

北新建材(000786)深度研究报告系列二

四十年坚守造就极致，风云变幻方显强者本色

强推(维持)

目标区间: 27.6-31.3元

当前价: 25.94元

- ❖ **四十年风雨兼程，坚守造就极致。**北新建材于1979年在北京成立，1997年挂牌上市。上市之后，公司历经七年探索期，直至2004年才明确以石膏板为主业，从此开始了十年的业绩高速增长期，其中2005年收购泰山、2006年布局脱硫石膏、以及2012年规模跃居世界第一为三个重要节点。2015年后，行业需求下滑，公司再次做出调整，从提升高端产品占比以及扩大市占率两方面入手，保持业绩持续增长，2018年公司市占率已达60%，龙头地位稳固。回顾历史可以看出，地产行业的黄金10年对石膏板行业的快速发展壮大有着至关重要的推动力。北新建材上市二十多年，经历过行业的高速发展，也经历过激烈的价格战，公司在每次行业变化时都能快速地做出有效调整，我们认为，超前的战略眼光、先进的管理体系、出色的应对能力等一系列软实力是公司始终向上发展的不竭源泉，同时也将伴随北新开启下一个辉煌四十年。
- ❖ **石膏板业务持续优化，布局全球再起航。**1) **单一产品系统化:**按1亿平石膏板配套16万吨轻钢龙骨测算，公司龙骨需求量超300万吨，而目前产量仅二十多万吨，配套率约为8%，市占率仅5%，增长空间广阔；2) **全球化布局彰显龙头实力:**截至2019年底，公司10亿平海外布局初具雏形，其中坦桑尼亚1500万平产线已正式开工，首个项目开业当年即实现盈利，其他地区项目布局也在稳步推进；3) **风险化解再出发:**公司与美国诉讼案多数原告已达成全面和解，赔偿金额于19H1一次性全部计入预计负债，预计未来业绩将不再受此案影响。
- ❖ **强强联手进军防水，一体两翼多轮驱动:**我国防水行业规模近2000亿，几乎是石膏板的10倍，但集中度极低，CR1不足10%，龙头企业收入增速远超行业。2019年8-11月，公司陆续收购四川蜀羊、禹王防水、河南金姆指三家防水公司，正式进军防水领域，并力争三年内做到行业前三。截至目前，公司已完成全国10大生产基地布局，估计可贡献收入近20亿，利润超2亿，规模位居行业前列。我们认为，公司品牌优势、渠道优势、资金优势十分显著，一体两翼战略清晰，新业务拓展将助力公司业绩增长。
- ❖ **高现金流与低负债护航业务扩张:**2018年公司经营性现金流净额27.83亿元，同比多流入1.3亿元，资产负债率为19.37%，同比降3.1个pp，达历史最低值，流动比率与速动比率逐年提高，2018年分别为2.44/1.89，同比各增0.53/0.42。我们认为，充足的现金流以及极低的负债率为公司进军防水以及进行全球产业布局提供了强大支撑，未来仍有举债扩张空间。
- ❖ **盈利预测及估值:**我们预计2019-2021年公司EPS各为0.26/1.84/2.19元，对应PE各为98x/14x/12x。公司作为行业龙头抗风险能力较强，短期内原材料紧缺石膏板有望提价，中长期来看，公司积极进行业务调整，防水及龙骨均有望保持高速增长。结合2015年以来公司估值的平均情况(16.97x)，给予2020年15-17倍估值，目标区间为27.6元-31.3元/股，维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**房地产调控政策超预期收紧，疫情扩散超预期，收购防水企业协同效应不达预期，全球化布局不达预期。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	12,565	12,985	17,669	20,587
同比增速(%)	12.5%	3.3%	36.1%	16.5%
归母净利润(百万)	2,466	445	3,107	3,692
同比增速(%)	5.2%	-81.9%	597.5%	18.8%
每股盈利(元)	1.46	0.26	1.84	2.19
市盈率(倍)	18	98	14	12
市净率(倍)	3	3	3	2

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年2月14日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 王彬鹏

邮箱: wangbinpeng@hcyjs.com

执业编号: S0360519060002

公司基本数据

总股本(万股)	168,951
已上市流通股(万股)	168,951
总市值(亿元)	438.26
流通市值(亿元)	438.26
资产负债率(%)	27.7
每股净资产(元)	8.0
12个月内最高/最低价	27.58/15.55

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《北新建材(000786)深度研究报告系列一: 成本傲视群雄, 需求广阔苍穹》

2019-12-30

# 目录

一、复盘：变局之中尽显强者本色.....	5
（一）1997-2003年：定位新型建材公司,主业较为宽泛.....	6
（二）2004-2014年：规模扩张+降本提质，业绩持续高增长.....	8
1、2004-2011年：需求快速增长，公司乘势扩张.....	8
2、2012-2014年：供需关系恶化致产品价格下行，成本管控驱动业绩增长.....	11
（三）2015-2018年：地产下行促调整，资源整合巩固优势.....	13
二、石膏板业务持续优化，布局全球再起航.....	16
（一）单一产品系统化，石膏板产业再扩张.....	16
（二）积极推进全球化布局，开疆扩土彰显龙头实力.....	17
（三）十年诉讼案终和解，风险化解再出发.....	18
三、强强联手进军防水，一体两翼多轮驱动.....	19
（一）大刀阔斧进军防水市场，公司底气何在.....	19
（二）10大生产基地布局完成，北新系防水蓄势待发.....	20
（三）防水：“大行业，小企业”的优质赛道.....	21
四、财务分析：石膏板毛利有望改善，高现金流与低负债助力扩张.....	22
（一）主业盈利水平有望提升，进军防水影响综合净利率.....	22
（二）高现金流与低负债护航业务扩张.....	22
五、盈利预测及估值.....	23
六、风险提示.....	24

# 图表目录

图表 1	公司上市至今历史复盘	5
图表 2	公司历史复盘重点数据总结	5
图表 3	“四位一体”发展计划及内容	6
图表 4	1997-2003 年营业收入及增速（亿元，%）	7
图表 5	1997-2003 年归母净利及增速（亿元，%）	7
图表 6	2003 年分季度营收、净利及其增速	7
图表 7	1998、2002-2004 年公司石膏板收入	7
图表 8	1997-2003 年公司石膏板产线布局	8
图表 9	2004-2014 年公司营收增速、归母净利润增速、毛利率及产能情况	8
图表 10	北新建材成为泰山石膏第一大股东相关公告	9
图表 11	2004-2011 年地产竣工面积及石膏板产量增速	10
图表 12	2004-2011 年公司营收及石膏板收入变化情况	10
图表 13	2004-2011 年公司新增产线	10
图表 14	2011-2014 年北新建材单位石膏板价格、成本	12
图表 15	2009-2014 年公司营收/净利增速、毛利率（右）	12
图表 16	公司三次管理提升	12
图表 17	2012-2014 年公司新增产线	12
图表 18	2009-2019 年固投完成额、房地产开发投资完成额、房地产竣工面积累计增速	13
图表 19	2016.2-2019.3 国废及美废价格变化（元/吨）	14
图表 20	2014-2018 年北新建材与泰山石膏销量及售价	14
图表 21	2014-2018 年公司归母净利润及增速（元/吨）	14
图表 22	2017 年公司股票收盘价	14
图表 23	北新建材收购万佳建材相关公告	15
图表 24	2015-2018 年公司新增产线	15
图表 25	龙骨吊顶系统	16
图表 26	龙骨隔墙系统	16
图表 27	2010 年至今北新建材石膏板及龙骨收入增长情况	17
图表 28	公司轻钢龙骨增长空间测算	17
图表 29	公司海外产能布局情况	18
图表 30	北新建材报告期内及累计就美国诉讼案发生和解费、律师费等费用	18
图表 31	公司“一体两翼，全球布局”发展战略	19
图表 32	公司全球布局第一阶段“358”目标	19

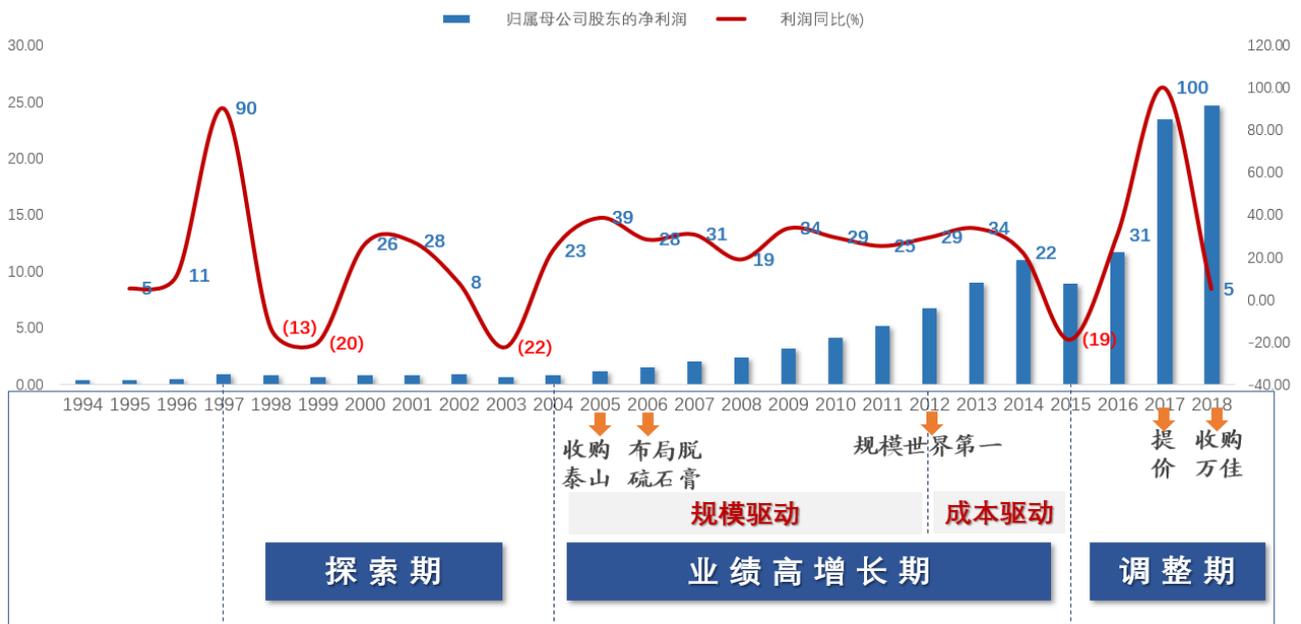
图表 33	2019 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品牌防水材料类 .....	20
图表 34	北新建材十大防水产业基地 .....	20
图表 35	2018 年主要防水企业营业收入及利润率 .....	20
图表 36	蜀羊、禹王、金姆指基本情况 .....	21
图表 37	2015-2018 年规模以上防水企业营收及增速 .....	21
图表 38	2015-2018 年主要防水企业营收增速 .....	21
图表 39	2009-2019Q3 毛利率及净利率 .....	22
图表 40	2015-2018 年主要防水企业毛利率（%） .....	22
图表 41	2009-2019Q3 经营性现金流净额 .....	23
图表 42	2009-2019Q3 应收账款及周转率 .....	23
图表 43	2012-2018 年部分建材公司资产负债率（%） .....	23
图表 44	2009-2019Q1-Q3 公司流动比率及速动比率 .....	23
图表 45	2017-2021 年公司营业收入拆分及预测 .....	24

