

## 北新建材（000786.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月9日

## 基本信息

|        |         |
|--------|---------|
| 所属行业   | 工业      |
| 当前股价   | 25.89   |
| 总市值    | 440.23亿 |
| PE-TTM | 13.09   |
| PB-MRQ | 1.67    |

## 估值结果

|       |      |         |
|-------|------|---------|
|       | 价值   | 659.54亿 |
| DDM估值 | 上行空间 | 50%     |
|       | 状态   | 偏低估     |
|       | 价值   | 737.15亿 |
| 动态估值  | 上行空间 | 67%     |
|       | 状态   | 低估      |

## 四维评级

|      |           |
|------|-----------|
| 成长空间 | ★ ★ ☆ ☆ ☆ |
| 盈利趋势 | ★ ★ ★ ★ ☆ |
| 产业格局 | ★ ★ ★ ★ ☆ |
| 护城河  | ★ ★ ★ ★ ☆ |

## 核心评级结论

北新建材是石膏板行业龙头，“一体两翼”战略实施后，通过并购整合在防水及涂料行业实现较快发展，依托其独特的央企资源和背景，未来市场份额有望持续提升。

公司成长空间相对较弱，主要系所属行业处于成熟期，业务增速放缓；石膏板主业市占率遥遥领先，公司拥有一定定价权且具备成本优势，防水业务通过并购整合跃居第三，涂料业务在整合嘉宝莉后也实现亮眼增速，两翼业务未来产品价格有望修复，公司整体盈利趋势较好，产业格局较优；公司护城河深厚，具有较为明显的品牌、渠道及资源优势，竞争对手难以复制。

基于未来业绩维持可观增速，业务市占率提升，盈利逐步修复的假设，当前公司估值低估。

## 我们区别于市场的观点

市场或因地产需求疲软看衰北新建材石膏板业务增长，且对其防水、涂料业务扩张持谨慎态度，认为行业竞争激烈难突破，但我们认为市场低估了其增长能力与整合机遇。

1) 石膏板领域，市场过度关注短期需求压力，却忽视其结构性潜力：公司通过渠道下沉渗透县乡市场，叠加隔墙领域低渗透率仍有增量空间，将支撑份额与需求双升；2) 防水、涂料业务上，市场担忧整合难度，却未充分认可其央企资源、资金优势：公司可依托工程渠道协同获取订单，同时打磨品牌构建差异。

综上，当前市值未反映其多业务成长韧性，公司或被低估。

## 风险提示

公司或面临防水及涂料龙头的渠道围剿及品牌压制，行业竞争可能加剧；此外，若两翼业务整合不及预期，可能触发大额商誉减值，直接拖累净利润表现。

## 内容目录

|                    |    |
|--------------------|----|
| 1. 基本信息            | 4  |
| 2. 业务介绍            | 4  |
| 3. 商业模式            | 5  |
| 3.1 资产强度           | 5  |
| 3.2 研发强度           | 5  |
| 3.3 营销强度           | 5  |
| 3.4 客户集中度          | 5  |
| 4. 历史经营绩效          | 5  |
| 4.1 历史盈利能力         | 6  |
| 4.2 历史成长能力         | 6  |
| 4.3 历史业务控制力及财务健康评级 | 6  |
| 4.4 股东回报评级         | 7  |
| 5. 四维评级            | 7  |
| 5.1 成长空间           | 7  |
| 5.2 盈利趋势           | 7  |
| 5.3 产业格局           | 8  |
| 5.4 护城河            | 8  |
| 6. 公司估值            | 9  |
| 6.1 核心假设及逻辑        | 10 |
| 6.2 动态估值           | 12 |
| 6.3 DDM估值          | 12 |
| 6.4 估值确定性          | 12 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图1：预测2025年收入占比 .....          | 4  |
| 图2：预测2025年毛利占比 .....          | 4  |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 .....          | 6  |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....        | 6  |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ..... | 6  |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 .....          | 7  |
| <br>                          |    |
| 表1：护城河详解表 .....               | 9  |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 11 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 11 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 12 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 12 |

