

评级: 买入(维持)

市场价格: 25.39元

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师: 刘铭政

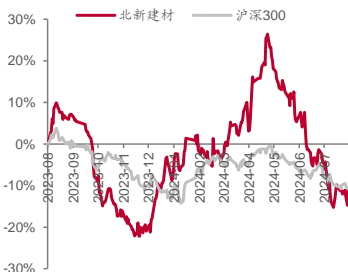
执业证书编号: S0740524070003

Email: liumz01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,690
流通股本(百万股)	1,632
市价(元)	25.39
市值(百万元)	42,897
流通市值(百万元)	41,448

股价与行业-市场走势对比



相关报告

【公司点评】央企担当，逆势而上 20240430

【公司点评】股权激励与嘉宝莉收购齐落地，“一体两翼”加速腾飞 20231231

【公司点评】北新建材事件点评：意向控股嘉宝莉，涂料一翼加速布局 20230920

【公司点评】北新建材 2023 年半年报点评：业绩超预期；石膏板高端化显著；防水市占加速提升 20230820

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,934	22,426	25,180	28,660	32,925
增长率 yoy%	-5%	12%	12%	14%	15%
归母净利润(百万元)	3,136	3,524	4,256	5,066	5,559
增长率 yoy%	-11%	12%	21%	19%	10%
每股收益(元)	1.86	2.09	2.52	3.00	3.29
净资产收益率	15%	15%	15%	16%	15%
P/E	13.7	12.2	10.1	8.5	7.7
P/B	2.0	1.8	1.6	1.3	1.2

