

## 北新建材 (000786.SZ)

强烈推荐 (维持)

### 23Q1 业绩稳健，收购资产加速布局涂料翼

公司 2023 年一季度实现营业总收入 47.24 亿元，同比增长 2.48%；实现归母净利润 5.91 亿元，同比增长 5.58%，扣非后归母净利润 5.62 亿元，同比增长 3.98%。基本每股收益 0.35 元，同比提升 5.74%，加权平均 ROE 为 2.78%，同比下降 0.14pct。（22 年发生同一控制下企业合并，报告中数值和增速均为追溯后。）

□ **23Q1 业绩稳健增长，现金流略改善。**公司 2023 年一季度实现营业总收入 47.24 亿元，同比增长 2.48%；实现归母净利润 5.91 亿元，同比增长 5.58%。截至一季度末，公司经营性现金流净流出 3.17 亿元，去年同期净流出 4.12 亿元。公司 23Q1 应收账款及票据同比增长 5.63%，收现比/付现比分别为 0.72/0.90。

□ **期间费用率下降，净利率同比提升。**23Q1 公司销售净利率为 12.51%，同比上升 0.41pct；毛利率同比下降 1.47pct 至 26.91%，成本端，据 wind 数据测算得，23Q1 石膏板主要原材料固废均价同比下降约 28%，防水主要原材料沥青均价同比上涨约 11%。23Q1 期间费用率同比下降 1.70pct 至 13.19%，控费能力有所提升，其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.37%/5.31%/3.10%/0.41%，除销售费用率同比上升 0.07pct 外，其余费用率均有所改善，管理/研发/财务费用率分别同比下降 1.63pct/0.02pct/0.12pct，主因公司全面落实“增节降”，立足早细精实，打好“一毛钱”生产成本攻坚战，持续工艺改进进一步节能降耗，严控总体费用实现各板块广告资源全面共享，降本增效。

□ **推进“一体两翼”布局，优化渠道定位。**截至 2022 年底，公司石膏板产能规模 33.58 亿平方米，继续保持全球最大石膏板产业集团领先地位，同时保持全球最大的轻钢龙骨产业集团，2019 年公司通过联合重组进入防水材料业务领域，目前已推进 16 个防水材料生产基地布局规划，将组建“1+N”的防水产业格局，研发打造“北新”防水品牌，同时在专业市场和业务领域打造 N 个独立品牌。公司旗下子公司北新涂料拟以 1.30 亿元的价格收购天津灯塔涂料 51% 股权，本次交易完成后，北新涂料将持有灯塔涂料 100% 股权，将进一步推进涂料业务的战略布局，公司“一体两翼、全球布局”战略将持续落地。同时，公司优化渠道推动“一体两翼”产品向整体应用解决系统转变，加速主业产品向消费类建材转型，紧盯市场占有率及窗口期，推进石膏板吊顶、隔墙系统关联“石膏板+”业务，布局轻钢龙骨、粉料砂浆、阻燃板及相关产品，加大力度拓展县乡、家装零售业务，有效对冲了工程下行、核心城市需求不振的压力，实现了渠道端的优化和转型，奠定了持久发展的基础。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**公司石膏板主业保持全球龙头地位，护城河优势明显，收购优质资产助力“一体两翼”发展战略，公司还进一步优化渠道定位，在市场环境下行的压力下仍逆势增长。我们预计公司 2023-2024 年 EPS 分别为 2.16 元、2.49 元，对应 PE 分别为 12.3x、10.7x，维持“强烈推荐”投资评级。

□ **风险提示：地产和基建投资增速下滑、原材料成本大幅上涨、新业务发展不及预期。**

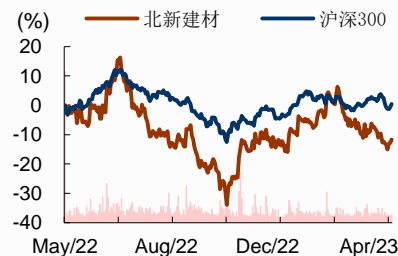
中游制造/建材  
目标估值：NA  
当前股价：26.52 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	168951
已上市流通股 (万股)	163245
总市值 (亿元)	448
流通市值 (亿元)	433
每股净资产 (MRQ)	12.7
ROE (TTM)	14.7
资产负债率	24.4%
主要股东	中国建材股份有限公司
主要股东持股比例	37.83%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	20	-5
相对表现	-3	6	-8



