

公司研究/季报点评

2019年10月28日

建材/其他建材 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 18.85
合理价格区间(元): 24.45~26.08

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

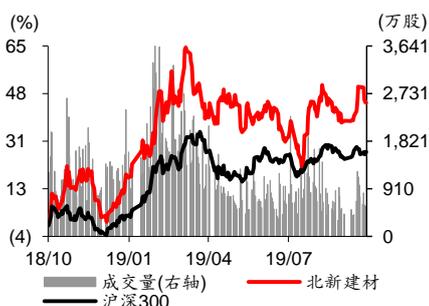
张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《北新建材(000786 SZ,买入): 诉讼和解轻装上阵, 石膏板龙头有望再起航》2019.08
- 2《北新建材(000786,买入): 产能布局稳步推进, 石膏板龙头优势凸显》2019.03
- 3《北新建材(000786,买入): 毛利率提升, 产能布局持续推进》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

主业表现稳健, 全新布局可圈可点

北新建材(000786)

19Q3 主业保持稳健, 全新布局可圈可点

2019 年前三季度公司实现营收 98.17 亿元, YOY+3.20%; 归母净利润-0.11 亿元, YOY-100.53%, 主要是由于美国诉讼相关费用的影响, 其中泰山石膏和解相关费用减少净利润 18.46 亿元; 公司前三季度扣非净利润 18.42 亿元, 同比下滑 7.46%。公司是世界级石膏板龙头企业, 2019Q3 进军防水、坦桑尼亚产能扩建等全新布局可圈可点; 公司营收增速稳健, 预计公司 19-21 年 EPS 为 0.24/1.63/1.87 元, 维持“买入”评级。

毛利率小幅上升, 销售费用率有所上行

2019Q3 盈利水平维持在高位, 销售毛利率 36.7%, 同比上升 0.68pct; 销售净利率 18.1%, 同比下降 3.16pct。公司 19Q3 期间费用率 13.10%, 同比增加 2.90pct, 其中销售/研发费用率分别上升 3.54/0.11pct, 销售费用率上升幅度较大, 系运输费、广告宣传 and 展览费增加所致; 管理/财务费用率分别下降 0.29/1.04pct; 受诉讼案等因素影响, 资产负债率有所上升, 19Q3 资产负债率 27.66%, 同比增长 7.74pct。

产能扩充巩固龙头地位, 外延并购进军防水行业

公司积极推进产能布局, 龙头地位稳固。根据公司 2019 中报, 截至 2019 年 6 月 31 日, 公司石膏板在产产能 27 亿平, 且公司已计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右 (国内、海外分别为 40/10 亿平方米左右), 配套布局 50 万吨龙骨产能, 进一步强化公司核心业务护城河。公司在报告期内以 3.47 亿元受让四川蜀羊防水 70% 股权, 正式进军防水行业, 公司在建材行业拥有较强的渠道优势和品牌优势, 与原有主业具有协同效应, 我们认为有望为公司带来新的利润增长点。

美国诉讼案拖累利润, 不确定性有望逐步消除

诉讼和解有利于消除美国诉讼案带来的部分不确定性, 但对当期利润造成较大影响。因公司所属子公司美国石膏板事项和解费的汇兑损失, 2019Q3 营业外支出同比增加 0.53 亿元, 增长 144.80%; 美国诉讼案和解导致公司 2019 前三季度营业外支出增加至 19.53 亿元, 拖累公司业绩。但诉讼案和解有利于消除公司不确定性, 公司已经在海外规划 10 亿平米产能, 诉讼案的最终解决有望扫除公司海外布局的主要障碍, 公司国际化进程有望加快。

石膏板龙头主业稳健, 维持“买入”评级

考虑到需求低于预期和美国诉讼潜在影响, 我们调整公司 19-21 年 EPS 为 0.24/1.63/1.87 元 (原值为 0.53/1.46/1.59 元); 鉴于美国诉讼案对 2019 年净利润扰动较大、对 2020 年影响趋减, 参考公司 2020 年 EPS 和可比公司 2020 年平均 19.81x 的 PE 水平, 考虑到公司成长性稍差, 我们认为公司 2020 年合理 PE 区间为 15-16x, 对应目标价为 24.45-26.08 元 (原值为 20.44-21.9 元), 美国诉讼系一次性影响, 公司龙头地位稳固, 石膏板主业盈利趋稳, 全新布局可圈可点, 维持“买入”评级。