## 1. 基本信息

北新建材是中国建材集团旗下的绿色建筑新材料产业平台，成立于1979年，于1997年在深交所上市。公司以石膏板、防水材料、涂料为核心业务，其中石膏板年产能达35.63亿平方米，是全球最大的石膏板产业集团。公司实施“一体两翼，全球布局”战略，一方面拓展“石膏板+”业务，一方面加快发展防水与涂料“两翼”，布局新兴国际市场，加速向消费类建材综合制造商和服务商转型。

## 2. 业务介绍

对于北新建材公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

轻质建材：

石膏板是建筑内部装修采用的一种新型建筑板材。公司旗下拥有多个石膏板品牌，“龙牌”、“泰山”和“梦牌”，覆盖行业内高端、中端和低端市场，目前市场份额位于国内行业第一，实现对不同消费者群体的全覆盖。龙骨是支撑石膏板的金属骨架结构，通常为轻钢龙骨，分为吊顶和隔墙龙骨两种类型，决定了石膏板的安装方式和结构稳定性。公司当前龙骨产能为47.13万吨，生产能力位居行业前列，产品配套率持续提升。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

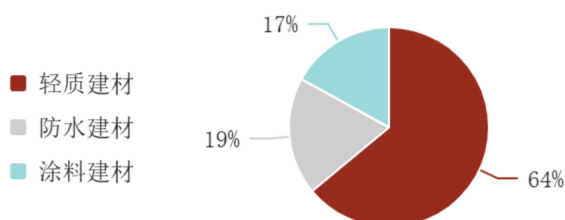
防水建材：

防水材料是建筑的重要功能材料，用于防止雨水、雪水、地下水渗透及空气中的湿气、蒸汽和其他有害气体与液体侵蚀建筑物，主要分为防水卷材与防水涂料两大类。公司通过一系列并购重组进入防水材料领域，旗下拥有“禹王”、“蜀羊”等多个品牌，产品涵盖自粘类防水卷材、高聚物改性沥青类防水卷材、高分子类防水卷材、防水涂料、防水辅材等五大类百余项产品系列。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内，当前该业务规模位居国内防水行业第三。

涂料建材：

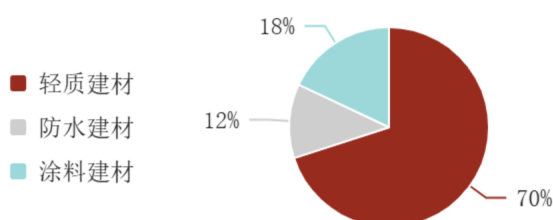
公司涂料业务拥有“灯塔”、“嘉宝莉”、“大桥”多个知名品牌，涵盖建筑涂料和工业涂料两大类，产品包括内外墙涂料、艺术涂料、地坪材料、装修辅料、油墨、树脂和涂装服务等，在多个领域为客户提供专业的涂料解决方案。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内，当前规模位于国内涂料行业TOP10。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级



### 3. 商业模式

北新建材采用“资产投入支撑生产、研发聚焦核心业务创新、客户集中度分散经营风险”的稳健商业模式，以石膏板为核心，协同防水、涂料业务，通过规模化生产与渠道布局持续运营。北新建材依托先发优势布局其生产基地，区位选址大多靠近火电厂，与华能等五大发电集团保持较为稳固的合作关系，不仅能够维持原材料的稳定供应，同时也降低运输成本。公司产品主要是“以销定产”，以经销商渠道销售为主，占比达约90%。公司营销网络密集，经过多年的市场培育，现已触及全国各大城市及发达地区县级市。

#### 3.1 资产强度

低 较低 中等 **较高** 高

北新建材资产强度较高，固定资产、在建工程等长期经营性资产占总资产比例超过50%，公司持续进行产能扩张和“一体两翼”战略投资，布局石膏板、防水、涂料等业务生产线，在厂房、设备等方面投入较多，需通过持续较高的资本开支支撑。

