

公司研究/公告点评

2021年01月13日

建材/其他建材

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 50.00
目标价格(元): 68.10

方晏荷 SAC No. S0570517080007
研究员 SFC No. BPW811
0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

武慧东 SAC No. S0570520100004
研究员 010-56793963
wuhuidong@htsc.com

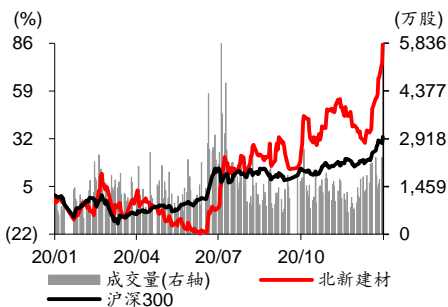
张艺露 SAC No. S0570520070002
研究员 18515893331
zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022
联系人 13661352985
linxiaolong@htsc.com

相关研究

- 1《北新建材(000786 SZ,买入): 一体两翼布局加快, 未来成长可期》2020.12
- 2《北新建材(000786 SZ,买入): Q3 利润快速上涨, 石膏板龙头再启航》2020.10
- 3《北新建材(000786 SZ,买入): 品类拓展显成效, 看好长期竞争力》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

业绩预测上调, 龙头优势凸显

北新建材(000786)

石膏板龙头优势凸显, 上调 20 年业绩预告

公司 12 日发布 20 年业绩预告修正公告, 预计 20 年实现归母净利润 27.0-30.0 亿元, 同比增长 512%-580% (修正前为 458%-512%), 对应 Q4 单季度净利润 7.0-10.0 亿元, 同比增长 54.9%-121.2%。我们预计主要受益于石膏板主业量价齐升。近期原材料护面纸涨价幅度较大, 公司通过提价传导成本上涨压力, 龙头优势凸显, 未来随着高端产品占比上涨, 石膏板盈利能力有望再加强, 且防水产业链进一步完善, “一体两翼” 布局加快, 看好公司成长性。上调 20-22 年归母净利润预测至 28.3/38.3/48.1 亿元, 目标价 68.10 元, 维持“买入”评级。

Q4 石膏板主业量价齐升, 全国布局加快

公司 Q4 归母净利润同比增长 54.9%-121.2%, 我们预计主要受益于石膏板主业量价齐升, 因 Q4 竣工好转带动销量增长, 我们测算泰山牌石膏板单季度销量同比增 15%, 且公司产品结构调整, 单平均价进一步上升。近期石膏板主要原材料护面纸 (占原材料成本 60% 以上) 价格上涨 300 元/吨, 且 21 年将全面禁止美废进口, 原材料端价格或持续承压, 而公司护面纸自供比例近 70%, 21 年将达 80%, 且高市占率有利于通过提价传导原材料涨价压力, 成本端受影响更小, 高端产品占比提升有望带来单平毛利进一步提升。公司 30 日公告拟收购新疆三家公司, 全国布局进一步加快。

防水产业链进一步完善, 未来有望进入高质量快速增长期

公司 30 日公告收购中建材苏州防水研究院 100% 股权, 苏州防水院是防水行业唯一一家国家级科研机构, 此次收购完成后, 北新防水产业链将进一步完善, 研发实力增强, 通过产研结合提升公司防水业务竞争力。公司 19 年通过联合重组进入防水领域以来, 已迅速成长为防水行业收入规模第三的企业, 目前已具备十大防水产业基地, 且规划在十四五期间建设 30 个防水材料产业基地。我们认为借助苏州防水院研发优势, 结合石膏板主业的资金优势及客户协同效应, 防水业务有望迎高质量快速增长期。

