

# 北新建材（000786）

## 股权激励及嘉宝莉收购落地，一体两翼发展提速

买入（维持）

2024年01月01日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值          | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元）       | 19,934 | 22,549 | 25,349 | 28,150 |
| 同比               | -5%    | 13%    | 12%    | 11%    |
| 归属母公司净利润（百万元）    | 3,136  | 3,574  | 4,284  | 4,844  |
| 同比               | -11%   | 14%    | 20%    | 13%    |
| 每股收益-最新股本摊薄（元/股） | 1.86   | 2.12   | 2.54   | 2.87   |
| P/E（现价&最新股本摊薄）   | 12.58  | 11.04  | 9.21   | 8.15   |

关键词：#股权激励

投资要点

- **事件：公司发布限制性股票激励计划（草案）及联合重组嘉宝莉的公告。**
  - 限制性股票激励计划：**本激励计划拟授予的限制性股票总量不超过1,290万股，约占总股本的0.764%，激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心骨干人员在内的人员共计不超过347人；本次激励计划对应的业绩考核目标为2024-2026年较2022年归母扣非净利润复合增长率不低于27.7%/33.08%/25.43%。
  - 联合重组嘉宝莉的公告：**公司拟以现金支付407,382.26万元收购嘉宝莉78.34%的股份，收购完成后嘉宝莉将成为公司的控股子公司。
- **股权激励业绩考核目标较高彰显公司发展信心。**激励计划拟授予的限制性股票总量不超过1,290万股，约占总股本的0.764%，授予价格为13.96元/股，激励对象不超过347人。股权激励的业绩考核目标为：1）2024-2026年较2022年归母扣非净利润复合增长率不低于27.7%/33.08%/25.43%，对应公司扣非后归母净利润分别为不低于42.65/61.64/64.73亿元，其中2025年增速目标较高；2）2024-2026年扣非净资产收益率分别不低于17%/18%/25.43%，且高于对标企业75分位值或同行业平均水平；3）经济增加值改善值 $\Delta$ EVA>0。公司业绩考核目标较为积极，彰显公司对中长期的发展信心。
- **拟现金收购嘉宝莉，进一步扩大公司涂料业务版图。**公司拟以现金支付407,382.26万元收购嘉宝莉78.34%的股份，嘉宝莉集团2022、2023年1-7月分别实现营收36.09/20.47亿元；净利润2.68/1.96亿元。嘉宝莉集团原始股东承诺在会计年度2024年、2024-2025年、2024-2026年的税后净利润不得低于4.13亿元、8.75亿元、13.94亿元。收购完成后，嘉宝莉将成为公司的控股子公司，公司涂料业务产能将由目前的10.3万吨跃升至130万吨以上，产能布局由华北地区扩展至全国，涂料板块业务将得到显著补强，其中建筑涂料业务将跃居国内行业领先地位。嘉宝莉的资产较为优质，公司对嘉宝莉的收购完成将加快公司“一体两翼”发展战略落地，有助于公司在涂料板块快速发展。
- **盈利预测与投资评级：**随着国企改革的一步深入，在公司“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率将继续提升，龙骨配套、防水和涂料业务也持续贡献增量。公司发布股权激励强化发展信心，激发公司内部活力。不考虑嘉宝莉并表影响，考虑到公司强化激励、一体两翼加速推进，我们维持预计公司2023年归母净利润为35.74亿元，上调公司2024-2025年归母净利润分别为42.84/48.44亿元（前值为41.47/46.94亿元），对应PE分别为11X/9X/8X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

股价走势



市场数据

|             |             |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元)      | 23.36       |
| 一年最低/最高价    | 21.77/32.08 |
| 市净率(倍)      | 1.75        |
| 流通A股市值(百万元) | 38,134.05   |
| 总市值(百万元)    | 39,466.90   |

基础数据

|             |          |
|-------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 13.38    |
| 资产负债率(%，LF) | 23.89    |
| 总股本(百万股)    | 1,689.51 |
| 流通A股(百万股)   | 1,632.45 |

