

北新建材 (000786.SZ)

存量提升，增量突破，最坏阶段已过

核心观点：

- 公司石膏板高端化和轻钢龙骨快速放量仍将持续。2017 年以来公司经营上有几个明显变化：一是龙牌的销量增速从 2016 年开始持续高于泰山石膏整体销量增速；二是泰山石膏下面的“泰山牌”从中高端品牌成功提升为新泰山一线品牌（高端品牌）；三是轻钢龙骨收入增速开始放量，并持续高于石膏板收入增速。这三个经营上的变化背后是产业趋势和行业格局共同驱动的结果，我们认为未来仍将持续进行。
- 和 PVC 企业跨行做水泥对于水泥行业格局带来冲击不同，信发集团新建产能对石膏板中高端市场和北新建材竞争优势影响较小。
- 防水行业内部整合完成，下半年将扬帆起航。5 月 15 日北新防水集团成功召开了整合发展誓师大会，宣告内部整合完成。我们认为集团公司中国建材对于多家水泥公司的整合经验将给防水业务的整合后发展提供成功示范，随着内部整合完成，防水下半年将扬帆起航。
- 石膏阻燃板、石膏砂浆等新产品处于导入期，发展空间值得期待。
- 投资建议：维持买入评级。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，跨行新进入者对中高端市场和公司竞争优势影响较小；行业集采的变化和公司竞争优势使得公司石膏板高端化、轻钢龙骨快速放量将持续。防水业务内部整合已完成，下半年将扬帆起航；公司具备竞争优势、防水行业处于高景气态势，业绩放量值得期待。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.54、2.03、2.38 元，对应 PE 分别为 14.7x、11.2x、9.5x，参考可比公司估值水平以及公司业绩增长预期，考虑到公司竞争力和长期发展空间，给予公司 2020 年 20X PE 的判断，对应合理价值为 30.8 元/股，维持“买入”评级。
- 风险提示：疫情影响持续导致下游需求大幅下滑；防水业务整合风险；未决诉讼可能带来相关损失风险。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12,565	13,323	15,790	19,404	22,749
增长率（%）	12.5	6.0	18.5	22.9	17.2
EBITDA（百万元）	3,402	3,168	3,553	4,599	5,418
归母净利润（百万元）	2,466	441	2,602	3,422	4,018
增长率（%）	5.2	-82.1	489.9	31.5	17.4
EPS（元/股）	1.46	0.26	1.54	2.03	2.38
市盈率（P/E）	9.43	97.47	14.69	11.17	9.51
ROE（%）	17.3	3.2	16.5	18.6	18.8
EV/EBITDA	7.12	14.07	11.31	8.77	7.36

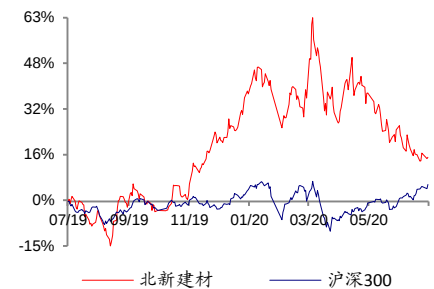
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	22.62 元
合理价值	30.8 元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-02

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) :疫 2020-04-28

情短期冲击石膏板业务，防水值得期待

北新建材 (000786.SZ) :石 2020-03-23

膏板继续精进，轻钢龙骨和防水放量可期

北新建材 (000786.SZ) :新 2019-12-14

业务有望带来增量，龙头公司定价力提升

联系人：李振兴 010-59136627

lizhenxing@gf.com.cn

目录索引

一、公司石膏板高端化和轻钢龙骨快速放量仍将持续	4
二、跨行进入者对于石膏板中高端市场和北新建材竞争优势影响较小	7
三、防水行业内部整合完成，下半年将扬帆起航	8
四、石膏阻燃板、石膏砂浆等新产品处于导入期，发展空间值得期待	9
五、投资建议：维持买入评级	10
六、风险提示	11

