

北新建材（000786.SZ）/建材

证券研究报告/公司点评

2023年4月28日

评级：买入（维持）

市场价格：26.52

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

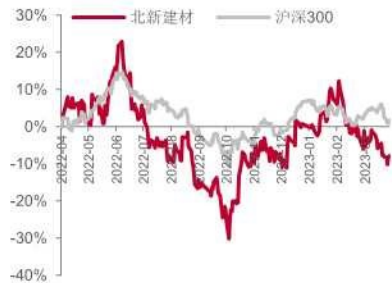
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21,086	19,934	21,412	23,890	26,698
增长率 yoy	25%	-5%	7%	12%	12%
归母净利润（百万元）	3,510	3,136	3,707	4,545	5,477
增长率 yoy	23%	-11%	18%	23%	21%
每股收益（元）	2.08	1.86	2.19	2.69	3.24
每股现金流量	2.27	2.17	5.08	1.90	4.80
净资产收益率	18%	15%	15%	16%	16%
P/E	12.8	14.3	12.1	9.9	8.2
P/B	2.4	2.1	1.8	1.6	1.3

备注：股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价

基本状况

总股本（百万）	1,690
流通股本（百万）	1,632
市价（元）	26.52
市值（百万元）	44,806
流通市值（百万元）	43,293

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】北新建材 2022 年年报点评：压力期已过，23 年望否极泰来 20230322

【公司点评】Q3 石膏板销量承压；新规利好央企防水龙头 20221113

【公司点评】泰山高端化继续显效，石膏板定价力护航 Q2 收入韧性 20220819

【公司点评】北新建材点评：石膏板强定价力再次彰显，防水“翼”布局再下一城 20220430

【公司深度】北新建材深度：管理变革

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年一季报，报告期内实现营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 47.27、5.91、5.62 亿，分别同比+2.48%、+5.58%、+3.98%。
- **防水市占率提升助力23Q1收入实现稳健增长。** 23Q1公司收入在22Q1高基数的基础上同比+2.48%，结合同属竣工端品种的浮法玻璃22年3月末累计产量同比-8%，我们判断公司石膏板销量同比看仍承受一定压力。龙骨作为与石膏板使用场景一致的强配套产品，销量预计同样承压。防水行业22年在需求下滑、原料价格大幅波动以及地产信用风险事件的多重挤压之下，中小企业生存状况恶化，行业格局改善明显，23年以来龙头企业市占份额快速提升，从已披露23年一季报的防水龙头收入表现来看，东方雨虹、科顺股份23Q1收入分别同比+18.8%、7.59%，**北新防水作为行业排名前三的防水龙头企业，在行业出清加速下，市占应有进一步提升，22年北新防水收入占北新建材总体的比例已达到15.78%，我们预计对公司23Q1收入同比正增有积极贡献。**
- **收购灯塔涂料51%股权，涂料业务布局扎实推进。**公司公告拟以12,992.77万元的价格收购天津灯塔涂料工业发展有限公司（以下简称“灯塔涂料”）51%股份，收购完成后将持有灯塔涂料100%股权。公司在持股49%的基础上进一步完成对灯塔涂料的全资持股，凸显对于涂料业务发展的重视。灯塔涂料是国产工业涂料龙头企业，具备年产5万吨涂料、2万吨树脂的产能，产品销售领域覆盖航空航天、兵器装备、风电叶片、兵器装备等领域，22年实现营收和净利润分别为2.2、0.16亿，净利率7.27%，按照此次收购价格估算，灯塔涂料的收购估值倍数15.72倍。
- **23年防水业务或为公司提供利润弹性。** 22年公司防水业务收入31.45亿，同比-18.88%，毛利率17.04%，同比-6.62PCT。22年地产下行、疫情频发和原料沥青成本大幅上涨致防水业务盈利承压，展望23年，4月1日住建部防水强条将落地实施，将有效对冲地产新开工下滑压力，同时年初以来基建投资保持韧性高增，实物工作量也加快落地，在行业供给端加速出清之下，公司作为龙头市占率也将加速提升。23年防水收入端望显著改善，叠加沥青、丙烯酸乳液等原材料价格下行趋势已明，防水业务23年或将展现利润弹性。
- **北新建材观点重申：**公司是石膏板行业龙头，国内制造业的极致典范，未来仍具备较强的成长性。核心看点在于：1）石膏板低成本和高定价权优势凸显，高端化提升盈利。公司成本优势和高定价权领先行业，截至2022年末产能33.58亿平，中长期目标50亿平，成本优势和定价权将进一步巩固。随着龙牌、泰山牌等中高端产品占比提升，产品价格以及毛利率中枢将稳中有升；2）轻钢龙骨和石膏砂浆发

元年，石膏板固本+大小“两翼”齐飞
20220420

【公司点评】北新建材点评：防水、涂料再扩新兵，一体两翼加速推进（20210924）

【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）

【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）

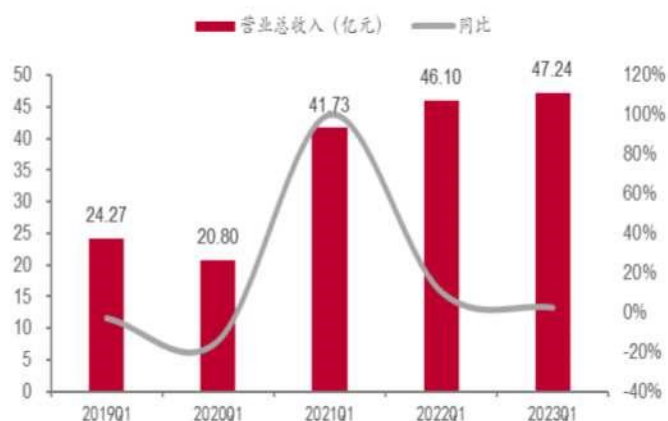
【公司点评】石膏板景气度和高端化共振，防水二季度略有压力（20210707）

【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）

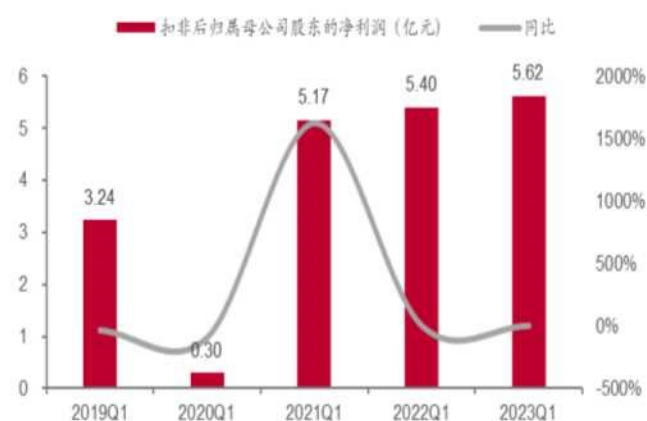
挥强协同效应快速增长；3）防水和涂料业务成长空间大，扩张速度快，防水新规出台加速行业出清，推动行业扩容，利好龙头份额提升；4）2021年以来董事会和高管层出现积极变化，优质经营理念将得到传承和再出发，公司迈入新一轮成长。

■ **盈利预测：**公司23Q1业绩符合预期，我们维持盈利预测，预计23-25年归母净利润分别为37.1、45.5、54.8亿，对应当前股价的23-25年PE分别为12、10、8倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**下游行业需求大幅下滑；石膏板价格大幅下跌；产品中高端化不及预期；海外拓展不及预期；龙骨、防水、涂料等业务拓展不及预期；防水新规落地进度不及预期。

图表 1: 23Q1 营收 47.24 亿元, 同比+2.48%


资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 23Q1 扣非归母净利 5.62 亿元


资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 23Q1 毛利率 26.91%, 同比-1.48pct

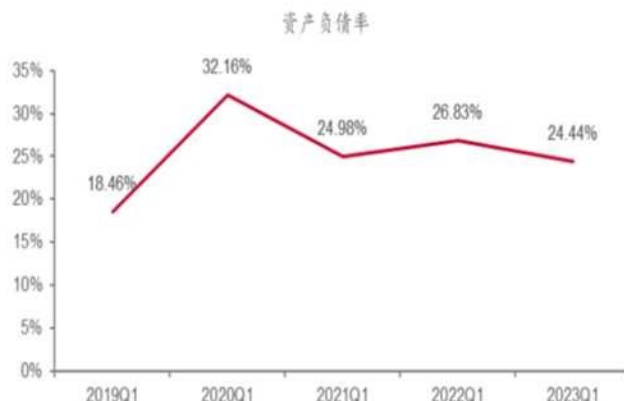

资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 19-23Q1 三大费用率


资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 23Q1 收现比为 72.45%


资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 6: 23Q1 资产负债率 24.44%, 同比-2.39pct


