



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料/其他建材
当前价格(元): 28.29
合理区间(元): 55.40-60.94

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

研究助理

北新建材 (000786.SZ): Q3 石膏板销量稳步增长, 成本上涨毛利率承压

投资要点

● **事件:** 公司 2021 年前三季度实现营业收入约为 159.23 亿元, 同比增加 31.46%, 归母净利润约 27.23 亿元, 同比增加 35.72%, 其中 Q3 营业收入约为 57.98 亿元, 同比增加 12.18%, 归母净利润 8.86 亿元, 同比下降 19.71%。

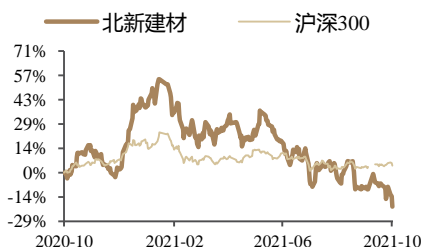
● **石膏板销量稳定增长, 产能扩张继续推进。** 公司 Q3 营收同比增长 12.18%, 环比下降约 2.6%。根据 21H1 营收数据, 石膏板业务占比 80% 以上, 公司作为石膏板龙头企业, 在地产竣工周期支撑下, 销量保持稳步增长。公司多区域产能建设持续推进, 向全球 50 亿平米的石膏板产能目标迈进, 进一步巩固石膏板龙头地位, 提升行业市占率。21Q3 营收环比下滑主要受价格影响, Q3 石膏板平均售价环比小幅下降, 主要是地产下行周期, 行业竞争激烈, 公司促销抢占市场份额所致。

● **原材料价格上涨毛利率承压, 四季度提价盈利有望改善。** Q3 销售毛利率为 28.29%, 环比下降 7.6pct; 一方面由于护面纸等原材料价格连续上涨, 部分厂家截至 Q3 涨幅超过 700 元/吨, 而根据 20 年数据, 护面纸占生产成本 45% 左右, 同时 21Q3 石膏板平均售价下降也导致毛利率有所回落, 另一方面, 防水业务成本不断上涨, 以山东地区成交价计算, Q3 沥青价格环比上涨约 8%, 因此整体毛利率承压; 9 月底, 公司泰山和梦牌接连发布涨价函, 上调多地石膏板价格 (上涨 0.3 元/平米), 向下游传导成本压力, 随着四季度提价效应传导至营收端, 公司盈利压力有望缓解。长期来看, 随着子公司泰和纸业 40 万吨产能释放, 将覆盖公司 60~70% 石膏板生产需求, 护面纸采购成本将进一步下降, 盈利能力将进一步提升。

● **现金流依旧充沛, 应收账款规模增速高于营收。** 报告期末, 公司应收账款及应收票据为 34.71 亿元, 同比增长 50.45%, 依旧高于营收增速, 我们判断, 随着防水业务的扩张, 应收账款规模有所放大。21Q3 公司经营性现金净流入 8.48 亿元, 环比减少 0.81 亿元, 主要系原材料价格不断上涨, 公司采购成本提升导致。截至三季度末, 公司资产负债率约为 27.3%, 依旧维持较低水平。10 月下旬, 公司公开发行 10 亿绿色公司债, 其中不低于募集资金总额的 70% 将用于绿色产业项目建设、运营, 其中预计 3.5 亿将用于偿还泰山石膏银行债务, 进一步缓解资金流动性。公司整体现金流依旧充沛, 一方面偿还有些负债, 优化债务结构; 另一方面保障各项业务的有序进行。

● **防水业务重组整合, 北新防水正式“展翼”。** 9 月, 公司收购四川蜀羊剩余 30% 股权, 联合重组天津澳泰和成都赛特两家防水企业, 持有各家 70% 股权, 并将旗下四川蜀羊、北新禹王等防水企业股权陆续转让北新防水, 对防水业务进行进一步整合。根据公司半年报披露, 防水业务占营收比例已达约 19%, 接近“一体两翼”规划的 20% 占比目标。北新防水目前拥有 14 个防水材料生产基地 (包括在建), 产能分布在西南、华北、西北、华东、东北及华南等地, 按照公司十四五期间规划, 防水材料生产基地将达到 30 个。三季度公司与科顺、凯伦合资成立供应链和聚酯胎基布生产公司, 母公司中国建材与中石化签订战略合作协议, 未来防水生产基地将配备原材料储存能力。在产能增加的同时, 公司将提升对防水材料供应链的管控能力。防水业务将持续快速发展, 有望成为拉动业绩增长新动力。

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.53	-10.56	-16.66
相对涨幅 (%)	-4.54	-12.57	-16.11

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《北新建材 (000786.SZ): 深耕石膏板领域四十载, “一体两翼” 战略开启新篇章》, 2021.9.8

