

北新建材 (000786.SZ)

继续成长的优质石膏板龙头

石膏板行业需求仍有较大增长空间: 石膏板性能良好,是在吊顶、墙体领域优势突出的建筑材料,过去 15 年间,产量大幅增长 20 倍,远超水泥、玻璃和房屋竣工面积增速。但是中国目前无论按照人均消费还是单位建筑面积消费量都远低于美日,对标来看其石膏板快速发展背后是建筑结构演进和性能要求提升。大力推进装配式建筑和消费升级趋势下,中线来看国内石膏板需求仍有较大增长空间。

公司可持续竞争力造就优质行业格局: 石膏板行业目前呈现出优质的行业格局,体现在两个方面:一是集中度较高,居于前 8 位公司的合计市场占有率 86%,二是公司市占率领先,泰山与龙牌占有率合计 58%。高集中度背后是突出的可持续的竞争力,主要体现是“低成本”:区位优势,独占脱硫石膏资源;技术领先,管理优秀,生产效率持续提升,单耗降低;产业链延伸,配套上游护面纸(原材料成本占比最高,约 40%)。在可持续的竞争力支撑下,公司的市场份额具备持续提升的空间。

值得重视的两个变化和一个事实: 站在目前时点,我们认为有两个变化值得重视:一是公司 2016 年完成收购泰山石膏剩余股权,混合所有制进一步激发经营活力和增长潜力;二是环保政策趋严将加速小产能出局;同时过去几年公司业绩受非经常性损益(美国诉讼费用)影响,同时营业税金及附加增加(退税优惠政策调整、会计科目调整),短期对公司业绩增速有所影响。

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;公司是稳定增长投资品种。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.98、1.16、1.45 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	10,347.82	11,899.99	14,099.67
增长率(%)	-8.97%	8.01%	26.87%	15.00%	18.48%
EBITDA(百万元)	1,856.67	2,131.14	2,433.79	2,839.62	3,559.02
净利润(百万元)	896.88	1,171.07	1,760.10	2,066.04	2,597.94
增长率(%)	-18.87%	30.57%	50.30%	17.38%	25.74%
EPS(元/股)	0.634	0.655	0.984	1.155	1.453
市盈率(P/E)	18.76	15.72	14.59	12.43	9.89
市净率(P/B)	2.16	1.77	2.15	1.86	1.59
EV/EBITDA	10.01	9.33	10.94	9.36	7.39

数据来源: 公司财务报表、广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

公司评级

当前价格 14.36 元

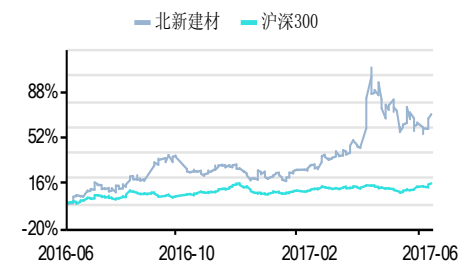
前次评级

报告日期 2017-06-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,789/1,378
流通 A 股市值(百万元)	25,684
每股净资产(元)	5.80
资产负债率(%)	27.08
一年内最高/最低(元)	17.70/8.53

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): 业绩增长超预期, 四季度增速快 2017-03-20

北新建材(000786.SZ): 收入增速环比趋势向上, 盈利持续改善 2016-10-28

北新建材(000786.SZ): 盈利能力进一步提升 2016-08-16

联系人: 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

石膏板行业需求仍有较大增长空间	4
石膏板是性能良好，在吊顶、墙体领域优势突出的建筑材料.....	4
国内石膏板历经快速发展，渗透率持续提升	6
国内石膏板消费量仍远低于美日，背后是建筑结构演进和性能要求提升	6
大力推进装配式建筑和消费升级，国内石膏板需求具备较大增长空间	8
公司可持续的竞争力造就优质的行业格局	10
高集中度的行业格局，公司龙头地位突出	10
高集中度背后是突出的、可持续的竞争力	10
值得重视的两个变化和一个事实	14
收购泰山石膏剩余股权，混合所有制将进一步激发公司增长潜力	14
环保加码，小产能加速出局	15
业绩受到非经常性损益影响	16
投资建议：维持“买入”评级	17
风险提示	18

图表索引

图 1: 石膏板墙体系统	5
图 2: 石膏板墙体隔断示意图	5
图 3: 石膏板和水泥、玻璃、房屋竣工面积 2016 年相比 2002 年增幅	6
图 4: 2012 年主要国家石膏板产能 (亿平方米/年)	7
图 5: 2012 年石膏板人均年消费量 (平方米/年)	7
图 6: 美国单位住宅面积石膏消耗量	7
图 7: 日本单位住宅面积石膏消耗量	7
图 8: 国内单位住宅面积石膏消耗量	7
图 9: 中国石膏板市场格局情况: 北新建材市占率领先	10
图 10: 公司脱硫石膏使用发展	11
图 11: 北新建材产能全国布局	11
图 12: 脱硫石膏	12
图 13: 天然二水石膏	12
图 14: 石膏板成本构成变化情况	12
图 15: 1996-2016 年纸面石膏板标煤单耗	13
图 16: 1996-2016 年纸面石膏板单位产品电耗	13
图 17: 1996-2016 年全员劳动生产率	13
图 18: 1996-2016 年纸面石膏板护面纸单耗	13
图 19: 北新建材持股泰山石膏比例	14
图 20: 2016 完成收购后, 北新建材股权结构	15
图 21: 公司美国石膏板诉讼费用情况	17
图 22: 公司营业税金及附加情况	17
表 1: 石膏板性能优越	4
表 2: 石膏板在吊顶领域性能优越	4
表 3: 隔墙材料性能比较	5
表 4: 2016 年国家关于装配式建筑大事记	8
表 5: 墙体材料发展趋势	9
表 6: 石膏板主要厂家产能分布情况 (万平方米)	11
表 7: 石膏板各省市产能分布情况 (万平方米)	15
表 8: 核心产品产销假设	17

石膏板行业需求仍有较大增长空间

石膏板是性能良好，在吊顶、墙体领域优势突出的建筑材料

石膏板是以建筑石膏为基材，掺入适量添加剂制成的一种轻质建筑板材，凭借质轻、厚度薄、强度高、保温隔热、防火、隔音、施工方便、绿色环保等方面的优异性能，广泛应用于工业、商业和民用建筑的内墙、隔墙和吊顶等领域。

