

北新建材(000786)/其他建材

石膏板销量增速超预期, 龙骨防水业务持续高速增长

评级: 增持

市场价格: 25.19

分析师: 孙颖

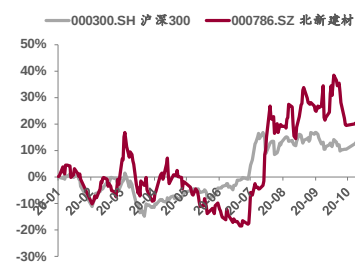
执业证书编号: S0740519070002

Email: sunying@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1690
流通股本(百万股)	1690
市价(元)	34.68
市值(百万元)	58592
流通市值(百万元)	29423

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 《北新建材中报点评: 防水业绩超预期, 石膏板业务逐季修复》
20200819

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	125.6	133.2	198.3	233.9	269.1
增长率 yoy%	12.5%	6.0%	48.9%	17.9%	15.0%
净利润	24.7	4.4	29.2	36.8	43.1
增长率 yoy%	5.2%	-82.1%	562.3%	25.8%	17.2%
每股收益(元)	1.5	0.3	1.7	2.2	2.5
每股现金流量	1.6	1.2	0.8	3.2	2.5
净资产收益率	17.3%	3.2%	16.8%	18.4%	18.8%
P/E	23.8	132.8	20.1	15.9	13.6
PEG	1.7	1.2	2.6	1.1	0.1
P/B	4.1	4.2	3.4	2.9	2.6

备注: 股价取自 2020 年 10 月 14 日收盘价

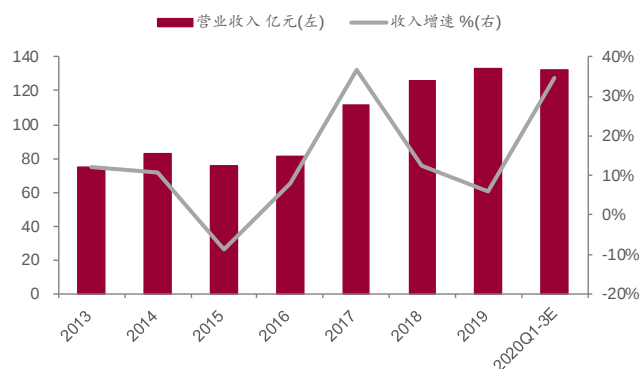
投资要点

- **事件: 10月14日公司上修2020年前三季度业绩预告, 净利增速超预期。2020Q1-Q3 归母净利 19.50-20.50 亿元, 同增 18096.6%-19019.5%。中值为 20 亿元, 高于原先预告上限 16.87 亿元 18.6%。参照上半年利润, 2020Q3 归母净利 10.47-11.47 亿元, 同增 53.9%-68.6%。**
- **收入: 三季度石膏板销量增速超预期, 价格环比稳中略增。防水与龙骨保持稳定增长。石膏板业务:** 在上半年需求积压以及竣工增速反弹的背景下, 预计三季度石膏板出货量有明显增长。其中 9 月份销量增速有明显提升。石膏板三季度整体销量增速接近 10%, 其中泰山石膏超过 10%, 龙牌和梦牌分别约为 5%-10%。石膏板价格预计环比略升。**防水业务:** 预计三季度公司防水业务保持平稳较快增长。**龙骨业务:** 预计三季度龙骨业务仍将延续上半年高速增长态势。
- **利润: 预计石膏板单位毛利保持稳定, 防水业务毛利率环比有所回落。石膏板业务:** 预计三季度价格环比略增, 单位毛利保持较高水平。**防水业务:** 考虑三季度沥青等原材料价格反弹, 单位毛利环比预计有所回落。
- **站在当前时点, 我们继续看好公司未来成长持续性。石膏板业务:** 随着行业规模稳定增长+公司产能持续增长+行业持续规范, 公司石膏板销量有望进一步提升。随着公司在行业中定价权加强+公司中高端占比持续提升, 石膏板平均售价有望进一步提升。随着公司进一步自建护面纸产能, 未来公司石膏板单位成本有望进一步下降。**龙骨业务:** 目前公司龙骨配套率约 10%, 随着公司加强渠道协同+推进龙骨研发力度, 未来龙骨销量有望快速增长, 提供可观的业绩增长点。**防水业务:** 在公司“一体两翼”战略指导下, 公司成立防水业务管理平台, 完成对业务初步整合优化。公司现金流雄厚, 渠道优势显著, 开展防水业务具有先天优势, 未来防水有望快速增长。
- **投资建议:** 由于公司石膏板销量超预期, 我们预计 2020-2022 年, 公司营收为 198.3/233.9/269.1 亿元, 归母净利为 29.2/36.8/43.1 亿元(调整前为 25.0/32.0/39.2 亿元), EPS 为 1.7/2.2/2.5。公司未来石膏板市占率、定价权提升趋势不改, 龙骨与防水材料销量快速提升潜力依然存在, 维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 1.下游行业需求初现大幅下滑, 2.石膏板价格大幅下跌, 3.海外拓展不及预期, 4.龙骨业务拓展不及预期, 5.防水领域拓展不及预期。

