

## 方正证券研究所证券研究报告

北新建材(000786)

公司研究

建筑材料行业

公司深度报告

2020.07.02/强烈推荐(首次)

首席分析师

盛昌盛

执业证书编号: S1220520050001

E-mail: shengchangsheng@foundersec.com

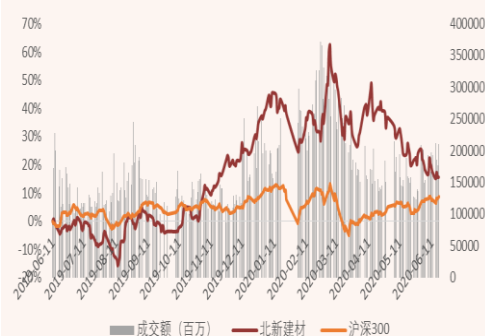
分析师

侯星辰

执业证书编号: S1220520050002

E-mail: houxingchen@foundersec.com

### 历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

### 相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

### 国内石膏板需求空间尚待发掘

目前石膏板在我国已广泛应用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、天花板、墙体覆面板及各种装饰板等。我们认为,石膏板在中国隔墙领域、住宅领域的渗透率还存在较大提升空间。同时,未来在装配式建筑推广、存量需求的背景下,需求将会稳中有升。

### 结合海外经验,石膏板需求仍有提升空间

结合美国和日本石膏板行业发展的经验来看,石膏板需求在房屋开工见顶后还有相当长时间渗透率提升的过程,同时伴随着二次装修占比的提升,石膏板需求的波动性将会有所收敛,趋于稳定。根据美日经验测算,假定2019年为中国地产新开工的峰值,则中国潜在石膏板峰值需求约为峰值的1.5-2.5倍,潜在需求空间将在50-80亿平之间。

### 行业地位稳固,具备长期投资价值

我们认为公司诉讼风险带来预计损失已经基本解决,后续有助于公司专注经营,扩展国内外石膏板市场,加快龙骨业务配套,并强化防水业务拓展。短期来看,地产后端需求有望逐步复苏。石膏板作为地产竣工端需求的代表性品种,北新建材作为行业龙头有望迎来业务效益的边际改善。

### 盈利预测和估值

我们预计北新建材石膏板、龙骨、防水业务收入保持增长的态势,2020年、2021年的归母净利润分别为28.95亿元、36.75亿元,对应EPS分别为1.71、2.18,对应PE分别为13.2X、10.4X,我们选取东方雨虹等五家企业作为可比公司,可比公司2020年业绩对应平均PE为25.4X,我们认为公司业绩估值均存在较为可观的提升空间,首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示:房地产需求大幅下滑,基建需求不及预期,市场竞争格局恶化,原材料成本大幅上升。

### 盈利预测:

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13323.01	16978.08	19608.70	22042.44
(+/-) (%)	6.03	27.43	15.49	12.41
净利润	441.14	2894.93	3674.92	4250.36
(+/-) (%)	-82.11	556.23	26.94	15.66
EPS(元)	0.26	1.71	2.18	2.52
P/E	86.63	13.20	10.40	8.99

数据来源: wind 方正证券研究所

## 目录

1	国内需求空间尚待发掘.....	4
1.1	产品性能拓展应用纵深.....	4
1.2	政策支持石膏板应用广度和深度的拓展.....	5
2	结合海外经验，石膏板需求仍有提升空间.....	6
2.1	地产峰值≠石膏板需求峰值.....	6
2.2	石膏板新应用的不断拓展.....	10
2.3	行业格局趋于稳定.....	13
3	行业地位稳固，具备长期投资价值.....	14
3.1	不确定性靴子落地，开启崭新征程.....	14
3.2	地产竣工边际改善，看好下半年石膏板需求.....	15
4	分项收入预测和估值模型.....	16
5	风险提示.....	17

## 图表目录

图表 1:	石膏板隔墙优点 .....	4
图表 2:	石膏板在隔墙领域仍有提升空间 .....	4
图表 3:	石膏板在住宅领域仍有提升空间 .....	4
图表 4:	石膏板防火性能显著 .....	5
图表 5:	石膏板隔墙优势 .....	6
图表 6:	行业相关政策 .....	6
图表 7:	美国历史石膏消费情况 (万吨) .....	7
图表 8:	美国石膏消费与新住宅建筑许可情况 .....	7
图表 9:	美国石膏消费与新住宅建筑许可情况 .....	8
图表 10:	石膏板消费滞后于新建住宅 .....	8
图表 11:	日本石膏板产量与新住宅开工情况 .....	9
图表 12:	美国 2004 年石膏板结构 .....	10
图表 13:	美国 2017 年石膏板结构对比 .....	10
图表 14:	美国功能性石膏板消费占比稳中有升 .....	10
图表 15:	日本功能性石膏板消费占比稳中有升 .....	10
图表 16:	美国 0.5 英尺石膏板占比不断提升 .....	11
图表 17:	日本 12.5mm 石膏板占比不断提升 .....	11
图表 18:	美国 USG 石膏板销量及单价情况 .....	12
图表 19:	吉野石膏石膏板产量及单价情况 .....	12
图表 20:	美国 2016 年石膏板行业竞争格局 .....	13
图表 21:	日本 2018 年石膏板行业竞争格局 .....	13
图表 22:	USG 历年产能利用率水平和价格水平 .....	13
图表 23:	千代田石膏近十年毛利率水平 .....	14
图表 24:	北新建材近年营收及同比情况 .....	14
图表 25:	北新建材近年归母净利及同比情况 .....	14
图表 26:	公司市场地位进一步强化 .....	15
图表 27:	预计全国地产竣工面积 2020 年将保持正增长 .....	16
图表 28:	全国房屋竣工面积累计同比 (%) .....	16
图表 29:	全国房屋施工面积累计同比 (%) .....	16
图表 30:	北新建材分业务预测表 .....	17
图表 31:	北新建材可比公司估值对比情况 .....	17

## 1 国内需求空间尚待发掘

目前石膏板在我国已广泛应用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、天花板、墙体覆面板及各种装饰板等。从产品分类上来看，石膏板产品分为纸面石膏板、无纸面石膏板、装饰石膏板、纤维石膏板等品类，其中纸面石膏板为最主要的石膏板产品，产量占比约为 80%。

### 1.1 产品性能拓展应用纵深

从石膏板的应用场景来看，石膏板在国内主要用于吊顶的装修工程中。从产品应用占比来看，我国石膏板用于吊顶装饰装修占比在 70% 以上，用于隔墙体系只有不到 30%，国内隔墙材料还是以黏土砖等传统材料为主。反观欧美发达国家市场，石膏板主要用于建筑隔墙领域，占比约 80%，用于吊顶装饰装修占比仅仅不到 20%。由此观之，石膏板在隔墙市场的渗透率还存在较大提升空间。

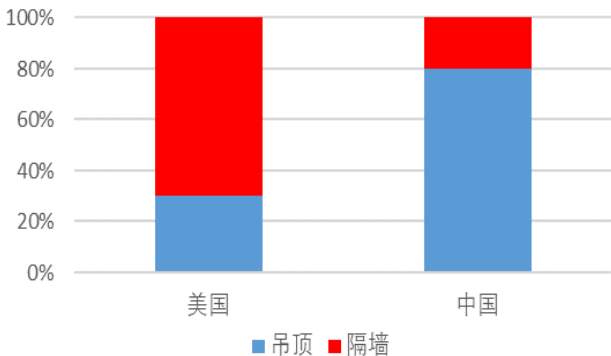
从应用的房屋类型来看，石膏板在国内主要应用于工装领域，包括商业地产和公共建筑等领域，占比约为 75%，而空间更为广阔的住宅领域石膏板运用占比相对较低，仅为 25% 左右。反观欧美发达国家市场，石膏板主要应用于住宅领域，占比约为 80% 左右。从石膏板应用的房屋类型来看，石膏板在住宅领域的应用还有较大的拓展空间。

