

公司调研点评

北新建材 (000786)

建筑材料 | 其他建材

业绩短期承压，正式进军防水领域

2019年11月12日

评级 **推荐**

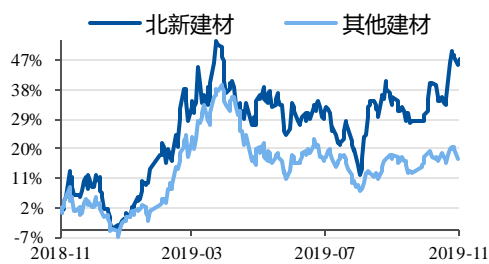
评级变动 维持

合理区间 **22.3-23.9 元**

交易数据

当前价格 (元)	20.41
52 周价格区间 (元)	13.26-22.31
总市值 (百万)	35141.76
流通市值 (百万)	29410.82
总股本 (万股)	168950.78
流通股 (万股)	141398.16

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
北新建材	16.83	22.62	44.57
其他建材	6.63	9.94	21.04

陈日健

分析师

执业证书编号: S0530519070001  
chenrj@cfzq.com

0731-89955748

相关报告

- 《北新建材: 北新建材 (000786.SZ) 2019 半年报点评: Q2 扣非业绩好于预期, 开启新一轮全球产能扩张》 2019-08-26
- 《北新建材: 北新建材 (000786.SZ) 2018 年报点评: 业绩略低于预期, 看好市占率稳步提升》 2019-03-22
- 《北新建材: 北新建材 (000786.SZ) 公司深度报告: 石膏板绝对龙头, 产能扩张进行时》 2019-02-19

预测指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入 (亿元)	111.64	125.65	127.57	149.83	161.85
净利润 (亿元)	23.44	24.66	4.18	26.85	29.36
每股收益 (元)	1.39	1.46	0.25	1.59	1.74
每股净资产 (元)	7.35	8.45	8.63	9.77	11.01
P/E	14.71	13.98	82.47	12.84	11.74
P/B	2.78	2.41	2.36	2.09	1.85

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

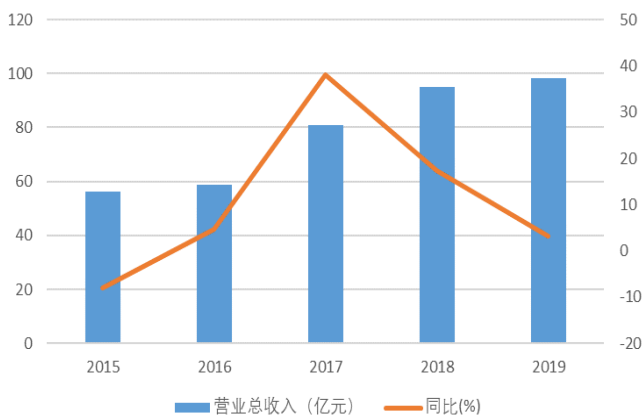
- 扣非净利润短期承压。**公司前三季度实现营收 98.17 亿元, 同比增长 3.20%; 归母净利润-0.11 亿元; 扣非后归母净利润 18.42 亿元, 同比下降 7.46%。单季度来看, 公司 Q3 实现营收 37.79 亿元, 同比增长 7.21%, 营收增速逐季改善 (Q1/Q2 营收增速为-2.83%/3.47%); 归母净利润 6.81 亿元, 同比下降 8.57%; 扣非后归母净利润 7.44 亿元, 同比下降 0.56%。公司前三季度业绩亏损系美国石膏板诉讼事项和解费、律师费等各项费用一次性支出 19.46 亿元, 公司扣非净利润增速不及营收增速主要系公司产品价格有所下降、毛利率同比下滑所致。
- 毛利率有所下降, 三费略有提升。**公司前三季度毛利率为 34.59%, 同比下降 1.50 个百分点。单季度来看, 2019Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 30.07%/35.45%/36.66%, 毛利率环比有所改善, 主要系原材料价格下降所致。费用率方面, 公司期间费用率为 12.47%, 同比提升 1.92 个百分点; 其中销售/管理/财务费用率分别为 4.21%/8.02%/0.24%, 分别同比变动为+1.53/+0.49/-0.10 个百分点; 销售费用率提升主要系广告宣传和运输费大幅增加导致。
- 进军防水领域, 打开增长空间。**公司近期分别收购蜀羊、禹王、金拇指防水 70% 股权, 成功进军防水行业, 完成收购后, 公司将拥有四川、河南、湖北、安徽、陕西、江西等 8 省份防水产能, 按 2018 年营收 18.5 亿元计, 公司防水规模位居行业第三, 仅次于东方雨虹、科顺股份。防水材料行业规模较大、市场集中度不高, 其主要客户是房地产公司和工程项目, 与公司的石膏板业务具有协同效应。公司有望借助其央企优势, 整合防水市场, 为其发展提供新的利润增长点。
- 盈利预测与投资评级:** 预计 2019/2020 年公司归母净利润为 4.18/26.85 亿元, EPS 为 0.25/1.59 元。公司开启新一轮产能扩张计划, 同时正式进军防水领域, 长期增长值得期待, 给予公司 2020 年 14-15 倍估值, 对应合理价格区间为 22.3-23.9 元, 维持公司“推荐”评级。
- 风险提示: 房地产竣工不及预期; 原材料价格大幅上涨。**