看好公司长期成长性, 维持“买入”评级

公司系石膏板绝对龙头, 成本护城河强, 在原材料涨价趋势下, 通过提价转移成本上涨压力。我们认为下游需求将延续恢复, 长期随着高端产品占比提升, 盈利能力有望提升, 龙骨、防水、涂料等业务打造新增长点, 看好公司长期成长性。考虑到公司 Q4 量价齐升, 长期高端产品占比提升空间较大, 我们上调 20-22 年归母净利润预测至 28.3/38.3/48.1 亿元 (前值 27.0/35.0/38.9 亿元) 当前可比公司对应 21 年 Wind 一致预期平均 23xPE, 考虑到公司龙头地位, 且未来市占率仍有望持续提升, 我们给予公司 21 年 30xPE, 目标价 68.10 元 (前值: 51.75 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 下游需求大幅下滑, 防水业务整合效益不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,690
流通 A 股 (百万股)	1,690
52 周内股价区间 (元)	21.09-50.00
总市值 (百万元)	84,475
总资产 (百万元)	23,708
每股净资产 (元)	9.36

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	12,565	13,323	17,567	20,103	22,826
+/-%	12.55	6.03	31.86	14.43	13.55
归属母公司净利润 (百万元)	2,466	441.14	2,829	3,828	4,807
+/-%	5.20	(82.11)	541.37	35.31	25.57
EPS (元, 最新摊薄)	1.46	0.26	1.67	2.27	2.85
PE (倍)	34.26	191.50	29.86	22.07	17.57

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表 (2021/1/12)

公司名称	股票代码	市值 (百万元)	每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
东方雨虹	002271 CH	119,054	1.39	1.30	1.58	36.5	39.1	32.2	6.27	5.45	6.90	8.1	9.3	7.3
伟星新材	002372 CH	30,489	0.63	0.66	0.75	30.4	28.8	25.4	2.47	2.69	2.96	7.8	7.1	6.5
兔宝宝	002043 CH	6,934	0.51	0.55	0.74	17.5	16.4	12.1	2.38	2.55	3.02	3.8	3.5	3.0
平均值						28.1	28.1	23.2				6.5	6.6	5.6
北新建材	000786 CH	84,475	0.26	1.67	2.27	191.5	29.9	22.1	8.26	9.85	11.59	6.1	5.1	4.3

注: 除北新建材外, 盈利预测均来自Wind一致预期

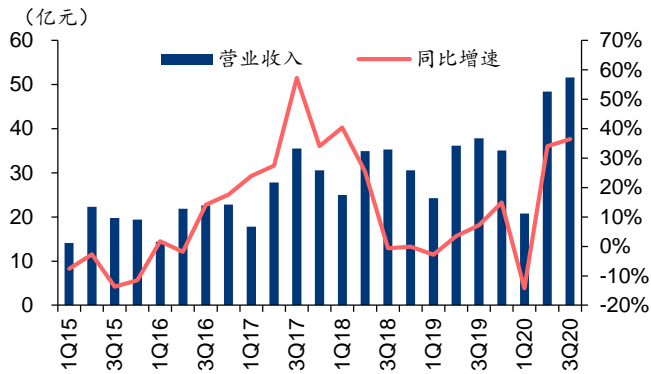
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰证券研究所

图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
收入增速 (%)	26.3%	12.5%	7.9%	31.9%	14.4%	13.5%	5.5	1.9	5.6
毛利率 (%)	31.5%	33.7%	34.1%	31.5%	34.4%	36.4%	0.0	0.7	2.3
净利率 (%)	16.1%	18.5%	19.0%	16.1%	19.0%	21.1%	0.0	0.5	2.1
归母净利润 (百万元)	2,702	3,496	3,889	2,829	3,828	4,807	4.7%	9.5%	23.6%
EPS (元)	1.60	2.07	2.30	1.67	2.27	2.85	4.7%	9.5%	23.6%