图表1：石膏板隔墙优点

	优点	缺点	应用领域
石膏板	重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便及隔音绝热和防火性能好	遇水易软化或分解，不适合潮湿环境	厨卫空间外都可使用石膏板吊顶
矿棉板	吸音、隔热、防火	防污性能差，不易清洁	主要用于大型没有凹凸造型的公众场所，少量用于家装
PVC 板	价格比较便宜、重量较轻，能防水、防潮、防蛀	容易老化，耐高温性能不佳，燃烧会放出大量有毒气体	主要用于厨房、卫生间
铝扣板	防火、防潮，防腐、抗静电、吸音、隔音、美观、耐用	价格昂贵	主要用于厨房、卫生间

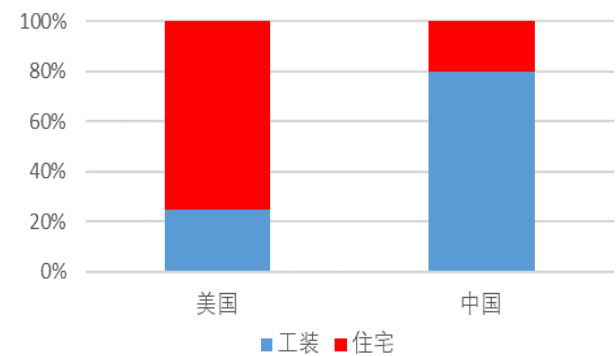
资料来源：方正证券研究所整理

图表2：石膏板在隔墙领域仍有提升空间



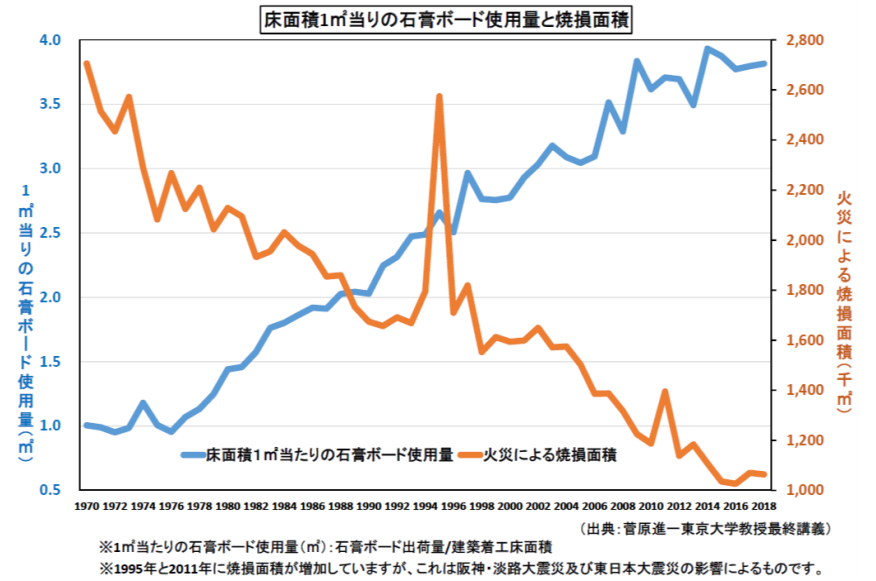
资料来源：中国石膏协会，方正证券研究所

图表3：石膏板在住宅领域仍有提升空间



资料来源：中国石膏协会，方正证券研究所

图表4: 石膏板防火性能显著



资料来源: 日本石膏板协会, 方正证券研究所

石膏板因其水性的材料结构, 其防火性能优越。根据日本石膏板协会的统计, 单位建筑面积石膏板的用量同因火灾而损毁的建筑面积呈现反向相关的关系(1995年的异常值主要由于日本当年出现了阪神大地震、东日本大地震这样的自然灾害), 即石膏板的使用强度越高, 因火灾而损毁的建筑面积会越小。石膏板可以起到保护建筑物、延长建筑物寿命的作用。

同时从中国地产行业发展的角度来看, 国内的房屋竣工经历了多年的快速发展之后, 积累的存量房屋规模不断扩大, 与此相伴随的是二次装修的需求也将不断增加, 而石膏板作为更具性价比的环保装修产品, 有望在广阔的存量房市场进一步提升石膏板产品的需求。

## 1.2 政策支持石膏板应用广度和深度的拓展

如前文所述, 石膏板未来在应用场景的拓展主要集中在吊顶领域, 而参照国外经验, 结合石膏板环保特性和优越性能, 石膏板产品的运用在隔墙领域还应当存在着更为广阔的空间。

从政策演变来看, 粘土砖产品将会逐步退出墙体材料, 以石膏板为代表的新型墙体材料有望得到进一步推广使用。2012年发改委发布了《“十二五”墙体材料革新指导意见》, 提出开展“城市限粘、县城禁实”(城市限制使用粘土制品墙体材料, 县城禁止使用实心粘土砖), 大力发展利废的新型墙体材料。2017年2月发改委、工信部印发《新型墙材推广应用行动方案》, 对粘土墙体材料限制力度继续扩大, 由“禁实限粘”迈向局部地区“禁粘”, 并且明确提出了新型墙体材料推广的时间节点和任务要求, 指出到2020年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%; 2019年发改委发布的《产业结构调整指导目录(2019年本)》继续明确中小产能的退出和新型墙体材料的应用。

在当前环保趋严的情况下, 粘土砖这种生产粗放、高能耗的产品的逐步退出是大势所趋。根据石膏协会介绍, 每平方米单砖粘土砖墙的生产能耗是4-12公斤标准煤, 而每方米双层石膏板隔墙生产能耗仅为

2 公斤标准煤左右，在节能方面优势明显。另外，石膏板作为一种新型墙体材料，同其他墙体材料相比，具有质轻、保温隔热性能好、防火性能好、以及可钉可刨、施工安装方便等优点。因此限制乃至禁止粘土砖制品的政策端举措将会有利于石膏板在隔墙领域的推广。

图表5：石膏板隔墙优势

优点	备注
重量轻强度高	每平米重量在23 Kg左右，仅为普通砖墙的1/10左右；12 mm 的纸面石膏板纵向断裂载荷可达500 N以上，强度能够满足内墙材料要求。
装饰效果好	石膏板隔墙造型多样，装饰方便，面层可兼容多种面层装饰材料。
经济合理	可避免因水电预留预埋造成的剔凿、因面层装饰做法而进行的抹灰找平作业，在装饰面层作业中省略了石膏、腻子的粉刷作业，从而降低了造价，缩短了工期。
占地面积小	砖墙厚度一般为120 mm，轻质龙骨隔墙厚度一般为99 mm，可增大使用面积。
收缩小	干燥吸湿过程中伸缩率较小，能有效克服其他轻质板材使用过程中由于伸缩较大引起接缝开裂的缺陷

资料来源：方正证券研究所整理

图表6：行业相关政策

时间/部门	政策	主要内容
2012年 发改委	《“十二五”墙体材料革新指导意见》	城市限粘、县城禁实，发布两批“禁实”县城和“限粘”城市名单，全国701个城市和1627个县城已经分别覆盖369和808个。
2017年 发改委	《新型墙材推广应用行动方案》	到2020年县级以上禁止实心粘土砖，部分城市禁止粘土制品；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%。
2019年 发改委	《产业结构调整指导目录（2019年本）》	鼓励“适用于装配式建筑的部品化建材产品；低成本相变储能墙体材料及墙体部件；功能型装饰装修材料及制品”；除西藏除外，仍然限制“3000万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线”；仍然淘汰“1000万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线”

