

北新建材 (000786.SZ)

21 年有望量价齐升, “四位一体” 战略可期

核心观点:

- 公司发布 2020 年报, 实现收入 168.03 亿元, 同比+26.12%, 归母净利润 28.60 亿元, 同比+548.28%, 扣非净利润 27.76 亿元, 同比+17.04%。
- 下半年各项经营加速恢复, 龙头竞争力得以充分体现。即使新冠疫情影响下, 公司全年业绩依旧实现高速增长, 除防水建材分部 (防水卷材、防水涂料及工程等) 带来增量贡献以外, 公司主营业务轻质建材分部 (石膏板和轻钢龙骨等) 也实现稳健发展, 足以充分体现公司作为行业龙头的强大竞争力以及优秀的经营管理能力。
- 石膏板持续发力, 新业务 (龙骨和防水) 表现较好。分拆业务结构可以看到, 目前新业务 (龙骨和防水) 占比已经较大, 未来新业务的快速发展会进一步带动公司整体的业绩增速上行, 公司迈向综合建材集团发展新阶段的逻辑有望持续兑现。
- 盈利维持高位, 整合初期防水业务对经营指标略有拖累。
- 构建新发展格局, 有望成为全球布局、跨领域的综合建材龙头。公司按照 “54321” 推进实施全球 50 亿平方米石膏板、400 万吨粉料砂浆、30 个防水产业基地、20 个涂料产业基地、100 万吨轻钢龙骨产业布局。石膏板产品高端升级持续推进, 21 年景气向上有望量价齐升; 轻钢龙骨进入协同高速发展期, 未来空间很大; 防水 “一体两翼” 稳步推进, 中期规划 30 个防水基地布局。
- 投资建议: 我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.28、2.80、3.45 元, 对应 PE 分别为 20.3、16.5、13.4x, 参考可比公司估值水平以及公司业绩增长预期, 给予 2021 年 30x PE, 对应合理价值为 68.4 元/股的判断, 维持 “买入” 评级。
- 风险提示: 新冠疫情影响持续; 下游需求下滑; 行业产能扩张等。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,323	16,803	20,790	25,372	30,355
增长率 (%)	6.0	26.1	23.7	22.0	19.6
EBITDA (百万元)	3,168	3,955	4,857	6,023	7,374
归母净利润 (百万元)	441	2,860	3,847	4,727	5,822
增长率 (%)	-82.1	548.3	34.5	22.9	23.2
EPS (元/股)	0.26	1.69	2.28	2.80	3.45
市盈率 (P/E)	97.47	23.66	20.31	16.53	13.42
ROE (%)	3.2	17.2	19.7	20.5	21.3
EV/EBITDA	14.07	17.40	16.15	12.97	10.59

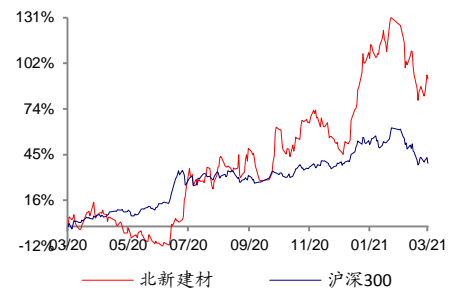
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	46.25 元
合理价值	68.40 元
前次评级	买入
报告日期	2021-03-21

