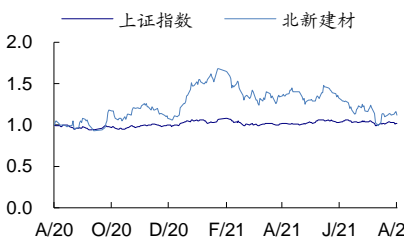


证券研究报告—动态报告
建材
其他建材 II
北新建材(000786)
买入
2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 20 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)	62,005/62,005
上证综指/深圳成指	3,466/14,487
12 个月最高/最低(元)	57.00/30.38

相关研究报告:

《北新建材-000786-2020 年年报点评: 多品类发力共成长, 看好盈利弹性和成长空间》——2021-03-23

《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

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号: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

电话:

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090002

证券分析师: 冯梦琪

电话:

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521040002

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
业绩表现亮眼, 一体两翼加速布局
● 单季度持续高增, 业绩表现亮眼

2021H1 公司实现营收 101.25 亿元, 追溯调整后同比+45.81%, 实现归母净利润 18.37 亿元, 调整后同比+103.41%, 符合业绩预告(同比+88.31%-121.54%), 扣非归母净利润 17.87 亿元, 调整后同比+102.46%, EPS 为 1.088 元/股; 其中 Q2 单季度实现营收 59.52 亿元, 同比+22.93%, 归母净利润 13.16 亿元, 同比+51.29%。

● 传统核心业务增长强劲, 防水业务成本端有所承压

分产品来看, 2021H1 石膏板收入 65.34 亿元, 同比+46.12%, 收入占比 64.54%, 毛利率 39.86%, 同比+7.83pct; 龙骨收入 13.46 亿元, 同比+64.04%, 收入占比 13.29%, 毛利率 21.26%, 同比-4.92pct; 防水卷材收入 13.12 亿元, 同比+26.03%, 收入占比 12.96%, 毛利率 27.26%, 同比-9.96pct, 其中防水卷材毛利率下滑明显主因沥青价格大幅上涨所致, 7 月 5 日北新防水与科顺股份、凯伦股份签署协议拟设立合资公司, 北新持股 51%, 用于负责通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购, 实现优势互补、提高原材料品质, 采购成本有望降低, 同时石膏板毛利率提升体现出公司传统核心业务上较高的定价权。实现综合毛利率 33.81%, 同比+2.33pct, 其中 Q1、Q2 单季度分别为 30.85%、35.89%, 同比+4.99pct、+2.0pct。

● 盈利能力提升, 现金流全面改善

2021H1 实现综合毛利率 33.81%, 同比+2.33pct, 其中 Q1、Q2 单季分别为 30.85%、35.89%, 同比+4.99pct、+2.0pct, 期间费用率 13.33%, 同比-1.26pct, 成本费用管控持续加强, 盈利能力进一步提升, 实现净利率 18.42%, 同比+4.36pct, Q1、Q2 单季分别为 12.68%、22.44%, 同比+11.06pct、+3.04pct。2021H1 公司实现经营性现金流净额 10.86 亿元, 上年同期为-8.07 亿元, 主因支付美国石膏板事项和解费影响。

● “一体两翼”加速布局, 多管齐下助力成长, 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, 目前“一体两翼, 全球布局”战略加速布局, 石膏板市占率有望稳步提升, 防水和涂料业务稳步推进, 发展潜力足, 成长空间大, 预计 21-23 年 EPS 分别为 2.27/2.78/3.15 元/股, 对应 PE 为 16.2/13.2/11.6x, 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

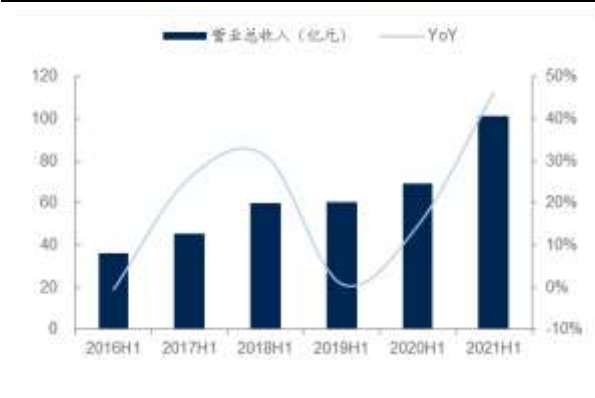
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,323	16,803	21,191	24,341	26,852
(+/-%)	6.0%	26.1%	26.1%	14.9%	10.3%
净利润(百万元)	441	2860	3833	4704	5328
(+/-%)	-82.1%	548.3%	34.0%	22.7%	13.3%
摊薄每股收益(元)	0.26	1.69	2.27	2.78	3.15
EBIT Margin	22.9%	24.0%	25.1%	26.6%	27.4%
净资产收益率(ROE)	3.2%	17.2%	19.4%	20.0%	19.2%
市盈率(PE)	140.6	21.7	16.2	13.2	11.6
EV/EBITDA	19.3	14.6	11.4	9.5	8.5
市净率(PB)	4.44	3.72	3.14	2.64	2.23