资料来源：公司公告，方正证券研究所整理

同时，从房地产的石膏板需求来源来看，随着全装修房屋的逐步推广，石膏板的B端需求有望大幅提升。为发展绿色建筑，提升建筑使用功能及节能环保水平，全国多省市相继推出全装修房政策。推广全装修房一方面是毛坯房“重装”资源浪费严重，据住建部数据每年毛坯房“二次装修”造成损失超过300亿元；另一方面则是二次装修会造成噪声、固废垃圾污染等。

## 2 结合海外经验，石膏板需求仍有提升空间

### 2.1 地产峰值≠石膏板需求峰值

结合美国和日本石膏板行业发展的经验来看，石膏板需求在房屋开工见顶后还有相当长时间渗透率提升的过程，同时伴随着二次装修占比的提升，石膏板需求的波动性将会有所收敛，趋于稳定。

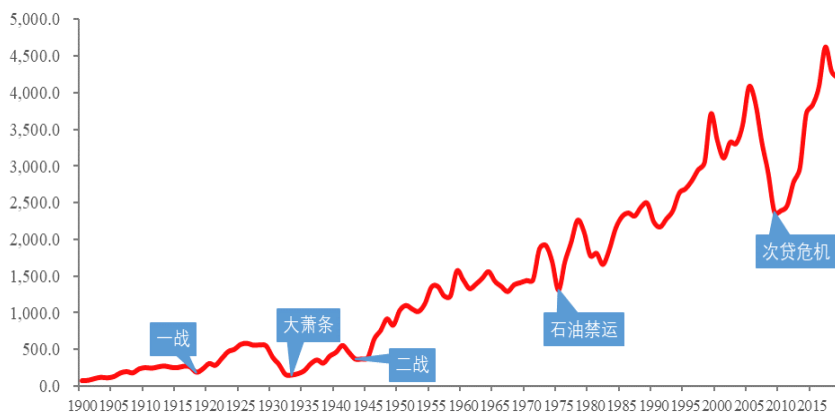
首先观察美国，美国是石膏消费大国，美国石膏消费与经济繁荣程度呈正相关关系。经济衰退（如两次世界大战，美国经济大萧条，次贷危机）导致石膏消费量的减少，且石油禁运，物价上涨和次贷危机让美国石膏消费出现断崖式下跌。长周期来看，美国石膏消费伴随经济



发展得到巨大提升。

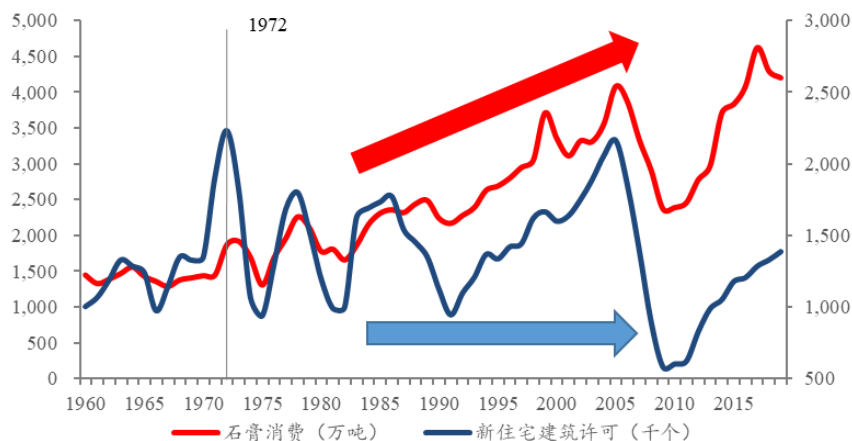
从新住宅建筑许可的角度来看，住宅新建高峰并不意味着石膏需求的高峰。美国的新住宅建筑许可在 1972 年达到历史高点，后续呈现周期性波动的态势，而石膏消费的变动整体同地产变动节奏一致，但不同的是石膏需求整体呈现波动向上的态势，石膏消费在 2017 年达到历史新高，并且后续石膏需求仍存在再度上行的可能性，石膏应用的渗透率整体是在不断提升的。

图表7： 美国历史石膏消费情况（万吨）



资料来源：usgs，方正证券研究所

图表8： 美国石膏消费与新住宅建筑许可情况



资料来源：usgs，方正证券研究所

作为石膏消费的主要终端产品，我们进一步观察美国的石膏板需求，大致可以划分为以下几个阶段：

**阶段一：1960-1972 年，石膏板需求伴随地产开工一同提升的阶段，但是石膏板的整体渗透率还相对较低。**在此期间，美国新建住宅从 1960 年的 1003 千套提升到 1972 年的峰值 2223 千套，涨幅翻番。这一时期美国石膏板总出货量也相应提升，从 1960 年的 7.42 亿平方米提高到 1972 年的 13.18 亿，同比涨幅低于新建住宅增速。

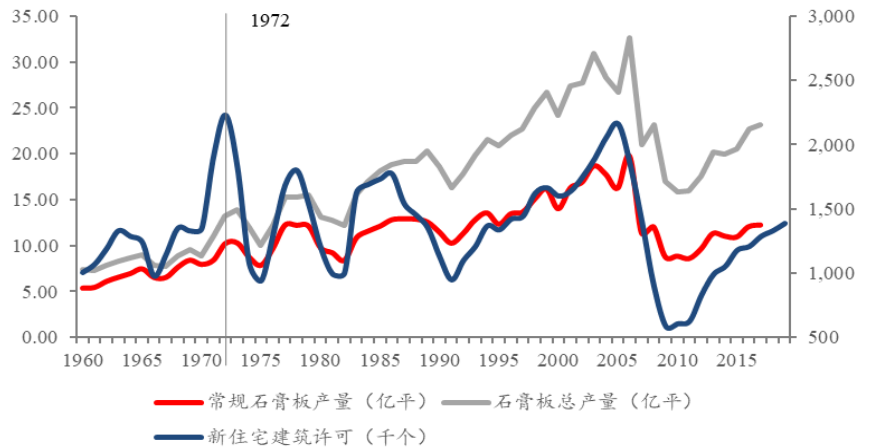
**阶段二：1972 年-2006 年，新建住宅呈现周期波动，周期峰值再也没有超过 1972 年，同时，石膏板渗透率不断提升，不断刷新需求新高。**美国新建私人住宅呈现周期性波动，但这一时期美国石膏板出货量整

体呈现不断提升，并且屡创新高，从1972年的13.18亿平方米提高到2006年的历史峰值32.7亿平方米，为1972年产量的近2.5倍，时间较新建住宅峰值晚34年。

阶段三：2006年至今，石膏板渗透率难以进一步提升，石膏板需求维持在相对较高而水平且波动幅度较新建住宅波动幅度更小。美国新建住宅套数自2006年起大幅下滑，由2005年的2160千套下滑至2009年的554千套，自高点下滑七成以上。美国石膏板出货也出现大幅下滑，从2006年的峰值32.70亿平下滑至2010年低点的15.89亿平，自高点下滑五成左右。从波动性上来看，石膏板需求的波动性显著小于新建住宅，我们认为同美国存量住宅增多后重装需求的稳定释放有关。

