

北新建材（000786.SZ）

“Lennar 案”达成和解，美国诉讼始末

“Lennar 案”达成和解，预计支付 650 万美元

公司 2017 年 6 月 22 日晚发布公告：北新建材、泰山石膏分别与 Lennar 达成了和解，北新建材将向 Lennar 支付 50 万美元，泰山石膏将向 Lennar 支付 600 万美元，前述和解款项应于 2017 年 7 月 31 日前分批次付清。Lennar 在收到北新建材和泰山石膏支付的全部和解款项后的三个工作日内，将向州法院申请撤回其针对北新建材和泰山石膏提出的全部索赔和全部指控。对于美国石膏板诉讼中涉及的其他个人及集团案件，目前正在审理进程中，尚无法准确预估损失及影响，我们将继续关注案件的解决情况。

个人案件和解为主有利于集团案件解决，集团案件积极进行中

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及泰山石膏等多家中国石膏板生产商在内的数十家企业提起多起诉讼，以石膏板存在问题为由，要求赔偿其宣称因石膏板质量问题产生的各种损失。个人案例达成和解，可作为案例作为集团诉讼的历史依据，为公司集团诉讼案件提供帮助。目前“Dragas 案”（个人）和“Lennar 案”（个人）已达成和解，（预计）分别支付 400 万美元和 650 万美元，“Germano 案”（集体）和“AMORIN 案”（集体）正在进行中，未来尚存在不确定性。2014-2016 年支付诉讼费用分别为 1,191 万元、16,625 万元、9,004 万元，分别占归母净利润 1.08%、18.54%、6.05%，截至 2016 年 12 月 31 日已花费 3.61 亿元。

投资建议：维持“买入”评级 石膏板行业需求仍有较大增长空间，受益于装配式建筑和消费升级，石膏板渗透率将继续提升；行业高度集中格局，公司在行业内市场份额接近 60%；高份额背后是公司突出的“低成本”竞争力，未来将继续保持领先优势，份额有望继续提升；完成收购泰山石膏剩余股权（混改）进一步激发经营活力，环保力度加大将加速小企业出局，给公司业绩增长带来保障。对”预计支付 650 万美元“进行预测调整，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.97、1.16、1.46 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、美国诉讼影响扩大。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7,551.18	8,156.08	10,446.37	12,013.32	14,848.47
增长率(%)	-8.97%	8.01%	28.08%	15.00%	23.60%
EBITDA(百万元)	1,856.67	2,131.14	2,462.56	2,830.76	3,418.35
净利润(百万元)	896.88	1,171.07	1,726.83	2,069.24	2,613.80
增长率(%)	-18.87%	30.57%	47.46%	19.83%	26.32%
EPS（元/股）	0.634	0.655	0.965	1.157	1.461
市盈率（P/E）	18.76	15.72	14.87	12.41	9.83
市净率（P/B）	2.16	1.77	2.15	1.87	1.59
EV/EBITDA	10.01	9.33	10.20	8.32	6.39

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

14.49 元

前次评级

买入

报告日期

2017-06-24

相对市场表现



分析师： 邹 戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004



021-60750630



xielu@gf.com.cn

相关研究：

北新建材（000786.SZ）：继 2017-06-13

续成长的优质石膏板龙头

北新建材（000786.SZ）：业 2017-03-20

绩增长超预期，四季度增速快

北新建材（000786.SZ）：收 2016-10-28

入增速环比趋势向上，盈利持

续改善

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

事件点评	4
案情回顾	4
投资建议：维持“买入”评级	6
风险提示	6

图表索引

表 1: 北新建材和泰山石膏美国诉讼案件梳理	5
表 2: 北新建材和泰山石膏美国诉讼费用	5

事件点评

公司2017年6月22日晚发布公告：北新建材、泰山石膏分别与Lennar达成了和解，北新建材将向Lennar支付50万美元，泰山石膏将向Lennar支付600万美元，前述和解款项应于2017年7月31日前分批次付清。Lennar在收到北新建材和泰山石膏支付的全部和解款项后的三个工作日内，将向州法院申请撤回其针对北新建材和泰山石膏提出的全部索赔和全部指控。

对于Lennar案（个人），公司和解款项合计650万美元，对于美国石膏板诉讼中涉及的其他个人及集团案件，目前正在审理进程中，尚无法准确预估损失及影响，我们将继续关注案件的解决情况。

案情回顾

2005年，由于卡特里娜飓风，美国国内石膏板短时间供不应求，从中国进口了部分的石膏板；

2006年和2007年，中国企业分别向美国出口石膏板58万吨、43万吨（对应约5800万平方米、4300万平方米），其中北新建材和泰山石膏两公司两年合计共出口1422万平方米，占两公司两年合计总销量的2.61%；

2008年，北新建材未向美国出口石膏板，泰山石膏向美国出口石膏板1.69万平方米；

2009年，北新建材和泰山石膏均未向美国出口石膏板；

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及泰山石膏等多家中国石膏板生产商在内的数十家企业提起多起诉讼，以石膏板存在问题为由，要求赔偿其宣称因石膏板质量问题产生的各种损失；