## 一、复盘：变局之中尽显强者本色

**四十年风雨兼程，坚守造就极致。**本篇报告的第一部分，我们将以不同时期的行业变化以及公司的战略调整为主线，围绕原材料、产能、成本（毛利率）、价格、市占率等几个重要指标对公司的发展历史进行深度复盘。1979年，北新建材的前身—北京新型建筑材料试验厂—在邓小平同志的直接指导下成立，次年，公司设立“龙牌”石膏板，并开始向高端项目供货。1997年，公司于深交所上市，是国内最早上市的新型建材企业之一。上市之后，公司历经七年探索期，经历过一系列的战略调整，直至**2004年才明确以石膏板为主业**，从此开始了十年的**业绩高速增长期**，其中2005年收购泰山、2006年布局脱硫石膏、以及2012年规模跃居世界第一，开始加强成本管控为三个重要节点。**2015年后**，行业需求下滑，公司再次做出调整，从提升高端产品占比以及扩大市占率两方面入手，保持业绩持续增长，**2018年公司市占率已达60%，龙头地位稳固。**

回顾历史可以看出，地产行业的黄金10年对石膏板行业的快速发展壮大有着至关重要的推动力。不可否认，我国房地产市场已经进入结构调整期，石膏板行业也随之进入平台期，需求端增量逐渐放缓，但优秀企业总能在变局中找出最佳的应对之道。北新建材上市二十多年，经历过行业的高速发展，也经历过激烈的价格战，公司在每次行业变化时都能快速地做出有效调整，我们认为，超前的战略眼光、先进的管理体系、出色的应对能力等一系列软实力是公司始终向上发展的不竭源泉，同时也将伴随北新开启下一个辉煌四十年。

图表 1 公司上市至今历史复盘



资料来源：公司公告、华创证券

图表 2 公司历史复盘重点数据总结

	1997	2004	2012	2015	2018
行业产量 (亿平)		3.20	21.21	35.21 (估算值)	31.38 (估算值)
公司产能 (亿平)	0.45	0.75	16.5	20	24.7
北新	0.45	0.75		3.1	4.5
泰山		1.7 (2005年)		16.9	20.2
公司市占率	51% (1996年)	20%左右	49%	42%	60%左右
总营收 (亿元)	3.01	14.62	66.85	75.51	125.65

	1997	2004	2012	2015	2018
其中：石膏板业务占比	62%（1998年）	18.34%	83.04%	84.73%	85.24%
归母净利润（亿元）	0.93	0.87	6.77	8.97	24.66
成本（元/平）			3.88	3.03	3.64
均价（元/平）			5.06	4.37	5.81
毛利率（%）	39.4	13.48	26.55	31.26	35.32

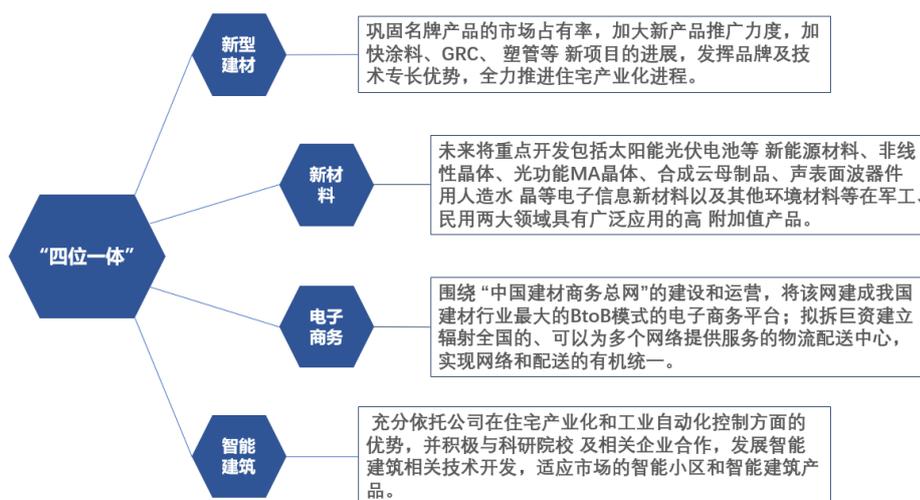
资料来源：wind、公司公告、华创证券（注：公司上市时间较为久远，部分数据参考临近年份；北新、泰山产能根据公司当年分品牌产量及总产能估算）

### （一）1997-2003年：定位新型建材公司,主业较为宽泛

1997年，公司于深交所挂牌上市，定位新型建材公司，拥有两条石膏板生产线（产能4500万平），一条玻璃纤维水泥（GRC）外墙板生产线（产能400万平），一条矿棉吸音板生产线（产能800万平）。上市前，公司石膏板市占率约为51%，主要系行业发展初期，全国总产量较低。另外当时生产工艺也较为落后，仍以天然石膏为主要原材料，产线位置受限，大多集中在山东及周边省份。1998年，泰山石膏于山东省成立，外资品牌也开始进入国内市场，并试图通过价格战来抢夺市场份额，公司主营业务收到一定冲击，“龙牌”石膏板市占率大幅下滑至30%，归母净利润较上年下滑13.3%。针对市场冲击，公司曾做出一系列战略调整，但仍属摸索期：

- 1998年：将“迈向住宅产业化新时代”定为新的战略目标，投资800万元控股北京中新房地产开发有限公司（持股80%），发展新型住宅及房地产开发；并于2002年与新日本制铁株式会社、丰田汽车株式会社、三菱商事株式会社三家日本企业合资组建“北新房屋有限公司”，引进日本先进技术及管理机制，大力推广薄板钢骨住宅产品，形成新的利润增长点；
- 2000年：提出利用地处中关村科技园区的位置优势，把公司发展成为集新型建材、新材料、电子商务及智能建筑技术和相关产品的四位一体的高科技公司；同年，石膏板市场开始回暖，但公司业务方向已出现明显变化，石膏板业务占营收比例由1998年的62%降至40%。

图表3 “四位一体”发展计划及内容

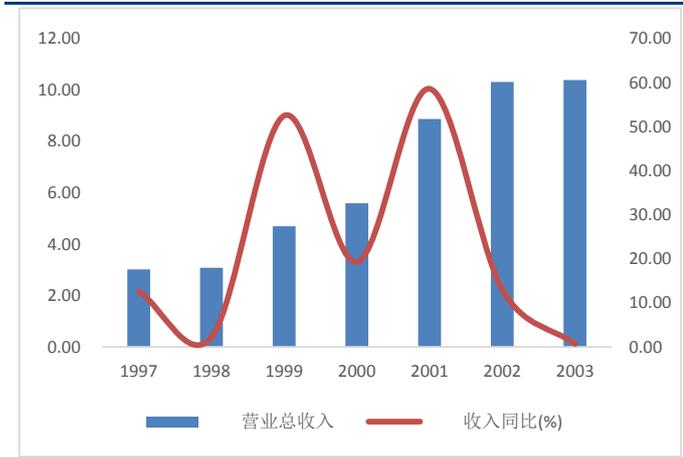


资料来源：公司年报、华创证券

政策倾斜与市场利好为公司重新聚焦石膏板主业奠定基础。1) 2000年，建设部、国家经贸委、国家质量技术监督局、国家建材局联合发布通知，将逐步限时禁止使用实心粘土砖等落后建材产品；同年10月，国家经贸委，国家计

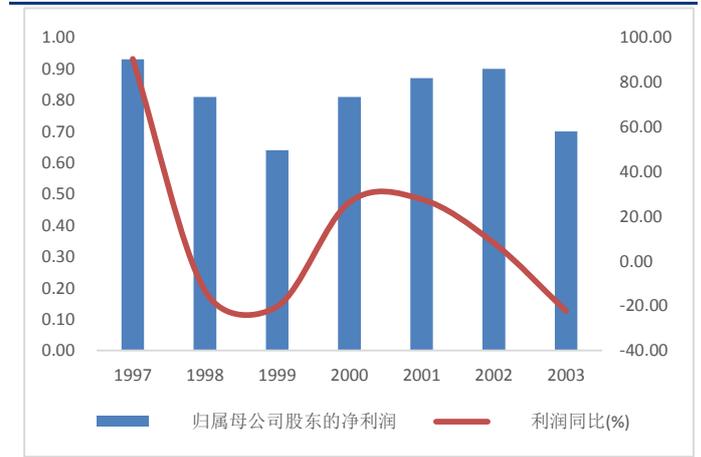
委又提出“调整建材行业结构，发展新型建材”遵循的主要原则及发展措施；2) 2000 年公司完成工业脱硫石膏在石膏板中应用的技改项目，并凭此享受税收优惠政策，2000 年 8 月 1 日至 2005 年 7 月 31 日，公司利用脱硫石膏生产的纸面石膏板免征所得税；受益于新型建筑材料推广以及行业快速发展，公司石膏板销量连续三年保持增长（2000-2002）。

