

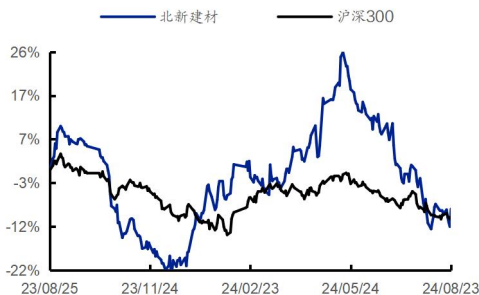
研究所:

证券分析师:

张艺露 S0350523110003
zhangyl01@ghzq.com.cn

2024Q2 业绩保持增长, “两翼” 开拓掷地有声 ——北新建材 (000786) 2024 中报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/08/23

表现	1M	3M	12M
北新建材	-6.3%	-23.8%	-9.2%
沪深 300	-3.3%	-8.6%	-10.0%

市场数据

2024/08/23

当前价格 (元)	25.39
52 周价格区间 (元)	21.77-36.50
总市值 (百万)	42,896.60
流通市值 (百万)	41,447.88
总股本 (万股)	168,950.78
流通股本 (万股)	163,244.91
日均成交额 (百万)	482.12
近一月换手 (%)	0.66

事件:

2024 年 8 月 22 日, 北新建材发布 2024 年半年报: 2024H1, 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 136.0/22.1/21.6 亿元, 分别同比 +19.3%/+16.8%/17.0%; 2024Q2, 公司实现收入/归母净利润/扣非归母净利润 76.5/13.9/13.7 亿元, 分别同比+15.4%/+7.0%/8.0%。

投资要点:

- 主业稳健增长, 原材料下滑带动毛利率提升:** 2024H1 石膏板产能为 35.6 亿平方米, 较 2023 年末增长 1.7%。石膏板业务实现收入 73.0 亿元, 同比+4.1%; 收入占比为 53.7%, 同比-7.9pct; 毛利率为 39.6%, 同比+1.2pct。其中, 子公司泰山石膏实现收入/归母净利润 65.4 亿/14.1 亿, 同比+6.5%/19.5%, 归母净利率 21.6%, 同比提升 2.3pct。我们预计公司石膏板利润增长较快或主要得益于原材料成本下降带动毛利率提升所致。此外龙骨实现收入 12.7 亿、同比+4.1%, 毛利率 21.2%、同比+1.5pct, 毛利率提升或得益于钢价下滑。
- “两翼” 占比快速提升, 盈利水平逆势提升:** 2024H1 防水卷材/涂料分别实现收入 17.1/17.8 亿元, 分别同比+32.4%/+265.8%, 占整体收入比例分别提升+1.3/+8.8pct 至 12.6%/13.1%。从盈利端看, 防水卷材、涂料毛利率分别为 19.3%/31.3%, 分别同比-1.5/2.1pct; 2024H1 防水、涂料板块实现净利润 1.33/1.32 亿元, 同比 +38.8%/+448.8%。整体来看盈利逆势提升, 原因或系: 1) 防水卷材收入增长以及毛利率下滑或系竞争加剧下让价换量所致; 2) 涂料业务业绩增长较快主要系并表嘉宝莉所致, 2024H1 嘉宝莉实现收入/净利润 13.2/1.2 亿元, 占涂料板块的 74.0%/91.1%。
- 现金流改善明显, 并表扰动短期费率:** 2024H1 公司毛利率/归母净利率分别为 30.9%/16.3%, 分别同比+0.7/-0.4pct, 期间费用率 12.8%, 同比+0.6pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.5%/4.0%/4.0%/0.3%, 同比+0.7/-0.3/+0.3/-0.1pct, 毛利率提升主要系石膏板主业毛利率同比改善, 与归母净利率的变动差异主要系嘉宝莉并表后销售期间费用率提升 0.6pct 及所得税率提升 2.8pct 所致。2024H1 公司资产负债率/有息负债率为 29.0%/7.9%, 同比 +4.8/-1.8pct, 资产负债率提升主要系并表嘉宝莉所致, 有息负债率下降主要系资产端分母增大。2024H1 公司经营性净现金流 20.4 亿

元，同比+59.4%，主要得益于回款增加及并表公司贡献。单季度来看，2024Q2 毛利率/归母净利率为 32.7%/18.2%，同比+0.2/-1.3pct，环比+4.1/+4.4pct，二者同比变动差异主要系并购嘉宝莉导致 1) 所得税费率同增 3.3pct 至 7.3%；2) 销售费用率同比+0.7pct；3) 少数股东收益占净利润比+1.7pct 所致。2024Q2 经营性净现金流 20.7 亿元，同比+30.2%；收现比 98.0%、同/环比+1.3/+29.4pct。