图表索引

图 1: 北新建材龙牌和泰山石膏的销量增速.....	4
图 2: 北新建材石膏板和轻钢龙骨收入增速.....	4
图 3: 精装房开盘数量及同比增速.....	5
图 4: 精装房渗透率.....	5
图 5: 北新建材石膏板成本构成.....	7
图 6: 北新建材石膏板成本细拆（2018 年）.....	7
图 7: 北新防水集团组织架构.....	9
图 8: 北新建材公司泰山牌耐火石膏板.....	10
图 9: 北新建材公司石膏轻质抹灰砂浆.....	10
表 1: 2020 年 7 月 1 日北新建材和外资品牌石膏板价格（2400*1200*9.5mm）..	5
表 2: 石膏板三年内首选率变化情况.....	6
表 3: 2015-2019 年防水类材料首选率排名.....	8
表 4: 北新建材防水业务 2019 年财务数据.....	8

新冠疫情爆发对石膏板的短期需求产生一定冲击（疫情防控对家装工装行业的影响较大），使公司上半年的销售出现一定下滑，1季度收入及利润增速表现相对不佳。但我们认为装修需求是相对刚性的，需求只是被延后而不是消失，同时产业需求结构的高端化趋势并没有发生变化，而且公司的产品协同发展优势仍然明显（轻钢龙骨、防水），具有较大的增量空间。针对市场的几点担忧，我们在本报告中继续重申对北新建材的推荐逻辑。

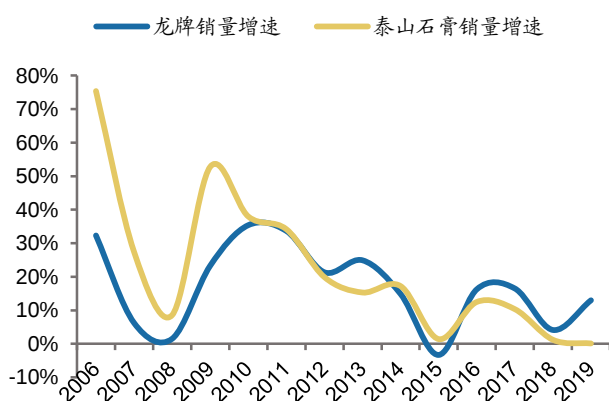
一、公司石膏板高端化和轻钢龙骨快速放量仍将持续

我们可以看到2017年以来公司经营上有几个明显变化：一是龙牌的销量增速从2016年开始持续高于泰山石膏整体销量增速（而在这之前绝大部分年份都是泰山石膏销量增速快于龙牌）；二是泰山石膏下面的“泰山牌”从中高端品牌成功提升为新泰山一线品牌（高端品牌）；一、二的变化综合说明石膏板高端需求在放量（或占比提升）。三是轻钢龙骨收入增速开始放量，并持续高于石膏板收入增速（以前这两个产品收入增速一直比较接近）。

这三个经营上的变化背后是产业趋势和行业格局共同驱动的结果，我们认为未来仍将持续进行。

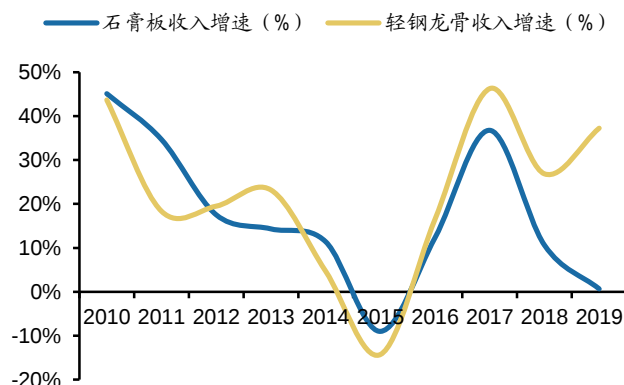
这几年装饰装修行业最大的变化莫过于住宅精装修渗透率持续快速提升，这带来上游采购模式的变化（集采）。根据奥维云网的数据统计，2016年以来，精装修渗透率出现拐点，开始持续快速提升，2019年达到32%；而北新建材经营上的变化也是发生在2016-2017年。背后的逻辑关系就是集采模式一方面带来石膏板行业需求的品牌升级，另一方面使得有品牌和较强供应链服务能力的龙骨业务放量。

