

北新建材（000786.SZ）/建材

证券研究报告/公司点评

2023年12月30日

评级：买入（维持）

市场价格：23.36

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	22,049	24,435	27,325
增长率 yoy%	25%	-5%	11%	11%	12%
归母净利润（百万元）	3,510	3,136	3,678	4,357	5,095
增长率 yoy%	23%	-11%	17%	18%	17%
每股收益（元）	2.08	1.86	2.18	2.58	3.02
净资产收益率	18%	15%	15%	15%	15%
P/E	11.2	12.6	10.7	9.1	7.7
P/B	2.1	1.9	1.6	1.4	1.2

备注：股价取自2023年12月29日收盘价；暂不考虑嘉宝莉并表带来的影响

投资要点

- 事件 1:** 公司发布限制性股票激励计划，计划以 13.96 元/股的价格首次授予 347 名激励对象 1082.6 万股公司股票。
- 事件 2:** 联合重组嘉宝莉方案出炉，公司拟以现金 40.73 亿收购嘉宝莉 78.34% 股份，收购完成后成为嘉宝莉的控股股东。
- 股权激励彰显业务发展信心，公司规模、效率和经营质量有望齐上台阶。** 公司股权激励考核期为 24-26 年，从解除限售的业绩考核条件来看，以 22 年扣非归母净利润为基数，24-26 年扣非归母净利润复合增速应分别不低于 27.7%、33.08% 和 25.43%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平，以此测算 24-26 年公司扣非归母净利润规模应分别不低于 42.64、61.63、64.73 亿，测算 25-26 年同比增速分别为 44.53%、5.02%，25 年考核增速较高，我们预计背后一方面考虑到公司石膏板、防水主业和海外市场稳健增长推升盈利修复，另一方面或隐含此次收购嘉宝莉如在 24 年顺利完成，24 年或将只在部分时间并表，25 年全年并表后会对公司产生更多利润贡献，从而提升业绩增速。业绩增速考核目标之外，解除限售还须满足：①24-26 年扣非净资产收益率分别不低于 17%、18%、19%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；②24-26 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。业绩考核目标较为积极，且须高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平彰显了公司对业务发展的信心，同时考核扣非净资产收益率、经济增加值改善值等指标彰显了公司对经营质量的重视，股权激励有望充分调动公司上下干事创业的积极性，公司规模、效率和经营质量有望齐上台阶。
- 控股嘉宝莉方案落地，或将重塑建筑涂料行业竞争格局。** 嘉宝莉收购估值为 52 亿，对应 22 年 2.68 亿净利润的 PE 为 19.41 倍，低于 A 股可比上市公司三棵树、亚士创能估值水平。嘉宝莉原始股东承诺 24-26 年嘉宝莉集团实现扣非税后归母净利润分别不低于 4.13、4.62 和 5.19 亿，25-26 年同比增速分别不低于 11.86%、12.34%。嘉宝莉 22 年、23 年 1-7 月实现毛利率分别为 33.36%、36.06%，实现净利率分别为 7.42%、9.58%，处于行业较高水平。如此次控股嘉宝莉顺利落地，北新旗下灯塔和嘉宝莉将各担北新涂料在工业和民用端发展的重任，凭借北新作为央企的强大资金和渠道资源优势，涂料翼业务有望加速发展，防水和涂料作为北新建材“两翼”业务的核心，秉承收购整合+内生优化思路，23 年北新防水在经历内部调整优化之后，23H1 收入增速领先行业，彰显出央企背景赋能的强大竞争优势，如此次收购成功落地，北新涂料将跻身中国第 4 大建筑涂料企业，涂料+防水两翼有望打开公司未来成长空间。
- 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 2023 年中产能 33.88 亿平，中长期目标 50

基本状况

总股本(百万股)	1,690
流通股本(百万股)	1,632
市价(元)	23.36
市值(百万元)	39,467
流通市值(百万元)	38,134

股价与行业-市场走势对比

相关报告

【公司点评】北新建材事件点评：意向控股嘉宝莉，涂料一翼加速布局 20230920

【公司点评】北新建材 2023 年半年报点评：业绩超预期；石膏板高端化显著；防水市占加速提升 20230820

【公司点评】北新建材 2023 年一季报点评：防水业务市占提升，23Q1 稳健开局 20230428

【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】北新建材点评：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