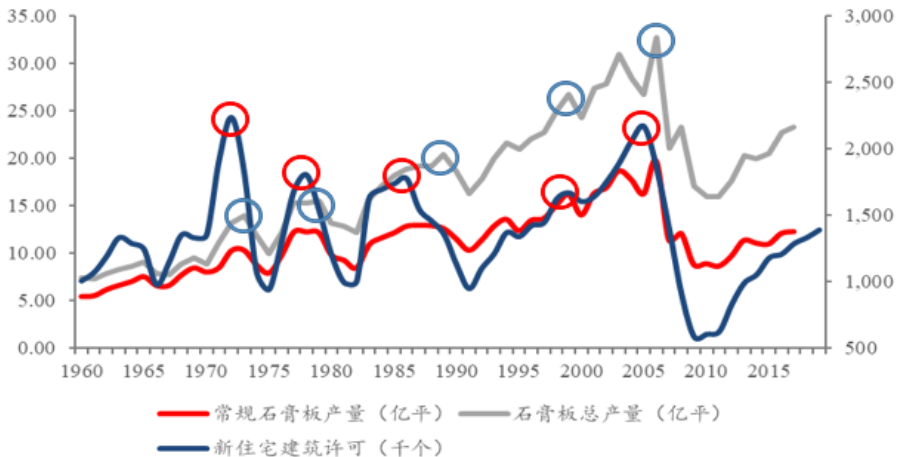
另外，我们也能够从历史数据观察到，石膏板消费滞后于新建住宅，可以看出石膏板消费的地产后周期属性。从下图的几轮周期来看，新建住宅达到阶段峰值的年份分别为1972年、1978年、1986年、2005年；而石膏板消费的阶段峰值则分别为1973年、1979年、1989年、2006年，较新建住宅峰值滞后约1-3年。

图表9： 美国石膏消费与新住宅建筑许可情况



资料来源：usgs，方正证券研究所

图表10： 石膏板消费滞后于新建住宅



资料来源：usgs，方正证券研究所



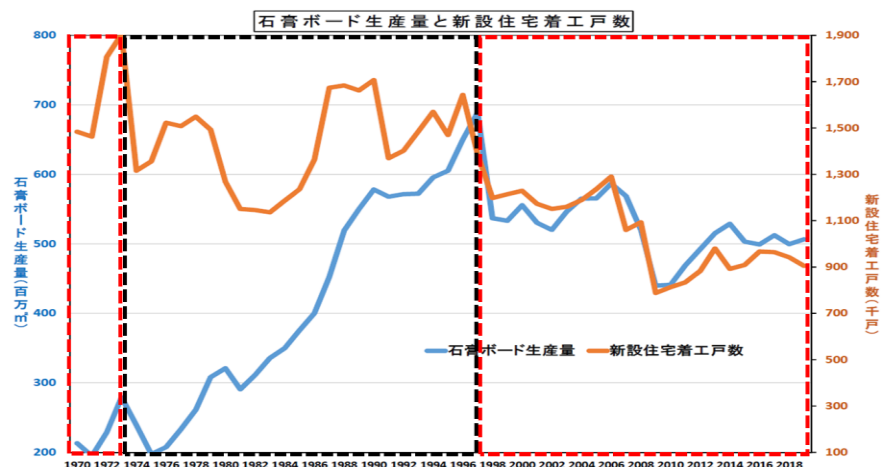
我们观察日本石膏板需求，大致分为三个阶段：

**阶段一：1960-1973年**，石膏板需求伴随地产开工一同提升，但是石膏板的整体渗透率还相对较低。在此期间，日本新建住宅一路攀升至1973年1900千户左右的峰值，这一时期日本石膏板生产量从1960年的0.34亿平提升至1973年的2.79亿平。

**阶段二：1973-1997年**，新建住宅开工户高位下行，石膏板渗透率不断提升，达到峰值。在此期间，新建住宅开工呈现震荡下行趋势，未超过1973年的开工峰值，同期日本石膏板产量不断提升的态势，从1973年的2.79亿米提升为到1997年的6.76亿平的峰值，较1973年产量提升近1.5倍。石膏板产量峰值较新建住宅开工峰值晚了24年。

**阶段三：1997年至今**，石膏板产量中枢下移，波动性低于住宅开工。在此期间，日本新建住宅开工户数与石膏板产量走势高度趋同，并且石膏板产量的波动性更小，相对更加稳定，2008年之后石膏板产量走势强于新建住宅增速走势，从2013年开始稳定在5亿平左右的水平。

图表11：日本石膏板产量与新住宅开工情况



资料来源：日本石膏板协会，方正证券研究所

通过上述分析，我们不难发现日本与美国石膏板发展历程的相似之处，首先，日本和美国地产新建的高峰并不意味着石膏板需求的高峰，石膏板应用的渗透率有逐步提升的过程，日本石膏板需求峰值较新屋开工延后约24年，美国则长达34年。其次，当美国和日本的石膏板产量达到顶峰后，由于存量需求的存在，石膏板产量的稳定性较强，波动性小于地产。

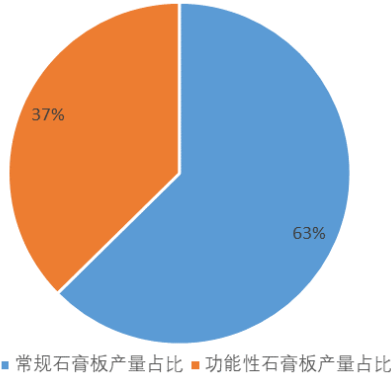
我们认为从中期视角来看，中国的石膏板渗透率仍有提升空间，并且结合美国、日本发达经济体成熟市场的经验，中国石膏板需求的峰值或许还将经过20年以上的时间才会出现，未来我国石膏板需求仍有较长的增长时间和较大的增长空间。

根据北新建材年报，2019年中国石膏板产量为33.2亿平。根据美日经验测算，假定2019年为中国地产新开工的峰值，则中国潜在石膏板峰值需求约为峰值的1.5-2.5倍，潜在需求空间将在50-80亿平之间。

## 2.2 石膏板新应用的不断拓展

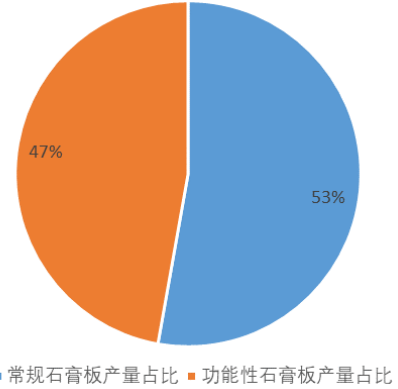
通过比较美日两国石膏板产品结构的变化,我们可以看到石膏板的应用领域是在不断拓展的,并且传统石膏板中的尺寸结构也有相应的厚板化的趋势,对应的是石膏板产品附加值的稳步提升。

