

2021年08月24日

石膏板彰显定价能力，防水等业务整合加速

北新建材(000786)

评级:	买入	股票代码:	000786
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	57.0/30.38
目标价格:	45.22	总市值(亿)	631.20
最新收盘价:	37.36	自由流通市值(亿)	631.20
		自由流通股数(百万)	1,689.51

事件概述。公司公布2021年中报。2021H1，公司实现收入101.25亿元，同比增长45.8%，实现归母净利润18.37亿元，同比增长103.4%；对应Q2实现收入59.5亿元，同比增长22.54%，实现归母净利润13.2亿元，同比增长51.2%。

► **石膏板业务量价齐升，成本传递良好展现议价能力。**公司盈利位于业绩预告中值附近。受益于竣工恢复及去年的低基数，公司石膏板销量增幅较大，我们估算公司2021H1石膏板销量同比增长40%以上，其中Q2单季度销量同比增长20%左右。尽管原材料价格有所上升，但公司通过提价较好转嫁了成本，同时由于2020H1销量较低，单位固定成本摊薄较大，公司石膏板业务毛利率可比口径同比上升7.83个百分点，是公司利润增速超收入增速的主要原因，也体现了公司在石膏板行业较强的议价能力。

► **龙骨配套销售增加。**2021H1，公司实现龙骨收入13.46亿元，同比增长64.0%，增速高于石膏板，体现龙骨配套销售有所上升。我们估算公司龙骨销量同比增长40%以上，同时价格同比也有所上升，但由于2021H1钢价上涨较快，因此龙骨业务毛利率同比下降4.92个百分点。

► **防水板块持续外延收购，增长稳定。**报告期内公司完成上海台安的收购，防水材料生产基地增加至12个，同时公司设立防水业务平台公司北新防水，进一步加速内部整合。2021H1，公司防水板块（包括材料+工程）实现收入19.3亿元，同比增长37.1%，但由于沥青等原料价格上升，防水板块毛利率同比下降10.9个百分点。

► **主体稳定，两翼齐飞，长期成长动能充足。**截止到2021H1公司石膏板产能达到28.24亿平米，随着公司公告的陕西、广西等石膏板项目推进，公司石膏板主业将继续向全球产能布局50亿平米的目标迈进。防水业务方面，除成立投资主体公司外，7月公司公告与科顺、凯伦共同成立集采公司，我们认为此举有望让公司学习科顺、凯伦等领先民企的采购、管理经验，同时也能够通过集中采购加速推进旗下防水资产整合，并减小原材料价格波动，是公司防水板块发展的重要一步。此外，7月，公司公告拟设立北新涂料，对现有涂料业务进行整合，同时开展建筑涂料、工业涂料以及相关材料产业的布局，判断未来涂料业务也将加速。公司“一体两翼，全球布局”战略稳步推进，长期成长动能依旧充足。

投资建议：上调销量、价格及部分板块成本假设，对应上调2021-2023年收入预测6.9%/6.4%/6.1%至226.15/270.79/307.84亿元，上调2021-2023年归母净利润预测6.1%/3.7%/1.3%至40.17/47.60/53.04亿元。考虑到地产政策收紧，出于谨慎角度，下调估值至2021年19x PE，对应调整目标价至45.22元（原：56.94元），维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13323.01	16802.63	22615.12	27078.81	30784.32
YoY (%)	6.03%	26.12%	34.59%	19.74%	13.68%
归母净利润(百万元)	441.14	2859.87	4017.03	4760.38	5304.27
YoY (%)	-82.11%	548.28%	40.46%	18.50%	11.43%
毛利率 (%)	31.86%	33.68%	33.84%	33.55%	33.09%
每股收益 (元)	0.26	1.69	2.38	2.82	3.14
ROE	3.16%	17.16%	20.73%	21.07%	20.26%
市盈率	143.08	22.07	15.71	13.26	11.90