图 1：北新建材龙牌和泰山石膏的销量增速



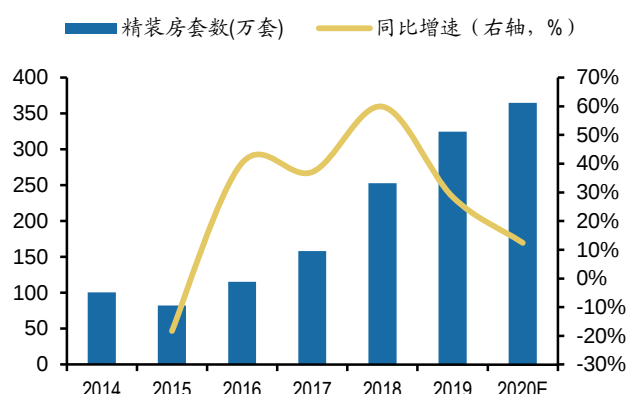
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 2：北新建材石膏板和轻钢龙骨收入增速



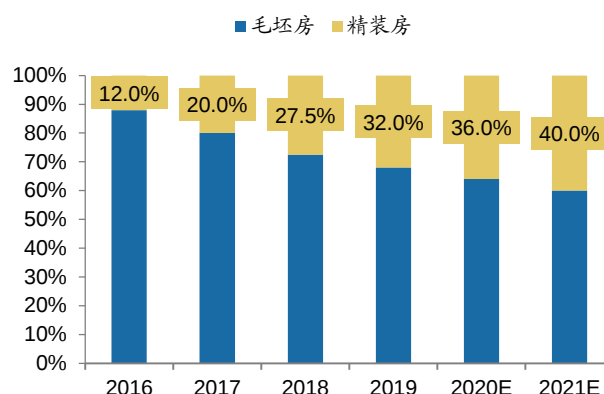
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 3: 精装房开盘数量及同比增速



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

图 4: 精装房渗透率



数据来源: 奥维云网, 广发证券发展研究中心

对于集采方（大地产商、整装公司）而言，首先产品方需要进入品牌备选库，石膏板和龙骨产品要有较好品质（装修完要检测验收）和品牌效应；其次对产品方的供应链能力（由于石膏板产品有较强的运输半径）和服务能力有较高要求。

对于石膏板行业而言，由于行业特殊的竞争格局，能同时具备这几个条件的只有北新建材和几个高端外资品牌，而北新建材又是里面最具备竞争优势的公司：

1、在高端品牌里，龙牌和新泰山的价格低于其他外资品牌，但产品品质没有明显差距。一方面从产品品质来看，石膏板质量的差异主要由护面纸、石膏芯、单位面积重量、纵向和横向断裂强度来决定，从技术参数来看，“泰山牌”石膏板与外资石膏板在质量上并没有显著差距；另一方面，在高端品里，龙牌和新泰山的价格低于其他外资品牌，北新建材高端品牌在地产集采中具有价格优势。

表 1: 2020 年 7 月 1 日北新建材和外资品牌石膏板价格（2400*1200*9.5mm）

品牌	平均价格（元/m ² ）
龙牌	8.75
泰山	8.16
可耐福	11.63
圣戈班杰科	14.58
优时吉博罗	15.62
杰森	11.11

数据来源: 淘宝, 广发证券发展研究中心

2、石膏板产品有运输半径，北新建材唯一全国性布局，而且在加快轻钢龙骨的全国性协同布局，配送优势明显。对于集采客户而言，快速配送能力是极为重要的，具备全国配送能力的龙头企业也是集采客户首选。石膏板产品质量较重、单价较低，同时考虑到运输中还需包装（易潮易碎易污渍），运费占比较高，以北新建材为例，2019年公司运输费用占收入比重达到2.6%；而且受上游石膏资源限制，区域布局很重要，公司是唯一全国性布局石膏板企业，目前也在各石膏板厂加快轻钢龙骨的配套，一般而言，一平米纸面石膏板配比1.5千克轻钢龙骨，按照30亿平米石膏板用量

对应450万吨轻钢龙骨，对应市场规模约为250-300亿元，和石膏板的规模差不多量级；公司发展轻钢龙骨的优势，一是轻钢龙骨和石膏板产品协同度高，费用率很低，二是住宅精装修率提升，大开发商等工程类客户对龙骨质量和品牌、配套服务要求较高，高质量龙骨需求增加，而很多小龙骨企业满足不了。