- 投资建议:** 考虑竣工后周期和绿色建筑趋势影响以及公司石膏板和新业务成长空间, 我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 39.7、46.8 和 53.9 亿元, 同比增长 38.8%、17.7%和 15.3%, EPS 分别为 2.35、2.77 和 3.19 元, 对应 PE 估值分别为 12.98、11.03 和 9.56 倍; 给予公司基于 22 年业绩预测 20-22 倍的 PE 估值, 对应目标价区间为 55.4-60.94 元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料持续涨价, 成本压力加剧; 地产投资大幅低于预期; 行业竞争加剧, 企业扩张进度低于预期; 环保监管放松, 产能退出进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
		2019	2020	2021E	2022E	2023E	
总股本(百万股):	1,689.51						
流通 A 股(百万股):	1,689.51						
52 周内股价区间(元):	28.29-54.82						
总市值(百万元):	47,796.18						
总资产(百万元):	25,783.59						
每股净资产(元):	10.75						
资料来源: 公司公告							
		营业收入(百万元)	13,323	16,803	21,241	23,889	26,781
		(+/-)YOY(%)	6.0%	26.1%	26.4%	12.5%	12.1%
		净利润(百万元)	441	2,860	3,971	4,675	5,391
		(+/-)YOY(%)	-82.1%	548.3%	38.8%	17.7%	15.3%
		全面摊薄 EPS(元)	0.26	1.69	2.35	2.77	3.19
		毛利率(%)	31.9%	33.7%	34.9%	35.6%	36.1%
		净资产收益率(%)	3.2%	17.2%	19.2%	18.5%	17.6%
		资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	1.69	2.35	2.77	3.19
每股净资产	9.87	12.22	14.98	18.17
每股经营现金流	1.09	2.73	3.13	3.59
每股股利	0.55	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	18.02	12.98	11.03	9.56
P/B	3.09	2.50	2.04	1.68
P/S	3.07	2.43	2.16	1.92
EV/EBITDA	13.26	9.49	7.58	5.97
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	33.7%	34.9%	35.6%	36.1%
净利润率	17.0%	18.7%	19.6%	20.1%
净资产收益率	17.2%	19.2%	18.5%	17.6%
资产回报率	12.5%	15.0%	14.7%	14.2%
投资回报率	15.8%	18.5%	17.6%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	26.1%	26.4%	12.5%	12.1%
EBIT 增长率	27.7%	34.2%	16.2%	14.5%
净利润增长率	548.3%	38.8%	17.7%	15.3%
偿债能力指标				
资产负债率	23.8%	18.1%	16.3%	14.9%
流动比率	1.4	2.3	3.1	3.9
速动比率	1.0	1.7	2.5	3.3
现金比率	0.1	0.8	1.6	2.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	41.9	41.9	41.9	41.9
存货周转天数	57.2	57.2	57.2	57.2
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7
固定资产周转率	1.6	1.8	1.8	2.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2,860	3,971	4,675	5,391
少数股东损益	164	228	268	309
非现金支出	653	619	653	687
非经营收益	88	-37	-71	-75
营运资金变动	-1,926	-165	-236	-254
经营活动现金流	1,839	4,615	5,290	6,057
资产	-1,354	-1,275	-1,320	-1,320
投资	272	659	0	0
其他	17	44	40	45
投资活动现金流	-1,065	-572	-1,280	-1,276
债权募资	4,755	-1,329	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-5,539	-35	-6	-6
融资活动现金流	-784	-1,364	-6	-6
现金净流量	-4	2,679	4,004	4,776

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	16,803	21,241	23,889	26,781
营业成本	11,143	13,824	15,378	17,116
毛利率%	33.7%	34.9%	35.6%	36.1%
营业税金及附加	184	233	262	293
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	586	741	834	935
营业费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	856	1,082	1,217	1,364
管理费用率%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用	672	850	956	1,071
研发费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
EBIT	3,361	4,511	5,243	6,001
财务费用	75	6	-73	-139
财务费用率%	0.4%	0.0%	-0.3%	-0.5%
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	28	35	40	45
营业利润	3,303	4,601	5,424	6,260
营业外收支	38	38	38	38
利润总额	3,341	4,639	5,462	6,298
EBITDA	3,974	5,130	5,896	6,688
所得税	317	440	519	598
有效所得税率%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
少数股东损益	164	228	268	309
归属母公司所有者净利润	2,860	3,971	4,675	5,391

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	590	3,269	7,273	12,049
应收账款及应收票据	1,970	2,490	2,801	3,140
存货	1,746	2,166	2,410	2,682
其它流动资产	2,549	1,768	1,844	1,928
流动资产合计	6,856	9,694	14,328	19,799
长期股权投资	184	197	197	197
固定资产	10,830	12,008	12,938	13,708
在建工程	1,930	1,383	1,055	858
无形资产	2,145	2,251	2,353	2,450
非流动资产合计	16,060	16,757	17,460	18,130
资产总计	22,915	26,451	31,788	37,929
短期借款	1,329	0	0	0
应付票据及应付账款	1,589	1,972	2,193	2,441
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,967	2,251	2,424	2,616
流动负债合计	4,885	4,223	4,617	5,058
长期借款	120	120	120	120
其它长期负债	455	455	455	455
非流动负债合计	575	575	575	575
负债总计	5,461	4,798	5,192	5,633
实收资本	1,690	1,690	1,690	1,690
普通股股东权益	16,667	20,638	25,313	30,703
少数股东权益	788	1,015	1,284	1,593
负债和所有者权益合计	22,915	26,451	31,788	37,929

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。