风险提示: 地产景气度下滑; 原材料价格上涨; 美国诉讼未和解部分影响。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,690
流通 A 股 (百万股)	1,414
52 周内股价区间 (元)	13.38-22.01
总市值 (百万元)	31,847
总资产 (百万元)	18,892
每股净资产 (元)	7.99

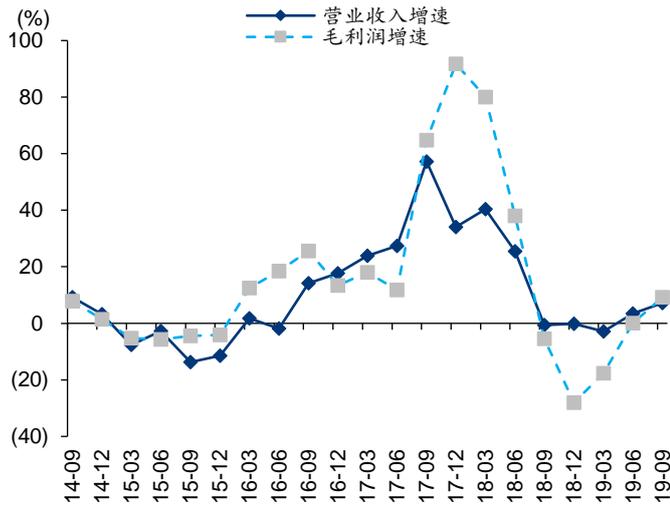
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	11,164	12,565	12,061	13,001	13,968
+/-%	8.01	36.88	8.03	7.80	7.43
归属母公司净利润 (百万元)	2,344	2,466	412.96	2,761	3,153
+/-%	28.97	102.68	(82.39)	568.50	14.20
EPS (元, 最新摊薄)	0.68	1.39	0.24	1.63	1.87
PE (倍)	27.53	13.58	77.12	11.54	10.10

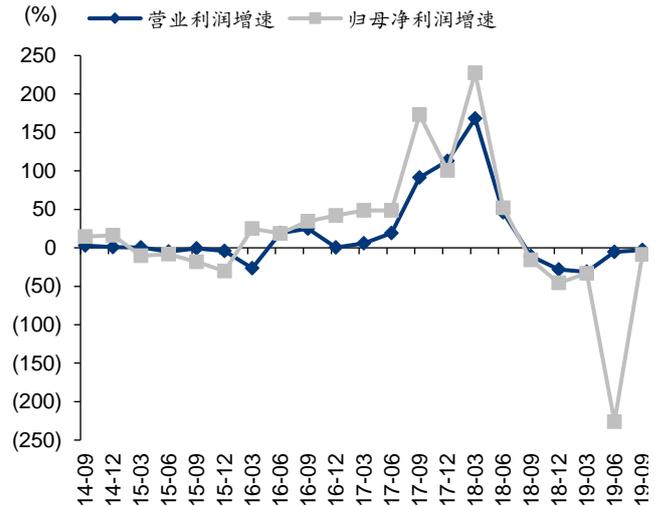
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：2014Q3-2019Q3 公司单季度营收及毛利润增速



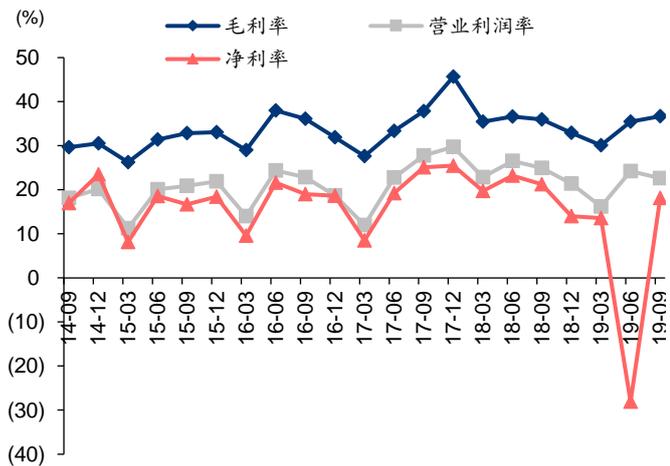
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2014Q3-2019Q3 公司单季度营业利润及净利润增速