表 1: 石膏板性能优越

优势	原因
生产能耗低	生产同等单位的纸面石膏板的能耗比水泥节省 78 %
生产效率高	便于大规模生产，国外已经有年生产量可达到 4000 万平方米以上的生产线
重量轻	重量仅为同等厚度砖墙的 1/15，砌块墙体的 1/10，有利于结构抗震，并可有效减少基础及结构主体造价
保温隔热	石膏板为多孔结构，其导热系数为 0.16W/（M. K），与灰砂砖砌块（1.1W（M. K））相比，其隔热性能具有显著的优势
防火性能好	石膏芯本身不燃，且遇火时在释放化合水的过程中会吸收大量的热，延迟周围环境温度的升高，因此，纸面石膏板具有良好的防火阻燃性能。经国家防火检测中心检测，纸面石膏板隔墙耐火极限可达 4 小时
隔音性能好	具有独特的空腔结构，大大提高了系统的隔声性能
施工便利	仅需裁制刀便可随意对纸面石膏板进行裁切，施工非常方便，可以摆脱传统的湿法作业，有效提高施工效率
居住功能	可在一定范围内调节室内湿度，使居住舒适
绿色环保	采用天然石膏及纸面作为原材料，不含对人体有害的石棉（绝大多数的硅酸钙类板材及水泥纤维板均采用石棉作为板材的增强材料）
节省空间	采用纸面石膏板作墙体，在保证墙体的隔音、防火性能情况下，墙体厚度最小可达 74mm

数据来源：中国建材网，广发证券发展研究中心

在吊顶领域方面，吊顶按装修材料分为石膏板吊顶、矿棉板吊顶、夹板（胶合板）吊顶、PVC扣板吊顶、铝扣板吊顶、彩绘玻璃吊顶等，其中纸面石膏板目前应用最为广泛的吊顶材料，石膏板除了性能优势突出之外，在造价方面成本也相对较低（PVC板次之，铝扣板价格较高），性价比优势突出。

表2: 石膏板在吊顶领域性能优越

分类	常用地点	主要优点
轻钢龙骨石膏板吊顶	客厅、卧室等	不易变形，防火，防虫，如果面积比较大的话还要比木条的便宜
石膏板吊顶	商业空间	防火、隔音、隔热、轻质、高强、收缩率小等特点且稳定性好、不老化、防虫蛀
矿棉板吊顶	公共场所，如办公室等	防火、吸音、防潮、质重轻

夹板吊顶	客厅	材质轻、强度高、良好的弹性和韧性、耐冲击和振动
铝扣板吊顶	厨房、卫生间	防火、防潮、耐脏、易安装、易清洗
彩绘玻璃吊顶	局部照明	价格低、装饰性强、易安装、易更换

数据来源：中国建材网，广发证券发展研究中心

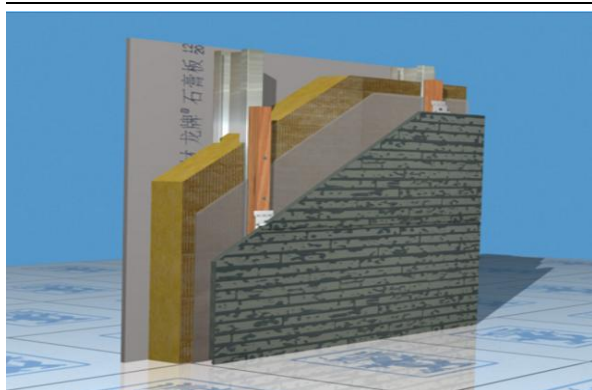
在墙体领域，石膏板同样应用优势明显，尤其是在隔墙领域，越来越受到住户的欢迎。石膏板作为隔墙，厚度一般为9.5-15mm，每平方米自重仅为40kg，而加气混凝土、空心砖墙的自重达到280kg以及320kg，是石膏板的7-8倍，重量较轻的多孔砖墙每平方米自重也达到了104kg，而且用纸面石膏板作为内墙材料，其强度也能满足要求，厚度12mm的纸面石膏板纵向断裂载荷可达500N以上。从墙体的性能上来看，石膏板的隔热、隔声、防火性能以及施工便利性综合来看也优于其他隔墙材料。

表 3：隔墙材料性能比较

项目	石膏砌块	轻钢龙骨纸面石膏板	加气混凝土块	空心砖墙	多孔砖墙
墙厚（mm）	100/150	99	200	200	120
墙体自重（kg/m ² ）	62/100	40	280	320	104
隔声（db）	40.5/48	35	45	45	45
隔热（w/m·k）	0.18	0.16	0.35	0.672	
防火（h）	3.0/5.0	1.5	3.5	2.5	2.5
施工方式	干法	干法	干法	湿法	湿法
施工工期	短	短	长	长	长
饰面	直接刮腻子	直接刮腻子	要抹水泥砂浆	要抹水泥砂浆	要抹水泥砂浆
造价	综合造价低	综合造价较低	综合造价偏高	综合造价偏高	综合造价偏高

