

石膏板龙头底部改善估值安全, 市占率提升替代等新发展空间巨大

——北新建材（000786）调研报告

2016年06月08日

强烈推荐/维持

北新建材

调研报告

报告摘要:

北新建材是全球石膏板行业龙头公司。以石膏板和轻钢龙骨为主要业务, 2015年营业收入占比分别为85.21%和6.93%。公司拥有20亿平方米石膏板产能, 市占率约56%, 公司综合竞争力和抗风险能力强。

房地产销售增速提升带动行业需求底部改善。2015年1月房地产销售的现房和期房增速开始见底回升, 2016年1-4月增速分别高达43.37%和34.45%。中国存量房的二次装修需求也在逐步释放, 作为房屋装修的绿色建材石膏板需求将得到提升, 行业需求底部改善。

替代粘土砖隔墙的潜在空间巨大。美国住宅隔墙使用石膏板材料比例高达80%, 而中国仅有5%左右。粘土砖作为传统隔墙材料, 能耗高, 破坏耕地资源且施工成本高。石膏板作为环保绿色建材节能是粘土砖很好的替代品, 随着发改委等部门对于粘土砖的禁用, 石膏板替代空间巨大。

行业龙头综合竞争力强。公司作为全球石膏板龙头不但具备规模化带来的采购成本优势, 同时产能布局节约运输成本, 形成竞争力, 保证公司盈利能力保持稳定和改善。同时公司品牌知名度高, 具有很强的研发和管理能力, 具备多项专利储备和年富力强的管理团队以及适应市场的管理模式。

提升市占率积极开拓家装市场, 紧跟一带一路开启国际化战略。低景气度和综合优势使得公司市占率快速提升, 2015年提升7个百分点。公司积极和地产、家装公司合作以及通过工长联盟等形式拓展家装市场, 利用资本优势整体提升B2C的渠道。公司还积极响应一带一路政策, 走国际化发展的新战略。

收购泰山石膏股权, 激发管理层活力增厚EPS。泰山石膏是北新建材盈利的主要子公司, 公司计划以11.20元价格增发收购剩余35%股权, 有利于激发管理层活力, 增厚公司EPS约0.2元, 方案正上报证监会审核。

公司盈利预测及投资评级。假设公司2016年完成增发, 我们预计公司2016-2018年EPS为0.86元、1.00和1.08元, 考虑到公司综合竞争力强、行业底部改善、替代空间巨大、家装和国际化新战略以及估值具有很好的安全边际。给予公司“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,295.03	7,551.18	8,831.99	10,039.9	10,909.5
增长率(%)	10.75%	-8.97%	16.96%	13.68%	8.66%
净利润(百万元)	1,105.45	896.88	1,544.72	1,793.72	1,940.46
增长率(%)	22.08%	-18.87%	72.23%	16.12%	8.18%
净资产收益率(%)	15%	11%	11%	11%	11%
每股收益(元)	1.82	0.63	0.86	1.00	1.08
PE	0.88	1.63	1.15	1.02	0.91
PB	5	14	10	9	8

赵军胜

010-66554088

zhaojs@dxzq.net.cn

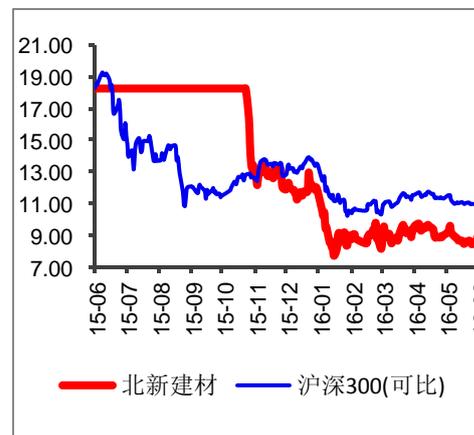
执业证书编号:

S1480512070003

交易数据

52周股价区间(元)	8.53-18.23
总市值(亿元)	125.99
流通市值(亿元)	122.75
总股本/流通A股(万股)	141398/137765
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.98