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688



xielu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

北新建材(000786.SZ):20Q4 2021-01-18

业绩超预期, 迈向双轮驱动的综合建材集团新阶段

北新建材(000786.SZ):一体 2020-12-31

两翼稳步推进, 新的五年值得期待

北新建材(000786.SZ):盈利 2020-10-30

能力提升, 内生增长加速, 业绩超预期

联系人: 张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

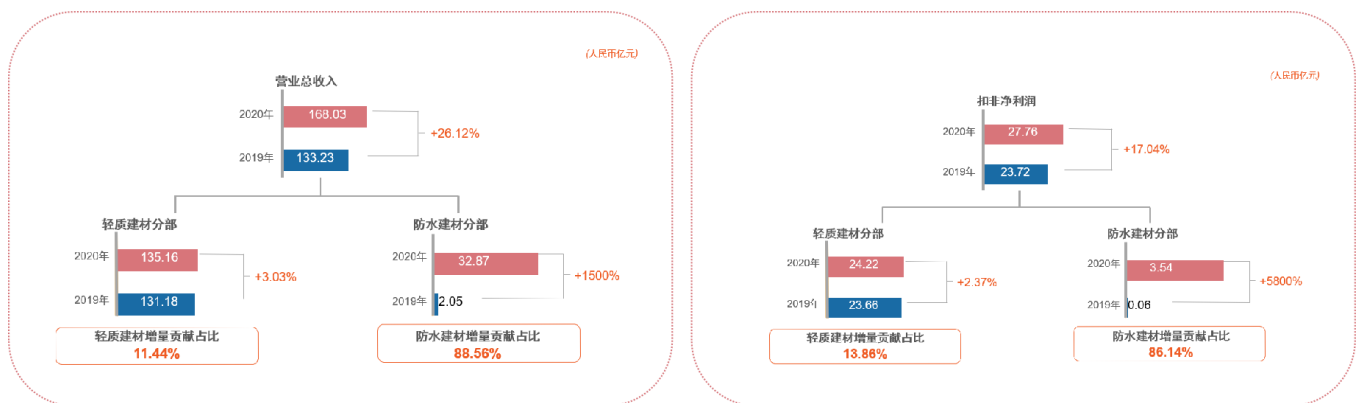
下半年各项经营加速恢复，龙头竞争力得以充分体现

公司发布2020年报，实现收入168.03亿元，同比26.12%，归母净利润28.60亿元，同比548.28%，扣非净利润27.76亿元，同比17.04%。其中Q4单季度实现收入47.26亿元，同比34.80%，归母净利润8.54亿元，同比88.97%，扣非净利润8.08亿元，同比52.49%。拟按每10股派发现金红利5.50元（含税）。

即使新冠疫情影响下，公司全年业绩依旧实现高速增长，除防水建材分部（防水卷材、防水涂料及工程等）带来增量贡献以外，公司主营业务轻质建材分部（石膏板和轻钢龙骨等）也实现稳健发展，足以充分体现公司作为行业龙头的强大竞争力以及优秀的经营管理能力。2020年公司总收入同比增长26%，剔除防水分部贡献（2019年防水分部收入2.05亿，2020年防水分部收入32.82亿），原主营业务收入增长约3%；2020年公司扣非归母净利润同比增长17%，剔除防水业务并表影响（2020年防水分部扣非净利润5.06亿，并表70%股权，2019年防水分部净利润约0.09亿元），主业可比口径业绩同比增长约2%。

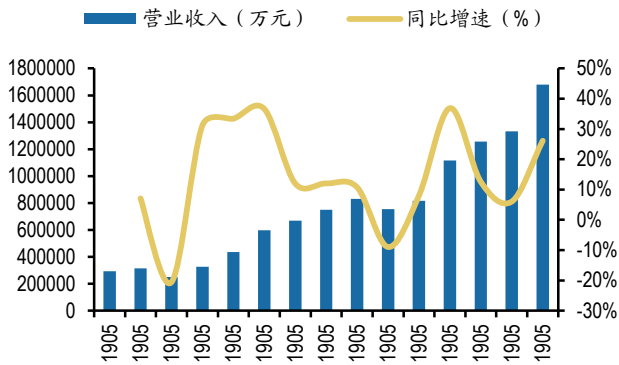
分拆半年度来看，公司2020年下半年总收入同比增长约36%，剔除防水分部贡献（2020年H1防水分部收入约13.86亿，H2约为18.96亿），原主业收入增长约13%，净利润方面，主业可比口径业绩同比增长约33%（2020年防水H1归母净利润约为1.52亿，H2约为2.05亿）。若进一步分拆季度数据，可以看到公司整体单四季度扣非净利润同比增长约52%，若剔除防水业务贡献（2020年防水单Q3归母净利润约为1.28亿，Q4约为0.77亿元），主业可比口径业绩同比增长约40%。对比分半年度及季度数据可以看到，疫情受控后公司各项经营环比加速恢复。

图 1：北新建材2020年营业收入及归母净利润分部拆解



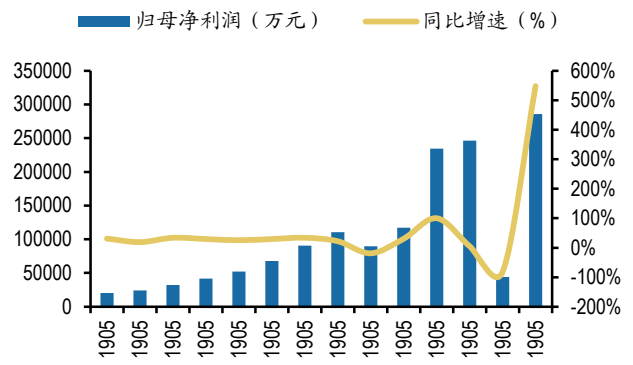
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图1: 2020年营业收入同比增长26.12%