自2010年起，北新建材和泰山石膏边聘请了美国知名律师事务所进行咨询，期间以不存在属人管辖权为由，提出撤销缺席判令、驳回诉讼的动议，但部分动议已被美国法院驳回；

2010年5月，针对“Germano案件”（集体诉讼），美国法院判决“泰山石膏向七处物业的业主赔偿2,758,356.52美元及自2010年5月起计算的利息”；

2013年6月，针对“Dragas案件”（个人诉讼），美国弗吉尼亚州巡回法院已就Dragas案件对泰山石膏作出缺席判决，判决泰山石膏赔偿4,009,892.43美元和判决前利息96,806.57美元，及自2013年6月计算的利息。后泰山石膏与Dragas就此案达成和解，向其支付了400万美元和解费用，此案件已终结。

2015年2月，简称“AMORIN案”（集体诉讼），即EDUARDO和CARMEN AMORIN个人，并代表类似情形的所有人，传票要求公司（北新建材）在60日提交答辩书或动议，在该案中，原告因其声称的石膏板质量问题对包括公司、泰山石膏股份有限公司（以下简称“泰山石膏”）在内的多家被告提起诉讼，原告主张被告的石膏板被安装在原告和集体成员的至少3700个住房、居所或其他结构中，原告向包括公司和泰山石膏在内的多家被告主张超过15亿美元的赔偿。

2015年3月，为维护公司正当权益，由于只有在撤销藐视法庭判令后泰山石膏方可应

诉并进行抗辩，因此，泰山石膏向美国法院支付了4万美金，并同意支付1.5万美金的律师费。另外，由于导致美国法院作出藐视法庭判令的原因因为泰山石膏没有参加 Germano案缺席判决后的债务人审查会议，因此，泰山石膏同意支付“Germano案”的缺席判决金额2,758,356.52美元及自2010年5月起计算的利息。

2017年6月，针对“Lennar案”（个人诉讼），根据北新建材与Lennar达成的和解协议，北新建材将向Lennar支付50万美元以达成全面和解。同时，根据泰山石膏与Lennar达成的和解协议，泰山石膏将向Lennar支付600万美元以达成全面和解。前述和解款项应于2017年7月31日前分批次付清。此案件预计将终结。

目前，北新建材和泰山石膏在正在积极处理美国诉讼案件中包括个人诉讼和集体诉讼的案件，目前尚未有进一步进展公告，后续我们将继续关注进展情况。

表 1: 北新建材和泰山石膏美国诉讼案件梳理

案件	类型	法院判决	公司花费	状态
Germano 案	集体	2010 年 5 月判决泰山石膏向七处物业的业主赔偿 2,758,356.52 美元及自 2010 年 5 月起计算的利息；2014 年 7 月美国地区法院判定泰山石膏藐视法庭，判令泰山石膏支付原告代理律师 1.5 万美元的律师费，判令泰山石膏支付 4 万美元作为藐视法庭行为的罚款，并判令泰山石膏以及泰山石膏的任何关联方或子公司被禁止在美国进行任何商业活动直到或除非泰山石膏参加本审判程序，如果泰山石膏违反禁止令，必须支付其自身或其违反本判令的关联方违反行为当年盈利的 25%作为进一步的罚款。	泰山石膏于 2015 年 3 月向美国地区法院支付了 4 万美元，并支付了 1.5 万美元的律师费；泰山石膏于 2015 年 3 月支付了 Germano 案的缺席判决金额 2,758,356.52 美元及自 2010 年 5 月起计算的利息	进行中
Dragas 案	个人	2013 年 6 月美国弗吉尼亚州巡回法院已就 Dragas 案件对泰山石膏作出缺席判决，判决泰山石膏赔偿 4,009,892.43 美元和判决前利息 96,806.57 美元，及自 2013 年 6 月计算的利息	泰山石膏与 Dragas 就此案达成和解，向其支付了 400 万美元和解费用	已终结
AMORIN 案	集体	尚未判决	（2015 年 2 月原告向包括公司和泰山石膏在内的多家被告主张超过 15 亿美元的赔偿）	进行中
Lennar 案	个人	-	2017 年 7 月北新建材支付 50 万美元，泰山石膏支付 600 万美元以达成全面和解	已达成和解

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 2: 北新建材和泰山石膏美国诉讼费用

北新建材	泰山石膏(万	合计(万元)	发生费用占归母净	累计花费(亿元)
------	--------	--------	----------	----------

	(万元)	元)		利润比例 (%)	
2010	297	2,608	2,904	6.97%	0.29
2011	905	2,139	3,043	5.82%	0.59
2012	144	2,574	2,719	4.02%	0.87
2013	95	544	639	0.71%	0.93
2014	48	1,143	1,191	1.08%	1.05
2015	7,437	9,188	16,625	18.54%	2.71
2016	3,532	5,473	9,004	6.05%	3.61
2017/7/31	340.00	4080	4,420	-	-

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注 1：2010 年费用按照美元:人民币 6.6240:1 折算；2011 年费用按照 6.4711:1 折算；2010 年费用按照 6.8:1 折算；