52周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

目 录

1. 北新建材石膏板龙头地位稳固	3
2. 房地产销售高增长和存量需求带动行业需求增长	4
3. 石膏板行业隔墙材料替代空间巨大	5
4. 公司作为行业龙头综合竞争力强	6
4.1 规模优势明显，成本优势突出	6
4.2 公司具备品牌、技术和管理等综合优势	7
5. 开拓家装市场，跟随一带一路布局国际化	7
6. 收购泰山石膏剩余股权，激发管理层活力增厚 EPS	8
7. 盈利预测及估值	8
8. 风险提示	8

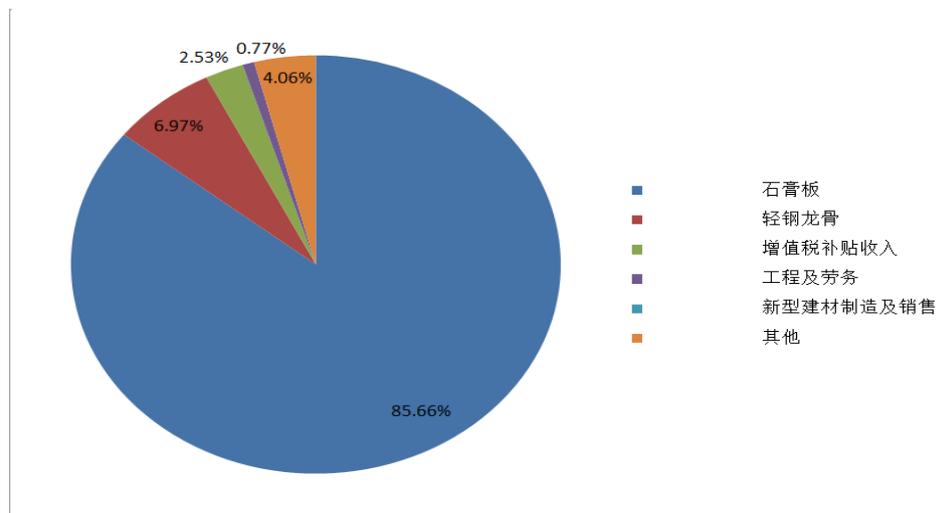
图表目录

图表 1：北新建材分业务营业收入占比	3
图表 2：北新建材的实际控制人	3
图表 3：全国商品房各月销售面积和增速	4
图表 4：全国商品房期房各月销售面积	4
图表 5：北新建材产量和增速图	5
图表 6：美废平均价格变化图	6
图表 7：北新建材毛利率变化	6

1. 北新建材石膏板龙头地位稳固

公司是石膏板行业龙头公司。主要业务以石膏板和轻钢龙骨为主，2015 年营业收入占比是 85.21%和 6.93%，毛利占比是 88.20%和 7.12%。2015 年底公司石膏板总产能达到 20 亿平方米，石膏板产能规模居全球第一。未来 25 亿平方米的产能布局正在进行当中，在建石膏板产能已超过 4 亿平方米。国内石膏板市场份额稳步提升，2015 年约 56%。公司具有规模、品牌、技术、营销和管理优势，综合竞争力强。

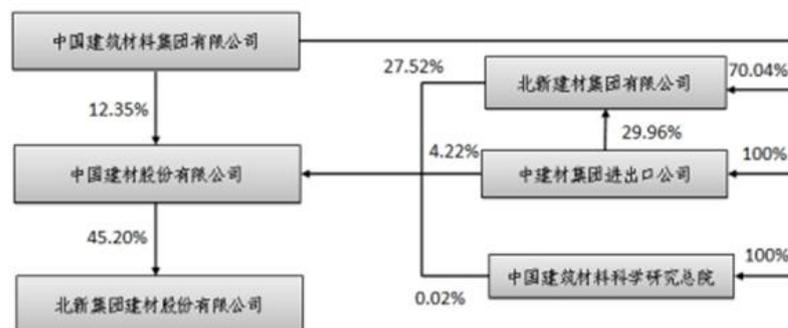
图表 1：北新建材分业务营业收入占比



筑

中国建筑材料集团有限公司是公司的实际控制人，中国建筑材料集团有限公司是国资委第二批中央企业董事会试点企业和国家级创新型试点企业，通过中国建材股份有限公司间接持有公司股份比例为 32.42%。

图表 2：北新建材的实际控制人



注：中国建材集团于 2015 年 8 月增持中国建材股份 H 股 853.6 万股，占总股本比例 0.16%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