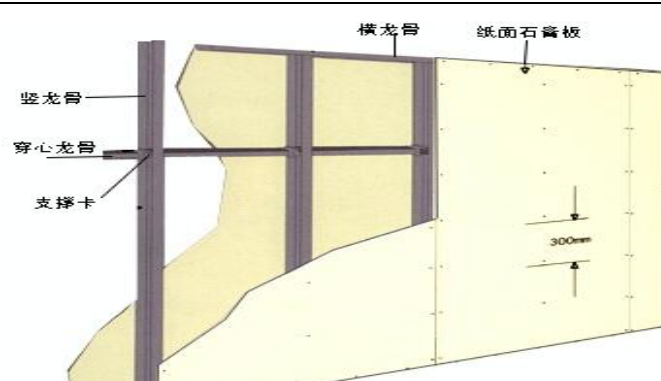
数据来源：建材采购网，广发证券发展研究中心

图1：石膏板墙体系统



数据来源：百度百家，广发证券发展研究中心

图2：石膏板墙体隔断示意图

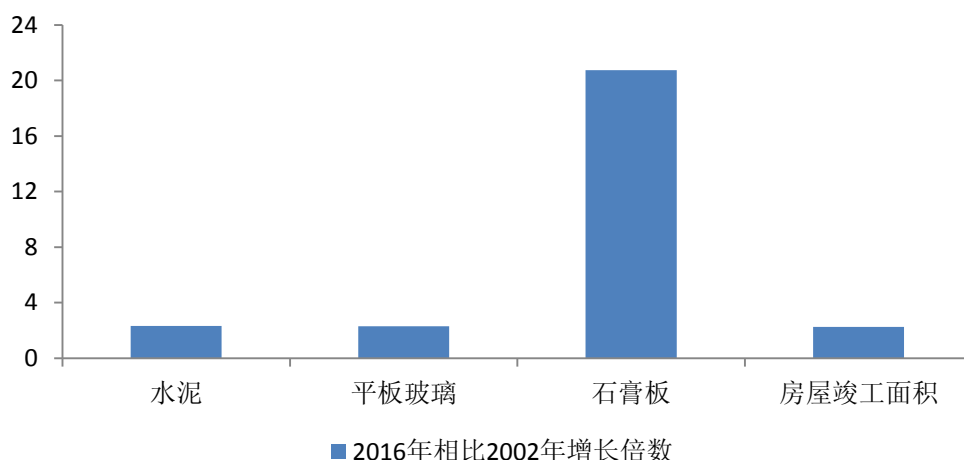


数据来源：百度百家，广发证券发展研究中心

国内石膏板历经快速发展，渗透率持续提升

由于石膏板在吊顶、墙体领域中表现出优越的性能，综合考虑施工成本，性价比优势明显，可广泛应用于工业、商业和民用建筑；从过去15年的数据来看，石膏板作为新型建筑材料，在国内不断得以推广，我们比较了2002-2016年石膏板产量、水泥产量、玻璃产量、房屋竣工面积，其中水泥年产量、玻璃年产量、房屋年竣工面积2016年相比2002年增长相当（都在2.3倍左右），石膏板年产量大幅增长了20倍，说明过去15年石膏板在国内建筑中渗透率在持续提升。

图3：石膏板和水泥、玻璃、房屋竣工面积2016年相比2002年增幅



数据来源：中国建材网，国家统计局，广发证券发展研究中心

国内石膏板消费量仍远低于美日，背后是建筑结构演进和性能要求提升

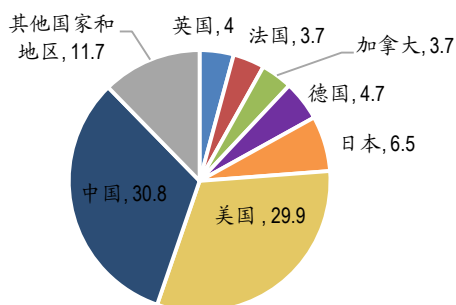
作为一种性能优越的新型建筑材料，石膏墙板在西方工业发达国家得到广泛应用，我国石膏板消费仍有很到差距。

以单位人口来看，2012年美国石膏板年产量约30亿 m^2 ，人均年消费量5.4 m^2 ，而日本虽然天然石膏的储量小，质量差，但是利用副产石膏（脱硫脱磷石膏）的积极性很大，2012年产量约6.5亿 m^2 ，人均年消费可以达到3 m^2 ；我国当年的石膏板年产量达到21亿 m^2 ，人均年消费量仅为1.6 m^2 ，远低于美日两国。

当然，由于中国总人口基数高，人均指标一般可能会偏低；以单位建筑面积来看，美国和日本每年单位住宅完工面积消费石膏板约为8-10 m^2 ，而2016年我国单位建筑面积石膏板消耗量仅在3.5 m^2 ，同样远低于美日两国。

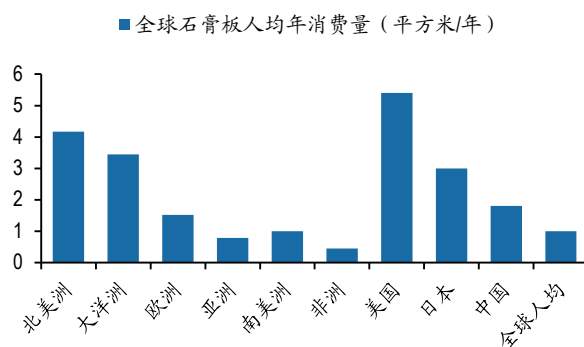
由此可以看出，我国石膏板行业虽然历经过一段快速增长，但在普及程度方面还有很大空间。具体而言，石膏板主要应用于吊顶和隔墙，但国内和国外发达国家相比有明显差异，国外隔墙应用比例较高，占比70%-80%；而国内石膏板主要应用在吊顶上，占比70%以上。

图4: 2012年主要国家石膏板产能 (亿平方米/年)



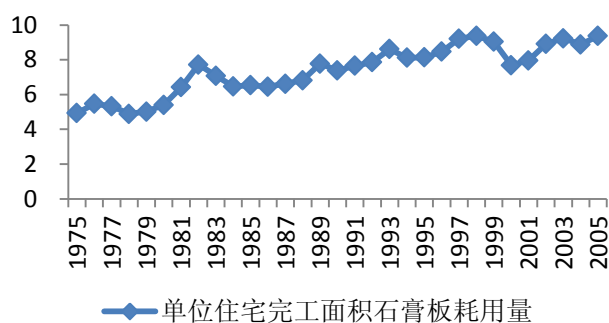
数据来源:《石膏板行业报告2013》, 广发证券发展研究中心

图5: 2012年石膏板人均年消费量 (平方米/年)