图表12: 美国 2004 年石膏板结构



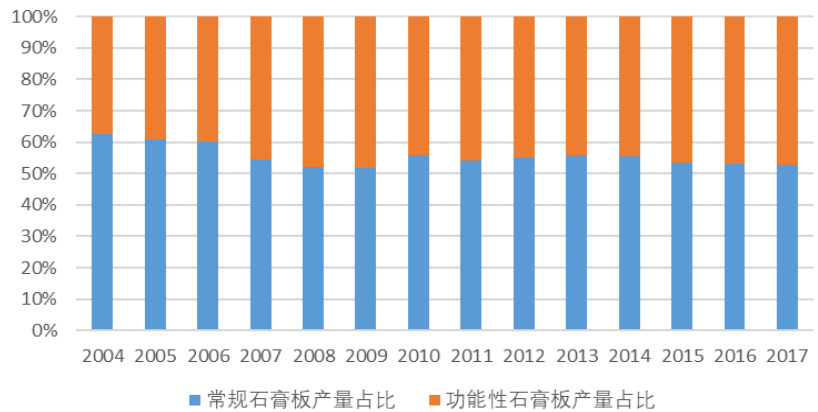
资料来源: usgs, 方正证券研究所

图表13: 美国 2017 年石膏板结构对比



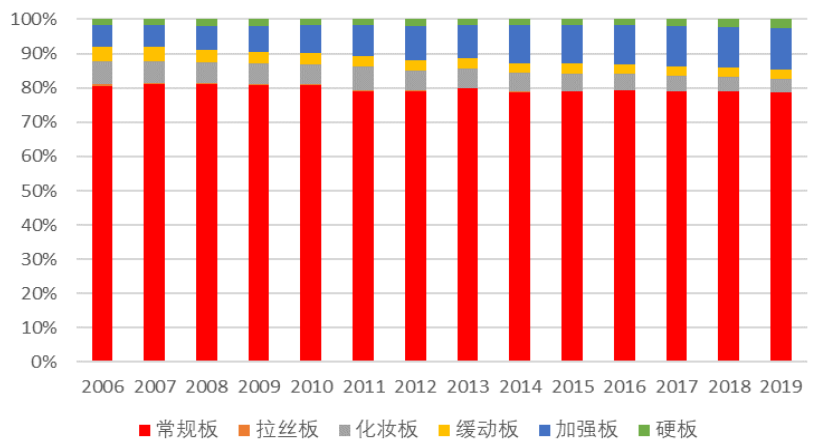
资料来源: usgs, 方正证券研究所

图表14: 美国功能性石膏板消费占比稳中有升



资料来源: usgs, 方正证券研究所

图表15: 日本功能性石膏板消费占比稳中有升

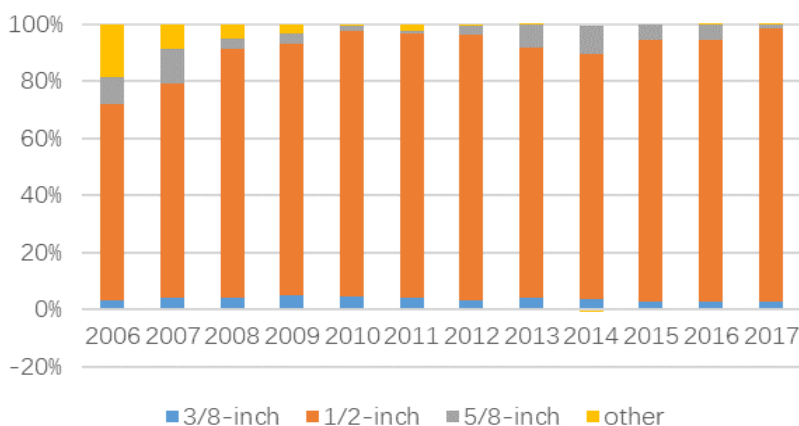


资料来源: 日本石膏板协会, 方正证券研究所

根据 USGS 的统计口径，美国的非常规石膏板主要包括 Type-X 石膏板（防火、过滤烟气）、预装饰墙板、防水防潮石膏板等种类，我们可以看到在近 16 年的可比口径中，常规石膏板占比从 2004 年的 63% 下降为 2017 年的 53%，对应功能性石膏板的占比则从 37% 提升至 47%。可以看到美国石膏板的应用领域是在不断拓展的，功能性需求在不断提升。

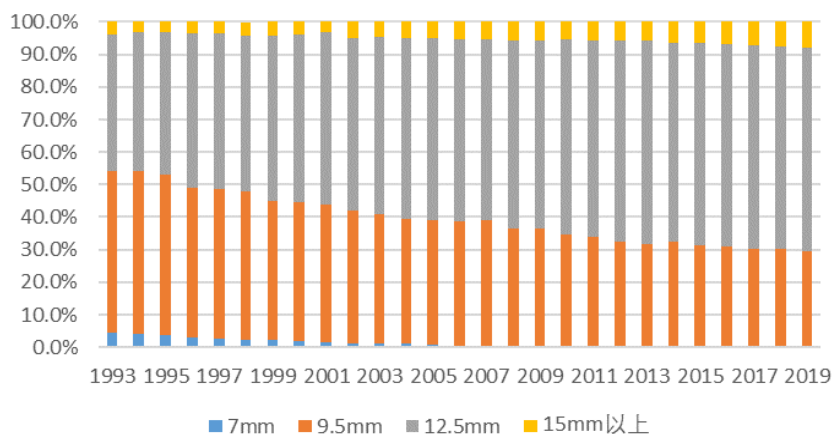
日本石膏板的消费结构同样支持功能性石膏板应用比例的提升，可以看到，根据可比口径，常规石膏板由 1997 年的 81.2% 降低至 2019 年的 78.6%，而以加强板为代表的功能性石膏板占比则从 1997 年的 3.7% 提升至 2019 年的 12.2%。

图表16： 美国 0.5 英尺石膏板占比不断提升



资料来源：usgs，方正证券研究所

图表17： 日本 12.5mm 石膏板占比不断提升



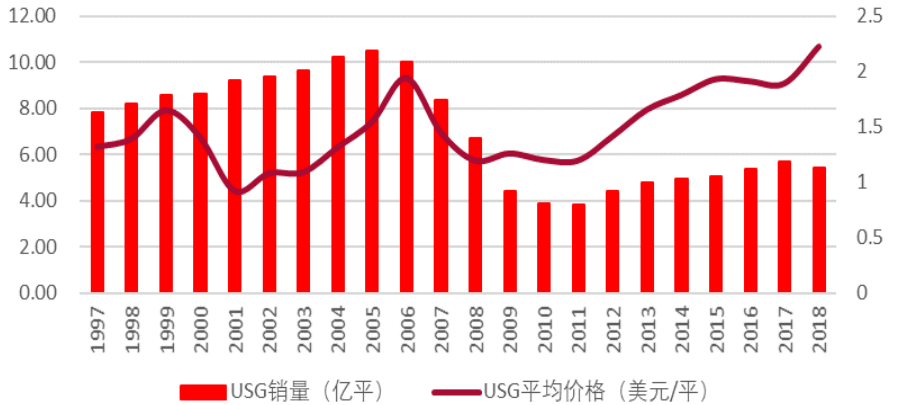
资料来源：日本石膏板协会，方正证券研究所

美国石膏板的主流尺寸总体而言在提升，主流产品厚度由八分之三英尺提升至二分之一英尺。根据统计，八分之三英尺厚度的石膏板占比已经从 1953 年高峰时期的 54% 下降为 2017 年的 3%，而二分之一英尺厚度的石膏板占比则从 1953 年的 41% 大幅提升为 2017 年的 95%，成为绝对主流产品。

日本石膏板的主流尺寸总体而言在提升，主流产品厚度由 9.5mm 提升至 12.5mm。根据统计，日本石膏板产品的主流厚度呈现逐步提升的趋势。其中 7mm 厚度的石膏板产品占比不断降低，至 2005 年已经

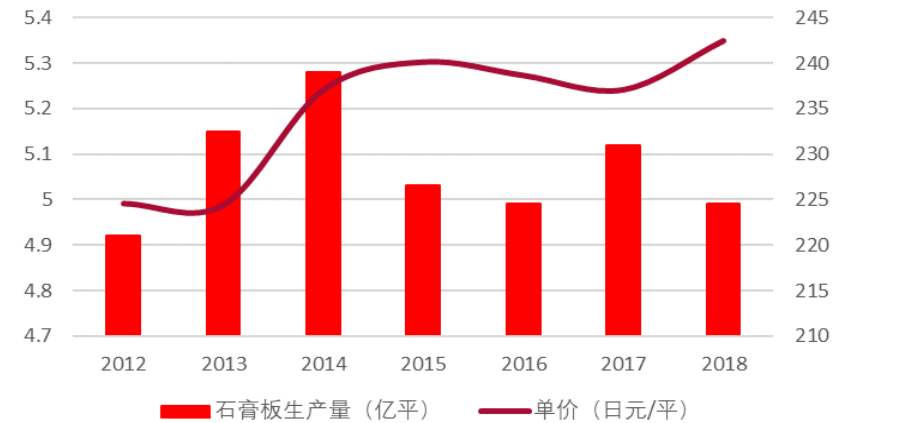
不再纳入统计范围，9.5mm 石膏板占比从 1994 年的峰值 50%降低为 2019 年的 29.4%，而 12.5mm 石膏板占比则从 1993 年的 42.2%提升至 2019 年的 62.6%，更厚的 15mm 石膏板占比也从 1993 年的 3.7%稳步提升至 2019 年的 8%。

