

# 北新建材 (000786.SZ)

## 主业盈利提升稳健发展，防水业务打开成长新空间

**事件:** 公司发布 2020 年报。公司实现营业收入 168.03 亿元, 同比+26.12%; 实现归母净利润 28.60 亿元, 同比+548.28%; 扣非后归母净利润 27.76 亿元, 同比+17.04%。

**石膏板平稳发展, 龙骨、防水快速放量。** 石膏板业务收入 109.42 亿元, 同比变动-0.58%。公司石膏板销量 20.15 亿平, 同比增长 2.49%。龙骨业务快速放量, 实现营业收入 19.64 亿元, 同比增长 26.59%, 目前公司石膏板市场占有率 60%, 而龙骨配套率仍然较低, 配套率提升空间较大。防水业务并表收入 32.87 亿元, 占营收比重为 19.56%, 防水业务净利率 15.5%。目前公司共计拥有十个防水材料基地, 营收规模目前居于行业第三。

**毛利率同比提升明显, 收购防水业务等因素致期间费用率有所增加。** 毛利率方面, 石膏板业务毛利率 35.90%, 同比+2.2pct, 龙骨业务毛利率 32.45%, 同比+1.07pct, 防水卷材毛利率 36.68%, 同比+10.21pct。石膏板均价 5.43 元/平, 同比下降 3.0%; 单位营业成本 3.48 元/平, 同比下降 6.2%, 单位毛利 1.95 元/平, 同比提升 3.3%, 主要系单位产品的原材料成本、燃料成本、人工成本下降所致。期间费用率方面, 2019 年 Q4 新收购防水企业导致期间费用率提升。销售、管理、研发及财务费用率分别同比+0.66pct/+0.17pct/+0.84pct/+0.25pct。

**债务结构优化, 防水业务拉长账期影响现金流。** 目前公司资产负债率 23.83%, 同比变动-8.42pct。2020 年末公司应收账款及应收票据总额 19.7 亿元, 同比增加 6.92 亿元; 全年应收账款周转天数 34.17 天, 同比拉长 16.06 天。现金流方面, 2020 年经营活动现金流量净额 18.39 亿元, 同比减少 1.46 亿元, 其中分部看, 防水建材分部经营活动产生的现金流量净额为-4.93 亿元。从收付现比情况看, 公司对下游收款能力下降, 期内公司收现比 104%, 较去年同期变动-7.14pct; 付现比 107%, 与去年同期基本持平。

**投资建议:** 中长期来看, 行业需求仍有成长空间, 石膏板未来在住宅和隔墙领域渗透率提升的趋势较为确定, 公司依托行业龙头地位进一步外延内生进行扩张的步伐稳定而确定; “一体两翼、全球布局”的战略发展目标之下, 龙骨配套、防水材料拓展和海外市场开拓在未来几年或成为新的亮点, 看好中长期投资价值。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 36.55、42.03、46.75 亿元, EPS 分别为 2.16、2.49、2.77 元, 对应 PE 为 21.4、18.6、16.7 倍; 维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济及房地产行业波动产生的风险; 原材料及燃料价格上涨的风险; 新业务拓展不及预期的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,323	16,803	19,507	22,371	24,801
增长率 yoy (%)	6.0	26.1	16.1	14.7	10.9
归母净利润(百万元)	441	2,860	3,655	4,203	4,675
增长率 yoy (%)	-82.1	548.3	27.8	15.0	11.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.26	1.69	2.16	2.49	2.77
净资产收益率(%)	3.1	17.3	18.7	18.2	17.2
P/E(倍)	177.1	27.3	21.4	18.6	16.7
P/B(倍)	5.6	4.7	4.0	3.4	2.9

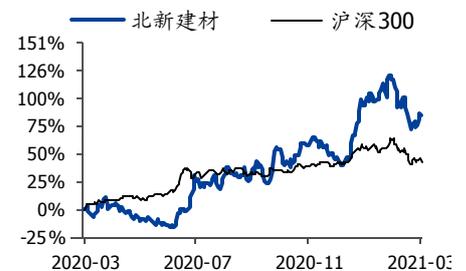
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	其他建材
前次评级	买入
最新收盘价	46.25
总市值(百万元)	78,139.74
总股本(百万股)	1,689.51
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	9.89