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图2: 2020年归母净利润同比增长548.28%



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 1: 北新建材和泰山石膏美国诉讼费用

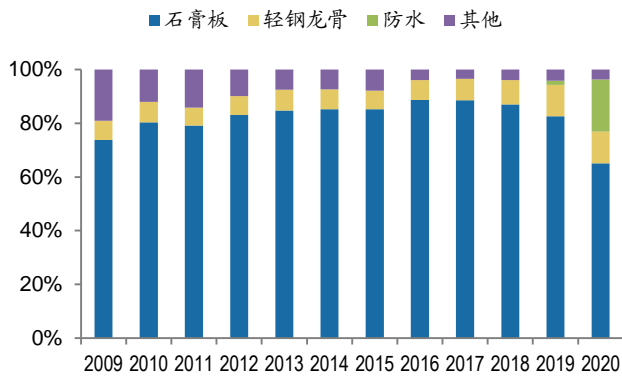
	北新建材费用 (万元)	泰山石膏费用 (万元)	合计 (万元)	总费用占归母净利润比例 (%)	累计费用 (亿元)
2010	297	2,608	2,904	6.97%	0.29
2011	905	2,139	3,043	5.82%	0.59
2012	144	2,574	2,719	4.02%	0.87
2013	95	544	639	0.71%	0.93
2014	48	1,143	1,191	1.08%	1.05
2015	7,437	9,188	16,625	18.54%	2.71
2016	3,532	5,473	9,004	6.05%	3.61
2017	3,055	9,792	12,847	5.48%	4.89
2018	1,873	23,582	25,455	10.32%	7.44
2019	3,831	189,749	193,580	438.81%	26.80
2020	1,647	1,373	3,020	1.06%	27.10

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

石膏板持续发力, 新业务 (龙骨和防水) 表现较好

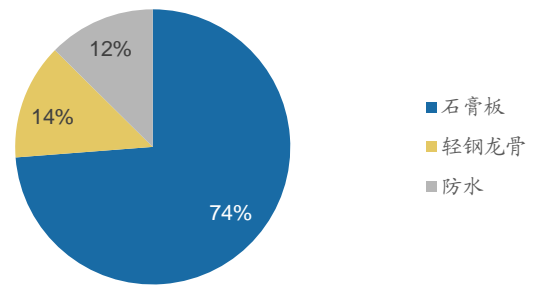
分拆业务结构可以看到, 石膏板、龙骨及防水业务全年收入分别为109.42 (同比-0.6%)、19.64 (同比+27%)、32.82亿元, 石膏板业务占总营业收入比重已由上年的82.61%下降至65.12%, 龙骨及防水业务的收入占比分别为11.69%、19.53%。进一步分拆归母净利润数据可以看到, 石膏板、龙骨、及防水的归母净利润占比分别为74%、14% (龙骨净利率假设为20%)、12%。可以看到目前新业务 (龙骨和防水) 占比已经较大, 未来新业务的快速发展会进一步带动公司整体的业绩增速上行, 公司迈向综合建材集团发展新阶段的逻辑有望持续兑现。

图 2: 北新建材营收结构



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

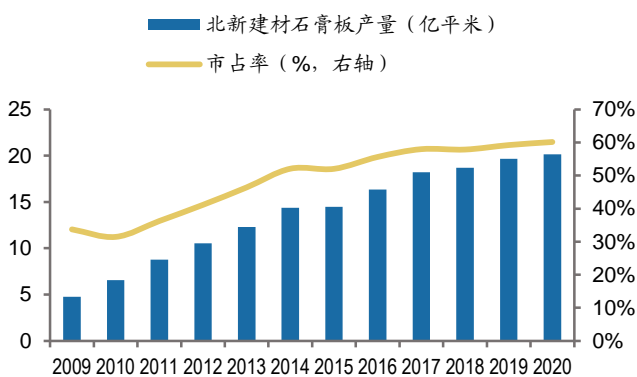
图 3: 北新建材归母净利润占比



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

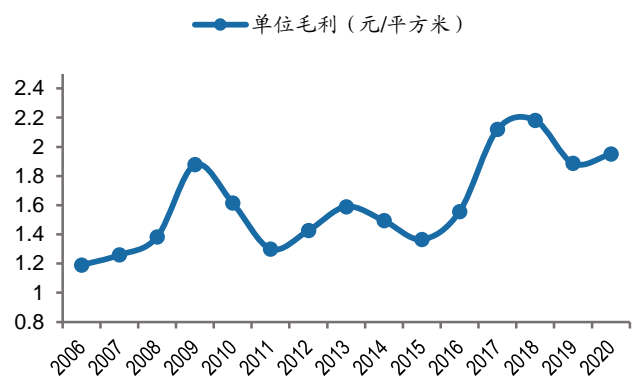
石膏板持续提升市占率, 销量增长叠加结构升级: 2020全年公司销售石膏板20.15亿平方米, 同比增长2.49%; 2020年全国石膏板产销量约33.5亿平方米, 比上年增长0.9%, 公司石膏板业务销量增速高于行业增速, 市场占有率继续提升, 达到60.15%, 同比+0.93pct, 行业龙头地位得以进一步稳固夯实。产品结构方面, 公司高端品牌龙牌石膏板全年销售3.85亿平米, 同比增长6.35%, 显示公司石膏板产品结构不断升级优化。盈利方面, 2020年产品均价略有下滑, 但盈利能力仍维持在高位, 且较2019年略有提升(毛利率为35.9%, 同比提升2.2pct), 我们认为主要受益于公司产品结构改善及各项降本工作卓有成效。