图表18： 美国 USG 石膏板销量及单价情况



资料来源：usg 官网，方正证券研究所

图表19： 吉野石膏石膏板产量及单价情况



资料来源：吉野石膏官网，方正证券研究所

注：由于未披露销量数据，根据产量及营业额计算单价。

我们从近年美日石膏板龙头企业的经营数据上可以看到，石膏板产品附加值的正在稳步提升。根据美国石膏板龙头 USG 的经营数据，公司的产品销量在 2005 年达到峰值，随后销量大幅下滑并稳定在 5 亿平左右，而在此期间，公司石膏板的销售价格却呈现稳步上行的趋势，石膏板售价从 2011 年的 1.2 美元/平提升至 2018 年的 2.23 美元/平。日本吉野石膏的产品价格也有类似表现，吉野石膏 2012 年以来销量的高点为 2014 年的 5.28 亿平，随后销量略有起伏但未能超过 2014 年销量，然而公司的产品销售单价却在稳步提升，从 2012 年的 225 日元/平稳步提升至 2018 年的 242 日元/平。我们认为对于常规的纸面石膏板而言，生产成本中最大的变动项为石膏板护面纸，对于更厚的石膏板产品规格和性能增强的石膏板产品而言，护面纸的用量相对变化不大，但是功能性的提升能够带来更高的附加值，从而带动产品售价的稳步提升。

2.3 行业格局趋于稳定

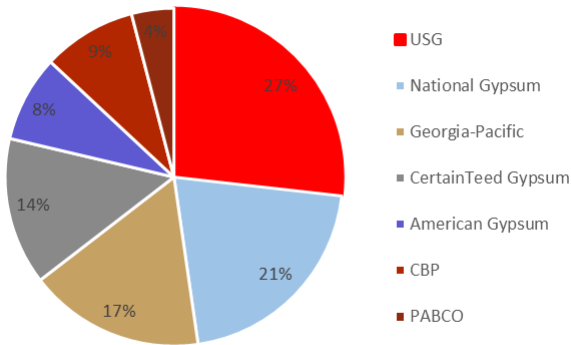
从美国和日本石膏板企业的竞合关系来看，行业格局整体趋于稳定，即便企业的销量较高点已经中枢下移，产能利用率有所下降，行业并未出现恶性降价竞争的局面，企业整体维持了合意的盈利水平。

根据“全球石膏杂志”数据显示，2016 年全球石膏板产能为 127.28 亿平方米/年，美国石膏板产能约为 36.26 亿平方米/年，占全世界份额 28%，美国现有 7 家石膏板生产企业：USG, National Gypsum、Georgia-Pacific、CertainTeed Gypsum、American Gypsum、Continental Building Products (CBP)、PABCO，行业 CR5 为 87%，集中度较高。

日本石膏板市场行业集中度更高，目前仅存吉野石膏和千代田石膏两家企业，市场份额分别为 80%和 20%，行业格局更为稳定。

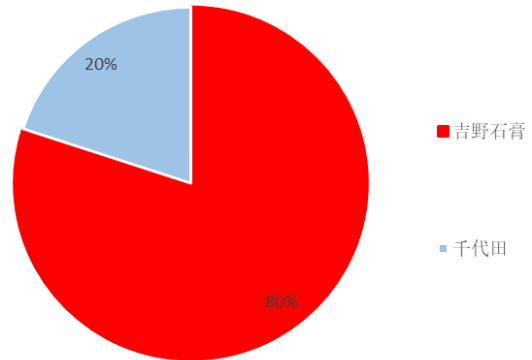
从行业格局的稳定性上看，美国 USG 的石膏板产能利用率在 2006 年之后明显下行，后续稳定在 50-60%的水平，但是较低的产能利用率并未进一步拖累企业产品价格，除了前文所述石膏板应用领域和产品结构的变化以外，市场格局的相对稳定也是 USG 产品价格相对强势的重要原因。日本石膏板的市场格局更加稳定，从千代田的盈利情况来看，从 2010 年开始其产品毛利率始终维持在 30%以上的水平，近几年在 35%左右的毛利率附近小幅波动。

图表20： 美国 2016 年石膏板行业竞争格局



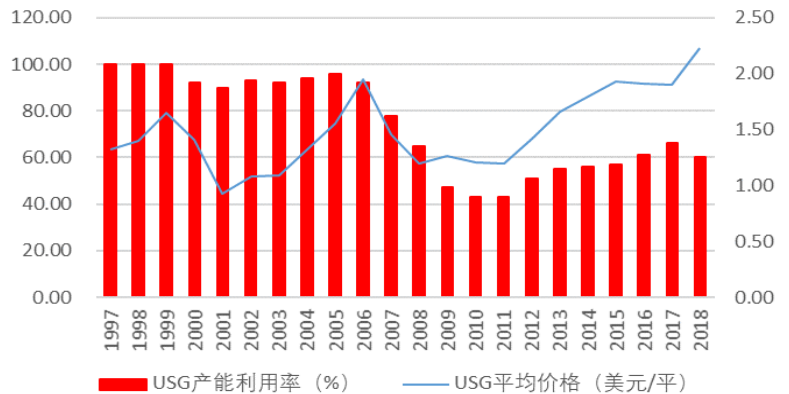
资料来源：usg，方正证券研究所

图表21： 日本 2018 年石膏板行业竞争格局



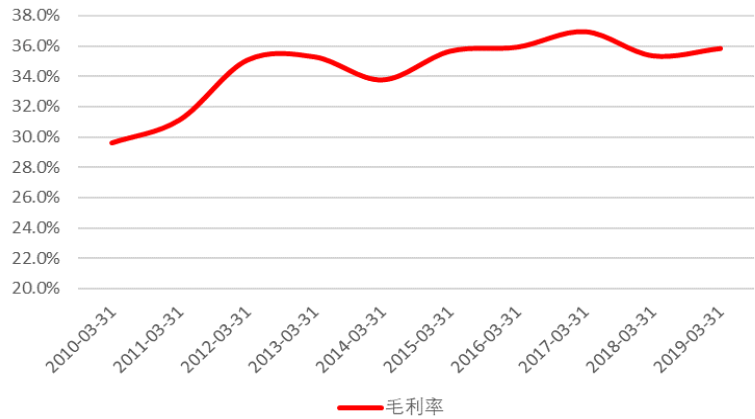
资料来源：吉野石膏官网，方正证券研究所

图表22： USG 历年产能利用率水平和价格水平



资料来源：wind，方正证券研究所

图表23：千代田石膏近十年毛利率水平



资料来源：wind，方正证券研究所

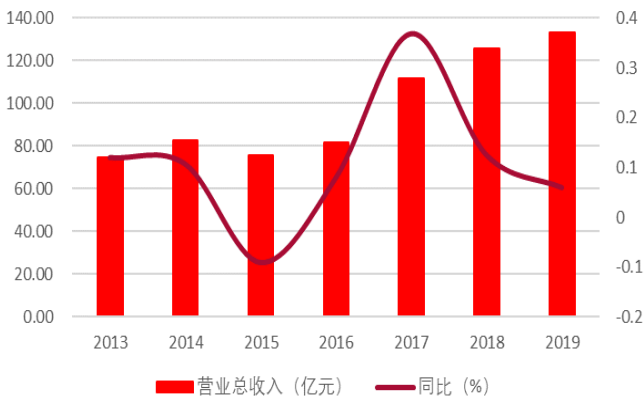
### 3 行业地位稳固，具备长期投资价值

#### 3.1 不确定性靴子落地，开启崭新征程

根据北新建材 2019 年年报，实现营收 133.23 亿元，同比增长 6.03%；归母净利润 4.41 亿元，同比下滑 82.11%。其中，因诉讼和解金额带来非经常性损益 19.31 亿元，扣非后归母净利 23.72 亿元，同比下滑 6.96%。

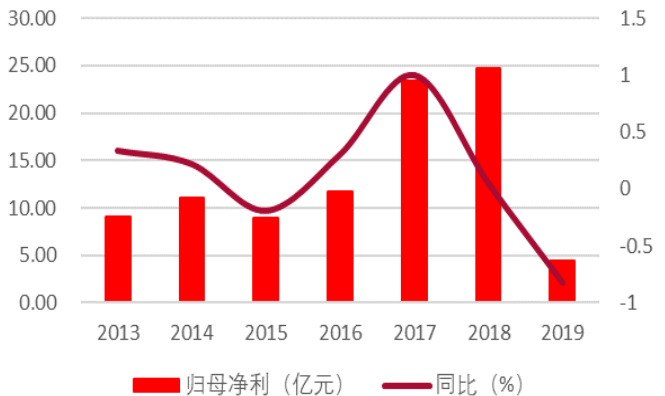
2019 年公司发生律师费等共计 3831 万元，泰山石膏发生律师费、差旅费、和解费等共计 18.97 亿元，其中和解费 18.29 亿元。我们认为公司诉讼风险带来预计损失已经基本解决，后续有助于公司专注经营，扩展国内外石膏板市场，加快龙骨业务配套，并强化防水业务拓展。诉讼案件方面，目前仅剩在多区合并诉讼案中的选择退出所有已达成和解的原告诉讼将继续进行，Mitchell 案等诉讼也正在进行，Amorin 案相关和解费、多区合并诉讼案对集体成员的相关和解费在 2019-2020 年陆续支付。

图表24：北新建材近年营收及同比情况



资料来源：wind，方正证券研究所

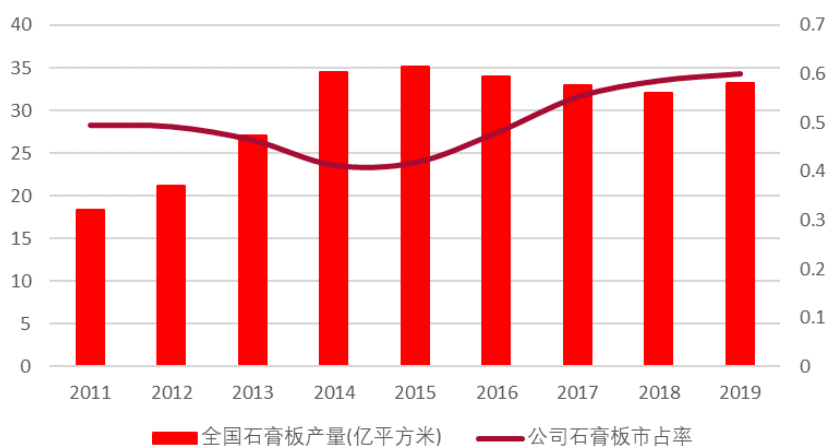
图表25：北新建材近年归母净利及同比情况



资料来源：wind，方正证券研究所



图表26: 公司市场地位进一步强化



资料来源: wind, 方正证券研究所

注: 计算方式为公司石膏板销量/全国石膏板销量, 其中 2016-2018 年全国石膏板产量为推测数据。

根据公司年报, 2019 年国内石膏板产能约 46 亿平, 产量约 33.2 亿平, 同比增长 3.4%。公司石膏板产能 27.52 亿平, 产量 19.94 亿平, 考虑海外占比小暂不剔除, 按照上述口径计算, 公司全国产能、产量占比接近 60%。公司石膏板市场地位稳固, 未来有望持续强化市场地位, 并在相关建材领域开疆拓土。

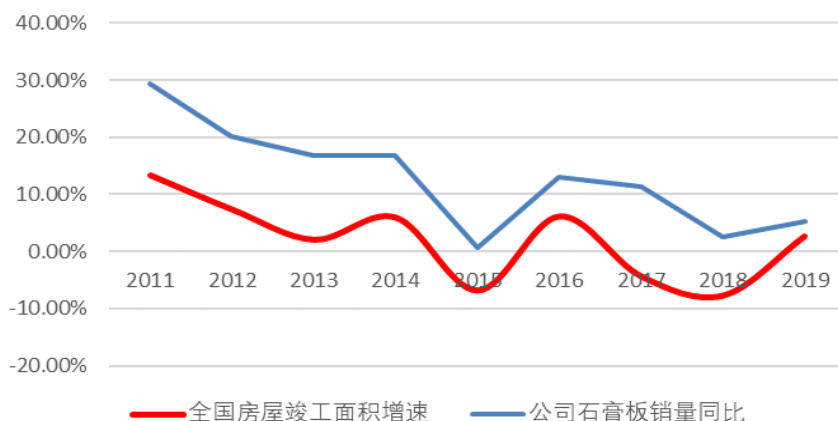
### 3.2 地产竣工边际改善, 看好下半年石膏板需求

根据统计局数据, 2020 年 1-5 月建筑及装潢材料商品零售额同比降低 14.3%, 降幅收窄, 5 月单月零售额同比增长 1.9%, 终端需求正在逐步释放。同时, 2020 年 1-5 月建筑及装潢材料商品零售额同比降低 14.3%, 降幅收窄, 5 月单月零售额同比增长 1.9%, 终端需求正在逐步释放。

我们看好 2020 年地产施工向竣工持续传导, 2019 年施工、竣工同比增速持续改善, 受疫情影响改善进度和节奏受到影响, 我们认为伴随地产销售的复苏、期房交房的限制以及潜在旧改项目的增量需求, 地产后端需求有望逐步复苏。石膏板作为地产竣工端需求的代表性品种, 预计下半年将会收益, 北新建材作为行业龙头有望迎来业务效益的边际改善。

从中长期视角来看, 参照美日经验, 中国石膏板的渗透率、用量和功能性延展还有较大的提升空间, 结合北新建材诉讼落地后积极的资本开支规划, 公司有望中长期分享行业规模增长和品质提升带来的红利。

图表27: 预计全国地产竣工面积 2020 年将保持正增长



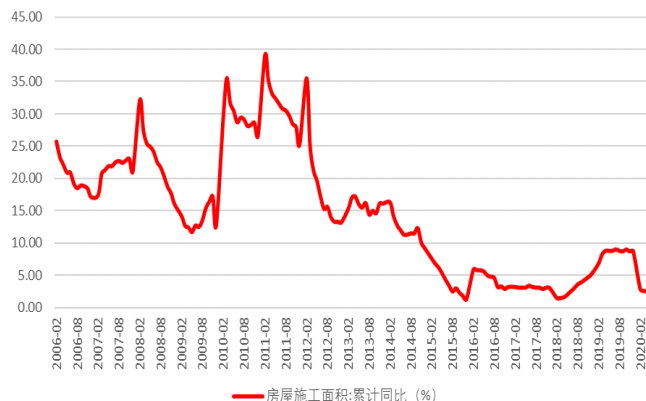
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表28: 全国房屋竣工面积累计同比 (%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表29: 全国房屋施工面积累计同比 (%)