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

分析师: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

SAC NO: S1120521050001

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	16802.63	22615.12	27078.81	30784.32	净利润	3024.02	4141.27	4907.61	5468.32
YoY (%)	26.12%	34.59%	19.74%	13.68%	折旧和摊销	612.97	618.19	655.59	701.37
营业成本	11142.76	14962.82	17992.57	20599.12	营运资金变动	-1926.42	-1005.92	-519.57	-432.10
营业税金及附加	184.13	247.82	296.74	337.34	经营活动现金流	1838.59	3737.89	5027.98	5721.95
销售费用	586.38	789.23	945.00	1074.32	资本开支	-1354.29	-1414.47	-1414.47	-1414.47
管理费用	855.88	1151.96	1379.33	1568.08	投资	272.10	0.00	0.00	0.00
财务费用	75.34	63.05	44.21	20.08	投资活动现金流	-1065.50	-1404.91	-1404.91	-1404.91
资产减值损失	2.59	2.59	2.59	2.59	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	27.96	27.96	27.96	27.96	债务募资	-6.86	0.00	0.00	0.00
营业利润	3303.20	4465.31	5307.45	5923.61	筹资活动现金流	-783.68	-1380.47	-1623.61	-1800.33
营业外收支	38.08	85.53	85.53	85.53	现金净流量	-10.59	952.52	1999.46	2516.72
利润总额	3341.28	4550.85	5392.98	6009.14	主要财务指标				
所得税	317.26	409.58	485.37	540.82	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	3024.02	4141.27	4907.61	5468.32	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	2859.87	4017.03	4760.38	5304.27	营业收入增长率	26.12%	34.59%	19.74%	13.68%
YoY (%)	548.28%	40.46%	18.50%	11.43%	净利润增长率	548.28%	40.46%	18.50%	11.43%
每股收益	1.69	2.38	2.82	3.14	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	33.68%	33.84%	33.55%	33.09%
货币资金	590.19	1542.71	3542.18	6058.89	净利率率	18.00%	18.31%	18.12%	17.76%
预付款项	178.89	178.89	178.89	178.89	总资产收益率 ROA	12.48%	15.55%	16.05%	15.68%
存货	1746.24	2344.91	2819.72	3228.20	净资产收益率 ROE	17.16%	20.73%	21.07%	20.26%
其他流动资产	4340.27	4820.33	5343.66	5778.09	偿债能力 (%)				
流动资产合计	6855.59	8886.84	11884.44	15244.08	流动比率	1.40	1.79	2.19	2.61
长期股权投资	183.91	183.91	183.91	183.91	速动比率	1.01	1.28	1.63	2.02
固定资产	10829.97	11159.99	11762.11	12473.21	现金比率	0.12	0.31	0.65	1.04
无形资产	2145.22	2078.01	2010.80	1943.59	资产负债率	23.83%	21.43%	20.27%	18.99%
非流动资产合计	16059.62	16938.85	17780.67	18576.72	经营效率 (%)				
资产合计	22915.22	25825.69	29665.11	33820.79	总资产周转率	0.76	0.93	0.98	0.97
短期借款	1329.46	1329.46	1329.46	1329.46	每股指标 (元)				
应付账款及票据	1589.40	2122.71	2545.69	2909.59	每股收益	1.69	2.38	2.82	3.14
其他流动负债	1966.62	1506.11	1561.69	1608.62	每股净资产	9.87	11.47	13.37	15.49
流动负债合计	4885.48	4958.28	5436.84	5847.67	每股经营现金流	1.09	2.21	2.98	3.39
长期借款	120.00	120.00	120.00	120.00	每股股利	1.15	0.77	0.92	1.02
其他长期负债	455.07	455.07	455.07	455.07	估值分析				
非流动负债合计	575.07	575.07	575.07	575.07	PE	22.07	15.71	13.26	11.90
负债合计	5460.55	5533.35	6011.91	6422.74	PB	4.06	3.26	2.79	2.41
股本	1689.51	1689.51	1689.51	1689.51					
少数股东权益	787.50	911.74	1058.97	1223.02					
股东权益合计	17454.67	20292.33	23653.20	27398.05					
负债和股东权益合计	22915.22	25825.69	29665.11	33820.79					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究员。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。