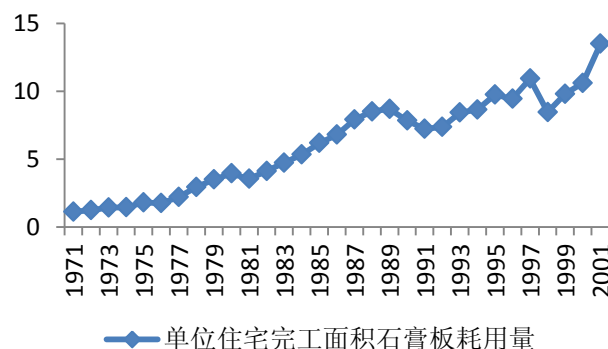
数据来源:《石膏板行业报告2013》, 广发证券发展研究中心

图6: 美国单位住宅面积石膏消耗量



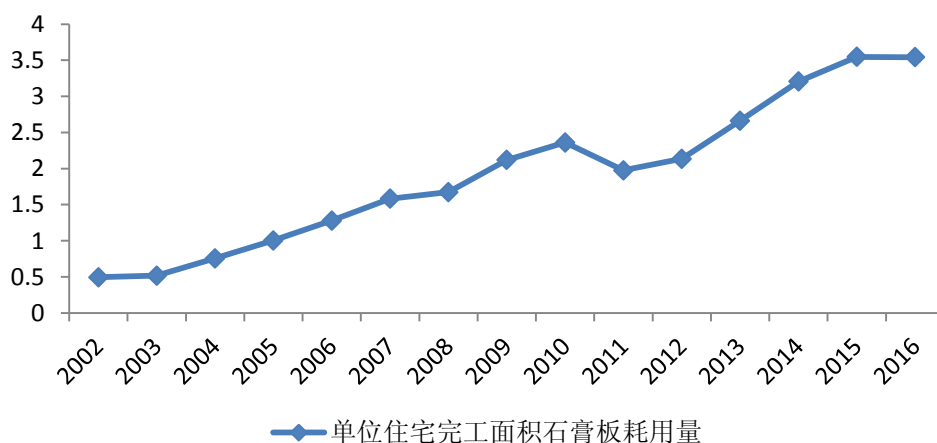
数据来源: USG, 广发证券发展研究中心

图7: 日本单位住宅面积石膏消耗量



数据来源: 日本统计年鉴, 广发证券发展研究中心

图8: 国内单位住宅面积石膏消耗量



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

美国和日本成为石膏板人均消费量最高的国家之一, 石膏板在其建筑领域中备受青睐, 究其原因一方面是石膏板能够在保障基础性能的同时, 满足对耐火、保温、

环保等方面要求的提高，另一方面也和其国内建筑结构的演进也有紧密关系：

1) 对于耐火、保温、环保等性能要求的提高。

耐火性方面石膏与水泥混凝土、砖等同属无机材料，具有不燃性，所不同的是其最终水化产物二水硫酸钙中含有两个结晶水，其分解温度约在 107℃至170℃之间。当遇到火灾时，只有等到其中的两个结晶水全部分解完毕后，温度才能在100℃左右的基础上继续升高；而且在其分解过程中产生的大量水蒸气幕还能对火焰的蔓延起着阻隔的作用；

保温隔热方面来看，其导热系数与木材的平均导热系数相近，具有与木材相似的暖性，因而美国和日本等国家已将纸面石膏板作为室内木墙板的替代品，房屋的内隔墙几乎全部都是用的纸面石膏板。

相对石材而言，欧美等国家重视环保，有相对明确的要求，比如天然石材的放射性往往不过关，对温度变形的适应性较差，经常被拉断，在中国，建筑施工过程监管不严能够得以大量使用，在欧美等重视环保的国家，石材装修并不多见，原因是放射性符合要求的石材资源较少，导致价格偏贵而受限制。

2) 住宅工业化兴起，钢结构等新型房屋快速发展。

建筑结构的演进，木结构、钢结构等新型房屋的兴起，也是石膏板大量使用的原因。典型如日本作为多地震国家，处于太平洋地区地震带中，特别重视追求住宅良好的抗震性，节能住宅都是采用轻钢结构或木结构建设，20世纪90年代末，日本预制装配住宅中木结构占18%，混凝土结构占11%，钢结构占71%。钢结构住宅体系自重轻、使用轻质墙体；工业化生产，标准化制作，与之相配套的墙体材料广泛采用石膏板这样的节能、环保的新型材料，可再生重复利用。

大力推进装配式建筑和消费升级，国内石膏板需求具备较大增长空间

2016年，国务院和住建部接连发文，要求在全国范围内大力推广“装配式建筑”，倡导从传统的混凝土现浇建筑模式转变为新型绿色节能建造方式，提出力争用10年左右时间使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%。各级地方政府也相继出台各项利好政策，今年6月1日起装配式建筑国家标准（包括钢结构标准、木结构标准、PC结构标准）开始实施，装配式建筑行业迎来了黄金发展期。

表 4：2016 年国家关于装配式建筑大事记

时间	事件	主要内容
2.6	国务院发布《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	大力推广装配式建筑，建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。
3.5	两会《政府工作报告》	总理李克强提出“大力发展钢结构和装配式建筑，提高建筑工程标准和质量”。
9.14	国务院常务会议	总理李克强提出“决定大力发展装配式建筑，推动产业结构调整升级”。
9.27	国务院办公厅印发《关于大力发展装	明确了大力发展装配式建筑的目标及八项任务。

	配式建筑的指导意见》	
9.30	国务院举行关于装配式建筑政策例行吹风会	请住房和城乡建设部总工程师陈宜明、住房和城乡建设部建筑节能与科技司司长苏蕴山介绍发展装配式建筑有关情况，并答记者问。
11.19	住建部在上海召开全国装配式建筑现场会	住建部长陈政高提出“大力发展装配式建筑，促进建筑业转型升级”，并明确了发展装配式建筑必须抓好的七项工作。
12.5	住房城乡建设部办公厅关于开展2016年度建筑节能、绿色建筑与装配式建筑实施情况专项检查的通知	重点检查《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》（国办发[2016]71号）印发以来各地推进情况，包括政策措施出台情况、标准规范编制情况、项目推进情况等。

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

装配式建筑的大力推进，将推进墙体材料升级加速，作为建筑行业的重要组成部分（我国房屋建筑材料中45-75%是墙体材料），未来墙体材料的自身属性能够适应装配式建筑的发展需要显得尤为重要。对比美日，可以看到绿色装配式建筑的发展将推动国内未来对墙体材料的要求向自重轻、厚度薄、能耗低、施工快以及绿色环保等方向发展，而石膏板的特性十分契合绿色建材理念，是一种非常理想的装配式建筑中应用的原材料。在装配式建筑的带动下，国内石膏板在墙体上的应用有望向美日等发达国家看齐，则石膏板具备巨大提升空间。