资料来源: wind, 方正证券研究所

#### 4 分项收入预测和估值模型

我们预计北新建材石膏板、龙骨、防水业务收入保持增长的态势。其中石膏板业务收入增速由于价格基数原因增速稍慢，龙骨业务预计保持较快增长，防水业务由于并表以及业务拓展的原因收入预计将会大幅增长。

盈利方面，预计石膏板业务和龙骨业务保持稳中略有增长的态势，防水业务由于并表和原材料成本降低的因素毛利率将会有明显提升。预计公司整体毛利率将会有所提升。

我们预计公司 2020 年、2021 年的归母净利润分别为 28.95 亿元、36.75 亿元，对应 EPS 分别为 1.71 元、2.18 元，对应 PE 分别为 13.2X、10.4X，我们选取东方雨虹等五家企业作为可比公司，可比公司 2020 年业绩对应平均 PE 为 25.4X，我们认为公司业绩估值均存在较为可观的提升空间，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表30：北新建材分业务预测表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>石膏板业务</b>					
营业收入(亿元)	109.33	110.06	113.78	127.60	136.30
营业成本(亿元)	68.56	72.97	74.52	81.66	87.23
毛利率	37.3%	33.7%	34.5%	36.0%	36.0%
<b>龙骨业务</b>					
营业收入(亿元)	10.71	14.79	17.20	20.64	24.77
营业成本(亿元)	8.03	11.22	12.73	15.28	18.33
毛利润(亿元)	25.0%	24.1%	26.0%	26.0%	26.00%
<b>防水业务</b>					
营业收入(亿元)		2.05	31.20	38.72	48.40
营业成本(亿元)		1.74	20.28	25.36	31.70
毛利率		15.0%	35.0%	34.5%	34.5%
<b>其他业务</b>					
营业收入(亿元)	5.61	6.34	7.60	9.12	10.95
营业成本(亿元)	4.69	4.86	5.93	7.12	8.54
毛利率	16.4%	23.3%	22.0%	22.0%	22.0%
<b>合计</b>					
营业收入(亿元)	125.65	133.23	169.78	196.09	220.42
营业成本(亿元)	81.28	90.79	113.46	129.42	145.81
毛利率	35.3%	31.9%	33.17%	34.00%	33.85%

资料来源：wind，方正证券研究所

图表31：北新建材可比公司估值对比情况

代码	证券简称	总市值(亿元)	EPS			市盈率PE		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
000786.SZ	北新建材	591.8	0.3	1.7	2.2	86.6	13.2	10.4
002271.SZ	东方雨虹	668.3	1.3	1.8	2.2	32.3	23.6	19.4
002372.SZ	伟星新材	185.5	0.6	0.7	0.7	18.9	17.8	15.9
002918.SZ	蒙娜丽莎	123.9	1.1	1.4	1.7	28.6	22.4	17.5
002043.SZ	兔宝宝	69.2	0.5	0.6	0.7	17.5	15.7	12.9
002791.SZ	坚朗五金	284.0	1.4	1.8	2.5	64.6	47.8	35.2
	平均值	266.2				32.4	25.4	17.7

资料来源：估值对应7月1日收盘价，wind，方正证券研究所

## 5 风险提示

房地产需求大幅下滑，市场竞争格局恶化，产品价格大幅下滑，原材料成本大幅上升。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6334.96	6112.27	8898.77	12220.76	<b>营业总收入</b>	13323.01	16978.08	19608.70	22042.44
现金	623.08	602.19	2475.21	5541.31	营业成本	9078.69	11346.31	12941.81	14580.80
应收账款	1260.84	480.16	763.79	740.99	营业税金及附加	156.53	195.25	225.50	253.49
其它应收款	155.25	133.80	159.86	176.71	营业费用	377.03	475.39	529.43	595.15
预付账款	311.72	295.76	390.86	410.22	管理费用	656.66	831.93	941.22	1058.04
存货	1612.39	1764.70	2022.65	2273.28	财务费用	26.44	57.36	24.74	-32.50
其他	2371.68	2835.66	3086.40	3078.25	资产减值损失	-1.38	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	15128.63	16946.79	18915.03	20284.09	公允价值变动收益	-9.69	0.00	0.00	0.00
长期投资	415.41	480.77	551.59	618.43	投资净收益	64.32	65.36	70.83	66.84
固定资产	11979.12	13729.71	15330.54	16490.19	<b>营业利润</b>	2698.09	3627.87	4428.56	4993.03
无形资产	2381.59	2383.80	2680.38	2822.95	营业外收入	49.73	15.00	15.00	15.00
其他	352.52	352.52	352.52	352.52	营业外支出	2091.21	300.00	200.00	100.00
<b>资产总计</b>	21463.59	23059.06	27813.80	32504.85	<b>利润总额</b>	656.61	3342.87	4243.56	4908.03
<b>流动负债</b>	6206.83	4694.00	5456.84	5577.90	所得税	200.02	434.57	551.66	638.04
短期借款	1579.97	579.97	0.00	0.00	<b>净利润</b>	456.59	2908.30	3691.89	4269.99
应付账款	1476.24	1216.72	1488.67	1620.39	少数股东损益	15.45	13.37	16.97	19.63
其他	3150.62	2897.31	3968.17	3957.51	<b>归属母公司净利润</b>	441.14	2894.93	3674.92	4250.36
<b>非流动负债</b>	714.27	914.27	1214.27	1514.27	EBITDA	3156.65	4221.03	5037.30	5594.57
长期借款	235.60	435.60	735.60	1035.60	EPS (元)	0.26	1.71	2.18	2.52
其他	478.67	478.67	478.67	478.67					
<b>负债合计</b>	6921.10	5608.27	6671.11	7092.17	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
少数股东权益	590.87	604.24	621.21	640.84	<b>成长能力</b>				
股本	1689.51	1689.51	1689.51	1689.51	营业收入	0.06	0.27	0.15	0.12
资本公积	3141.13	3141.13	3141.13	3141.13	营业利润	-0.11	0.34	0.22	0.13
留存收益	9117.23	12012.16	15687.08	19937.43	归属母公司净利润	-0.82	5.56	0.27	0.16
归属母公司股东权益	13951.63	16846.55	20521.47	24771.83	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	21463.59	23059.06	27813.80	32504.85	毛利率	0.32	0.33	0.34	0.34
					净利率	0.03	0.17	0.19	0.19
					ROE	0.03	0.17	0.18	0.17
					ROIC	0.13	0.19	0.21	0.22
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	0.32	0.24	0.24	0.22
					净负债比率	0.15	0.08	0.05	0.05
					流动比率	1.02	1.30	1.63	2.19
					速动比率	0.76	0.93	1.26	1.78
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.68	0.76	0.77	0.73
					应收账款周转率	19.88	19.50	31.53	29.30
					应付账款周转率	11.78	12.61	14.50	14.18
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.26	1.71	2.18	2.52
					每股经营现金	1.16	2.08	2.92	2.89
					每股净资产	8.26	9.97	12.15	14.66
					<b>估值比率</b>				
					P/E	86.63	13.20	10.40	8.99
					P/B	2.74	2.27	1.86	1.54
					EV/EBITDA	12.58	0.17	-0.29	-0.75

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道, 分析逻辑基于作者的执业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

方正证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息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。

在任何情况下, 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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“方正证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明:

强烈推荐: 分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅;

推荐: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅;

中性: 分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动;

减持: 分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明:

推荐: 分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数;

中性: 分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平;

减持: 分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址:	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址:	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>	<a href="http://www.foundersc.com">http://www.foundersc.com</a>
E-mail:	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com