- **盈利预测与投资评级：**鉴于主业石膏板高市占护城河与石膏板消费品属性持续挖掘带来的盈利优化以及“两翼”业务的快速增长，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 43.7/48.7/54.6 亿元，对应 PE 为 9.8/8.8/7.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**地产数据不及预期，原材料价格波动，防水行业竞争加剧，涂料业务整合拓展不及预期，石膏板价格下滑风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	22426	27718	30046	32748
增长率(%)	11	24	8	9
归母净利润（百万元）	3524	4371	4870	5460
增长率(%)	12	24	11	12
摊薄每股收益（元）	2.09	2.59	2.88	3.23
ROE(%)	15	17	17	17
P/E	11.20	9.81	8.81	7.86
P/B	1.69	1.65	1.48	1.33
P/S	1.76	1.55	1.43	1.31
EV/EBITDA	8.74	7.74	6.74	5.73

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：北新建材盈利预测表

证券代码:	000786				股价:	25.39	投资评级:	买入		日期:	2024/08/23
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15%	17%	17%	17%	EPS	2.09	2.59	2.88	3.23		
毛利率	30%	30%	30%	30%	BVPS	13.83	15.41	17.14	19.08		
期间费率	8%	8%	8%	8%	估值						
销售净利率	16%	16%	16%	17%	P/E	11.20	9.81	8.81	7.86		
成长能力					P/B	1.69	1.65	1.48	1.33		
收入增长率	11%	24%	8%	9%	P/S	1.76	1.55	1.43	1.31		
利润增长率	12%	24%	11%	12%							
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
总资产周转率	0.75	0.84	0.80	0.77	营业收入	22426	27718	30046	32748		
应收账款周转率	10.86	12.00	11.35	11.38	营业成本	15725	19500	21038	22810		
存货周转率	5.90	6.80	6.39	6.35	营业税金及附加	239	296	321	349		
偿债能力					销售费用	950	1247	1352	1474		
资产负债率	23%	25%	26%	27%	管理费用	815	887	992	1081		
流动比	2.19	2.26	2.39	2.48	财务费用	85	51	42	35		
速动比	1.57	1.69	1.85	1.99	其他费用/(-收入)	952	1176	1232	1326		
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	3880	4885	5423	6057		
现金及现金等价物	6079	8721	11584	15274	营业外净收支	-112	-112	-112	-112		
应收款项	2184	2668	2892	3152	利润总额	3768	4774	5311	5945		
存货净额	2593	3142	3448	3738	所得税费用	214	286	308	333		
其他流动资产	1429	1571	1679	1803	净利润	3555	4487	5003	5612		
流动资产合计	12285	16102	19603	23968	少数股东损益	31	117	133	152		
固定资产	13459	14277	15063	15821	归属于母公司净利润	3524	4371	4870	5460		
在建工程	757	857	957	1057	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E		
无形资产及其他	3952	4015	4158	4302	经营活动现金流	4734	5168	5842	6682		
长期股权投资	208	219	230	242	净利润	3524	4371	4870	5460		
资产总计	30661	35469	40012	45388	少数股东损益	31	117	133	152		
短期借款	378	878	1428	2128	折旧摊销	882	809	841	870		
应付款项	2049	2557	2934	3498	公允价值变动	4	0	0	0		
合同负债	638	804	871	950	营运资金变动	149	-380	-105	69		
其他流动负债	2547	2893	2981	3082	投资活动现金流	-2531	-1731	-1896	-1887		
流动负债合计	5612	7132	8214	9658	资本支出	-1016	-1922	-1982	-1982		
长期借款及应付债券	870	1170	1570	2070	长期投资	-1566	-11	-11	-11		
其他长期负债	446	651	656	661	其他	51	203	97	106		
长期负债合计	1316	1821	2226	2731	筹资活动现金流	-2224	-795	-1083	-1105		
负债合计	6929	8953	10440	12389	债务融资	-580	980	955	1205		
股本	1690	1690	1690	1690	权益融资	9	6	0	0		
股东权益	23732	26516	29571	32999	其它	-1653	-1781	-2038	-2310		
负债和股东权益总计	30661	35469	40012	45388	现金净增加额	-22	2642	2864	3690		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【建材&建筑小组介绍】

张艺露，建材建筑行业首席分析师，3年建材建筑、2年钢铁煤炭及中小盘卖方研究经验，香港科技大学硕士、北京理工大学本科，曾就职于华泰证券，曾获2022年机构投资者·财新行业最佳分析师团队建筑材料第二名，2021年建筑材料第一名、基础设施建筑与工程第一名。

【分析师承诺】

张艺露，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与

本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。