



北新建材（000786.SZ）：股权激励 凸显发展要求和方向，内生和外延 并进

2024年1月9日

强烈推荐/维持

北新建材

公司报告

公司发布公告：公司以 13.96 元/股的价格定向董事、高级管理人员和核心骨干等 347 人授予限制性股票总量不超过 1290 万股。

点评：

股权激励是央企北新建材激励方式的新突破，推动员工和公司更紧密地共发展。北新建材作为央企公司进行股权激励，是激励方式的新突破，使得公司不仅在基本面业务的发展上，并且还在市值管理上也和员工深度绑定。能够促进公司的市场价值更能够反映公司的内在价值的变化。特别是在“中特估”的大背景下，这有利于央企资产的市场价值的改善。

限售股解禁要求显现公司发展标准，有利估值提升。激励股票分三期解禁，授予登记日后 24-36 个月解禁 34%；36-48 个月后解禁另外的 33%；48-60 个月后解禁剩余的 33%。解除限售的业绩考核标准中对扣非后归母净利润复合增速、扣非净资产收益率以及经济增加值改善要求。其中扣非后 ROE 从 2024 年到 2026 年要求分别不低于 17%、18%和 19%，且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平；同时要求每年的 $\Delta EVA > 0$ ，这些都显现公司对资产质量提升的要求，不但要自身资产质量持续稳定改善，并且还要在对标上市公司和整体行业中要保持较高的水平。要求 ROE 的提升不能依靠盲目的扩大负债，而是要在融资上保证投入产出的效率。这些要求均体现公司本身的优秀和贝塔属性的改善，有利于推动公司估值中枢的提升。

限售股解禁的净利润要求显现公司内生和外延式发展信心和方向。限售解禁对净利润的考核要求是扣非后归母净利润在 2022-2024 年的复合增速不低于 27.7%，在 2022 到 2025 年的复合增速则不低于 33.08%。北新建材收购嘉宝莉 2024、2024-2025 年、2024-2026 年扣税后净利润的业绩承诺要求分别是不低于 4.13、8.75 和 13.94 亿元，也就是说 2024 年、2025 年和 2026 年单年度承诺扣非后归母净利润分别不低于 3.24、3.62 和 4.07 亿元，这样的业绩只能提升年度归母净利润增速约 8.5%左右。所以，要使扣非后归母净利润增长率达目标，还是需要依靠石膏板和防水材料业务的增长，或者是涂料业务的超预期增长，依靠公司市占率的较快提升和外延式的拓展带来的增长。

行业环境有利于公司更好更快地发展和成长。当前的行业环境下，公司作为央企建材龙头。绝对龙头地位的石膏板业务带来充裕的现金流，成为更好更快扩张的基础。而防水材料和涂料行业当前受累地产持续低景气，优胜劣汰加剧。建材行业持续低迷的环境带来公司发展的机遇期，当前环境下不管是市占率的提升还是外延式的并购，公司处于有利的位置，看好公司防水材料和涂料业务带来的新成长性。

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 62.07 亿元，对应 EPS 分别为 2.15、2.73 和 3.67 元。当前股价对应 2023-2025 年 PE 值分别为 11.8、9.3 和 6.9 倍。看好公司在发展机遇期通过内生和外延的双重发力，“一体”石膏板业务的稳定向上，防水材料和涂料“两

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

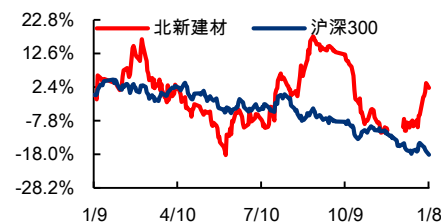
发债及交叉持股介绍：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	31.32-22.33
总市值（亿元）	429.13
流通市值（亿元）	414.64
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	1.07

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

zhaosj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070003

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	40209.72
增长率(%)	25.49%	-5.46%	12.94%	31.68%	35.62%
归母净利润(百万元)	3510.19	3136.40	3624.94	4604.88	6207.41
增长率(%)	22.74%	-10.65%	15.58%	27.03%	34.80%
净资产收益率(%)	18.53%	14.97%	15.50%	17.28%	20.16%
每股收益(元)	2.08	1.86	2.15	2.73	3.67
PE	12.23	13.68	11.84	9.32	6.91
PB	2.27	2.05	1.84	1.61	1.39

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

表1: 限售股解禁安排和时间

解除限售安排	解除限售时间	可接触限售数量占或获受权益数量比例
第一个解除限售期	自授予登记完成之日起 24 个月后的首个交易日起至授予登记日完成之日起 36 个月的最后一个交易日当日止	34%
第二个解除限售期	自授予登记完成之日起 36 个月后的首个交易日起至授予登记日完成之日起 48 个月的最后一个交易日当日止	34%
第三个解除限售期	自授予登记完成之日起 48 个月后的首个交易日起至授予登记日完成之日起 60 个月的最后一个交易日当日止	33%

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表2: 限售股激励计划首次及预留授予限制股票解除限售的业绩考核目标

