



买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材
当前价格(元)：23.36

证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

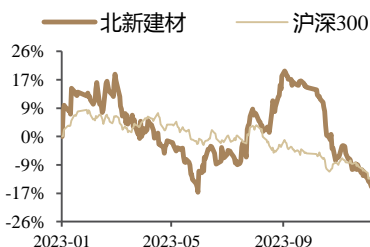
邮箱：yanguang@tebon.com.cn

研究助理

王逸枫

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.00	-4.61	-22.26
相对涨幅(%)	1.86	-0.66	-15.26

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《北新建材(000786.SZ)：Q3业绩稳健增长，积极推进“一体两翼”战略》，2023.10.27
- 《北新建材(000786.SZ)：收购嘉宝莉补强涂料，一体两翼战略持续深化》，2023.9.20
- 《北新建材(000786.SZ)：Q2业绩表现亮眼，“一体两翼”业务稳健向上》，2023.8.19
- 《北新建材(000786.SZ)：23Q1收入增速转正，国企改革下管理费率下降》，2023.5.10
- 《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)：股权激励目标超预期，收购嘉宝莉稳步推进

投资要点

- **事件**：2023年12月29日，公司发布两则重要公告：1) 公司发布2023年限制性股票激励计划，拟向不超过347人授予限制性股票不超过1290万股；2) 公司发布《关于联合重组嘉宝莉化工集团股份有限公司的公告》，以40.74亿元现金对价受让嘉宝莉78.34%股份。
- **股权激励考核目标增速较高，周期底部彰显龙头增长信心**。根据公司股权激励草案，1) 激励对象：本次激励对象为公司董事、高级管理人员、核心骨干人员等不超过347人；2) 授予价格及股票数量：本次激励拟授予限制性股票总量不超过1290万股，约占激励计划草案公告时公司总股本16.90亿股的0.764%，授予价格为每股13.96元；3) 业绩考核目标：本次激励计划分年度进行绩效考核并解除限售，考核目标为24-26年扣非归母净利润较22年复合增速不低于27.7%、33.08%、25.43%，且高于对标企业75分位值或同行业平均，对应扣非归母净利润分别为42.64、61.63、64.73亿元。同时，本次激励计划业绩考核还要求24-26年扣非净资产收益率不低于17%、18%、19%，经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。我们认为，本次公司股权激励业绩考核目标增速较高，尤其25年扣非归母净利润目标超60亿对应同比增速44.5%，体现了公司作为龙头在盈利周期底部对于未来增长的强烈信心。
- **收购嘉宝莉稳步推进，涂料翼蓄势待发**。根据公司公告，公司已于2023年12月29日与世骏(香港)有限公司、江门市承胜投资有限公司等嘉宝莉原始股东签署股份转让协议，拟以40.74亿元受让嘉宝莉78.34%股份，按22年2.68亿净利润推算本次交易对应PE估值约19.4倍，但本次交易仍需向国家市场监督管理总局反垄断局进行申报。我们认为，公司收购嘉宝莉有利于强化公司两翼战略中的涂料业务，进一步补强公司建筑涂料业务的竞争实力：1) 嘉宝莉业务基础较好，盈利能力较强：根据涂界，嘉宝莉目前为中国涂料10强、全球涂料25强企业，截止2022年底嘉宝莉集团零售终端覆盖全国3000多个县镇市场，门店超2万家，经销商数量超4000名。根据公告，嘉宝莉22年/23年1-7月营收分别为36.09/20.47亿元，毛利率33.4%/36.1%，净利润2.68/1.96亿元，经营性现金流6.84/1.10亿元；2) 业绩承诺有望对冲整合风险：嘉宝莉原始股东承诺24年、24-25年、24-26年嘉宝莉税后净利润不低于4.13、8.75、13.94亿元，对应24-26年净利润分别为4.13、4.62、5.19亿元，24/25年同比+11.9%/12.3%，业绩未达成部分由原始股东进行业绩补偿；3) 产能显著增长：公司目前涂料产能约10.3万吨，主要集中在华北地区，收购完成后涂料产能将跃升至130万吨/年以上，公司涂料业务有望进入新一轮内生增长阶段，涂料业务规模与影响力有望显著提升。
- **积极推进“一体两翼，全球布局”战略，提升综合竞争力**。公司践行做优做大石膏板和“石膏板+”业务，截至23H1末，公司石膏板有限产能为33.88亿平方米，继续保持全球最大石膏板产业集团及全球最大的轻钢龙骨产业集团领先地位；同时加速拓展防水业务与加快推进涂料业务，做大建筑涂料，做强工业涂料，公司23H1已完成灯塔涂料51%的股权受让，交易完成后北新涂料将持有灯塔涂料100%股权，提升在工业涂料领域的竞争力；同时，公司子公司北新防水拟收购北新防水(河南)有限公司少数股东权益以及公司拟收购嘉宝莉化工集团股份有限公司控制权，进一步提升建筑涂料的实力；此外，公司加快国际化进程，坦桑尼亚基地22年已实现营收、利润双增长，乌兹别克斯坦年产4000万平方米石膏板生产线已进入生产，泰国公司已设立，项目建设有序推进；“一体两翼、全球布局”战略稳步推

进，为公司带来新的业绩增长点。

- **投资建议：**考虑到公司稳步推进“一体两翼”战略，收入保持稳步增长，成本费用进一步优化，盈利能力有望逐步提升。考虑到并购嘉宝莉尚未全部完成，我们维持此前盈利预测，预计 23-25 年公司归母净利润分别为 39.63、44.27、49.6 亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**基建、市政投资增长不及预期，地产投资超预期下滑，原材料价格大幅上涨，收购及后续整合低于预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,689.51		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	1,632.45	营业收入(百万元)	21,091	19,934	22,140	24,567	27,155
52 周内股价区间(元):	21.75-31.32	(+/-)YOY(%)	25.2%	-5.5%	11.1%	11.0%	10.5%
总市值(百万元):	39,466.90	净利润(百万元)	3,513	3,136	3,963	4,427	4,960
总资产(百万元):	30,314.54	(+/-)YOY(%)	22.8%	-10.7%	26.4%	11.7%	12.0%
每股净资产(元):	13.38	全面摊薄 EPS(元)	2.08	1.86	2.35	2.62	2.94
资料来源: 公司公告		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	13.94	9.96	8.92	7.96
P/B	2.09	1.57	1.33	1.13
P/S	1.98	1.78	1.61	1.45
EV/EBITDA	11.91	9.78	8.14	6.60
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 12 月 29 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。

王逸枫 建筑建材行业研究员，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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。