图表目录

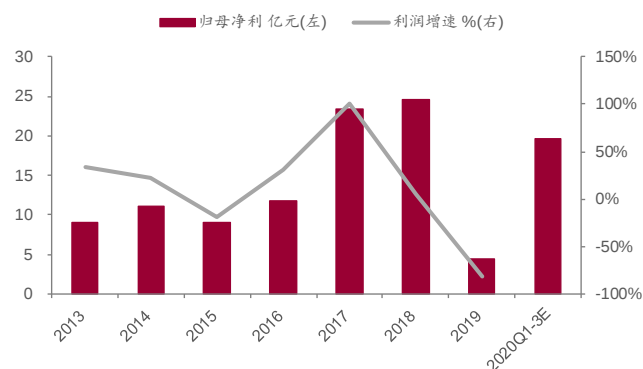
图表 1: 预计 2020Q1-3 营收 132.3 亿元, 同增 34.8%	- 3 -
图表 2: 预计 2020Q1-3 归母净利 19.7 亿元, 同增 18331.5%	- 3 -
图表 3: 预计 2020Q1-3 毛利率 31.1%, 净利率 14.9%	- 3 -
图表 4: 2020H1 期间费用率 14.6%, 同增 2.5pct	- 3 -
图表 5: 2020H1 经营活动现金净流量同减 217%	- 3 -
图表 6: 2020H1 资产负债率 31.5%, 较年初下降 1.1pct	- 3 -
图表 7: 北新建材核心财务数据	- 4 -

图表 1: 预计 2020Q1-3 营收 132.3 亿元, 同增 34.8%



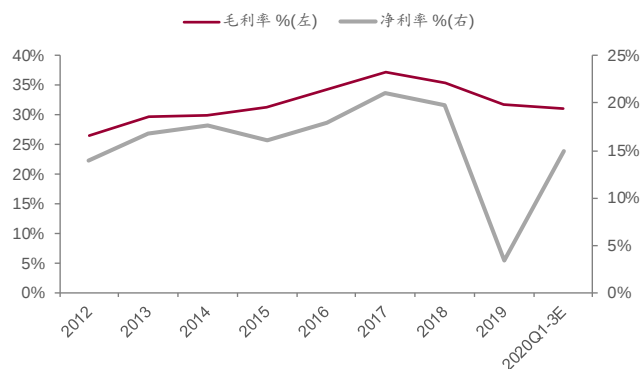
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 2: 预计 2020Q1-3 归母净利 19.7 亿元, 同增 18331.5%



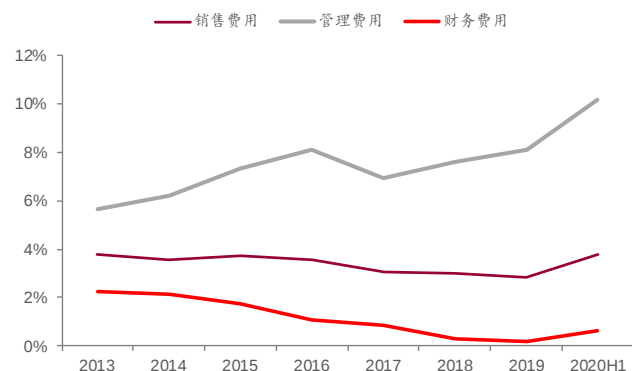
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 预计 2020Q1-3 毛利率 31.1%, 净利率 14.9%



