

北新建材（000786.SZ）

买入

2022 年年报点评：全年业绩有所承压，优化渠道提升经营韧性

核心观点

全年收入业绩继续承压，资产处置贡献 Q4 收益。2022 年公司实现营业收入 199.34 亿元，同比-5.49%（调整后），归母净利润 31.4 亿元，同比-10.71%（调整后），扣非归母净利润 26.15 亿元，同比-23.39%（调整后），EPS 为 1.86 元/股，并拟 10 派 6.55 元（含税）。Q4 单季度实现营业收入 46.24 亿元，同比-10.44%，归母净利润 7.92 亿元，同比+0.64%，扣非归母净利润 3.62 亿元，同比-51.6%，其中资产处置收益 4.37 亿元主要为苏州工业园区土地回购补偿款贡献。

石膏板定价权优势凸显，防水业务依然承压。分产品看：1）石膏板收入 133.65 亿元，同比-3.01%，占比 67.04%，石膏板销量 20.93 亿平，同比-11.98%，需求承压背景下销量明显下降，公司通过提价传导成本压力，收入整体表现好于销量；我们测算石膏板销售单价 6.39 元/平米，同比+10.2%，单位成本 4.15 元/平米，同比+14.2%，单位毛利 2.23 元/平米，毛利率 34.95%，同比-2.3pp，毛利率虽有下滑，但仍保持在相对高位显示了高市占率下公司的定价权优势；2）轻钢龙骨收入 25.17 亿元，同比-8.66%，占比 12.63%，毛利率 18.94%，同比+0.51pct；3）防水分部收入 31.45 亿元，同比-18.8%，占比 15.78%，其中防水卷材/防水涂料/防水工程分别为 21.6/4.45/4.53 亿元，同比-15.2%/-16.0%/-34.9%，防水卷材毛利率 17.25%，同比-10.10pp，受地产需求低迷和成本上涨影响，防水收入和盈利继续承压。

现金流表现优异有韧性，资债结构保持稳健。2022 年公司实现经营性净现金流 36.64 亿元，同比-4.3%，其中 Q4 单季度为 21.6 亿元，同比+13.9%，单季度回款表现优异，收现比 1.42，上年同期为 1.31。截至 2022 年末，公司资产负债率仅 25.0%，同比-1.49pp，带息负债率 16.4%，同比-2.1pp，彰显优质稳健的资债结构。

风险提示：地产需求不及预期；原材料上涨超预期；防水业务整合不及预期；渠道拓展不及预期。

投资建议：优化渠道定位助力发展，看好长期成长性，维持“买入”评级。公司作为石膏板龙头，成本、规模领先优势持续巩固，市占率持续提升，并积极优化渠道定位，大力拓展县乡、家装零售业务，奠定长期发展基础，同时防水加速拓展，涂料稳步推进，有望受益防水新规落地和成本下行带来利润弹性和成长空间，看好需求端改善和公司长期成长性，预计 23-25 年 EPS 分别为 2.02/2.37/2.74 元/股，对应 PE 为 14.1/12.0/10.4x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,086	19,934	21,369	24,041	26,587
(+/-%)	25.5%	-5.5%	7.2%	12.5%	10.6%
净利润(百万元)	3510	3136	3420	4010	4636
(+/-%)	22.7%	-10.6%	9.0%	17.2%	15.6%
每股收益(元)	2.08	1.86	2.02	2.37	2.74
EBIT Margin	18.1%	14.9%	16.6%	17.4%	18.1%
净资产收益率 (ROE)	18.5%	15.0%	14.4%	14.9%	15.1%
市盈率 (PE)	13.8	15.4	14.1	12.0	10.4
EV/EBITDA	12.2	14.8	11.2	9.9	8.8
市净率 (PB)	2.55	2.30	2.04	1.79	1.58

