



## 买入（维持）

所属行业：建筑材料/装修建材  
当前价格(元)：27.74

### 证券分析师

闫广

资格编号：S0120521060002

邮箱：yanguang@tebon.com.cn

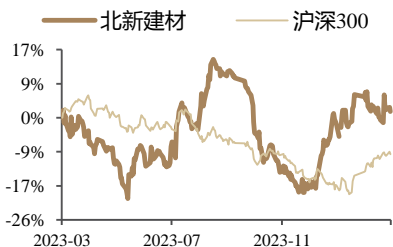
王逸枫

资格编号：S0120524010004

邮箱：wangyf6@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-3.98	2.08	23.07
相对涨幅(%)	-10.30	-7.17	15.62

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《北新建材(000786.SZ)：股权激励目标超预期，收购嘉宝莉稳步推进》，2024.1.1
- 《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)：23年业绩符合预期，期待“一体两翼”蓄势长期成长

### 投资要点

- 事件：**2024年3月19日，公司发布2023年年度报告，2023年公司实现营收约224.26亿元，同比+11.27%，实现归母净利润约35.24亿元，同比+12.07%，实现扣非归母净利润约34.95亿元，同比+31.75%。其中，23Q4单季度公司实现营收约53.77亿元，同比+16.28%，实现归母净利润约7.68亿元，同比-3.02%，实现扣非归母净利润约7.71亿元，同比+117.32%。23年拟按每10股派发现金红利8.35元(含税)，共分配利润14.11亿元，分红率约40.03%。
- 石膏板主业市占率稳居第一，产销及收入逆势增长。**根据公司公告，23年公司实现石膏板产量约21.65亿平，同比+3.34%，销量约21.72亿平，同比+3.78%，按全国石膏板销量32.11亿平计算公司石膏板销量市占率约67.64%，较22年小幅下降0.47pct，但仍稳居全国龙头位置。23年公司石膏板/龙骨分别实现营收约137.66亿元/22.90亿元，分别同比+3.00%/-9.05%，在房地产市场持续调整导致市场需求不足情况下，实现“石膏板+”业务逆势增长，或主要系：1)深耕家装渠道，下沉县乡级市场；2)开发推广功能性替代新品，多品类拓展专业服务和细分市场；3)拓宽延伸产业链，进一步拓展“石膏板+”新品类，打造专业技术服务团队，强化一揽子服务质量。原材料及燃动力成本下降助力公司石膏板业务毛利率改善，23年公司石膏板业务毛利率约38.49%，同比提升3.54pct，单位原材料/单位燃动力成本分别为2.18和0.99元/平，分别同比-8.3%和-13.2%。我们认为，公司石膏板主业龙头竞争优势稳固，且公司全球化布局稳步推进，23年公司坦桑尼亚生产基地营收及利润同比实现双增长、乌兹别克斯坦年产4000万平石膏板生产线投产、泰国项目建设有序推进，有望支撑公司中长期成长。
- 两翼业务战略高度提升，防水毛利率改善、涂料收购补强。**防水业务方面，23年公司防水卷材/防水工程分别实现营收约27.86/4.48亿元，分别同比+28.99%/-1.18%，其中防水卷材毛利率约18.72%，同比提升1.47pct，或主要得益于原材料沥青价格有所下降。**涂料业务方面**，23年公司涂料业务实现营收约9.68亿元，同比+22.38%，公司已完成工业涂料+建筑涂料的完整布局：1)工业涂料领域，完成灯塔涂料51%股权的受让后持有灯塔涂料100%股权，建成灯塔涂料天津南港5万吨工业涂料、2万吨树脂生产基地，夯实在航空航天等应用领域的优势地位的同时聚焦风电叶片、工业防腐、高端装备机械等细分市场；2)建筑涂料领域聚焦功能性高附加值产品，23年重组嘉宝莉补强涂料翼，截至24年3月重组嘉宝莉已完成工商变更登记，24年2月29日嘉宝莉并表。
- 毛利率及费用率小幅改善，减值风险缓释。**23年公司毛利率约29.88%，同比小幅提升0.78pct，但23Q4毛利率约26.97%，由于原材料及能源成本上涨导致毛利率环比下降5.02pct。23年公司费用率约12.49%，同比下降1.24%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为4.2%/3.6%/4.2%/0.4%，分别+0.44/-1.49/-0.04/-0.15pct。23年公司分别计提信用减值及资产减值损失约0.27/0.11亿元，同比下降74.9%和79.7%。公司经营质量不断提升，23年经营性现金流约47.34亿元，同比+28.76%。
- 投资建议：**公司积极推进“一体两翼，全球布局”战略，为中长期成长蓄力，近期落地股权激励方案业绩考核目标增速超预期，并发布《关于“质量回报双提升”行动方案的公告》，彰显对公司及业务的长期经营信心。我们预计公司24-26年公司归母净利润分别为44.36、53.34、60.36亿元，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		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,632.45	营业收入(百万元)	20,155	22,426	28,566	35,149	44,037
52 周内股价区间(元):	21.75-31.32	(+/-)YOY(%)	-4.4%	11.3%	27.4%	23.0%	25.3%
总市值(百万元):	46,866.95	净利润(百万元)	3,144	3,524	4,436	5,334	6,036
总资产(百万元):	30,660.63	(+/-)YOY(%)	-10.5%	12.1%	25.9%	20.2%	13.1%
每股净资产(元):	13.83	全面摊薄 EPS(元)	1.86	2.09	2.63	3.16	3.57
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	29.1%	29.9%	29.0%	28.6%	27.6%
		净资产收益率(%)	14.9%	15.1%	17.0%	18.3%	18.4%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.09	2.63	3.16	3.57
每股净资产	13.83	15.41	17.30	19.44
每股经营现金流	2.80	2.21	2.69	3.08
每股股利	0.83	1.05	1.26	1.43
价值评估(倍)				
P/E	11.20	10.56	8.79	7.77
P/B	1.69	1.80	1.60	1.43
P/S	2.09	1.64	1.33	1.06
EV/EBITDA	8.74	10.53	8.71	7.26
股息率%	3.6%	3.8%	4.6%	5.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	29.9%	29.0%	28.6%	27.6%
净利润率	15.7%	15.5%	15.2%	13.7%
净资产收益率	15.1%	17.0%	18.3%	18.4%
资产回报率	11.5%	14.2%	14.6%	14.4%
投资回报率	13.8%	15.5%	16.4%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	11.3%	27.4%	23.0%	25.3%
EBIT 增长率	30.8%	20.5%	20.1%	13.3%
净利润增长率	12.1%	25.9%	20.2%	13.1%
偿债能力指标				
资产负债率	22.6%	23.6%	25.5%	26.3%
流动比率	2.2	2.2	2.2	2.3
速动比率	1.6	1.5	1.6	1.6
现金比率	0.1	0.1	0.2	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	33.8	33.8	33.8	33.8
存货周转天数	60.2	60.2	60.2	60.2
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.1
固定资产周转率	1.7	2.0	2.3	2.7

