

2024年01月02日  
北新建材(000786.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他装饰材料

## 股权激励彰显发展信心，收购嘉宝莉完善涂料布局

**事件：**12月29日，公司发布2023年限制性股票激励计划(草案)，拟授予董事、高管、核心骨干人员等347人(占总人数2.65%)不超过1290万股(占总股本的0.764%)限制性股票，授予价格为每股13.96元；公司发布收购嘉宝莉方案，拟收购嘉宝莉78.34%股权，收购价格为40.74亿元。

**股权激励解锁目标亮眼，彰显公司发展信心。**公司发布2023年限制性股票激励计划(草案)，拟授予限制性股票不超过1290万股，其中首次授予1082.6万股，约占总股本的0.641%，约占本次授予权益总额的83.92%，预留207.4万股，授予价格为每股13.96元。股权激励解锁条件为2024-2026年较2022年扣非归母净利润复合增速分别不低于27.7%、33.08%和25.43%，即2024-2026年扣非归母净利润分别为42.65亿元、61.64亿元和64.73亿元，2025和2026年分别同比增长44.53%和5.02%。本次股权激励目标亮眼，尤其2025年扣非业绩增速较高，我们认为一方面或由于公司主业石膏板稳健增长、防水盈利改善以及海外业务持续拓展带来的业绩提升，另一方面嘉宝莉并表后或将在2025年产生更多业绩贡献。本次股权激励方案覆盖员工广、股权激励目标高，在行业承压背景下彰显公司发展信心，有助于公司实现长期可持续发展。

**收购嘉宝莉方案落地，扩大涂料业务布局。**12月29日，公司与世骏(香港)有限公司、江门市承胜投资有限公司等交易对手方签署了《关于嘉宝莉化工集团股份有限公司的股份转让协议》，约定公司受让嘉宝莉78.34%股份，转让价格为40.74亿元，经计算，转让价格对应嘉宝莉2022年PE为19.41X。2022年、2023年1-7月嘉宝莉营收分别为36.1亿元、20.5亿元，净利润分别为2.68亿元、1.96亿元，净利率分别为7.42%、9.57%，盈利能力高于A股其他建筑涂料上市公司。嘉宝莉原始股东承诺2023年8-12月嘉宝莉扣非税后净利润不低于1.15亿元，2024年-2026年嘉宝莉的税后净利润分别不低于4.13亿元、4.62亿元(yoy+11.86%)和5.19亿元(yoy+12.34%)。嘉宝莉作为国内涂料行业领先企业之一，品牌知名度高、销售网络广，C端渠道建设经验丰富。北新作为石膏板龙头，B端资源优势突出，此次收购嘉宝莉，一方面产能将从目前的10.3万吨跃升至130万吨，产能布局将由华北拓展到全国，涂料业务规模扩大，另一方面有望助力拓展北新建材C端的业务布局，提升市场竞争力。

投资评级

**买入-A****维持评级**

6个月目标价

30.12元

股价(2023-12-29)

23.36元

交易数据

总市值(百万元)

39,466.90

流通市值(百万元)

38,134.05

总股本(百万股)

1,689.51

流通股本(百万股)

1,632.45

12个月价格区间

22.18/31.9元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.9	-15.3	3.4
绝对收益	1.3	-22.3	-7.6

董文静

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

Q3 毛利率同比提升，经营性现金流改善显著	2023-10-27
Q2 营收/归母业绩表现亮眼，净利率和现金流同比改善显著	2023-08-21
疫情/地产压力下业绩下滑，石膏板龙头经营优势突出，看好各业务未来改善	2023-03-22
短期营收/业绩承压，石膏板龙头长期发展韧性十足	2022-10-31

■ **石膏板龙头积极拓展家装领域，防水翼盈利持续改善，收购嘉宝莉增强涂料翼布局。**公司作为全球石膏板龙头企业，在石膏板业务方面，逐步实施工业品向消费品转型，新设家装事业部，加强“工厂+工长”的立体式全覆盖营销的商业模式，同时公司进一步丰富“石膏板+”业务新品类，新设“石膏板+”定制业务事业部、粉料砂浆事业部等，加强聚焦装配式内装的体系能力和终端品牌能力。在“两翼-防水”方面，公司持续加强优质客户渠道拓展，加大力度推广新产品，实现规模质量效益双提升。在“两翼-涂料”方面，公司收购嘉宝莉持续完善建筑涂料业务布局，增强品牌影响力，从而进一步增加在建筑涂料市场的市场竞争力；工业涂料巩固在航空航天领域的优势地位并进一步聚焦风电叶片、工业防腐、高端设备机械等细分市场，提升自身盈利能力。