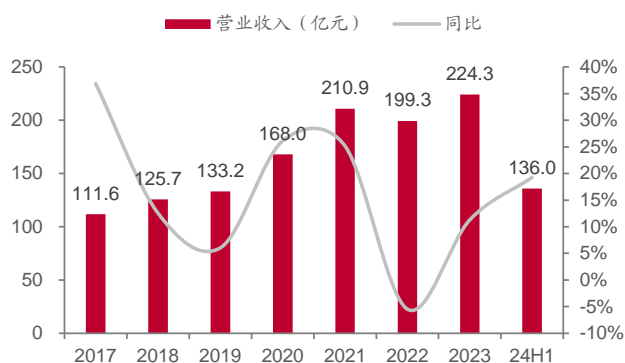
备注: 股价取自 2024 年 8 月 23 日收盘价

投资要点

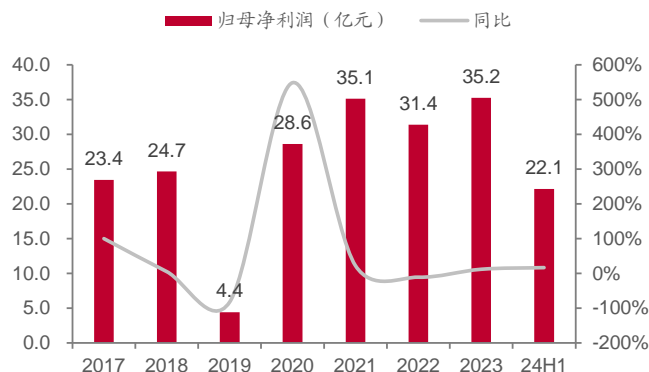
- 事件:** 公司公布 2024 年半年报, 报告期内营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 136.0、22.1、21.6 亿元, 分别同比+19.3%、+16.8%、+17.0%, 其中 Q2 实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 76.5、13.9、13.7 亿元, 同比分别+15.4%、+7.0%、+8.0%, 环比分别+28.8%、+69.3%、+72.9%。
- 石膏板营收逆势增长, 毛利率稳步提升。** 24H1 公司石膏板业务实现收入 73.0 亿, 同比+4.1%, 在上半年下游需求承压下石膏板营收实现逆势增长, 我们预计背后驱动力: 1) “龙牌腾飞”、“泰山攀登” 高端化经营策略持续推进, 产品高端化占比提升; 2) 开拓城市更新、修缮业务、工业建筑、民建市场等领域, 以及“工装到家装”和“城市到县乡”市场。24H1 石膏板业务毛利率 39.6%, 同比+1.2pcts, 背后驱动力: 1) 核心成本项煤炭、护面纸等价格同比下降; 2) 产品结构高端化升级, 定价力进一步增强。国内市场之外, 24H1 公司国际化业务稳步推进, 石膏板业务在坦桑尼亚的市场占有率跃居第一; 泰国石膏板及其配套项目开工建设; 境外销量、营收、利润同比保持大幅增长, 继续保持高质量发展势头。
- 防水业务市占率提升加速, 收入快速增长。** 24H1 公司防水卷材、防水工程分别实现收入 17.1、2.1 亿, 分别同比+32.4%、-15.6%, 合计营收同比+24.7%, 同样实现逆势增长, 背后主要驱动力为: 充分发挥联合重组企业的差异化竞争优势及北新建材作为央企的品牌背书优势, 持续提升渠道开发能力, 同时聚焦修缮、旧改、家装零售等市场, 有效布局民建业务新赛道。24H1 公司防水卷材毛利率 19.3%, 同-1.5pcts。
- 嘉宝莉重组完成, 涂料业务收入盈利双增。** 24H1 公司涂料业务实现收入 17.8 亿, 同比+265.8%, 实现毛利率 31.3%, 同比+2.1pcts。24H1 公司完成嘉宝莉涂料的联合重组, 实施“百日整合计划”实现平稳交接。同时, 公司也发力工业涂料业务应用领域扩展, 夯实航空航天细分市场, 积极拓展高端装备市场和风电市场。
- 经营性净现金继续改善, 现金牛实力再次彰显。** 24H1 公司实现经营活动产生的现金流量净额 20.4 亿, 同比+60.0%; 净利润现金含量 91%, 同比+24pcts。
- 北新建材观点重申:** 公司是石膏板行业龙头, 国内制造业的极致典范, 未来仍具备较强的成长性。核心看点在于: 1) 石膏板低成本和高定价权优势凸显, 高端化提升盈利。公司成本优势和高定价权领先行业, 截至 24H1 产能 35.62 亿平, 中长期目标 50 亿平, 成本优势和定价权将进一步巩固。随着龙牌、泰山牌等中高端产品占比提升, 产品价格以及毛利率中枢将稳中有升; 2) 轻钢龙骨和石膏砂浆发挥协同效应快速增长; 3) 防水和涂料业务成长空间大, 扩张速度快, 防水新规出台加速行业出清, 推动行业扩容, 利好龙头份额提升, 2024 年 2 月末嘉宝莉完成并表, 涂料一翼加速成长; 4) 限制性股票激励计划锚定高质稳健成长, 或将充分激发经营组织上下干事创业活力,

使得北新建材“央企实力+民企活力”的经营管理能力再次深化。

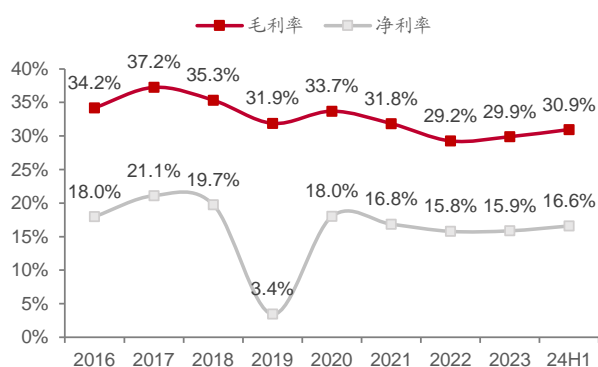
- **盈利预测：**公司业绩符合预期，我们维持原盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 42.6、50.7、55.6 亿，对应当前股价的 2024-2026 年 PE 分别为 10、9、8 倍。考虑到公司石膏板主业壁垒稳固，高端化持续推进，防水和涂料两翼业务全面发力，我们维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游行业需求大幅下滑；石膏板价格大幅下跌，产品中高端化不及预期；海外拓展不及预期；龙骨、防水、涂料等业务拓展不及预期；防水新规落地进度不及预期；信息更新不及时的风险。