表 5：墙体材料发展趋势

趋势	原因
自重轻	自重过大造成承重结构变形过大，将导致装饰材料本身变形，影响装饰效果，同时导致建筑物在地震作用下惯性过大不利于抗震
厚度薄	采用轻型墙体比传统砖墙可以增加使用面积 8~11%左右，对于 1 套 100 平米的房屋，可以多增加 10 平米左右使用面积
能耗低	我国每年建筑能耗占全国能耗 70%，而建筑能耗中，70%能耗是通过墙体损失
施工快	传统湿作业施工慢且装饰质量难以保证，预制装饰的干作业法可有效加快施工进度
绿色环保	建筑垃圾无法循环利用难以消纳或者例如天然装饰石材存在放射性威胁人体健康

数据来源：建材家居网，广发证券发展研究中心

同时，在消费升级大趋势下，对防火性能、绿色装饰的要求越来越高，也将拉动需求保持增长。装饰石膏板可以通过掺加少量纤维材料等制成的有多种图案、花纹的板材，是一种新型的室内装饰材料，适用于中高档装饰，具有轻质、防火、防潮、易加工、安装简单等特点。可以设计各种色调图案，且耐污染、易清洗，可用于装饰墙面和吊顶等，能替代塑料板、木饰板、石材等材料。

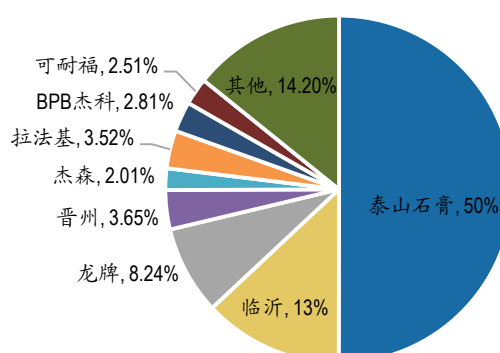
整体来看，我们认为在随着装配式建筑大力推行和消费升级下，中线来看石膏板的需求仍有较大增长空间。

公司可持续的竞争力造就优质的行业格局

高集中度的行业格局，公司龙头地位突出

石膏板具备优质的行业格局，体现在两个方面：一是行业集中度较高，前8位公司的合计市场占有率达到了86%；二是市占率，公司全资子公司泰山石膏定位中端，市场占有率达到了50%，而北新“龙牌”定位高端市场，市场占有率也有8%，远高出拉法基、可耐福、BPB杰科等外资高端品牌。

图9：中国石膏板市场格局情况：北新建材市占率领先



数据来源：中国石膏网，广发证券发展研究中心

高集中度背后是突出的、可持续的竞争力

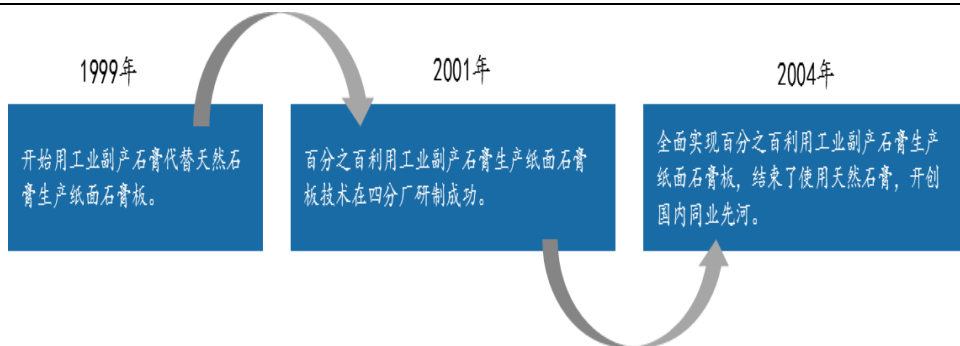
公司能在石膏板行业占据如此之高的份额，背后彰显的是公司可持续的竞争力，主要体现为“低成本”。

1) 区位优势，独占脱硫石膏

石膏板行业上游依赖石膏矿资源，天然石膏矿区主要分布在山东、内蒙古、青海、湖北等地，传统的石膏板企业需依托石膏矿山建厂，石膏矿区大多远离石膏板的主要消费市场，产品需要远距离运输。但同时，石膏板面积较大、销售单价较低，运输费用占比较大，是典型的“短腿”产品，简单测算，每平方米石膏板重约7.5kg，一个包装360m²重量2.7吨，一个产量3000万m²企业年运输总量22.5万吨，物流消耗大。

公司作为国内最早开发使用脱硫石膏替代天然石膏的企业（泰山石膏自1999年开始研发使用工业副产石膏脱硫石膏代替天然石膏生产纸面石膏板，于2004年全面实现脱硫石膏代替天然石膏），率先摆脱了天然石膏资源分布集中、物流不便利的限制，公司目前在全国密集布局50-60个工厂，物流优势明显。

图10: 公司脱硫石膏使用发展



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图11: 北新建材产能全国布局



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

表 6: 石膏板主要厂家产能分布情况 (万平方米)

	泰山石膏	北新建材	可耐福	博罗优士吉	杰科
华北地区	15000	6000	3000	0	0
东北地区	13000	3000	0	0	3000
华东地区	74000	24000	5500	9000	9000
中南地区	41000	9000	2000	0	0
西南地区	34000	3000	0	2000	0
西北地区	10000	0	0	0	0
合计	187000	45000	10500	11000	12000

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

脱硫石膏是火电厂FGD过程（脱硫）的副产品，主要成分和天然石膏一样，都是二水硫酸钙，两者在原始物理状态、颗粒大小与级配、含水量以及杂质成分上有所差异。但从质量上来看，脱硫石膏的性能可以与天然二水石膏持平，纯度高于天然石膏，细度均匀可以省去磨细工序和成本，只要选择合适的烘干与煅烧设备，脱硫石膏能达到建筑石膏粉要求，可用于水泥、建筑制品和其它新型建筑材料。由于脱硫石膏是废渣利用，属于工业副产品，价格比天然石膏价格便宜。