资料来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 北新建材财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	556	8,110	10,488	17,975	营业收入	19,934	21,412	23,890	26,698
应收票据	189	0	0	0	营业成本	14,106	14,557	15,939	17,430
应收账款	1,991	1,837	1,885	2,043	税金及附加	221	237	260	290
预付账款	303	218	239	261	销售费用	760	814	908	1,015
存货	2,727	2,329	4,935	3,523	管理费用	1,025	1,071	1,194	1,335
合同资产	237	220	280	311	研发费用	861	925	1,032	1,153
其他流动资产	5,208	4,663	4,784	4,884	财务费用	106	-49	-173	-220
流动资产合计	10,973	17,158	22,331	28,686	信用减值损失	-107	-15	-15	-15
其他长期投资	76	76	76	76	资产减值损失	-55	-60	-55	-50
长期股权投资	265	265	265	265	公允价值变动收益	-5	-8	-5	-6
固定资产	12,459	12,152	11,924	11,768	投资收益	34	20	17	23
在建工程	1,257	1,357	1,357	1,257	其他收益	112	112	112	112
无形资产	2,502	2,475	2,468	2,464	营业利润	3,311	3,909	4,786	5,762
其他非流动资产	1,073	1,081	1,093	1,110	营业外收入	30	30	30	30
非流动资产合计	17,631	17,406	17,181	16,939	营业外支出	58	58	58	58
资产合计	28,605	34,563	39,512	45,626	利润总额	3,283	3,881	4,758	5,734
短期借款	168	97	226	335	所得税	139	165	203	244
应付票据	179	133	129	163	净利润	3,144	3,716	4,555	5,490
应付账款	1,684	4,367	4,830	5,334	少数股东损益	7	9	11	13
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,137	3,707	4,544	5,477
合同负债	466	385	430	481	NOPLAT	3,245	3,669	4,390	5,279
其他应付款	625	625	625	625	EPS (按最新股本摊薄)	1.86	2.19	2.69	3.24
一年内到期的非流动负债	116	116	116	116					
其他流动负债	2,031	2,087	2,256	2,440	主要财务比率				
流动负债合计	5,270	7,811	8,612	9,493	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	490	540	470	550	成长能力				
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000	营业收入增长率	-5.5%	7.4%	11.6%	11.8%
其他流动负债	401	401	401	401	EBIT增长率	-12.6%	13.1%	19.6%	20.3%
非流动负债合计	1,891	1,941	1,871	1,951	归母公司净利润增长率	-10.6%	18.2%	22.6%	20.5%
负债合计	7,161	9,752	10,483	11,444	获利能力				
归属母公司所有者权益	20,956	24,315	28,522	33,662	毛利率	29.2%	32.0%	33.3%	34.7%
少数股东权益	488	497	507	520	净利率	15.8%	17.4%	19.1%	20.6%
所有者权益合计	21,444	24,812	29,029	34,181	ROE	14.6%	14.9%	15.7%	16.0%
负债和股东权益	28,605	34,563	39,512	45,626	ROIC	18.6%	17.8%	17.8%	17.7%
					偿债能力				
					资产负债率	25.0%	28.2%	26.5%	25.1%
					债务权益比	10.1%	8.7%	7.6%	7.0%
					流动比率	2.1	2.2	2.6	3.0
					速动比率	1.6	1.9	2.0	2.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	35	32	28	26
					应付账款周转天数	43	75	104	105
					存货周转天数	68	63	82	87
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.86	2.19	2.69	3.24
					每股经营现金流	2.17	5.08	1.90	4.80
					每股净资产	12.40	14.39	16.88	19.92
					估值比率				
					P/E	14	12	10	8
					P/B	2	2	2	1
					EV/EBITDA	79	68	59	51

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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。