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《北新建材 (000786) — 业绩短期承压，待优化显效需求复苏》  
2023-03-23
- 《北新建材 (000786) — 收入稳健彰显韧性，回款略显压力》  
2022-10-27
- 《北新建材 (000786) — H1 收入稳健，石膏板主业显韧性》  
2022-08-21

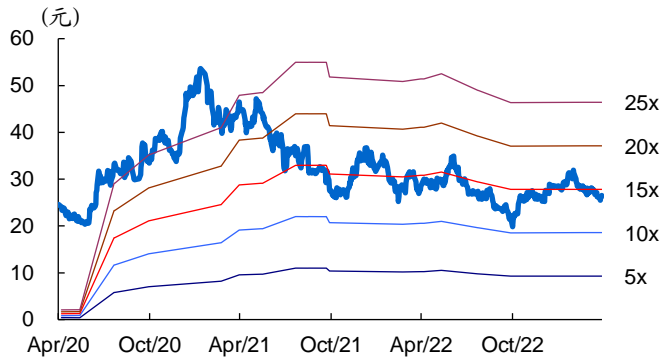
郑晓刚 S1090517070008  
zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
袁定云 研究助理  
yuandingyun@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	21091	19934	22413	24918	27503
同比增长	25%	-5%	12%	11%	10%
营业利润(百万元)	3771	3311	3851	4429	5069
同比增长	14%	-12%	16%	15%	14%
归母净利润(百万元)	3513	3136	3651	4203	4814
同比增长	23%	-11%	16%	15%	15%
每股收益(元)	2.08	1.86	2.16	2.49	2.85
PE	12.8	14.3	12.3	10.7	9.3
PB	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5

