

2023年04月12日

分析师
芮雯

(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

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

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:** 随着国企改革的一进一步深入, 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 (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、原材料及能源价格上涨风险、新业务开拓不及预期的风险。

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

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

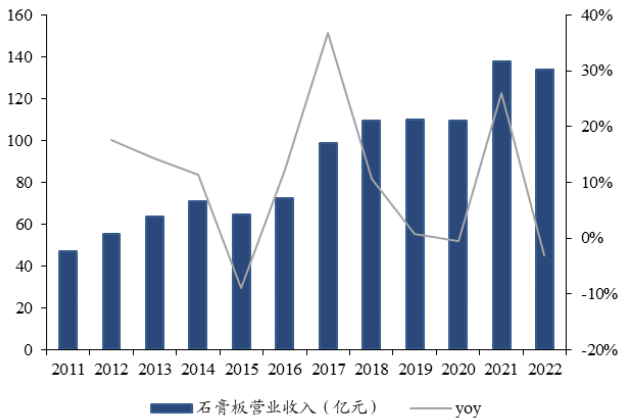
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持, 尤其感谢黄诗涛, 房大磊和任健的指导。

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%。

1. 石膏板业务维持稳健, 防水业务有所承压

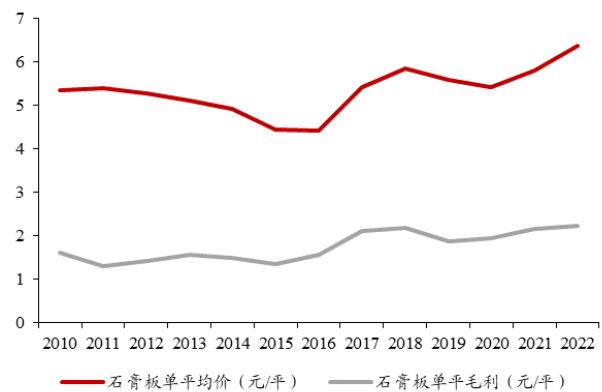
全年实现营业收入 199.34 亿元, 同比下滑 5.49%。石膏板量跌价涨, 防水业务同比下滑较多。1) 分业务来看, 石膏板业务收入 133.65 亿元, 同比下滑 3.02%; 龙骨业务收入 25.17 亿元, 同比下滑 8.65%; 防水建材收入 31.45 亿元, 同比下滑 18.88%。2) 分季度来看, 公司 2022Q1-Q4 营收增速分别为 10.47%/-3.24%/-14.84%/-10.45%, 主要受行业需求低迷、疫情扰动等多重因素影响。

图1: 北新建材石膏板收入情况



数据来源: WIND, 东吴证券(香港)

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(香港)

