

北新建材 (000786)

证券研究报告

2019年10月26日

淡季毛利率提升，行业底部盈利能力超预期

公司前三季度实现营收 98.17 亿，同比微增 3.2%，归母净利-0.11 亿，同比下滑 100.53%，其中，因诉讼和解导致的非经常性损益 18.46 亿，扣非后归母净利 18.42 亿，同比下滑 7.46%。单季营收 37.79 亿，同比微幅增长 7.21%，扣非后归母净利 7.44 亿，同比微幅下降 0.56%，单季毛利率 36.66%，环比提高 1.21 个百分点，我们预计与销量提高、成本下降有关。同时，公司预计全年实现归母净利 3-4.5 亿，加回诉讼影响为 21.46-22.96 亿。

关于三季报，我们提示以下关注点：

(1) 单季期间费用率 13.1%，同比增加 2.89 个百分点，销售、管理、财务费用率分别提高 3.54、0.29、0.1 个百分点，其中，销售费用大幅增长 170.56%，主因公司及子公司运输费、广告宣传及展览费增加，财务费用同比增长 47.5%，主因子公司费用化的借款利息支出同比增加（判断可能与不同阶段产能建设进程、资产使用状态有关），以及汇兑损失同比增加。(2) 营业外支出同比增加 5287 万，对应+144.8%，主因人民币汇率变动引起预计负债变化，和解费的汇兑损失增加。

(3) 经营现金流量净额下降 25.09%，单季同比下降 10.66%，无论是单季还是累计，经营活动现金流入均同比提高，主要是支出同比增大，可以观察到 2 个较为明显的变化，一是支付给职工以及为职工支付的现金今年以来逐季有 15-36% 的增幅，二是支付其他与经营活动有关的现金（部分费用、营业外支出等）同比增加显著，单季同比提高 242.7%。(4) 投资现金流量净额同比增加 32.44%，主因理财收回的本金同比增加额大于在建项目、土地款支出的同比增加值。

(5) 应收账款比年初增长 372.95%，主因公司实施额度加账期的年度授信销售政策，应收票据&账款在收入中占比 4.99%，低于去年同期的 5.11%，同样低于半年末的 7.75%。(6) 一年内到期的非流动负债比年初增加 2.6 亿，增幅为 684.12%，主因所属子公司长期借款重分类，因此长期借款降低 54.04%。

诉讼和解轻装上阵有助海外进程，50 亿产能规划有助市占率稳步提升。截止 2019H1，石膏板产能 27 亿平，年初为 24.7 亿平。公司制定 50 亿平全球产能规划，加快落实“国际化”战略，目前已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，开业当年即实现盈利，今年乘胜追击将原 600 万平拓展为 1500 万平，此外，还积极拓展乌兹别克斯坦项目。前期诉讼案持续较长时间，占用公司经营管理时间精力、对当期利润带来不确定性，大范围和靴子落地有利市场信心和公司国际化进程。**此外，公司积极开拓其他业务，成长可期。**公司通过收购四川蜀羊切入防水领域，并在今年以来增加龙骨配套销售，多点开花贡献业绩。

投资建议：①高集中度的供给格局在消费建材领域较为少见，行业磨底龙头扩张，市占率有望继续提升；②主观推动产品结构高端化，增强盈利能力，住宅精装趋势有利高端产品渗透，同时可快速对接过往销售模式，适应成本低；③竣工连续回暖，单平净利向上弹性大；④现金流稳定资产质量优质；⑤多点开花，成长性可期。考虑到公司全年业绩预告，我们将 2019-2021 年归母净利从 6.37、28.47、33.22 亿调整为 4.3、28.5、33.3 亿，EPS 分别为 0.25、1.69、1.97 元，对应 PE 分别为 74.16X、11.17X、9.57X。