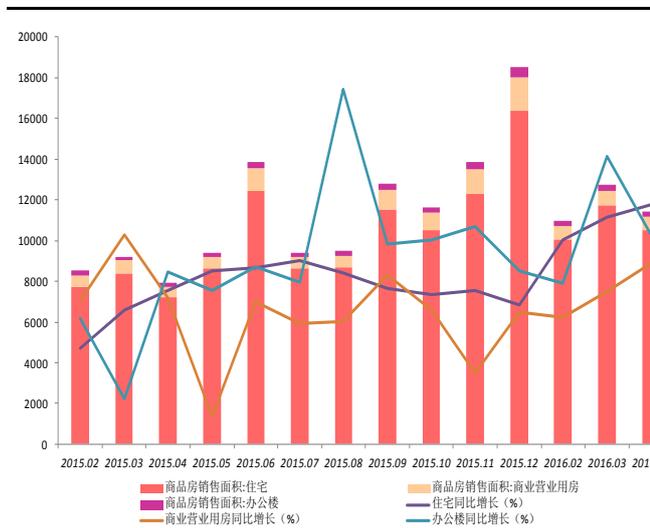
2. 房地产销售高增长和存量需求带动行业需求增长

期房交房装修在 2016 年进入释放期，带动行业需求增长。2016 年 1-4 月，全国商品房销售面积为 36012 万平方米，同比增长 36.5%，增幅较 1-3 月扩大 3.4 个百分点。从 2015 年 1 月份以来房地产销售增速见底回升，由 2015 年 1 月份的同比下降 16.26%，持续回升至当前的高增速。

目前中国房地产销售市场主要以期房销售为主，期房比例占到总销售比例约 76% 左右。2016 年 1-4 月期房销售面积为 27.36 亿平方米，同比增长 34.45%，增速也是从 2015 年 1 月由负转正，逐步回升。

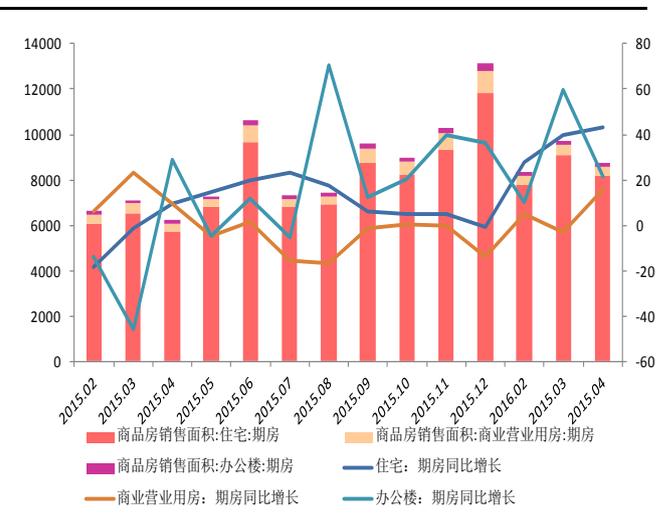
中国酒店装修周期一般是 5-8 年，住宅是 8-10 年，中国存量建筑面积约为 662 平方米，随着存量房二次装修的需求释放，行业需求继续保持稳定增长。