3、公司具备完善的全国性销售网络（销售办事处网络和经销商网络），服务能力很强。

从地产商500强首选建材供应商品牌排行榜数据来看，2017-2019年石膏板排名前十名的品牌首选率合计96%、95%、96%，而北新旗下的龙牌和泰山石膏合计首选率达45%，体现高的行业集中度。从前十内部品牌排序变化来看，石膏板行业竞争结构较为稳定，龙牌最近三年都稳居首选率第一，均达到29%，接近于第二名的两倍；泰山石膏的份额在近两年有一个快速的提升，从2017年的11%上升到了2019年的16%，位列第二，这与公司近年提升泰山牌石膏的品牌定位、产品逐步高端化的趋势一致；由于龙牌和泰山石膏均属于北新建材旗下，两者首选率加总约45%，在B端的首选率绝对领先其他竞争对手。结合行业首选率前十合计份额维持在较高水平及领先品牌由国内的高端品牌和外资品牌为主导的这两点现象，可以侧面说明以地产商为主的B端企业对于石膏板的品牌、产品品质、配送服务能力要求是比较高的，对于价格的考量相对少一些。

集采对于上游厂家要求的变化和石膏板行业格局共同作用，使得北新建材高端产品占比提升和轻钢龙骨快速放量成为可持续的趋势性变化。

表2：石膏板三年内首选率变化情况

石膏板	2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%
2	Gyproc 杰科	16%	泰山石膏	15%	泰山石膏	16%
3	KNAUF 可耐福	11%	KNAUF 可耐福	12%	KNAUF 可耐福	12%
4	泰山石膏	11%	兔宝宝 TUBAO	9%	兔宝宝 TUBAO	9%
5	UsgBoral 优时吉 博罗	9%	Gyproc 杰科	8%	Gyproc 杰科	8%
6	杰森 JASON	7%	UsgBoral 优时吉 博罗	7%	UsgBoral 优时吉 博罗	7%
7	洛斐尔 LUOFEIER	4%	洛斐尔 LUOFEIER	6%	洛斐尔 LUOFEIER	6%
8	拜尔 BAIER	4%	千年舟 TREEZO	4%	千年舟 TREEZO	4%
9	千年舟 TREEZO	3%	杰森 JASON	3%	杰森 JASON	3%
10	兔宝宝 TUBAO	2%	拜尔 BAIER	2%	拜尔 BAIER	2%
汇总		96%		95%		96%

数据来源：中国房地产业协会、中国房地产测评中心，广发证券发展研究中心

二、跨行进入者对于石膏板中高端市场和北新建材竞争优势影响较小

石膏板行业近期发生较大的事件就是信发集团跨行进入做石膏板。

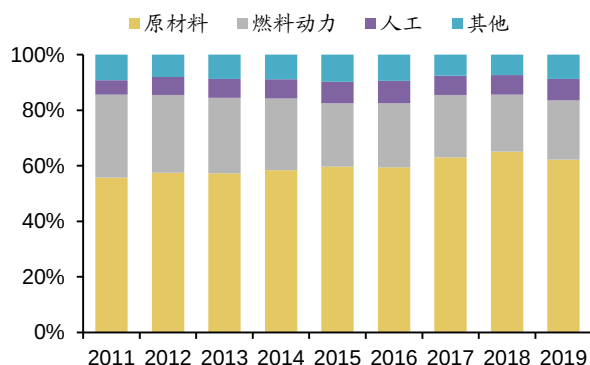
信发集团是一家大型铝电企业，电厂脱硫产生的废料脱硫石膏可作为石膏板原材料，目前信发集团正在建设纸面石膏板项目，占地230亩，总投资20亿元，在建车间面积11万平方米，建成后将成为全国最大的纸面石膏板生产车间，该项目预计7月份竣工投产，投产后年可生产纸面石膏板2.4亿平方米。信发集团纸面石膏板项目优势主要体现在原材料成本较低，由于脱硫石膏是电厂固废，脱硫石膏原材料成本低，其次在燃料上和铝电厂具有协同作用，一定程度上降低石膏板生产过程中的燃料成本。

我们认为，和PVC企业跨行做水泥对于水泥行业格局带来冲击不同，信发集团新建产能对石膏板中高端市场和北新建材竞争优势影响较小。

一方面，不同于水泥是同质化程度很高的工业制造品，石膏板具备一定消费属性，客户讲究品牌，销售讲究渠道，没有品牌及渠道的多年积累和建设很难进入中高端市场，尤其上文分析到精装修率提升带来集采，使得中高端市场占比提升，挤压了低端市场；信发集团并没有品牌和渠道运营经验，在石膏板行业也没有沉淀，新建产能只能冲击低端市场，最后可能结果是和北新建材一起挤压淘汰落后小产能。