风险提示：石膏板量价变动不及预期；原材料价格波幅不及预期。

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 11,164.34 | 12,564.91 | 13,067.51 | 15,027.63 | 17,281.78 |
| 增长率(%) | 36.88 | 12.55 | 4.00 | 15.00 | 15.00 |
| EBITDA(百万元) | 3,595.69 | 3,843.04 | 2,800.31 | 3,798.85 | 4,427.58 |
| 净利润(百万元) | 2,343.99 | 2,465.98 | 429.43 | 2,851.59 | 3,327.62 |
| 增长率(%) | 100.16 | 5.20 | (82.59) | 564.04 | 16.69 |
| EPS(元/股) | 1.39 | 1.46 | 0.25 | 1.69 | 1.97 |
| 市盈率(P/E) | 13.59 | 12.91 | 74.16 | 11.17 | 9.57 |
| 市净率(P/B) | 2.57 | 2.23 | 2.18 | 1.92 | 1.68 |
| 市销率(P/S) | 2.85 | 2.53 | 2.44 | 2.12 | 1.84 |
| EV/EBITDA | 11.07 | 5.57 | 10.64 | 7.06 | 5.64 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 建筑材料/其他建材 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 18.85 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 1,689.51 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,413.98 |
| A 股总市值(百万元) | 31,847.22 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 26,653.55 |
| 每股净资产(元) | 7.59 |
| 资产负债率(%) | 29.25 |
| 一年内最高/最低(元) | 22.31/13.12 |

作者

盛昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002
shengchangsheng@tfzq.com

李阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519060001
yanglitf@tfzq.com

股价走势

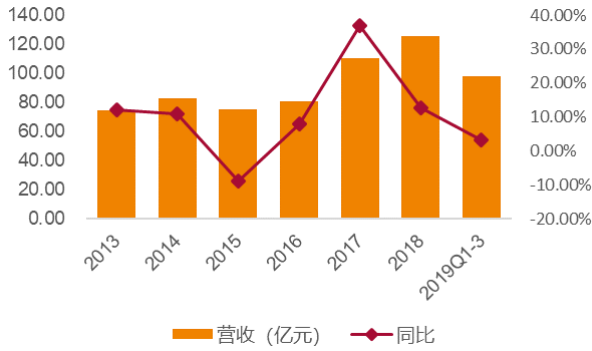


资料来源：贝格数据

相关报告

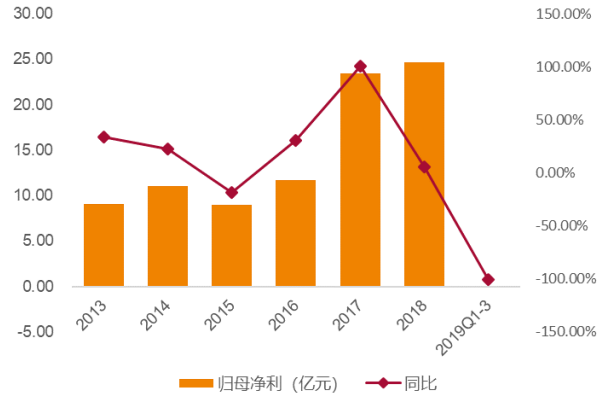
- 1 《北新建材-半年报点评:价值龙头，扬帆出海》 2019-08-20
- 2 《北新建材-季报点评:产能加快扩张，继续关注市占率与竣工逻辑》 2019-04-29
- 3 《北新建材-年报点评报告:业绩稳步增长，看好市占率提升》 2019-03-20

图 1：公司近年营收情况



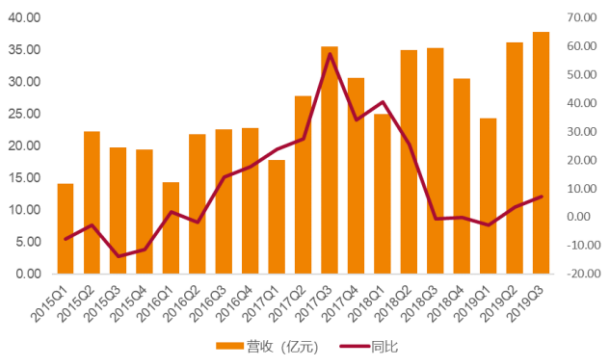
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：公司近年归母净利润情况



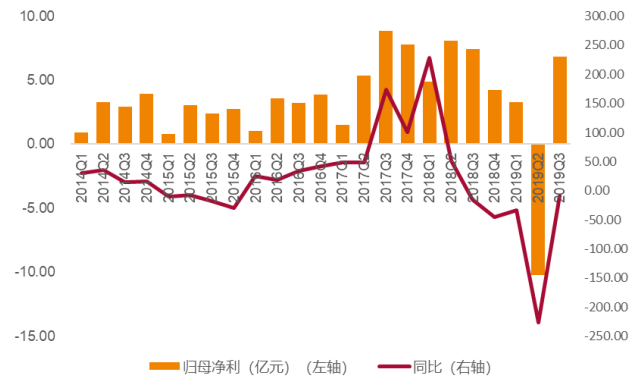
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司单季度营收情况