图12: 脱硫石膏



数据来源：百度图片，广发证券发展研究中心

图13: 天然二水石膏



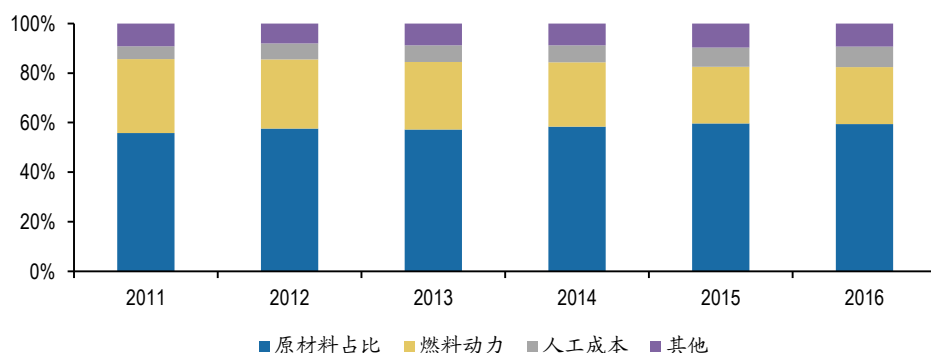
数据来源：百度图片，广发证券发展研究中心

同时，火电厂排出脱硫石膏有限，一个30万KW的火电机组，如果燃煤含硫1%，每年排出脱硫石膏约3万吨，一个城市火电厂每年产生的脱硫石膏能容纳的石膏板产能有限，公司之前的策略就是抢先在中大型火电厂附件建石膏板厂，而一旦公司抢占先机后，后进入者就很难再进来，让公司享有脱硫石膏资源的独占性。

2) 技术领先，管理优秀，生产效率持续提升

石膏板的成本主要由原材料、燃料动力以及人工成本构成，公司的成本结构中，原材料成本占比超过50%，能耗占比25%左右。

图14: 石膏板成本构成变化情况

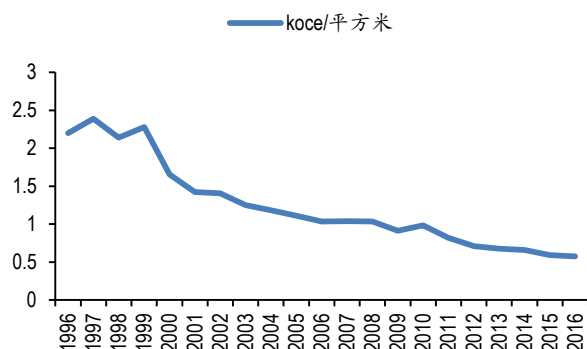


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司在行业内一直技术领先，体现在几个方面：一是单线规模大，2004年泰山石膏国内第一个建成3000万平米/年单线，目前是具备6000万平米/年单线的企业，单线规模大使得单位成本低（目前1平方米纸面石膏板煤耗在1kg以上，目前北新建材已经降低到了0.57kg）；二是轻量化，公司轻量化技术达到国际一流水平，单位原材料消耗低；三是管理高效，人均产值高。

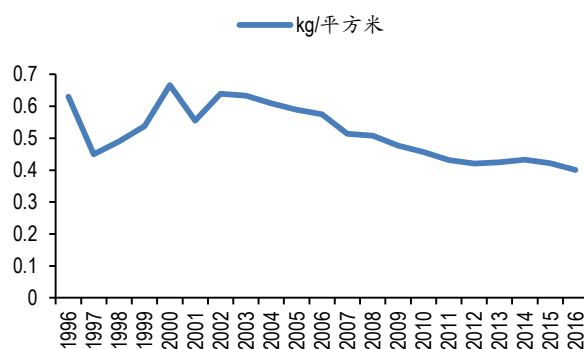
能源方面，过去二十年，泰山石膏标煤单耗下降超过了70%，单位电耗下降了接近20%；材料方面，护面纸单耗下降了接近40%；全员工劳动生产率增长了11倍。

图15: 1996-2016年纸面石膏板标煤单耗



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

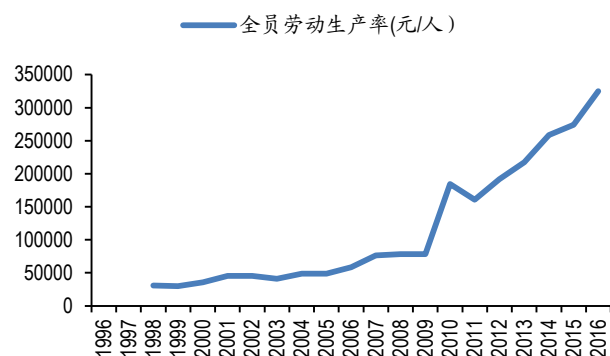
图16: 1996-2016年纸面石膏板单位产品电耗



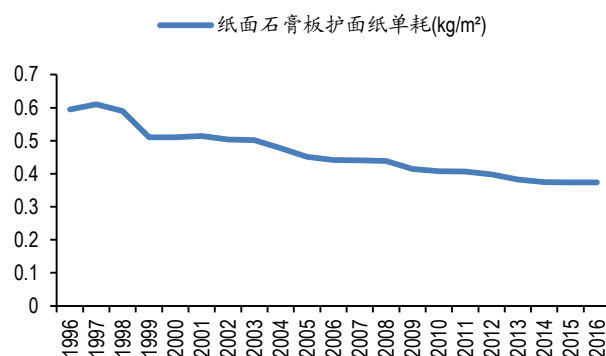
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图17: 1996-2016年全员劳动生产率

图18: 1996-2016年纸面石膏板护面纸单耗



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

3) 产业链延伸, 配套上游护面纸

石膏板护面纸是生产纸面石膏板的专用纸板, 占石膏板生产总成本约40%, 近年来, 伴随着纸面石膏板行业的快速发展, 石膏板护面纸产品的市场规模也在迅速扩大。为能够有效降低成本, 公司积极建设护面纸产线, 2005年3月建成第一条护面纸生产线, 年产能5万吨, 并且于2009年12月建成第二条产能为20万吨/年的护面纸生产线, 自有产能能够保证部分原材料需求。

在可持续的竞争力支撑下, 公司的市场份额具备持续提升的空间, 公司2016年石膏板销量16亿平米, 产能21亿平米, 目前公司仍然在布局新的产线, 预计3年内产能将达到25亿平, 随着产能的释放, 公司市场份额将进一步提升。