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

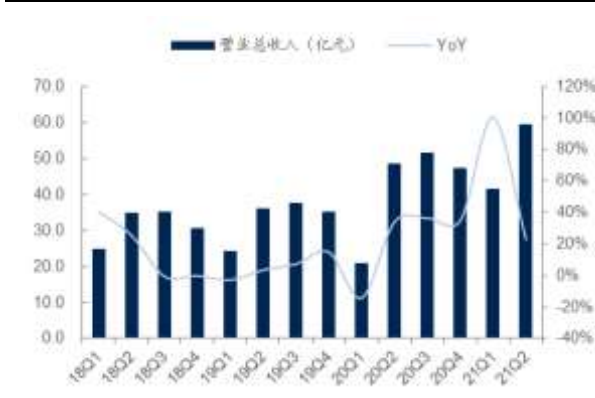
单季度持续高增，业绩表现亮眼。2021H1 公司实现营收 101.25 亿元，追溯调整后同比+45.81%，实现归母净利润 18.37 亿元，调整后同比+103.41%，符合业绩预告（同比+88.31%-121.54%），扣非归母净利润 17.87 亿元，调整后同比+102.46%，EPS 为 1.088 元/股；其中 Q2 单季度实现营收 59.52 亿元，同比+22.93%，归母净利润 13.16 亿元，同比+51.29%。

图 1：公司营业收入及同比增速



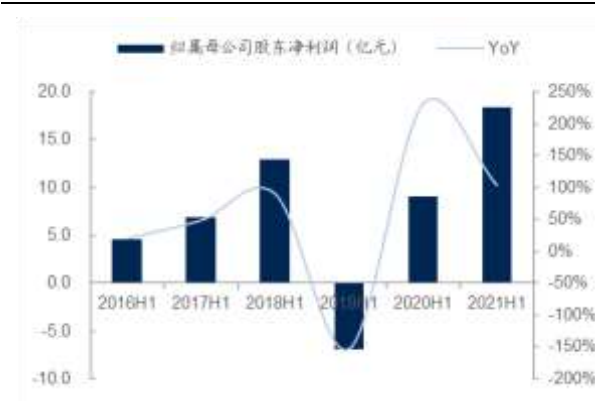
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速



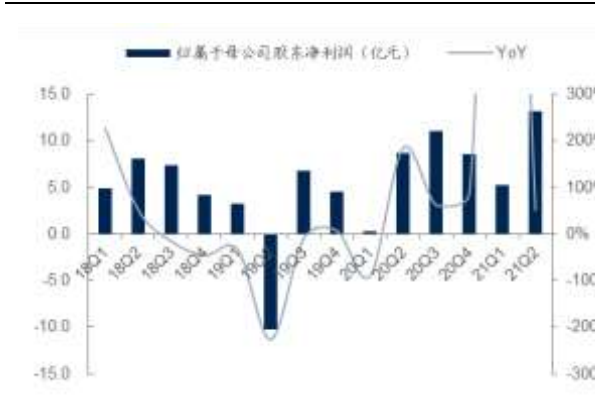
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：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