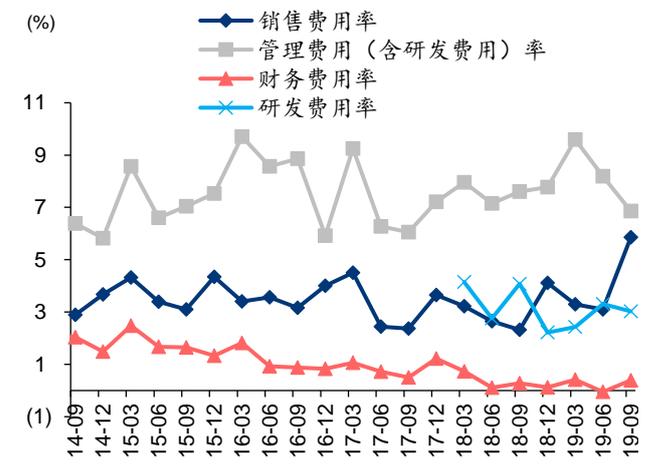
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2014Q3-2019Q3 公司单季度盈利能力



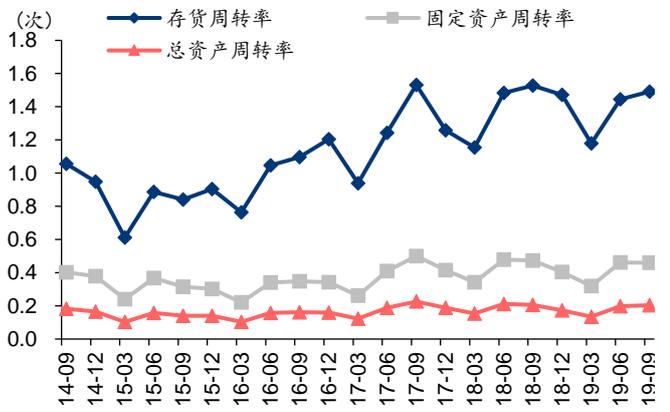
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：2014Q3-2019Q3 公司单季度费用率



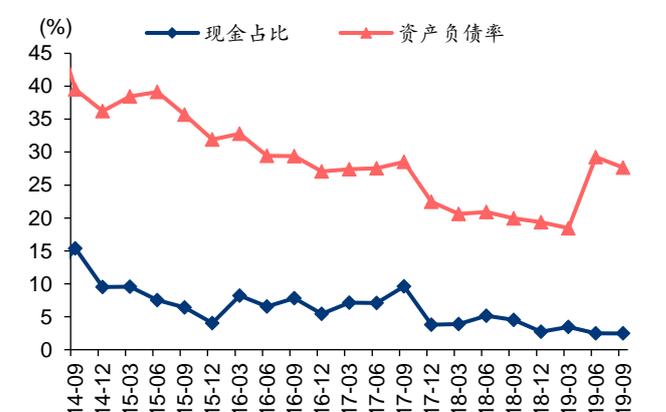
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：2014Q3-2019Q3 公司单季度营运能力情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2014Q3-2019Q3 单季度偿债能力情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

石膏板业务关键假设：公司主要收入来源是石膏板业务，2014-2018年石膏板收入占比均不小于85%；公司积极扩张产能，截至2019/6/30，公司在产产能27亿平方米，但市场开拓、产能释放需要时间，公司产销平衡假设下产能利用率有一定下行压力，我们假设公司19-21年产能利用率为71%/67%/65%，对应19-21年公司石膏板销量为192150/200797/208829万平方米；19年行业需求走弱，导致公司产品均价有一定下行压力，但我们认为公司高端品占比提升，有利于稳定产品均价，同时公司市占率较高，拥有较强的议价能力，未来三年产品均价有望企稳回升，我们假设19-21年石膏板均价为5.3/5.4/5.5元/平方米；行业需求走弱，导致对原材料（主要是护面纸）需求走弱，成本端压力相应减小，同时泰山石膏板新建40万吨护面纸产能，护面纸自给率有望提升，降低单位石膏板成本，我们假设19-21年公司石膏板单位成本为3.45/3.25/3.20元/平方米；

营业外支出关键假设：截至2019年9月30日，美国诉讼案和解导致公司全资子公司泰山石膏2019年1-9月净利润减少184647万元，2019年1-9月公司营业外支出共计195269万元；出于审慎原则，我们假设美国诉讼案相关费用在2019Q4仍将发生，影响公司本年度业绩，但2020-2021年美国诉讼影响有望逐步消退，我们假设19-21年公司营业外支出分别为2150/150/130百万元。