图表 1：公司 2017-24H1 营业收入情况 (亿元)


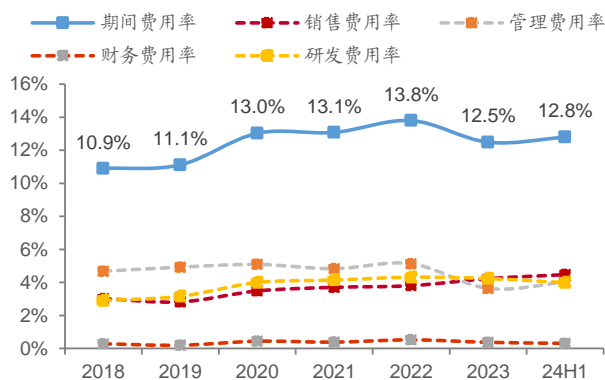
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：公司 2017-24H1 归母净利润情况 (亿元)


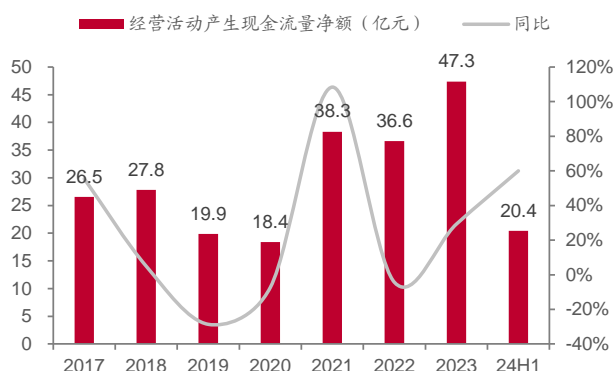
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：公司 2016-24H1 毛利率及净利率


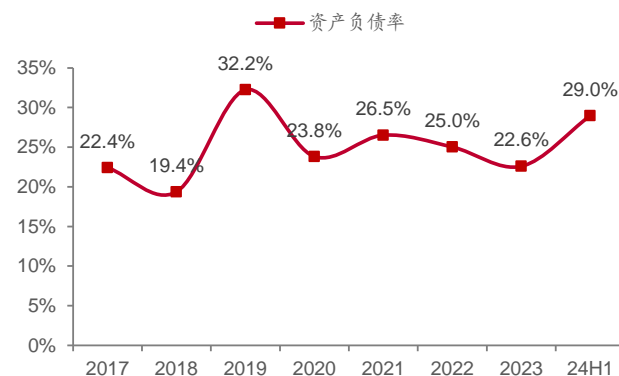
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 4：公司 2018-24H1 期间费用率水平


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 5：公司 2017-24H1 经营现金流净额 (亿元)