图 4: 北新建材石膏板产量及市占率



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 5: 北新建材石膏板单位毛利



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

龙骨延续高增长态势, 盈利能力有望持续提升: 报告期内公司龙骨业务收入增长27%, 毛利率同比提升0.9pct至24.7%。受益于集采配套销售的大背景趋势, 此业务维持了自2017年以来的高速增长态势。尽管2020年公司轻钢龙骨产销量突破30万吨大关, 市占率已稳居全国第一(是行业第二名和第十名的销量总和), 但如果按照1.5公斤龙骨搭配1平米的石膏的配套率估算, 目前公司轻钢龙骨的配套率仍较

低，还有较大的提升空间。且随着产销规模扩大及市占率持续提升带来的规模效应凸显，预计龙骨业务的盈利能力也有望持续提升。

北新防水整合启航，为公司业绩高增长作出重要贡献：报告期内公司防水业务实现32.87亿收入，占全部收入比例接近20%，实现归母净利润5.1亿元（并表归属净利润约3.57亿），占公司归母净利润约12%，为公司业绩的高增长作出了重要贡献。自2019年四季度公司联合重组三家区域防水龙头进军防水行业后，2020年一季度公司投资成立北新防水，作为公司防水产业整合管理投资平台，“九统一”整合启航后，公司已稳坐防水行业第三把交椅，行业景气度维持高位叠加头部供应商集中度提升，防水业务持续高质量高增长可期。

盈利维持高位，整合初期防水业务对经营指标略有拖累

报告期内，公司整体盈利能力维持高位，全年毛利率为33.68%，同比提升1.82pct。费用率方面，由于多次收购的防水企业带来各项费用增加等原因，2020年公司几项费用率同比略有上升，销售费用率同比+0.66pct，管理费用率同比+1pct（还有一部分系疫情停产带来的损失所致），财务费用同比+0.25pct。我们预计随着新收购业务的持续整合以及公司销售收入的持续扩大，未来费用率有望有所改善。

经营质量方面，防水业务对公司整体的应收账款周转及现金流等相关指标略有拖累。公司在2019年进入防水材料行业，防水材料通常“包工包料”且介入项目时间长（防水材料的使用几乎贯穿整个地产早晚周期），导致垫资周期长，体现在财务数据上为防水材料公司应收账款周转天数显著高于其他消费建材公司（2018、2019、2020年公司整体应收账款周转天数分别为2.53、18.11、34.17天）。公司2020年防水建材分部经营活动产生的现金流量净额为-4.93亿，而以石膏板和轻钢龙骨为主的轻质建材分部该数据则为20.11亿元，主业经营质量依旧过硬，防水业务经营质量有望在集团后续深入整合及各部协同发展过程中得以优化提升。

表2：分部业务经营指标

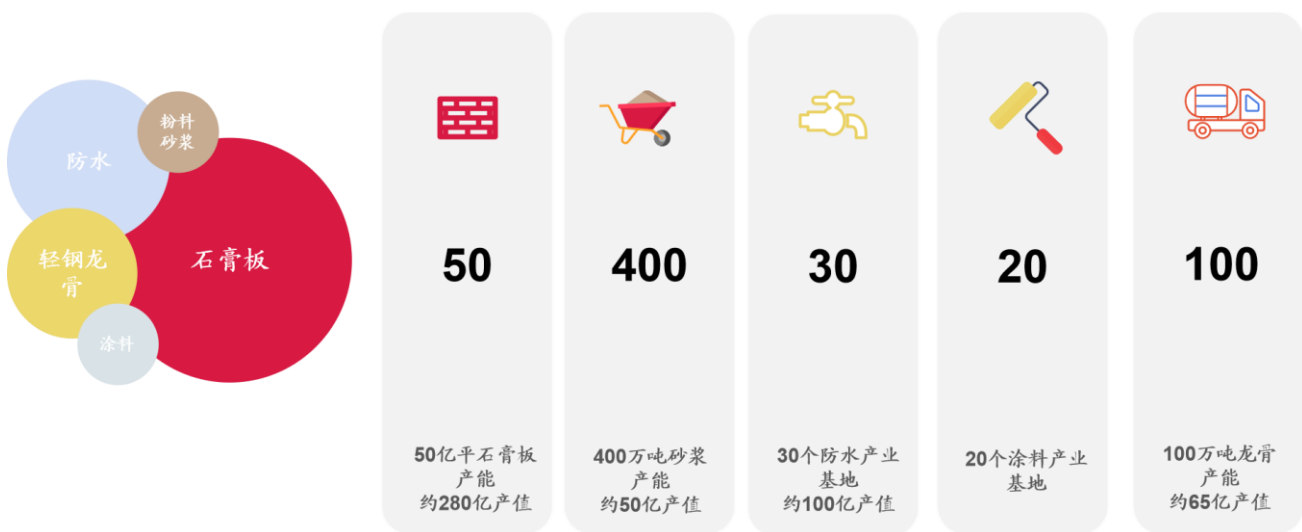
科目	轻质建材分部	防水建材分部
对外交易收入（亿元）	135.1571	32.8691
总资产（亿元）	203.0589	43.1666
应收账款（亿元）	0.2956	18.9960
应收账款/总资产	0.15%	44.01%
应收账款周转天数	0.80	210.94
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	20.1064	-4.9273