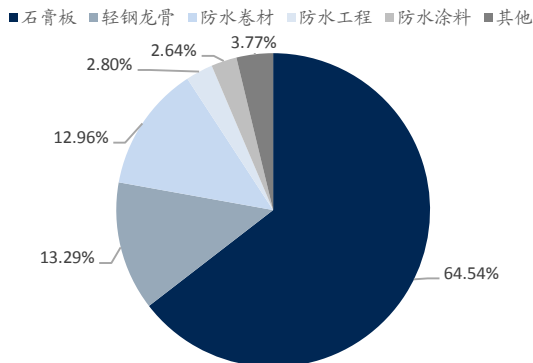


资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理（21Q1 增速=1470.6%）

传统核心业务增长强劲，防水业务成本端有所承压。分产品来看，2021H1 石膏板收入 65.34 亿元，同比+46.12%，收入占比 64.54%，毛利率 39.86%，同比+7.83pct；龙骨收入 13.46 亿元，同比+64.04%，收入占比 13.29%，毛利率 21.26%，同比-4.92pct；防水卷材收入 13.12 亿元，同比+26.03%，收入占比 12.96%，毛利率 27.26%，同比-9.96pct，其中防水卷材毛利率下滑明显主因沥青价格大幅上涨所致，7 月 5 日北新防水与科顺股份、凯伦股份签署协议拟设立合资公司，北新持股 51%，用于负责通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购，实现优势互补、提高原材料品质，采购成本有望降低，同时石膏板毛利率提升体现出公司传统核心业务上较高的定价权。

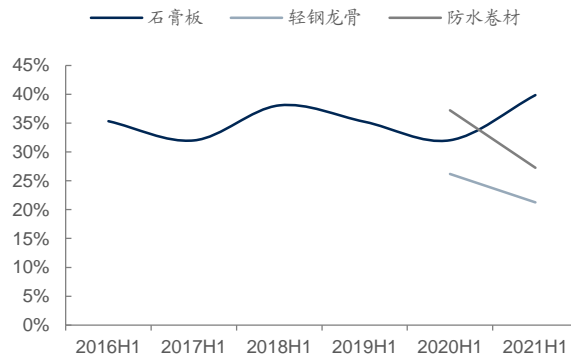
实现综合毛利率 33.81%，同比+2.33pct，其中 Q1、Q2 单季度分别为 30.85%、35.89%，同比+4.99pct、+2.0pct。

图 5：2021H1 公司分产品收入结构



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

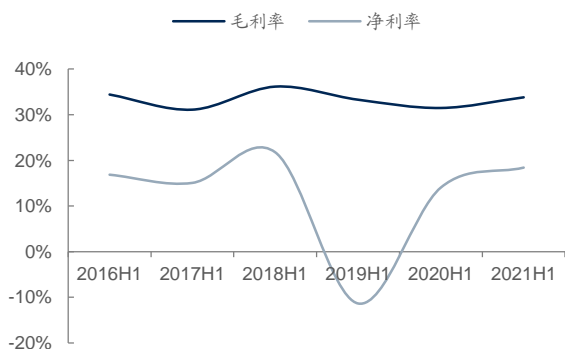
图 6：公司石膏板/轻钢龙骨/防水卷材毛利率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

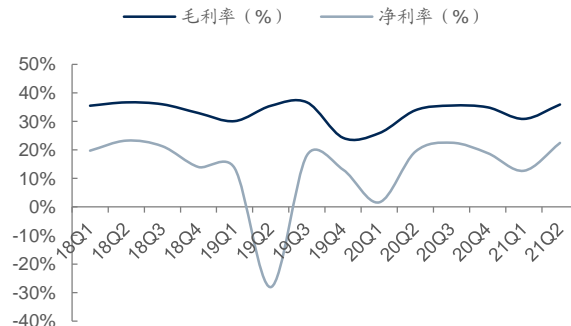
盈利能力提升，现金流全面改善。2021H1 实现综合毛利率 33.81%，同比 +2.33pct，其中 Q1、Q2 单季度分别为 30.85%、35.89%，同比+4.99pct、+2.0pct，期间费用率 13.33%，同比-1.26pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.52%、5.23%、0.35%、4.23%，同比-0.73pct、-1.74 pct、-0.26 pct、+1.02 pct，成本费用管控持续加强，盈利能力进一步提升，实现净利率 18.42%，同比+4.36pct，Q1、Q2 单季度分别为 12.68%、22.44%，同比+11.06pct、+3.04pct。2021H1 公司实现经营性现金流净额 10.86 亿元，上年同期为-8.07 亿元，主因上年同期支付美国石膏板事项和解费影响。

图 7：公司毛利率和净利率



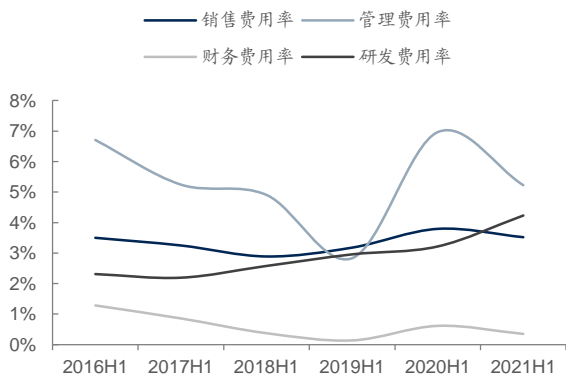
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 8：公司单季度毛利率和净利率