■ **投资建议：**看好公司一体两翼布局下的长期成长，暂不考虑嘉宝莉并表影响，预计公司 2023-2025 年总营收分别为 220.79 亿元、254.43 亿元、290.67 亿元，分别同比增长 10.76%、15.24%、14.24%，分别实现归母净利润 36.92 亿元、42.37 亿元、48.60 亿元，分别同比增长 17.70%、14.78%和 14.69%；EPS 分别为 2.18 元、2.51 元和 2.88 元，动态 PE 分别为 10.7 倍、9.3 倍和 8.1 倍，给予“买入-A”评级，6 个月目标价 30.12 元，对应 2024 年 12 倍 PE。

■ **风险提示：**政策落地不及预期；新业务拓展不及预期；市场开拓不及预期；行业竞争加剧；产品升级不及预期；原材料价格大幅上涨；嘉宝莉收购不及预期等

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	21,085.7	19,934.3	22,079.1	25,443.1	29,066.8
净利润	3,510.2	3,136.4	3,691.6	4,237.2	4,859.5
每股收益(元)	2.08	1.86	2.18	2.51	2.88
每股净资产(元)	11.21	12.40	13.93	15.68	17.69

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.2	12.6	10.7	9.3	8.1
市净率(倍)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
净利润率	16.6%	15.7%	16.7%	16.7%	16.7%
净资产收益率	18.5%	15.0%	15.7%	16.0%	16.3%
股息收益率	2.8%	2.8%	2.8%	3.2%	3.7%
ROIC	22.2%	17.4%	21.0%	22.0%	22.5%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	21,085.7	19,934.3	22,079.1	25,443.1	29,066.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	14,374.2	14,105.8	15,170.3	17,475.5	19,898.7	营业收入增长率	25.5%	-5.5%	10.8%	15.2%	14.2%
营业税费	220.1	220.6	242.9	275.7	318.8	营业利润增长率	14.1%	-12.1%	18.7%	15.9%	15.6%
销售费用	782.2	759.6	949.4	1,068.6	1,220.8	净利润增长率	22.7%	-10.6%	17.7%	14.8%	14.7%
管理费用	1,019.9	1,024.7	905.2	1,055.9	1,215.0	EBITDA 增长率	14.2%	-15.5%	25.2%	15.2%	15.8%
研发费用	874.6	861.1	883.2	1,043.2	1,191.7	EBIT 增长率	13.1%	-20.1%	29.4%	14.9%	15.4%
财务费用	82.5	106.3	9.4	-25.9	-39.0	NOPLAT 增长率	17.9%	-9.2%	14.8%	14.4%	14.8%
资产减值损失	-4.5	-55.5	10.0	12.0	14.4	投资资本增长率	15.7%	-4.5%	8.9%	12.3%	13.0%
加:公允价值变动收益	-1.2	-5.1	-	-	-	净资产增长率	11.9%	9.8%	12.2%	12.6%	12.8%
投资和汇兑收益	-3.2	33.9	23.4	18.0	22.6						
<b>营业利润</b>	3,768.7	3,311.4	3,932.2	4,556.2	5,269.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	25.5	-27.9	-22.7	-35.8	-56.6	毛利率	31.8%	29.2%	31.3%	31.3%	31.5%
<b>利润总额</b>	3,794.2	3,283.4	3,909.4	4,520.4	5,212.4	营业利润率	17.9%	16.6%	17.8%	17.9%	18.1%
减:所得税	242.3	139.7	183.7	231.1	293.2	净利润率	16.6%	15.7%	16.7%	16.7%	16.7%
<b>净利润</b>	3,510.2	3,136.4	3,691.6	4,237.2	4,859.5	EBITDA/营业收入	21.4%	19.2%	21.7%	21.6%	21.9%
						EBIT/营业收入	18.1%	15.3%	17.9%	17.8%	18.0%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	194	219	209	196	193
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	34	38	33	44	52
货币资金	572.2	555.7	943.2	1,555.0	2,210.3	流动资产周转天数	137	182	182	179	182
交易性金融资产	2,635.5	3,939.1	3,939.1	3,939.1	3,939.1	应收帐款周转天数	34	41	40	42	46
应收帐款	1,987.1	2,520.8	2,385.6	3,551.1	3,877.1	存货周转天数	37	48	46	45	47
应收票据	229.7	189.1	167.8	326.9	221.7	总资产周转天数	422	498	474	445	434
预付帐款	253.9	302.9	271.7	354.3	396.3	投资资本周转天数	299	331	305	293	289
存货	2,632.4	2,726.8	2,919.9	3,487.8	4,029.5						
其他流动资产	863.0	738.9	734.7	768.8	737.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.5%	15.0%	15.7%	16.0%	16.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.4%	11.0%	12.6%	12.8%	13.4%
长期股权投资	240.5	264.6	264.6	264.6	264.6	ROIC	22.2%	17.4%	21.0%	22.0%	22.5%
投资性房地产	78.7	76.3	76.3	76.3	76.3	<b>费用率</b>					
固定资产	11,841.1	12,458.7	13,129.3	14,621.4	16,542.1	销售费用率	3.7%	3.8%	4.3%	4.2%	4.2%
在建工程	1,676.9	1,256.8	1,176.1	1,067.7	1,077.5	管理费用率	4.8%	5.1%	4.1%	4.2%	4.2%
无形资产	2,309.6	2,502.2	2,426.1	2,350.0	2,273.8	研发费用率	4.1%	4.3%	4.0%	4.1%	4.1%
其他非流动资产	1,253.2	1,072.6	1,082.4	1,074.4	1,020.0	财务费用率	0.4%	0.5%	0.0%	-0.1%	-0.1%
<b>资产总额</b>	26,573.9	28,604.5	29,517.0	33,437.3	36,666.0	四费/营业收入	13.1%	13.8%	12.4%	12.3%	12.3%
短期债务	2,065.0	168.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	2,284.1	2,309.2	2,321.3	2,980.9	2,657.1	资产负债率	26.5%	25.0%	18.5%	19.0%	16.7%
应付票据	107.6	178.9	44.0	217.2	59.2	负债权益比	36.1%	33.4%	22.7%	23.5%	20.1%
其他流动负债	961.2	2,613.4	1,664.3	1,739.7	2,001.7	流动比率	1.69	2.08	2.82	2.83	3.27
长期借款	179.0	490.0	-	-	-	速动比率	1.21	1.56	2.10	2.13	2.41
其他非流动负债	1,451.1	1,401.3	1,435.8	1,429.4	1,422.2	利息保障倍数	46.22	28.66	420.77	-175.04	-134.08
<b>负债总额</b>	7,047.9	7,160.9	5,465.4	6,367.1	6,140.2	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	581.2	487.9	522.1	574.1	633.8	DPS(元)	0.66	0.66	0.66	0.75	0.86
股本	1,689.5	1,689.5	1,689.5	1,689.5	1,689.5	分红比率	31.5%	35.3%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	17,264.2	19,256.0	21,840.1	24,806.1	28,207.8	股息收益率	2.8%	2.8%	2.8%	3.2%	3.7%
<b>股东权益</b>	19,526.0	21,443.6	24,051.5	27,070.2	30,525.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>						EPS(元)	2.08	1.86	2.18	2.51	2.88
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	11.21	12.40	13.93	15.68	17.69
净利润	3,551.9	3,143.7	3,691.6	4,237.2	4,859.5	PE(X)	11.2	12.6	10.7	9.3	8.1
加:折旧和摊销	715.0	795.9	839.8	977.5	1,149.8	PB(X)	2.1	1.9	1.7	1.5	1.3
资产减值准备	4.5	55.5	-	-	-	P/FCF	14.7	16.5	27.1	21.6	19.6
公允价值变动损失	1.2	5.1	-	-	-	P/S	1.9	2.0	1.8	1.6	1.4
财务费用	96.5	109.8	9.4	-25.9	-39.0	EV/EBITDA	13.3	10.7	7.4	6.3	5.4
投资收益	3.2	-33.9	-23.4	-18.0	-22.6	CAGR(%)	6.5%	16.1%	7.2%	6.5%	16.1%
少数股东损益	41.7	7.3	34.2	52.0	59.7	PEG	1.7	0.8	1.5	1.4	0.5
营运资金的变动	-1,470.0	1,851.7	-1,088.7	-1,089.5	-953.8	ROIC/WACC	2.1	1.7	2.0	2.1	2.2
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,830.9	3,664.4	3,462.8	4,133.3	5,053.6	REP	1.5	1.4	0.9	0.8	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-3,150.5	-2,257.0	-1,296.4	-2,262.0	-2,977.4						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-711.2	-1,422.0	-1,778.8	-1,259.6	-1,420.9						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034