

北新建材（000786）

2022 年年报点评：石膏板主业经营韧性凸显，防水业务短期承压

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	19,934	22,733	25,252	27,811
同比	-5%	14%	11%	10%
归属母公司净利润（百万元）	3,136	3,739	4,256	4,832
同比	-11%	19%	14%	14%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.86	2.21	2.52	2.86
P/E（现价&最新股本摊薄）	14.90	12.50	10.98	9.67

关键词：#业绩符合预期

投资要点

■ **事件：公司发布 2022 年年报。**2022 年公司实现营业总收入 199.34 亿元，同比-5.49%；实现归母净利润 31.36 亿元，同比-10.71%；实现扣非归母净利润 26.15 亿元，同比-23.39%。

■ **一体两翼布局继续深化，石膏板业务维持稳健，防水业务有所承压。**1) **石膏板业务：**石膏板业务收入 133.65 亿元，同比下滑 3.02%，石膏板毛利率 34.95%，同比变动-2.31pct；石膏板单平均价 6.39 元/平，同比提升 10.2%；单平毛利 2.23 元/平，同比提升 3.4%，尽管销量有所下滑，公司石膏板单平毛利保持稳定，市占率维持高位。2) **龙骨业务：**龙骨业务收入略承压，实现 25.17 亿元，同比下滑 8.65%，毛利率 18.94%，同比变动+0.51pct。3) **防水建材：**防水建材收入 31.45 亿元，同比下滑 18.88%，毛利率 17.04%，同比变动-6.62pct，主要由于需求下滑、成本上行等因素影响。

■ **期间费用率基本稳定，资产处置收益及减值计提影响净利。**2022 年公司销售毛利率 29.24%，同比下降 2.59pct；销售净利率 15.77%，同比下降 1.08pct。2022 年公司各项期间费用率略有上升，主要系收入下滑费用摊薄减少。2022 年公司资产减值损失 5545 万元，主要系公司本期发生商誉减值，产生商誉减值损失；2022 年公司信用减值损失 1.07 亿元，主要系公司所属子公司计提应收账款坏账损失同比增加；2022 年公司资产处置收益 4.78 亿元，比上年同期增长 15004.12%，主要系本期政府回购土地，产生无形资产及固定资产处置收益所致。

■ **经营性现金流维持稳定。**公司期内经营活动产生的现金流量净额为 36.64 亿元，同比下滑 4.35%。其中分部看，防水建材分部经营活动产生的现金流量净额扣除归集至母公司资金影响，2022 年度为-9842 万元，2021 年度为 4.63 亿元。2022 年公司收现比 103.93%，同比变动-2.39pct；付现比 102.14%，同比变动-8.06pct。

■ **盈利预测与投资评级：**随着国企改革的进一步深入，在公司“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率将继续提升，龙骨配套、防水和涂料业务也将贡献持续快速增量。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 37.39/42.56/48.32 亿元（2023-2024 年预测前值为 37.44/43.05 亿元），对应 PE 分别为 13X/11X/10X，考虑到公司业绩稳健可持续，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价

2023 年 03 月 23 日

证券分析师 黄诗涛

执业证书：S0600521120004

huangshitao@dwzq.com.cn

证券分析师 房大磊

执业证书：S0600522100001

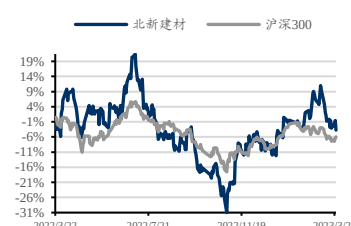
fangdl@dwzq.com.cn

证券分析师 任婕

执业证书：S0600522070003

renj@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	27.66
一年最低/最高价	19.75/35.80
市净率(倍)	2.23
流通 A 股市值(百万元)	45,153.58
总市值(百万元)	46,731.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.40
资产负债率(%，LF)	25.03
总股本(百万股)	1,689.51
流通 A 股(百万股)	1,632.45

相关研究

《北新建材(000786)：2022 年三季报点评：Q3 行业压力之下，营收及利润率阶段性下滑》

2022-10-27

《北新建材(000786)：2022 年半年报点评：主业维持稳定发展，防水业务短期承压》

2022-08-22

格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险

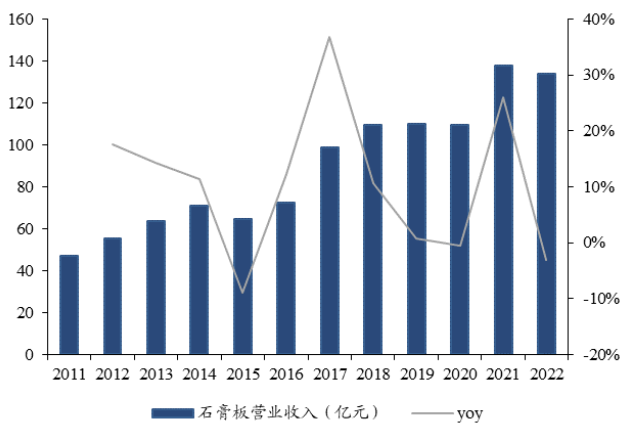
北新建材：石膏板主业经营韧性凸显，防水业务短期承压

事件：公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业总收入 199.34 亿元，同比-5.49%；实现归母净利润 31.36 亿元，同比-10.71%；实现扣非归母净利润 26.15 亿元，同比-23.39%。其中，2022Q4 单季营业收入为 46.24 亿元，同比增长-10.45%；归母净利润为 7.92 亿元，同比增长 0.61%。

石膏板业务维持稳健，防水业务有所承压

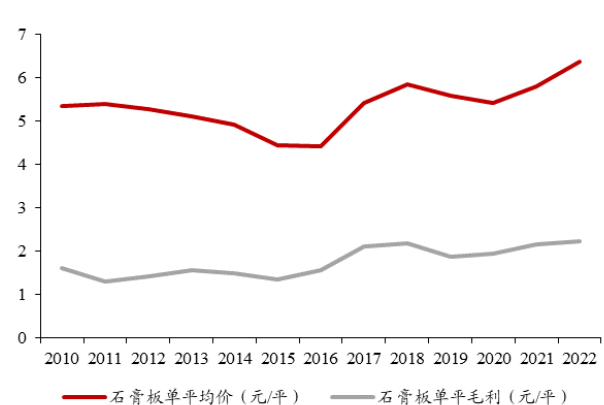
全年实现营业收入 199.34 亿元，同比下滑 5.49%。石膏板量跌价涨，防水业务同比下滑较多。1) 分业务来看，石膏板业务收入 133.65 亿元，同比下滑 3.02%；龙骨业务收入 25.17 亿元，同比下滑 8.65%；防水建材收入 31.45 亿元，同比下滑 18.88%。2) 分季度来看，公司 2022Q1-Q4 营收增速分别为 10.47%/-3.24%/-14.84%/-10.45%，主要受行业需求低迷、疫情扰动等多重因素影响。

图1：北新建材石膏板收入情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图2：北新建材石膏板单平均价和单平毛利变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

持续深化“一体两翼、国际化”的产业布局。石膏板主业方面，公司继续保持全球最大石膏板产业集团领先地位。2022 年中国纸面石膏板行业产能约 48.7 亿平方米，2022 年全国石膏板产销量为 30.73 亿平方米。2022 年集团的石膏板产能规模 33.58 亿平方米，市占率 69%；石膏板销量 20.93 亿平米，同比下降 12.01%，市占率 68%。公司坚持存量深挖、增量拓展并重，加强“龙牌、泰山、梦牌”的品牌联动和“双金字塔+护城河”的全面覆盖，坚持“工厂+工长”的立体式饱和营销。抢占机遇提升城市更新、老房翻新、消费升级推动二次装修等新兴蓝海市场份额。**龙骨业务方面**，公司继续保持全球最大的轻钢龙骨产业集团市场地位，推进龙骨配套率提升。**防水业务方面**，公司目前已推进 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。未来随着防水行业标准的提升，防水材料品质和工程质量水平将得到提升，有利于促进防水行业的产业升级。

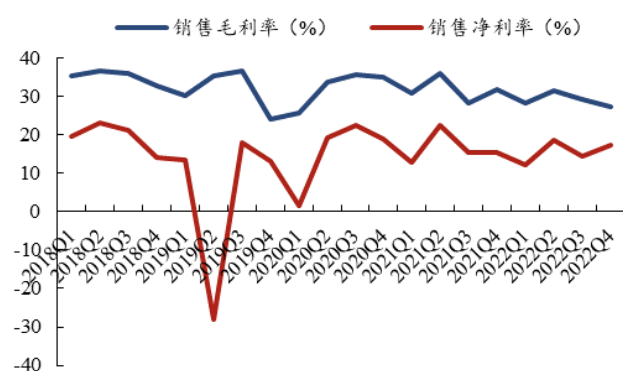
毛利率同比略下滑，石膏板单平盈利保持稳定

2022 年公司销售毛利率 29.24%，同比下降 2.59pct；销售净利率 15.77%，同比下降 1.08pct。分季度来看，Q1-Q4 销售毛利率分别为 28.39%/31.36%/29.24%/27.44%，同比分别变动-2.46pct/-4.53pct/+0.95pct/-4.47pct。分业务来看，石膏板毛利率 34.95%，同比变动-2.31pct，石膏板单平均价 6.39 元/平，同比提升 10.2%；单平毛利 2.23 元/平，同比提升 3.4%，石膏板单平毛利水平稳中有升，体现了公司的议价能力与市场地位；龙骨毛利率 18.94%，同比变动+0.51pct；防水建材毛利率 17.04%，同比变动-6.62pct，主要系原材料成本大幅上涨影响。

期间费用率保持稳定。2022 年公司销售费用率 3.81%，同比变动+0.1pct；管理费用率 5.14%，同比变动+0.3pct；研发费用率 4.32%，同比变动+0.17pct；财务费用率 0.53%，同比变动+0.14pct，由于公司整体收入下滑期间费用率摊薄减少。

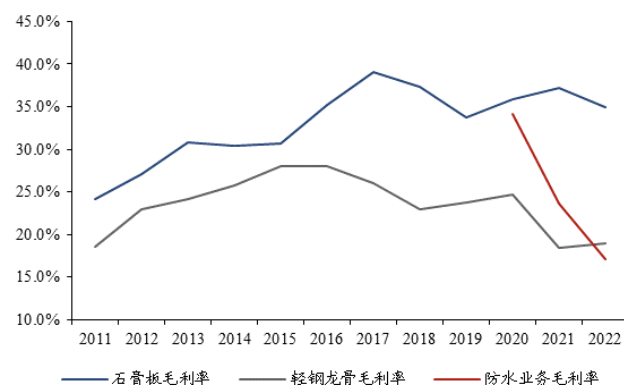
2022 年公司资产减值损失 5545 万元，主要系公司本期发生商誉减值，产生商誉减值损失；2022 年公司信用减值损失 1.07 亿元，主要系公司所属子公司计提应收账款坏账损失同比增加；2022 年公司资产处置收益 4.78 亿元，比上年同期增长 15004.12%，主要系本期政府回购土地，产生无形资产及固定资产处置收益所致。

图3：北新建材单季度销售毛利率和净利率变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图4：北新建材分产品毛利率变动情况

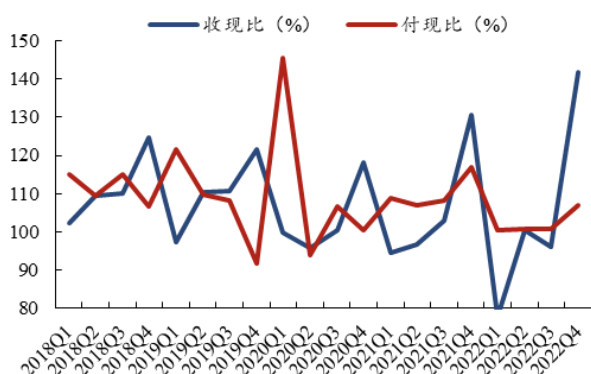


数据来源：WIND，东吴证券研究所

经营性现金流维持稳定

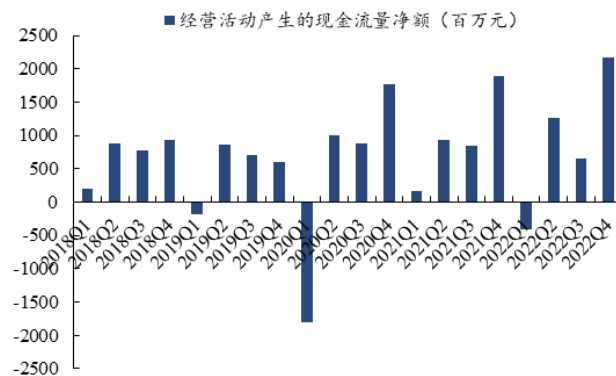
公司期内经营活动产生的现金流量净额为 36.64 亿元，同比下滑 4.35%，主要由于公司 2022 年业务规模有所下滑。其中分部看，防水建材分部经营活动产生的现金流量净额扣除归集至母公司资金影响，2022 年度为-9842 万元，2021 年度为 4.63 亿元。2022 年公司收现比 103.93%，同比变动-2.39pct，期末公司应收账款及应收票据余额 21.80 亿元，同比增长 3.90%；付现比 102.14%，同比变动-8.06pct，2022 年末公司应付账款及应付票据余额 18.63 亿元，同比增长 2.14%。

