

公司研究

业绩大幅增长，盈利弹性仍然可期

——北新建材（000786.SZ）2021年一季报点评

要点

事件：公司发布2021年一季报，报告期内实现营业收入41.7亿元，同增99.96%；归母净利润5.2亿元，同增1468.43%。此前业绩预告为归母净利润5.0-5.8亿元，实际业绩处于预告的下区间。

点评：

销量带动盈利增长，关注后续提价带来业绩弹性：报告期内，受益于主产品销量的增加，公司营业收入和归母净利润在2020年同期低基数下，均实现大幅增长，与2019年同期相比，亦分别增长71.94%和59.15%。由于下游需求拉动产能利用率提升，2021Q1公司石膏板销量增加推动业绩增长。在成本摊销减少的情况下，2021Q1公司销售毛利率为30.85%，较2019年同期提升0.78个百分点，增幅并不明显（即使考虑会计准则调整因素）。防水业务2020年占比大幅提升，公司未单独披露该业务盈利情况，但参照同类防水企业同期业绩，防水业务并非拖累毛利率提升的原因。所以我们认为，由于成本传导具有一定滞后性，一季度护面纸等原材料价格上涨仍对公司盈利产生影响。我们认为，下游需求旺盛的背景下，公司凭借其高市占率下的话语权，有望通过提价继续推动业绩增长。

经营现金流向好，资产结构优化：2021年一季度，公司经营活动现金流量净额为1.6亿元，而2020年和2019年同期分别为-18.1、-1.8亿元，增长的主要原因是：1、收入增加，销售回款相应增加；2、购买商品、接受劳务支付的现金增加金额小于销售回款增加金额；3、公司所属子公司上年同期支付美国石膏板事项和解费，而本期无此事项。此外，一季度末公司资产负债率为25.0%，同比降低7.2个百分点，资产结构得到进一步优化。

“一体两翼”战略稳步推进，中长期成长逻辑清晰：自2019年8月，公司提出“一体两翼，全球布局”的发展战略以来，相关部署均在稳步推进。公司未来计划将石膏板全球业务产能布局扩大至50亿平方米左右，并配套100万吨龙骨产能，将粉料砂浆业务产能扩大至400万吨，将防水材料和涂料产业基地分别发展至30个、20个。目前公司石膏板产能在28亿平米左右，防水生产基地11个，未来具有较大发展潜力。

盈利预测、估值与评级：基于对公司石膏板业务未来量价齐升的判断，我们上调21-22年EPS（上调幅度分别为12.76%、15.09%）、新增23年EPS分别为2.21、2.67和3.07元。公司“一体两翼”战略不断打开长期成长空间，业绩提升潜力较大，故维持“买入”评级。

风险提示：原材料涨价超预期，下游需求不及预期，业务拓展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,323	16,803	21,087	25,121	28,267
营业收入增长率	6.03%	26.12%	25.50%	19.13%	12.52%
净利润（百万元）	441	2,860	3,740	4,509	5,186
净利润增长率	-82.11%	548.28%	30.78%	20.55%	15.01%
EPS（元）	0.26	1.69	2.21	2.67	3.07
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.16%	17.16%	19.20%	19.77%	19.51%
P/E	177	27	21	17	15
P/B	5.6	4.7	4.0	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-30

买入（维持）

当前价：46.16元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

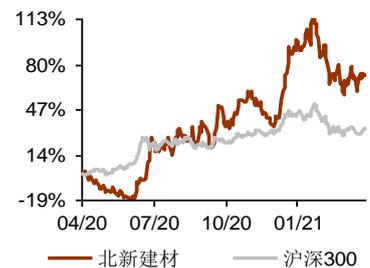
021-52523822

sunwf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.90
总市值(亿元)	779.88
一年最低/最高(元)	20.97/57.00
近3月换手率	43.26%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.63	-9.20	84.69
绝对	1.54	-8.29	85.60

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,323	16,803	21,087	25,121	28,267
营业成本	9,079	11,143	13,310	15,872	18,295
折旧和摊销	520	587	713	773	840
税金及附加	157	184	231	275	310
销售费用	377	586	675	829	961
管理费用	657	856	1,054	1,281	1,442
研发费用	421	672	844	1,005	1,131
财务费用	26	75	-56	-133	-214
投资收益	64	28	0	0	0
营业利润	2,698	3,303	4,982	6,007	6,379
利润总额	657	3,341	4,243	5,092	5,840
所得税	200	317	403	484	555
净利润	457	3,024	3,840	4,609	5,286
少数股东损益	15	164	100	100	100
归属母公司净利润	441	2,860	3,740	4,509	5,186
EPS(元)	0.26	1.69	2.21	2.67	3.07

