

➤ **公司发布 2021 年报：**全年实现营收 210.86 亿，同比+25.5%，归母净利 35.10 亿，同比+22.7%（预告中值为 35.77 亿），扣非净利 34.14 亿（预告中值 34.82 亿），同比+23.0%。其中，单四季度营收 51.63 亿，同比+9.3%，归母净利 7.87 亿，同比-7.9%，扣非净利 7.48 亿元，同比-7.4%。全年净利率 16.65%，同比-0.37pct。**收入结构上**，石膏板占比 65.35%，同比基本持平，龙骨占比 13.07%，同比+1.5 pct，防水占比 18.36%。

➤ **石膏板量价齐升，市占率明显推进：**市占率持续提升，公司拥有 74 个国内+5 个海外亚非欧石膏板生产基地，报告期末产能 33.58 亿平，在建+已规划产能 4.8 亿平，产能、销量口径市占率均在 68% 左右，同比+8pct 左右。2021 年公司石膏板销量 23.78 亿平，同比+18%，实现营收 137.8 亿元，同比+25.9%。**多轮提价抵御煤炭、护面纸上涨，叠加持续降本，单价盈利双升。**我们推算，2021 年公司石膏板单价 5.79 元/平（同比+0.36 元/平，2016-2020 年分别为 4.43、5.43、5.85、5.60、5.43 元/平），单位成本 3.64 元/平（同比+0.16 元/平），石膏板毛利率 37.26%（同比+1.36pct）。我们测算石膏板单平归母净利（含龙骨，扣除防水）约 1.37 元，同比提高约 0.13 元。泰山石膏营收 109.12 亿（含龙骨），净利润 20.17 亿，净利率 18.48%，同比+2.89pct。

➤ **加速配套龙骨，收入占比约 13%：**全年龙骨实现营收 27.55 亿，同比+40.3%，其中，为顺导成本提价贡献营收明显。龙骨毛利率 18.43%，同比-6.25pct，主因原材料压力较大。报告期内轻钢龙骨产能合计 48.8 万吨，跃居全球最大的轻钢龙骨产业集团。

➤ **防水利润承压，现金流明显改善，收入占比约 18%：**全年防水实现营收 38.71 亿（未包括上海台安 2021 年 1-4 月、天津澳泰 2021 全年、成都赛特 2021 全年收入），同比+17.8%，其中下半年微增，合计布局 15 个防水材料生产基地，同比增加 5 个。防水卷材毛利率 27.35%，同比-9.33pct，主因原材料涨价。防水实现净利润 2.45 亿（全口径），同比-52%（归母口径约-30%），对应净利率 6.3%，同比下降 9 个百分点。**下半年重视收入质量、主抓回款，因此收入微增，但经营性现金流大幅改善**，本期为 4.63 亿，去年同期为-1.61 亿（已扣除归集至母公司资金影响）。

其他关注点包括：①所得税/利总为 6.4%，显著偏低主因税收减免优惠、税法加计扣除及专用设备抵税所致；②防水应收/收入为 48%，其他应收款 9.8 亿，上年同期分别为 57%、4.2 亿；③期末防水存货、预付款偏低，石膏板有明显增长；④石膏板信用减值-3300 万，防水为-810 万，上年同期分别为-774 万、-2983 万；⑤研发方向包括代煤、BIM 等。

➤ **投资建议：**建议继续关注①石膏板产能持续扩张，及隔音保温系统应用空间，②龙骨配套率提升，③防水业务逐步长成，④砂浆与涂料加速布局。我们预计 2022-24 年归母净利为 40.17、48.09、52.89 亿，3 月 22 日股价对应动态 PE 分别为 12X、10X、9X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**地产政策变动不及预期；原材料价格波动的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21086	23877	27502	30863
增长率（%）	25.2	13.2	15.2	12.2
归属母公司股东净利润（百万元）	3510	4017	4809	5289
增长率（%）	22.7	14.4	19.7	10.0
每股收益（元）	2.08	2.38	2.85	3.13
PE	14	12	10	9
PB	2.5	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 22 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
29.38 元

分析师：李阳

执业证号：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

相关研究

1. 北新建材(000786): 营收高速增长，石膏板业务毛利率提升

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	21086	23877	27502	30863
营业成本	14374	16225	18564	20832
营业税金及附加	220	249	287	322
销售费用	782	836	963	1142
管理费用	1020	1146	1320	1543
研发费用	875	955	1031	1157
EBIT	3815	4467	5337	5866
财务费用	83	96	110	123
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	3769	4415	5280	5805
营业外收支	25	30	30	30
利润总额	3794	4445	5310	5835
所得税	242	378	451	496
净利润	3552	4067	4859	5339
归属于母公司净利润	3510	4017	4809	5289
EBITDA	4554	5429	6367	6943

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	572	747	1160	1197
应收账款及票据	2098	2376	2737	3072
预付款项	254	287	328	368
存货	2632	2667	3052	3425
其他流动资产	3617	3714	3839	3956
流动资产合计	9174	9790	11116	12017
长期股权投资	241	241	241	241
固定资产	11841	13461	14660	15404
无形资产	2310	2441	2572	2703
非流动资产合计	17400	18687	19658	20280
资产合计	26574	28478	30773	32297
短期借款	2065	2065	2085	2100
应付账款及票据	1824	2344	2682	3010
其他流动负债	1529	1875	2121	2358
流动负债合计	5418	6284	6888	7468
长期借款	179	229	259	279
其他长期负债	1451	1451	1451	1451
非流动负债合计	1630	1680	1710	1730
负债合计	7048	7964	8598	9198
股本	1690	1690	1690	1690
少数股东权益	581	631	681	731
股东权益合计	19526	20514	22175	23099
负债和股东权益合计	26574	28478	30773	32297

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.15	13.24	15.18	12.22
EBIT 增长率	13.44	17.09	19.49	9.91
净利润增长率	22.67	14.44	19.72	9.97
盈利能力 (%)				
毛利率	31.83	32.05	32.50	32.50
净利润率	16.85	17.03	17.67	17.30
总资产收益率 ROA	13.21	14.11	15.63	16.38
净资产收益率 ROE	18.53	20.20	22.37	23.64
偿债能力				
流动比率	1.69	1.56	1.61	1.61
速动比率	1.11	1.04	1.07	1.05
现金比率	0.11	0.12	0.17	0.16
资产负债率 (%)	26.52	27.97	27.94	28.48
经营效率				
应收账款周转天数	32.35	32.35	32.35	32.35
存货周转天数	66.84	60.00	60.00	60.00
总资产周转率	0.79	0.84	0.89	0.96
每股指标 (元)				
每股收益	2.08	2.38	2.85	3.13
每股净资产	11.56	12.14	13.13	13.67
每股经营现金流	2.27	2.65	3.24	3.61
每股股利	0.66	0.71	0.77	0.89
估值分析				
PE	14	12	10	9
PB	2.5	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	11.54	9.66	8.18	7.50
股息收益率 (%)	2.23	2.42	2.62	3.02
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3552	4067	4859	5339
折旧和摊销	739	963	1030	1077
营运资金变动	-601	-535	-400	-299
经营活动现金流	3831	4485	5479	6107
资本开支	-1624	-2220	-1970	-1670
投资	-1535	-1000	-800	-600
投资活动现金流	-3151	-3220	-2770	-2270
股权募资	19	0	0	0
债务募资	1219	50	30	20
筹资活动现金流	-711	-1150	-1270	-1480
现金净流量	-33	115	1439	2357

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001