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

构建新发展格局，有望成为全球布局、跨领域的综合建材龙头

根据年报，公司按照“一体两翼，全球布局”发展战略目标，制定了新一轮产业布局发展规划，按照“54321”推进实施全球50亿平方米石膏板、400万吨粉料砂浆、30个防水产业基地、20个涂料产业基地、100万吨轻钢龙骨产业布局。从原有的石膏板、轻钢龙骨到现在的防水、涂料和石膏砂浆，公司正围绕石膏板的核心资源和优势，构建“紧密协同、互相增强”的业务组合，从单一的产品制造供应商，向“四位一体”绿色建筑新材料解决方案供应商升级（石膏板龙骨万能板全屋装配、涂料砂浆、外墙保温、防水系统）。长期来看，公司有望成为全球布局、跨领域的综合建材龙头。目前公司非石膏板业务利润占比已经较大，随着新产品新业务持续放量，公司增长中枢将上升。

图 6：北新建材十四五规划



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

备注：石膏板假设一平米5.6元，石膏砂浆假设一吨1300元，防水基地假设一个基地3.3亿产值，轻钢龙骨假设一吨6500元。

石膏板：产品高端升级持续推进，21年景气向上有望量价齐升

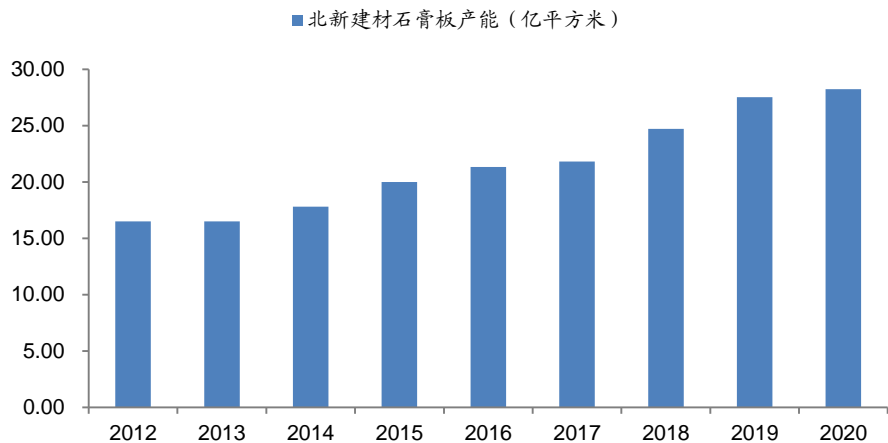
公司制定新一轮全球石膏板产业布局发展规划，计划“十四五”期间将石膏板全球业务产能布局扩大至50亿平方米左右（其中国内至40亿平方米左右、海外10亿平方米左右），公司正在持续推进产能扩张。截至2020年12月31日，公司已有28.24

亿平方米石膏板产能，投产运营和在建项目合计产能布局约33亿平方米，近期通过并购+新建的方式将产能扩充至35亿平方米（新疆、山东），进一步巩固和加快石膏板全国布局 and 全球布局。假设“十四五”期间公司石膏板主业完全形成50亿平方米产能，产能年复合增速高达15%（已有产能按照公司2020年末28.24亿平计算）。考虑到中国人均石膏板消费量还很低，虽然石膏板标准提升和装配式建筑的发展，石膏板长期需求仍有较大增长空间。

中期来看，公司（尤其是泰山石膏）正在积极推进产品高端升级，为此进行了组织架构调整，公司具备较强的产品、品牌、供应链能力、渠道基础；精装房集采模式也将驱动中低小产能淘汰和公司产品高端升级（详见2020年7月2日深度报告《北新建材跟踪分析：存量提升，增量突破，最坏阶段已过》）；由于高端和低端产品价格、盈利能力差异很大，随着公司高端升级战略成功推进，将带来石膏板主业内生持续增长。

展望2021年，自去年下半年以来，地产后周期行业整体景气旺盛，公司石膏板产销两旺；去年疫情带来的需求延迟释放、地产销售端的超预期增长带来装饰装修需求传导，今年石膏板行业需求存超预期可能，公司销售有望延续高增长态势。在需求旺盛同时上游护面纸涨价将驱动石膏板价格超预期上涨，在年初废纸价格上涨传导下，公司已经完成2轮提价（提价幅度略大于成本上升幅度）；2021年公司石膏板主业有望量价齐升。

图 7：北新建材历年石膏板产能



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表3：公司截至2020年底主要在建产线情况

公司	地区	纸面石膏板产能 (万平方米)	轻钢龙骨产能 (吨)	截止 2020 年底 累计投入 (元)	披露时间	项目进度
北新	湖南省长沙市	3,000	5,000	2,543	2014 年 8 月 20 日	建设中
北新	山西朔州	3,000	5,000	3,888	2019 年 4 月 29 日	建设中
北新	海南东方	3,000		638	2020 年 8 月 20 日	前期准备