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) 股权激励推出激发公司上下干事创业活力，促进各业务板块融合，加快推进一体两翼战略布局落地。

- **盈利预测：**暂不考虑嘉宝莉并表带来的影响，我们维持盈利预测，预计 23-25 年归母净利润分别为 36.78、43.57、50.95 亿，对应当前股价的 23-25 年 PE 分别为 10.7、9.1、7.7 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；信息更新不及时的风险；收购整合不及预期的风险。

图表 1：嘉宝莉核心财务指标情况

单位：亿元	2022	2023年1-7月
营业收入	36.09	20.47
营业成本	24.05	13.09
毛利率	33.36%	36.06%
销售费用	4.32	2.49
管理费用	2.36	1.31
研发费用	1.52	0.86
财务费用	(0.09)	(0.03)
净利润	2.68	1.96
净利润率	7.42%	9.58%
经营活动产生的现金流量净额	6.84	1.10
销售商品、提供劳务收到的现金	39.39	20.31
收现比	109.15%	99.22%

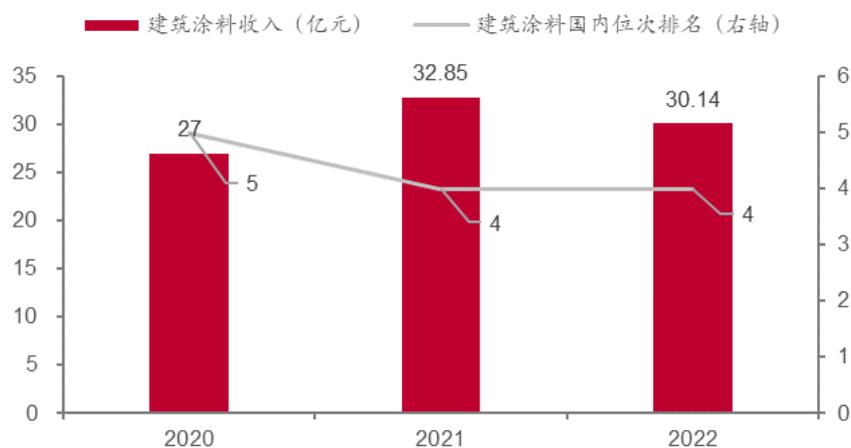
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：此次收购完成后嘉宝莉集团的股权结构情况

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例
1	北新集团建材股份有限公司	306,118,336	78.34%
2	江门市承胜投资有限公司	49,643,480	12.70%
3	江门志成咨询有限公司	21,329,968	5.46%
4	江门市卓誉投资有限公司	7,460,600	1.91%
5	珠海环和投资合伙企业(有限合伙)	2,847,772	0.73%
6	珠海伟成投资合伙企业(有限合伙)	1,593,286	0.41%
7	珠海骏成投资合伙企业(有限合伙)	946,800	0.24%
8	珠海朗成投资合伙企业(有限合伙)	645,874	0.17%
9	珠海明华投资合伙企业(有限合伙)	156,314	0.04%
	合计	390,742,430	100.00%

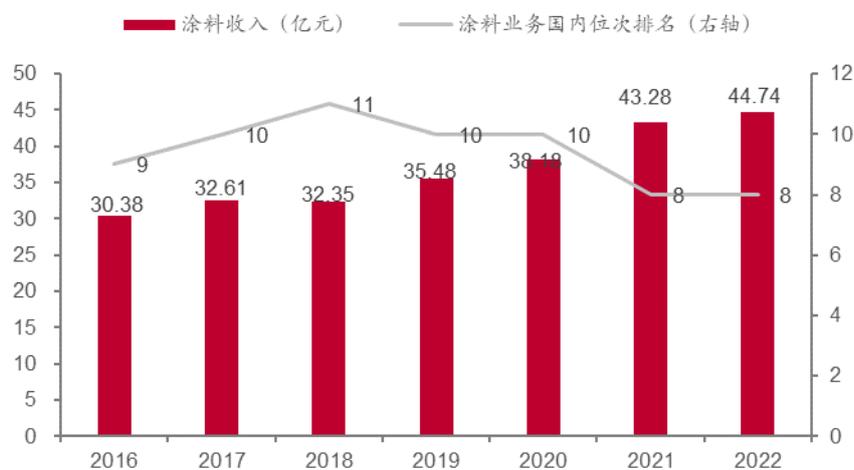
资料来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：嘉宝莉建筑涂料业务收入及国内市场位次排名