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,524	4,436	5,334	6,036
少数股东损益	31	39	46	53
非现金支出	920	-101	-140	47
非经营收益	110	-26	-40	-49
营运资金变动	149	-612	-659	-880
经营活动现金流	4,734	3,735	4,541	5,206
资产	-1,016	-1,363	-2,019	-1,718
投资	-1,566	18	4	11
其他	51	86	105	132
投资活动现金流	-2,531	-1,259	-1,909	-1,575
债权募资	-580	-578	800	150
股权募资	9	0	0	0
其他	-1,653	-1,811	-2,173	-2,471
融资活动现金流	-2,224	-2,390	-1,373	-2,321
现金净流量	-22	86	1,258	1,310

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 19 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,426	28,566	35,149	44,037
营业成本	15,725	20,290	25,100	31,865
毛利率%	29.9%	29.0%	28.6%	27.6%
营业税金及附加	239	305	375	470
营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	950	1,285	1,511	1,761
营业费用率%	4.2%	4.5%	4.3%	4.0%
管理费用	815	1,038	1,406	2,202
管理费用率%	3.6%	3.6%	4.0%	5.0%
研发费用	952	1,212	1,441	1,761
研发费用率%	4.2%	4.2%	4.1%	4.0%
EBIT	3,908	4,709	5,657	6,412
财务费用	85	37	40	56
财务费用率%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-11	6	10	8
投资收益	73	86	105	132
营业利润	3,880	4,733	5,689	6,435
营业外收支	-112	-22	-25	-26
利润总额	3,768	4,711	5,664	6,409
EBITDA	4,790	4,614	5,527	6,468
所得税	214	236	283	320
有效所得税率%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
少数股东损益	31	39	46	53
归属母公司所有者净利润	3,524	4,436	5,334	6,036

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	547	633	1,890	3,200
应收账款及应收票据	2,184	2,782	3,423	4,288
存货	2,593	3,346	4,140	5,255
其它流动资产	6,961	7,271	7,602	8,055
流动资产合计	12,285	14,032	17,055	20,798
长期股权投资	208	192	190	181
固定资产	13,459	14,398	15,355	16,140
在建工程	757	877	1,517	1,917
无形资产	2,510	429	990	1,485
非流动资产合计	18,376	17,289	19,419	21,053
资产总计	30,661	31,321	36,474	41,851
短期借款	378	200	200	200
应付票据及应付账款	2,049	2,644	3,270	4,152
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,185	3,639	4,119	4,790
流动负债合计	5,612	6,483	7,589	9,142
长期借款	870	470	1,270	1,420
其它长期负债	446	446	446	446
非流动负债合计	1,316	916	1,716	1,866
负债总计	6,929	7,399	9,305	11,009
实收资本	1,690	1,690	1,690	1,690
普通股股东权益	23,365	26,027	29,228	32,849
少数股东权益	367	405	452	504
负债和所有者权益合计	30,661	33,832	38,985	44,362

# 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 建筑建材行业分析师，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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。