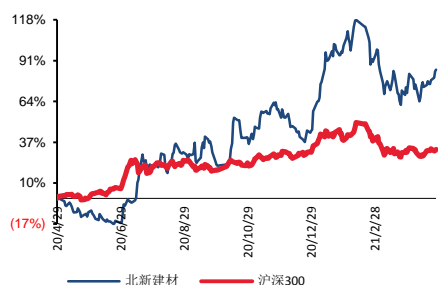


材料 材料 II

北新建材: Q1 业绩亮眼, 石膏板龙头开启新一轮成长

■ 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)	79,508/79,508
12 个月最高/最低(元)	55.47/21.09

■ 相关研究报告:

北新建材(000786)《北新建材: “一体两翼”战略稳步推进, 提价周期推升业绩弹性》--2021/03/21

北新建材(000786)《北新建材: Q3 业绩亮眼, 未来成长性可期》--2020/10/29

北新建材(000786)《北新建材: 业绩符合预期, 防水业务亮眼》--2020/08/20

■ 证券分析师: 闫广

电话: 0755-83688850

E-MAIL: yanguang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518090001

事件: 2021 年一季度公司实现营收 41.73 亿元(+99.96%), 归母净利润 5.22 亿元(+1468.43%), 扣非归母净利润 5.17 亿元(+1624.74%)。

■ 点评:

维持“买入”评级, 目标价 58 元: 公司石膏板产能保持逆势扩张, 市占率稳步提升, 公司集规模、渠道及品牌等优势于一体, 兼具稳定与成长, 切入防水领域打开新的成长空间。我们维持 21-22 年公司归母净利润至 39.2 和 46.8 亿元, 对应 EPS 分别为 2.32 和 2.77 元, 对应 PE 估值分别为 20.3 和 17 倍, 维持目标价至 58 元及“买入”评级。

Q1 石膏板销量稳定增长, 提价周期推升业绩弹性。我们测算, 2021 年一季度公司石膏板销量约为 5 亿平米, 同比增长 86%, 一季度摆脱疫情影响, 地产新开工加速向竣工传导, 竣工周期提振需求, 公司石膏板整体出货情况稳步增长; 从价格端来看, 我们测算一季度石膏板均价约 5.3 元/平米, 环比略有增长; 一季度强伟纸业、华润纸业等纸业公司上调护面纸价格 300 元/吨(单平石膏板消耗约 0.4 公斤护面纸), 护面纸上涨推升原材料成本, 因为公司提价向下游传导成本压力, 目前泰山石膏已经提价 2 轮(第一轮泰山牌和非泰山牌提价 0.2 和 0.3 元/平米, 第二轮泰山牌和非泰山牌提价 0.3 和 0.4 元/平米), 龙牌及梦牌也不同程度的提价, 公司高市占率支撑强定价权, 公司有充足的能力向下游传导, 进入提价周期推升业绩弹性。一季度公司轻钢龙骨销量约 8.5 万吨, 环比基本持平, 同比保持快速增长; 随着公司将龙骨定位与石膏板配套发展, 未来产能将扩张至 100 万吨, 进一步提升市场份额。

Q1 毛利率环比下降, 资产负债表强劲。一季度公司综合毛利率为 30.85%, 环比回落约 4 个 pct; 分产品来看, 一季度龙牌/泰山/梦牌毛利率分别为 47%/32%/14%, 环比变化-2%、-1%、-1%, 主要是一季度护面纸等原材料价格大幅上涨拖累, 而公司石膏板提价有滞后性, 后续成本上涨压力将传导出去, 而且泰山石膏统筹推进生产系统降本工作, 对各工厂进行跟踪考核, 进行节能降耗降低成本。同时一季度沥青价格环比大幅上涨也拉低防水卷材等毛利率下降, 从而导致整体毛利率环比有所下降。一季度公司期间费用率为 15.69%, 同比下降约 6.9 个 pct, 主要由于去年同期受疫情影响, 公司产销率较低, 费用摊销较多所致。报告期末, 公司资产负债率为 24.98%, 同比下降约 7.2 个 pct, 公司债务结构持续优化, Q1 公司经营性净现金流为 1.57 亿元,

同比现金流实现净流入。

防水业务保持高增长，打造新的业绩增长点：公司继整合重组收购四川蜀羊、禹王防水及河南金拇指防水成功进军防水领域后，公司继续收购苏州防水院 100% 股权以及上海台安 70% 的股权，此举进一步提升公司防水业务的研发实力及产能布局，2021 年一季度公司再次收购禹王剩余 30% 股权（20 年营收 23.86 亿元），此次收购完禹王防水成为公司全资子公司，将进一步增强防水实力及增厚公司业绩。目前公司形成了覆盖全国的十大防水产业基地布局，未来通过并购或自建将防水材料产业基地发展至 30 个，同时将粉料砂浆业务产能扩大至 400 万吨，防水业务将保持快速增长。我们判断，一季度公司防水收入在 8 亿元以上，占比约 20% 左右，继续保持高增长，虽然 Q1 沥青价格环比提升 20% 左右，但公司通过提价向下游传导成本压力，年内防水行业新标准有望颁布实施，将有利于头部企业抢占更多市场份额；但从应收账款来看，报告期末应收账款及票据规模为 23.34 亿元，同比增长约 70.74%，防水业务的拓展一定程度带来应收账款风险。我们认为，公司未来将依托自身的资金及产业优势将防水业务迅速做大做强；同时目前防水行业发展依旧良莠不齐，而北新作为央企进入该领域有望加速市场整合，提升行业集中度，为公司带来新的业绩增长点。