图表 3：全国商品房各月销售面积和增速



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

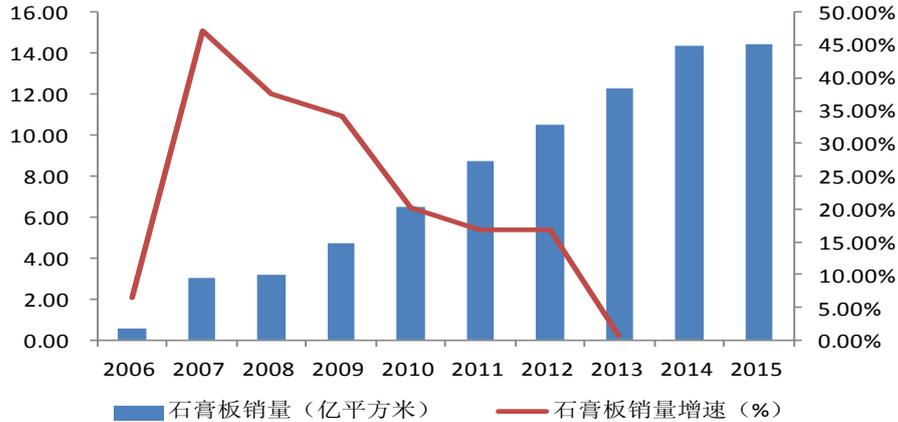
图表 4：全国商品房期房各月销售面积



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

石膏板作为装饰材料，应用于公共建筑装饰和住宅装修等方面。2015 年公共装饰市场疲软，作为龙头公司抗风险能力强，全年实现石膏板销量 14.46 亿平方米，同比增长 0.63%。

2015 年以来，房地产销售和投资的复苏带动石膏板市场回暖，2016 年 1 季度石膏板销量 2.9 亿平方米，同比增长 16%。随着 2016 年期房的交房和存量住宅二次装修需求的释放，石膏板的需求将得到逐步的提升，石膏板行业的景气度将见底改善，公司销量增长将继续保持较好的水平。

图表 5：北新建材销量和增速图


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 石膏板行业隔墙材料替代空间巨大

石膏板是一种重量轻，强度较高，厚度较薄，加工方便以及隔音绝热和防火等性能较好的建筑材料，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，墙体覆面板，天花板，吸音板，地面基层版和各种装饰板等。

石膏板作为一种新型内墙隔断的墙体材料，在美国发达国家已经相当普及，使用比例超过 80%。但中国使用较少，据统计中国采用石膏板的比例不超过 10%，在住宅领域，比例更是不超过 5%。

中国隔墙材料主要使用的是粘土砖。粘土砖的生产消耗能源较多，原材料为耕地的优质粘土，破坏耕地资源。根据 2004 年南方 12 省市新墙材研讨会提供的数据显示，因城乡建房烧制粘土砖，我国一年要损毁良田 70 万亩。所以，发改委等部门一直以来都在积极推动粘土砖的禁用，很多城市都正在逐步禁用粘土砖。2014 年 2 月 26 日，国家发改委发出《国家发展改革委办公厅关于公布第二批禁止使用实心粘土砖县城和限制使用粘土制品城市名单的通知》，明确了 701 个城市（含地区、自治州、盟、县级市）“限粘”，1627 个县城（含自治县、旗、自治旗、特区、林区）“禁实”。像河北省 2016 年 1 月开始全面禁用实心粘土砖和粘土砖制品。

石膏板作为新型墙体材料是当前粘土砖隔墙的很好替代材料，能够节约能源、保护耕地和降低施工成本。由于房屋建筑一般是墙体面积是屋顶面积的 3 倍。所以，石膏板替代粘土砖的隔墙材料，未来潜在需求空间巨大。公司作为行业的龙头企业将最大受益于替代需求的释放。

4. 公司作为行业龙头综合竞争力强

4.1 规模优势明显，成本优势突出

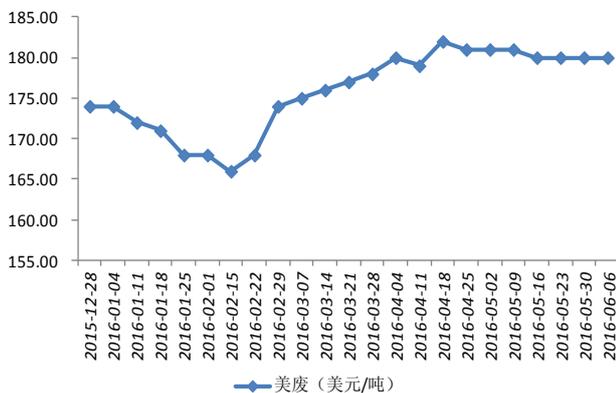
公司规模优势明显。2015 年公司主产品石膏板销量增至约 14.5 亿平米，市场占有率高达 56%，大幅高于行业第 2 名水平，公司石膏板龙头地位优势明显，具有较强的议价能力。2015 年石膏板业务规模全国布局增至 20 亿平米，继续稳居全球第一。并积极建设 25 亿平方米的产能目标。