值得重视的两个变化和一个事实

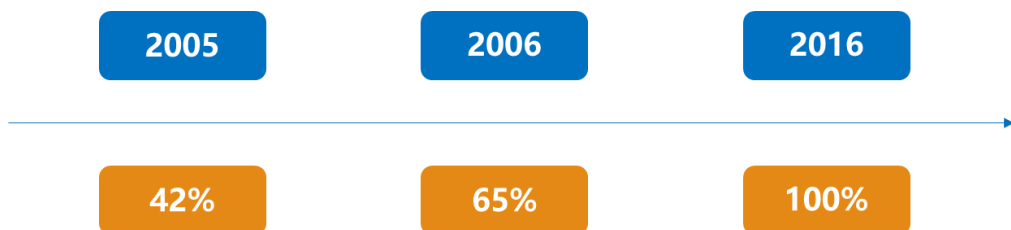
中线来看, 石膏板行业需求空间仍有较大增长空间, 而公司作为龙头可持续竞争力未来份额仍有望继续提升, 两要素将驱动公司继续成长。

站在目前时点, 我们认为有两个变化值得重视: 一是公司收购泰山石膏剩余股权, 混合所有制进一步激发经营活力和增长潜力; 二是环保政策趋严将加速小产能出局; 同时过去几年公司受非经常性损益影响。

收购泰山石膏剩余股权, 混合所有制将进一步激发公司增长潜力

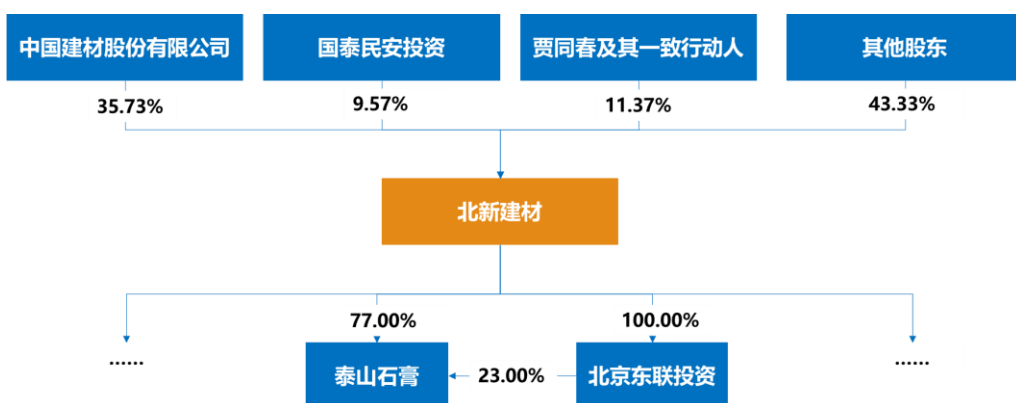
2016年11月, 公司以11.20元/股的价格, 向泰山石膏股东贾同春等35名自然人、国泰民安投资、和达投资等10家有限合伙投资公司非公开发行3.7亿股股票, 作价42亿元完成了对泰山石膏35%的股权收购。本次交易前公司持有泰山石膏65%的股权, 交易完成后泰山石膏成为公司全资子公司, 同时泰山石膏经营管理层贾同春等人成为北新建材直接股东, 混合所有制改革将进一步激发公司增长潜力。

图19: 北新建材持股泰山石膏比例



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图20：2016完成收购后，北新建材股权结构



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

环保加码，小产能加速出局

按照行业协会统计，目前石膏板行业共有产线198条，折合成产能43亿平米，其中单线产能规模小于1000万平米的产线77条，折合成产能5.54亿平米（占总产能比重13%），按照政策规定，这些小产能都应处于淘汰行列；单线规模1000-2000万平米之间的产线有8条，折合成产能1.3亿平米，严格意义来说，这些产能也属于规模较小的淘汰范围内，这两项小产能占到总比重16%。

从我们微观调研来看，目前环保力度很大，石膏板落后小产能的淘汰开始明显加快，而行业内大部分企业都是民企、资产较轻，退出较容易；小企业的推出将给龙头公司腾出新的市场出来。

表 7：石膏板各省市产能分布情况（万平方米）

区域	省份	产线	总产能	单线规模小于 1000 万平方米		单线规模 1000-2000 万平方米	
				产线	产能	产线	产能

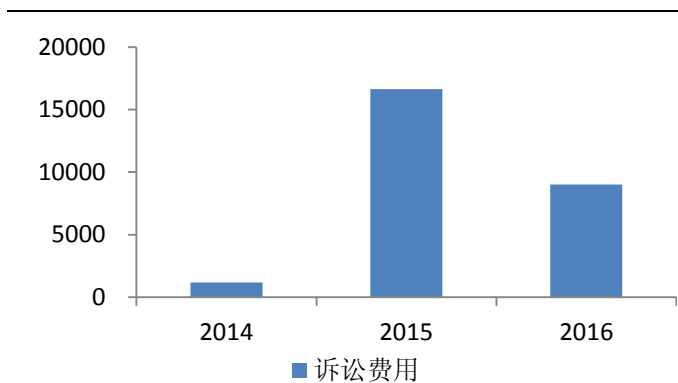
华北	京津冀	7	5800	6	4600	1	1200
	山西	5	3900	4	2700	1	1200
	内蒙	4	2400	4	2400	0	0
华东	江浙沪	1	800	1	800	0	0
	安徽	3	2400	3	2400	0	0
	山东	29	28600	26	23200	3	5400
	福建	1	5000	0	0	0	0
	江西	1	800	1	800	0	0
华南	两广	1	100	1	100	0	0
	湖北	4	3900	3	2400	1	1500
	湖南	5	3300	5	3300	0	0
	河南	2	2400	1	900	1	1500
西南	川渝	6	4400	6	4400	0	0
	云南	3	1800	3	1800	0	0
	贵州	1	400	1	400	0	0
东北	黑吉辽	3	800	3	800	0	0
西北	陕西	1	300	1	300	0	0
	甘宁新青藏	9	6300	8	4100	1	2200
	总计	86	73400	77	55400	8	13000

