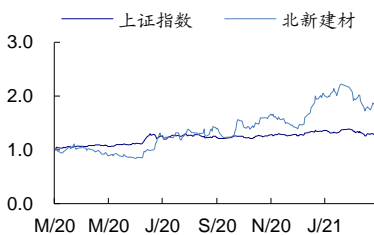


证券研究报告—动态报告
建材
其他建材 II
北新建材(000786)
买入
2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,690/1,690
总市值/流通(百万元)	78,140/78,140
上证综指/深圳成指	3,405/13,606
12 个月最高/最低(元)	57.00/20.97

相关研究报告:

《北新建材-000786-2020 年中报点评: 一体两翼全球布局, 看好长期成长空间》——2020-08-20
 《北新建材-000786-2019 年年报点评: 国际化障碍消除, 多点开花成长可期》——2020-03-26
 《北新建材-000786-2019 年中报点评: 底部已现, 盈利有望逐步回稳》——2019-08-20
 《北新建材-000786-2018 年年报点评: 盈利略有承压, 看好公司长期成长》——2019-03-20
 《北新建材-000786-2018 年半年报点评: 盈利水平维持高位, 业绩持续稳增可期》——2018-08-20

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

多品类发力共成长, 看好盈利弹性和成长空间

● 单季度持续高增长, 全年业绩符合预期

2020 年公司实现营业收入 168.03 亿元, 同比增长 26.12%, 实现归母净利润 28.6 亿元, 同比增长 548.28%, 扣非归母净利润 27.76 亿元, 同比增长 17.04%, EPS 为 1.693 元/股, 符合此前业绩预告, 并拟 10 派 5.5 元 (含税); 其中 Q4 单季度实现营业收入 47.26 亿元, 同比增长 34.8% (Q1-Q3 增速分别为 -14.29%、34.06% 和 36.42%), 归母净利润 8.54 亿元, 同比增长 89% (Q1-Q3 增速分别为 -89.87%、185.29% 和 62.06%)。

● 多品类发力共成长, 盈利能力回稳提升

分业务来看, 公司实现石膏板收入 109.42 亿元, 同比下滑 0.58%, 占比 65.12%, 石膏板销量 20.15 亿平米, 同比增长 2.49%, 增速高于行业平均的 0.9%, 市占率进一步提升; 我们测算公司石膏板销售单价 5.43 元/平米, 同比下降 3%, 单位成本 3.48 元/平米, 同比下降 6.2%, 单位毛利 1.95 元/平米, 毛利率同比提升 2.2pct 至 35.9%; 龙骨收入 19.64 亿元, 同比增长 26.59%, 占比 11.69%, 毛利率同比提升 0.9pct 至 24.68%; 防水业务收入 32.87 亿元, 占比 19.56%, 其中防水卷材 24.48 亿元, 占比 14.57%, 毛利率同比提升 10.21pct 至 36.68%。全年实现综合毛利率 33.68%, 同比提升 1.83pct, 其中 Q4 单季度毛利率 34.91%, 同比提升 10.69pct。

● 费用率同比提升, 诉讼和解支出拖累经营性现金流

2020 年期间费用率 13.03%, 同比提升 1.91pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.49%、5.09%、0.45%、0.0%, 同比提升 0.66pct、0.16pct、0.25pct、0.84pct, 主因 2019Q4 并购防水业务影响。全年实现经营性现金流 18.39 亿元, 同比下滑 7.4%, 主因上年产生的美国石膏板诉讼事项和解费, 尚未支付的部分在本年支付所致。

● “一体两翼”加速布局, 看好盈利弹性和成长空间, 维持“买入”

公司作为石膏板龙头, 技术、规模、渠道和品牌等优势明显, 石膏板已投产产能 28.24 亿平方米, 并拥有 10 个防水生产基地, “一体两翼, 全球布局”目标清晰, 战略布局稳步推进, 看好盈利弹性和成长空间。预计 21-23 年 EPS 分别为 2.20/2.73/3.09 元/股, 对应 PE 为 21.0/17.0/15.0x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 房地产投资大幅下滑; 防水业务整合不及预期。

盈利预测和财务指标

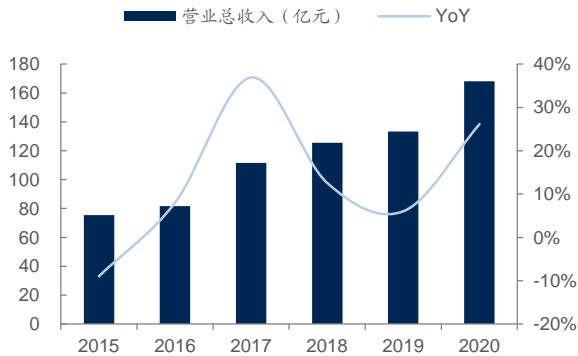
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,323	16,803	20,703	23,779	26,233
(+/-%)	6.0%	26.1%	23.2%	14.9%	10.3%
净利润(百万元)	441	2860	3713	4608	5216
(+/-%)	-82.1%	548.3%	29.8%	24.1%	13.2%
摊薄每股收益(元)	0.26	1.69	2.20	2.73	3.09
EBIT Margin	22.9%	24.0%	24.6%	26.2%	27.1%
净资产收益率(ROE)	3.2%	17.2%	18.9%	19.8%	19.0%
市盈率(PE)	177.1	27.3	21.0	17.0	15.0
EV/EBITDA	23.8	18.1	14.6	12.0	10.7
市净率(PB)	5.60	4.69	3.98	3.35	2.84

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

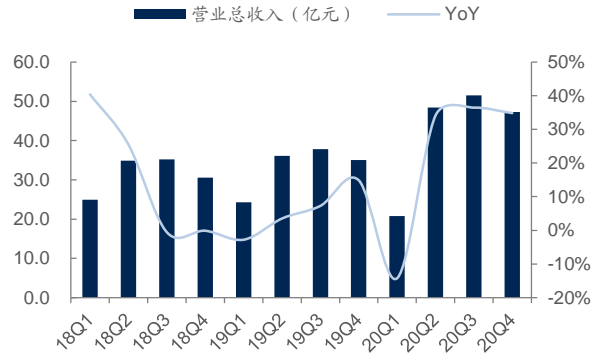
单季度持续高增长，全年业绩符合预期。2020年公司实现营业收入168.03亿元，同比增长26.12%，实现归母净利润28.6亿元，同比增长548.28%，扣非归母净利润27.76亿元，同比增长17.04%，EPS为1.693元/股，符合此前业绩预告，并拟10派5.5元(含税)；其中Q4单季度实现营业收入47.26亿元，同比增长34.8%(Q1-Q3增速分别为-14.29%、34.06%和36.42%)，归母净利润8.54亿元，同比增长89%(Q1-Q3增速分别为-89.87%、185.29%和62.06%)。

图 1：公司营业收入及同比增速



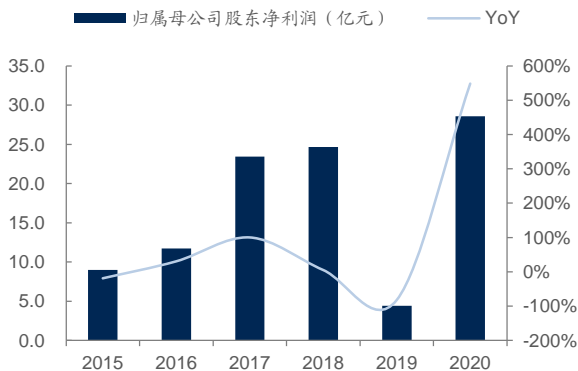
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



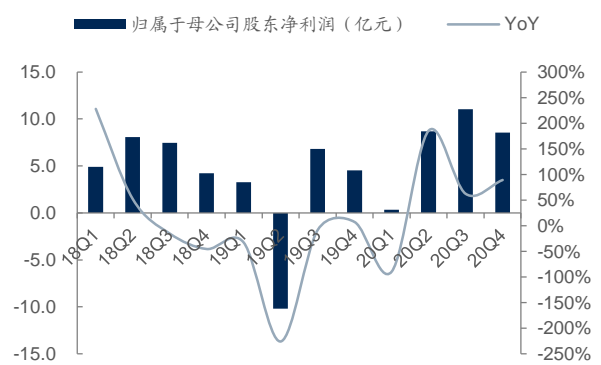
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

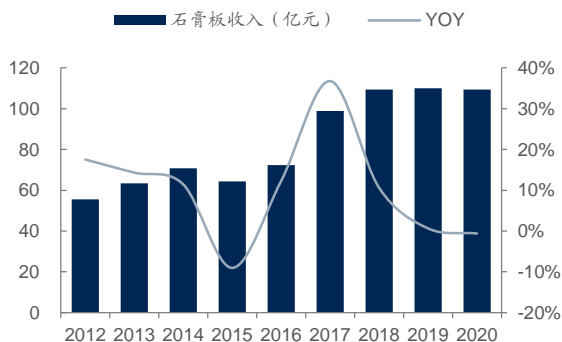
图 4：公司单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

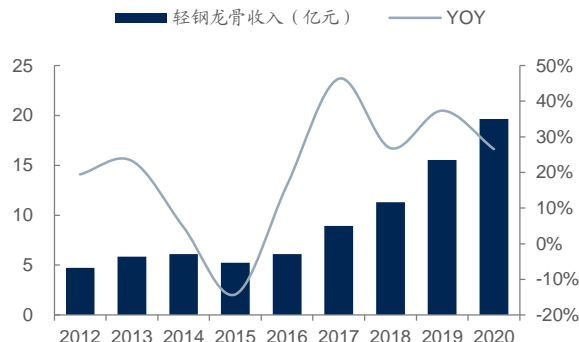
多品类发力共成长，盈利能力回稳提升。分业务来看，公司实现石膏板收入109.42亿元，同比下滑0.58%，占比65.12%，石膏板销量20.15亿平米，同比增长2.49%，增速高于行业平均的0.9%，市占率进一步提升；我们测算公司石膏板销售单价5.43元/平米，同比下降3%，单位成本3.48元/平米，同比下降6.2%，单位毛利1.95元/平米，毛利率同比提升2.2pct至35.9%；龙骨收入19.64亿元，同比增长26.59%，占比11.69%，毛利率同比提升0.9pct至24.68%；防水业务收入32.87亿元，占比19.56%，其中防水卷材24.48亿元，占比14.57%，毛利率同比提升10.21pct至36.68%。全年实现综合毛利率33.68%，同比提升1.83pct，其中Q4单季度毛利率34.91%，同比提升10.69pct。

图 5: 公司石膏板收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司轻钢龙骨收入及同比增速



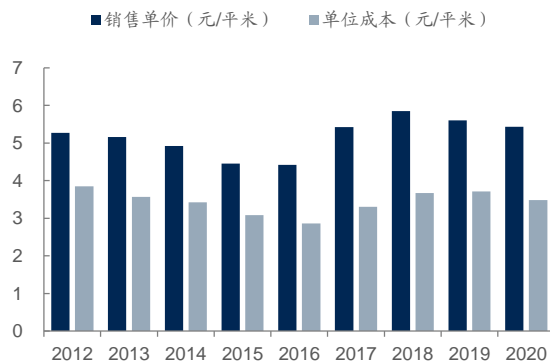
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司石膏板销量及同比增速



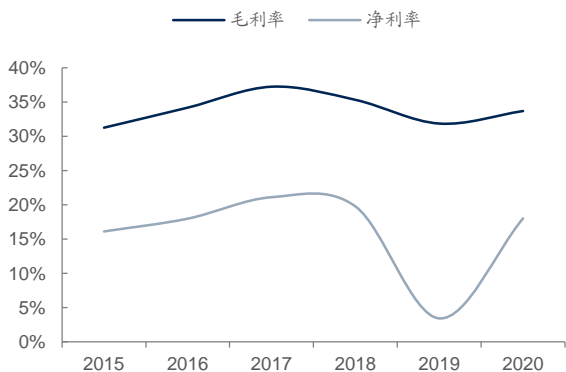
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司石膏板销售单价和单位成本



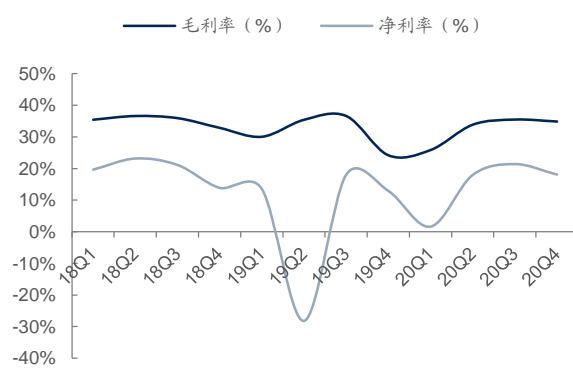
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

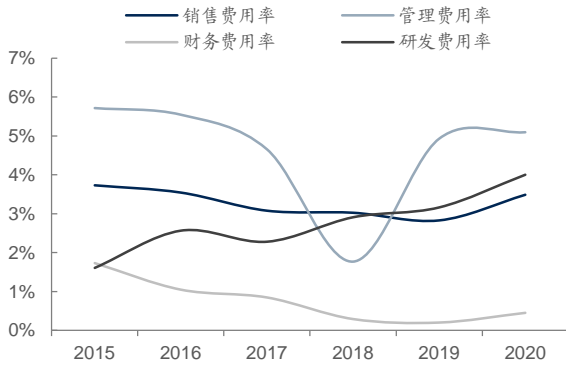
图 10: 公司单季度毛利率和净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

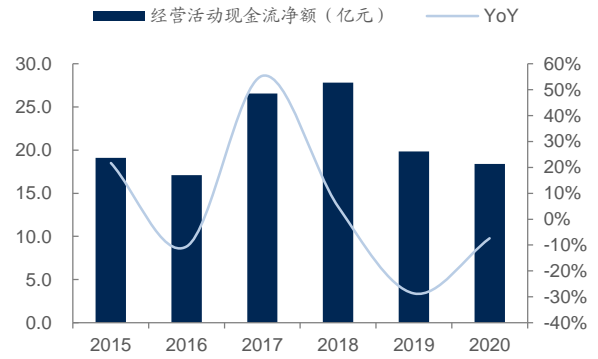
费用率同比提升, 诉讼和解支出拖累经营性现金流。2020 年期间费用率 13.03%, 同比提升 1.91pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.49%、5.09%、0.45%、4.0%, 同比提升 0.66pct、0.16 pct、0.25 pct、0.84 pct, 主因 2019Q4 并购防水业务影响。全年实现经营性现金流 18.39 亿元, 同比下滑 7.4%, 主因上年产生的美国石膏板诉讼事项和解费, 尚未支付的部分在本年支付所致。