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

建筑材料·装修建材

证券分析师：陈颖

0755-81981825

chenying4@guosen.com.cn

S0980518090002

证券分析师：冯梦琪

0755-81982950

fengmq@guosen.com.cn

S0980521040002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	27.66 元
总市值/流通市值	46732/45154 百万元
52 周最高价/最低价	35.80/19.75 元
近 3 个月日均成交额	226.85 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《北新建材（000786.SZ）-2022 年三季报点评：Q3 单季收入同比-14.8%，业绩继续承压》——2022-10-28
- 《北新建材（000786.SZ）-2022 年中报点评：收入稳健增长，石膏板主业优势凸显》——2022-08-23
- 《北新建材（000786.SZ）-2022 一季报点评：Q1 经营持续稳健，防水版图继续扩张》——2022-05-04
- 《北新建材（000786.SZ）-多成长曲线构筑高质量发展，看好长期成长性》——2022-03-23
- 《北新建材-000786-2021 年中报点评：业绩表现亮眼，一体两翼加速布局》——2021-08-21

全年业绩仍有承压，资产处置贡献 Q4 收益。2022 年公司实现营业收入 199.34 亿元，同比-5.49%（调整后），归母净利润 31.4 亿元，同比-10.71%（调整后），扣非归母净利润 26.15 亿元，同比-23.39%（调整后），EPS 为 1.86 元/股，并拟 10 派 6.55 元（含税）。Q4 单季度实现营业收入 46.24 亿元，同比-10.44%，归母净利润 7.92 亿元，同比+0.64%，扣非归母净利润 3.62 亿元，同比-51.6%，其中资产处置收益约 4.37 亿元主要为苏州工业园区土地回购补偿款贡献。

图1：北新建材营业收入及增速（单位：亿元、%）



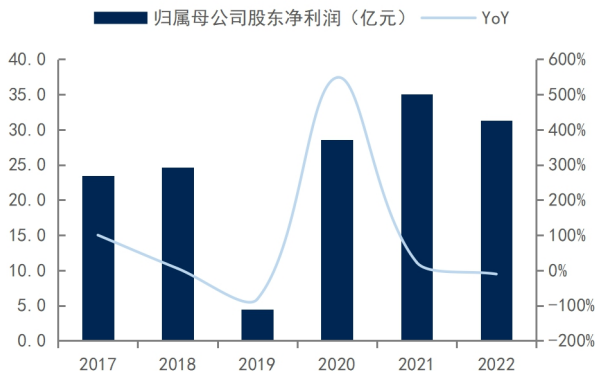
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：北新建材单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



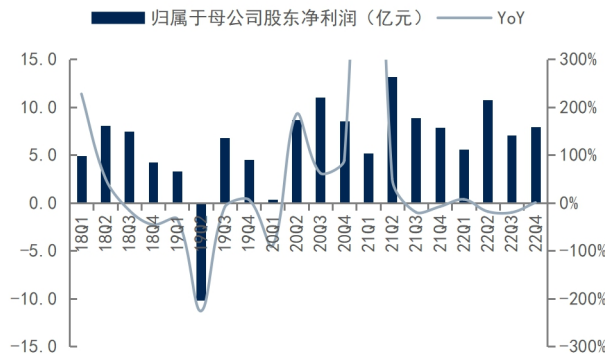
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：北新建材归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：北新建材单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

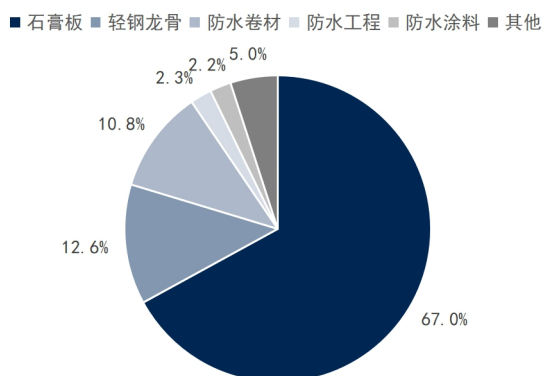


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（21Q1 增速=1470.6%）

石膏板定价权优势凸显，防水业务继续承压。分产品看：1）石膏板收入 133.65 亿元，同比-3.01%，占比 67.04%，石膏板销量 20.93 亿平，同比-11.98%，需求承压背景下销量明显下降，公司通过提价传导成本压力，收入整体表现好于销量；我们测算石膏板销售单价 6.39 元/平米，同比+10.2%，单位成本 4.15 元/平米，同比+14.2%，单位毛利 2.23 元/平米，毛利率 34.95%，同比-2.3pp，毛利率虽有下滑，但仍保持在相对高位显示了高市占率下公司的定价权优势；2）轻钢龙骨收入 25.17 亿元，同比-8.66%，占比 12.63%，毛利率 18.94%，同比+0.51pct；3）防水分部收入 31.45 亿元，同比-18.8%，占比 15.78%，其中防水卷材/防水涂料/防水工程分别为 21.6/4.45/4.53 亿元，同比-15.2%/-16.0%/-34.9%，防水卷材毛利率 17.25%，同比-10.10pp，受地产需求低迷和成本上涨影响，防水收入和盈利