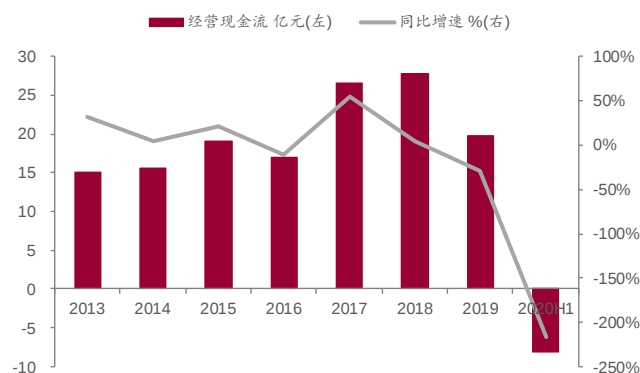
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 2020H1 期间费用率 14.6%, 同增 2.5pct



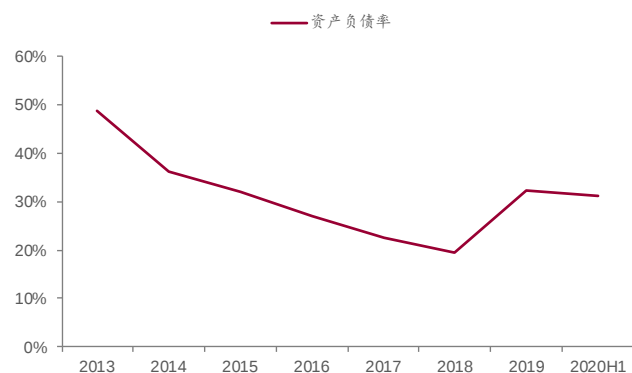
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 2020H1 经营活动现金净流量同减 217%



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 6: 2020H1 资产负债率 31.5%, 较年初下降 1.1pct



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表7：北新建材核心财务数据

损益表（人民币亿元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	125.65	133.23	198.33	233.93	269.08
增长率	12.5%	6.0%	48.9%	17.9%	15.0%
营业成本	-81.28	-90.79	-138.13	-160.17	-183.41
% 销售收入	64.7%	68.1%	69.6%	68.5%	68.2%
毛利	44.37	42.44	60.20	73.76	85.68
% 销售收入	35.3%	31.9%	30.4%	31.5%	31.8%
营业税金及附加	-1.80	-1.57	-2.18	-2.57	-2.96
% 销售收入	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-3.80	-3.77	-6.94	-8.19	-9.42
% 销售收入	3.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-5.88	-6.57	-18.84	-22.22	-25.56
% 销售收入	4.7%	4.9%	9.5%	9.5%	9.5%
息税前利润（EBIT）	32.90	30.54	32.24	40.78	47.74
% 销售收入	26.2%	22.9%	16.3%	17.4%	17.7%
财务费用	-0.36	-0.26	-0.16	0.02	0.34
% 销售收入	0.3%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	0.05	-0.01	0.67	0.88	1.02
公允价值变动收益	0.03	-0.10	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.83	0.64	0.64	0.64	0.64
% 税前利润	2.6%	6.2%	1.9%	1.5%	1.3%
营业利润	33.45	30.81	33.38	42.31	49.73
营业利润率	26.6%	23.1%	16.8%	18.1%	18.5%
营业外收支	-2.15	-20.41	1.00	1.00	1.00
税前利润	31.30	10.39	34.38	43.31	50.73
利润率	24.9%	7.8%	17.3%	18.5%	18.9%
所得税	-3.35	-2.00	-3.64	-4.57	-5.36
所得税率	10.7%	19.2%	10.6%	10.6%	10.6%
净利润	24.81	4.57	29.41	36.99	43.34
少数股东损益	0.15	0.15	0.20	0.23	0.26
归属于母公司的净利润	24.66	4.41	29.22	36.76	43.08
净利率	19.6%	3.3%	14.7%	15.7%	16.0%