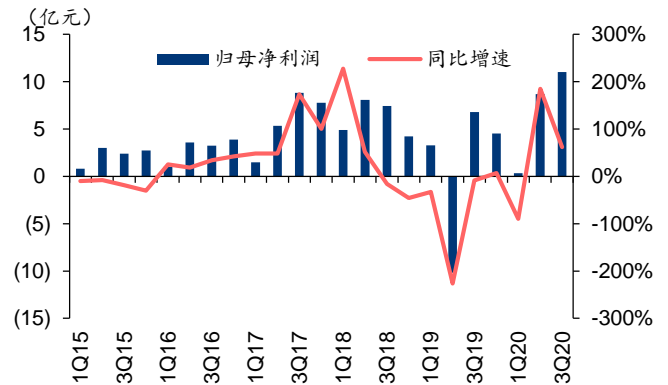
资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 单季度营业收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

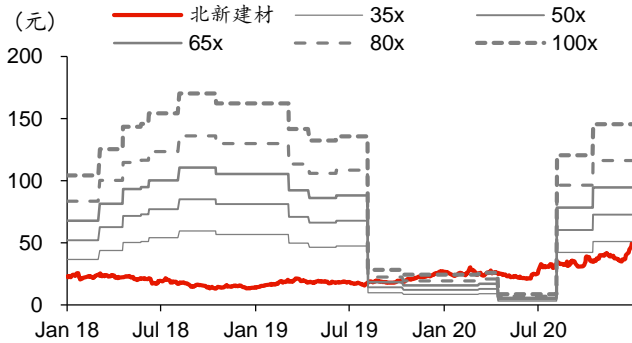
图表4: 单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

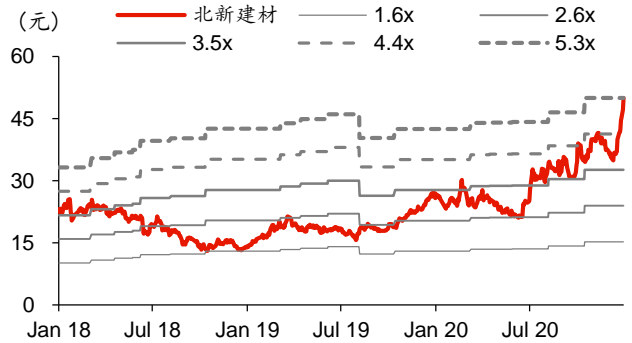
PE/PB - Bands

图表5: 北新建材历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 北新建材历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,652	6,335	9,631	11,805	15,803
现金	489.99	623.08	2,199	3,741	7,045
应收账款	79.74	1,261	2,166	2,478	2,814
其他应收账款	72.35	155.25	204.71	234.25	265.99
预付账款	144.66	311.72	412.88	453.00	498.50
存货	1,279	1,612	2,136	2,344	2,580
其他流动资产	3,586	2,372	2,513	2,555	2,600
非流动资产	12,256	15,129	16,102	16,621	17,247
长期投资	170.53	182.23	182.23	182.23	182.23
固定投资	7,590	9,055	10,645	11,362	11,717
无形资产	1,689	2,034	2,372	2,701	3,022
其他非流动资产	2,807	3,857	2,904	2,376	2,326
资产总计	17,908	21,464	25,734	28,426	33,050
流动负债	2,313	6,207	6,740	7,548	8,433
短期借款	891.00	1,580	878.36	1,005	1,141
应付账款	784.86	1,476	1,955	2,145	2,361
其他流动负债	637.47	3,151	3,906	4,397	4,931
非流动负债	1,156	714.27	1,655	478.67	478.67
长期借款	534.40	235.60	176.34	0.00	0.00
其他非流动负债	621.40	478.67	1,479	478.67	478.67
负债合计	3,469	6,921	8,395	8,027	8,912
少数股东权益	156.02	590.87	696.31	817.58	950.97
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
资本公积	3,141	3,141	3,141	3,141	3,141
留存公积	9,449	9,117	11,812	14,752	18,357
归属母公司股东权益	14,283	13,952	16,642	19,582	23,187
负债和股东权益	17,908	21,464	25,734	28,426	33,050