#### 3.2 研发强度

低 较低 **中等** 较高 高

北新建材研发强度中等，2024年研发费用率为4.1%，既贴合稳健经营战略，又紧扣三大核心业务需求，开展关键技术研究，承担了多项国家级和企业集团重大科研项目，并积极提升专利质量，以研发支撑各业务竞争力提升与市场拓展。

#### 3.3 营销强度

低 **较低** 中等 较高 高

北新建材营销强度低，2024年公司销售费用率为5.6%，近几年随公司业务扩张，产品经营战略转变有所上升，但整体来看位于行业中较低水平，主要系公司拥有较强的品牌积淀、战略性的市场定位以及高效的资源协同能力，这些因素共同降低了其对传统高强度营销的依赖。

#### 3.4 客户集中度

**低** 较低 中等 较高 高

北新建材的客户集中度低，2024年公司前五大客户销售收入占比为1.61%，其销售网络遍布全国，注重多元客户开发，客户群体广泛且分散，避免对单一客户或行业过度依赖，使公司受个别客户经营状况影响较小，经营稳定性更高。

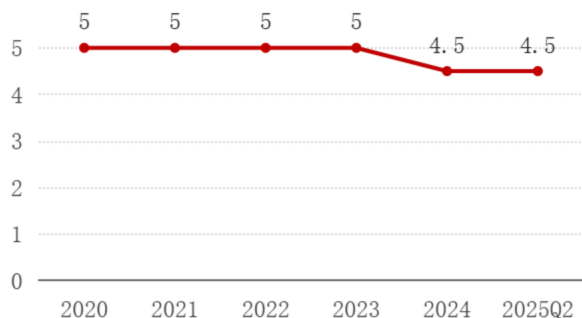
### 4. 历史经营绩效

综合来看，北新建材历史盈利能力一直维持在较高水平，业绩表现较为稳健，其成长能力略微呈现波动态势，业务控制力位于中等水平区间，股东回报能力较好，符合行业龙头水平。

## 4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



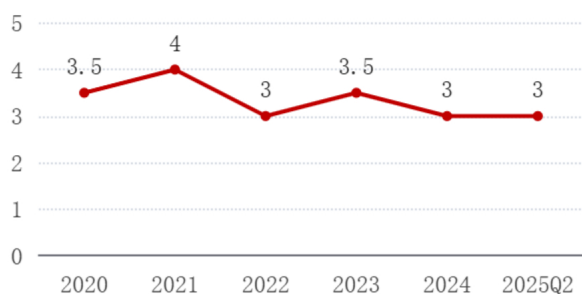
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史盈利能力星级基本持平。作为石膏板行业龙头，北新建材市占率稳居第一，自备造纸厂“泰和纸业”，拥有护面纸采购优势，同时先发布局脱硫石膏，进一步降低采购成本，其盈利能力始终表现较好，领先同行且较为稳定。

## 4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



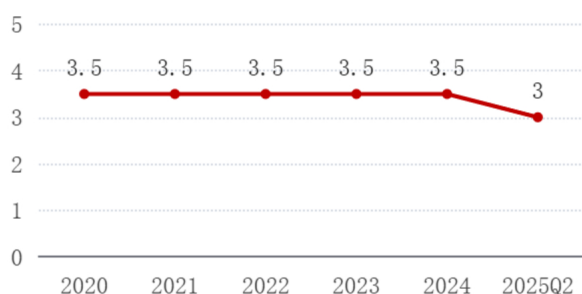
数据来源：公司财报，壹评级

北新建材历史成长能力星级呈现震荡波动态势，2022年下滑较大主要系地产周期下行导致下游需求疲软叠加原材料成本压力凸显。2023年-2024年，公司营收增速有所回暖，但利润增速受限于行业竞争加剧与成本震荡。近几年，北新建材两翼业务持续扩张，未来有望成为公司新的成长级。

