



北新建材（000786.SZ）：并购助力涂料业务快速成长，推进公司新发展

2024年1月3日

强烈推荐/维持

北新建材

公司报告

2023年12月30日公司发布公告：联合重组涂料公司嘉宝莉，重组后北新建材持有嘉宝莉78.34%的股份，嘉宝莉成为公司的控股子公司。

点评：

收购嘉宝莉落地“一体两翼”战略，助力北新建材新成长。公司作为国内石膏板绝对龙头，2022年市占率达到68.17%，规模成本优势明显，石膏板作为公司的主体业务，经销的模式保证了公司经营现金流的充裕。同时，公司在石膏板“一体”的基础上，积极发展防水材料和涂料的“两翼”业务。防水材料业务通过并购，三年的时间已经成为国内的行业第三大龙头。嘉宝莉的收购让公司的另一翼涂料业务也得到了进一步的落地。嘉宝莉作为规模排名第八的涂料企业，建筑涂料全国前五、家具涂料全国前三，全球涂料前30强，收购后北新建材的涂料业务产能将增加119.7万吨以上，成为全国布局的涂料龙头之一。公司“一体两翼”的战略雏形初现，在石膏板业务成为成熟的主体后，防水材料和涂料的“两翼”业务进入快速发展阶段，带来公司新的发展空间。

并购有利于重塑涂料行业发展新格局。北新建材作为央企中国建材集团的子公司，2005年到2015年通过收购泰山石膏逐步发展为全国绝对的石膏板龙头企业。民企和央企的结合有利于原来民企背景的公司借助央企的资源，得到较好的协同发展。当前涂料行业的全球龙头主要以外资公司为主，央企进入涂料行业有利于中国涂料行业的更快更好的发展，带来涂料行业发展的新格局。

联合重组提升公司估值水平，增厚公司业绩。嘉宝莉2023年7月底净资产为20.72亿元，按照收购对价计算，对应的PB为2.51倍，仅比同行业以直销模式为主的上市涂料公司亚士创能的市净率2.07倍略高，而内资涂料龙头上市公司三棵树的市净率为8.47倍，且2023年三季度应收账款的资产占比高达31.60%。考虑到公司作为以经销模式为主，应收账款较少，资产质量受地产行业的债务危机影响较小，所以相对市场合理PB估值水平有着较大的溢价空间，叠加涂料业务的发展，推进公司估值水平提升。另外，嘉宝莉2024-2016年业绩承诺为税后净利润不得低于4.13亿元、8.75亿元和13.94亿元，这些业绩承诺如果能够达成将增厚公司2024-2026年EPS 0.19元、0.41元和0.65元。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司2023-2025年净利润分别为36.25、46.05和54.37亿元，对应EPS分别为2.15、2.73和3.22元。当前股价对应2023-2025年PE值分别为11.5、9.1和7.7倍。看好公司一体石膏板业务发展的稳定，两翼业务带来的新成长空间，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示：地产行业调控效果不及预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	21085.69	19934.31	22514.72	29647.98	33209.72

公司简介：

北新建材是我国石膏板生产制造的龙头企业，石膏板行业市占率超过60%，积极发展石膏板+。落地“一体两翼”发展战略，收购防水材料公司，发展防水材料和涂料两翼业务，防水材料规模位居行业前三。

资料来源：公司公告、iFinD

未来3-6个月重大事项提示：

无

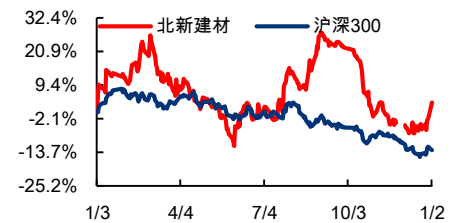
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52周股价区间（元）	31.32-22.33
总市值（亿元）	417.31
流通市值（亿元）	403.22
总股本/流通A股（万股）	168,951/168,951
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	1.06