北新	山东惠民	6,000	10,000		2020年12月31日	前期准备
泰山	湖北宜昌	5,000	-	4,314	2019年3月20日	建设中
泰山	内蒙古丰镇	3,500	-	521	2019年8月20日	前期准备
泰山	山东邹平	10,000			2020年12月31日	前期准备
北新	浙江嘉兴	3,000	15000	17,405	2018年4月27日	投产
泰山	山西忻州	3,500	-	13,918	2018年4月27日	投产
北新	坦桑尼亚	1,500		5,156	2017年8月20日	前期准备
北新	乌兹别克斯坦	4,000	3000	-	2019年8月20日	前期准备
泰山	埃及	3,500	10000	-	2019年12月20日	前期准备

数据来源：公司 2020 年报，广发证券发展研究中心

轻钢龙骨：进入协同高速发展期，未来空间很大

轻钢龙骨方面，按照“54321”产能布局规划，十四五期间要形成100万吨轻钢龙骨产业布局（估算可配套6-7亿平左右的石膏板）。如果按照1吨6000元-6500元轻钢龙骨均价估算，100万吨轻钢龙骨对应产值约60-65亿元。2020年公司合计轻钢龙骨销售突破30万吨，销售收入约19.64亿元，假设十四五期末销量达72万吨（按照80%的有效产能、90%的产销率的谨慎假设估计），年销量复合增速约23%。结合目前行业需求背景（集采配套采购）及公司在石膏板领域稳固的行业地位，龙骨有望延续目前高增长态势。

防水：“一体两翼”稳步推进，中期规划 30 个防水基地布局

“一体两翼”稳步推进，防水业务持续扩张，2019年下半年公司收购蜀羊、金拇指和禹王防水进入防水业务领域，收购完成后北新在防水领域已成为拥有十大生产基地、较好的品牌和客户基础、全国规模第三的防水企业。2020年12月31日公司公告拟收购苏州防水院，苏州防水研究院是中国建筑防水行业中唯一的专业科研服务机构。公司通过收购苏州防水研究院，进一步完善公司防水业务产业链，加强产研结合，从技术研发和装备方面提升公司防水业务竞争力。2021年2月8日公司公告拟收购上海台安实业集团有限公司70%股权。2019年上海台安取得营业收入2.2573亿元，实现净利润4185万元。根据官网，上海台安目前具备年产各类新型防水卷材3000万平方米和各类防水、地坪、塑胶PU运动场地等新型建材涂料20000吨的生产能力。其子公司安徽月皇新材料股份有限公司正在安徽省安庆市建设年产3000万平方米新型防水卷材及5万吨新型涂料生产项目。

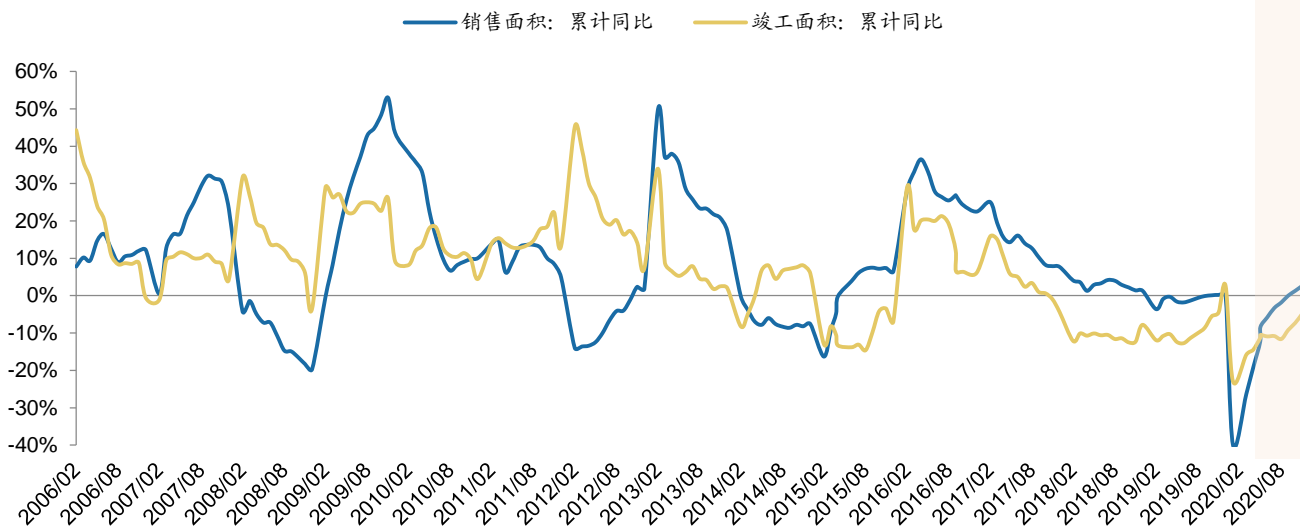
公司规划在“十四五”期间通过全球招标和自主创新相结合方式建设30个防水材料产业基地，现有+在建生产基地共12个，即后续平均每年新增3-4个生产基地，同时如果按照2020年每个生产基地平均贡献的营业收入（10个生产基地32.87亿收入）3.3亿元简单推算，30个生产基地可贡献接近100亿产值。防水业务是公司“一体两翼”战略规划中的重要部分，未来几年高质量高增长值得期待。

