

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.21
总股本/流通股本(亿股)	16.90 / 16.32
总市值/流通市值(亿元)	477 / 461
52周内最高/最低价	34.90 / 19.83
资产负债率(%)	25.0%
市盈率	15.20
第一大股东	中国建材股份有限公司
持股比例(%)	37.8%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com
研究助理: 刘依然
SAC 登记编号: S1340122090020
Email: liuyiran@cnpsec.com

北新建材(000786)

22年业绩短期承压，看好23年需求复苏与渠道优化

● 事件：

公司发布2022年度报告，2022年实现营业收入199.34亿元，同比下降5.49%；实现归母净利润31.36亿元，同比下降10.71%；扣非归母净利润26.15亿元，同比下降23.39%。2022 Q4单季度实现营业收入46.24亿元，同比下降10.44%；归母净利润7.92亿元，同比增长0.64%；扣非归母净利润3.62亿元，同比下降51.60%。

● 业绩短期承压，看好23年需求复苏与渠道优化

2022年，公司石膏板/龙骨/防水业务分别实现收入133.65/25.17/31.45亿元，分别同比下降3.02/8.65/18.88 pct。我们认为公司营收下降主要由于2022年下游需求明显走弱。2023年来看，房地产基本面修复趋势已逐渐显现，前期疫情压制的需求也正在释放；同时，公司“公装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”的渠道下沉、结构优化对业绩的提振有望逐步显现。2022年，公司销售毛利率/净利率分别为29.24%/15.77%，分别同比下降2.59/1.07 pct。各业务毛利率方面，公司石膏板/龙骨/防水业务毛利率分别为34.95%/18.94%/17.04%，分别同比-2.31/+0.51/-6.62 pct。公司石膏板、龙骨业务毛利率保持稳健，防水业务受主要原材料沥青价格涨幅较大所拖累。

● 石膏板主业强者恒强，单平米毛利逆势提升

根据中国建筑材料联合会石膏建材分会的统计，2022年，全国石膏板产销量为30.73亿平方米，同比下滑12.54%；公司石膏板产/销量分别为20.95/20.93亿平方米，分别同比下降13.53%/12.01%。公司石膏板市占率为68.11%，同比提升0.36 pct。价格和成本方面，2022年公司石膏板平均销售单价为6.39元/平方米，同比增加0.590元/平方米；单位成本为4.15元/平方米，同比增加0.585元/平方米；其中，单位原材料/燃料动力/人工成本/其他分别为2.38/1.15/0.27/0.36元/平方米，同比增加0.231/0.259/0.041/0.054元/平方米；单位毛利为2.23元/平方米，同比增加0.073元/平方米。公司以高市占率获强定价权，石膏板单位毛利实现逆势增长。

● 22Q4净现比大幅提升，延续高质量稳健经营

2022年公司现金流保持了一贯的稳健、优质，全年经营性现金流量净额为36.64亿元，同比下降4.35%；净现比为116.83%，同比提高7.70 pct；收现比/付现比分别为103.67%/102.14%，分别同比下降2.65/8.06 pct。2022 Q4单季净现比为271.36%，同

比提高 30.93 pct；收现比/付现比分别为 141.64%/83.57%，分别同比+11.07/-7.62 pct。2022 年公司应收账款周转率为 11.10 次，同比提升 0.57 次，应收账款管控能力有所增强。费用率方面，营收下降致费用率小幅下滑，2022 年期间费用率为 13.80%，同比增长 0.72 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.81%/5.14%/4.32%/0.53%，分别同比+0.10/+0.30/+0.17/+0.14 pct。

● 盈利预测与投资建议

公司石膏板主业以高市占率获取强定价力，2022 年行业压力期韧性凸显；2023 年下游需求复苏与公司渠道下沉、结构优化有望提振业绩。同时，防水新规即将落地，防水行业全面提质扩容将推动公司防水业务盈利修复。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 36.61/41.69/46.07 亿元，EPS 分别为 2.17/2.47/2.73 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