图表 4 1997-2003 年营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：wind、华创证券

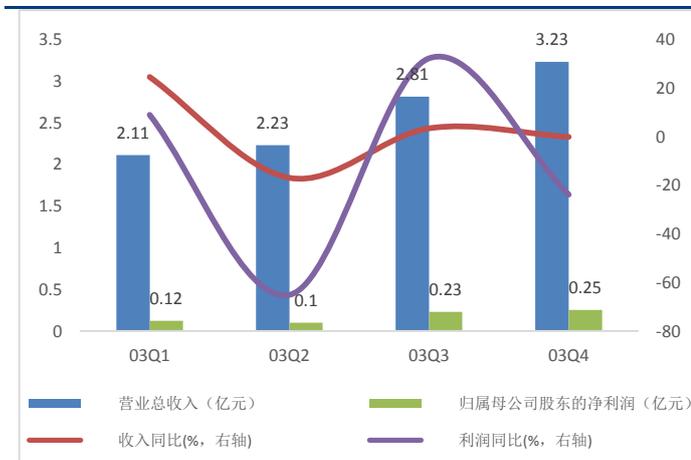
图表 5 1997-2003 年归母净利及增速（亿元，%）



资料来源：wind、公司年报、华创证券

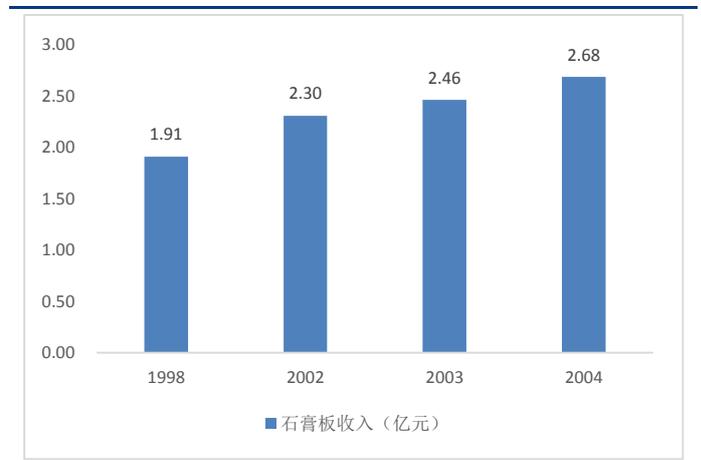
非典对石膏板产销及公司整体业绩影响不大：2003 年，公司实现营收 10.38 亿元，同比降低 0.16%，其中石膏板业务收入 2.46 亿元，同比增长 7.0%，我们认为非典对公司石膏板产销影响较小，一方面地产开工和石膏板生产都具有一定的调节性，石膏板产销主要由需求决定；另一方面，公司当时石膏板业务体量较小，1997-2003 年产能均为 0.45 亿平，直至 2004 年 11 月，第三条产线才正式投产，2002 年后收入规模始终维持在 2-3 个亿，变化不大。**业绩方面**，公司 2003 年实现归母净利润 0.70 亿元，同比减少 22.38%，其中二、四季度下滑较为严重。我们认为公司业绩大幅下滑的主要原因为：1) 管理费用同比增加 1260 万元，主要系坏账准备同比增加 330 万、存货跌价准备同比增加 93 万、以及子公司北新物流业务扩张所致；2) 营业费用同比增加 927 万；3) 投资收益同比减少 665 万，主要系钢材、化工等原材料上涨，子公司北新房屋、北新建塑、北新塑管均出现亏损。结合以上数据，我们认为公司 03 年的业绩减少主要是由于业务扩张，非典影响作用较小，再看 2020 年，我们判断疫情过后地产竣工将延续去年下半年以来的上行趋势，行业需求有望好转。

图表 6 2003 年分季度营收、净利及其增速



资料来源：wind、华创证券

图表 7 1998、2002-2004 年公司石膏板收入



资料来源：wind、公司年报、华创证券

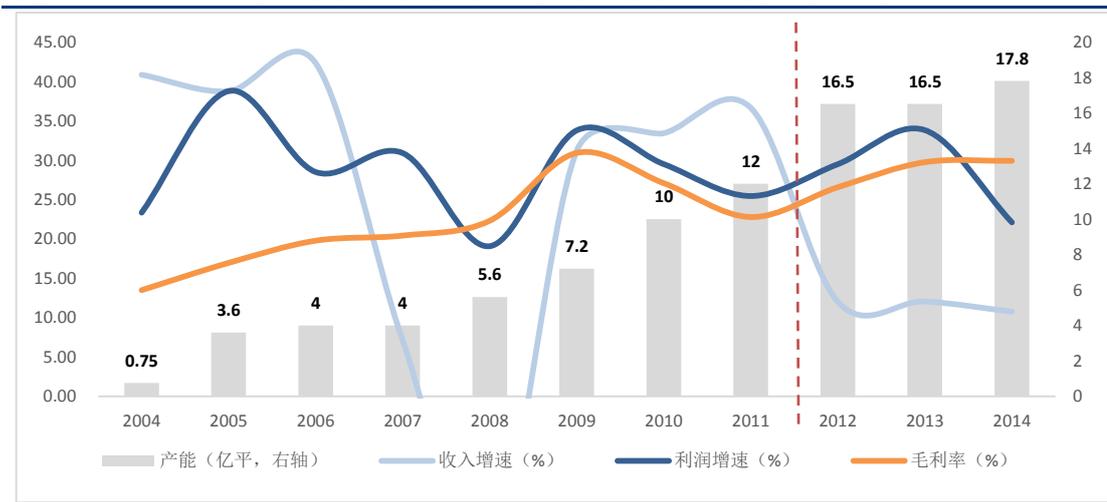
**图表 8 1997-2003 年公司石膏板产线布局**

建设时间	地区	城市	品牌	产能（万平）
1981	北京	北京	北新建材	2500
1997	北京	北京	北新建材	2000

资料来源：公司官网、华创证券

## （二）2004-2014 年：规模扩张+降本提质，业绩持续高增长

业绩十年增长十二倍，CAGR 高达 29%。我们以 2011-2012 年为分界点，将公司的业绩高增长时期进一步细分为两个阶段：1) 第一个阶段是由规模扩张驱动的业绩上涨，2004 年，公司明晰以石膏板为主业，力争三年内做到全国第一；2005 年成为泰山石膏第一大股东，开始全国化的产能扩张，从此进入高速发展阶段，这个时期也正是地产行业的黄金时期；2) 第二阶段是由成本管控驱动的业绩增长，2012 年，公司产能达 16.5 亿平，规模跃居世界第一，但需求端增速放缓，行业竞争愈加激烈，部分市场长期焦灼于价格战，石膏板售价持续下滑，公司开始推行成本节约计划，规模优势进一步显现，毛利水平逐年提升，从而保持业绩的高速增长。

**图表 9 2004-2014 年公司营收增速、归母净利润增速、毛利率及产能情况**


资料来源：公司年报、华创证券

### 1、2004-2011 年：需求快速增长，公司乘势扩张

我们认为公司这个阶段的业绩增长主要得益于地产行业的快速发展，公司紧抓行业机遇进行规模扩张，2005 年收购当时国内规模最大石膏板厂家山东泰和，并以北京和山东为起点进行全国化的生产基地布局。另外，公司于 2006 年开始抢先布局脱硫石膏，靠近火电厂建立生产线，解决了石膏板长期以来依赖天然石膏，生产基地布局以及消费市场受限的问题，其价格相对天然石膏也更加低廉。脱硫石膏的应用帮助公司加速产能扩张，2004 年公司仅拥有三条产线，产能不足 1 亿平，05 年重组泰山，2011 年产能已增至 12 亿平。七年时间，公司营收、净利、产能的复合增速各为 22.3%、29.2%、48.6%，规模与业绩同步高增长，毛利率提升 9.3 个 pp 至 22.76%，但仍受原材料价格影响，波动较大。2009 年由于金融危机影响，公司原燃材料采购价格降低，加上规模经济效应，公司物流成本及生产能耗均有所下降，毛利率一年提升 8.6 个 pp 至 30.9%；2010-2011 年原材料及煤电油运价格持续上涨，公司毛利率又回落到不足 23%的水平。我们认为这一阶段公司的规模优势已有所体现，但仍有较大释放空间。

1) 泰山石膏规模冠绝全国，山东政府与大股东牵头下完成重组。石膏板本身价值较低，其产品和原材料均存在运输半径，我们在《北新建材深度研究报告系列一：成本傲视群雄，需求广阔苍穹》中曾仔细分析了三种石膏资源的生产情况及利用情况，从资源分布情况来看，山东省占据极大的地理优势，天然石膏、磷石膏、脱硫石膏三种

资源产量均位居全国前列，这也解释了为什么泰山石膏能够后来居上，成为当时国内规模最大的石膏板生产企业。

**2005年，公司大股东中国建材与山东政府结成战略合作伙伴关系，公司在二者牵头完成对泰山石膏的联合重组：**

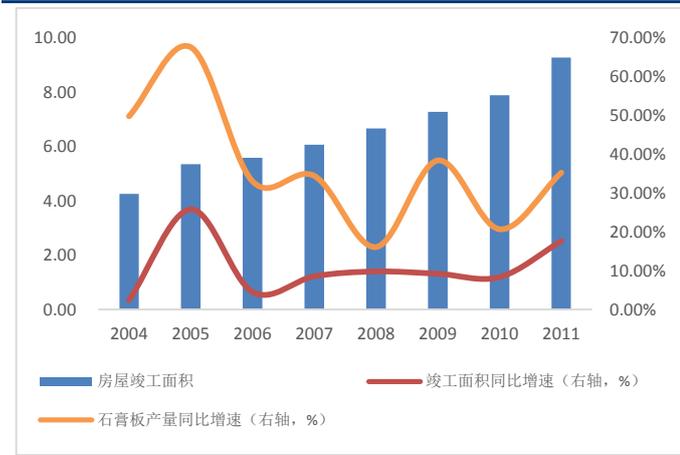
- ① 2005年，北新建材增资认购泰山石膏 6536.25 万新股，持股比例 42%，成为其第一大股东。至 2005 年底，公司与泰山石膏合计规模达 3.6 亿平（含原有产线与新建产线），其中北新产能 1.25 亿平、泰山产能 2.35 亿平，总规模位居中国第一、世界第二；矿棉板产能 1600 万平，国内第一，亚洲第二；龙骨产能 5.5 万吨，国内第一；
- ② 2006年，公司收购北京东联（原泰安东联）100% 股权，股权收购完成后，公司通过北京东联间接持有泰山石膏 23% 股份，对其持股比例从 42% 增至 65%；
- ③ 2016年，公司以定向增发方式收购泰山石膏剩余 35% 股权，交易对价近 42 亿元。

**图表 10 北新建材成为泰山石膏第一大股东相关公告**

时间	内容
2005.3.19	北新建材与泰山石膏（原山东泰和东新股份有限公司）及其现有股东在山东省泰安市签署《山东泰和东新股份有限公司股份认购协议》，公司拟认购泰山石膏 6536.25 万股新股，持有其 42% 股份，为第一大股东。
2005.3.28	中国建材集团与泰安市政府战略合作协议暨北新建材投资泰山石膏（原山东泰和集团）签约仪式举行，中国建材集团旗下北新建材增资泰山石膏，成为其第一大股东。同时，中国建材集团将携手泰安市政府，共同在山东泰安打造中国最大的石膏板产业基地及综合性建材产业基地。
2006.8.28	北新建材 1.15 亿元收购泰安东联 100% 股份（该公司持有泰山石膏 23% 股份）
2016.1.19	北新建材拟以发行股份的方式购买泰山石膏少数股东持有的泰山石膏 35% 的股份，交易价格 41.95 亿元；交易完成后，泰山石膏成为公司的全资子公司