公司的规模优势使得公司成本优势明显。从护面纸和煤的采购上降低公司成本。并且公司的生产线一般建在电厂等原材料供应地和交通运输便利的位置，大大降低公司的运输成本。

公司的成本优势使得公司能够在行业景气度低迷的情况下保持较好的抗风险能力，有利于公司市场占有率的快速提升。2015 年公司营业收入虽然出现了同比 8.97% 的下滑，但公司发挥自身优势，大幅压缩成本，营业成本实现了同比 10.73% 的下滑，毛利率提升 1.26 个百分点至 31.26% 的历史高位。2016 年 1 季度但毛利率同比提高 2.8 个百分点，净利润实现同比增长 25.09%。

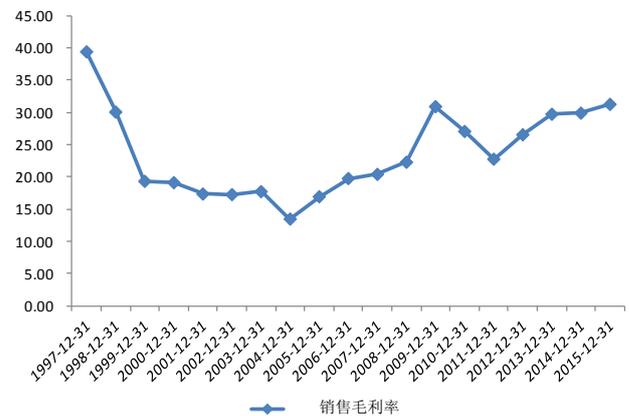
随着美废价格总体波动不大和公司规模化以及降低成本的举措，公司盈利能力将继续保持稳定的改善。

图表 6：美废平均价格变化图



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

图表 7：北新建材毛利率变化



资料来源：国家统计局、东兴证券研究所

4.2 公司具备品牌、技术和管理等综合优势

北新建材品牌优势突出。“龙牌”石膏获得过“国家质量银奖”等多项国家及行业荣誉，位居中国最具价值品牌第 77 位，6 次亚洲品牌 500 强，位居亚洲品牌建材行业前三强。2015 年还获得“国家技术创新示范企业”、“全国工业品牌培育示范企业”、“工业企业质量标杆”、“首批中国绿色新标杆品牌企业”、“最佳股东回报上市公司”、“中国最具成长性建材企业 100 强”等殊荣。

公司技术领先研发能力强。具有国家级的企业技术中心，博士后流动站。2015 年底申请专利合计 2497 件（其中发明专利 415 件），授权专利 2013 件（其中发明专利 134 件），授权专利第一次突破 2000 件大关，其中 PCT 国际专利 15 件。2015 年，北新建材荣获工信部认定的国家技术创新示范企业（建材行业唯一一家）、全国工业企业质量标杆企业。

公司有着年轻有活力的管理团队。从董事长、总经理到各个高管都是年富力强。成为公司未来继续能够发展向上和发展新路径的强大动力来源。管理上公司 1+7 的运营模式，1 个总部和 7 个实体区域公司。通过小总部、大业务的管理模式提升公司市场竞争力。

5. 提升市占率开拓家装市场，跟随一带一路布局国际化

综合优势和低景气度提供较好地提升市占率环境。在行业低景气度的情况下，给公司市占率提升提供了很好的外部环境。公司利用自身的综合竞争优势，在小企业经营困难的时候，公司具备较强的抗风险能力，利用自身优势将小企业的渠道并入自身销售网络当中，形成全面强大的覆盖销售网络。在 2015 年 1 年的时间里公司市场占有率水平从 49%快速提升至 56%，提高了 7 个百分点。

公司销售网络覆盖全国。北新建材和子公司泰山石膏经过多年的市场培育，销售网络布局全面，渠道下沉，加大建设地县级市场，经销商覆盖各大城市和发达地区县级市。打造出具有全覆盖的经销网络。公司原有经销网络以 B2B 为主，产品主要应用于公共装修。

未来公司将加大住宅家装的推广，推动石膏板隔墙产品在住宅领域普及。公司住宅隔墙产品的推广，在加强和房地产公司和装饰公司合作的同时，也成立工长联盟，在发挥传统 B2B 经销模式的同时，发挥 B2C 模式优势。不但考虑可以通过自身的 B2C 渠道建设，也考虑可以通过并购的方式直接形成 B2C 的推广渠道和经销网络，达到块状式的快速增长。