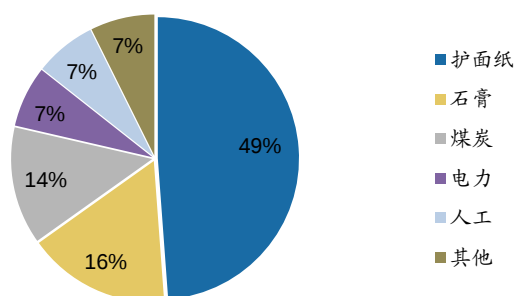
另一方面，石膏板产品有运输半径，信发集团的成本优势只局限在本地市场，只能成为区域性企业，不会有全局影响；同时北新建材的成本优势不仅仅来自脱硫石膏，是各个方面的优势综合，如全国性布局、护面纸配套率、能耗技术优势、管理优势，而信发集团石膏板的成本优势主要体现在脱硫石膏和燃料动力成本上，暂时并未在其他方面建立起成本优势，如2018年北新建材护面纸和石膏成本分别占总成本49%和16%，护面纸成本占比远高于石膏成本占比，北新凭借旗下子公司泰和纸业和较大的采购量能够获得较低价护面纸供给，在低端市场上信发集团的成本优势也不一定有北新建材强。

图 5：北新建材石膏板成本构成



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 6：北新建材石膏板成本细拆（2018 年）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

三、防水行业内部整合完成，下半年将扬帆起航

2019年8月公司收购蜀羊70%股权进入防水业务领域，又于11月收购金拇指和禹王防水等8家公司70%股权，收购的防水公司在行业内具有较好的口碑和竞争力，经营质量较优，三家公司也是地产商500强首选防水供应商品牌前十的常客。在产能布局上，禹王旗下拥有分布在辽宁、广东、安徽、湖北和四川的五大生产基地，金拇指拥有位于河南的生产基地，以及蜀羊拥有位于四川、陕西和江西的四大产业基地，收购完成后北新在防水领域已成为拥有十大生产基地、较好的品牌和客户基础、全国规模第三的防水企业。

表3：2015-2019年防水类材料首选率排名

防水类材料	2015		2016		2017		2018		2019	
排序	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	东方雨虹	30%	东方雨虹	32%	东方雨虹	25%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
2	科顺	15%	科顺	20%	科顺	19%	科顺	20%	科顺	20%
3	宏源	14%	宏源	14%	宏源	19%	宏源	8%	北新防水 (禹王、蜀羊、金拇指)	7%
4	卓宝	9%	卓宝	11%	蓝盾	9%	蓝盾	8%	凯伦	7%
5	蓝盾	5%	蓝盾	5%	卓宝	9%	卓宝	8%	卓宝	6%
6	德生	5%	大禹	4%	大禹	7%	凯伦	6%	大禹	6%
7	大禹	4%	德生	3%	德生	4%	大禹	6%	雨中情	5%
8	禹王	4%	禹王	3%	凯伦	2%	雨中情	2%	蓝盾	5%
9	宇虹	3%	宇虹	2%	蜀羊	2%	金拇指	2%	大禹九鼎	3%
10	大明	2%	蜀羊	2%	禹王	1%	蜀羊	2%	宏源	2%
汇总		91%		96%		97%		98%		97%