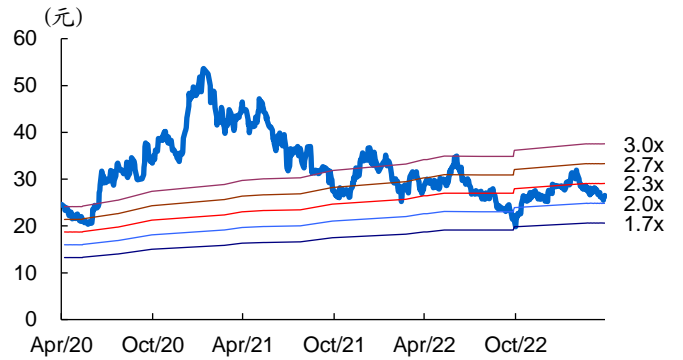
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 北新建材历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 北新建材历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9174	10973	13379	16667	20410
现金	572	556	2224	4719	7652
交易性投资	2635	3939	3939	3939	3939
应收票据	230	189	213	236	261
应收款项	1869	1991	2217	2464	2720
其它应收款	118	530	595	662	731
存货	2632	2727	3024	3349	3678
其他	1117	1042	1168	1297	1429
<b>非流动资产</b>	17400	17631	17929	18225	18516
长期股权投资	241	265	265	265	265
固定资产	11841	12459	13058	13622	14154
无形资产商誉	2698	2846	2562	2306	2075
其他	2621	2062	2046	2033	2023
<b>资产总计</b>	<b>26574</b>	<b>28605</b>	<b>31309</b>	<b>34892</b>	<b>38927</b>
<b>流动负债</b>	5418	5270	5421	5886	6356
短期借款	2065	168	0	0	0
应付账款	1824	1863	2072	2295	2521
预收账款	545	466	518	574	631
其他	984	2772	2831	3017	3205
<b>长期负债</b>	1630	1891	1891	1891	1891
长期借款	179	490	490	490	490
其他	1451	1401	1401	1401	1401
<b>负债合计</b>	<b>7048</b>	<b>7161</b>	<b>7312</b>	<b>7777</b>	<b>8248</b>
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积金	2838	2800	2800	2800	2800
留存收益	14417	16466	19011	22119	25672
少数股东权益	581	488	496	506	517
归属于母公司所有者权益	18945	20956	23500	26608	30162
<b>负债及权益合计</b>	<b>26574</b>	<b>28605</b>	<b>31309</b>	<b>34892</b>	<b>38927</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3831	3664	4317	4822	5404
净利润	3554	3144	3660	4213	4826
折旧摊销	715	796	1017	1020	1024
财务费用	97	110	37	12	(10)
投资收益	3	(34)	(96)	(96)	(96)
营运资金变动	(535)	(314)	(305)	(331)	(344)
其它	(3)	(37)	4	4	4
<b>投资活动现金流</b>	(3151)	(2257)	(1220)	(1220)	(1220)
资本支出	(1628)	(1301)	(1316)	(1316)	(1316)
其他投资	(1523)	(956)	96	96	96
<b>筹资活动现金流</b>	(711)	(1422)	(1427)	(1107)	(1251)
借款变动	(365)	(115)	(284)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(323)	(38)	0	0	0
股利分配	(929)	(1107)	(1107)	(1095)	(1261)
其他	906	(162)	(37)	(12)	10
<b>现金净增加额</b>	<b>(31)</b>	<b>(15)</b>	<b>1669</b>	<b>2494</b>	<b>2933</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	21091	19934	22413	24918	27503
营业成本	14377	14106	15687	17376	19085
营业税金及附加	220	221	248	276	304
营业费用	782	760	809	875	938
管理费用	1020	1025	1062	1156	1249
研发费用	875	861	901	977	1051
财务费用	83	106	37	12	(10)
资产减值损失	(15)	315	86	86	86
公允价值变动收益	(1)	(5)	(5)	(5)	(5)
其他收益	56	112	67	67	67
投资收益	(3)	34	34	34	34
<b>营业利润</b>	3771	3311	3851	4429	5069
营业外收入	86	30	30	30	30
营业外支出	61	58	58	58	58
<b>利润总额</b>	3797	3283	3823	4401	5041
所得税	242	140	163	188	215
少数股东损益	42	7	9	10	11
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3513</b>	<b>3136</b>	<b>3651</b>	<b>4203</b>	<b>4814</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	25%	-5%	12%	11%	10%
营业利润	14%	-12%	16%	15%	14%
归母净利润	23%	-11%	16%	15%	15%
<b>获利能力</b>					
毛利率	31.8%	29.2%	30.0%	30.3%	30.6%
净利率	16.7%	15.7%	16.3%	16.9%	17.5%
ROE	19.7%	15.7%	16.4%	16.8%	17.0%
ROIC	17.6%	14.8%	15.9%	16.3%	16.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.5%	25.0%	23.4%	22.3%	21.2%
净负债比率	8.9%	2.7%	1.6%	1.4%	1.3%
流动比率	1.7	2.1	2.5	2.8	3.2
速动比率	1.2	1.6	1.9	2.3	2.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.7
存货周转率	6.5	5.3	5.5	5.5	5.4
应收账款周转率	10.3	9.3	9.7	9.7	9.7
应付账款周转率	8.4	7.7	8.0	8.0	7.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	2.08	1.86	2.16	2.49	2.85
每股经营净现金	2.27	2.17	2.55	2.85	3.20
每股净资产	11.21	12.40	13.91	15.75	17.85
每股股利	0.66	0.66	0.65	0.75	0.85
<b>估值比率</b>					
PE	12.8	14.3	12.3	10.7	9.3
PB	2.4	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.0	13.1	11.0	9.9	8.8

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年、2020年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖，2021年新浪财经金麒麟新锐分析师建筑材料行业第一名。

**袁定云：**上海交通大学工学管理学双学士、管理学硕士，2021年7月加入招商证券，从事建材行业研究。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。