图5：北新建材单季度收现比及付现比变动情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

图6：北新建材单季度经营性现金净流量变化



数据来源：WIND，东吴证券研究所

盈利预测和投资评级

随着国企改革的进一步深入，在公司“一体两翼、全球布局”的战略引领之下，石膏板主业在全球的市占率将继续提升，龙骨配套、防水和涂料业务也将贡献持续的快速增量。我们预计公司 2023-2025 年的归母净利润分别为 37.39/42.56/48.32 亿元，对应 PE 分别为 13X/11X/10X，考虑到公司业绩稳健可持续，维持“买入”评级。

风险提示

房地产行业波动风险、宏观经济波动风险、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

北新建材三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,973	12,605	15,786	18,262	营业总收入	19,934	22,733	25,252	27,811
货币资金及交易性金融资产	4,495	5,143	7,366	8,780	营业成本(含金融类)	14,106	15,751	17,448	19,200
经营性应收款项	2,746	4,266	4,809	5,532	税金及附加	221	239	265	295
存货	2,727	2,587	2,962	3,259	销售费用	760	830	896	959
合同资产	237	182	202	222	管理费用	1,025	1,103	1,174	1,265
其他流动资产	770	427	447	469	研发费用	861	955	1,035	1,126
非流动资产	17,631	17,955	18,509	19,274	财务费用	106	74	49	20
长期股权投资	265	265	265	265	加:其他收益	112	80	76	83
固定资产及使用权资产	12,639	13,068	13,714	14,559	投资净收益	34	48	30	78
在建工程	1,294	1,039	797	567	公允价值变动	-5	0	0	0
无形资产	2,502	2,652	2,802	2,952	减值损失	-163	-17	-20	-22
商誉	344	344	344	344	资产处置收益	478	0	0	0
长期待摊费用	80	80	80	80	营业利润	3,311	3,892	4,470	5,083
其他非流动资产	507	507	507	507	营业外净收支	-28	32	28	29
资产总计	28,605	30,560	34,296	37,536	利润总额	3,283	3,924	4,498	5,112
流动负债	5,270	5,626	5,794	6,190	减:所得税	140	175	220	256
短期借款及一年内到期的非流动负债	284	284	284	284	净利润	3,144	3,750	4,277	4,856
经营性应付款项	1,863	2,007	1,984	2,183	减:少数股东损益	7	11	21	24
合同负债	466	662	733	806	归属母公司净利润	3,136	3,739	4,256	4,832
其他流动负债	2,656	2,673	2,793	2,916	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.86	2.21	2.52	2.86
非流动负债	1,891	791	1,341	841	EBIT	2,967	3,856	4,433	4,964
长期借款	490	390	440	440	EBITDA	3,789	4,732	5,379	6,000
应付债券	1,000	0	500	0	毛利率(%)	29.24	30.71	30.90	30.96
租赁负债	155	155	155	155	归母净利率(%)	15.73	16.45	16.85	17.37
其他非流动负债	246	246	246	246	收入增长率(%)	-5.49	14.04	11.08	10.13
负债合计	7,161	6,417	7,135	7,031	归母净利润增长率(%)	-10.71	19.20	13.84	13.54
归属母公司股东权益	20,956	23,644	26,640	29,960					
少数股东权益	488	499	521	545					
所有者权益合计	21,444	24,143	27,161	30,505					
负债和股东权益	28,605	30,560	34,296	37,536					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,664	4,001	4,440	5,185	每股净资产(元)	12.40	13.99	15.77	17.73
投资活动现金流	-2,257	-1,320	-1,642	-1,894	最新发行在外股份(百万股)	1,690	1,690	1,690	1,690
筹资活动现金流	-1,422	-2,232	-774	-2,078	ROIC(%)	12.24	15.24	15.76	15.74
现金净增加额	-12	448	2,024	1,214	ROE-摊薄(%)	14.97	15.81	15.98	16.13
折旧和摊销	822	876	946	1,035	资产负债率(%)	25.03	21.00	20.80	18.73
资本开支	-914	-1,168	-1,472	-1,771	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.90	12.50	10.98	9.67
营运资本变动	-71	-1,004	-909	-790	P/B(现价)	2.23	1.98	1.75	1.56

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