#### 股价走势



#### 作者

##### 分析师 黄诗涛

执业证书编号: S0680518030009

邮箱: huangshitao@gszq.com

##### 分析师 房大磊

执业证书编号: S0680518010005

邮箱: fangdalei@gszq.com

##### 研究助理 任婕

邮箱: renjie@gszq.com

#### 相关研究

1、《北新建材(000786.SZ): 诉讼和解拖累当期业绩, 内生外延布局成长新动能》2020-03-22



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6335	6856	8802	10615	13845
现金	623	590	975	1342	2226
应收票据及应收账款	1278	1970	2620	3346	4405
其他应收款	155	121	192	255	329
预付账款	312	179	395	419	483
存货	1612	1746	2020	2454	2603
其他流动资产	2354	2249	2600	2800	3800
<b>非流动资产</b>	15129	16060	17134	18601	20160
长期投资	182	184	198	221	244
固定资产	9055	10830	11760	12954	14211
无形资产	2034	2145	2375	2548	2714
其他非流动资产	3857	2901	2800	2877	2992
<b>资产总计</b>	21464	22915	25936	29216	34005
<b>流动负债</b>	6207	4885	5070	4620	5172
短期借款	1580	1329	1249	400	400
应付票据及应付账款	1598	1589	2069	2273	2561
其他流动负债	3029	1967	1752	1947	2212
<b>非流动负债</b>	714	575	533	497	479
长期借款	236	120	103	86	68
其他非流动负债	479	455	431	411	411
<b>负债合计</b>	6921	5461	5604	5117	5651
少数股东权益	591	788	940	1115	1310
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积	3141	3141	3141	3141	3141
留存收益	9117	11839	14313	16721	19399
归属母公司股东权益	13952	16667	19393	22984	27044
<b>负债和股东权益</b>	21464	22915	25936	29216	34005

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1985	1839	3462	4173	3975
净利润	457	3024	3807	4378	4869
折旧摊销	524	594	628	715	814
财务费用	26	75	58	18	-27
投资损失	-64	-28	-69	-78	-83
营运资金变动	860	-1926	-959	-849	-1596
其他经营现金流	183	100	-3	-11	-3
<b>投资活动现金流</b>	-1436	-1065	-1814	-2294	-2488
资本支出	2112	1367	372	1136	1237
长期投资	1351	293	-14	-23	-23
其他投资现金流	2027	594	-1456	-1181	-1274
<b>筹资活动现金流</b>	-452	-784	-1512	-1264	-603
短期借款	689	-251	-329	-600	0
长期借款	-299	-116	-17	-16	-18
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0	0
其他筹资现金流	-842	-417	-1166	-647	-585
<b>现金净增加额</b>	97	-4	136	616	884

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	13323	16803	19507	22371	24801
营业成本	9079	11143	12804	14764	16436
营业税金及附加	157	184	234	268	273
营业费用	377	586	624	671	744
管理费用	657	856	975	1119	1240
研发费用	421	672	683	738	794
财务费用	26	75	58	18	-27
资产减值损失	-1	-3	0	0	0
其他收益	52	49	70	70	70
公允价值变动收益	-10	-18	3	2	3
投资净收益	64	28	69	78	83
资产处置收益	1	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	2698	3303	4271	4942	5497
营业外收入	50	90	130	140	150
营业外支出	2091	52	50	50	50
<b>利润总额</b>	657	3341	4351	5032	5597
所得税	200	317	544	654	728
<b>净利润</b>	457	3024	3807	4378	4869
少数股东损益	15	164	152	175	195
<b>归属母公司净利润</b>	441	2860	3655	4203	4675
EBITDA	1273	4006	5038	5765	6384
EPS (元)	0.26	1.69	2.16	2.49	2.77

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	6.0	26.1	16.1	14.7	10.9
营业利润(%)	-10.9	22.4	29.3	15.7	11.2
归属于母公司净利润(%)	-82.1	548.3	27.8	15.0	11.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	31.9	33.7	34.4	34.0	33.7
净利率(%)	3.3	17.0	18.7	18.8	18.8
ROE(%)	3.1	17.3	18.7	18.2	17.2
ROIC(%)	3.1	16.5	18.2	18.4	17.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	32.2	23.8	21.6	17.5	16.6
净负债比率(%)	13.5	8.5	4.1	-1.8	-4.7
流动比率	1.0	1.4	1.7	2.3	2.7
速动比率	0.5	0.9	1.1	1.5	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	17.8	10.3	8.5	7.5	6.4
应付账款周转率	7.5	7.0	7.0	6.8	6.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.26	1.69	2.16	2.49	2.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.17	1.09	2.05	2.47	2.35
每股净资产(最新摊薄)	8.26	9.87	11.48	13.60	16.01
<b>估值比率</b>					
P/E	177.1	27.3	21.4	18.6	16.7
P/B	5.6	4.7	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	62.3	19.7	15.5	13.3	11.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

