

北新建材（000786.SZ）/建材

证券研究报告/公司点评

2022年1月19日

评级：买入（维持）

市场价格：

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 133.2 | 168.0 | 222.3 | 255.1 | 297.4 |
| 增长率 yoy% | 6.03% | 26.12% | 32.30% | 14.76% | 16.57% |
| 净利润（百万元） | 4.4 | 28.6 | 35.78 | 43.3 | 54.1 |
| 增长率 yoy% | -82.11% | 548.28% | 25.10% | 21.07% | 25.01% |
| 每股收益（元） | 0.26 | 1.69 | 2.12 | 2.56 | 3.20 |
| 每股现金流量 | 1.17 | 1.09 | 3.61 | 2.07 | 4.76 |
| 净资产收益率 | 3.16% | 17.16% | 18.66% | 19.51% | 20.83% |
| P/E | 139.83 | 21.57 | 17.24 | 14.24 | 11.39 |
| P/B | 4.42 | 3.70 | 3.22 | 2.78 | 2.37 |

备注：股价取自2022年1月19日收盘价

投资要点

■ **事件：**1月19日北新建材发布2021年度业绩预告，公司预计21年度归母净利润为34.3~37.2亿，同比增长20.0%~30.0%，中值为35.8亿，同比增长25.0%；21Q4归母净利润预计为7.1~10.0亿，同比-16.8%~16.7%，中值为8.5亿，同比持平。公司业绩预计同向上升的主要原因是：公司本年主产品销量增长，营业收入增长，公司净利润相应增长。

■ **点评：**单四季度归母净利中值8.5亿元，同比持平。我们认为，在21年下半年地产需求下行、原燃料成本上行双重压力下，公司单四季度业绩同比增速企稳回升，体现高质量稳健发展态势。

1) **石膏板业务：**预计Q4销量增速同比继续保持增长，环比增速放缓，预计21年末竣工短期修复，11-12月增速或有所回暖。北新凭借央企优势市占率有望逆市提升，且伴随煤炭等燃料成本下降，预计净利润环比持平。

2) **龙骨业务：**预计销量同比持平，受益于镀锌钢材等原料成本环比下行（9月和12月末分别为6357元和5706元），毛利率环比有所改善。

3) **防水业务：**公司更加注重风险把控，销量保持韧性和稳健高质量增长，预计同比保持双位数增长。成本端原材料端因沥青价格有所回调（9月和12月末分别为3370元和3232元），毛利率环比或有所改善。

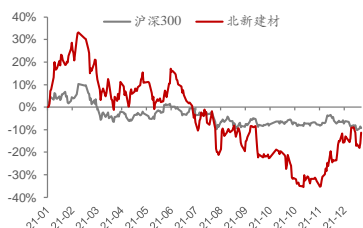
■ **北新建材观点重申：**石膏板景气度和高端化共振，定价权强；防水、涂料、龙骨等提供成长性；全球化布局 and 经营管理水平提升，估值具备高性价比。

➢ **石膏板：**中长期看，石膏板绝对龙头品牌升级，进一步提升中高端产品占比，定价能力进一步体现，成本优势构筑较深护城河。预计22年上半年稳增长政策持续推进，基建项目落实望加速，公司凭借品牌、技术和地产和大客户的战略合作，工装领域石膏板需求将加速释放，叠加石膏板涨价、原燃料成本下行贡献业绩弹性。

➢ **防水、龙骨、建涂等第二增长曲线明晰：**1) 轻钢龙骨与石膏板产品配套协调性强，渠道和客户重合度高，市场空间高于石膏板。北新龙骨配套率虽低，但起步早，具备品牌、渠道优势。公司正加大产能投入、客户合作和营销力度，中长期产能规划从50万吨提高到100万吨，与龙头地产公司、装饰百强企业合作，加强对龙骨配套率考核和渠道下沉力度。2) 防水行业非标产品出让空间大、集中度低，北新防水拥有央企信用背书和资金实力，具备技术和研发优势，收入端预计保持较高增长。近期北新联合科顺、凯伦成立采购联盟，有望实现优势互补，提升经济性和降低原材料波动。

基本状况

| | |
|----------|-------|
| 总股本（百万） | 1,690 |
| 流通股本（百万） | 1,690 |
| 市价（元） | 36.51 |
| 市值（亿元） | 616.8 |
| 流通市值（亿元） | 616.8 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】北新建材点评：延续高质量发展，成本压力下利润略有承压（20211027）