52周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

增长率 (%)	25.49%	-5.46%	12.94%	31.68%	12.01%
归母净利润 (百万元)	3510.19	3136.40	3624.73	4604.59	5436.53
增长率 (%)	22.74%	-10.65%	15.57%	27.03%	18.07%
净资产收益率 (%)	18.53%	14.97%	15.50%	17.40%	18.06%
每股收益 (元)	2.08	1.86	2.15	2.73	3.22
PE	11.89	13.31	11.51	9.06	7.68
PB	2.20	1.99	1.78	1.58	1.39

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产合计	6855.59	9173.80	10973.36	14622.22	17962.24	营业收入	21085.69	19934.31	22514.72	29647.98	33209.72
货币资金	572.23	555.67	4052.65	5336.64	5977.75	营业成本	14374.19	14105.78	15389.47	20013.91	22228.54
应收账款	2481.43	2490.26	2855.86	3760.67	4212.46	营业税金及附加	220.10	220.56	242.06	323.40	359.65
其他应收款	118.35	529.59	295.73	389.43	436.21	营业费用	782.19	759.58	1024.42	1482.40	1660.49
预付款项	253.92	302.85	284.30	374.37	419.34	管理费用	1019.87	1024.68	977.14	1547.62	1670.45
存货	2632.40	2726.83	2735.03	3556.89	3950.47	财务费用	82.54	106.30	111.61	150.80	127.04
其他流动资产	2885.72	4179.03	4227.44	4318.79	4364.41	研发费用	874.60	861.11	927.61	1221.50	1368.24
非流动资产合计	17400.08	17631.17	18012.77	19263.81	20908.71	资产减值损失	-4.54	-55.45	-23.65	-31.14	-34.88
长期股权投资	240.50	264.65	304.38	351.65	413.18	公允价值变动收益	-1.21	-5.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	12038.87	12639.46	12913.32	13895.09	15082.08	投资净收益	-3.25	33.87	48.00	40.54	44.80
无形资产	2309.60	2502.19	2155.76	1818.50	1488.60	加: 其他收益	56.26	111.57	72.13	72.13	72.13
其他非流动资产	108.74	116.01	116.01	116.01	116.01	营业利润	3768.71	3311.36	3817.61	4830.17	5698.49
资产总计	26573.87	28604.54	32634.99	37226.05	40521.90	营业外收入	86.40	30.24	68.76	68.76	68.76
流动负债合计	5417.78	5269.64	7145.08	8896.86	8793.49	营业外支出	60.93	58.18	56.88	56.88	56.88
短期借款	2064.97	168.04	2559.24	2898.89	2125.70	利润总额	3794.19	3283.42	3829.48	4842.04	5710.36
应付账款	1716.36	1684.09	1837.47	2389.55	2654.00	所得税	242.28	139.72	162.96	206.05	243.00
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	3551.90	3143.70	3666.53	4636.00	5467.37
一年内到期的非流动负债	1528.89	3238.57	2629.35	3453.66	3841.88	少数股东损益	41.71	7.30	41.79	31.41	30.84
非流动负债合计	1630.10	1891.28	1579.57	1307.00	1038.37	归属母公司净利润	3510.19	3136.40	3624.73	4604.59	5436.53
长期借款	1328.36	1645.23	1333.52	1060.94	792.32	主要财务比率					
应付债券	301.74	246.05	246.05	246.05	246.05	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
负债合计	7047.89	7160.92	8724.65	10203.86	9831.86	成长能力					
少数股东权益	581.20	487.91	529.70	561.11	591.95	营业收入增长	25.49%	-5.46%	12.94%	31.68%	12.01%
实收资本 (或股本)	1689.51	1689.51	1689.51	1689.51	1689.51	营业利润增长	14.09%	-12.14%	15.29%	26.52%	17.98%
