资源与环境研究中心

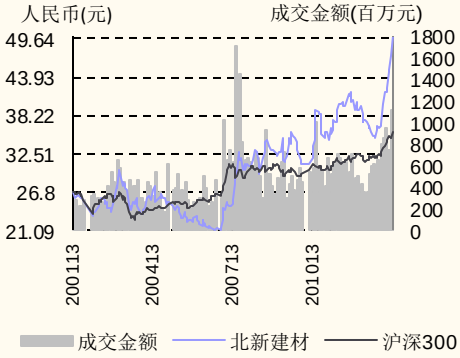
北新建材 (000786.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：50.00 元
目标价格（人民币）：65.49 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.90
已上市流通 A 股(亿股)	16.90
总市值(亿元)	844.75
年内股价最高最低(元)	50.00/21.09
沪深 300 指数	5596
深证成指	15460



相关报告

1.《发展战略指引方向，石膏板龙头再启航-北新建材首次覆盖报告》，2020.11.10

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 联系人
fengmengqian@gjzq.com.cn

石膏板稳健前行，防水打开成长空间

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.460	0.261	1.696	2.183	2.661
每股净资产(元)	8.45	8.26	9.47	11.09	13.05
每股经营性现金流(元)	1.65	1.16	0.75	1.75	2.74
市盈率(倍)	9.43	97.47	29.48	22.91	18.79
净利润增长率(%)	5.20%	-82.11%	549.49%	28.71%	21.92%
净资产收益率(%)	17.27%	3.16%	17.90%	19.69%	20.40%
总股本(百万股)	1,689.51	1,689.51	1,689.51	1,689.51	1,689.51

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年业绩预告修正公告，预计全年实现归母净利润 27-30 亿元，同比增长 512.04%-580.05%，基本 EPS 1.60-1.78 元。

经营分析

- **“一体两翼”战略推进，业绩持续超预期：**19 年公司提出一体两翼战略后，公司战略持续推进，石膏板主业全球扩产、轻钢龙骨配套率提升、防水业务增长释放业绩。公司已在 20 年半年度和三季度两次上调业绩预测，20 年四季度以来，主要产品销售情况良好，公司再次上调业绩预告。
- **石膏板产能持续扩张，主业基石愈发稳固：**公司于 20 年 12 月底发布公告，在山东惠民和邹平投资建设 1 条年产 6,000 万平米（配套年产 1 万吨轻钢龙骨产线）和 2 条年产 5,000 万平米纸面石膏板产线，联合重组新疆三家企业，新增石膏板产能 5,700 万平米。2019 年，公司石膏板产能为 27.52 亿平米，上述三个项目若顺利完成，公司将新增产能 8%，向“全球 50 亿平方米石膏板产业布局”目标更进一步。
- **护面纸提价可传导，盈利能力将提升：**受疫情及固废进口管控政策影响，废纸供应有所承压，近期多家纸业公司上调护面纸价格。在上游护面纸涨价的背景下，公司凭借 60%的市占率，享有较高的定价权，可有效将成本向下游传导。目前公司部分产品已开始提价，且提价幅度高于成本上涨幅度。
- **防水扩产预期强烈，未来充满想象空间：**根据公司 12 月底公告，拟受让苏州防水研究院 100%股权，进一步完善防水业务产业链，以期从技术研发和装备方面提升防水业务竞争力。根据公告，公司规划在“十四五”期间建设 30 个防水基地，而 19 年底公司防水基地仅为 10 个。
- **深化与上游合作，抢占原料资源：**工业副产石膏是石膏板生产的主流原料，通过与魏桥集团合作，可以锁定脱硫石膏资源，保证原料的稳定供应。

盈利调整与投资建议

- 我们上调 2020-2022 年石膏板价格和防水收入预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 28.65/36.88/44.96 亿元（上调 4/14/17%），对应 PE 29/23/19X。鉴于公司石膏板龙头地位和防水业务增长，给予公司 21 年 30X 估值，上调目标价至 65.49 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 地产投资下滑；原料价格变动；国内外疫情反复。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**11,164**	**12,565**	**13,323**	**17,018**	**20,091**	**23,642**
增长率		12.5%	6.0%	27.7%	18.1%	17.7%
主营业务成本	-7,008	-8,128	-9,079	-11,497	-13,281	-15,530
%销售收入	62.8%	64.7%	68.1%	67.6%	66.1%	65.7%
毛利	4,156	4,437	4,244	5,520	6,811	8,111
%销售收入	37.2%	35.3%	31.9%	32.4%	33.9%	34.3%
营业税金及附加	-155	-180	-157	-187	-221	-260
%销售收入	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-344	-380	-377	-517	-611	-719
%销售收入	3.1%	3.0%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-774	-588	-657	-910	-1,045	-1,206
%销售收入	6.9%	4.7%	4.9%	5.4%	5.2%	5.1%
研发费用	0	-366	-421	-589	-663	-757
%销售收入	0.0%	2.9%	3.2%	3.5%	3.3%	3.2%
息税前利润（EBIT）	2,883	2,924	2,633	3,317	4,271	5,170
%销售收入	25.8%	23.3%	19.8%	19.5%	21.3%	21.9%
财务费用	-94	-36	-26	-79	-105	-92
%销售收入	0.8%	0.3%	0.2%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-26	-5	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-6	3	-10	15	15	15
投资收益	49	83	64	0	0	0
%税前利润	1.8%	2.9%	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,741	3,030	2,698	3,300	4,228	5,140
营业利润率	24.6%	24.1%	20.3%	19.4%	21.0%	21.7%
营业外收支	-52	-215	-2,041	-55	-55	-55
税前利润	2,689	2,815	657	3,245	4,173	5,085
利润率	24.1%	22.4%	4.9%	19.1%	20.8%	21.5%
所得税	-334	-335	-200	-363	-467	-570
所得税率	12.4%	11.9%	30.5%	11.2%	11.2%	11.2%
净利润	2,355	2,481	457	2,881	3,706	4,516
少数股东损益	11	15	15	16	18	20
归属于母公司的净利润	**2,344**	**2,466**	**441**	**2,865**	**3,688**	**4,496**
净利率	21.0%	19.6%	3.3%	16.8%	18.4%	19.0%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,355	2,481	457	2,881	3,706	4,516
少数股东损益	11	15	15	16	18	20
非现金支出	470	483	525	578	628	690
非经营收益	168	-46	117	124	158	148
营运资金变动	-338	-135	860	-2,321	-1,536	-718
经营活动现金净流	**2,654**	**2,783**	**1,959**	**1,262**	**2,956**	**4,636**
资本开支	-886	-1,557	-2,109	-1,609	-2,064	-2,164
投资	-996	-584	650	588	15	15
其他	52	82	22	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,831**	**-2,059**	**-1,436**	**-1,021**	**-2,049**	**-2,149**
股权募资	0	75	0	0	0	0
债权募资	-586	-213	385	1,115	349	-980
其他	-457	-633	-837	-900	-1,082	-1,292
筹资活动现金净流	**-1,043**	**-772**	**-452**	**216**	**-733**	**-2,272**
现金净流量	**-219**	**-48**	**70**	**456**	**174**	**215**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	614	490	623	1,079	1,253	1,468
应收款项	325	290	1,587	2,834	4,447	5,232
存货	1,260	1,279	1,612	2,047	2,365	2,766
其他流动资产	3,332	3,593	2,536	2,194	2,294	2,420
流动资产	5,531	5,652	6,358	8,154	10,359	11,886
%总资产	34.3%	31.6%	29.7%	33.7%	37.3%	38.7%
长期投资	347	399	415	415	415	415
固定资产	8,439	9,893	11,979	12,537	13,749	14,902
%总资产	52.4%	55.2%	56.0%	51.9%	49.5%	48.5%
无形资产	1,655	1,731	2,382	2,747	2,917	3,184
非流动资产	10,580	12,256	15,036	16,017	17,399	18,819
%总资产	65.7%	68.4%	70.3%	66.3%	62.7%	61.3%
资产总计	**16,111**	**17,908**	**21,394**	**24,171**	**27,758**	**30,705**
短期借款	1,380	920	1,879	3,060	3,209	2,029
应付款项	1,237	1,190	3,715	2,153	2,487	2,906
其他流动负债	279	204	613	1,766	1,927	2,102
流动负债	2,896	2,313	6,207	6,979	7,623	7,037
长期贷款	287	534	236	216	416	616
其他长期负债	431	621	409	364	364	364
负债	**3,615**	**3,469**	**6,852**	**7,558**	**8,402**	**8,016**
普通股股东权益	**12,415**	**14,283**	**13,952**	**16,006**	**18,731**	**22,044**
其中：股本	1,789	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
未分配利润	7,032	8,873	8,511	10,565	13,289	16,603
少数股东权益	80	156	591	607	625	645
负债股东权益合计	**16,111**	**17,908**	**21,394**	**24,171**	**27,758**	**30,705**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.311	1.460	0.261	1.696	2.183	2.661
每股净资产	6.942	8.454	8.258	9.474	11.086	13.047
每股经营现金净流	1.484	1.647	1.159	0.747	1.749	2.744
每股股利	0.355	0.460	0.082	0.480	0.570	0.700
回报率						
净资产收益率	18.88%	17.27%	3.16%	17.90%	19.69%	20.40%
总资产收益率	14.55%	13.77%	2.06%	11.85%	13.29%	14.64%
投入资本收益率	17.82%	16.20%	10.99%	14.80%	16.50%	18.12%
增长率						
主营业务收入增长率	36.88%	12.55%	6.03%	27.73%	18.06%	17.67%
EBIT增长率	67.13%	1.42%	-9.96%	25.97%	28.77%	21.06%
净利润增长率	100.16%	5.20%	-82.11%	549.49%	28.71%	21.92%
总资产增长率	12.27%	11.16%	19.47%	12.98%	14.84%	10.62%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	2.6	18.4	50.0	70.0	70.0
存货周转天数	65.4	57.0	58.1	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	35.4	33.9	45.5	49.0	49.0	49.0
固定资产周转天数	239.6	220.5	248.1	195.5	173.0	152.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.04%	-10.57%	1.05%	5.16%	5.34%	-0.72%
EBIT利息保障倍数	30.6	80.7	99.6	42.1	40.8	56.4
资产负债率	22.44%	19.37%	32.03%	31.27%	30.27%	26.11%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	13	19	38	71
增持	3	5	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.60**	**1.28**	**1.21**	**1.19**	**1.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-11-10	买入	37.15	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402