北新建材：主业盈利提升稳健发展，防水业务打开成长新空间 .....	4
石膏板平稳发展，龙骨、防水快速放量 .....	4
毛利率同比提升明显，收购防水业务等因素致期间费用率有所增加 .....	4
债务结构优化，防水业务拉长账期影响现金流 .....	5
投资建议 .....	6
风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 北新建材石膏板收入变化情况 .....	4
图表 2: 北新建材石膏板平均单价和毛利变化情况 .....	4
图表 3: 北新建材单季度销售毛利率和销售净利率变化 .....	5
图表 4: 北新建材单季度期间费用率变动情况 (%) .....	5
图表 5: 北新建材分季度收现比和付现比情况 .....	6
图表 6: 北新建材单季度经营性现金流量净流量变化 .....	6

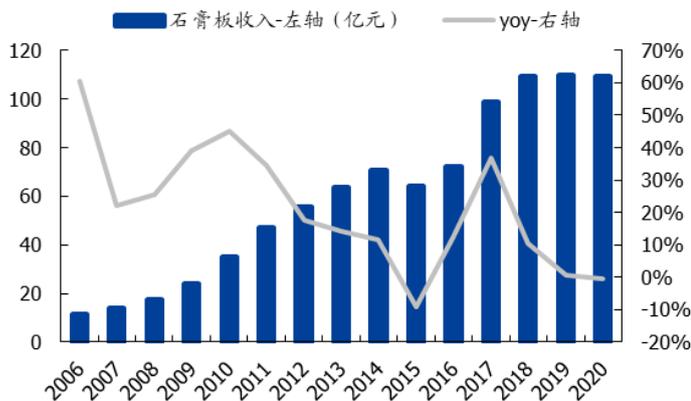
## 北新建材：主业盈利提升稳健发展，防水业务打开成长新空间

**事件：公司发布 2020 年报。**报告期实现营业收入 168.03 亿元，比去年同期增长 26.12%；实现归属于母公司净利润 28.60 亿元，同比增长 548.28%；扣除非经常损益后的归属于母公司净利润 27.76 亿元，同比增长 17.04%。

### 石膏板平稳发展，龙骨、防水快速放量

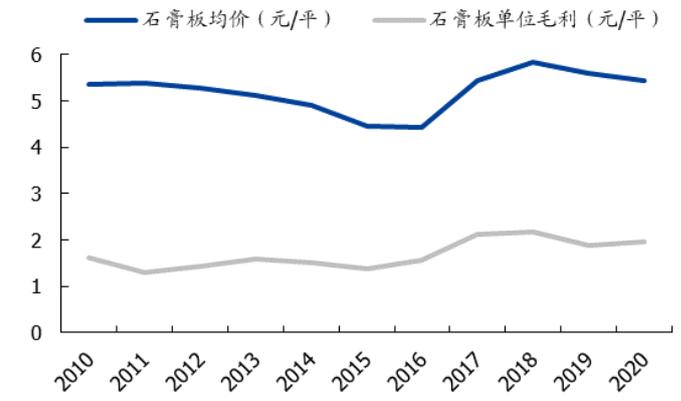
公司全年实现营业收入 **168.03 亿元**，比去年同期增长 **26.12%**。**1) 分业务来看**，石膏板业务收入 109.42 亿元，同比变动-0.58%。公司石膏板销量 20.15 亿平，同比增长 2.49%。龙骨业务快速放量，实现营业收入 19.64 亿元，同比增长 26.59%，目前公司石膏板市场占有率 60%，而龙骨配套率仍然较低，配套率提升空间较大。防水业务并表收入 32.87 亿元，占营收比重为 19.56%，防水业务净利率 15.5%，业务整合已基本完成，目前公司共计拥有十个防水材料基地，营收规模目前居于行业第三。**2) 分季度来看**，公司 Q1-Q4 收入增速分别为-14.29%/+34.06%/+36.42%/+34.80%。**3) 分区域来看**，北方、南方、西部地区收入增速分别为+38.21%/12.90%/40.31%，由于海外疫情受影响时间较长，海外销售同比变动-26.07%。