## 1 扣非净利润短期承压

公司前三季度实现营收 98.17 亿元，同比增长 3.20%；归母净利润-0.11 亿元；扣非后归母净利润 18.42 亿元，同比下降 7.46%。单季度来看，公司 Q3 实现营收 37.79 亿元，同比增长 7.21%，营收增速逐季改善（Q1/Q2 营收增速为-2.83%/3.47%）；归母净利润 6.81 亿元，同比下降 8.57%；扣非后归母净利润 7.44 亿元，同比下降 0.56%。

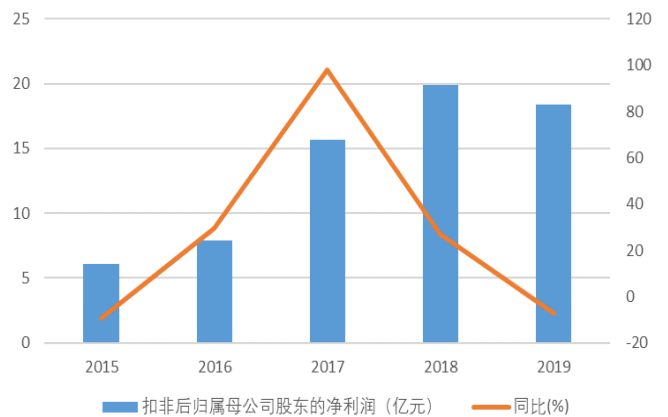
公司前三季度业绩亏损系美国石膏板诉讼事项和解费、律师费等各项费用一次性支出 19.46 亿元，公司扣非净利润增速不及营收增速主要系公司产品价格有所下降、毛利率同比下滑所致。

图 1：公司前三季度营收及其增速



资料来源：Wind、财富证券

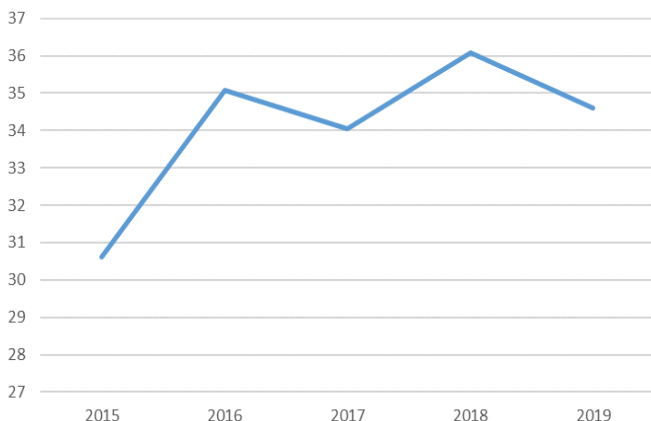
图 2：公司前三季度扣非归母净利润及其增速



资料来源：Wind、财富证券

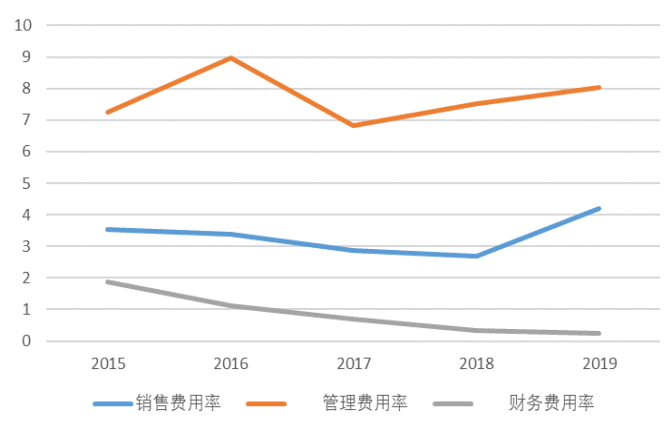
公司前三季度毛利率为 34.59%，同比下降 1.50 个百分点。单季度来看，2019Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 30.07%/35.45%/36.66%，毛利率环比有所改善，主要系原材料价格下降所致。费用率方面，公司期间费用率为 12.47%，同比提升 1.92 个百分点；其中销售/管理/财务费用率分别为 4.21%/8.02%/0.24%，分别同比变动为+1.53/+0.49/-0.10 个百分点；销售费用率提升主要系广告宣传费和运输费大幅增加导致。

