

北新建材 (000786.SZ)

业绩超预期, 公司被低估

核心观点:

- **业绩表现持续超预期, 全年高增无忧。**公司披露 2021 年半年度业绩预告, 预计 2021 年上半年归母净利润 17-20 亿元, 同比增长 88.3%-121.5%, 对应第 2 季度归母净利润 11.78-14.78 亿元, 同比增长 35%-70%。按照预告区间中枢 13.3 亿元测算, 2 季度归母净利润同比增长 53%, 继 1 季报业绩超预期之后, 公司 2 季度继续高增长。
- **石膏板量价齐升, 高端化顺利推进, 成本压力顺利转移; 龙骨继续协同放量。**公司业绩大幅增长, 一方面源自公司石膏板量价齐升, 高端化战略顺利推进, 成本端压力顺利传导, 龙骨业务实现较好较快的协同增长。考虑到行业供给的部分出清(疫情危机+公司低端口跑量策略)和公司高端化推进, 公司石膏板主业增长持续性有望加强、周期波动率有望减弱、ROE 有望提升。龙骨配套率较低, 协同放量空间较大。
- **防水业务收入预计较快增长; 联合成立防水合资公司, 提升防水业务竞争力, 展现主导角色。**随着公司防水业务内部整合完成、防水行业集中度持续提升, 上半年防水业务收入预计维持较高增长; 不过由于原材料涨价, 利润增速预计弱于收入增速。
- **盈利预测与投资建议。**目前石膏板行业格局稳定(公司一家独大), 公司石膏板主业进入更高质量的内生增长阶段。龙骨协同效应开始体现、防水业务已成为头部梯队企业, 未来这两块业务有望持续放量, 成为新增长点。长期来看, 公司有望成为跨领域的综合建材龙头。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 2.51、2.97、3.55 元, 对应 PE 分别为 15.4、13.1、10.9x, 目前公司的 PE 处于中枢偏低水平, 参考可比公司估值水平和公司稳固的护城河, 维持公司合理价值为 68.4 元/股的判断, 对应 2021 年约 27x PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**下游需求下滑; 行业产能扩张等。

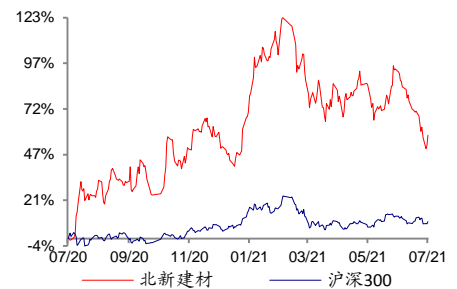
盈利预测:

| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 13,323 | 16,803 | 21,577 | 26,156 | 31,315 |
| 增长率(%) | 6.0 | 26.1 | 28.4 | 21.2 | 19.7 |
| EBITDA(百万元) | 3,168 | 3,974 | 5,568 | 6,572 | 7,750 |
| 归母净利润(百万元) | 441 | 2,860 | 4,239 | 5,015 | 5,993 |
| 增长率(%) | -82.1 | 548.3 | 48.2 | 18.3 | 19.5 |
| EPS(元/股) | 0.26 | 1.69 | 2.51 | 2.97 | 3.55 |
| 市盈率(P/E) | 97.47 | 23.66 | 15.44 | 13.05 | 10.92 |
| ROE(%) | 3.2 | 17.2 | 21.3 | 21.2 | 21.2 |
| EV/EBITDA | 14.07 | 17.32 | 11.88 | 10.06 | 8.50 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

| 公司评级 | 买入 |
|------|------------|
| 当前价格 | 38.74 元 |
| 合理价值 | 68.40 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2021-07-08 |

相对市场表现



分析师:



邹戈

SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:



谢璐

SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

请注意, 邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

北新建材(000786.SZ):一季 2021-04-13

报业绩超预期, 全年有望量价齐升

北新建材(000786.SZ):21 2021-03-21

年有望量价齐升, “四位一体”战略可期

北新建材(000786.SZ):20Q4 2021-01-18

业绩超预期, 迈向双轮驱动的综合建材集团新阶段

联系人: 张乾 021-38003687

gzhangqian@gf.com.cn

北新建材 2021 年半年度业绩预告点评：业绩超预期，公司被低估

业绩表现持续超预期，全年高增无忧。公司披露半年度业绩预告，预计2021年上半年归母净利润17-20亿元，同比增长88.3%-121.5%，对应第2季度归母净利润11.78-14.78亿元，同比增长35%-70%。按照预告区间中枢13.3亿元测算，2季度归母净利润同比增长53%，继1季报业绩超预期之后，公司2季度继续高增长。

按照历史经验，由于淡旺季原因，下半年业绩占比一般高于上半年（剔除2019年异常值，2012-2020年上半年业绩占全年比例均值38%），按照上半年利润中枢保守估计全年利润将远超市场预期（wind一致预期37.78亿元）。竣工剪刀差刚性需求逐步释放，下半年行业需求有望维持高景气，公司全年业绩高增无忧。

石膏板量价齐升，高端化顺利推进，成本压力顺利转移；龙骨继续协同放量。公司业绩大幅增长，一方面源自公司石膏板量价齐升，高端化战略顺利推进，成本端压力顺利传导，龙骨业务实现较好较快的协同增长。上半年以来，地产后周期（装饰装修）需求延续去年2季度以来的高景气水平，公司主业石膏板销量维持高增长，同时由于石膏板行业格局好（公司市占率达60%）、公司高端化战略顺利推进，公司通过多次提价顺利转嫁成本压力，盈利能力并没有受到影响（参考2017年公司提价历史），量价齐升带来业绩的较好表现（对比来看，消费建材其他行业2季度成本压力较大）。考虑到行业供给的部分出清（疫情危机+公司低端品跑量策略）和公司高端化推进，公司石膏板主业的增长持续性有望加强、周期波动率有望减弱、ROE有望提升。龙骨业务目前配套率仍然较低，协同放量空间仍然较大。

防水业务收入预计较快增长；联合成立防水合资公司，提升防水业务竞争力，展现主导角色。随着公司防水业务内部整合完成、防水行业集中度持续提升，上半年防水业务收入预计维持较高增长；不过由于原材料涨价，利润增速预计弱于收入增速。北新防水与科顺股份、江苏凯伦股份拟共同出资5000万元设立一家合资公司，其中北新防水占比51%、科顺股份占比29%、凯伦股份占比20%。合资公司成立后将统一采购股东各方通用共性原材料、设备、备品备件等，这一举措将显著提升股东三方采购端议价能力，降本增效，优势互补；同时也有利于优化行业竞争环境，实现互利协同的良性生态发展；北新作为合资公司的主导者，一方面有部分并表受益影响，另一方面也是公司重视防水业务、积极融合防水行业的表现。

一体两翼，全球布局，未来成长空间还很大。根据公司十四五规划，按照“54321”推进实施全球50亿平方米石膏板、400万吨粉料砂浆、30个防水基地、20个涂料基地、100万吨轻钢龙骨产业布局。公司正从单一的产品制造供应商，向“四位一体”绿色建筑新材料解决方案供应商升级。长期来看，公司有望成为跨领域的综合建材龙头，成长空间还很大。

盈利预测与投资建议。目前石膏板行业格局稳定（公司一家独大），中高端市场进入门槛较高，公司护城河牢固，随着公司市占率持续提升和渠道、品牌力进一步加

强，公司高端化战略顺利推进，石膏板主业进入更高质量的内生增长阶段。龙骨协同效应开始体现、防水业务已成为头部梯队企业，未来这两块业务有望持续放量，成为新增长点。长期来看，随着新战略规划的落地执行，公司从单一的产品制造供应商向绿色建筑新材料解决方案供应商升级，有望成为跨领域的综合建材龙头。我们预计公司2021-2023年EPS分别为2.51、2.97、3.55元，对应PE 分别为15.4、13.1、10.9x，目前公司的PE水平处于中枢偏低水平，考虑到公司护城河和未来成长空间，参考可比公司估值水平，维持公司合理价值为68.4元/股的判断，对应2021年约27x PE，维持“买入”评级。

风险提示。下游需求下滑，行业产能扩张等。

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 6,335 | 6,856 | 7,706 | 8,942 | 10,063 |
| 货币资金 | 623 | 590 | 710 | 825 | 940 |
| 应收及预付 | 1,590 | 2,149 | 2,601 | 3,221 | 3,829 |
| 存货 | 1,612 | 1,746 | 1,833 | 2,145 | 2,345 |
| 其他流动资产 | 2,510 | 2,370 | 2,562 | 2,750 | 2,949 |
| 非流动资产 | 15,129 | 16,060 | 18,986 | 22,520 | 26,673 |
| 长期股权投资 | 182 | 184 | 194 | 204 | 214 |
| 固定资产 | 9,055 | 10,830 | 12,931 | 15,347 | 18,193 |
| 在建工程 | 2,924 | 1,930 | 2,430 | 3,230 | 4,230 |
| 无形资产 | 2,034 | 2,145 | 2,461 | 2,768 | 3,066 |
| 其他长期资产 | 933 | 971 | 971 | 971 | 971 |
| 资产总计 | 21,464 | 22,915 | 26,692 | 31,461 | 36,737 |
| 流动负债 | 6,207 | 4,885 | 5,415 | 6,381 | 7,126 |
| 短期借款 | 1,580 | 1,329 | 993 | 1,070 | 980 |
| 应付及预收 | 1,598 | 1,589 | 2,088 | 2,634 | 3,081 |
| 其他流动负债 | 3,029 | 1,967 | 2,334 | 2,677 | 3,064 |
| 非流动负债 | 714 | 575 | 575 | 575 | 575 |
| 长期借款 | 236 | 120 | 120 | 120 | 120 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 479 | 455 | 455 | 455 | 455 |
| 负债合计 | 6,921 | 5,461 | 5,990 | 6,957 | 7,701 |
| 股本 | 1,690 | 1,690 | 1,690 | 1,690 | 1,690 |
| 资本公积 | 3,141 | 3,141 | 3,141 | 3,141 | 3,141 |
| 留存收益 | 9,117 | 11,839 | 15,070 | 18,859 | 23,375 |
| 归属母公司股东权益 | 13,952 | 16,667 | 19,899 | 23,687 | 28,203 |
| 少数股东权益 | 591 | 788 | 803 | 818 | 832 |
| 负债和股东权益 | 21,464 | 22,915 | 26,692 | 31,461 | 36,737 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 13,323 | 16,803 | 21,577 | 26,156 | 31,315 |
| 营业成本 | 9,079 | 11,143 | 14,233 | 17,402 | 20,875 |
| 营业税金及附加 | 157 | 184 | 216 | 262 | 313 |
| 销售费用 | 377 | 586 | 647 | 785 | 939 |
| 管理费用 | 657 | 856 | 1,036 | 1,255 | 1,503 |
| 研发费用 | 421 | 672 | 604 | 680 | 814 |
| 财务费用 | 26 | 75 | 108 | 171 | 205 |
| 资产减值损失 | -2 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -10 | -18 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 64 | 28 | 30 | 30 | 30 |
| 营业利润 | 2,698 | 3,303 | 4,828 | 5,710 | 6,820 |
| 营业外收支 | -2,041 | 38 | -22 | -26 | -31 |
| 利润总额 | 657 | 3,341 | 4,807 | 5,684 | 6,789 |
| 所得税 | 200 | 317 | 553 | 654 | 781 |
| 净利润 | 457 | 3,024 | 4,254 | 5,030 | 6,008 |
| 少数股东损益 | 15 | 164 | 15 | 15 | 15 |
| 归属母公司净利润 | 441 | 2,860 | 4,239 | 5,015 | 5,993 |
| EBITDA | 3,168 | 3,974 | 5,568 | 6,572 | 7,750 |
| EPS (元) | 0.26 | 1.69 | 2.51 | 2.97 | 3.55 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 1,985 | 1,839 | 5,274 | 5,754 | 6,876 |
| 净利润 | 457 | 3,024 | 4,254 | 5,030 | 6,008 |
| 折旧摊销 | 535 | 613 | 727 | 799 | 879 |
| 营运资金变动 | 860 | -1,926 | 236 | -132 | -73 |
| 其它 | 134 | 128 | 58 | 56 | 61 |
| 投资活动现金流 | -1,436 | -1,065 | -3,502 | -4,106 | -4,711 |
| 资本支出 | -2,109 | -1,354 | -3,422 | -4,026 | -4,631 |
| 投资变动 | 650 | 272 | -110 | -110 | -110 |
| 其他 | 22 | 17 | 30 | 30 | 30 |
| 筹资活动现金流 | -452 | -784 | -1,653 | -1,533 | -2,049 |
| 银行借款 | 1,693 | 4,755 | -337 | 77 | -90 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -2,145 | -5,539 | -1,316 | -1,610 | -1,960 |
| 现金净增加额 | 97 | -4 | 120 | 115 | 115 |
| 期初现金余额 | 474 | 570 | 590 | 710 | 825 |
| 期末现金余额 | 570 | 567 | 710 | 825 | 940 |

| 至 12 月 31 日 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长 | 6.0% | 26.1% | 28.4% | 21.2% | 19.7% |
| 营业利润增长 | -10.9% | 22.4% | 46.2% | 18.3% | 19.4% |
| 归母净利润增长 | -82.1% | 548.3% | 48.2% | 18.3% | 19.5% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 31.9% | 33.7% | 34.0% | 33.5% | 33.3% |
| 净利率 | 3.4% | 18.0% | 19.7% | 19.2% | 19.2% |
| ROE | 3.2% | 17.2% | 21.3% | 21.2% | 21.2% |
| ROIC | 10.9% | 15.8% | 19.4% | 19.7% | 20.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 32.2% | 23.8% | 22.4% | 22.1% | 21.0% |
| 净负债比率 | 47.6% | 31.3% | 28.9% | 28.4% | 26.5% |
| 流动比率 | 1.02 | 1.40 | 1.42 | 1.40 | 1.41 |
| 速动比率 | 0.70 | 0.97 | 0.99 | 0.97 | 0.98 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.62 | 0.73 | 0.81 | 0.83 | 0.85 |
| 应收账款周转率 | 10.57 | 8.71 | 9.25 | 9.06 | 9.13 |
| 存货周转率 | 8.26 | 9.62 | 11.77 | 12.19 | 13.35 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.26 | 1.69 | 2.51 | 2.97 | 3.55 |
| 每股经营现金流 | 1.17 | 1.09 | 3.12 | 3.41 | 4.07 |
| 每股净资产 | 8.26 | 9.87 | 11.78 | 14.02 | 16.69 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 97.47 | 23.66 | 15.44 | 13.05 | 10.92 |
| P/B | 3.08 | 4.06 | 3.29 | 2.76 | 2.32 |
| EV/EBITDA | 14.07 | 17.32 | 11.88 | 10.06 | 8.50 |

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 张乾：研究助理，南京大学硕士，2020年6月加入广发证券发展研究中心。
- 苗蒙：研究助理，南京大学材料工程硕士，2021年3月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|---------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼 | 深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层 | 北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼 | 香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。