数据来源：优采平台，广发证券发展研究中心

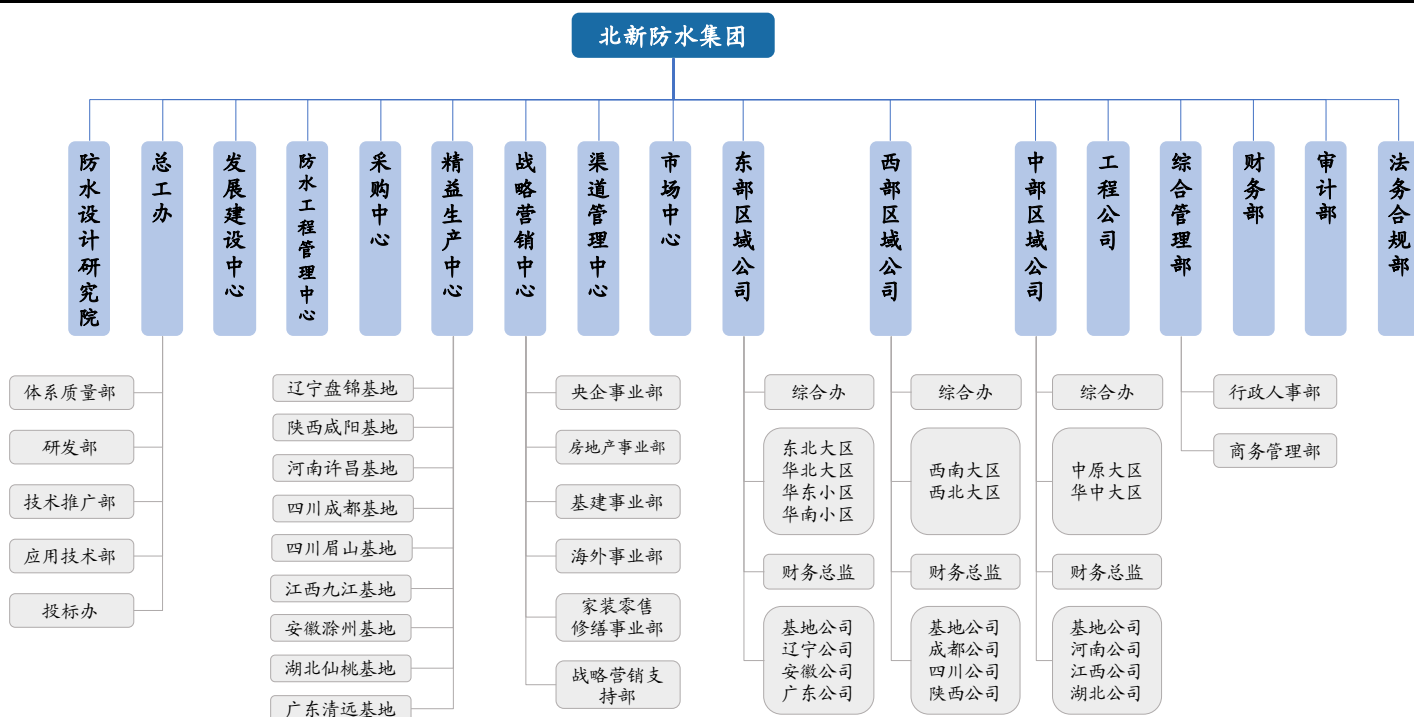
表4：北新建材防水业务2019年财务数据

单位：万元	收入	利润	归属净利润
北新禹王	55085	7387	6473
蜀羊防水	109125	9021	7423
金拇指防水	64102	9678	8035
合计	228312	26086	21930

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

继2019年收购后，2020年上半年，公司对防水业务进行组织结构调整，以禹王、蜀羊和金拇指为基础进行整合优化，成立统一的经营管理平台北新防水集团，实行“一体化管理+区域化运营”、“小总部、大业务”、“双线择优”三大原则，以“质量、技术、标准，生产、采购、营销，财务、人事、商务”九统一，组建三大区域公司，下辖七大战区。5月15日北新防水集团成功召开了整合发展誓师大会，宣告内部整合完成。我们认为集团公司中国建材对于多家水泥公司的整合经验将给防水业务的整合后发展提供成功示范，随着内部整合完成，防水下半年或将扬帆起航。防水行业需求空间大、行业集中度不高，近几年行业集中度在较快提升；公司凭借央企的资源优势，石膏板行业的品牌力、渠道优势和资金优势，有望助推防水业务快速放量，未来几年高增长值得期待。

图 7：北新防水集团组织架构



数据来源：北新建材微信公众号，广发证券发展研究中心

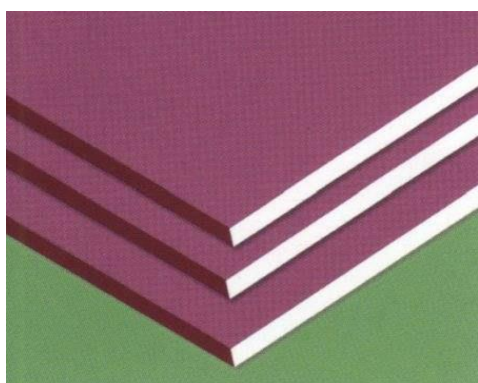
四、石膏阻燃板、石膏砂浆等新产品处于导入期，发展空间值得期待

阻燃板是指通过复杂的工艺进行阻燃处理的板材，主要通过两种方式实现阻燃，一是基材阻燃，使用阻燃剂对基材进行阻燃处理，使得阻燃剂与木材纤维充分结合，在高温环境下，能够释放出阻碍燃烧的物质；二是表面和底层阻燃，即在面层中添加无机钢化材料，既可防水防潮又能防火阻燃。耐火（阻燃）系列板材主要是高档木阻燃板、玻纤布面高档耐火石膏板、纸面高密度耐火石膏板、木钙高档耐火石膏板