图表 1：北新建材石膏板收入变化情况



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表 2：北新建材石膏板平均单价和毛利变化情况



资料来源：WIND，国盛证券研究所

**“一体两翼”快速推进，进一步打开成长空间。**截至 2020 年底，公司主营产品石膏板已投产产能已达 28.24 亿平方米，市场占有率 60% 以上。在夯实主业的同时，公司近两年来在防水业务商动作不断，公司于 2019 年下半年重组禹王、蜀羊、金姆指三家防水企业，20 年 12 月 30 日公告收购中建材苏州防水研究院，21 年 2 月 9 日收购上海台安完善华东市场布局；20 年 3 月 20 日公告拟注资 20 亿元设立“北新防水有限公司”对公司旗下的多家防水企业进行整合。2020 年公司防水业务实现营收 32.87 亿元，防水业务快速发展。根据公司的规划，“十四五”期间计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右，配套进行 100 万吨龙骨产能布局，将粉料砂浆业务产能扩大至 400 万吨，将防水材料产业基地发展至 30 个、涂料产业基地发展至 20 个，未来龙骨、防水、涂料等业务预计为持续公司打开成长空间。

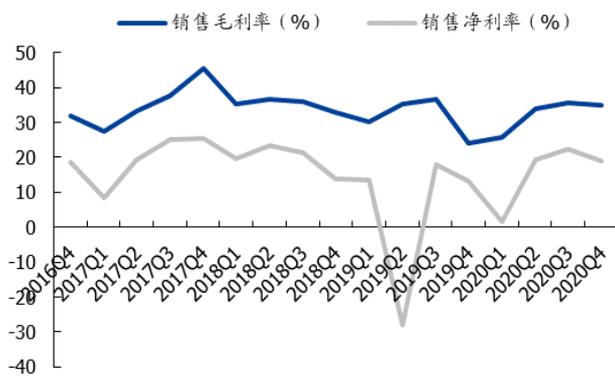
**毛利率同比提升明显，收购防水业务等因素致期间费用率有所增加**

**2020年公司销售毛利率33.68%，同比变动+1.82pct；销售净利率18%。**毛利率方面，分季度来看，2020Q1-4毛利率分别为25.86%/33.89%/35.53%/34.91%。石膏板业务毛利率35.90%，同比+2.2pct，龙骨业务毛利率32.45%，同比+1.07pct，防水卷材毛利率36.68%，同比+10.21pct。石膏板均价5.43元/平，同比下降3.0%；单位营业成本3.48元/平，同比下降6.2%，单位毛利1.95元/平，同比提升3.3%，主要系单位产品的原材料成本、燃料成本、人工成本下降所致。

期间费用率方面，**2019年Q4新收购防水企业导致期间费用率提升。**其中销售费用率3.49%，同比变动+0.66pct，销售费用中人工成本同比+74%，广宣及展览费用同比+7.8%。管理费用率5.1%，同比变动+0.17pct，管理费用中人工成本同比+23%，此外由于所属子公司停产，停产损失同比+62%。由于所属子公司研发投入及借款本金增加，研发费用率及财务费用率分别同比+0.84pct/+0.25pct。

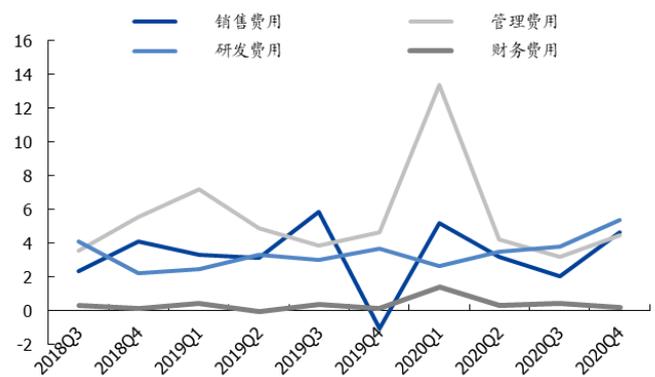
2019年由于诉讼费用影响扣非后归母净利润基数较低，2020年报告期内，就美国石膏板投诉事项，泰山石膏板发生律师费、差旅费、和解费等共计3020万元。剔除诉讼费用等非经常性损益后，公司2020年实现扣非后归母净利润27.76亿元，同比增长17.04%。