注 2：表中 2017 年费用仅为“Lennar 案”预计和解费用，2017 年其他费用尚存在不确定性。

投资建议：维持“买入”评级

石膏板行业需求仍有较大增长空间，受益于装配式建筑和消费升级，石膏板渗透率将继续提升；独有的高度集中格局，公司在行业内市场份额接近60%；高份额背后是公司突出的“低成本”竞争力，未来将继续保持领先优势，份额有望继续提升；完成泰山石膏剩余股权收购（混改）进一步激发经营活力，环保力度加大将加速小企业出局，给公司业绩增长带来保障。对”预计支付650万美元“进行预测调整，我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.97、1.16、1.46元，维持“买入”评级。

风险提示

下游需求大幅下滑、原材料价格大幅上涨、美国诉讼影响扩大。

资产负债表		单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产	4280	4738	6352	8354	10518	
货币资金	548	783	2588	4215	5713	
应收及预付	674	573	885	970	1198	
存货	1377	1252	1890	2180	2618	
其他流动资产	1681	2130	990	990	990	
非流动资产	9325	9611	9972	10286	10666	
长期股权投资	123	139	149	164	194	
固定资产	6518	6803	6830	6792	6745	
在建工程	929	892	1242	1592	1942	
无形资产	1497	1513	1511	1497	1544	
其他长期资产	258	264	240	240	240	
资产总计	13604	14349	16324	18640	21184	
流动负债	3251	2710	3578	4066	4097	
短期借款	1687	1452	1302	1352	1052	
应付及预收	1416	1150	2276	2714	3045	
其他流动负债	148	108	0	0	0	
非流动负债	1092	1176	717	717	817	
长期借款	103	217	217	217	317	
应付债券	500	500	500	500	500	
其他非流动负债	489	459	0	0	0	
负债合计	4343	3886	4295	4783	4914	
股本	1414	1789	1789	1789	1789	
资本公积	1766	3042	3042	3042	3042	
留存收益	4619	5543	7109	8937	11349	
归属母公司股东权	7799	10374	11940	13768	16180	
少数股东权益	1460	87	87	87	87	
负债和股东权益	13604	14349	16324	18640	21184	

利润表	单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7551	8156	10446	12013	14848
营业成本	5191	5368	7104	8169	10097
营业税金及附加	40	112	144	165	205
销售费用	282	289	366	420	520
管理费用	553	661	783	865	1069
财务费用	131	85	96	106	100
资产减值损失	6	8	6	6	6
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0
投资净收益	93	45	50	50	50
营业利润	1444	1675	1998	2331	2902
营业外收入	129	101	104	120	148
营业外支出	165	110	140	100	80
利润总额	1407	1666	1962	2351	2970
所得税	191	201	235	282	356
净利润	1216	1465	1727	2069	2614
少数股东损益	319	294	0	0	0
归属母公司净利润	897	1171	1727	2069	2614
EBITDA	1857	2131	2463	2831	3418
EPS（元）	0.63	0.65	0.97	1.16	1.46

现金流量表	单位: 百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1909	1708	3375	2530	2768
净利润	1216	1465	1727	2069	2614
折旧摊销	372	406	413	437	460
营运资金变动	261	-224	1131	-18	-294
其它	61	60	105	42	-12
投资活动现金流	-1396	-950	-788	-687	-728
资本支出	-836	-612	-828	-722	-748
投资变动	-485	-327	40	35	20
其他	-76	-12	0	0	0
筹资活动现金流	-1253	-421	-782	-217	-542
银行借款	4513	1998	-150	50	-200
债券融资	-5098	-2155	-536	0	0
股权融资	0	3	0	0	0
其他	-668	-267	-96	-267	-342
现金净增加额	-741	337	1805	1626	1498
期初现金余额	1269	548	783	2588	4215
期末现金余额	529	884	2588	4215	5713

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	-9.0	8.0	28.1	15.0	23.6
营业利润增长	-3.0	16.0	19.2	16.7	24.5
归属母公司净利润增长	-18.9	30.6	47.5	19.8	26.3
获利能力(%)					
毛利率	31.3	34.2	32.0	32.0	32.0
净利率	16.1	18.0	16.5	17.2	17.6
ROE	11.5	11.3	14.5	15.0	16.2
ROIC	13.7	14.4	17.9	20.4	23.7
偿债能力					
资产负债率(%)	31.9	27.1	26.3	25.7	23.2
净负债比率	-	-	-0.1	-0.2	-0.3
流动比率	1.32	1.75	1.78	2.05	2.57
速动比率	0.79	1.18	1.13	1.40	1.78
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.58	0.68	0.69	0.75
应收账款周转率	35.86	54.86	39.90	42.15	44.77
存货周转率	3.45	4.08	3.76	3.75	3.86
每股指标(元)					
每股收益	0.63	0.65	0.97	1.16	1.46
每股经营现金流	1.35	0.96	1.89	1.41	1.55
每股净资产	5.52	5.80	6.68	7.70	9.05
估值比率					
P/E	18.8	15.7	14.9	12.4	9.8
P/B	2.2	1.8	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.0	9.3	10.2	8.3	6.4

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。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。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。