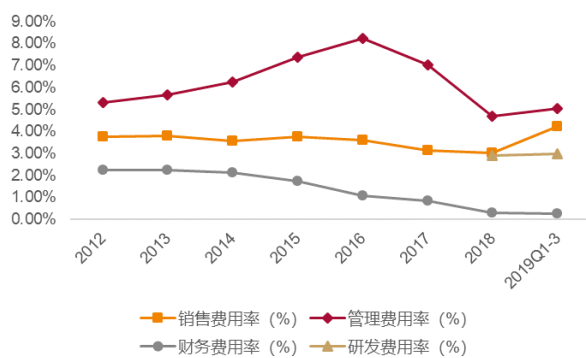
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司单季度归母净利润情况



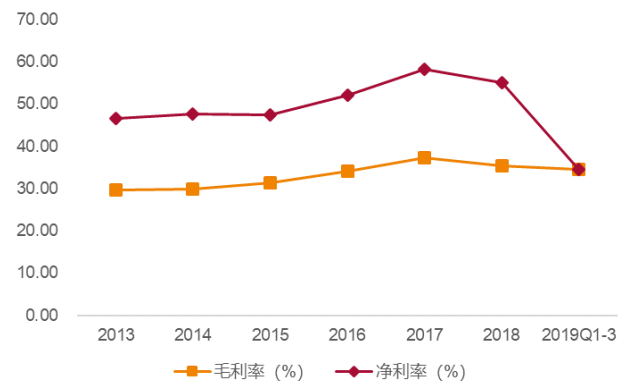
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司期间费用变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：公司毛利率、净利率变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 利润表(百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 货币资金 | 614.00 | 489.99 | 2,150.18 | 7,513.82 | 15,553.60 | 营业收入 | 11,164.34 | 12,564.91 | 13,067.51 | 15,027.63 | 17,281.78 |
| 应收票据及应收账款 | 210.13 | 217.69 | 145.30 | 272.14 | 207.91 | 营业成本 | 7,007.91 | 8,127.56 | 8,624.55 | 9,692.82 | 11,060.34 |
| 预付账款 | 311.62 | 144.66 | 601.74 | 136.41 | 670.39 | 营业税金及附加 | 155.26 | 179.82 | 169.88 | 206.47 | 236.48 |
| 存货 | 1,259.56 | 1,278.75 | 2,057.54 | 1,359.45 | 2,843.21 | 营业费用 | 343.83 | 380.35 | 588.04 | 601.11 | 691.27 |
| 其他 | 3,135.46 | 3,520.77 | 3,193.84 | 2,857.36 | 2,622.77 | 管理费用 | 519.80 | 587.64 | 614.17 | 631.16 | 725.83 |
| 流动资产合计 | 5,530.77 | 5,651.86 | 8,148.61 | 12,139.17 | 21,897.89 | 研发费用 | 254.55 | 365.58 | 378.96 | 435.80 | 501.17 |
| 长期股权投资 | 122.38 | 170.53 | 170.53 | 170.53 | 170.53 | 财务费用 | 94.27 | 36.24 | 45.48 | 41.90 | 67.47 |
| 固定资产 | 7,330.16 | 7,589.84 | 8,048.15 | 8,125.19 | 7,960.28 | 资产减值损失 | 26.00 | 5.30 | 50.00 | 5.00 | 5.00 |
| 在建工程 | 1,108.76 | 2,302.73 | 1,417.64 | 898.58 | 569.15 | 公允价值变动收益 | (6.08) | 3.49 | (389.93) | (300.00) | (300.00) |
| 无形资产 | 1,621.49 | 1,688.90 | 1,647.34 | 1,605.79 | 1,564.23 | 投资净收益 | 48.96 | 82.80 | 20.00 | 80.00 | 80.00 |
| 其他 | 397.13 | 504.17 | 503.80 | 497.44 | 489.08 | 其他 | (21.00) | (233.71) | 739.87 | 440.00 | 440.00 |
| 非流动资产合计 | 10,579.91 | 12,256.18 | 11,787.46 | 11,297.53 | 10,753.28 | 营业利润 | 2,740.86 | 3,029.83 | 2,226.50 | 3,193.37 | 3,774.21 |
| 资产总计 | 16,110.68 | 17,908.04 | 19,936.07 | 23,436.69 | 32,651.16 | 营业外收入 | 78.99 | 53.06 | 100.00 | 80.00 | 80.00 |
| 短期借款 | 800.10 | 891.00 | 1,000.00 | 2,483.68 | 5,933.45 | 营业外支出 | 130.87 | 267.65 | 1,846.47 | 50.00 | 50.00 |
| 应付票据及应付账款 | 895.97 | 812.38 | 1,514.74 | 809.18 | 1,844.46 | 利润总额 | 2,688.98 | 2,815.25 | 480.02 | 3,223.37 | 3,804.21 |
| 其他 | 1,200.42 | 609.95 | 582.31 | 705.17 | 694.47 | 所得税 | 334.09 | 334.58 | 48.00 | 354.57 | 456.51 |
| 流动负债合计 | 2,896.49 | 2,313.33 | 3,097.04 | 3,998.04 | 8,472.39 | 净利润 | 2,354.90 | 2,480.67 | 432.02 | 2,868.80 | 3,347.71 |