资本公积	2837.98	2800.01	2800.01	2800.01	2800.01	归属于母公司净利润增	22.74%	-10.65%	15.57%	27.03%	18.07%
未分配利润	14417.29	16466.20	18891.12	21971.57	25608.58	获利能力					
归属母公司股东权益合计	19525.99	21443.62	23910.34	27022.19	30690.04	毛利率 (%)	31.83%	29.24%	31.65%	32.49%	33.07%
负债和所有者权益	26573.87	28604.54	32634.99	37226.05	40521.90	净利率 (%)	16.85%	15.77%	16.29%	15.64%	16.46%
现金流量表						总资产净利润 (%)	13.21%	10.96%	11.11%	12.37%	13.42%
						ROE (%)	18.53%	14.97%	15.50%	17.40%	18.06%
						偿债能力					
经营活动现金流	3807.05	3637.81	4346.25	5528.89	6761.69	资产负债率 (%)	26.52%	25.03%	26.73%	27.41%	24.26%
净利润	3551.90	3143.70	3540.14	4516.75	5344.04	流动比率	1.69	2.08	2.05	2.02	2.23
折旧摊销	715.01	795.85	1278.13	1421.23	1546.63	速动比率	1.11	1.46	1.58	1.53	1.69
财务费用	82.54	106.30	111.61	150.80	127.04	营运能力					
应收帐款减少	-163.91	-8.83	-365.60	-904.81	-451.79	总资产周转率	0.79	0.70	0.69	0.80	0.82
预收帐款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	8.50	8.00	7.88	7.88	7.88
投资活动现金流	-3150.53	-2256.97	-1617.35	-2637.03	-3152.21	应付账款周转率	8.37	8.38	8.38	8.38	8.38
公允价值变动收益	-1.21	-5.06	0.00	0.00	0.00	每股指标 (元)					
长期投资减少	1806.70	-154.26	-1335.34	10.00	10.00	每股收益 (最新摊)	2.08	1.86	2.15	2.73	3.22
投资收益	-3.25	2.60	48.00	40.54	44.80	每股净现金流 (最新摊)	-0.03	-0.02	2.07	0.76	0.38
筹资活动现金流	-711.19	-1422.04	768.07	-1607.87	-2968.36	每股净资产 (最新摊)	11.56	12.69	14.15	15.99	18.17
应付债券增加	1000.00	0.00	-1000.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借款增加	1098.24	316.86	-311.71	-272.57	-268.63	P/E	11.89	13.31	11.51	9.06	7.68
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.20	1.99	1.78	1.58	1.39
资本公积增加	-302.73	-37.98	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	13.44	10.02	8.06	6.57	5.57
现金净增加额	-56.88	-38.74	3496.98	1283.99	641.11						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	2024 年建筑建材行业展望（宏观篇）：内需之重下的新平衡	2023-11-28
公司普通报告	北新建材（000786）：业绩稳增下外延式扩张有基础	2023-10-30
公司普通报告	北新建材（000786）：行业低迷期降本提效，凸显稳健发展韧性	2023-08-23
行业深度报告	2023 年中期建筑建材行业报告：回归下的修复与成长	2023-07-06
公司普通报告	北新建材（000786）：石膏板为基，轻装蓄力待出发	2023-03-23
行业深度报告	2023 年建筑建材行业报告：内需之重下的新启航	2022-11-29
行业深度报告	建材行业：立足后周期，着眼新变化	2022-08-31
公司普通报告	北新建材（000786）：石膏板龙头地位稳固，行稳致远	2022-08-23
行业普通报告	建材行业 2022 年 2 季度基金重仓股分析：着眼集中度提升和业绩弹性	2022-07-26

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师2014和2015年第4和第3名。东方财富中国最佳分析师2015年、2016年和2017年建材第3名、建材第1名和建材第3名和建筑装饰第1名。卖方分析师水晶球奖2016和2017年公募基金榜连续入围。2018年今日投资“天眼”唯一3年五星级分析师，2014、2016、2017和2018年获最佳分析师、选股第3和第1名、盈利预测最准确分析师等。2019年“金翼奖”第1名。2020年WIND金牌分析师第3名、东方财富最佳行业分析师第3名。2021年wind金牌分析师第2名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526