资料来源：公司公告、华创证券

- 2) **抢先布局脱硫石膏，凸显公司战略眼光。**2002 年环保总局发布《两控区酸雨和二氧化硫污染防治“十五”计划》，文件指出，将“加快建设一批火电厂脱硫设施，新建、扩建和改建火电机组必须同步安装脱硫装置或采取其他脱硫措施”，随着脱硫装置的普及，脱硫石膏产量开始快速增长，与天然石膏相比，其价格更低廉，分布更靠近市场，综合利用产品还可享受税收优惠政策。**2006 年起，公司凭借对行业的信心以及出色的战略眼光，开始在全国范围内率先布局以脱硫石膏为原材料的产线，同时对原有产线进行技术改造，大力发展循环经济，提高资源综合利用能力。**
- 3) **房地产市场快速发展，行业需求强势增长。**2004-2011 年全国房地产竣工面积持续增长，七年 CAGR 达 11.8%。受益于地产快速发展以及行业渗透率提升，石膏板产量强势增长，2004 年全国产量仅为 3.2 亿平，2011 年增至 18.29 亿平，七年 CAGR 高达 28.3%，其中仅 08 年增速下滑至 20% 以下，主要受北京奥运影响部分产线停工。2008 年末，国家出台十项扩大内需、促进经济增长的措施，其中安居工程、灾后重建、大型场馆建设等大规模建设再次促进了行业需求增长。**截至 2011 年，公司市占率再次提升至近 50%，石膏板收入占比提升至近 80%。**

**图表 11 2004-2011 年地产竣工面积及石膏板产量增速**


资料来源: wind、华创证券

**图表 12 2004-2011 年公司营收及石膏板收入变化情况**


资料来源: wind、华创证券

**图表 13 2004-2011 年公司新增产线**

建设时间	地区	城市	品牌	产能 (万平)	当年合计 (万平)
2004	山东	枣庄	北新建材	3000	8000
	河北	涿州	北新建材	5000	
2005	山东	潍坊	泰山石膏	3000	23500
	山东	泰安	泰山石膏	10100 (9 条)	
	江苏	邳州	泰山石膏	1900	
	河北	秦皇岛	泰山石膏	2000	
	湖北	荆门	泰山石膏	2000	
	江苏	江阴	泰山石膏	3000	
	山东	潍坊	泰山石膏	1500	
2006	浙江	温州	泰山石膏	3000	6000
	河北	石家庄	泰山石膏	3000	
2007	浙江	宁波	北新建材	3000	15000
	四川	广安	北新建材	3000	
	江苏	太仓	北新建材	3000	
	湖北	武汉	北新建材	3000	
	广东	肇庆	北新建材	3000	
2008	内蒙古	包头	泰山石膏	3000	15000
	辽宁	阜新	泰山石膏	4000	
	重庆	江津	泰山石膏	2000	
	湖南	湘潭	泰山石膏	3000	
	辽宁	铁岭	泰山石膏	3000	
2009	山东	平邑	北新建材	2000	11000
	江苏	句容	北新建材	3000	
	河北	故城	北新建材	3000	

建设时间	地区	城市	品牌	产能（万平）	当年合计（万平）
	江苏	太仓（二期）	北新建材	3000	
2010	重庆	重庆	泰山石膏	2000	29000
	四川	什邡	泰山石膏	3000	
	宁夏	银川	泰山石膏	3000	
	江西	丰城	泰山石膏	3000	
	江苏	南通	泰山石膏	3000	
	湖北	荆门	泰山石膏	3000	
	河南	偃师	泰山石膏	4000	
	贵州	福泉	泰山石膏	2000	
	广东	惠州	泰山石膏	3000	
	安徽	铜陵	泰山石膏	3000	
2011	云南	易门	泰山石膏	3000	34000
	陕西	渭南	泰山石膏	3000	
	山西	潞城	泰山石膏	3000	
	辽宁	绥中	泰山石膏	4000	
	江苏	南通（二期）	泰山石膏	4000	
	湖北	武穴	泰山石膏	5000	
	安徽	巢湖	泰山石膏	4000	
	河南	新乡	北新建材	3000	
	安徽	淮南	北新建材	5000	
合计：北新建材				42000	全部合计：141500
合计：泰山石膏				99500	

资料来源：公司公告、华创证券

## 2、2012-2014年：供需关系恶化致产品价格下行，成本管控驱动业绩增长

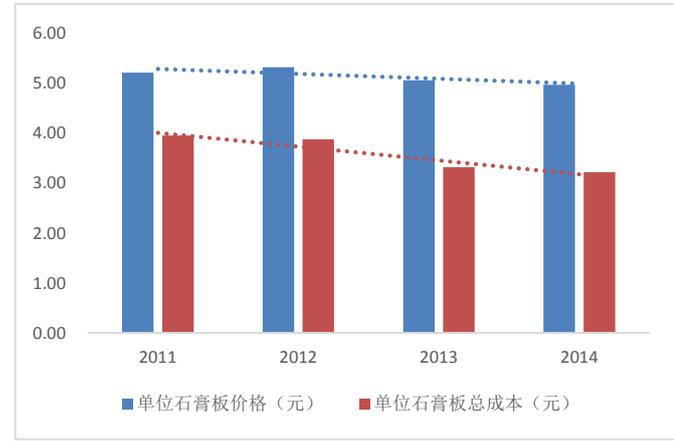
地产增速放缓，石膏板市场竞争加剧。2012-2014年，公司营收、净利、产能的两年复合增速各为11.4%、27.8%、3.9%，规模扩张节奏明显放缓，但业绩仍保持较高速增长，我们认为主要得益于成本控制力度加大，2012年起，综合毛利水平连续六年提高。公司这一阶段做出的调整主要是由于行业竞争愈加激烈，石膏板价格持续下滑：**①需求端**：房地产竣工面积增速大幅下滑，两年CAGR仅为3.96%；**②供给端**：2012-2014年全国石膏板产量各为21.21亿、27.00亿、34.44亿平，两年CAGR高达27.4%；**③价格**：2012-2014年公司石膏板单平价格、单平成本的降幅各为0.35元、0.66元，成本管控效果显著；**④公司**：市场竞争进一步加剧，2014年公司市占率降至41.3%，较2010年减少8.2个pp。

2011年，公司开始推行成本节约计划，降低采购及生产成本，同时优化管理，提升盈利水平，在营收增速放缓的情况下继续保持业绩高速增长。2014年公司毛利率提升至29.90%，达2010年以来最高水平。

1) **降本增效**：深入开展成本节约计划，建立全面对标、关注绩效的内部运营控制体系，加强预算考核控制，推进集中采购，通过技术创新降低产品单耗以及投资成本，2012-2014年，公司单平石膏板价格由5.32元降至4.97元，单平成本由3.88元降至3.22元，其中原材料成本下降0.28元至1.95元/平，燃料动力成本下降0.37元至0.72元/平，单位能耗大幅降低；

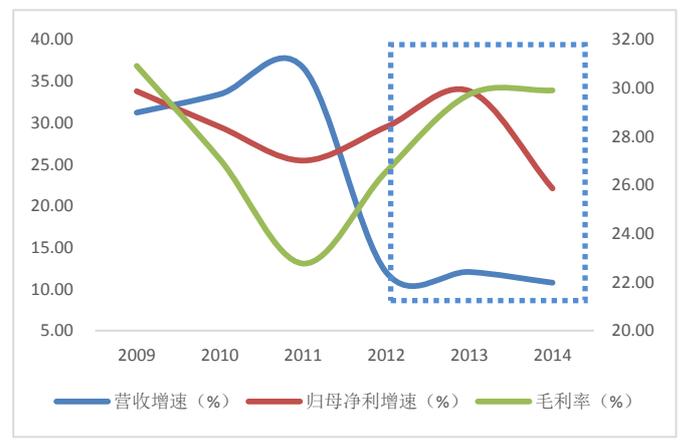
2) **管理提升**: 2012年,公司提出**“聚焦+年轻化”管理组织调整**,业务架构聚焦主业、聚焦经营一线、聚焦区域,营销策略更加精准有效,管理体系更加年轻化;2014年,公司在**“聚焦区域、聚焦一线”**的基础上,全面转型为**“以客户为中心”**的组织,整合成立北方公司、华东公司、淮海公司、南方公司、西南公司五个全产品全业务的区域公司。

图表 14 2011-2014 年北新建材单位石膏板价格、成本



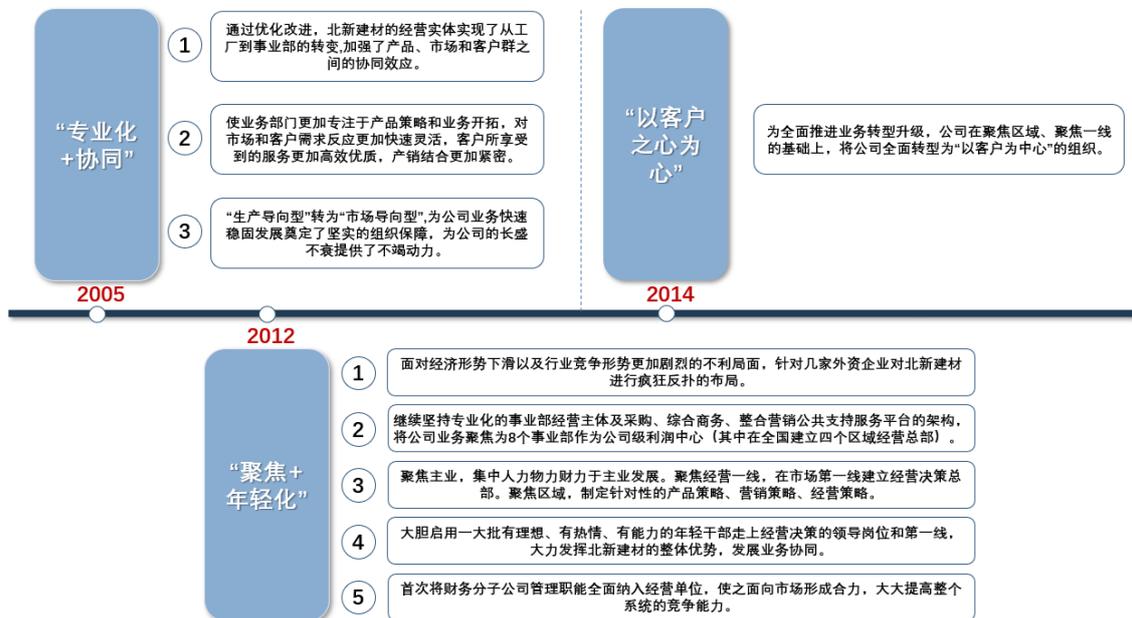
资料来源: wind、华创证券

图表 15 2009-2014 年公司营收/净利增速、毛利率(右)