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

业绩受到非经常性损益影响

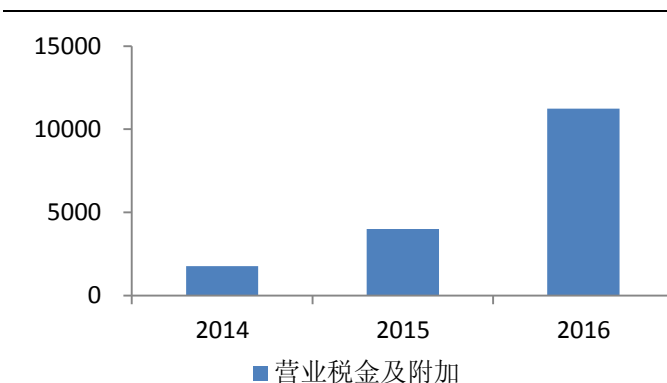
最近三年，有两个因素对公司净利润及增速表现产生了显著影响，一是诉讼费用，二是营业税金及附加。

图21：公司美国石膏板诉讼费用情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图22：公司营业税金及附加情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

美国石膏板诉讼虽然仍要持续一段时间，但不是永久性费用。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、泰山石膏在内的数十家提起诉讼，公司应诉产生大量支出。2015年公司及泰山合计诉讼费用突增至1.7亿元，2016年该项同比上减少至9005万元。

营业税金及附加是永久性增加。公司营业税金及附加2015、2016年分别同比增长126%和180%，2016年增加至1.1亿元（相比2014年1776万元），对公司短期业绩增速造成一定影响；影响主要来自两个因素：一是公司主要产品石膏板和矿棉板增值税优惠政策由全免变为即征即退70%，二是会计口径变更所致，2016年土地税、印花税等税项由管理费用并入营业税金及附加（并没有产生多余支出，只是会计科目调整）。

投资建议：维持“买入”评级

盈利预测假设：

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；公司是稳定增长投资品种，具备配置价值。我们预计公司2017-2019年EPS分别为0.98、1.16、1.45元，维持“买入”评级。

表8：核心产品产销假设

	2016	2017E	2018E	2019E
石膏板				
收入（万元）	722705	910608	1047199	1240771
yoy	12.33%	26.00%	15.00%	18.48%
成本（万元）	468126	606691	697695	810452
毛利率	35.23%	33.38%	33.38%	34.68%
销量（万平米）	163540	196248	225685	262159
yoy	13.07%	20.00%	15.00%	16.16%
单位价格（元/平米）	4.42	4.64	4.64	4.73
单位成本（元/平米）	2.86	3.09	3.09	3.09

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

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						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至12月31日	2015A	2016A	2017	2018	2019		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	4280	4738	4808	5278	5837	经营活动现金流	1909	1708	3350	2542	2962
货币资金	548	783	1071	1168	1269	净利润	1216	1465	1760	2066	2598
应收及预付	674	573	876	961	1129	折旧摊销	372	406	446	543	647
存货	1377	1252	1872	2159	2449	营运资金变动	261	-224	1140	-16	-243
其他流动资产	1681	2130	990	990	990	其它	61	60	5	-51	-41
非流动资产	9325	9611	11532	13373	15186	投资活动现金流	-1396	-950	-2295	-2254	-2343
长期股权投资	123	139	149	164	194	资本支出	-836	-612	-2317	-2276	-2356
固定资产	6518	6803	8389	9879	11266	投资变动	-485	-327	21	22	13
在建工程	929	892	1242	1592	1942	其他	-76	-12	0	0	0
无形资产	1497	1513	1511	1497	1544	筹资活动现金流	-1253	-421	-768	-190	-518
其他长期资产	258	264	240	240	240	银行借款	4513	1998	-150	50	-200
资产总计	13604	14349	16340	18651	21023	债券融资	-5098	-2155	-536	0	0
流动负债	3251	2710	3561	4047	3922	股权融资	0	3	0	0	0
短期借款	1687	1452	1302	1352	1052	其他	-668	-267	-82	-240	-318
应付及预收	1416	1150	2259	2695	2870	现金净增加额	-741	337	287	97	101
其他流动负债	148	108	0	0	0	期初现金余额	1269	548	783	1071	1168
非流动负债	1092	1176	717	717	817	期末现金余额	529	884	1071	1168	1269
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	4278	4764	4739						
股本	1414	1789	1789	1789	1789						
资本公积	1766	3042	3042	3042	3042						
留存收益	4619	5543	7142	8967	11364						
归属母公司股东权	7799	10374	11973	13798	16194						
少数股东权益	1460	87	87	87	87						
负债和股东权益	13604	14349	16340	18651	21023						

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7551	8156	10348	11900	14100
营业成本	5191	5368	7037	8092	9447
营业税金及附加	40	112	145	167	176
销售费用	282	289	373	428	501
管理费用	553	661	806	916	1065
财务费用	131	85	82	79	76
资产减值损失	6	8	1	0	0
公允价值变动收益	2	-1	0	0	0
投资净收益	93	45	31	37	43
营业利润	1444	1675	1936	2254	2878
营业外收入	129	101	80	100	80
营业外支出	165	110	16	6	6
利润总额	1407	1666	2000	2348	2952
所得税	191	201	240	282	354
净利润	1216	1465	1760	2066	2598
少数股东损益	319	294	0	0	0
归属母公司净利润	897	1171	1760	2066	2598
EBITDA	1857	2131	2434	2840	3559
EPS（元）	0.63	0.65	0.98	1.16	1.45

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	26.9	15.0	18.5
营业利润增长	-3.0	16.0	15.6	16.4	27.7
归属母公司净利润增长	-18.9	30.6	50.3	17.4	25.7
获利能力（%）					
毛利率	31.3	34.2	32.0	32.0	33.0
净利率	16.1	18.0	17.0	17.4	18.4
ROE	11.5	11.3	14.7	15.0	16.0
ROIC	13.7	14.4	15.0	15.1	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	31.9	27.1	26.2	25.5	22.5
净负债比率	-	-	-	-	-
流动比率	1.32	1.75	1.35	1.30	1.49
速动比率	0.79	1.18	0.71	0.66	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.58	0.67	0.68	0.71
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	0.98	1.16	1.45
每股经营现金流	1.35	0.96	1.87	1.42	1.66
每股净资产	5.52	5.80	6.69	7.71	9.05
估值比率					
P/E	18.8	15.7	14.6	12.4	9.9
P/B	2.2	1.8	2.1	1.9	1.6
EV/EBITDA	10.0	9.3	10.9	9.4	7.4

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楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
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。