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,783	1,985	3,377	4,674	5,697
净利润	2,466	441.14	2,829	3,828	4,807
折旧摊销	477.82	523.80	611.19	690.76	747.33
财务费用	36.24	26.44	47.65	13.99	(16.78)
投资损失	(82.80)	(64.32)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(134.44)	858.54	(186.46)	49.85	56.05
其他经营现金	19.88	199.39	104.99	120.81	132.94
投资活动现金	(2,059)	(1,436)	(1,555)	(1,180)	(1,343)
资本支出	1,565	2,112	1,581	1,206	1,370
长期投资	412.20	(1,351)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	81.71	674.72	(26.30)	(26.30)	(26.30)
筹资活动现金	(773.30)	(452.21)	(246.38)	(1,952)	(1,049)
短期借款	90.90	688.97	(701.61)	126.78	136.17
长期借款	246.93	(298.80)	(59.26)	(176.34)	0.00
普通股增加	(99.07)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	99.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,111)	(842.38)	514.50	(1,903)	(1,186)
现金净增加额	(49.79)	96.48	1,576	1,542	3,304

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,565	13,323	17,567	20,103	22,826
营业成本	8,128	9,079	12,025	13,193	14,519
营业税金及附加	179.82	156.53	206.39	236.18	268.17
营业费用	380.35	377.03	527.01	603.08	684.78
管理费用	953.22	1,078	1,434	1,608	1,780
财务费用	36.24	26.44	47.65	13.99	(16.78)
资产减值损失	(5.30)	(16.53)	(26.35)	(30.15)	(34.24)
公允价值变动收益	3.49	(9.69)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	82.80	64.32	30.00	30.00	30.00
营业利润	3,030	2,698	3,384	4,500	5,639
营业外收入	53.06	49.73	49.73	49.73	49.73
营业外支出	267.65	2,091	60.00	10.00	10.00
利润总额	2,815	656.60	3,373	4,540	5,679
所得税	334.58	200.02	438.53	590.18	738.27
净利润	2,481	456.58	2,935	3,950	4,941
少数股东损益	14.69	15.45	105.45	121.26	133.39
归属母公司净利润	2,466	441.14	2,829	3,828	4,807
EBITDA	3,396	3,153	3,986	5,152	6,321
EPS (元, 基本)	1.46	0.26	1.67	2.27	2.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.55	6.03	31.86	14.43	13.55
营业利润	10.54	(10.95)	25.41	33.00	25.31
归属母公司净利润	5.20	(82.11)	541.37	35.31	25.57
获利能力 (%)					
毛利率	35.32	31.86	31.55	34.37	36.40
净利率	19.63	3.31	16.11	19.04	21.06
ROE	18.47	3.12	18.50	21.14	22.48
ROIC	18.27	15.64	18.39	22.87	26.94
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.37	32.25	32.62	28.24	26.96
净负债比率 (%)	41.91	30.56	12.56	12.52	12.81
流动比率	2.44	1.02	1.43	1.56	1.87
速动比率	1.89	0.76	1.11	1.25	1.57
营运能力					
总资产周转率	0.74	0.68	0.74	0.74	0.74
应收账款周转率	142.09	19.88	10.25	8.66	8.63
应付账款周转率	10.76	8.03	7.01	6.43	6.44
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	0.26	1.67	2.27	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	1.65	1.17	2.00	2.77	3.37
每股净资产(最新摊薄)	8.45	8.26	9.85	11.59	13.72
估值比率					
PE (倍)	34.26	191.50	29.86	22.07	17.57
PB (倍)	5.91	6.05	5.08	4.31	3.64
EV_EBITDA (倍)	25.45	27.41	21.69	16.78	13.68

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、武慧东、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、武慧东、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限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

香港: 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: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

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

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

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