资料来源: wind、华创证券

图表 16 公司三次管理提升



资料来源: 公司官网、华创证券

图表 17 2012-2014 年公司新增产线

建设时间	地区	城市	品牌	产能(万平)	当年合计(万平)
2012	山东	聊城	泰山石膏	5000	21000
	吉林	吉林	泰山石膏	4000	
	福建	龙岩	泰山石膏	4000	
	天津	天津	北新建材	5000	

建设时间	地区	城市	品牌	产能（万平）	当年合计（万平）
	福建	泉州	北新建材	3000	
2013	山东	威海	泰山石膏	4000	20000
	河南	济源	泰山石膏	5000	
	甘肃	白银	泰山石膏	3000	
	安徽	宣城	泰山石膏	5000	
	浙江	海盐	北新建材	3000	
2014	湖北	襄阳	泰山石膏	4000	14000
	广西	来宾	泰山石膏	4000	
	湖南	长沙	北新建材	3000	
	陕西	富平	北新建材	3000	
合计：北新建材				17000	全部合计：55000
合计：泰山石膏				38000	

资料来源：公司公告、华创证券

### （三）2015-2018年：地产下行促调整，资源整合巩固优势

石膏板行业进入平台期，龙头企业强者恒强。2015年后，受经济驱动转换影响，全国固定资产投资完成额与房地产开发投资完成额的增长中枢均出现明显下移，房地产竣工面积在2015、2017、2018年均为负增长。石膏板行业受地产影响较大，2015-2018年，行业规模由35亿平降至31亿平，公司积极调整发展策略，一方面紧抓原材料涨价机遇提升高端产品占比，另一方面，通过挤压小企业扩大市场份额，继续产能扩张，进一步巩固行业龙头地位。三年时间，公司产能由20亿平扩张至24.7亿平，市占率大幅提升18个pp至60%，综合毛利率提高至35.3%。价格方面，2015-2016年，公司石膏板的成本和售价仍延续下降态势，直至2017年护面纸涨价，才为产品提供了提价契机，公司借此机会实现业绩翻倍。

图表 18 2009-2019年固投完成额、房地产开发投资完成额、房地产竣工面积累计增速



资料来源：Wind、华创证券

1) 美废进口政策收紧，成本上涨催生提价机会。2017年起，我国开始对固体废物进口实施严格管理，4月18日，《关于禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》经审议通过，并于7月27日正式印发。

2017-2018 年全国进口废纸 2572 万吨、1703 万吨，同比各降 9.75%、33.79%，国废需求因此大幅增加，价格也随之上涨，2017 年最高涨幅达 1500 元/吨。公司旗下泰山石膏紧抓原材料涨价机会，从护面纸入手改善产品质量，从而打入高端市场，提高高端产品占比，提升盈利能力。2017 年公司单位石膏板成本和价格各为 3.30 元/平、5.41 元/平，同比各增加 0.44 元、0.98 元，其中北新建材单价提高 0.65 元至 6.57 元/平，泰山石膏单价提高 1.04 元至 4.92 元/平；需求端看，2017 年公司石膏板销量 18.21 亿平，同比增长 11.38%。凭借产品提价以及销量增长，2017 年公司实现业绩翻倍，归母净利润增至 23.44 亿元。

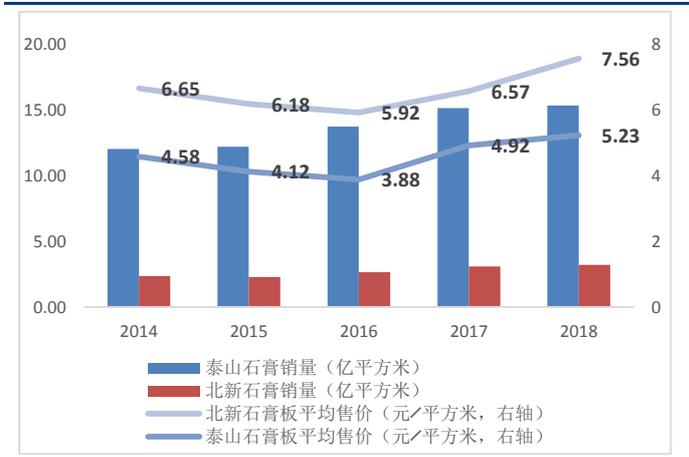
**业绩增长驱动股价上涨：**2017 年 4 月初到 9 月末，国废价格持续攀升，其中 8-9 月涨幅较大，而公司股价两次开始大幅上涨的时间点分别为 4 月初、9 月末，各对应废纸价格上涨初期以及纸价的最高点。分季度看，公司三季度业绩表现最为亮眼，单季实现归母净利润 8.82 亿元，占全年 37.6%，同比增幅高达 173%；股价也在三季度结束时迎来大幅增长，9 月 26 日至 10 月 23 日，公司股票收盘价由 15.2 元涨至 23.1 元，涨幅高达 52%，全年看，股价涨幅达 120%。

图表 19 2016.2-2019.3 国废及美废价格变化（元/吨）



资料来源：wind、华创证券

图表 20 2014-2018 年北新建材与泰山石膏销量及售价



资料来源：wind、公司年报、华创证券

图表 21 2014-2018 年公司归母净利润及增速（元/吨）



资料来源：wind、华创证券

图表 22 2017 年公司股票收盘价



资料来源：wind、公司年报、华创证券

**2) 持续收购扩大市占率，行业格局再洗牌。**2016 年，公司收购泰山剩余 35% 股份，至此泰山石膏成为公司的全资子公司。2018 年，公司再次进行联合重组，与山东万佳共同出资设立合资公司—梦牌新材料有限公司，并由合资公司持有安徽万佳、宣城万佳、平邑万佳各 100%、100%、50% 股权，借此抢占低端市场。山东万佳为当时国

内第二大石膏板集团，合计产能 1.9 亿平（包括 0.4 亿平在建产能），其中安徽万佳拥有 2 条年产 4000 万平的石膏板生产线（1 条在建），宣城万佳拥有 1 条年产 2500 万平的石膏板生产线，平邑万佳拥有年产 3000 万平与 1250 万平石膏板生产线各 2 条。盈利方面，2017 年安徽万佳、宣城万佳各实现净利润-29.6 万、1186.0 万元，平邑万佳当时尚未开展对外经营活动。公司凭借此次收购进一步扩大了低端市场以及省内的市场份额，并通过万佳继续挤压小企业，我们估算目前民营企业依然占有 20%-25% 的市场份额，预计公司市占率仍有提升空间。

**图表 23 北新建材收购万佳建材相关公告**

时间	内容
2018.6.26	北新建材与山东万佳共同出资设立合资公司（梦牌新材料有限公司），其中，北新建材认缴出资额为 1.75 亿元，持有合资公司 70% 股权。
2018.8.21	梦牌新材料有限公司以货币方式认缴安徽万佳新增的 9000 万元注册资本，增资后，合资公司对安徽万佳直接持股比例为 90%，通过宣城万佳间接持股 10%。
2018.8.23	梦牌新材料有限公司以 6760 万元向山东万佳收购宣城万佳 100% 股权（宣城万佳持有安徽万佳 10% 股份）。
2018.11.29	梦牌新材料有限公司与山东万佳签订协议，约定合资公司共需向平邑万佳缴纳出资款金额 5000 万元。

资料来源：公司公告、华创证券

**图表 24 2015-2018 年公司新增产线（国内）**

建设时间	地区	城市	品牌	产能（万平）	当年合计（万平）
2015	四川	宜宾	泰山石膏	3500	12500
	四川	四川	泰山石膏	4000	
	山东	东营	泰山石膏	5000	
2016	江西	吉安	北新建材	3000	3000
2017	重庆	重庆	泰山石膏	3500	16000
	江西	上饶	泰山石膏	3500	
	浙江	嘉兴	北新建材	3000	
	云南	昆明	北新建材	3000	
	天津	天津	北新建材	3000	
2018	山西	忻州	泰山石膏	3500	36000
	山东	菏泽	泰山石膏	3500	
	河北	承德	泰山石膏	5000	
	安徽	亳州	泰山石膏	5000	
	安徽	安徽	山东万佳	4000	
	安徽	安徽	山东万佳	4000	
	安徽	宣城	山东万佳	2500	
	山东	平邑	山东万佳	3000	
	山东	平邑	山东万佳	3000	
	山东	平邑	山东万佳	1250	
	山东	平邑	山东万佳	1250	
合计：北新建材				12000	全部合计：67500
合计：泰山石膏				36500	

建设时间	地区	城市	品牌	产能（万平）	当年合计（万平）
合计：山东万佳				19000	

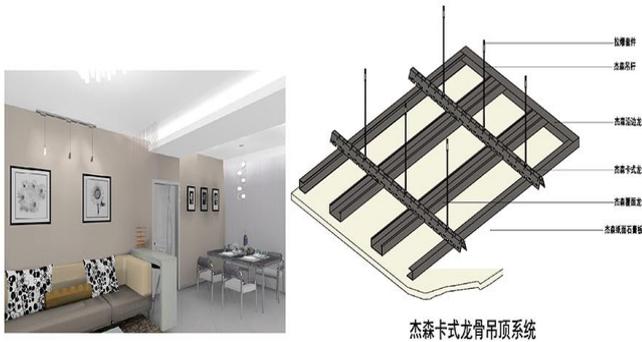
资料来源：公司公告、华创证券（注：2018 年收购时万佳已投产产能 1.5 亿平，待建产能 0.4 亿平）

## 二、石膏板业务持续优化，布局全球再起航

### （一）单一产品系统化，石膏板产业再扩张

轻钢龙骨是一种与石膏板搭配使用的连续热镀锌板，经冷弯工艺轧制而成，按应用场景可分为吊顶龙骨与隔墙龙骨，均价约 6000 元/吨，其价格主要受钢材价格影响。目前市场上的轻钢龙骨存在着大量非标品，与标准品相比，其厚度更薄，表面镀锌量更少（优等品镀锌量大于 120g/平），成本上可节约 30% 左右。