等。中国的高层建筑多，大都是砖混结构、钢结构，提高防火等级势在必行。2019年2月，住建部办公厅公布了《建筑防火通用规范（征求意见稿）》，和《建筑设计防火规范》GB50016-2018的“建议性规范”不同，《建筑防火通用规范》全部为强制条款。除了以往重点关注的结构、外墙、屋面和防火隔断，新版“防火规范”首次对装修装饰材料也提出了限制火势蔓延的要求，精装房要重视实用建材部品的防火性能。目前木阻燃板约5亿多平方米、百亿元的市场，随着防火等级的提升和市场规模发展，中国现有建筑防火材料市场需求增长空间很大；但目前防火建筑材料很有限，石膏板阻燃和环保性能好、易施工、不易变形，未来发展空间大。

和水泥砂浆相比，石膏砂浆具有以下优势：一、凝固非常快，凝结硬化快，非常适合抢工期，能够有效降低人工成本；二、石膏砂浆能够有效控制空鼓和开裂，抹灰墙面的整体性非常好，减少了返工的可能性，同时具有优秀的装饰效果；三、绿色环保，是绿色建材认证产品。但石膏砂浆成本较传统砂浆较高，是制约石膏砂浆发展的重要因素。但近年来随着水泥、沙子和人工成本大幅上涨，水泥砂浆成本也大幅上升，而石膏砂浆的生产和施工技术日渐成熟，因此近几年石膏砂浆发展较快。据统计，2019年该产品市场销售近1000万吨，市场规模已近80亿元，十年后市场规模将达到500亿元。北新建材生产石膏砂浆具备独特优势，公司有大量石膏粉产能分布于全国、烧煤成本低、有石膏粉制造经验，随着公司对石膏砂浆产品的研发突破和市场逐步扩容，公司在石膏砂浆产品上的规模具备很大发展空间。

图8：北新建材公司泰山牌耐火石膏板



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图9：北新建材公司石膏轻质抹灰砂浆



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

五、投资建议：维持买入评级

行业需求方面，长期来看，石膏板产品在中国的使用率仍有较大提升空间，而装配式建筑发展将促进石膏板使用率提升；中期来看，住宅精装修率持续提升带来石膏板集采，有利于石膏板中高端需求占比提升；短期来看，2019年石膏板行业景气度已处于底部区域，疫情使得需求推迟进一步夯实了底部，5月份以来需求开始复苏，随着竣工需求趋势性回升，复苏持续性值得期待。

行业供给格局方面，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，跨行新进入者对中高端市场和公司竞争优势影响较小；

行业集采的变化和公司竞争优势使得公司石膏板高端化、轻钢龙骨快速放量将持续。

防水业务内部整合已完成，下半年将扬帆起航；公司具备竞争优势、防水行业处于高景气态势，业绩放量值得期待；石膏阻燃板、石膏砂浆等新产品处于导入期，发展空间值得期待。

我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.54、2.03、2.38元，对应PE分别为14.7x、11.2x、9.5x，参考可比公司估值水平以及公司业绩增长预期，考虑到公司竞争力和长期发展空间，给予公司2020年20X PE的判断，对应合理价值为30.8元/股，维持“买入”评级。