| 长期借款 | 287.47 | 534.40 | 1,500.00 | 2,086.31 | 4,469.87 | 少数股东损益 | 10.91 | 14.69 | 2.59 | 17.21 | 20.09 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 归属于母公司净利润 | 2,343.99 | 2,465.98 | 429.43 | 2,851.59 | 3,327.62 |
| 其他 | 431.04 | 621.40 | 600.00 | 600.00 | 607.13 | 每股收益(元) | 1.39 | 1.46 | 0.25 | 1.69 | 1.97 |
| 非流动负债合计 | 718.52 | 1,155.80 | 2,100.00 | 2,686.31 | 5,077.00 | | | | | | |
| 负债合计 | 3,615.01 | 3,469.13 | 5,197.04 | 6,684.34 | 13,549.39 | 主要财务比率 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 少数股东权益 | 80.22 | 156.02 | 158.62 | 175.83 | 195.92 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 1,788.58 | 1,689.51 | 1,689.51 | 1,689.51 | 1,689.51 | 营业收入 | 36.88% | 12.55% | 4.00% | 15.00% | 15.00% |
| 资本公积 | 3,042.06 | 3,141.13 | 3,141.13 | 3,141.13 | 3,141.13 | 营业利润 | 63.60% | 10.54% | -26.51% | 43.43% | 18.19% |
| 留存收益 | 10,625.03 | 12,590.30 | 12,890.90 | 14,887.01 | 17,216.35 | 归属于母公司净利润 | 100.16% | 5.20% | -82.59% | 564.04% | 16.69% |
| 其他 | (3,040.21) | (3,138.05) | (3,141.13) | (3,141.13) | (3,141.13) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 12,495.67 | 14,438.91 | 14,739.03 | 16,752.35 | 19,101.77 | 毛利率 | 37.23% | 35.32% | 34.00% | 35.50% | 36.00% |
| 负债和股东权益总 | 16,110.68 | 17,908.04 | 19,936.07 | 23,436.69 | 32,651.16 | 净利率 | 21.00% | 19.63% | 3.29% | 18.98% | 19.26% |
| | | | | | | ROE | 18.88% | 17.27% | 2.95% | 17.20% | 17.60% |
| | | | | | | ROIC | 23.28% | 22.54% | 16.46% | 22.98% | 29.25% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 22.44% | 19.37% | 26.07% | 28.52% | 41.50% |
| | | | | | | 净负债率 | 8.43% | 6.68% | 2.58% | -17.39% | -26.81% |
| | | | | | | 流动比率 | 1.91 | 2.44 | 2.63 | 3.04 | 2.58 |
| | | | | | | 速动比率 | 1.47 | 1.89 | 1.97 | 2.70 | 2.25 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 56.00 | 58.74 | 72.00 | 72.00 | 72.00 |
| | | | | | | 存货周转率 | 8.89 | 9.90 | 7.83 | 8.80 | 8.22 |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.73 | 0.74 | 0.69 | 0.69 | 0.62 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益 | 1.39 | 1.46 | 0.25 | 1.69 | 1.97 |
| | | | | | | 每股经营现金流 | 1.57 | 1.65 | -0.02 | 2.13 | 1.56 |
| | | | | | | 每股净资产 | 7.35 | 8.45 | 8.63 | 9.81 | 11.19 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | 市盈率 | 13.59 | 12.91 | 74.16 | 11.17 | 9.57 |
| | | | | | | 市净率 | 2.57 | 2.23 | 2.18 | 1.92 | 1.68 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 11.07 | 5.57 | 10.64 | 7.06 | 5.64 |
| | | | | | | EV/EBIT | 12.62 | 6.35 | 13.12 | 8.29 | 6.49 |

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |