



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材
当前价格(元)：24.30

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

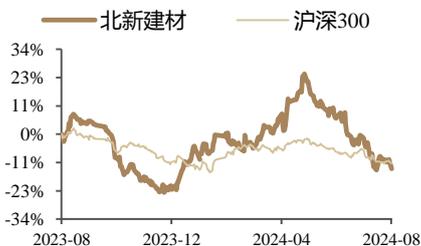
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.31	-19.03	-28.95
相对涨幅(%)	-6.92	-13.81	-19.07

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《北新建材(000786.SZ)：24Q1业绩逆势高增，主业基础夯实，两翼加速腾飞》，2024.4.27
- 《北新建材(000786.SZ)：23年业绩符合预期，期待“一体两翼”蓄势长期成长》，2024.3.20
- 《北新建材(000786.SZ)：股权激励目标超预期，收购嘉宝莉稳步推进》，2024.1.1
- 《北新建材(000786.SZ)：Q3业绩稳健增长，积极推进“一体两翼”战略》，2023.10.27
- 《北新建材(000786.SZ)：收购嘉宝莉补强涂料，一体两翼战略持续深化》，2023.9.20

北新建材(000786.SZ)：24Q2业绩高基数下稳健增长，一体两翼战略加速推进

投资要点

- 事件**：2024年上半年公司实现收入135.97亿元(+19.25%)，实现归母净利润22.14亿元(+16.79%)，扣非归母净利润21.59亿元(+16.99%)；其中2024Q2公司实现收入76.53亿元(+15.39%)，归母净利润13.92亿元(+7.03%)，扣非归母净利润13.68亿元(+7.96%)。
- Q2业绩高基数下稳健增长，石膏板盈利能力提升**。24H1房地产基本面中销售与投资整体依旧承压，根据国家统计局，24年1-6月全国房地产开发投资同比下降10.1%，地产销售/新开工/竣工面积同比分别下降19%/23.7%/21.8%。行业承压但公司逆势收入业绩逆势增长，公司2024年一、二季度营收增速分别为24.62%、15.39%，归母净利润增速分别为38.11%、7.03%，尤其Q2在去年高基数基础上实现稳健增长。分业务来看，上半年公司不断优化产品结构，石膏板中高端产品占比提升，24H1石膏板业务营收占比53.71%，相较去年下降7.85pct，龙骨业务营收占比为9.36%，相较去年同期下降1.37pct，防水卷材+防水工程业务占比共计14.1%，相较去年同期+0.61pct，涂料业务占比从去年的4.28%上升至13.11%，主要是报告期内公司收购嘉宝莉并表所致；公司石膏板业务保持稳健的经营能力，子公司泰山石膏营收同比+6.4%，归母净利润同比+19.7%，净利率提升2.4个百分点至21.6%，得益于煤炭等能源价格下行，石膏板盈利能力提升；24H1防水卷材防水卷材毛利率同比下降1.51个pct；龙骨毛利率为21.22%，同比保持提升1.48个pct，涂料整体毛利率为31.28%，同比提升2.09个pct；公司不断提升自身成本管控能力，推进“一毛钱”成本节约计划，努力提升盈利水平。
- 费用率环比小幅下降，现金流充沛经营质量优异**。24Q2公司费用率约12.31%，环比下降1.11个pct，同比提升0.89个pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.12%/3.51%/4.31%/0.37%，分别+0.74/-0.06/+0.23/-0.02pct，销售费用率上升主要系人工成本增加，叠加新并购子公司嘉宝莉销售费用率较高所致。24Q2末公司应收账款和票据规模同比增长35.47%，高于收入增长；上半年末，公司在手现金及交易性金融资产合计32.41亿元，24H1公司经营性现金流净额为20.41亿元，同比增加7.65亿元，主要是公司新并购的子公司产生经营活动净流量增加等因素所致。报告期末公司资产负债率为29%，同较年初提升6.4pct，公司充足的现金流保证各项业务稳步推进。
- 两翼业务加速推进，新建防水产线完善业务布局**。根据公司24年4月对外投资公告，公司拟在安徽省滁州市全椒县投资建设年产400万平热塑性聚烯烃类(TPO)防水卷材生产线和年产5万吨防水砂浆生产线项目，建成后主要辐射安徽、江苏、浙江、上海、山东省南部等地区。公司估算项目总投资为1.43亿元，内部收益率约13.39%，项目有利于进一步完善防水业务产能布局并提高防水业务在目标地区市场竞争能力。同时，公司公告调整在海南省东方市年产3000万平纸面石膏板生产线项目总投资额，该项目有利于加快公司在全国的石膏板产能布局，有利于降低石膏板制造成本，缩小原材料和产成品物流半径，从而提升公司综合竞争优势。我们认为，公司积极推进“一体两翼，全球布局”战略为中长期成长蓄力，截止到24H1末，公司石膏板有效产能合计35.62亿元，持续增强轻钢龙骨产业优势，继续保持全球最大石膏板轻钢龙骨产业集团领先地位；而两翼业务均已取得较好业务基础，24H1公司防水卷材/涂料分别实现营收约17.1/17.8亿元，分别同比+32.37%/+265.79%，其中涂料业务23年取得较大进展，工业涂料方面完成灯塔涂料股权受让，夯实在航空航天等应用领域的优势地位的同时聚焦风电叶片、工业防腐、高端装备机械等细分市场；建筑涂料方面收购嘉宝莉补强建筑涂料零售

市场竞争优势。

- **投资建议：**公司石膏板+主业龙头优势稳固，防水及涂料两翼业务加速推进，坚定推进“一体两翼”战略。我们预计公司 24-26 年公司归母净利润分别为 44.30、53.23、60.23 亿元，现价对应 PE 分别为 9.27、7.71 和 6.82 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**基建、市政投资增长不及预期，地产投资超预期下滑，原材料价格大幅上涨，收购及后续整合低于预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,689.51		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,632.45	营业收入(百万元)	20,155	22,426	28,566	35,149	44,037
52 周内股价区间(元):	21.60-35.09	(+/-)YOY(%)	-4.4%	11.3%	27.4%	23.0%	25.3%
总市值(百万元):	41,055.04	净利润(百万元)	3,144	3,524	4,430	5,323	6,023
总资产(百万元):	35,526.29	(+/-)YOY(%)	-10.5%	12.1%	25.7%	20.2%	13.1%
每股净资产(元):	14.33	全面摊薄 EPS(元)	1.86	2.09	2.62	3.15	3.57
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	29.1%	29.9%	29.0%	28.6%	27.6%
		净资产收益率(%)	14.9%	15.1%	17.0%	18.2%	18.3%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.09	2.62	3.15	3.57
每股净资产	13.83	15.40	17.29	19.43
每股经营现金流	2.80	3.54	4.12	4.47
每股股利	0.83	1.05	1.26	1.43
价值评估(倍)				
P/E	11.20	9.27	7.71	6.82
P/B	1.69	1.58	1.41	1.25
P/S	1.83	1.44	1.17	0.93
EV/EBITDA	8.74	5.91	4.74	3.88
股息率%	3.6%	4.3%	5.2%	5.9%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.9%	29.0%	28.6%	27.6%
净利润率	15.7%	15.5%	15.1%	13.7%
净资产收益率	15.1%	17.0%	18.2%	18.3%
资产回报率	11.5%	13.1%	13.7%	13.6%
投资回报率	13.8%	15.5%	16.3%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.3%	27.4%	23.0%	25.3%
EBIT 增长率	30.8%	20.3%	20.1%	13.3%
净利润增长率	12.1%	25.7%	20.2%	13.1%
偿债能力指标				
资产负债率	22.6%	21.9%	23.9%	24.8%
流动比率	2.2	2.5	2.9	3.0
速动比率	1.6	1.9	2.2	2.3
现金比率	0.1	0.4	0.9	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.8	33.8	33.8	33.8
存货周转天数	60.2	60.2	60.2	60.2
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	1.0
固定资产周转率	1.7	2.3	3.1	4.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,524	4,430	5,323	6,023
少数股东损益	31	39	46	52
非现金支出	920	2,158	2,295	2,395
非经营收益	110	-26	-40	-45
营运资金变动	149	-612	-659	-880
经营活动现金流	4,734	5,988	6,966	7,545
资产	-1,016	-1,363	-2,020	-1,723
投资	-1,566	18	4	11
其他	51	86	105	132
投资活动现金流	-2,531	-1,259	-1,910	-1,580
债权募资	-580	-578	800	150
股权募资	9	0	0	0
其他	-1,653	-1,809	-2,169	-2,466
融资活动现金流	-2,224	-2,387	-1,369	-2,316
现金净流量	-22	2,342	3,686	3,650

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,426	28,566	35,149	44,037
营业成本	15,725	20,290	25,100	31,865
毛利率%	29.9%	29.0%	28.6%	27.6%
营业税金及附加	239	305	375	470
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	950	1,285	1,511	1,761
营业费用率%	4.2%	4.5%	4.3%	4.0%
管理费用	815	1,038	1,406	2,202
管理费用率%	3.6%	3.6%	4.0%	5.0%
研发费用	952	1,212	1,441	1,761
研发费用率%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%
EBIT	3,908	4,702	5,646	6,399
财务费用	85	37	40	56
财务费用率%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-11	-1	-0	-1
投资收益	73	86	105	132
营业利润	3,880	4,726	5,679	6,426
营业外收支	-112	-22	-26	-31
利润总额	3,768	4,704	5,652	6,395
EBITDA	4,790	6,860	7,940	8,793
所得税	214	235	283	320
有效所得税率%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
少数股东损益	31	39	46	52
归属母公司所有者净利润	3,524	4,430	5,323	6,023

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	547	2,888	6,575	10,224
应收账款及应收票据	2,184	2,782	3,423	4,288
存货	2,593	3,346	4,140	5,255
其它流动资产	6,961	7,271	7,602	8,055
流动资产合计	12,285	16,288	21,739	27,822
长期股权投资	208	192	190	181
固定资产	13,459	12,482	11,520	10,387
在建工程	757	877	1,517	1,917
无形资产	2,510	2,636	2,743	2,859
非流动资产合计	18,376	17,540	17,235	16,521
资产总计	30,661	33,828	38,974	44,344
短期借款	378	200	200	200
应付票据及应付账款	2,049	2,644	3,270	4,152
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,185	3,639	4,119	4,790
流动负债合计	5,612	6,483	7,589	9,142
长期借款	870	470	1,270	1,420
其它长期负债	446	446	446	446
非流动负债合计	1,316	916	1,716	1,866
负债总计	6,929	7,399	9,305	11,009
实收资本	1,690	1,690	1,690	1,690
普通股股东权益	23,365	26,023	29,217	32,831
少数股东权益	367	405	452	504
负债和所有者权益合计	30,661	33,828	38,974	44,344

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。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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。