国际化战略实施正在进行。公司积极跟随国家一带一路政策，在沿线国家积极拓展石膏板市场，在保持国内绝对龙头竞争地位的同时通过国际化战略，开拓出新的增长空间。

6. 收购泰山石膏剩余股权，激发管理层活力增厚 EPS

公司计划增发 3.75 亿股，增发价 11.20 元，收购泰山石膏剩余 35% 股权，泰山石膏成为全资子公司，增发方案已上报证监会审核，预计 2016 年完成收购的概率较大。

公司子公司泰山石膏股份有限公司作为公司的主要盈利子公司，2015 年净利润高达 8.9 亿元，和公司并表利润相当。公司的增发收购将明显提升公司业绩表现，预计增厚公司 EPS 0.2 元。

公司收购泰山石膏剩余股权的增发使得泰山石膏管理团队持股比例上升到 11.24%，有利于内部资源的优化，激发泰山石膏管理层的积极性，有利于公司运行效率的提升。

7. 盈利预测及估值

假设 2016 年公司增发完成，我们预计公司 2016 年到 2018 年的 EPS 为 0.86 元、1.00 元和 1.1 元，对应的动态 PE 为 10 倍、9 倍和 8 倍。

公司估值具备安全边际。北新建材收购泰山石膏增发价为 11.20 元，高于市场 8.92 元。北新建材 2016 年到 2018 年三年的复合增长率为 19.61%，而公司的动态 PE 为 10 倍，具有较好安全边际。

考虑到公司作为行业龙头综合竞争力强，最大受益于行业需求的底部改善，行业低景气度创造较好的提升市占率环境，隔墙产品的替代空间巨大，家装市场的拓展和国际化战略以及估值安全性高，维持公司强烈推荐的投资评级。

8. 风险提示

1. 房地产销售增长低于预期。
2. 市场占有率提升速度低于预期。
3. 粘土砖隔墙替代进展低于预期。

表 1：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	5029.22	4279.82	8215.86	9994.76	11752.73	营业收入	8295.03	7551.18	8831.99	10039.90	10909.58
货币资金	1269.48	547.80	4553.85	6056.61	7615.90	营业成本	5814.88	5190.97	6070.40	6905.86	7506.85
应收账款	232.81	188.34	220.19	250.31	271.99	营业税金及附加	17.76	40.08	46.81	53.21	57.82
其他应收款	50.27	36.25	42.40	48.19	52.37	营业费用	293.43	281.91	329.43	374.49	406.93
预付款项	549.28	342.35	342.35	342.35	342.35	管理费用	517.58	553.11	646.50	734.92	798.58
存货	1629.35	1376.76	1613.23	1835.26	1994.97	财务费用	176.71	130.53	68.27	12.52	10.58
其他流动资产	0	0	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	2.57	6.30	6.00	6.00	6.00
非流动资产合计	8343.35	9324.55	9756.53	10251.73	10779.54	公允价值变动收益	8.32	2.44	2.40	2.40	2.40
长期股权投资	120.09	122.93	138.00	138.00	138.00	投资净收益	8.12	93.22	93.22	93.22	93.22
固定资产	5866.25	6517.60	7743.43	8516.81	9256.46	营业利润	1488.54	1443.92	1760.20	2048.52	2218.44
无形资产	1118.77	1455.17	1309.65	1164.14	1018.62	营业外收入	183.13	128.54	128.50	128.50	128.50
其他非流动资产	3.88	1.18	1.20	1.20	1.20	营业外支出	9.01	165.18	100.00	100.00	100.00
资产总计	13372.56	13604.37	17972.39	20246.50	22532.27	利润总额	1662.67	1407.28	1788.70	2077.02	2246.94
流动负债合计	4305.30	3250.76	1661.30	1835.98	1962.74	所得税	193.54	191.50	243.98	283.31	306.48
短期借款	2162.00	1687.14	0.00	0.00	0.00	净利润	1469.13	1215.78	1544.72	1793.72	1940.46
应付账款	756.57	590.85	665.25	756.81	822.67	少数股东损益	363.67	318.90	0.00	0.00	0.00
预收款项	65.86	69.41	72.06	75.07	78.34	归属母公司净利润	1105.45	896.88	1544.72	1793.72	1940.46
一年内到期的非	163.90	20.44	20.00	20.00	20.00	EBITDA	1998.99	1944.94	2389.89	2678.07	2909.80
非流动负债合计	542.11	1092.18	692.56	757.56	822.56	BPS (元)	1.82	0.63	0.86	1.00	1.08
长期借款	40.05	103.06	168.06	233.06	298.06	主要财务比率					
应付债券	0.00	500.00	500.00	500.00	500.00	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	4847.41	4342.95	2353.86	2593.54	2785.31	成长能力					
少数股东权益	1316.91	1460.37	1460.37	1460.37	1460.37	营业收入增长	10.75%	-8.97%	16.96%	13.68%	8.66%
实收资本(或股	706.99	1413.98	1788.58	1788.58	1788.58	营业利润增长	11.42%	-3.00%	21.90%	16.38%	8.29%
资本公积	2476.34	1765.75	5961.25	5961.25	5961.25	归属于母公司净利	22.08%	-18.87%	72.23%	16.12%	8.18%
未分配利润	3587.34	4111.42	5531.64	7180.78	8964.84	获利能力					
归属母公司股东	7208.24	7801.05	13914.02	15707.74	17648.20	毛利率(%)	29.90%	31.26%	31.27%	31.22%	31.19%
负债和所有者权	13372.56	13604.37	17972.39	20246.50	22532.27	净利率(%)	13.33%	11.88%	17.49%	17.87%	17.79%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	0.30%	10.99%	8.94%	8.71%	9.08%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	15.34%	11.50%	11.10%	11.42%	11.00%
经营活动现金流	1799.62	1362.08	1883.73	2232.19	2470.29	偿债能力					
净利润	1469.13	1215.78	1544.72	1793.72	1940.46	资产负债率(%)	36.25%	31.92%	13.28%	13.12%	12.72%
折旧摊销	333.73	370.49	8.64	617.03	680.78	流动比率	1.17	1.32	4.95	5.44	5.99
财务费用	(176.71)	(130.53)	(68.27)	(12.52)	(10.58)	速动比率	0.79	0.89	3.97	4.44	4.97
应收账款减少	(0.21)	(165.72)	74.40	91.56	65.86	营运能力					
预收帐款增加	(22.38)	3.55	2.65	3.01	3.27	总资产周转率	0.69	0.56	0.56	0.53	0.51
投资活动现金流	(2041.64)	(1027.27)	(756.70)	(781.91)	(965.41)	应收账款周转率	34.40	35.86	43.24	42.68	41.77
公允价值变动收	8.32	2.44	2.40	2.40	2.40	应付账款周转率	7.68	7.71	9.67	9.71	9.51
长期股权投资减	(17.72)	2.84	15.07	0.00	0.00	每股指标(元)					
投资收益	8.12	93.22	93.22	93.22	93.22	每股收益(最新摊	1.82	0.63	0.86	1.00	1.08
筹资活动现金流	1541.29	(1056.49)	2879.01	52.48	54.42	每股净现金流(最新	0.57	(0.52)	2.24	0.84	0.87
应付债券增加	0.00	500.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊	10.20	5.52	7.78	8.78	9.87
长期借款增加	(179.40)	63.01	65.00	65.00	65.00	估值比率					
普通股增加	131.84	706.99	374.60	0.00	0.00	P/E	4.93	14.15	10.39	8.94	8.27
资本公积增加	1966.18	(710.58)	4195.50	0.00	0.00	P/B	0.88	1.63	1.15	1.02	0.91
现金净增加额	1299.27	(721.68)	4006.05	1502.76	1559.30	EV/EBITDA	3.72	7.43	5.10	4.01	3.18

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008年进入证券行业，多年行业研究经验，2011年加盟东兴证券，从事建材等行业研究。2014年（暨2013年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第3名。2014年慧眼识券商行业第4名。华尔街见闻金牌分析师评选2015年中线选股行业第2名。2015年东方财富第三届中国最佳分析师行业第3名分析师。2015金融界慧眼识券商行业最佳分析师第3名，最高涨幅第1名。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。