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,985	1,839	3,776	4,925	5,177
净利润	441	2,860	3,740	4,509	5,186
折旧摊销	520	587	713	773	840
净营运资金增加	-1,267	1,208	871	466	846
其他	2,290	-2,816	-1,549	-823	-1,696
投资活动产生现金流	-1,436	-1,065	-2,820	-1,850	-2,634
净资本支出	-2,109	-1,354	-2,550	-2,050	-2,550
长期投资变化	182	184	0	0	0
其他资产变化	490	105	-270	200	-84
融资活动现金流	-452	-784	-808	-2,408	-1,234
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	661	-486	65	-1,358	-28
无息负债变化	2,791	-975	910	757	182
净现金流	97	-4	148	667	1,309

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	31.9%	33.7%	36.9%	36.8%	35.3%
EBITDA 率	24.1%	23.8%	27.3%	26.7%	24.9%
EBIT 率	20.2%	20.3%	23.9%	23.6%	22.0%
税前净利润率	4.9%	19.9%	20.1%	20.3%	20.7%
归母净利润率	3.3%	17.0%	17.7%	17.9%	18.3%
ROA	2.1%	13.2%	14.3%	15.6%	15.7%
ROE (摊薄)	3.2%	17.2%	19.2%	19.8%	19.5%
经营性 ROIC	12.7%	18.3%	23.2%	25.1%	23.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	32%	24%	24%	20%	18%
流动比率	1.02	1.40	1.51	1.97	2.34
速动比率	0.76	1.05	1.14	1.49	1.80
归母权益/有息债务	6.60	10.23	11.50	67.90	86.25
有形资产/有息债务	9.00	12.52	14.33	80.65	100.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	21,464	22,915	26,805	29,632	33,655
货币资金	623	590	738	1,405	2,714
交易性金融资产	1,339	1,617	1,815	1,590	1,674
应收帐款	1,261	1,929	3,105	3,699	4,162
应收票据	17	41	51	61	69
其他应收款 (合计)	155	121	152	182	204
存货	1,612	1,746	2,129	2,539	2,927
其他流动资产	955	431	431	431	431
流动资产合计	6,335	6,856	8,837	10,363	12,676
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	182	184	184	184	184
固定资产	9,055	10,830	11,538	12,217	13,114
在建工程	2,766	1,762	2,634	3,025	3,582
无形资产	2,034	2,145	2,152	2,158	2,165
商誉	322	311	311	311	311
其他非流动资产	307	365	436	436	436
非流动资产合计	15,129	16,060	17,968	19,269	20,979
总负债	6,921	5,461	6,436	5,835	5,989
短期借款	1,580	1,329	1,404	0	0
应付账款	1,476	1,556	1,858	2,216	2,554
应付票据	122	34	40	48	55
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	564	607	647	679
流动负债合计	6,207	4,885	5,864	5,266	5,422
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	427	425	421	418	416
非流动负债合计	714	575	572	569	567
股东权益	14,542	17,455	20,369	23,797	27,666
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
公积金	3,748	3,880	3,985	3,985	3,985
未分配利润	8,511	11,099	13,805	17,134	20,903
归属母公司权益	13,952	16,667	19,481	22,810	26,579
少数股东权益	591	788	888	988	1,088

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.83%	3.49%	3.20%	3.30%	3.40%
管理费用率	4.93%	5.09%	5.00%	5.10%	5.10%
财务费用率	0.20%	0.45%	-0.27%	-0.53%	-0.76%
研发费用率	3.16%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
所得税率	30%	9%	9%	9%	9%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.08	0.55	0.70	0.84	0.96
每股经营现金流	1.17	1.09	2.23	2.92	3.06
每股净资产	8.26	9.87	11.53	13.50	15.73
每股销售收入	7.89	9.95	12.48	14.87	16.73

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	177	27	21	17	15
PB	5.6	4.7	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	24.8	19.8	13.8	11.6	10.9
股息率	0.2%	1.2%	1.5%	1.8%	2.1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE