

北新建材 (000786.SZ) / 建材

证券研究报告/公司点评

2021年9月24日

评级: 买入 (维持)

市场价格: 32.59

分析师: 孙颖

执业证书编号: S0740519070002

电话: 021-20315782

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

联系人: 朱晋潇

Email: zhujx@r.qlzq.com.cn

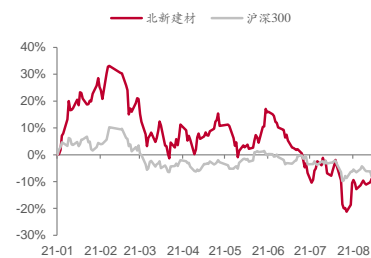
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	133.2	168.0	236.0	276.1	324.3
增长率 yoy%	6.03%	26.12%	40.47%	16.96%	17.47%
净利润 (百万元)	4.4	28.6	42.30	52.9	61.6
增长率 yoy%	-82.11%	548.28%	47.90%	25.04%	16.46%
每股收益 (元)	0.26	1.69	2.50	3.13	3.65
每股现金流量	1.17	1.09	3.90	2.72	5.17
净资产收益率	3.16%	17.16%	21.55%	22.67%	22.28%
P/E	124.81	19.25	13.02	10.41	8.94
P/B	3.95	3.30	2.81	2.36	1.99

备注: 股价取自 2021 年 9 月 23 日收盘价

基本状况

总股本 (百万)	1,689.5
流通股本 (百万)	1,689.5
市价 (元)	32.59
市值 (亿元)	550.6
流通市值 (亿元)	550.6

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 【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)
- 2 【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)
- 3 【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)
- 4 【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)

投资要点

- **事件一:** 9月23日晚, 北新建材发布关于北新防水拟收购四川蜀羊剩余 30% 少数股权, 联合重组成都赛特防水材料 (受让 70% 股权)、天津滨海澳泰防水材料 (受让 70% 股权), 以及北新涂料拟收购天津灯塔涂料工业 49% 股权等四项交易公告。
- **事件二:** 据泰山石膏涨价函, 华东、云贵区域公司石膏板全系列产品价格上调 0.3 元/平, 自 9 月 18 日起执行, 主要由于 9 月份以来, 受能耗双控、护面纸、煤炭价格上涨等原因, 公司通过调价消化成本压力。
- **点评:**
 - **北新防水收购四川蜀羊剩余 30% 股权, 持股比例升至 100%。** 四川蜀羊 20 年及 21 年 1-8 月分别实现营收 10.4 亿、6.1 亿, 实现净利 1.4 亿、3894 万元。本次 30% 股权交易对价 2.3 亿元, 对应 20 年 PS、PE、PB 为 0.7、5.5、1.6 倍。此次剩余股权收购完成后北新防水将持有四川蜀羊 100% 股权, 有利公司进一步加强四川蜀羊的管控力度并扩大收益, 以及后续规划公司本部业务的全国布局, 进一步推动防水业务的整合优化。
 - **北新防水联合重组成都赛特防水材料 (受让 70% 的股权), 增强轨交和高速等公共设施市场竞争力。** 成都赛特 20 年及 21 年 1-8 月分别实现营收 6972 万元、4377 万元, 实现净利 383、341 万元。本次受让 70% 股权对价 3837.4 万元, 对应 20 年 PS、PE、PB 为 0.8、14.3、1.4 倍。此次重组目的在于提升公司防水业务在轨道交通、高速公路等公共设施领域细分市场的竞争力、控制力, 增强北新防水业务的整体能力。
 - **北新防水联合重组天津滨海澳泰防水材料 (受让 70% 的股权), 强化高分子领域细分市场竞争力。** 天津滨海澳泰 20 年及 21 年 1-8 月分别实现营收 1.3 亿、0.7 亿, 实现净利 1082 万元、1281 万元。本次交易约定公司以 7744 万元受让天津澳泰防水 70% 股权, 对应 20 年 PS、PE、PB 为 0.8、10.2、1.2 倍。本次交易主要为进一步强化公司防水在高性能防水细分市场的竞争力、影响力, 并完善公司防水在京津冀地区的产业布局。
 - **北新涂料拟通过在天津产权交易中心摘牌方式收购天津灯塔涂料工业发展有限公司 49% 股权, 加大涂料市场布局。** 此次交易 49% 股权公开挂牌转让底价为 5939.45 万元, 中国建材集团持有其余 51% 股权。天津灯塔 20 年、2021 年 1-7 月收入分别为 1.8 和 1.3 亿元, 净利润分别为 -697 和 230 万元。北新涂料以本次收购为契机, 加大在涂料领域的投入, 借助标的公司技术优势和行业积累, 丰富涂料业务品类和提升研发能力。
- **北新建材观点重申: 石膏板景气度和高端化共振, 成本转嫁能力和定价权强; 防水、龙骨等提供成长性; 现金流优异; 估值具备高性价比。** 中长期看, 一体两翼战略下, 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。防水、龙骨、建涂等第二增长曲线明晰：1) 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。2) 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。

- **盈利预测：**石膏板业务保持强劲增长，第二增长曲线明晰。由于近期石膏板出厂价逐步上调，我们上调盈利预测，预计公司 21、22 年归母净利润 42、53 亿元（调整前值 41、51 亿元），对应 PE 为 13、10 倍。公司盈利及估值均有提升空间，维持“买入”评级。
- **风险提示：**收购兼并不及预期；需求不及预期；新业务拓展不及预期。

图表 1: 北新建材此次四项交易基本情况

事项	标的	交易股权比例	交易对价 (万元)	交易后持股比例	PS	PE	PB
收购	四川蜀羊防水材料有限公司	30%	23085	100%	0.7	5.5	1.6
联合重组	成都赛特防水材料有限责任公司	70%	3837	70%	0.8	14.3	1.4
联合重组	天津滨海澳泰防水材料有限公司	70%	7744	70%	0.8	10.2	1.2
收购	天津灯塔涂料工业发展有限公司	49%	5939	49%	0.7	-17.4	1.1

来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 天津灯塔涂料工业发展有限公司标的资产尚未确定最终受让方, 公开挂牌转让底价为 5939.45 万元, 交易的最终交易价格以实际签署的产权交易合同为准)

图表 2: 北新建材交易相关标的财务数据 (万元)

四川蜀羊防水材料有限公司		
项目 (万元, 下同)	2020年12月31日 (经审计)	2021年8月31日 (未经审计)
资产总额	120665	136522
负债总额	73579	85542
净资产额	47086	50980
应收账款	48142	60978
项目	2020年度	2021年1-8月
营业收入	103798	60978
营业利润	16309	3861
净利润	14041	3894
经营活动产生的现金流量净额	-5347	8734
天津滨海澳泰防水材料有限公司		
项目	2020年12月31日	2021年8月31日
资产总额	19930	21663
负债总额	10439	8289
应收账款	9247	12570
净资产额	9491	13374
项目	2020年1-12月	2021年1-8月
营业收入	13336	7165
营业利润	1327	1322
净利润	1082	1281
经营活动产生的现金流量净额	-76	1410
成都赛特防水材料有限责任公司		
项目	2020年12月31日	2021年8月31日
资产总额	11537	12509
负债总额	7683	6215
应收账款	5561	6166
净资产额	3855	6294
项目	2020年1-12月	2021年1-8月
营业收入	6972	4377
营业利润	437	468
净利润	383	341
经营活动产生的现金流量净额	278	-372
天津灯塔涂料工业发展有限公司		
项目	2020年12月31日 (经审计)	2021年7月31日 (未经审计)
资产总额	22351	25910
负债总额	11810	15139
净资产额	10541	10771
项目	2020年度	2021年1-7月
营业收入	17992	13059
营业利润	-679	-189
净利润	-697	230

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 3: 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	236.03	276.07	324.31	货币资金	6.23	5.90	35.43	56.26	115.70
增长率	6.0%	26.1%	40.5%	17.0%	17.5%	应收款项	14.33	20.91	28.60	29.31	38.72
营业成本	-90.79	-111.43	-157.42	-182.15	-214.34	存货	16.12	17.46	29.99	24.92	39.69
%销售收入	68.1%	66.3%	66.7%	66.0%	66.1%	其他流动资产	26.66	24.28	27.63	25.37	29.05
毛利	42.44	56.60	78.61	93.93	109.97	流动资产	63.35	68.56	121.65	135.86	223.16
%销售收入	31.9%	33.7%	33.3%	34.0%	33.9%	%总资产	29.5%	29.9%	42.8%	45.4%	57.9%
营业税金及附加	-1.57	-1.84	-2.59	-3.03	-3.55	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	-8.26	-9.11	-10.70	%总资产	42.2%	47.3%	42.2%	43.5%	36.0%
%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	-11.33	-12.98	-15.24	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%	57.2%	54.6%	42.1%
息税前利润 (EBIT)	30.54	40.33	56.44	68.81	80.47	资产总计	214.64	229.15	284.25	299.01	385.41
%销售收入	22.9%	24.0%	23.9%	24.9%	24.8%	短期借款	15.80	13.29	0.00	0.00	0.00
财务费用	-0.26	-0.75	-0.47	-0.55	-0.65	应付款项	36.71	20.74	58.81	34.17	74.69
%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	73.63	48.99	89.51
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%	0.2%	负债	69.21	54.61	78.18	53.54	94.06
营业利润	30.81	39.65	56.14	68.44	79.99	普通股股东权益	139.52	166.67	196.29	233.31	276.43
营业利润率	23.1%	23.6%	23.8%	24.8%	24.7%	少数股东权益	5.91	7.88	9.78	12.15	14.92
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	284.25	299.01	385.41
税前利润	10.39	40.03	56.14	69.64	81.19	比率分析					
利润率	7.8%	23.8%	23.8%	25.2%	25.0%		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-2.00	-3.17	-4.91	-6.14	-7.15	每股指标					
所得税率	19.2%	7.9%	8.7%	8.8%	8.8%	每股收益 (元)	0.26	1.69	2.50	3.13	3.65
净利润	4.57	30.24	44.20	55.27	64.36	每股净资产 (元)	8.26	9.87	11.62	13.81	16.36
少数股东损益	0.15	1.64	1.90	2.38	2.77	每股经营现金净流 (元)	1.17	1.09	3.90	2.72	5.17
归属于母公司的净利润	4.41	28.60	42.30	52.89	61.60	每股股利 (元)	0.08	0.08	0.75	0.94	1.09
净利率	3.3%	17.0%	17.9%	19.2%	19.0%	回报率					
现金流量表 (人民币亿元)						净资产收益率	3.16%	17.16%	21.55%	22.67%	22.28%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	2.13%	13.20%	15.55%	18.48%	16.70%
净利润	4.57	30.24	44.20	55.27	64.36	投入资本收益率	15.25%	21.71%	27.52%	36.55%	37.99%
加: 折旧和摊销	5.24	5.94	6.87	8.32	9.78	增长率					
资产减值准备	0.01	0.03	0.00	0.00	0.00	营业总收入增长率	6.03%	26.12%	40.47%	16.96%	17.47%
公允价值变动损失	0.10	0.18	0.00	0.00	0.00	EBIT增长率	-7.73%	30.08%	40.06%	21.85%	16.88%
财务费用	0.30	0.94	0.47	0.55	0.65	净利润增长率	-82.11%	548.28%	47.90%	25.04%	16.46%
投资收益	-0.64	-0.28	-0.20	-0.20	-0.20	总资产增长率	19.85%	6.76%	24.04%	5.19%	28.90%
少数股东损益	0.15	1.64	1.90	2.38	2.77	资产管理能力					
营运资金的变动	7.77	-9.66	14.55	-17.96	12.71	应收账款周转天数	21.2	37.1	37.1	37.1	37.1
经营活动现金净流	19.85	18.39	65.89	45.98	87.29	存货周转天数	39.1	36.0	36.2	35.8	35.9
固定资本投资	-20.87	-7.81	-7.71	-7.71	-7.71	应付账款周转天数	44.8	49.0	46.9	47.9	47.4
投资活动现金净流	-14.36	-10.65	-8.72	-8.73	-8.73	固定资产周转天数	224.9	213.0	174.0	162.8	149.1
股利分配	-1.39	-1.39	-12.69	-15.87	-18.48	偿债能力					
其他	-3.14	-6.45	-14.95	-0.55	-0.65	净负债/股东权益	10.48%	-10.97%	-26.43%	-46.40%	#REF!
筹资活动现金净流	-4.52	-7.84	-27.64	-16.42	-19.13	EBIT利息保障倍数	117.6	53.7	120.0	125.0	124.4
现金净流量	0.96	-0.11	29.53	20.83	59.43	资产负债率	32.25%	23.83%	27.50%	17.91%	24.41%

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。