图表7：北新建材盈利预测（2019年营业外支出大幅增长超预期，主要系美国诉讼和解相关费用所致，是2019年业绩下调的主要原因）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
总收入（百万元）	8,156	11,164	12,565	12,061	13,001	13,968
收入增速	8.0%	36.9%	12.5%	-4.0%	7.8%	7.4%
总收入原假设值（百万元）				11,869	12,448	13,074
石膏板收入（百万元）	7,227	9,883	10,933	10,184	10,843	11,486
石膏板收入原假设值（百万元）				9,992	10,290	10,592
石膏板销量（万平方米）	163,500	182,000	186,900	192,150	200,797	208,829
石膏板销量原假设（万平方米）				192,150	201,758	211,845
产能利用率	77%	84%	74%	71%	67%	65%
产能利用率原假设				71%	67%	66%
石膏板均价（元/平方米）	4.4	5.4	5.8	5.3	5.4	5.5
石膏板均价原假设（元/平方米）				5.2	5.1	5.0
石膏板单位成本（元/平方米）	2.86	3.31	3.67	3.45	3.25	3.20
石膏板单位成本原假设（元/平方米）				-3.27	-3.17	-3.07
销售费用率	3.5%	3.1%	3.0%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用率	8.1%	6.9%	4.7%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用率			2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
财务费用率	1.0%	0.8%	0.3%	0.6%	0.7%	0.5%
营业外支出（百万元）	110	131	268	2,150	150	130
营业外支出原假设（百万元）				1,795	150	130

资料来源：Wind，华泰证券研究所

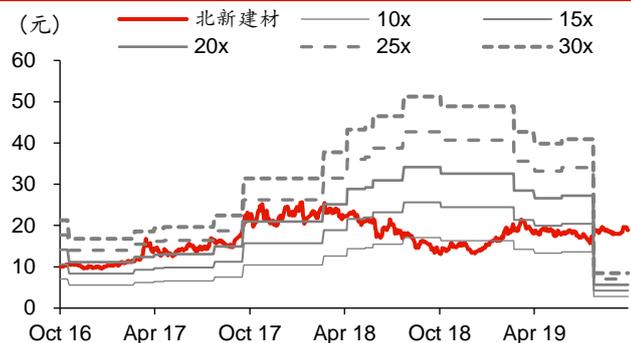
图表8：可比公司 Wind 一致预测 PE（截止 20191025）

可比公司	2018A	2019E	2020E	2021E
三棵树	21.76	35.39	26.23	19.57
东方雨虹	12.81	16.27	13.00	10.64
伟星新材	20.78	23.50	20.19	17.44
平均	18.45	25.05	19.81	15.88

资料来源：Wind（截止 20191025），华泰证券研究所

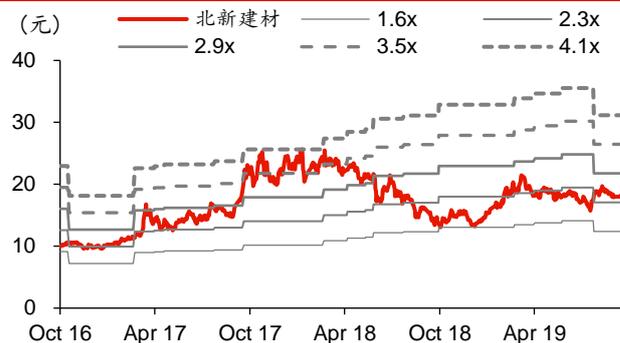
PE/PB - Bands

图表9: 北新建材历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 北新建材历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

风险提示

地产景气度下滑; 原材料价格上涨; 美国诉讼未和解部分影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,531	5,652	6,157	8,036	9,798
现金	614.00	489.99	543.92	2,370	4,012
应收账款	97.11	79.74	104.91	113.09	121.50
其他应收账款	114.58	72.35	123.78	133.44	143.35
预付账款	311.62	144.66	359.78	364.94	383.12
存货	1,260	1,279	1,454	1,475	1,548
其他流动资产	3,134	3,586	3,571	3,580	3,590
非流动资产	10,580	12,256	13,072	13,723	14,197
长期投资	122.38	170.53	170.53	170.53	170.53
固定投资	7,330	7,590	7,799	8,049	8,306
无形资产	1,621	1,689	1,755	1,819	1,881
其他非流动资产	1,506	2,807	3,348	3,684	3,838
资产总计	16,111	17,908	19,229	21,759	23,995
流动负债	2,896	2,313	3,247	3,182	3,056
短期借款	800.10	891.00	1,809	1,560	1,397
应付账款	725.59	784.86	771.24	714.84	679.63
其他流动负债	1,371	637.47	666.70	906.61	979.41
非流动负债	718.52	1,156	1,128	1,062	1,004
长期借款	287.47	534.40	506.90	440.30	382.55
其他非流动负债	431.04	621.40	621.40	621.40	621.40
负债合计	3,615	3,469	4,375	4,243	4,060
少数股东权益	80.22	156.02	157.95	170.80	185.47
股本	1,789	1,690	1,690	1,690	1,690
资本公积	3,042	3,141	3,141	3,141	3,141
留存公积	7,583	9,449	9,865	12,514	14,919
归属母公司股东权益	12,415	14,283	14,696	17,345	19,750
负债和股东权益	16,111	17,908	19,229	21,759	23,995