现金流量表（人民币亿元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	24.81	4.57	29.41	36.99	43.34
加：折旧和摊销	4.78	5.24	6.08	7.34	8.59
资产减值准备	0.05	0.01	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损失	-0.03	0.10	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.40	0.30	0.16	-0.02	-0.34
投资收益	-0.83	-0.64	-0.64	-0.64	-0.64
少数股东损益	0.15	0.15	0.20	0.23	0.26
营运资金的变动	7.23	7.77	-21.25	11.19	-8.91
经营活动现金净流	27.83	19.85	13.76	54.85	42.05
固定资本投资	-14.54	-20.87	-21.65	-21.65	-21.65
投资活动现金净流	-20.59	-14.36	-24.53	-24.55	-24.55
股利分配	-7.77	-7.77	-8.76	-11.03	-12.92
其他	0.04	3.25	22.57	-17.61	-2.93
筹资活动现金净流	-7.73	-4.52	13.81	-28.64	-15.85
现金净流量	-0.50	0.96	3.04	1.66	1.64

资产负债表（人民币亿元）					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4.90	6.23	9.28	10.94	12.58
应收款项	2.90	14.33	9.14	9.01	13.42
存货	12.79	16.12	29.42	23.39	35.77
其他流动资产	35.93	26.66	31.82	30.62	30.90
流动资产	56.52	63.35	79.66	73.96	92.67
% 总资产	31.6%	29.5%	32.2%	28.5%	31.4%
长期投资	3.99	2.43	2.49	2.57	2.65
固定资产	75.90	90.55	99.70	107.68	114.48
% 总资产	42.4%	42.2%	40.2%	41.4%	38.7%
无形资产	16.89	20.34	23.23	26.02	28.74
非流动资产	122.56	151.29	168.08	185.90	202.85
% 总资产	68.4%	70.5%	67.8%	71.5%	68.6%
资产总计	179.08	214.64	247.74	259.86	295.53
短期借款	8.91	15.80	25.60	9.89	7.31
应付款项	11.88	36.71	28.44	32.23	40.41
其他流动负债	2.34	9.56	6.39	6.83	6.28
流动负债	23.13	62.07	60.44	48.95	54.01
长期贷款	5.34	2.36	2.36	0.00	0.00
其他长期负债	6.21	4.79	5.10	5.10	5.30
负债	34.69	69.21	67.90	54.05	59.31
普通股股东权益	142.83	139.52	173.74	199.47	229.63
少数股东权益	1.56	5.91	6.11	6.33	6.59
负债股东权益合计	179.08	214.64	247.74	259.86	295.53

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益（元）	1.46	0.26	1.73	2.18	2.55
每股净资产（元）	8.45	8.26	10.28	11.81	13.59
每股经营现金净流（元）	1.65	1.17	0.81	3.25	2.49
每股股利（元）	0.46	0.46	0.52	0.65	0.76
回报率					
净资产收益率	17.27%	3.16%	16.82%	18.43%	18.76%
总资产收益率	13.85%	2.13%	11.87%	14.23%	14.66%
投入资本收益率	22.54%	15.25%	20.35%	19.64%	22.14%
增长率					
营业总收入增长率	12.55%	6.03%	48.87%	17.94%	15.03%
EBIT增长率	16.23%	-7.73%	3.56%	25.86%	16.81%
净利润增长率	5.20%	-82.11%	562.26%	25.84%	17.18%
总资产增长率	11.16%	19.85%	15.42%	4.89%	13.73%
资产管理能力					
应收账款周转天数	5.2	21.2	18.4	11.0	12.1
存货周转天数	36.4	39.1	41.3	40.6	39.6
应付账款周转天数	33.5	44.8	37.7	37.7	38.4
固定资产周转天数	213.7	224.9	172.7	159.6	148.6
偿债能力					
净负债/股东权益	5.76%	8.16%	10.84%	0.09%	-10.82%
EBIT利息保障倍数	93.0	117.6	202.4	-1,625.3	-139.7
资产负债率	19.37%	32.25%	27.41%	20.80%	20.07%

来源：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。