图 11: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 公司经营活动现金流净额及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: “一体两翼”加速布局, 看好盈利弹性和成长空间, 维持“买入”评级。公司作为石膏板龙头, 技术、规模、渠道和品牌等优势明显, 石膏板已投产产能 28.24 亿平方米, 并拥有 10 个防水生产基地, “一体两翼, 全球布局”目标清晰, 未来计划石膏板全球布局 50 亿平方米左右, 配套 100 万吨龙骨, 粉料砂浆产能扩大至 400 万吨, 防水基地发展至 30 个、涂料基地发展至 20 个, 长期成长空间打开。目前战略布局稳步推进, 看好盈利弹性和成长空间: 1) 加快海南、山西等多地石膏板建设, 联合重组布局新疆基地, 持续强化和巩固核心业务, 市占率有望进一步提升; 2) 收购苏州防水研究院进一步完善防水业务产业链, 同时成立统一经营管理平台, 实施“一体化管理+区域化运营”, 整合优化提升竞争力。预计 21-23 年 EPS 分别为 2.20/2.73/3.09 元/股, 对应 PE 为 21.0/17.0/15.0x, 维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	590	2265	3638	5563	营业收入	16803	20703	23779	26233
应收款项	2091	2448	2952	3420	营业成本	11143	13622	15337	16789
存货净额	1746	1917	2174	2398	营业税金及附加	184	228	262	289
其他流动资产	811	1531	1453	1772	销售费用	586	694	761	787
流动资产合计	6856	9778	11834	14768	管理费用	856	1059	1180	1266
固定资产	12760	14560	16730	18934	财务费用	75	57	44	42
无形资产及其他	2145	2159	2189	2235	投资收益	28	50	50	50
投资性房地产	971	971	971	971	资产减值及公允价值变动	(16)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	184	191	195	200	其他收入	(667)	(750)	(850)	(1000)
资产总计	22915	27659	31918	37108	营业利润	3303	4324	5375	6090
短期借款及交易性金融负债	1509	1500	1950	2145	营业外净收支	38	40	40	40
应付款项	1589	2035	2331	2597	利润总额	3341	4364	5415	6130
其他流动负债	1787	3166	2996	3564	所得税费用	317	436	542	613
流动负债合计	4885	6701	7277	8306	少数股东损益	164	214	266	301
长期借款及应付债券	120	120	120	120	归属于母公司净利润	2860	3713	4608	5216
其他长期负债	455	372	319	250					
长期负债合计	575	492	439	370	现金流量表 (百万元)				
负债合计	5461	7193	7716	8676	净利润	2860	3713	4608	5216
少数股东权益	788	828	879	936	资产减值准备	1	1	0	1
股东权益	16667	19637	23324	27496	折旧摊销	587	765	896	1011
负债和股东权益总计	22915	27659	31918	37108	公允价值变动损失	16	20	20	20
					财务费用	75	57	44	42
					营运资本变动	(1287)	495	(610)	(244)
					其它	146	40	50	57
					经营活动现金流	2324	5033	4964	6060
					资本开支	(1293)	(2600)	(3115)	(3282)
					其它投资现金流	(278)	0	0	0
					投资活动现金流	(1573)	(2607)	(3119)	(3288)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(116)	0	0	0
					支付股利、利息	(289)	(743)	(922)	(1043)
					其它融资现金流	25	(9)	450	195
					融资活动现金流	(784)	(751)	(472)	(848)
					现金净变动	(33)	1675	1373	1924
					货币资金的期初余额	623	590	2265	3638
					货币资金的期末余额	590	2265	3638	5563
					企业自由现金流	1658	3250	2786	3876
					权益自由现金流	1567	3190	3196	4034

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.69	2.20	2.73	3.09
每股红利	0.17	0.44	0.55	0.62
每股净资产	9.87	11.62	13.80	16.27
ROIC	23%	26%	28%	28%
ROE	17%	19%	20%	19%
毛利率	34%	34%	36%	36%
EBIT Margin	24%	25%	26%	27%
EBITDA Margin	28%	28%	30%	31%
收入增长	26%	23%	15%	10%
净利润增长率	548%	30%	24%	13%
资产负债率	27%	29%	27%	26%
息率	0.4%	1.0%	1.2%	1.3%
P/E	27.3	21.0	17.0	15.0
P/B	4.7	4.0	3.4	2.8
EV/EBITDA	18.1	14.6	12.0	10.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032