继续承压。

图5：2022 年北新建材分产品收入结构（单位：%）



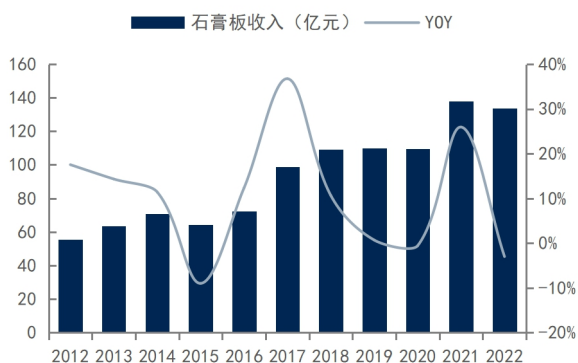
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：北新建材轻钢龙骨收入及同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：北新建材石膏板收入及同比增速（单位：亿元、%）



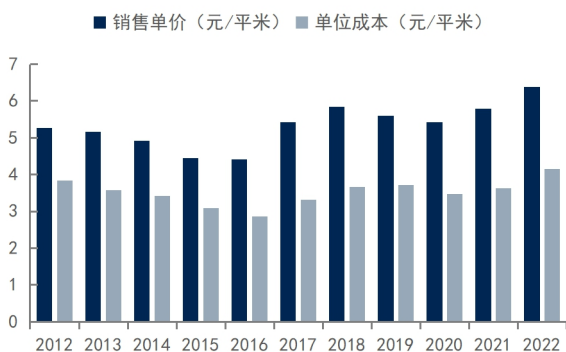
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：北新建材石膏板销量及同比增速（单位：亿平、%）



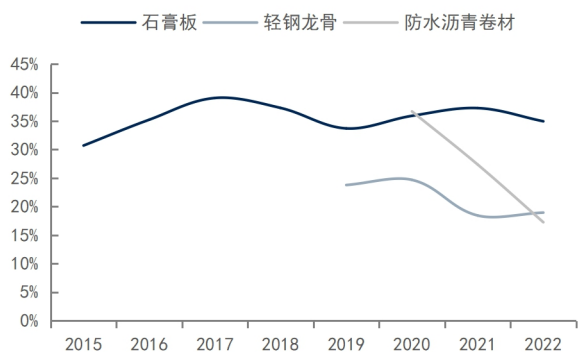
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：北新建材石膏板销售单价和单位成本（单位：元/平方米）



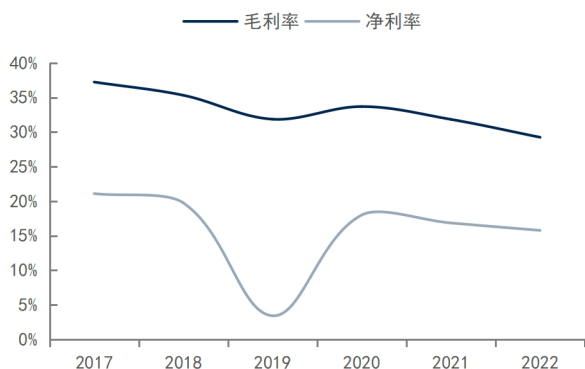
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：北新建材分产品毛利率（单位：%）



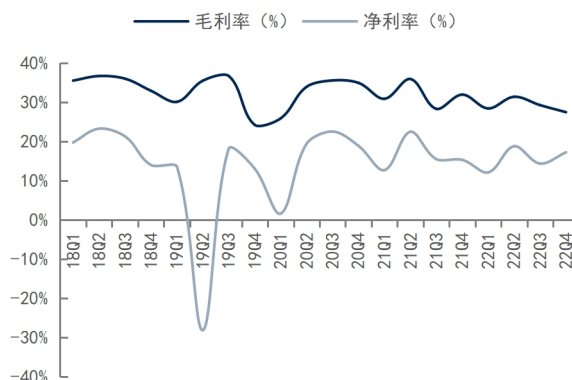
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 北新建材毛利率和净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

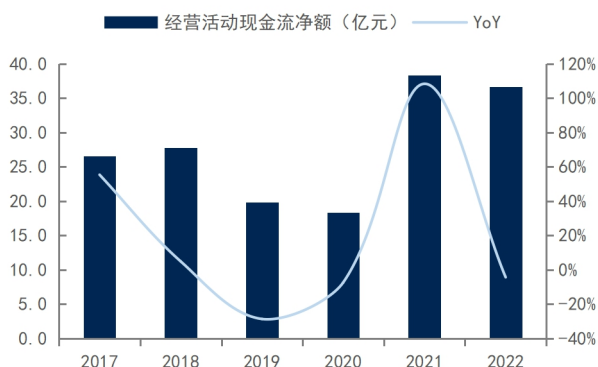
图12: 北新建材单季度毛利率和净利率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

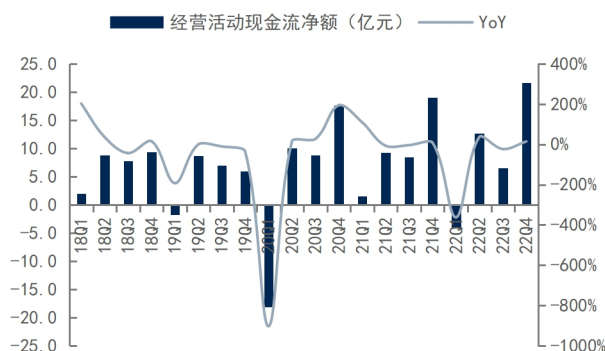
现金流表现优异有韧性, 资债结构保持稳健。2022 年公司实现经营性净现金流 36.64 亿元, 同比-4.3%, 其中 Q4 单季度为 21.6 亿元, 同比+13.9%, 单季度回款表现优异, 收现比 1.42, 上年同期为 1.31。截至 2022 年末, 公司资产负债率仅 25.0%, 同比-1.49pp, 带息负债率 16.4%, 同比-2.1pp, 彰显优质稳健的资债结构。

图13: 北新建材经营性净现金流和增速 (单位: 亿元、%)



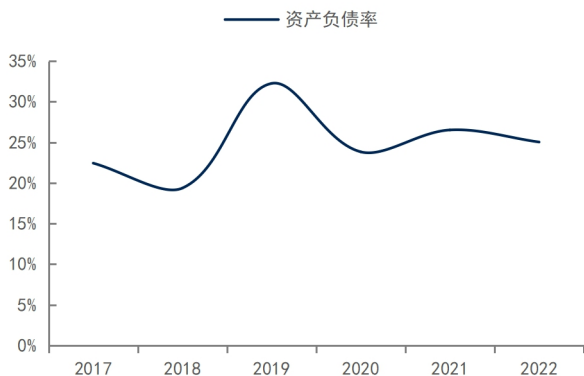
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 北新建材单季经营性净现金流和增速 (单位: 亿元、%)



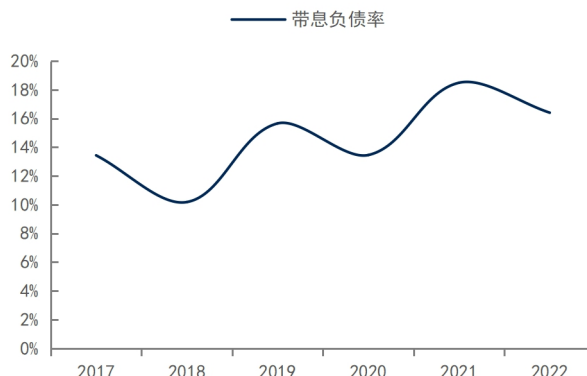
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 北新建材资产负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 北新建材带息负债率（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：优化渠道定位助力发展，看好长期成长性，维持“买入”评级。公司作为石膏板龙头，成本、规模领先优势持续巩固，市占率继续提升，并积极优化渠道定位，大力拓展县乡、家装零售业务，奠定长期发展基础，同时防水业务加速拓展，涂料业务稳步推进，有望受益防水新规落地和成本下行带来利润弹性和成长空间，看好需求端改善和公司长期成长性，预计 23-25 年 EPS 分别为 2.02/2.37/2.74 元/股，对应 PE 为 14.1/12.0/10.4x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	572	556	3039	6225	8754	营业收入	21086	19934	21369	24041	26587
应收款项	2217	2710	2760	3136	3641	营业成本	14374	14106	14852	16588	18212
存货净额	2632	2727	2608	2941	3329	营业税金及附加	220	221	214	240	266
其他流动资产	1117	1012	1108	1233	1371	销售费用	782	760	769	841	904
流动资产合计	9174	10973	13484	17505	21065	管理费用	1020	1025	1062	1158	1243
固定资产	13555	13753	14388	14966	15513	研发费用	875	861	919	1034	1143
无形资产及其他	2310	2502	2502	2517	2549	财务费用	83	106	83	92	78
投资性房地产	1295	1112	1112	1112	1112	投资收益	(3)	34	40	40	40
长期股权投资	241	265	305	337	374	资产减值及公允价值变动	(6)	(61)	(10)	(10)	(10)
资产总计	26574	28605	31790	36437	40612	其他收入	(829)	(379)	(819)	(934)	(1043)
短期借款及交易性金融负债	2174	284	1500	1950	2145	营业利润	3769	3311	3601	4217	4870
应付款项	1824	1863	1969	2243	2514	营业外净收支	25	(28)	(30)	(30)	(30)
其他流动负债	1420	3123	2272	3019	3043	利润总额	3794	3283	3571	4187	4840
流动负债合计	5418	5270	5741	7211	7702	所得税费用	242	140	143	167	194
长期借款及应付债券	1179	1490	1490	1490	1490	少数股东损益	42	7	8	9	11
其他长期负债	451	401	374	336	303	归属于母公司净利润	3510	3136	3420	4010	4636
长期负债合计	1630	1891	1864	1826	1793	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	7048	7161	7605	9037	9495	净利润	3510	3136	3420	4010	4636
少数股东权益	581	488	493	500	509	资产减值准备	2	51	7	2	2
股东权益	18945	20956	23692	26900	30609	折旧摊销	707	772	1448	1610	1746
负债和股东权益总计	26574	28605	31790	36437	40612	公允价值变动损失	6	61	10	10	10
						财务费用	83	106	83	92	78
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(1776)	1443	(792)	150	(766)
每股收益	2.08	1.86	2.02	2.37	2.74	其它	27	(46)	(1)	5	6
每股红利	0.64	0.71	0.40	0.47	0.55	经营活动现金流	2476	5417	4092	5786	5635
每股净资产	11.21	12.40	14.02	15.92	18.12	资本开支	0	(887)	(2100)	(2215)	(2337)
ROIC	19%	14%	17%	19%	21%	其它投资现金流	(1019)	(1334)	0	0	0
ROE	19%	15%	14%	15%	15%	投资活动现金流	(1075)	(2245)	(2140)	(2247)	(2374)
毛利率	32%	29%	31%	31%	32%	权益性融资	(2)	52	0	0	0
EBIT Margin	18%	15%	17%	17%	18%	负债净变化	59	311	0	0	0
EBITDA Margin	21%	19%	23%	24%	25%	支付股利、利息	(1078)	(1202)	(684)	(802)	(927)
收入增长	25%	-5%	7%	12%	11%	其它融资现金流	623	(1458)	1216	450	195
净利润增长率	23%	-11%	9%	17%	16%	融资活动现金流	(1418)	(3189)	532	(352)	(732)
资产负债率	29%	27%	25%	26%	25%	现金净变动	(18)	(17)	2483	3187	2529
股息率	2.2%	2.5%	1.4%	1.7%	1.9%	货币资金的期初余额	590	572	556	3039	6225
P/E	13.8	15.4	14.1	12.0	10.4	货币资金的期末余额	572	556	3039	6225	8754
P/B	2.5	2.3	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	4165	1968	3556	3269
EV/EBITDA	12.2	14.8	11.2	9.9	8.8	权益自由现金流	0	3018	3104	3918	3389

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032