解除期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2024 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 27.7%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2024 年扣非净资产收益率不低于 17%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2024 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。
第二个解除限售期	2025 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 33.08%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2025 年扣非净资产收益率不低于 18%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2025 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。
第三个解除限售期	2026 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 25.43%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2026 年扣非净资产收益率不低于 19%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2026 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。

资料来源: 公司公告、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	21085.6	19934.3	22514.7	29647.9	40209.7
货币资金	572.23	555.67	4052.65	5336.64	7237.75	营业成本	14374.1	14105.7	15389.4	20013.9	27412.7
应收账款	2481.43	2490.26	2855.86	3760.67	5100.36	营业税金及附加	220.10	220.56	242.06	323.40	435.46
其他应收款	118.35	529.59	295.73	389.43	528.16	营业费用	782.19	759.58	1024.42	1474.99	1829.54
预付款项	253.92	302.85	284.30	374.37	507.73	管理费用	1019.87	1024.68	973.31	1548.22	2050.70
存货	2632.40	2726.83	2735.03	3556.89	4871.81	财务费用	82.54	106.30	125.35	192.89	222.80
其他流动资产	2885.72	4179.03	4227.44	4318.79	4454.05	研发费用	874.60	861.11	917.47	1185.92	1608.39
非流动资产合计	17400.08	17631.17	18991.66	20689.92	0.04	资产减值损失	0.05	-55.45	-23.65	-31.14	-42.23
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	13225.54	14654.54	16569.31	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	3817.83	4830.48	6508.20
资产总计	26573.87	28604.54	33613.88	38652.16	46234.92	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	8074.46	10082.96	13719.28	营业外支出	60.93	58.18	56.88	56.88	56.88
短期借款	2064.97	168.04	3489.39	4087.35	5532.91	利润总额	3794.19	3283.42	3829.71	4842.35	6520.08
应付账款	1716.36	1684.09	1837.47	2389.55	3272.97	所得税	242.28	139.72	162.97	206.06	277.45
预收款项	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	3551.90	3143.70	3666.74	4636.29	6242.62
一年内到期的非流动负债	1528.89	3238.57	2628.58	3451.30	4701.40	少数股东损益	41.71	7.30	41.80	31.41	35.21
非流动负债合计	1630.10	1891.28	1628.94	1366.58	1125.09	归属母公司净利润	3510.19	3136.40	3624.94	4604.88	6207.41
长期借款	1328.36	1645.23	1382.89	1120.53	879.04	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	9703.40	11449.55	14844.36	成长能力					
少数股东权益	581.20	487.91	529.70	561.11	596.33	营业收入增长	25.49%	-5.46%	12.94%	31.68%	35.62%
实收资本 (或股本)	1689.51	1689.51	1689.51	1702.41	1702.41	营业利润增长	14.09%	-12.14%	15.30%	26.52%	34.73%
资本公积	2837.98	2800.01	2800.01	2967.19	2967.19	归属于母公司净利润增	22.74%	-10.65%	15.58%	27.03%	34.80%
未分配利润	14417.29	16466.20	18891.26	21971.90	26124.63	获利能力					
归属母公司股东权益合计	19525.99	21443.62	23910.48	27202.62	31390.55	毛利率 (%)	31.83%	29.24%	31.65%	32.49%	31.83%
负债和所有者权益	26573.87	28604.54	33613.88	38652.16	46234.92	净利率 (%)	16.85%	15.77%	16.29%	15.64%	15.53%
现金流量表						总资产净利润 (%)	13.21%	10.96%	10.78%	11.91%	13.43%
						ROE (%)	18.53%	14.97%	15.50%	17.28%	20.16%
						偿债能力					
经营活动现金流	3807.05	3637.81	4380.54	5622.47	7126.75	资产负债率 (%)	26.52%	25.03%	28.87%	29.62%	32.11%
净利润	3551.90	3143.70	3540.35	4517.04	6119.30	流动比率	1.69	2.08	1.81	1.78	1.68
折旧摊销	715.01	795.85	1299.25	1474.01	1652.19	速动比率	1.11	1.46	1.40	1.35	1.25
财务费用	82.54	106.30	125.35	192.89	222.80	营运能力					
应收帐款减少	-163.91	-8.83	-365.60	-904.81	-1339.69	总资产周转率	0.79	0.70	0.67	0.77	0.87
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	-2617.35	-3137.03	-4152.21	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	3.67
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	0.75	1.12
筹资活动现金流	-711.19	-1422.04	1733.79	-1201.45	-1073.42	每股净资产 (最新摊)	11.56	12.69	14.15	15.98	18.44
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	-262.34	-262.36	-241.49	P/E	12.23	13.68	11.84	9.32	6.91
普通股增加	0.00	0.00	0.00	12.90	0.00	P/B	2.27	2.05	1.84	1.61	1.39
资本公积增加	-302.73	-37.98	0.00	167.18	0.00	EV/EBITDA	13.44	10.02	8.42	6.85	5.46
现金净增加额	-56.88	-38.74	3496.98	1283.99	1901.11						

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
公司普通报告	北新建材（000786.SZ）：并购助力涂料业务快速增长，推进公司新发展	2024-01-04
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