## 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



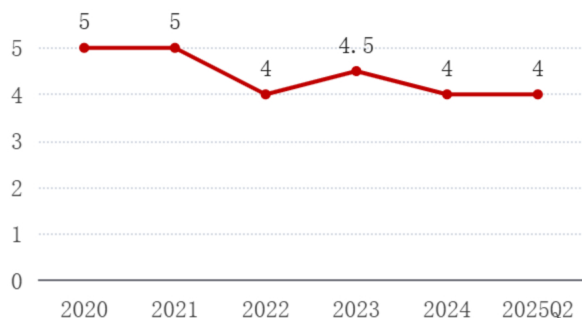
数据来源：公司财报，壹评级

北新建材历史业务控制力基本持平，未因行业波动出现明显弱化。公司核心优势体现在扎实的业务变现能力上，经营性现金流与营业收入比例保持健康，反映出其盈利质量高且回款管理有效。在上下游占款方面，公司凭借主业的龙头地位和渠道掌控力，维持了相对均衡的资金占用格局，既未过度占用合作方资金影响关系，也保障了自身运营效率，整体业务控制力保持稳定态势。

## 4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

北新建材股东回报持续稳健，既体现强劲盈利兑现能力，也彰显对股东的长期责任感。近五年公司分红率稳中有升，2024年公司分红率进一步提升至40%，体现出公司将经营成果与股东深度共享的理念。结合其稳定的现金流与盈利规模，公司高分红策略有望延续，为股东提供可靠的投资回报支撑。

## 5. 四维评级

北新建材成长能力中等偏低，主要由于所处行业生命周期相对成熟，成长空间有限，但其盈利趋势和产业格局较好，护城河深厚，总体来看公司基本面较为优秀。

### 5.1 成长空间

★★☆☆☆

公司的主营业务为石膏板、龙骨、防水材料及涂料，所处行业相对成熟，未来成长空间相对有限。

**轻质建材(1.5星)：**

公司当前石膏板业务规模较大，位于行业内领先水平，市占率近70%，在低端市场的占有率可能仍有一定提升空间但整体有限，之后的成长点或在于产品的高端化占比提升，消费及装饰属性支撑石膏板价格向上；而对于龙骨产品来说，配套率的提升或贡献一定业绩增量。

**防水建材(2星)：**

公司防水业务过去几年通过并购整合加速扩张，增速较高，业务规模达到行业第三位，近期增速有所放缓，一方面地产持续低迷，防水需求锐减，另一方面防水行业应用场景拓展相对缓慢，新兴领域如光伏屋面防水虽有潜力但当前在整体需求中占比较低，以当前时点来看公司防水业务一定程度上成长增速受限。

**涂料建材(2.5星)：**

涂料市场规模大，行业集中度低，公司涂料业务市场份额尚有提升空间，且在细分领域例如艺术漆等拥有差异性优势，公司未来或继续“内生外延”并行扩张，在建筑及工业涂料领域有一定发展前景。

### 5.2 盈利趋势

★★★★☆

北新建材盈利趋势较好，随着产品价格逐渐修复，盈利能力有望进一步改善。

#### 轻质建材(4星):

公司石膏板业务成本优势显著, 受益于护面纸大部分自供和脱硫石膏的先发布局, 其采购成本远低于同行, 通过梯度产品策略实现高、中、低端市场全覆盖, 市占率遥遥领先, 拥有一定定价权, 该业务盈利能力始终维持稳定且较高水平。

#### 防水建材(3.5星):

公司防水业务当前盈利能力相对承压, 主因防水材料同质化严重, 需求疲软背景下行业内存在激烈价格竞争, 挤压盈利空间, 今年7月以来多家防水企业陆续对旗下产品进行提价, 叠加“反内卷”的热潮, 预计盈利趋势向好, 盈利能力进一步提升。

#### 涂料建材(3.5星):

公司涂料业务盈利能力较好, 受益于业务间的协同效应, 成本及费用控制能力提升, 公司深入工业涂料领域, 填补高端市场空白, 未来盈利能力有望持续向好。

### 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局较好, 石膏板业务行业格局相对稳定, 而在防水及涂料行业, 公司市占率仍有提升空间。

#### 轻质建材(4.5星):

公司是石膏板行业龙头, 市占率接近70%, 遥遥领先。据公司发展规划, 其未来市场份额仍有一定提升空间, 长期来看, 该行业拥有较深品牌及渠道进入壁垒, 新进入者渗透难度大, 竞争格局稳定。

