



买入 (维持)

所属行业: 建筑材料/其他建材
当前价格(元): 25.94

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

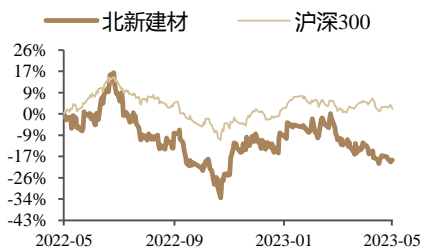
邮箱: yanguang@tebon.com.cn

研究助理

杨东瑜

邮箱: yangdy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-7.82	-10.80	-9.99
相对涨幅(%)	-4.75	-10.23	-6.75

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《北新建材(000786.SZ): 全年业绩下滑, 石膏板业务保持强势》, 2023.3.24
- 《北新建材(000786.SZ): 下游需求弱势影响业绩, Q4 业绩或修复》, 2022.10.28
- 《北新建材(000786.SZ): 疫情和原材料上行影响当期业绩, 石膏板业务盈利稳健》, 2022.8.22

北新建材 (000786.SZ): 23Q1 收入增速转正, 国企改革下管理费率下降

投资要点

- 事件:** 公司发布一季度业绩报告, 23Q1 实现营业收入 47.24 亿元, 同比增加 2.48%; 同期归母净利润实现 5.91 亿元, 同比增加 5.58%; 实现扣非归母净利润 5.62 亿元, 同比增加 3.98%。
- 高基数下 23Q1 业绩稳定增长, 石膏板龙头受益于地产复苏。** 在 22Q1 营收高基数的背景下, 23Q1 公司实现营业收入增速转正, 公司作为石膏板龙头受益于地产销售回暖趋势, 行业龙头地位稳固。23Q1 毛利率为 26.91%, 相比 22Q1 毛利率 28.39% 下降 1.48pct, 而 23Q1 期间费用率为 13.19%, 相比 22Q1 期间费用率 14.9% 下滑 1.7pct, 其中管理费用率下降占主要原因, 相比下降 1.63pct, 公司作为中建材集团旗下石膏板龙头, 在国企三年改革的背景下经营效率稳步提升。同时在 23 年公司完善渠道网络的背景下, 23Q1 公司销售费用率小幅增长, 相比去年同期增长约 0.1pct。
- 应收增速略高于营收增速, 经营性现金流出减少。** 2023 年 Q1 公司应收账款和票据 37.31 亿元, 同比增长 5.6%, 其中应收票据同比减少 14.4%, 应收账款同比增长 6.9%, 同期其他应收款同比增长 67.34%, 公司应收账款增速高于营收增速, 主要系公司调整授信政策, 实施额度加账期的年度销售政策。23Q1 公司经营活动产生现金流净流出 3.17 亿元, 相比去年同期流出减少 0.95 亿元, 23Q1 公司收现比 0.725x, 相比去年同期 0.779x 下降 0.055x, 公司现金回收率小幅下降。
- 23Q1 防水业务双位数增长, 收购灯塔涂料剩余 51% 股权。** 2023 年, 在保持石膏板业务龙头地位的基础上, 公司将继续发展“一体两翼”中“防水、涂料”业务。在陆续收购多家子公司后, 2023 年北新防水进入良性发展赛道, 4 月初, 北新防水董事长管理表示公司 23Q1 整体经营态势跑赢行业, 收入实现两位数增长。在涂料业务上, 子公司北新涂料近期宣布以 1.3 亿元收购天津灯塔涂料剩余 51% 股权, 交易完成后北新涂料将持有灯塔涂料 100% 股权。作为航空航天涂料行业龙头企业, 灯塔涂料在国家重点军工项目、特殊涂层等高精尖领域拥有多年研发生产经验, 2022 年底公司灯塔涂料南港项目年产 5 万吨涂料、年产 2 万吨树脂项目完工投产, 预计可实现年产值约 9 亿元。子公司北新涂料独立持股工业涂料企业, 表明公司涂料布局不限于原有下游地产和市政业务, 而是在建筑涂料、工业涂料多板块开展业务。
- 持续改善公司渠道网络, 提升产品消费类属性。** 公司主要采用渠道销售模式, 目前已经建立扁平化经销商网络, 在当前下游需求变革下, 公司积极寻求新发展方向。一方面, 公司增加渠道数量和渠道类型, 推动“公装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”四个转变, 加大力度拓展县乡、家装零售业务, 对冲传统建筑开发领域下行的压力, 实现全年家装零售销量、县乡销量稳定增长; 另一方面, 在营销方面, 公司坚持“工厂+工长”的立体式饱和营销, 抢占机遇提升城市更新、老房翻新、消费升级推动二次装修等新兴蓝海市场, 加速优势产品向消费类建材综合制造商转型。2023 年 3 月, 公司高端石膏板品牌龙牌集团宣布石膏板+定制业务首批合作签约 10 亿+收入, 预计近期将持续开展石膏板+定制业务签约。
- 投资建议:** 考虑 23 年下游需求企稳, 收入进入稳步增长通道, 在成本费用进一步

降低下利润增速提升，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 39.63/44.27/49.6 亿元，EPS 分别为 2.35/2.62/2.94 元，对应 PE 估值分别为 11.06/9.9/8.84，维持“买入”评级。

- **风险提示：**基建、市政投资增长同比增长不及预期，下游地产开发商尚未企稳，原材料价格增长超于预期。

股票数据		主要财务数据及预测				
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总股本(百万股):	1,689.51					
流通 A 股(百万股):	1,632.45					
52 周内股价区间(元):	21.10-37.14					
总市值(百万元):	43,825.83					
总资产(百万元):	29,138.84					
每股净资产(元):	12.75					
资料来源: 公司公告						
营业收入(百万元)		21,091	19,934	22,140	24,567	27,155
(+/-)YOY(%)		25.2%	-5.5%	11.1%	11.0%	10.5%
净利润(百万元)		3,513	3,136	3,963	4,427	4,960
(+/-)YOY(%)		22.8%	-10.7%	26.4%	11.7%	12.0%
全面摊薄 EPS(元)		2.08	1.86	2.35	2.62	2.94
毛利率(%)		31.8%	29.2%	30.0%	30.2%	30.5%
净资产收益率(%)		18.5%	15.0%	15.8%	14.9%	14.2%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	1.86	2.35	2.62	2.94
每股净资产	12.40	14.85	17.58	20.63
每股经营现金流	2.17	2.29	2.50	2.78
每股股利	0.66	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	13.97	11.06	9.90	8.84
P/B	2.09	1.75	1.48	1.26
P/S	2.20	1.98	1.78	1.61
EV/EBITDA	11.94	10.86	9.11	7.47
股息率%	2.5%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.2%	30.0%	30.2%	30.5%
净利润率	15.7%	17.9%	18.0%	18.3%
净资产收益率	15.0%	15.8%	14.9%	14.2%
资产回报率	11.0%	11.8%	11.3%	11.3%
投资回报率	12.1%	11.8%	11.3%	11.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.5%	11.1%	11.0%	10.5%
EBIT 增长率	-22.4%	16.4%	12.8%	12.4%
净利润增长率	-10.7%	26.4%	11.7%	12.0%
偿债能力指标				
资产负债率	25.0%	23.7%	22.6%	19.6%
流动比率	2.1	2.4	2.8	3.4
速动比率	1.5	1.8	2.2	2.8
现金比率	0.1	0.4	0.8	1.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	36.5	36.5	36.5	36.5
存货周转天数	70.6	70.6	70.6	70.6
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
固定资产周转率	1.6	1.7	1.8	1.9

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,136	3,963	4,427	4,960
少数股东损益	7	9	10	12
非现金支出	985	460	545	632
非经营收益	-393	-452	-495	-564
营运资金变动	-71	-119	-262	-335
经营活动现金流	3,664	3,861	4,225	4,704
资产	-914	-1,128	-943	-864
投资	-1,380	-1,003	-500	-300
其他	37	6	42	46
投资活动现金流	-2,257	-2,124	-1,402	-1,118
债权募资	4,927	445	454	-578
股权募资	52	0	0	0
其他	-6,402	-88	-107	-105
融资活动现金流	-1,422	357	346	-683
现金净流量	-12	2,094	3,170	2,903

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 5 月 10 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	19,934	22,140	24,567	27,155
营业成本	14,106	15,508	17,147	18,882
毛利率%	29.2%	30.0%	30.2%	30.5%
营业税金及附加	221	245	272	300
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	760	844	936	1,035
营业费用率%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
管理费用	1,025	1,138	1,263	1,396
管理费用率%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用	861	956	1,061	1,173
研发费用率%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
EBIT	2,963	3,449	3,888	4,369
财务费用	106	64	44	-4
财务费用率%	0.5%	0.3%	0.2%	-0.0%
资产减值损失	-55	100	50	-2
投资收益	34	38	42	46
营业利润	3,311	4,177	4,662	5,220
营业外收支	-28	-28	-28	-28
利润总额	3,283	4,149	4,634	5,192
EBITDA	3,785	4,009	4,483	4,999
所得税	140	177	197	221
有效所得税率%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
少数股东损益	7	9	10	12
归属母公司所有者净利润	3,136	3,963	4,427	4,960

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	556	2,650	5,820	8,723
应收账款及应收票据	2,180	2,422	2,687	2,970
存货	2,727	2,998	3,315	3,650
其它流动资产	5,510	6,560	7,189	7,626
流动资产合计	10,973	14,630	19,011	22,969
长期股权投资	265	267	267	267
固定资产	12,459	13,209	13,950	14,674
在建工程	1,294	1,637	1,854	2,004
无形资产	2,502	2,692	2,879	3,063
非流动资产合计	17,631	18,899	19,993	21,051
资产总计	28,605	33,529	39,004	44,020
短期借款	168	613	1,067	488
应付票据及应付账款	1,863	2,048	2,265	2,494
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,239	3,397	3,579	3,773
流动负债合计	5,270	6,058	6,911	6,755
长期借款	490	490	490	490
其它长期负债	1,401	1,401	1,401	1,401
非流动负债合计	1,891	1,891	1,891	1,891
负债总计	7,161	7,949	8,802	8,646
实收资本	1,690	1,690	1,690	1,690
普通股股东权益	20,956	25,082	29,695	34,855
少数股东权益	488	497	507	519
负债和所有者权益合计	28,605	33,529	39,004	44,020

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

杨东谕 建筑建材行业研究助理，帝国理工学院硕士，主要负责消费建材板块，2021年加入德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。