图 3：公司前三季度毛利率变化情况 (%)



资料来源：Wind、财富证券

图 4：公司前三季度三费率变化情况 (%)

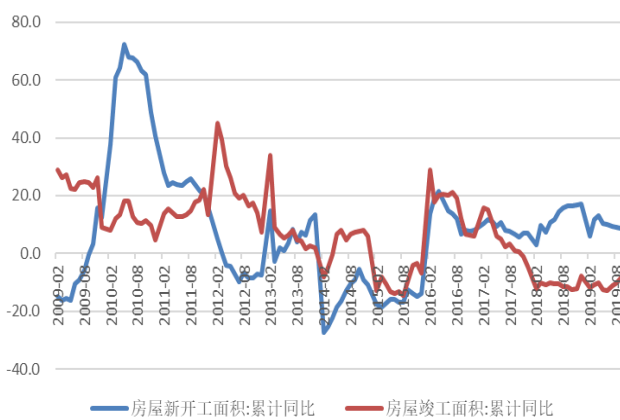


资料来源：Wind、财富证券

## 2 竣工回暖有望拉动短期需求，家装长期需求仍待挖掘

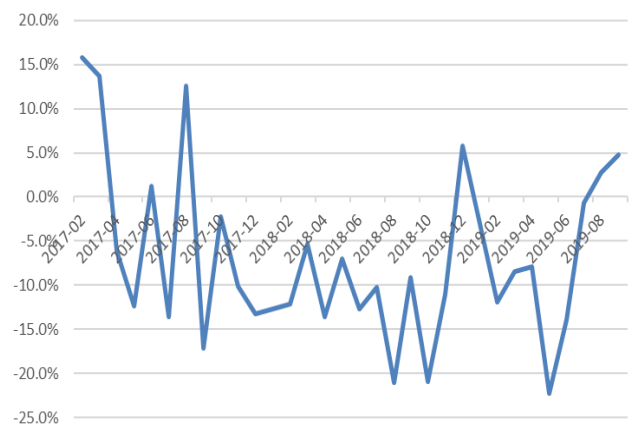
根据房地产施工周期和历史数据分析，房屋新开工面积增速是房屋竣工面积增速的先行指标，但自 2016 年开始，住宅新开工面积保持增长，竣工面积却持续下降，2018 年住宅新开工面积增速高达 19.7%，而竣工面积则同比下滑 8.1%，两者持续背离。2019 年 8 月以来，房屋当月竣工面积增速连续转正，累计增速虽为负，但下降幅度持续收窄，房屋竣工面积有望迎来修复窗口，房屋新开工与竣工面积增速“剪刀差”也将继续收窄，新增装修需求或有所回暖。同时，考虑到商业地产装修的更新周期一般为 5-8 年，2011 年至 2014 年竣工的商业地产将会迎来翻新高峰，公司产品更新需求占比超 50%，预计石膏板更新需求也将有所回暖。