相关研究

《北新建材(000786)：2023年三季报点评：营收稳健增长，拟收购涂料资产强化两翼布局》

2023-10-27

《北新建材(000786)：2023年半年报点评：Q2业绩表现超预期，稳价拓量增强盈利能力》

2023-08-21

北新建材三大财务预测表

| 资产负债表(百万元)       |               |               |               |               | 利润表(百万元)        |               |               |               |               |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                  | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |                 | 2022A         | 2023E         | 2024E         | 2025E         |
| <b>流动资产</b>      | <b>10,973</b> | <b>12,407</b> | <b>15,683</b> | <b>18,224</b> | <b>营业总收入</b>    | <b>19,934</b> | <b>22,549</b> | <b>25,349</b> | <b>28,150</b> |
| 货币资金及交易性金融资产     | 4,495         | 5,017         | 7,232         | 8,623         | 营业成本(含金融类)      | 14,106        | 15,550        | 17,494        | 19,439        |
| 经营性应收款项          | 2,746         | 4,230         | 4,830         | 5,605         | 税金及附加           | 221           | 248           | 266           | 298           |
| 存货               | 2,727         | 2,554         | 2,970         | 3,300         | 销售费用            | 760           | 1,037         | 1,103         | 1,182         |
| 合同资产             | 237           | 180           | 203           | 225           | 管理费用            | 1,025         | 947           | 1,014         | 1,098         |
| 其他流动资产           | 770           | 425           | 448           | 471           | 研发费用            | 861           | 925           | 1,014         | 1,112         |
| <b>非流动资产</b>     | <b>17,631</b> | <b>17,955</b> | <b>18,509</b> | <b>19,274</b> | 财务费用            | 106           | 74            | 51            | 22            |
| 长期股权投资           | 265           | 265           | 265           | 265           | 加:其他收益          | 112           | 79            | 89            | 84            |
| 固定资产及使用权资产       | 12,639        | 13,068        | 13,714        | 14,559        | 投资净收益           | 34            | 56            | 63            | 70            |
| 在建工程             | 1,294         | 1,039         | 797           | 567           | 公允价值变动          | -5            | 0             | 0             | 0             |
| 无形资产             | 2,502         | 2,652         | 2,802         | 2,952         | 减值损失            | -163          | -17           | -17           | -17           |
| 商誉               | 344           | 344           | 344           | 344           | 资产处置收益          | 478           | 0             | 0             | 0             |
| 长期待摊费用           | 80            | 80            | 80            | 80            | <b>营业利润</b>     | <b>3,311</b>  | <b>3,886</b>  | <b>4,543</b>  | <b>5,136</b>  |
| 其他非流动资产          | 507           | 507           | 507           | 507           | 营业外净收支          | -28           | -80           | 10            | 10            |
| <b>资产总计</b>      | <b>28,605</b> | <b>30,362</b> | <b>34,192</b> | <b>37,498</b> | <b>利润总额</b>     | <b>3,283</b>  | <b>3,806</b>  | <b>4,553</b>  | <b>5,146</b>  |
| <b>流动负债</b>      | <b>5,270</b>  | <b>5,578</b>  | <b>5,804</b>  | <b>6,244</b>  | 减:所得税           | 140           | 207           | 239           | 268           |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 284           | 284           | 284           | 284           | <b>净利润</b>      | <b>3,144</b>  | <b>3,599</b>  | <b>4,314</b>  | <b>4,878</b>  |
| 经营性应付款项          | 1,863         | 1,981         | 1,989         | 2,210         | 减:少数股东损益        | 7             | 25            | 30            | 34            |
| 合同负债             | 466           | 653           | 735           | 816           | <b>归属母公司净利润</b> | <b>3,136</b>  | <b>3,574</b>  | <b>4,284</b>  | <b>4,844</b>  |
| 其他流动负债           | 2,656         | 2,660         | 2,797         | 2,933         | 每股收益-最新股本摊薄(元)  | 1.86          | 2.12          | 2.54          | 2.87          |
| 非流动负债            | 1,891         | 791           | 1,341         | 841           | EBIT            | 2,967         | 3,842         | 4,459         | 5,021         |
| 长期借款             | 490           | 390           | 440           | 440           | EBITDA          | 3,789         | 4,718         | 5,405         | 6,056         |
| 应付债券             | 1,000         | 0             | 500           | 0             | 毛利率(%)          | 29.24         | 31.04         | 30.99         | 30.94         |
| 租赁负债             | 155           | 155           | 155           | 155           | 归母净利率(%)        | 15.73         | 15.85         | 16.90         | 17.21         |
| 其他非流动负债          | 246           | 246           | 246           | 246           | 收入增长率(%)        | -5.49         | 13.12         | 12.42         | 11.05         |
| <b>负债合计</b>      | <b>7,161</b>  | <b>6,370</b>  | <b>7,146</b>  | <b>7,085</b>  | 归母净利润增长率(%)     | -10.71        | 13.95         | 19.86         | 13.09         |
| 归属母公司股东权益        | 20,956        | 23,480        | 26,503        | 29,835        |                 |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 488           | 513           | 543           | 577           |                 |               |               |               |               |
| <b>所有者权益合计</b>   | <b>21,444</b> | <b>23,993</b> | <b>27,046</b> | <b>30,413</b> |                 |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益</b>   | <b>28,605</b> | <b>30,362</b> | <b>34,192</b> | <b>37,498</b> |                 |               |               |               |               |

| 现金流量表(百万元) |        |        |        |        | 重要财务与估值指标      |       |       |       |       |
|------------|--------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
|            | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |                | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流    | 3,664  | 3,978  | 4,416  | 5,188  | 每股净资产(元)       | 12.40 | 13.90 | 15.69 | 17.66 |
| 投资活动现金流    | -2,257 | -1,424 | -1,627 | -1,920 | 最新发行在外股份(百万股)  | 1,690 | 1,690 | 1,690 | 1,690 |
| 筹资活动现金流    | -1,422 | -2,232 | -774   | -2,078 | ROIC(%)        | 12.24 | 15.08 | 15.87 | 15.94 |
| 现金净增加额     | -12    | 322    | 2,015  | 1,190  | ROE-摊薄(%)      | 14.97 | 15.22 | 16.16 | 16.24 |
| 折旧和摊销      | 822    | 876    | 946    | 1,035  | 资产负债率(%)       | 25.03 | 20.98 | 20.90 | 18.89 |
| 资本开支       | -914   | -1,280 | -1,490 | -1,790 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 12.58 | 11.04 | 9.21  | 8.15  |
| 营运资本变动     | -71    | -968   | -965   | -842   | P/B(现价)        | 1.88  | 1.68  | 1.49  | 1.32  |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021  
传真: (0512) 62938527  
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>