龙头地位稳固，未来成长性可期。2020 年末公司石膏板产能达到 28.24 亿平方米，继续保持稳定扩张，公司全球 50 亿平方米石膏板战略计划稳步推进，按照 2020 年销量占比测算，公司石膏板市占率约 60.7%，高市占率支撑强定价权，此轮提价周期再次证明公司向下游传导成本压力的能力；同时防水业务、涂料业务也保持快速扩张，公司“一体两翼”战略初见雏形，未来随着各业务的产能及市占率的进一步提升，公司整体竞争力更加突出，向综合建材集团迈进。

风险提示：房地投资大幅下滑，原材料价格上涨，产能释放低于预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	16803	19918	22438	25093
(+/-%)	26.12	18.54	12.65	11.83
净利润(百万元)	2860	3922	4683	5271
(+/-%)	548.28	37.15	19.39	12.56
摊薄每股收益(元)	1.69	2.32	2.77	3.12
市盈率(PE)	23.66	20.27	16.98	15.08

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	623	590	2670	5955	10088	营业收入	13323	16803	19918	22438	25093
应收和预付款项	1573	2108	2103	2365	2645	营业成本	9079	11143	13248	14669	16412
存货	1612	1746	1999	2212	2475	营业税金及附加	157	184	218	246	275
其他流动资产	2527	2411	2461	2488	2516	销售费用	377	586	695	783	876
流动资产合计	6335	6856	9233	13020	17724	管理费用	657	856	1015	1143	1278
长期股权投资	182	184	178	178	178	财务费用	26	75	28	-35	-92
投资性房地产	61	73	73	73	73	资产减值损失	-1	-3	0	0	0
固定资产	9055	10830	10718	10565	10357	投资收益	64	28	55	60	63
在建工程	2766	1762	2842	3792	4542	公允价值变动	-10	-18	1	2	2
无形资产开发支出	2034	2145	2192	2238	2283	营业利润	2698	3303	4770	5694	6409
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-2041	38	-20	-23	-25
其他非流动资产	15129	16060	17072	17913	18501	利润总额	657	3341	4750	5671	6384
资产总计	21464	22915	26305	30933	36225	所得税	200	317	570	681	766
短期借款	1580	1329	0	0	0	净利润	457	3024	4180	4991	5618
应付和预收款项	1476	1556	1802	1996	2233	少数股东损益	15	164	258	308	347
长期借款	236	120	320	445	545	归母股东净利润	441	2860	3922	4683	5271
其他负债	3629	2456	3325	3421	3535						
负债合计	6921	5461	5447	5862	6313	预测指标					
股本	1690	1690	1690	1690	1690		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	3141	3141	3141	3141	3141	毛利率	31.86%	33.68%	33.49%	34.63%	34.59%
留存收益	9117	11839	14984	18890	23384	销售净利率	3.31%	17.02%	19.69%	20.87%	21.01%
归母公司股东权益	13952	16667	19812	23718	28212	销售收入增长率	6.03%	26.12%	18.54%	12.65%	11.83%
少数股东权益	591	788	1045	1353	1700	EBIT 增长率	-78.77%	400.19%	39.86%	17.95%	11.63%
股东权益合计	14542	17455	20858	25071	29912	净利润增长率	-84.42%	548.28%	37.15%	19.39%	12.56%
负债和股东权益	21464	22915	26305	30933	36225	ROE	3.16%	17.16%	19.80%	19.74%	18.68%
						ROA	2.06%	12.48%	14.91%	15.14%	14.55%
						ROIC	3.29%	18.60%	24.99%	27.74%	29.63%
现金流量表(百万)						EPS (X)	0.26	1.69	2.32	2.77	3.12
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PE (X)	97.51	23.66	20.27	16.98	15.08
经营性现金流	1959	1782	4941	5455	6103	PB (X)	3.08	4.06	4.01	3.35	2.82
投资性现金流	-1436	-1065	-1651	-1501	-1271	PS (X)	3.23	4.03	3.99	3.54	3.17
融资性现金流	-452	-784	-1211	-669	-700	EV/EBITDA (X)	36.86	17.13	14.18	11.71	10.00
现金增加额	0	7	0	0	0						

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。