#### 防水建材(3星):

公司防水业务规模当前在行业中位于第二梯队, 当前行业集中度较低, 依托于公司的央企背景和现金流优势, 公司未来仍有一定发展空间。行业属性来看, 行业进入和退出壁垒相对较低, 上游供应商和下游客户集中度中等, 整体产业格局一般。

#### 涂料建材(4星):

近几年公司涂料业务通过并购整合实现较快发展, 并表嘉宝莉后建筑涂料规模位于行业前列, 在细分领域例如艺术漆、地坪漆等品类位居民族品牌前三, 未来公司或继续内生外延扩张, 市场份额有望持续提升。而行业内产品差异化高, 品牌渠道进入壁垒较强, 新进入者渗透有一定门槛。

### 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河深厚且持续性强, 优势主要表现在品牌、渠道和资源优势。

表1：护城河详解表

|      | 护城河宽度及解释                                                                                                                 | 护城河持续性及解释                                                                                                                                                                                      |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 轻质建材 | (4星) 公司轻质建材业务护城河宽度星级较高。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为19.3%，公司市占率约为68%，业务控制力为3星。依托于高市占率及优异的成本控制能力，公司始终保持较高的盈利水平及韧性，位于行业领先。         | (4.5星) 该业务具有品牌、渠道和资源护城河。1) 公司品牌优势显著，市场份额遥遥领先，消费者对知名产品的质量信任度更强，旗下高端品牌通过高定价实现高利润；2) 公司拥有渠道优势，营销网络密集，触及全国各大城市及发达地区县级市；3) 公司资源优势明显，护面纸理论上几乎可自供，且先发布局脱硫石膏，进一步降低成本，支撑其盈利能力。竞争者建立该优势难度较大，护城河被颠覆的风险较低。 |
| 防水建材 | (2.5星) 公司防水建材业务护城河宽度星级中等。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为10%，公司市占率约为3-4%，业务控制力为3星。公司防水规模位于行业第三，自身现金流优异支撑业务扩张，当前盈利能力相较龙头仍有差距，未来有望靠拢。 | (3星) 该业务具有品牌、渠道和资源护城河。1) 公司品牌首选率位列前三；2) 公司受益于央企背书及平台带来的多方合作资源，能够在行业整合期提升市场份额，进行经销商扩张，3) 同时自身资金充裕，现金流稳定，能够有效支撑防水业务持续扩张。品牌及渠道优势需要长期沉淀，竞争者建立相关优势难度较大，护城河被颠覆的风险较低。                                 |
| 涂料建材 | (2.5星) 公司涂料建材业务护城河宽度星级中等。经壹评级调整后，2024年该业务ROIC为10.4%，公司市占率约为1%，业务控制力为3星。北新嘉宝莉在细分涂料领域市占率领先，整合后借助央企背书成功获得大量订单，发展值得期待。       | (3星) 该业务具备品牌和渠道护城河。1) 嘉宝莉在部分细分领域品牌优势明显，公司将其收购后迅速形成品牌知名度；2) 与此同时，央企背书帮助嘉宝莉中标大量央企国企集采项目，相较竞争者更有优势。央企背景具有稀缺性，竞争者难以复制，护城河被颠覆的风险较低。                                                                 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型，基于未来业绩维持可观增速，业务市占率提升，盈利逐步修复的假设，北新建材当前处于低估状态。



## 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：轻质建材、防水建材、涂料建材，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

**轻质建材：**

**收入假设：**

- 1) 石膏板：我们参考行业规模增速及公司市占率变化（68%→70%）估算石膏板销量，预计未来销量将维持增长，受公司向高端产品结构转型以及产品复价的影响，预计公司石膏板均价略微上涨；
- 2) 龙骨：龙骨作为石膏板的配套产品，我们假设其配套率上升（10%→12%），增速略高于石膏板增速；
- 3) 营收：整体轻质建材板块业务收入未来五年CAGR预计落在0%~5%之间。

**盈利能力假设：**受公司产品结构转型与运营效率提升的影响，我们预期石膏板毛利率略微上升后保持稳定，龙骨毛利率假设维持稳定。

**资产负债假设：**我们根据行业对公司进行分类，理想状态下，当前公司的资产负债率相对偏低，财务杠杆使用较为保守，在未来年度进行一定上调。

**防水建材：**

**收入假设：**公司防水业务受益于并购整合发展迅速，当前基数仍然较小，虽行业需求偏弱，但预计短期内业务增速仍高于行业增速，未来五年复合增速在5%~10%区间；

**盈利能力假设：**随着集体提价实行及产品结构转型，预计防水产品毛利率后续稳中有升，于2029年回至约21%，接近中枢水平。

**资产负债假设：**我们根据行业对公司进行分类，理想状态下，当前公司的资产负债率相对偏低，财务杠杆使用较为保守，在未来年度进行一定上调。

**涂料建材：**

**收入假设：**公司涂料业务通过并购实现较快增长，考虑到嘉宝莉及大桥已经并表，且公司计划后续仍可能进行一定并购整合，我们预期后续增速有所放缓，但仍维持较高水平，未来五年复合增速在10%~15%区间；

**盈利能力假设：**预期随着整合后公司经营效率提升，产品毛利率稳中略升。

**资产负债假设：**我们根据行业对公司进行分类，理想状态下，当前公司的资产负债率相对偏低，财务杠杆使用较为保守，在未来年度进行一定上调。



表2：公司整体业绩预测

| 北新建材          | 2022A | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)         | 199.3 | 224.3 | 258.2 | 275.8 | 294.3 | 316.0 | 341.7 | 362.7 |
| 归母净利润(亿)      | 31.4  | 35.2  | 36.5  | 37.0  | 39.3  | 42.5  | 46.5  | 49.4  |
| 归母净利润增速(%)    | -10.6 | 12.4  | 3.5   | 1.4   | 6.3   | 8.1   | 9.4   | 6.1   |
| 经营性净利润(亿)     | 31.4  | 35.4  | 37.4  | 37.4  | 39.8  | 43.1  | 47.2  | 50.1  |
| 经营性净利润增速(%)   | -12.5 | 12.7  | 5.5   | 0.2   | 6.3   | 8.2   | 9.5   | 6.2   |
| 经营性归母净利润(亿)   | 31.3  | 35.1  | 36.6  | 36.6  | 39.0  | 42.2  | 46.2  | 49.0  |
| 经营性归母净利润增速(%) | -11.7 | 12.0  | 4.2   | 0.2   | 6.3   | 8.2   | 9.5   | 6.2   |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 轻质建材        | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入(亿)       | 167.9  | 181.3 | 176.0 | 176.9 | 183.3 | 194.0 | 208.6 | 219.3 |
| 收入增速(%)     | -2.5   | 8.0   | -2.9  | 0.5   | 3.6   | 5.8   | 7.5   | 5.1   |
| 经营性净利润(亿)   | 32.3   | 33.7  | 32.5  | 31.6  | 32.7  | 34.5  | 37.0  | 38.7  |
| 经营性净利率(%)   | 19.2   | 18.6  | 18.5  | 17.9  | 17.8  | 17.8  | 17.7  | 17.6  |
| 经营性净利润增速(%) | -4.9   | 4.6   | -3.7  | -2.7  | 3.3   | 5.6   | 7.2   | 4.5   |
| 防水建材        | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 31.4   | 39.0  | 46.3  | 52.3  | 58.1  | 63.3  | 69.0  | 74.5  |
| 收入增速(%)     | -18.8  | 24.1  | 18.6  | 13.0  | 11.0  | 9.0   | 9.0   | 8.0   |
| 经营性净利润(亿)   | -0.8   | 1.3   | 1.9   | 2.1   | 2.5   | 3.2   | 4.0   | 4.6   |
| 经营性净利率(%)   | -2.7   | 3.4   | 4.0   | 3.9   | 4.3   | 5.0   | 5.8   | 6.1   |
| 经营性净利润增速(%) | -141.7 | 260.0 | 39.5  | 11.0  | 22.2  | 25.7  | 25.1  | 14.9  |
| 涂料建材        | 2022A  | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
| 收入(亿)       | 0.0    | 3.9   | 35.9  | 46.6  | 52.8  | 58.7  | 64.1  | 68.9  |
| 收入增速(%)     | 0.0    | 0.0   | 812.4 | 29.6  | 13.5  | 11.0  | 9.2   | 7.5   |
| 经营性净利润(亿)   | 0.0    | 0.3   | 3.0   | 3.7   | 4.6   | 5.4   | 6.2   | 6.8   |
| 经营性净利率(%)   | 0.0    | 8.4   | 8.3   | 8.0   | 8.7   | 9.2   | 9.6   | 9.9   |
| 经营性净利润增速(%) | 0.0    | 0.0   | 809.5 | 24.4  | 23.1  | 17.2  | 14.8  | 10.6  |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务        | 半显性期<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局  | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|-------|------------|--------------|------------|---------------|
| 轻质建材      | 3.5%         | 中低         | 非常好   | 强          | 7.8%         | 17.36      | 38.1          |
| 防水建材      | 6.0%         | 中等-        | 较好    | 较强         | 8.5%         | 13.85      | 4.4           |
| 涂料建材      | 6.0%         | 中等-        | 较好    | 较强         | 8.5%         | 13.85      | 6.6           |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值  | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 轻质建材(亿)   | 124.0        | 491.2      | 615.2 | 14.3       | 13.2         | 6.1        | 622.4         |
| 防水建材(亿)   | 3.4          | 43.6       | 47.0  | 2.2        | 1.0          | -          | 48.2          |
| 涂料建材(亿)   | -1.0         | 66.1       | 65.1  | 2.9        | 1.4          | -          | 66.5          |
| 公司整体测算(亿) | 126.4        | 600.9      | 727.2 | 19.4       | 15.6         | 6.1        | 737.1         |

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务        | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值  | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值   |
|-----------|-----------|-----------|-------|------|--------------|------------|-------|
| 轻质建材(亿)   | 312.7     | 231.3     | 544.0 | 14.3 | 11.7         | 6.1        | 552.8 |
| 防水建材(亿)   | 18.6      | 23.5      | 42.0  | 2.2  | 0.9          | -          | 43.3  |
| 涂料建材(亿)   | 27.5      | 34.6      | 62.1  | 2.9  | 1.5          | -          | 63.4  |
| 公司整体测算(亿) | 358.8     | 289.4     | 648.1 | 19.4 | 14.1         | 6.1        | 659.5 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性中等。公司主要业务所处行业相对成熟，但信息可得、跟踪和持续性却相对较弱，公司主业石膏板市占率高，盈利能力稳定，业绩确定性相对较高，两翼业务中，防水和涂料业务当前行业集中度低，且公司有持续外延内生的扩张目标，然而并购整合效果、后续扩张节奏及潜在商誉减值风险均存在不确定性，预计对公司营收、市占率、盈利能力等造成较大影响，确定性相对较低。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5  | 4.5 | 4   | 3.5 | 3   | 2.5 | 2   | 1.5 | 1  | 0.5 |
|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
| 比例 | 3% | 7%  | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3%  |

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间   | $X < -50\%$ | $-50\% \leq X < -30\%$ | $-33\% \leq X < -20\%$ | $-20\% \leq X < 25\%$ | $25\% \leq X < 50\%$ | $50\% \leq X < 100\%$ | $X \geq 100\%$ |
|------|-------------|------------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------|
| 估值状态 | 严重高估        | 高估                     | 偏高估                    | 合理估值                  | 偏低估                  | 低估                    | 严重低估           |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。