图 5：房屋新开工与竣工面积增速“剪刀差”有望收窄



资料来源：Wind、财富证券

图 6：房屋竣工面积当月同比增速



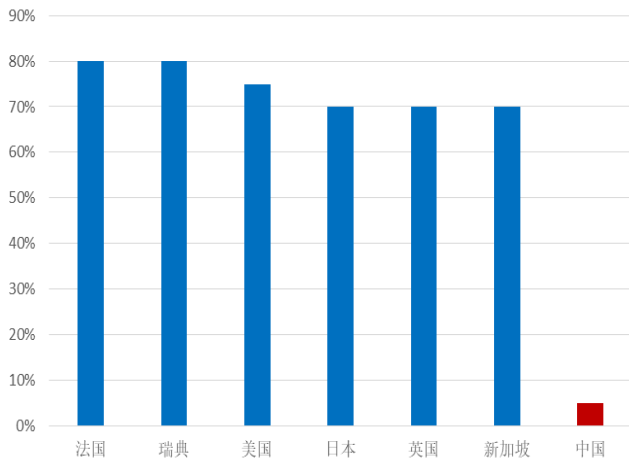
资料来源：Wind、财富证券

目前，石膏板约有 70% 应用于公装，如写字楼、商场、办公楼等，主要集中在吊顶和隔墙领域，其余 30% 用于家装领域，主要以吊顶为主。在市场结构方面，石膏板在美国等发达国家 80% 用于住宅，我国与美国住宅建筑结构和理念有所不同，难以直接类比，但未来随着节能政策的引导和居民消费习惯的改变，住宅市场将成为石膏板的主要增长点。在我国家居装修中，石膏板广泛应用于吊顶装饰，但于隔墙装饰材料中应用尚少，目前国内的墙体材料主要使用粘土砖。随着环保要求的不断提高，石膏板在隔墙领域的市场渗透率存在较大的提升空间。相对于传统建筑材料，石膏板具有环保、防火、隔音、防震、节能及经济等优点，使用石膏板替代粘土砖，有利于保护耕地、节约能源。与此同时，石膏板的生产能够大量消纳燃煤电厂排放的固体废弃物——工业副产石膏，能在生产过程中实现工业废料 100% 的回收利用，产生的工业废水经处理后也能够全部用于生产，属于节能环保的绿色产品。2017 年国家发改委发布《新型墙材推广应用行动方案》，要求到 2020 年，全国县级（含）以上城市禁止使用实心粘土砖，地级城市及其规划区（不含县城）限制使用粘土制品，副省级（含）以上城市及其规划区禁止生产和使用粘土制品；新型墙材产量在墙材总量中占比达 80%，其中装配式墙板部品占比达 20%；新建建筑中新型墙材应用比例达 90%。国家大力推行新型墙体变革，石膏板将持续受益。

同时，随着装配式建筑发展不断推进，石膏板在家装隔墙领域也有望迎来渗透率的提升。当前，法国、美国、日本等国的建筑工业化率在 70%-80%，而我国建筑工业化率

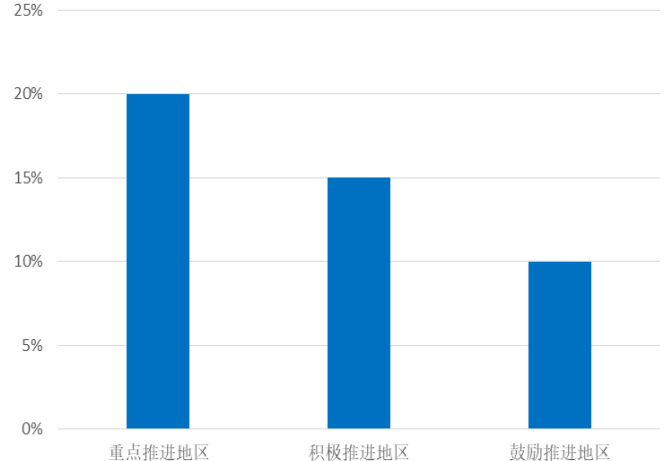
仅有 5%。相比于发达国家，我国装配式建筑市占率低，仍处于起步发展阶段。住建部《“十三五”装配式建筑行动方案》明确，到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上，2016 年该比例仅为 4.9%，未来增长空间巨大。

图 7：中国与发达国家建筑工业化率比较



资料来源：装配式建筑网、财富证券

图 8：2020 年各地区装配式建筑规划占比



资料来源：住建部、财富证券

### 3 进军防水领域，打开增长空间

**美国石膏板诉讼事项和解，长期利好公司稳定发展。**自 2009 年起，美国多家房屋业主、房屋建筑公司等针对包括北新建材、泰山石膏在内的至少数十家中资、外资石膏板生产商在内的多家企业提起多起诉讼，以石膏板存在质量问题为由，要求赔偿其宣称因石膏板质量问题产生的各种损失。为避免和减少因诉讼而产生的费用和支出，泰山石膏拟与美国石膏板诉讼多区合并诉讼案多数原告达成全面和解，泰山将支付 2.48 亿美元的全面和解及责任豁免对价；截至 2019 年 9 月底，公司累积发生的律师费、差旅费、判决金额、和解费等共计 26.84 亿元。此次诉讼和解后，虽然仍有 Mitchell 案等少量诉讼继续进行，但我们预计对公司的影响相对可控，长期利好公司稳定发展。

**开启新一轮全球产能扩张规划。**截至 2019 年 6 月底，公司石膏板投产产能达 27 亿平方米，较年初增加 2.3 亿平方米，30 亿平米产能布局建设稳步推进。与此同时，公司开启新一轮全球石膏板产业布局发展规划，计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右（其中国内至 40 亿平方米左右、海外 10 亿平方米左右），配套进行 50 万吨龙骨产能布局，整体产能规模将上新台阶。

**进军防水领域，打开增长空间。**公司近期分别收购蜀羊、禹王、金拇指防水 70% 股权，成功进军防水行业，完成收购后，公司将拥有四川、河南、湖北、安徽、陕西、江西等 8 省份防水产能，按 2018 年营收 18.5 亿元计，公司防水规模位列行业第三，仅次于东方雨虹、科顺股份。防水材料行业规模较大、市场集中度不高，其主要客户是房地产公司和工程项目，与公司的石膏板业务具有协同效应。公司有望借助其央企优势，整合防水市场，为其发展提供新的利润增长点。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438