表4: 公司截至2020年底防水产能布局明细

公司	地区	产品	2019	2020	2021E	2022E
四川蜀羊防水材料有限公司	四川成都	防水卷材 (万平米)	8900	7500	7500	7500
		防水涂料 (万吨)	4	5	5	5
四川蜀羊防水科技股份有限公司	四川眉山	防水卷材 (万平米)		8000	8000	8000
		防水涂料 (万吨)		3	3	3
陕西蜀羊防水材料有限公司	陕西咸阳	防水卷材 (万平米)	3000	4700	4700	4700
		防水涂料 (万吨)	0.5	0.6	0.6	0.6
江西蜀羊防水材料有限公司	江西九江	防水卷材 (万平米)	4600	6000	6000	6000
		防水涂料 (万吨)	0.5	0.5	0.5	0.5
北新禹王防水科技集团有限公司	辽宁盘锦	防水卷材 (万平米)	9000	9000	9000	9000
		防水涂料 (万吨)	5	5	5	5
北新禹王防水科技 (安徽) 有限公司	安徽滁州	防水卷材 (万平米)	8500	8500	8500	8500
		防水涂料 (万吨)	4.64	4.64	4.64	4.64
北新禹王防水科技 (广东) 有限公司	广东清远	防水卷材 (万平米)	3500	3500	3500	4000
		防水涂料 (万吨)	10	10	10	10
北新禹王防水科技 (湖北) 有限公司	湖北仙桃	防水卷材 (万平米)	3000	3000	3000	6000
		防水涂料 (万吨)	2.2	2.2	2.2	2.2
北新禹王防水科技 (四川) 有限公司	四川眉山	防水卷材 (万平米)	3500	3500	5000	5000
		防水涂料 (万吨)	2.5	2.5	4	4
河南金拇指防水科技有限公司	河南郑州	防水卷材 (万平米)	9000	9000	9000	9000
		防水涂料 (万吨)	1	1	1	1
上海台安实业集团有限公司	上海嘉定	防水卷材 (万平米)			3000	3000
		防水涂料 (万吨)			2	2
安徽月皇新材料股份有限公司	安徽安庆	防水卷材 (万平米)				3000
		防水涂料 (万吨)				5
合计		防水卷材 (万平米)	53000	62700	69700	76200
		防水涂料 (万吨)	30.34	34.44	37.94	42.94

数据来源: 公司收购公告, 广发证券发展研究中心

图8: 房地产销售面积增速和竣工面积增速



数据来源: 国家统计局, Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 北新建材现有12个防水生产基地布局



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

其他：积极储备新的业务增长点，成长具备想象空间

按照公司十四五战略规划，公司还将推进实施400万吨粉料砂浆、20个涂料产业基地的产业布局。当前公司石膏砂浆、涂料等产品产能及收入规模仍较小，未来发展空间值得期待。

2019年石膏砂浆市场销售近1000万吨，市场规模已近80亿元，十年后市场规模将达到500亿元，北新建材生产石膏砂浆具备独特优势，公司有大量石膏粉产能分布于全国、烧煤成本低、有石膏粉制造经验。砂浆业务与现有业务协同效应强，未来发展空间大。

涂料方面，公司2000年投资建立龙牌漆工厂，拥有国内最早的全自动一体化建筑涂料生产线。龙牌漆为专业级建筑涂料产品品牌，相继应用于多个重点工作中，具备较好的品牌和渠道基础。目前公司涂料产销规模尚小，随着公司战略层面的重视度提升，未来成长具备较大想象空间。

投资建议：维持买入评级

中长期来看，石膏板产品在中国的渗透率仍有提升空间，行业集中度也将进一步提升；短期来看，石膏板行业景气度目前处于底部区域，随着竣工需求回升行业景气周期将上行。目前石膏板行业格局稳定（公司一家独大），中高端市场进入门槛较高，公司护城河牢固，随着公司市占率持续提升和渠道、品牌力进一步加强，公司通过调整产品结构（加大中高端品牌占比）来加强定价能力，盈利中枢仍将上行。龙骨协同效应开始体现、防水业务已成为头部梯队企业，未来这两块业务有望持续放量，成为新的增长极。随着新战略规划的落地执行，公司从单一的产品制造供应商向绿色建筑新材料解决方案供应商升级，长期来看，公司有望成为全球布局、跨领域的综合建材龙头。我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.28、2.80、3.45元，对应PE分别为20.3、16.5、13.4x，参考可比公司估值水平以及公司业绩增长预期，给予2021年30x PE，对应合理价值为68.4元/股的判断，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	EPS(元, 2021E)	EPS(元, 2022E)	PE(x, 2021E)	PE(x, 2022E)
		2021/3/19				
002271.SZ	东方雨虹	47.42	1.66	2.04	28.57	23.25
003012.SZ	东鹏控股	22.02	0.96	1.19	22.94	18.50