【公司点评】北新建材点评：防水、涂料再扩新兵，一体两翼加速推进（20210924）

【公司点评】北新建材中报点评：防水收入、毛利率和现金流均好于市场预期；石膏板定价权优势凸显（20210820）

【公司点评】子公司泰山石膏继续上调石膏板价格，定价权凸显（20210815）

【公司点评】石膏板景气度和高端化共

振，防水二季度略有压力（20210707）

【公司点评】北新建材一季报点评：石膏板量价利齐升贡献主要业绩，防水收入高增（20210428）

- **盈利预测：**石膏板业务保持强劲增长，第二增长曲线明晰。由于公司披露年度业绩预告，我们预计公司21、22年归母净利润36、43亿元（调整前值39、47亿元），对应PE为17、14倍。我们认为当前时点地产预期底已过，预计22年上半年进入稳增长基建发力周期，行业景气度向上叠加公司产能全球扩张，产品高端化和新业务加速布局，公司盈利及估值均有提升空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业需求大幅下滑；石膏板价格大幅下跌；海外拓展不及预期；龙骨业务拓展不及预期；防水领域拓展不及预期。

图表 1: 北新建材财务报表

| 损益表 (人民币亿元) | | | | | | 资产负债表 (人民币亿元) | | | | | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 营业总收入 | 133.23 | 168.03 | 222.30 | 255.10 | 297.36 | 货币资金 | 6.23 | 5.90 | 32.46 | 45.25 | 100.02 |
| 增长率 | 6.0% | 26.1% | 32.3% | 14.8% | 16.6% | 应收款项 | 14.33 | 20.91 | 25.72 | 27.80 | 34.58 |
| 营业成本 | -90.79 | -111.43 | -151.20 | -172.83 | -196.98 | 存货 | 16.12 | 17.46 | 28.11 | 23.98 | 35.39 |
| % 销售收入 | 68.1% | 66.3% | 68.0% | 67.7% | 66.2% | 其他流动资产 | 26.66 | 24.28 | 27.36 | 25.23 | 28.42 |
| 毛利 | 42.44 | 56.60 | 71.09 | 82.27 | 100.38 | 流动资产 | 63.35 | 68.56 | 113.65 | 122.26 | 198.42 |
| % 销售收入 | 31.9% | 33.7% | 32.0% | 32.3% | 33.8% | % 总资产 | 29.5% | 29.9% | 41.1% | 42.8% | 55.0% |
| 营业税金及附加 | -1.57 | -1.84 | -2.44 | -2.80 | -3.26 | 长期投资 | 2.43 | 2.57 | 2.68 | 2.79 | 2.90 |
| % 销售收入 | 1.2% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 固定资产 | 90.55 | 108.30 | 119.83 | 129.93 | 138.62 |
| 营业费用 | -3.77 | -5.86 | -7.78 | -8.42 | -9.81 | % 总资产 | 42.2% | 47.3% | 43.4% | 45.5% | 38.4% |
| % 销售收入 | 2.8% | 3.5% | 3.5% | 3.3% | 3.3% | 无形资产 | 20.34 | 21.45 | 21.91 | 22.33 | 22.72 |
| 管理费用 | -6.57 | -8.56 | -10.67 | -11.99 | -13.98 | 非流动资产 | 151.29 | 160.60 | 162.60 | 163.15 | 162.25 |
| % 销售收入 | 4.9% | 5.1% | 4.8% | 4.7% | 4.7% | % 总资产 | 70.5% | 70.1% | 58.9% | 57.2% | 45.0% |
| 息税前利润 (EBIT) | 30.54 | 40.33 | 50.21 | 59.07 | 73.34 | 资产总计 | 214.64 | 229.15 | 276.25 | 285.41 | 360.67 |
| % 销售收入 | 22.9% | 24.0% | 22.6% | 23.2% | 24.7% | 短期借款 | 15.80 | 13.29 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | -0.26 | -0.75 | -0.44 | -0.51 | -0.59 | 应付款项 | 36.71 | 20.74 | 55.66 | 32.55 | 67.48 |
| % 销售收入 | 0.2% | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 其他流动负债 | 9.56 | 14.82 | 14.82 | 14.82 | 14.82 |
| 资产减值损失 | -0.01 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | -0.03 | 流动负债 | 62.07 | 48.85 | 70.49 | 47.37 | 82.31 |
| 公允价值变动收益 | -0.10 | -0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 长期贷款 | 2.36 | 1.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.64 | 0.28 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 其他长期负债 | 4.79 | 4.55 | 4.55 | 4.55 | 4.55 |
| % 税前利润 | 6.2% | 0.7% | 0.4% | 0.3% | 0.3% | 负债 | 69.21 | 54.61 | 75.04 | 51.93 | 86.86 |