六、风险提示

疫情影响持续导致下游需求大幅下滑；防水业务整合风险；未决诉讼可能带来相关损失风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,652	6,335	6,649	7,366	8,343	经营活动现金流	2,783	1,985	2,818	4,031	4,805
货币资金	490	623	464	502	829	净利润	2,481	457	2,703	3,572	4,221
应收及预付	362	1,590	1,694	1,913	2,117	折旧摊销	478	535	622	707	792
存货	1,279	1,612	1,942	2,342	2,735	营运资金变动	-135	860	-459	-175	-145
其他流动资产	3,521	2,510	2,550	2,608	2,662	其它	-41	134	-48	-72	-64
非流动资产	12,256	15,129	17,019	19,724	22,344	投资活动现金流	-2,059	-1,436	-2,379	-3,244	-3,251
长期股权投资	171	182	192	202	212	资本支出	-1,557	-2,109	-2,447	-3,332	-3,319
固定资产	7,590	9,055	9,993	11,351	12,629	投资变动	-584	650	-10	-10	-10
在建工程	2,303	2,924	3,724	4,924	6,124	其他	82	22	78	98	78
无形资产	1,689	2,034	2,174	2,309	2,440	筹资活动现金流	-773	-452	-599	-748	-1,227
其他长期资产	504	933	935	937	939	银行借款	1,490	1,693	236	198	-129
资产总计	17,908	21,464	23,668	27,090	30,687	股权融资	75	0	0	0	0
流动负债	2,313	6,207	6,458	7,158	7,534	其他	-2,338	-2,145	-835	-946	-1,097
短期借款	891	1,580	1,816	2,014	1,885	现金净增加额	-48	97	-159	39	327
应付及预收	979	1,598	1,495	1,803	2,105	期初现金余额	522	474	623	464	502
其他流动负债	444	3,029	3,147	3,341	3,544	期末现金余额	474	570	464	502	829
非流动负债	1,156	714	714	714	714	主要财务比率					
长期借款	534	236	236	236	236	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	0	0	0	0	0	成长能力					
其他非流动负债	621	479	479	479	479	营业收入增长	12.5%	6.0%	18.5%	22.9%	17.2%
负债合计	3,469	6,921	7,172	7,872	8,248	营业利润增长	10.5%	-10.9%	11.9%	32.2%	18.2%
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690	归母净利润增长	5.2%	-82.1%	489.9%	31.5%	17.4%
资本公积	3,141	3,141	3,141	3,141	3,141	获利能力					
留存收益	9,449	9,117	10,969	13,542	16,560	毛利率	35.3%	31.9%	30.7%	32.0%	32.3%
归属母公司股东权益	14,283	13,952	15,804	18,376	21,394	净利率	19.7%	3.4%	17.1%	18.4%	18.6%
少数股东权益	156	591	692	841	1,044	ROE	17.3%	3.2%	16.5%	18.6%	18.8%
负债和股东权益	17,908	21,464	23,668	27,090	30,687	ROIC	16.2%	10.9%	13.6%	15.7%	16.3%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	19.4%	32.2%	30.3%	29.1%	26.9%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	24.0%	47.6%	43.5%	41.0%	36.8%
营业收入	12,565	13,323	15,790	19,404	22,749	流动比率	2.44	1.02	1.03	1.03	1.11
营业成本	8,128	9,079	10,936	13,187	15,398	速动比率	1.83	0.70	0.66	0.63	0.66
营业税金及附加	180	157	186	229	268	营运能力					
销售费用	380	377	474	679	910	总资产周转率	0.70	0.62	0.67	0.72	0.74
管理费用	588	657	790	873	955	应收账款周转率	157.57	10.57	12.17	13.52	14.60
研发费用	366	421	474	543	591	存货周转率	9.83	8.26	8.13	8.28	8.32
财务费用	36	26	40	59	59	每股指标 (元)					
资产减值损失	-5	-1	0	0	0	每股收益	1.46	0.26	1.54	2.03	2.38
公允价值变动收益	3	-10	0	0	0	每股经营现金流	1.65	1.17	1.67	2.39	2.84
投资净收益	83	64	80	100	80	每股净资产	8.45	8.26	9.35	10.88	12.66
营业利润	3,030	2,698	3,019	3,991	4,716	估值比率					
营业外收支	-215	-2,041	53	68	81	P/E	9.43	97.47	14.69	11.17	9.51
利润总额	2,815	657	3,072	4,059	4,797	P/B	1.63	3.08	2.42	2.08	1.79
所得税	335	200	369	487	576	EV/EBITDA	7.12	14.07	11.31	8.77	7.36
净利润	2,481	457	2,703	3,572	4,221						
少数股东损益	15	15	101	149	203						
归属母公司净利润	2,466	441	2,602	3,422	4,018						
EBITDA	3,402	3,168	3,553	4,599	5,418						
EPS (元)	1.46	0.26	1.54	2.03	2.38						

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，带领团队荣获2019年新财富非金属类建材行业第二名。

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。

李振兴：研究助理，中国科学院研究生院硕士，2019年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	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
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。