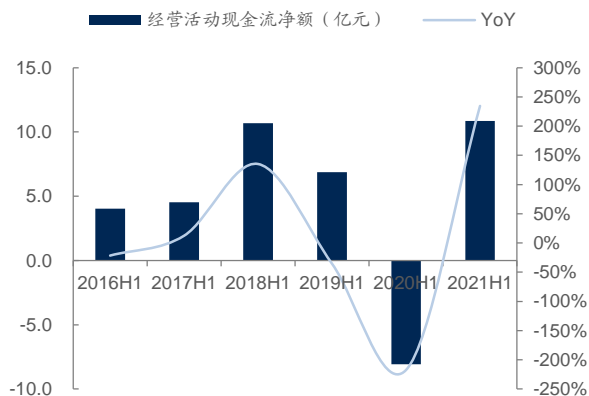
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 9：公司期间费用率



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图 10：公司经营活动现金流净额及同比增速



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

投资建议：“一体两翼”加速布局，多管齐下助力成长，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，“一体两翼，全球布局”战略加速推进，发展潜力足，成长空间大：1) 山西朔州、广西贺州、山东惠民等多地石膏板建设有序推进，稳步扩展国内外布局，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，并购上海台安及禹王剩余 30% 股权，同时设立防水业务平台公司，实施“一体化管理+区域化运营”，整合优化提升竞争力；3) 设立涂料子公司，整合现有业务，加速涂料布局。预计 21-23 年 EPS 分别为 2.27/2.78/3.15 元/股，对应 PE 为 16.2/13.2/11.6x，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	2319	3750	5753	营业收入	16803	21191	24341	26852
应收款项	2091	2506	3022	3501	营业成本	11143	13880	15700	17186
存货净额	1746	1952	2224	2454	营业税金及附加	184	212	243	269
其他流动资产	811	1567	1488	1813	销售费用	586	742	779	806
流动资产合计	6856	9960	12100	15137	管理费用	856	1039	1132	1240
固定资产	12760	14570	16750	18964	财务费用	75	63	58	40
无形资产及其他	2145	2159	2189	2235	投资收益	28	20	20	20
投资性房地产	971	971	971	971	资产减值及公允价值变动	(16)	(10)	(10)	(10)
长期股权投资	184	191	195	200	其他收入	(667)	(800)	(950)	(1100)
资产总计	22915	27851	32204	37507	营业利润	3303	4465	5488	6222
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	2073	2385	2657	利润总额	3341	4505	5528	6262
其他流动负债	1787	3224	3053	3637	所得税费用	317	450	553	626
流动负债合计	4885	6796	7388	8439	少数股东损益	164	221	272	308
长期借款及应付债券	120	120	120	120	归属于母公司净利润	2860	3833	4704	5328
其他长期负债	455	372	319	250					
长期负债合计	575	492	439	370					
负债合计	5461	7288	7827	8809					
少数股东权益	788	829	881	939					
股东权益	16667	19733	23496	27759					
负债和股东权益总计	22915	27851	32204	37507					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2860	3833	4704	5328
资产减值准备	1	1	0	1
折旧摊销	587	765	896	1011
公允价值变动损失	16	10	10	10
财务费用	75	63	58	40
营运资本变动	(1287)	461	(620)	(246)
其它	146	41	51	58
经营活动现金流	2324	5111	5041	6162
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)	(767)	(941)	(1066)
其它融资现金流	25	(9)	450	195
融资活动现金流	(784)	(775)	(491)	(871)
现金净变动	(33)	1728	1431	2003
货币资金的期初余额	623	590	2319	3750
货币资金的期末余额	590	2319	3750	5753
企业自由现金流	1658	3412	2999	4100
权益自由现金流	1567	3346	3396	4259

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.69	2.27	2.78	3.15
每股红利	0.17	0.45	0.56	0.63
每股净资产	9.87	11.68	13.91	16.43
ROIC	23%	27%	29%	29%
ROE	17%	19%	20%	19%
毛利率	34%	35%	36%	36%
EBIT Margin	24%	25%	27%	27%
EBITDA Margin	28%	29%	30%	31%
收入增长	26%	26%	15%	10%
净利润增长率	548%	34%	23%	13%
资产负债率	27%	29%	27%	26%
息率	0.5%	1.2%	1.5%	1.7%
P/E	21.7	16.2	13.2	11.6
P/B	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	14.6	11.4	9.5	8.5

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。

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