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 6：公司 2017-24H1 末资产负债率


来源：Wind，中泰证券研究所

图表7：盈利预测表

资产负债表				单位:百万元 利润表				单位:百万元			
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
货币资金	547	8,175	10,559	18,822	营业收入	22,426	25,180	28,660	32,925		
应收票据	104	0	0	0	营业成本	15,725	17,944	20,216	23,442		
应收账款	2,080	1,982	2,048	2,274	税金及附加	239	272	308	356		
预付账款	329	269	303	352	销售费用	950	906	1,075	1,251		
存货	2,593	2,819	6,259	4,625	管理费用	815	1,007	1,146	1,317		
合同资产	212	290	327	364	研发费用	952	1,068	1,216	1,397		
其他流动资产	6,632	6,441	6,570	6,723	财务费用	85	-44	-173	-226		
流动资产合计	12,285	19,687	25,739	32,796	信用减值损失	-27	-15	-15	-15		
其他长期投资	75	75	75	75	资产减值损失	-11	-60	-55	-50		
长期股权投资	208	208	208	208	公允价值变动收益	-4	-4	-4	-4		
固定资产	13,459	13,091	12,805	12,595	投资收益	73	34	47	51		
在建工程	757	857	857	757	其他收益	190	190	190	190		
无形资产	2,510	2,455	2,392	2,308	营业利润	3,880	4,649	5,512	6,038		
其他非流动资产	1,366	1,381	1,401	1,421	营业外收入	5	5	5	5		
非流动资产合计	18,376	18,067	17,738	17,363	营业外支出	117	117	117	117		
资产合计	30,661	37,753	43,476	50,159	利润总额	3,768	4,537	5,400	5,926		
短期借款	378	97	226	335	所得税	213	244	290	318		
应付票据	225	168	221	277	净利润	3,555	4,293	5,110	5,608		
应付账款	1,824	5,383	6,126	7,173	少数股东损益	31	37	44	48		
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,524	4,256	5,066	5,559		
合同负债	638	453	516	593	EPS (按最新股本摊薄)	2.09	2.52	3.00	3.29		
其他应付款	685	685	685	685							
一年内到期的非流动负债	1,533	1,533	1,533	1,533							
其他流动负债	329	371	404	448	主要财务比率						
流动负债合计	5,612	8,690	9,711	11,043	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E		
长期借款	870	920	850	930	成长能力						
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	12.5%	12.3%	13.8%	14.9%		
其他非流动负债	446	446	446	446	EBIT增长率	13.7%	16.6%	16.3%	9.0%		
非流动负债合计	1,316	1,366	1,296	1,376	归母公司净利润增长率	12.4%	20.8%	19.0%	9.7%		
负债合计	6,929	10,056	11,007	12,420	获利能力						
归属母公司所有者权益	23,365	27,293	32,021	37,243	毛利率	29.9%	28.7%	29.5%	28.8%		
少数股东权益	367	404	448	496	净利率	15.9%	17.1%	17.8%	17.0%		
所有者权益合计	23,732	27,697	32,469	37,739	ROE	14.8%	15.4%	15.6%	14.7%		
负债和股东权益	30,661	37,753	43,476	50,159	ROIC	20.0%	19.5%	18.8%	17.2%		
					偿债能力						
现金流量表					资产负债率	22.6%	26.6%	25.3%	24.8%		
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	13.6%	10.8%	9.4%	8.6%		
经营活动现金流	4,734	8,836	3,151	8,783	流动比率	2.2	2.3	2.7	3.0		
现金收益	4,495	5,297	5,961	6,386	速动比率	1.7	1.9	2.0	2.6		
存货影响	133	-226	-3,440	1,634	营运能力						
经营性应收影响	-18	321	-45	-225	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7		
经营性应付影响	245	3,503	796	1,103	应收账款周转天数	33	29	25	24		
其他影响	-121	-59	-121	-116	应付账款周转天数	40	72	102	102		
投资活动现金流	-2,531	-681	-662	-597	存货周转天数	61	54	81	84		
资本支出	-1,364	-724	-674	-611	每股指标 (元)						
股权投资	56	0	0	0	每股收益	2.09	2.52	3.00	3.29		
其他长期资产变化	-1,223	43	12	14	每股经营现金流	2.80	5.23	1.87	5.20		
融资活动现金流	-2,224	-526	-106	77	每股净资产	13.83	16.15	18.95	22.04		
借款增加	1,008	-232	59	189	估值比率						
股利及利息支付	-1,202	-558	-599	-684	P/E	12.2	10.1	8.5	7.7		
股东融资	9	0	0	0	P/B	1.8	1.6	1.3	1.2		
其他影响	-2,039	264	434	572	EV/EBITDA	90	77	68	63		

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。