房地产投资增速大幅下降风险；原材料价格持续上涨超出预期；应收账款坏账风险；主业渠道下沉、结构优化不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	19934	22437	24421	26451
增长率(%)	-5.49	12.56	8.84	8.31
EBITDA（百万元）	3789.18	5025.69	5610.40	6107.61
归属母公司净利润（百万元）	3136.40	3661.31	4168.67	4606.51
增长率(%)	-10.71	16.74	13.86	10.50
EPS(元/股)	1.86	2.17	2.47	2.73
市盈率 (P/E)	15.20	13.02	11.43	10.35
市净率 (P/B)	2.27	2.05	1.84	1.65
EV/EBITDA	11.90	9.62	8.50	7.66

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	19934	22437	24421	26451	营业收入	-5.5%	12.6%	8.8%	8.3%
营业成本	14106	15385	16602	17932	营业利润	-12.2%	17.4%	13.8%	10.5%
税金及附加	221	248	270	293	归属于母公司净利润	-10.7%	16.7%	13.9%	10.5%
销售费用	760	807	878	951	获利能力				
管理费用	1025	1122	1221	1323	毛利率	29.2%	31.4%	32.0%	32.2%
研发费用	861	897	928	1005	净利率	15.7%	16.3%	17.1%	17.4%
财务费用	106	117	122	98	ROE	15.0%	15.7%	16.1%	15.9%
资产减值损失	-55	-30	-20	-15	ROIC	12.2%	15.3%	15.7%	15.6%
营业利润	3311	3889	4426	4889	偿债能力				
营业外收入	30	95	105	110	资产负债率	25.0%	22.0%	19.5%	16.9%
营业外支出	58	70	75	75	流动比率	2.08	2.46	2.82	3.20
利润总额	3283	3914	4456	4924	营运能力				
所得税	140	215	245	271	应收账款周转率	10.33	11.13	11.60	11.14
净利润	3144	3698	4211	4653	存货周转率	7.44	8.00	8.15	8.34
归母净利润	3136	3661	4169	4607	总资产周转率	0.72	0.76	0.77	0.77
每股收益(元)	1.86	2.17	2.47	2.73	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.86	2.17	2.47	2.73
货币资金	556	978	1487	2080	每股净资产	12.40	13.79	15.37	17.11
交易性金融资产	3939	4539	5239	5939	估值比率				
应收票据及应收账款	2180	2352	2511	2944	PE	15.20	13.02	11.43	10.35
预付款项	303	330	356	385	PB	2.27	2.05	1.84	1.65
存货	2727	2885	3107	3234	现金流量表				
流动资产合计	10973	12353	14170	16042	净利润	3144	3698	4211	4653
固定资产	12459	12845	13274	13742	折旧和摊销	822	902	969	1035
在建工程	1294	1494	1694	1994	营运资本变动	-71	-669	-780	-745
无形资产	2502	2453	2399	2339	其他	-230	84	76	55
非流动资产合计	17631	18185	18781	19509	经营活动现金流净额	3664	4016	4476	4998
资产总计	28605	30538	32951	35551	资本开支	-914	-1373	-1526	-1717
短期借款	168	118	218	318	其他	-1343	-586	-683	-682
应付票据及应付账款	1863	1898	2040	2213	投资活动现金流净额	-2257	-1959	-2209	-2399
其他流动负债	3239	3002	2757	2484	股权融资	52	0	0	0
流动负债合计	5270	5018	5016	5016	债务融资	-119	-245	-195	-295
其他	1891	1696	1401	1006	其他	-1355	-1389	-1563	-1712
非流动负债合计	1891	1696	1401	1006	筹资活动现金流净额	-1422	-1634	-1758	-2007
负债合计	7161	6714	6417	6022	现金及现金等价物净增加额	-12	423	509	592
股本	1690	1690	1690	1690					
资本公积金	2800	2800	2800	2800					
未分配利润	15492	17286	19329	21586					
少数股东权益	488	525	567	614					
其他	974	1523	2148	2839					
所有者权益合计	21444	23824	26534	29529					
负债和所有者权益总计	28605	30538	32951	35551					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000