图表 25 龙骨吊顶系统



资料来源：杰森石膏官网

图表 26 龙骨隔墙系统



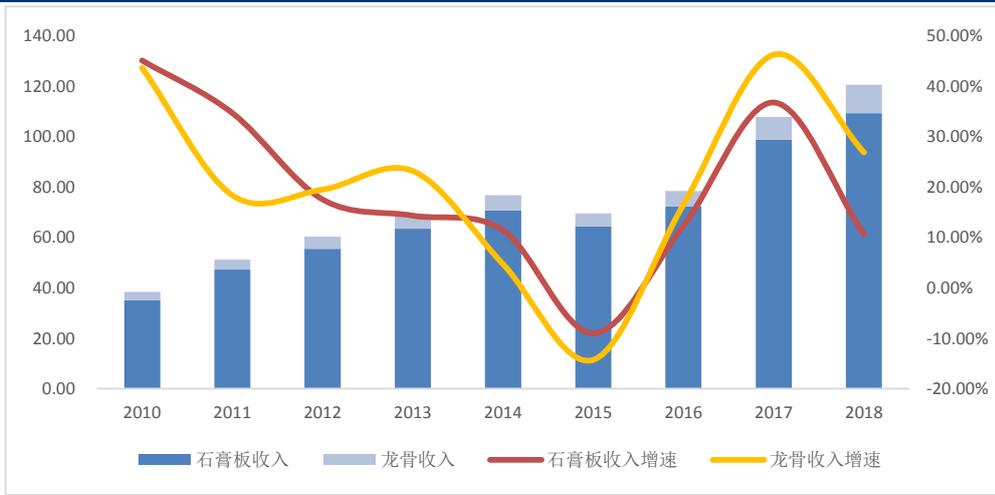
资料来源：杰森石膏官网

公司龙骨市占率仅为 5% 左右，预计未来三至五年内将保持高速增长。地产上行周期中，石膏板仅依靠单一产品销量的快速增长就可为企业业绩带来强大驱动，而龙骨并未得到足够重视，市场上只有北新（不含泰山）的龙骨配套率较高，主要系其长期定位高端市场；外资企业多采用 OEM（代工）方式进行生产，但市占率也较低，小企业成为市场上的主要生产者。2015 年之后，由于宏观环境和地产行业发生变化，石膏板行业进入平台期，全市场规模基本维持在 31 亿平左右，未出现明显增长，龙骨作为其配套产品增长潜力巨大，逐渐获得头部企业的重视。2016-2018 年，公司龙骨收入增速始终高于石膏板收入，两年 CAGR 高达 36%。以一亿平石膏板配套 16 万吨轻钢龙骨为前提条件，我们从两个维度测算了公司龙骨业务的发展空间：

- 1) **产量**：全市场龙骨的需求量约为 500 万吨，公司龙骨产能约 42 万吨（北新 30 万，泰山 12 万），按 60%-70% 的产能利用率计算，2019 年产量约 25~29 万吨，市占率约 5%~6%，整体配套率不足 10%，其中泰山不足 5%；
- 2) **收入**：假设龙骨均价 6000 元/吨，石膏板均价 5.8 元/平，完全配套的情况下，龙骨收入将是石膏板的 1.66 倍，而 2018 年公司两个板块的收入之比仅为 0.1。

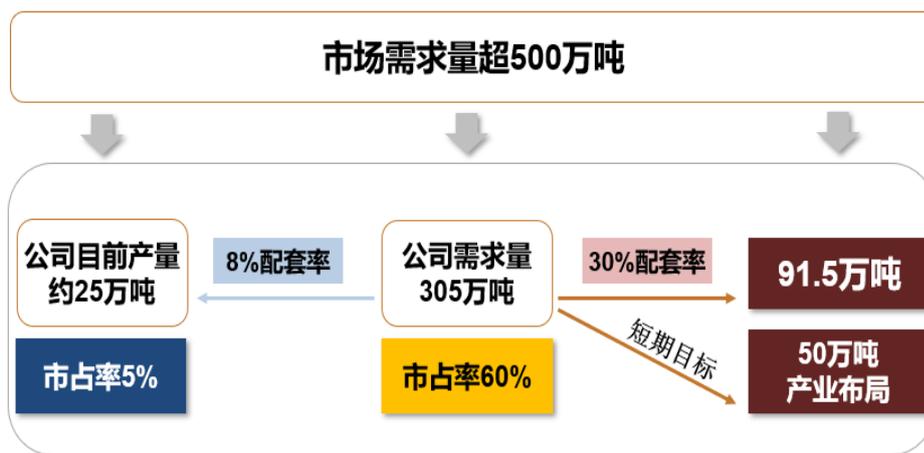
根据公司短期发展目标，轻钢龙骨产业布局将达 50 万吨，我们预计年内即可实现；若按 30% 配套率计算，龙骨产能可达近百万吨，是目前产量的四倍。我们判断，随着下游房企集中度提高、消费不断升级、以及行业品牌化发展，公司龙骨配套率将快速提升。假设公司石膏板产能维持在 30 亿平，产能利用率 70%，3/4/5 年后实现轻钢龙骨 30% 的配套率，则龙骨产量的复合增速各为 59%、42%、32%。

图表 27 2010 年至今北新建材石膏板及龙骨收入增长情况



资料来源：wind、华创证券

图表 28 公司轻钢龙骨增长空间测算



资料来源：公司官网、华创证券

## （二）积极推进全球化布局，开疆扩土彰显龙头实力

**10 亿平海外布局初具雏形，剑指全球 50% 市占率。**世界石膏板产业规模约 136 亿平，公司目前产能规模 27 亿平，占比约 20%，位居世界第一，打破了欧美企业百年称霸的历史。**根据公司全球 50 亿平产能布局目标，海内、海外未来将分别新增 13 亿、10 亿产能**，通过对一带一路沿线国家及欧美国家的逐步覆盖，最终将剑指全球 50% 市占率。截至 2019 年年末，第一阶段的海外 10 亿布局已初具雏形：

- 1) 坦桑尼亚:**2017 年年末,公司发布公告称将与 Sunshine Group Limited 共同出资设立合资公司,其中公司持股 70%,计划对 Sunshine Group Limited 原有的 300 万平石膏板生产线进行技术改造,同时新建一条年产 600 万平方米石膏板生产线及配套设施;2019 年 8 月公司再次发布公告,宣布将原计划新建产线产能规模变更至 1500 万平,预计达产后的税后内部收益率为 15.02%,2019 年该产线已正式开工;
- 2) 乌兹别克斯坦:**2019 年公司出资 3000 万美元于乌兹别克斯坦设立全资子公司,并计划新建 4000 万平纸面石膏

板、配套 3000 吨轻钢龙骨、400 万平装饰石膏板产线，2019 年该项目公司已注册落地；

3) 埃及：公司旗下泰山石膏计划出资 1200 万美元于埃及设立全资子公司，子公司产能规模为 3500 万平纸面石膏板、1 万吨轻钢龙骨、600 万平装饰石膏板，目前审批程序已完成；

4) 其余 20 多个国家的项目布局也在稳步推进中。

我们认为，海外业务的扩张凸显了公司应对行业变局的能力，以及管理层先进的全球化视野，一带一路的发展将对公司海外布局起到良好的促进作用。当然，国际化进程对公司的管理能力、经营能力、战略决策能力提出了一定考验，但在经济换挡及地产转型期，我们依然坚守“行业龙头强者恒强”的发展逻辑，看好公司国际化业务推进。

图表 29 公司海外产能布局情况

公告日期	主要内容	地区	出资金额	产能布局	进展情况
2017.12.30 & 2019.8.20	设立境外合资公司，公司控股 70%	坦桑尼亚	约 924 万美元	1800 万平石膏板（其中 1500 万平为新建）	第一个项目实现当年开业当年盈利，新建 1500 万平米石膏板生产线正式开工
2019.8.20	设立境外全资子公司	乌兹别克斯坦	3000 万美元	4000 万平纸面石膏板、3000 吨轻钢龙骨、400 万平装饰石膏板	项目公司注册落地
2019.12.21	设立境外全资子公司	埃及	1200 万美元	3500 万平纸面石膏板、1 万吨轻钢龙骨、600 万平装饰石膏板	审批程序完成

资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

### （三）十年诉讼案终和解，风险化解再出发

美国诉讼案终迎和解，赔偿金额低于预期。2005 年，美国遭遇卡特里娜飓风，众多房屋倒塌，石膏板需求大幅增加。2006-2007 年，公司合计向美国出口 1422 万平石膏板，占总销量 2.6%。2009 年起，美国多家房屋业主、房屋建筑公司以质量为由向北新建材、泰山石膏在内的数十家中资、外资石膏板生产商提起诉讼。根据公司 2019 年 7 月发布的和解公告，公司已与多数原告达成全面和解，并会为此案支付 2.48 亿美元和解费，低于之前原告提出的 3.5 亿美元，且会作为预计负债一次性反映至公司 2019 年上半年的财务报表中。诉讼案和解有利于公司正式开启全球化布局，预计未来业绩将不再受此案影响。

图表 30 北新建材报告期内及累计就美国诉讼案发生和解费、律师费等费用

单位：亿元，人民币	泰山石膏	北新建材	合计	泰山石膏	北新建材	合计
	报告期			累计值		
2015 以前	-	-	1.05	-	-	1.05
2015	0.92	0.74	1.66	2.71		2.71
2016	0.55	0.35	0.90	3.61		3.61
2017	0.98	0.31	1.28	4.90		4.90
2018	2.36	0.19	2.55	5.71	1.73	7.44
2019H1	18.34	0.27	18.62	24.05	2.01	26.06

资料来源：公司年报、wind、华创证券

### 三、强强联手进军防水，一体两翼多轮驱动

#### （一）大刀阔斧进军防水市场，公司底气何在

2019年8月，公司召开“北新建材40周年暨2019创新发展大会”，并在会议上发布了“一体两翼，全球布局”的全新发展战略，其中，“一体”即以石膏板为核心的“石膏板+”业务，“两翼”即防水和涂料。2019年8-11月，公司在不到3个月的时间陆续收购了四川蜀羊、禹王防水、河南金姆指三家防水公司，合计出资13.88亿元，持股比例均为70%。我们认为，快节奏的收购彰显了公司进军防水领域的决心以及对联合重组后的协同效应的信心，看好公司三年内实现“防水行业前三”的目标，原因如下：

- 1) 防水行业壁垒不高，公司深耕建材领域四十年，立足创新研发，虽然是进军新领域，但业务难度并不大；
- 2) 公司重组的蜀羊、禹王、金姆指均位于行业第三梯队（一亿以上），规模与上市公司凯伦股份相当，不考虑整合效果，合并后将进入第二梯队（10亿以上），三家企业本身就具有一定的品牌优势及规模优势；另外公司重组文化深厚，协同效应值得期待；
- 3) 防水行业与石膏板行业下游客户高度重合，公司具有遍及全国的营销网络，渠道优势显著；
- 4) 公司是唯一一家具有央企背景的防水企业，资源及信用仍有较大的利用空间；
- 5) 公司2018年资产负债率不足20%，经营性现金流净额超27亿，低负债与充足的现金流为公司的业务扩张提供了强大支撑。

图表 31 公司“一体两翼，全球布局”发展战略



资料来源：公司官网

图表 32 公司全球布局第一阶段“358”目标

**3**  
**5**  
**8**

从零开始，用3年左右时间实现防水业务跃居行业前三名

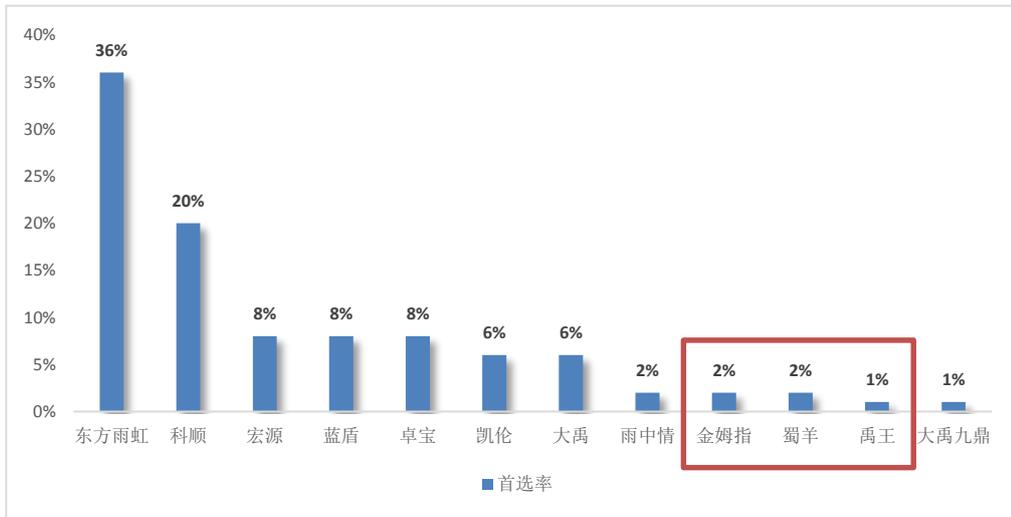
启动全球50亿平方米石膏板产业布局和配套50万吨轻钢龙骨产业布局

石膏板全国市场份额增至80%，轻钢龙骨全国配套率增至80%

**北新建材**  
中国建材集团

资料来源：公司官网

图表 33 2019 中国房地产开发企业 500 强首选供应商品品牌防水材料类



资料来源：新浪地产、华创证券

## （二）10 大生产基地布局完成，北新系防水蓄势待发

蜀羊、禹王、金姆指 2018 年合计营收近 20 亿，占东方雨虹七分之一，生产基地 10 个，位居行业第二。公司收购三大企业后防水业务已具备一定规模，我们从收入、产能及盈利水平三个角度衡量北新系防水目前的行业地位：

- 1) 合计收入位居第二梯队：**东方雨虹是目前防水行业的绝对龙头，规模超百亿，其次是科顺、宏源、卓宝、大禹等 10 亿以上的二梯队玩家，蜀羊、禹王、金姆指 2018 年营收各为 6.11 亿、7.60 亿、5.46 亿，合计营收规模近 20 亿；
- 2) 全国布局十大产业基地，目标三年内超 20 个：**公司已拥有辽宁盘锦、河南许昌、广东清远、安徽滁州、湖北仙桃、江西九江、四川崇州、四川眉山（2 个）、陕西咸阳十大生产基地，计划三年内新增 10 个以上；对比其他三家上市企业，东方雨虹、科顺股份、凯伦股份各拥有 28 个、8 个、6 个产业基地，公司业务辐射范围同样位居行业前列；
- 3) 净利率略高于上市防水企业：**根据公司公告，2018 年禹王、蜀羊、金姆指净利率各为 11.9%、11.3%、11.0%，而三家上市防水企业净利率均均在 11% 以下，其中科顺股份不足 6%。

图表 34 北新建材十大防水产业基地



资料来源：公司官网

图表 35 2018 年主要防水企业营业收入及利润率



资料来源：wind、公司公告、华创证券

**图表 36 蜀羊、禹王、金姆指基本情况**

公告日期	标的	出资金额	持股比例	2018 年营收	布局	产能
2019.08.27	四川蜀羊	3.46 亿	70%	6.11 亿	拥有四川崇州生产基地、四川眉山生产基地、陕西咸阳生产基地、江西九江生产基地四大生产基地	年产 2.62 亿平方米防水卷材，年产 9.1 万吨防水涂料
2019.11.01	禹王防水	7.69 亿	70%	7.60 亿	拥有辽宁、湖北、安徽、四川、广东、西北六个防水材料生产基地	年设计产能改性沥青防水卷材 2.35 亿平方米、高分子片材 5700 万平方米、17.74 万吨各类防水涂料、沥青瓦 1000 万平方米、2 万吨聚酯无纺布类产品
2019.11.01	河南金姆指	2.73 亿	70%	5.46 亿	河南（一个子公司）	拥有 8 条国内领先的全自动卷材生产线、2 条高分子生产线、3 个涂料生产车间

资料来源：公司公告、公司官网、华创证券

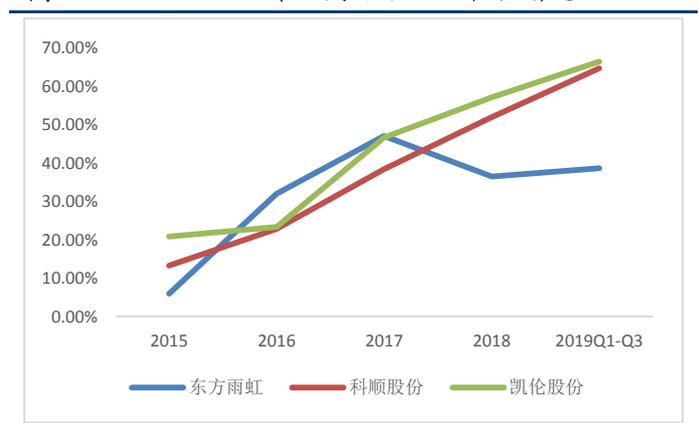
### （三）防水：“大行业，小企业”的优质赛道

防水行业呈现“大行业，小企业”的竞争格局，未来仍将加速集中。我国防水行业的整体规模将近 2000 亿，几乎是石膏板行业的十倍，但集中度却非常低，龙头企业发展速度远超行业增速。根据中国建筑防水协会，2018 年规模以上企业 784 家，合计收入达 1147.37 亿元，较 2017 年增长 14.80%，而行业龙头东方雨虹营收增速超 36%，科顺股份、凯伦股份营收同比各增 52%、57%，2019 年前三季度三家企业的收入增速仍在进一步提升。我们认为，随着落后产能逐渐淘汰以及房企集中度提升，行业竞争格局将持续优化，集中度仍有较大提升空间。

防水企业上下游议价能力相对较弱，成本管控及渠道布局地位凸显。防水材料的主要原材料为石油化工类产品，成本受国际原油价格影响较大，下游客户主要为房地产企业和基建项目建设者，企业面对上下游的议价能力相对较弱，因此，成本管控和营销渠道至关重要。公司石膏板产业布局遍及全国，成本优势遥遥领先，市占率超 60%，与地产商之间有着多年的合作关系，且品牌影响力较大，新业务尚未启航就已“站在巨人的肩膀”。

**图表 37 2015-2018 年规模以上防水企业营收及增速**


资料来源：中国建筑防水协会、华创证券

**图表 38 2015-2018 年主要防水企业营收增速**


资料来源：wind、公司公告、华创证券

#### 四、财务分析：石膏板毛利有望改善，高现金流与低负债助力扩张

##### （一）主业盈利水平有望提升，进军防水影响综合净利率

石膏板业务盈利水平仍有提升空间。2018年，公司毛利率和净利率均有小幅下滑，我们认为主要是由于护面纸等原材料持续涨价，但受制于供求关系，石膏板不具备涨价条件，产品售价反而略有下滑，但整体看，公司毛利率、净利率仍维持高位，2018年各为35%、20%。我们认为随着地产竣工回暖以及原材料涨价，石膏板可能再次提价，公司主业毛利水平有望随之改善。

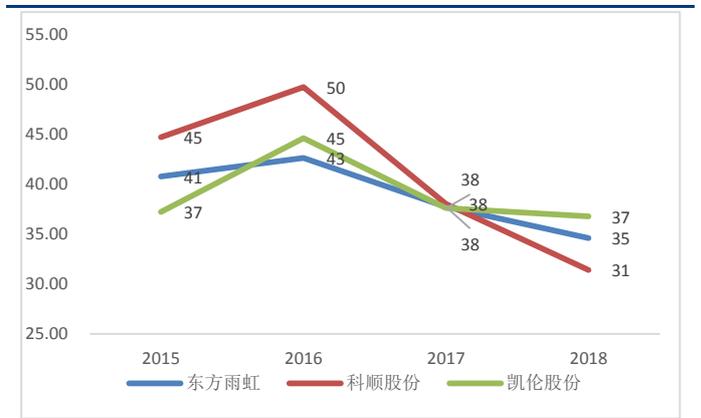
另外，防水业务的加入将对公司综合盈利能力产生一定影响：①防水行业毛利水平与石膏板业务相近，2018年东方雨虹、科顺股份、凯伦股份平均毛利率约34%，基本与公司持平；②防水行业净利率明显低于公司：根据公司公告，公司收购的三家防水企业2018年净利率均在11%左右，较公司净利率低9个pp。

图表 39 2009-2019Q3 毛利率及净利率



资料来源：wind、华创证券

图表 40 2015-2018 年主要防水企业毛利率 (%)



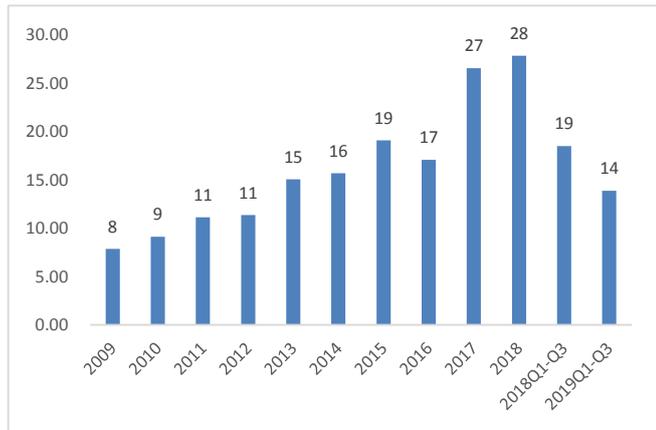
资料来源：wind、公司公告、华创证券

##### （二）高现金流与低负债护航业务扩张

现金流较为充裕，应收账款持续下降。2009年以来公司经营性现金流净额总体呈上升趋势，2018年净流入27.83亿元，同比多流入1.3亿元。我们认为，公司充足的现金流主要得益于石膏板行业普遍的销售模式——渠道经销，以及对应收账款的严格管控。2014年公司提出“全面实施成本费用节约计划，严控应收账款占比”，应收账款规模开始持续下降，2018年仅为0.8亿元。

极低资产负债率助力公司业务扩张。2018年公司资产负债率为19.37%，同比降3.1个pp，达历史最低值，横向对比处于业内较低水平；流动比率与速动比率逐年提高，2018年分别为2.44/1.89，同比各增0.53/0.42。我们认为，极低的负债率为公司进军防水以及进行全球产业布局提供了强大支撑，未来仍有举债扩张空间。

图表 41 2009-2019Q3 经营性现金流净额



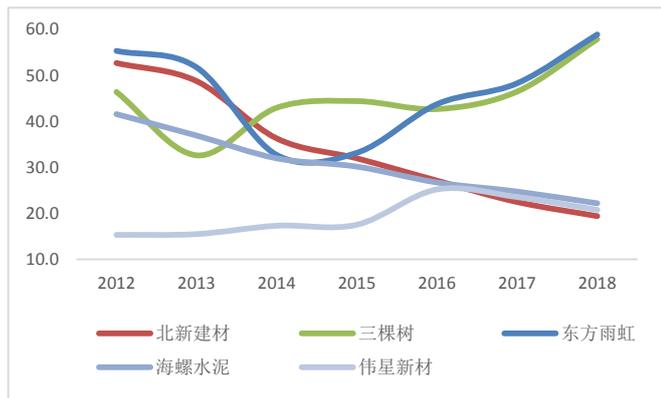
资料来源: wind、华创证券

图表 42 2009-2019Q3 应收账款及周转率



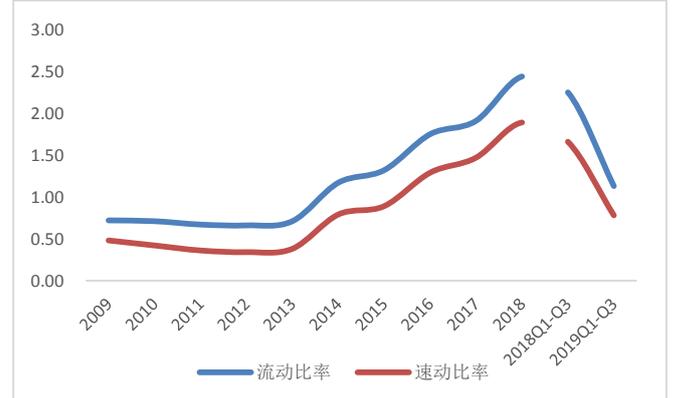
资料来源: wind、华创证券

图表 43 2012-2018 年部分建材公司资产负债率 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 44 2009-2019Q1-Q3 公司流动比率及速动比率



资料来源: wind、华创证券

## 五、盈利预测及估值

我们将公司营业收入拆分为石膏板、轻钢龙骨、防水及其他四个部分，预计 2019-2021 年公司营收各为 130 亿、177 亿、206 亿元，EPS 各为 0.26 元、1.84 元、2.19 元/股，对应 PE 各为 98x、14x、12x。结合 2015 年以来公司估值的平均情况 (16.97x)，给予 2020 年 15-17 倍估值，目标区间为 27.6 元-31.3 元/股，继续维持“强推”评级。

- 石膏板:** 公司的石膏板业务可分为北新建材和泰山石膏两个部分，通过对成本和价格的拆分，我们认为护面纸、脱硫石膏等原材料涨价及石膏板厚板化将成为未来的主要提价逻辑，2020-2021 年石膏板的单平价格均有望提升；
- 轻钢龙骨:** 根据我们测算，目前公司龙牌石膏板的龙骨配套率约为 28%，而泰山牌仅为 4%，预计未来 2-3 年龙骨业务收入仍将保持高速增长；
- 防水:** 2019 年公司收购蜀羊、禹王、金姆指三大防水公司，2018 年三家公司合计拥有生产基地 10 个，营收近 20 个亿，根据公司规划，三年内将打造 20 个防水基地，2021 年防水业务收入有望突破 30 亿。

图表 45 2017-2021 年公司营业收入拆分及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	112	126	130	177	206
增速	36.9%	12.5%	3.3%	36.1%	16.5%
石膏板	99	109	106	123	135
增速	36.8%	10.6%	-3.1%	16.0%	9.9%
轻钢龙骨	9	11	16	24	36
增速	46.2%	26.9%	40.3%	49.6%	50.5%
防水			3	25	30
增速					20.0%
其他	3.90	5.02	5.02	5.02	5.02
增速	21.90%	28.69%	0%	0%	0%

资料来源：wind、华创证券

## 六、风险提示

房地产调控政策超预期收紧，疫情扩散超预期，收购防水企业协同效应不达预期，全球化布局不达预期。

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	490	2,399	2,580	4,578
应收票据	138	143	194	226
应收账款	80	43	58	68
预付账款	145	152	206	239
存货	1,279	1,347	1,820	2,110
其他流动资产	3,520	2,901	3,612	3,689
流动资产合计	5,652	6,985	8,470	10,910
其他长期投资	228	246	265	286
长期股权投资	171	150	130	180
固定资产	7,590	7,913	8,264	8,536
在建工程	2,066	2,318	2,521	2,972
无形资产	1,689	1,520	1,368	1,231
其他非流动资产	512	509	505	502
非流动资产合计	12,256	12,656	13,053	13,707
<b>资产合计</b>	<b>17,908</b>	<b>19,641</b>	<b>21,523</b>	<b>24,617</b>
短期借款	891	791	871	991
应付票据	28	29	39	45
应付账款	785	827	1,117	1,295
预收款项	166	172	234	273
其他应付款	209	2,000	200	200
一年内到期的非流动负债	29	400	500	310
其他流动负债	205	267	274	305
流动负债合计	2,313	4,486	3,235	3,419
长期借款	534.00	594.00	694.00	830.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	622	432	432	431
非流动负债合计	1,156	1,026	1,126	1,261
<b>负债合计</b>	<b>3,469</b>	<b>5,512</b>	<b>4,361</b>	<b>4,680</b>
归属母公司所有者权益	14,283	13,948	16,915	19,628
少数股东权益	156	181	247	309
<b>所有者权益合计</b>	<b>14,439</b>	<b>14,129</b>	<b>17,162</b>	<b>19,937</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,908</b>	<b>19,641</b>	<b>21,523</b>	<b>24,617</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,708</b>	<b>1,011</b>	<b>3,108</b>	<b>3,941</b>
现金收益	2,995	1,121	3,804	4,407
存货影响	-19	-68	-472	-291
经营性应收影响	154	20	-126	-83
经营性应付影响	-6	1,840	-1,438	223
其他影响	-416	-1,901	1,340	-316
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,059</b>	<b>-337</b>	<b>-1,297</b>	<b>-1,077</b>
资本支出	-1,971	-1,020	-1,016	-1,204
股权投资	94	-21	-20	50
其他长期资产变化	-182	704	-261	77
<b>融资活动现金流</b>	<b>-773</b>	<b>1,235</b>	<b>-1,630</b>	<b>-866</b>
借款增加	-213	331	280	65
财务费用	-711	-209	-987	-1,173
股东融资	75	0	5	0
其他长期负债变化	76	1,113	-928	242

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>12,565</b>	<b>12,985</b>	<b>17,669</b>	<b>20,587</b>
营业成本	8,128	8,563	11,564	13,413
税金及附加	180	186	253	295
销售费用	380	519	671	721
管理费用	588	610	795	926
财务费用	36	59	58	67
资产减值损失	5	5	6	8
公允价值变动收益	3	-1	-1	0
投资收益	83	83	83	83
其他收益	61	61	61	61
<b>营业利润</b>	<b>3,030</b>	<b>2,731</b>	<b>3,792</b>	<b>4,479</b>
营业外收入	53	53	53	53
营业外支出	268	2,000	280	300
<b>利润总额</b>	<b>2,815</b>	<b>784</b>	<b>3,565</b>	<b>4,232</b>
所得税	334	335	433	510
<b>净利润</b>	<b>2,481</b>	<b>449</b>	<b>3,132</b>	<b>3,722</b>
少数股东损益	15	4	25	30
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,466</b>	<b>445</b>	<b>3,107</b>	<b>3,692</b>
NOPLAT	2,513	740	3,183	3,781
EPS(摊薄)(元)	1.46	0.26	1.84	2.19

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	12.5%	3.3%	36.1%	16.5%
EBIT 增长率	2.5%	-70.5%	330.0%	18.6%
归母净利润增长率	5.2%	-81.9%	597.5%	18.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.3%	34.1%	34.5%	34.8%
净利率	19.7%	3.5%	17.7%	18.1%
ROE	17.1%	3.2%	18.1%	18.5%
ROIC	22.6%	17.6%	22.5%	22.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	19.4%	28.1%	20.3%	19.0%
债务权益比	14.4%	15.7%	14.5%	12.8%
流动比率	244.4%	155.7%	261.8%	319.1%
速动比率	189.1%	125.7%	205.6%	257.4%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转天数	3	2	1	1
应付账款周转天数	33	34	30	32
存货周转天数	56	55	49	53
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.46	0.26	1.84	2.19
每股经营现金流	1.60	0.60	1.84	2.33
每股净资产	8.45	8.26	10.01	11.62
<b>估值比率</b>				
P/E	18	98	14	12
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	15	34	12	10

## 建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019年5月加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500