数据来源：Wind 一致预期，广发证券发展研究中心

风险提示：新冠肺炎疫情影响持续；下游需求下滑风险；行业产能扩张风险；业务整合风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,335	6,856	7,468	8,668	9,734	经营活动现金流	1,985	1,820	4,673	5,199	6,472
货币资金	623	590	610	705	820	净利润	457	3,024	3,862	4,742	5,837
应收及预付	1,590	2,149	2,510	3,127	3,712	折旧摊销	535	594	460	580	700
存货	1,612	1,746	1,800	2,100	2,271	营运资金变动	860	-1,926	306	-145	-89
其他流动资产	2,510	2,370	2,547	2,735	2,931	其它	134	128	44	22	24
非流动资产	15,129	16,060	18,253	21,206	25,339	投资活动现金流	-1,436	-1,065	-2,501	-3,305	-4,510
长期股权投资	182	184	194	204	214	资本支出	-2,109	-1,354	-2,421	-3,225	-4,430
固定资产	9,055	10,830	12,173	13,996	16,819	投资变动	650	272	-110	-110	-110
在建工程	2,924	1,930	2,430	3,230	4,230	其他	22	17	30	30	30
无形资产	2,034	2,145	2,485	2,805	3,105	筹资活动现金流	-452	-784	-2,152	-1,799	-1,847
其他长期资产	933	971	971	971	971	银行借款	1,693	4,755	-848	-222	76
资产总计	21,464	22,915	25,720	29,873	35,073	股权融资	0	0	0	0	0
流动负债	6,207	4,885	4,835	5,473	6,312	其他	-2,145	-5,539	-1,304	-1,577	-1,923
短期借款	1,580	1,329	481	260	336	现金净增加额	97	-4	20	95	115
应付及预收	1,598	1,589	2,051	2,579	2,984	期初现金余额	474	570	590	610	705
其他流动负债	3,029	1,967	2,303	2,635	2,992	期末现金余额	570	567	610	705	820
非流动负债	714	575	575	575	575						
长期借款	236	120	120	120	120						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	479	455	455	455	455						
负债合计	6,921	5,461	5,410	6,048	6,887						
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						
留存收益	9,117	11,839	14,679	18,179	22,524						
归属母公司股东权益	13,952	16,667	19,508	23,008	27,353						
少数股东权益	591	788	803	818	832						
负债和股东权益	21,464	22,915	25,720	29,873	35,073						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,323	16,803	20,790	25,372	30,355
营业成本	9,079	11,143	13,982	17,037	20,221
营业税金及附加	157	184	208	254	304
销售费用	377	586	624	761	911
管理费用	657	856	998	1,218	1,457
研发费用	421	672	582	660	789
财务费用	26	75	104	165	199
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	-10	-18	0	0	0
投资净收益	64	28	30	30	30
营业利润	2,698	3,303	4,385	5,384	6,626
营业外收支	-2,041	38	-21	-25	-30
利润总额	657	3,341	4,364	5,358	6,596
所得税	200	317	502	616	759
净利润	457	3,024	3,862	4,742	5,837
少数股东损益	15	164	15	15	15
归属母公司净利润	441	2,860	3,847	4,727	5,822
EBITDA	3,168	3,955	4,857	6,023	7,374
EPS (元)	0.26	1.69	2.28	2.80	3.45

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	6.0%	26.1%	23.7%	22.0%	19.6%
营业利润增长	-10.9%	22.4%	32.8%	22.8%	23.1%
归母净利润增长	-82.1%	548.3%	34.5%	22.9%	23.2%
获利能力					
毛利率	31.9%	33.7%	32.7%	32.9%	33.4%
净利率	3.4%	18.0%	18.6%	18.7%	19.2%
ROE	3.2%	17.2%	19.7%	20.5%	21.3%
ROIC	10.9%	15.8%	18.4%	19.7%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	32.2%	23.8%	21.0%	20.2%	19.6%
净负债比率	47.6%	31.3%	26.6%	25.4%	24.4%
流动比率	1.02	1.40	1.54	1.58	1.54
速动比率	0.70	0.97	1.07	1.09	1.07
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.73	0.81	0.85	0.87
应收账款周转率	10.57	8.71	9.25	9.06	9.13
存货周转率	8.26	9.62	11.55	12.08	13.36
每股指标 (元)					
每股收益	0.26	1.69	2.28	2.80	3.45
每股经营现金流	1.17	1.08	2.77	3.08	3.83
每股净资产	8.26	9.87	11.55	13.62	16.19
估值比率					
P/E	97.47	23.66	20.31	16.53	13.42
P/B	3.08	4.06	4.01	3.40	2.86
EV/EBITDA	14.07	17.40	16.15	12.97	10.59

广发建材行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
 张乾：南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路 429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
 广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
 广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
 本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。
 本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
 研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
 本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。