资料来源：涂界，中泰证券研究所

图表 4：嘉宝莉涂料业务整体收入及国内市场位次排名



资料来源：涂界，中泰证券研究所

盈利预测表

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	8,178	10,288	17,516	营业收入	19,934	22,049	24,435	27,325
应收票据	189	0	0	0	营业成本	14,106	15,213	16,629	18,380
应收账款	1,991	1,892	1,928	2,091	税金及附加	221	244	266	297
预付账款	303	228	249	276	销售费用	760	794	916	1,038
存货	2,727	2,434	5,148	3,715	管理费用	1,025	1,080	1,222	1,366
合同资产	237	227	286	318	研发费用	861	952	1,056	1,180
其他流动资产	5,208	4,685	4,803	4,907	财务费用	106	-50	-171	-214
流动资产合计	10,973	17,416	22,417	28,504	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	3,866	4,575	5,345
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	34,822	39,598	45,444	利润总额	3,283	3,838	4,547	5,317
短期借款	168	97	226	335	所得税	139	152	180	211
应付票据	179	139	134	172	净利润	3,144	3,686	4,367	5,106
应付账款	1,684	4,564	5,039	5,624	少数股东损益	7	9	10	12
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,137	3,677	4,357	5,094
合同负债	466	397	440	492	NOPLAT	3,245	3,638	4,202	4,901
其他应付款	625	625	625	625	EPS (按最新股本摊薄)	1.86	2.18	2.58	3.02
一年内到期的非流动负债	116	116	116	116					
其他流动负债	2,031	2,161	2,336	2,549	主要财务比率				
流动负债合计	5,270	8,099	8,916	9,913	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%	10.6%	10.8%	11.8%
其他非流动负债	401	401	401	401	EBIT增长率	-12.6%	11.8%	15.5%	16.6%
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%	17.3%	18.5%	16.9%
负债合计	7,161	10,040	10,788	11,864	获利能力				
归属母公司所有者权益	20,956	24,285	28,304	33,061	毛利率	29.2%	31.0%	31.9%	32.7%
少数股东权益	488	496	507	518	净利率	15.8%	16.7%	17.9%	18.7%
所有者权益合计	21,444	24,782	28,811	33,579	ROE	14.6%	14.8%	15.1%	15.2%
负债和股东权益	28,605	34,822	39,598	45,444	ROIC	18.6%	17.6%	17.1%	16.7%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	25.0%	28.8%	27.2%	26.1%
单位:百万元					债务权益比	10.1%	8.7%	7.7%	7.2%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	流动比率	2.1	2.2	2.5	2.9
经营活动现金流	3,664	8,655	2,948	7,861	速动比率	1.6	1.8	1.9	2.5
现金收益	4,046	4,619	5,159	5,845	营运能力				
存货影响	-94	293	-2,715	1,434	总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6
经营性应收影响	-75	423	-2	-139	应收账款周转天数	35	32	28	26
经营性应付影响	97	2,840	470	623	应付账款周转天数	43	74	104	104
其他影响	-309	480	36	98	存货周转天数	68	61	82	87
投资活动现金流	-2,257	-724	-731	-697	每股指标 (元)				
资本支出	-1,186	-749	-728	-693	每股收益	1.86	2.18	2.58	3.02
股权投资	-24	0	0	0	每股经营现金流	2.17	5.12	1.74	4.65
其他长期资产变化	-1,047	25	-3	-4	每股净资产	12.40	14.37	16.75	19.57
融资活动现金流	-1,422	-309	-107	65	估值比率				
借款增加	-1,579	-21	59	189	P/E	12.6	10.7	9.1	7.7
股利及利息支付	-1,202	-477	-541	-636	P/B	1.9	1.6	1.4	1.2
股东融资	52	0	0	0	EV/EBITDA	85	74	67	59
其他影响	1,307	189	375	512					

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。