图表3：北新建材单季度销售毛利率和销售净利率变化



资料来源：WIND，国盛证券研究所

图表4：北新建材单季度期间费用率变动情况 (%)

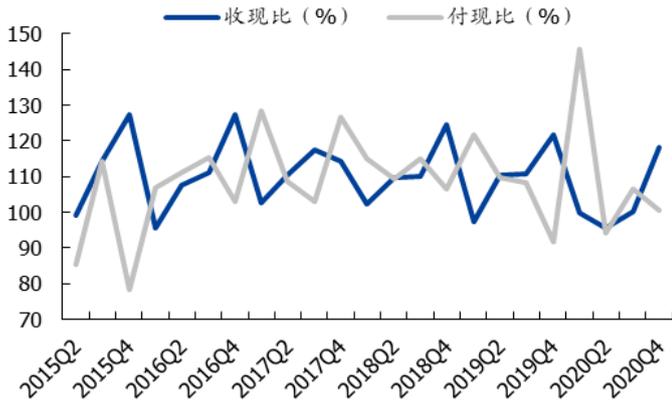


资料来源：WIND，国盛证券研究所

### 债务结构优化，防水业务拉长账期影响现金流

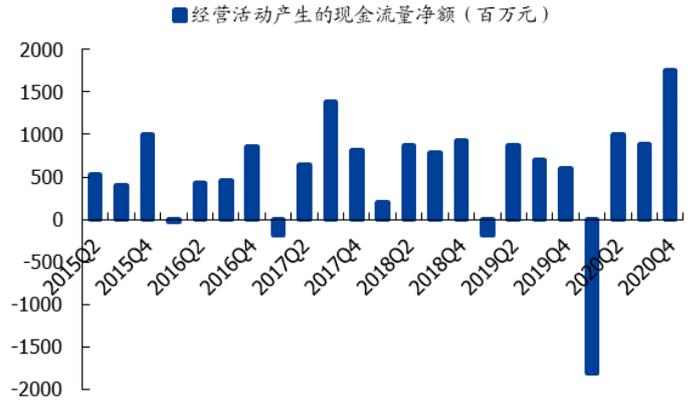
防水业务致应收账款周转天数拉长，现金流受到拖累。目前公司资产负债率23.83%，同比变动-8.42pct，债务结构优化。2020年末公司应收账款及应收票据总额19.7亿元，同比增加6.92亿元；全年应收账款周转天数34.17天，同比拉长16.06天。现金流方面，2020年经营活动现金流量净额18.39亿元，同比减少1.46亿元，其中分部看，防水建材分部经营活动产生的现金流量净额为-4.93亿元。单季度来看，由于防水企业的收款主要集中在Q4，单Q4经营性活动现金净流量17.6亿元（去年同期为5.99亿元）。从收付现比情况看，公司对下游收款能力下降，期内公司收现比104%，较去年同期变动-7.14pct；付现比107%，与去年同期基本持平。

图表 5: 北新建材分季度收现比和付现比情况



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

图表 6: 北新建材单季度经营性现金流量净流量变化



资料来源: WIND, 国盛证券研究所

## 投资建议

中长期来看,行业需求仍有成长空间,石膏板未来在住宅和隔墙领域渗透率提升的趋势较为确定,公司依托行业龙头地位进一步外延内生进行扩张的步伐稳定而确定;“一体两翼、全球布局”的战略发展目标之下,龙骨配套、防水材料拓展和海外市场开拓在未来几年或成为新的亮点,看好中长期投资价值。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 36.55、42.03、46.75 亿元, EPS 分别为 2.16、2.49、2.77 元,对应 PE 为 21.4、18.6、16.7 倍;维持“买入”评级。

## 风险提示

**宏观经济及房地产行业波动产生的风险。**公司产品主要面对公共装修市场和民用住宅市场,国家对房地产行业的政策调控存在不确定性,如未来房地产行业投资规模和增长速度出现较大的波动,公司的经营业绩存在波动风险。

**原材料及燃料价格上涨的风险。**公司主要原、燃材料,如护面纸、工业副产石膏、煤炭等,合计成本占比较大,若原燃材料价格上涨,公司成本控制将承受压力,盈利水平可能受到一定影响。

**新业务拓展不及预期的风险。**公司的国际化战略尚处于规划布局阶段,存在发展不达预期的风险。此外,公司新增的防水业务需要并购整合,亦存在整合不顺利等风险。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com