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	1,708	2,654	659.14	3,532	3,704
净利润	1,157	2,344	412.96	2,761	3,153
折旧摊销	406.17	443.74	504.99	535.89	569.00
财务费用	94.27	36.24	103.41	125.81	144.02
投资损失	(45.28)	(48.96)	(48.96)	(48.96)	(48.96)
营运资金变动	(232.84)	(349.93)	(334.60)	130.15	(82.17)
其他经营现金	329.23	228.74	21.34	28.09	(30.45)
投资活动现金	(950.09)	(1,831)	(1,321)	(1,143)	(1,003)
资本支出	612.89	887.69	1,360	1,181	1,042
长期投资	364.13	893.69	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(26.94)	49.22	(38.16)	(38.16)	(38.16)
筹资活动现金	(421.44)	(1,042)	716.22	(562.56)	(1,058)
短期借款	(235.14)	(651.90)	1,009	(248.95)	(163.40)
长期借款	114.08	70.33	219.43	(66.60)	(57.74)
普通股增加	374.60	0.00	(99.07)	0.00	0.00
资本公积增加	1,276	(0.19)	99.07	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,951)	(459.78)	(512.21)	(247.00)	(837.04)
现金净增加额	336.68	(217.96)	53.93	1,826	1,643

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,164	12,565	12,061	13,001	13,968
营业成本	7,008	8,128	8,091	8,207	8,616
营业税金及附加	155.26	179.82	120.61	130.01	139.68
营业费用	343.83	380.35	371.43	403.04	432.99
管理费用	774.34	953.22	844.25	910.09	977.73
财务费用	94.27	36.24	103.41	125.81	144.02
资产减值损失	26.00	5.30	28.08	30.27	32.52
公允价值变动收益	6.08	(3.49)	6.08	6.08	6.08
投资净收益	48.96	82.80	48.96	48.96	48.96
营业利润	2,741	3,030	2,545	3,238	3,668
营业外收入	78.99	53.06	78.99	78.99	78.99
营业外支出	130.87	267.65	2,150	150.00	130.00
利润总额	2,689	2,815	473.73	3,167	3,617
所得税	334.09	334.58	58.85	393.41	449.28
净利润	2,355	2,481	414.88	2,773	3,167
少数股东损益	10.91	14.69	1.92	12.85	14.68
归属母公司净利润	2,344	2,466	412.96	2,761	3,153
EBITDA	3,324	3,396	3,136	3,884	4,368
EPS (元, 基本)	1.31	1.46	0.24	1.63	1.87

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	8.01	36.88	8.03	7.80	7.43
营业利润	15.03	65.04	(7.17)	27.24	13.27
归属母公司净利润	28.97	102.68	(82.39)	568.50	14.20
获利能力 (%)					
毛利率	34.18	37.23	32.91	36.88	38.32
净利率	14.18	21.00	3.42	21.23	22.57
ROE	12.73	20.57	2.85	17.23	17.00
ROIC	13.95	20.96	16.09	17.52	19.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.08	22.44	22.75	19.50	16.92
净负债比率 (%)	45.12	46.13	53.59	47.82	44.53
流动比率	1.75	1.91	1.90	2.53	3.21
速动比率	1.29	1.47	1.45	2.06	2.70
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.73	0.65	0.63	0.61
应收账款周转率	54.86	108.33	119.40	119.27	119.08
应付账款周转率	8.77	10.31	10.81	11.05	12.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.39	0.24	1.63	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.01	1.57	0.39	2.09	2.19
每股净资产(最新摊薄)	6.14	7.35	8.70	10.27	11.69
估值比率					
PE (倍)	27.53	13.58	77.12	11.54	10.10
PB (倍)	3.07	2.57	2.17	1.84	1.61
EV_EBITDA (倍)	15.34	9.83	10.42	8.41	7.48

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com