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。

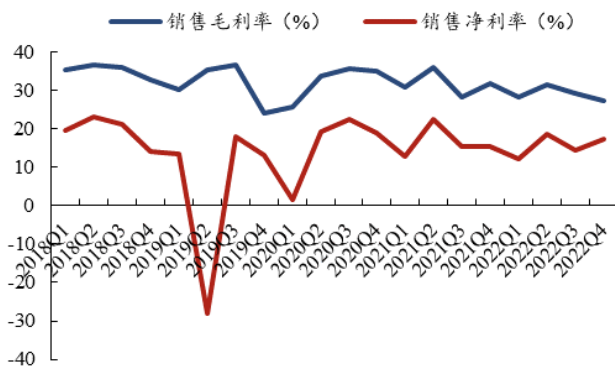
2. 毛利率同比略下滑，石膏板单平盈利保持稳定

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。

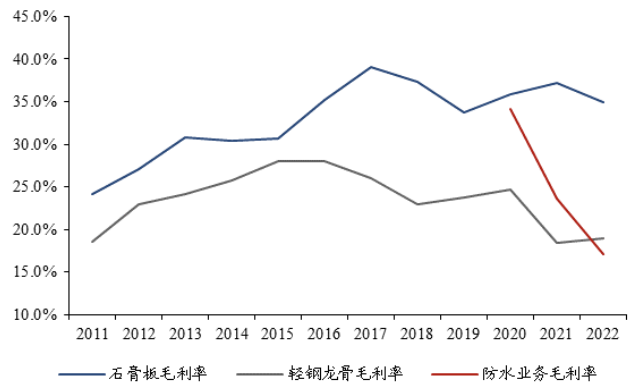
2022 年公司资产减值损失 5545 万元，主要系公司本期发生商誉减值，产生商誉减值损失；2022 年公司信用减值损失 1.07 亿元，主要系公司所属子公司计提应收账款坏账损失同比增加；2022 年公司资产处置收益 4.78 亿元，比上年同期增长 15004.12%，主要系本期政府回购土地，产生无形资产及固定资产处置收益所致。

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（香港）

图4：北新建材分产品毛利率变动情况

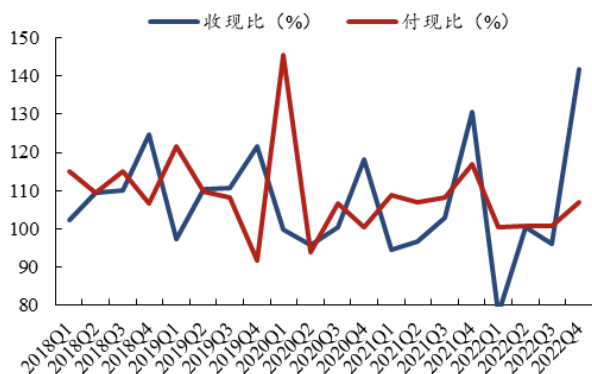


数据来源：WIND，东吴证券（香港）

3. 经营性现金流维持稳定

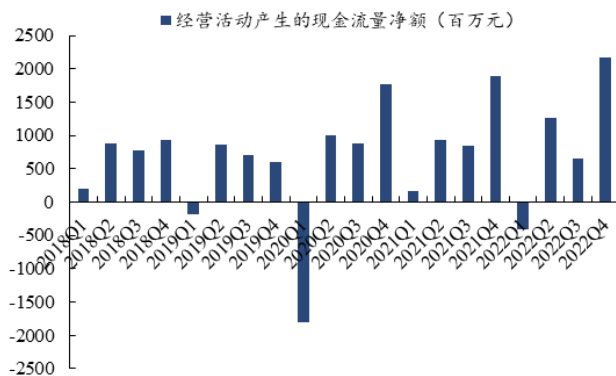
公司期内经营活动产生的现金流量净额为 36.64 亿元，同比下滑 4.35%，主要由于公司 2022 年业务规模有所下滑。其中分部看，防水建材分部经营活动产生的现金流量净额扣除归集至母公司资金影响，2022 年度为-9842 万元，2021 年度为 4.63 亿元。2022 年公司收现比 103.93%，同比变动-2.39pct，期末公司应收账款及应收票据余额 21.80 亿元，同比增长 3.90%；付现比 102.14%，同比变动-8.06pct，2022 年末公司应付账款及应付票据余额 18.63 亿元，同比增长 2.14%。

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(香港)

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(香港)

4. 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。

5. 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)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10,973	12,605	15,786	18,262	营业收入	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	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	488	499	521	545	每股净资产(元)	12.40	13.99	15.77	17.73
所有者权益合计	21,444	24,143	27,161	30,505	最新发行在外股份(百万股)	1,690	1,690	1,690	1,690
负债和股东权益	28,605	30,560	34,296	37,536	ROIC(%)	12.24	15.24	15.76	15.74
					ROE-摊薄(%)	14.97	15.81	15.98	16.13
					资产负债率(%)	25.03	21.00	20.80	18.73
					P/E(现价&最新股本摊薄)	14.90	12.50	10.98	9.67
					P/B(现价)	2.23	1.98	1.75	1.56

数据来源:Wind,东吴证券(香港),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(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