| 营业利润 | 30.81 | 39.65 | 49.94 | 58.73 | 72.92 | 普通股股东权益 | 139.52 | 166.67 | 191.73 | 222.05 | 259.95 |
| 营业利润率 | 23.1% | 23.6% | 22.5% | 23.0% | 24.5% | 少数股东权益 | 5.91 | 7.88 | 9.48 | 11.43 | 13.86 |
| 营业外收支 | -20.41 | 0.38 | 0.00 | 1.20 | 1.20 | 负债股东权益合计 | 214.64 | 229.15 | 276.25 | 285.41 | 360.67 |
| 税前利润 | 10.39 | 40.03 | 49.94 | 59.93 | 74.12 | 比率分析 | | | | | |
| 利润率 | 7.8% | 23.8% | 22.5% | 23.5% | 24.9% | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 所得税 | -2.00 | -3.17 | -4.15 | -5.03 | -6.29 | 每股指标 | | | | | |
| 所得税率 | 19.2% | 7.9% | 8.3% | 8.4% | 8.5% | 每股收益 (元) | 0.26 | 1.69 | 2.12 | 2.56 | 3.20 |
| 净利润 | 4.57 | 30.24 | 37.39 | 45.26 | 56.58 | 每股净资产 (元) | 8.26 | 9.87 | 11.35 | 13.14 | 15.39 |
| 少数股东损益 | 0.15 | 1.64 | 1.61 | 1.95 | 2.43 | 每股经营现金净流 (元) | 1.17 | 1.09 | 3.61 | 2.07 | 4.76 |
| 归属于母公司的净利润 | 4.41 | 28.60 | 35.78 | 43.32 | 54.15 | 每股股利 (元) | 0.08 | 0.08 | 0.64 | 0.77 | 0.96 |
| 净利率 | 3.3% | 17.0% | 16.1% | 17.0% | 18.2% | 回报率 | | | | | |
| 现金流量表 (人民币亿元) | | | | | | 净资产收益率 | 3.16% | 17.16% | 18.66% | 19.51% | 20.83% |
| 净利润 | 4.57 | 30.24 | 37.39 | 45.26 | 56.58 | 总资产收益率 | 2.13% | 13.20% | 13.53% | 15.86% | 15.69% |
| 加: 折旧和摊销 | 5.24 | 5.94 | 6.87 | 8.32 | 9.78 | 投入资本收益率 | 15.25% | 21.71% | 23.30% | 30.22% | 33.52% |
| 资产减值准备 | 0.01 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 增长率 | | | | | |
| 公允价值变动损失 | 0.10 | 0.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业总收入增长率 | 6.03% | 26.12% | 32.30% | 14.76% | 16.57% |
| 财务费用 | 0.30 | 0.94 | 0.44 | 0.51 | 0.59 | EBIT增长率 | -7.73% | 30.08% | 24.66% | 17.57% | 24.06% |
| 投资收益 | -0.64 | -0.28 | -0.20 | -0.20 | -0.20 | 净利润增长率 | -82.11% | 548.28% | 25.10% | 21.07% | 25.01% |
| 少数股东损益 | 0.15 | 1.64 | 1.61 | 1.95 | 2.43 | 总资产增长率 | 19.85% | 6.76% | 20.55% | 3.31% | 26.37% |
| 营运资金的变动 | 7.77 | -9.66 | 16.44 | -18.88 | 13.59 | 资产管理能力 | | | | | |
| 经营活动现金净流 | 19.85 | 18.39 | 60.94 | 35.02 | 80.34 | 应收账款周转天数 | 21.2 | 37.1 | 37.1 | 37.1 | 37.1 |
| 固定资本投资 | -20.87 | -7.81 | -7.71 | -7.71 | -7.71 | 存货周转天数 | 39.1 | 36.0 | 36.9 | 36.8 | 35.9 |
| 投资活动现金净流 | -14.36 | -10.65 | -8.72 | -8.73 | -8.73 | 应付账款周转天数 | 44.8 | 49.0 | 46.9 | 47.9 | 47.4 |
| 股利分配 | -1.39 | -1.39 | -10.73 | -13.00 | -16.25 | 固定资产周转天数 | 224.9 | 213.0 | 184.7 | 176.2 | 162.6 |
| 其他 | -3.14 | -6.45 | -14.92 | -0.51 | -0.59 | 偿债能力 | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | -4.52 | -7.84 | -25.66 | -13.51 | -16.84 | 净负债/股东权益 | 10.48% | -9.27% | -21.60% | -42.07% | #REF! |
| 现金净流量 | 0.96 | -0.11 | 26.56 | 12.79 | 54.77 | EBIT利息保障倍数 | 117.6 | 53.7 | 113.4 | 116.2 | 123.7 |
| | | | | | | 资产负债率 | 32.25% | 23.83% | 27.16% | 18.19% | 24.08% |

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|---|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。 | | |

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。