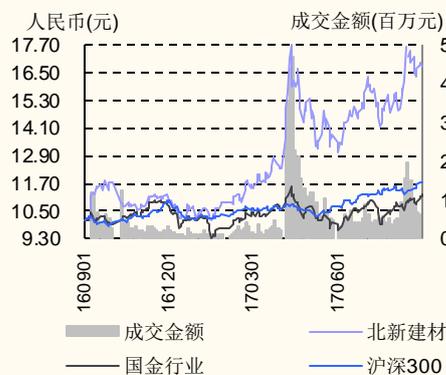


市场价格 (人民币): 16.80 元  
目标价格 (人民币): 19.70-20.70 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,377.66
总市值(百万元)	30,048.14
年内股价最高最低(元)	17.70/10.10
沪深 300 指数	3822.09
深证成指	10816.64



### 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.634	0.655	0.942	1.129	1.366
每股净资产(元)	5.52	5.80	6.69	7.62	8.78
每股经营性现金流(元)	1.35	0.95	1.69	1.27	1.57
市盈率(倍)	18.76	15.72	17.72	14.78	12.22
行业优化市盈率(倍)	25.43	25.43	25.43	25.43	25.43
净利润增长率(%)	-18.87%	30.57%	43.85%	19.88%	20.97%
净资产收益率(%)	11.50%	11.29%	14.09%	14.83%	15.55%
总股本(百万股)	1,413.98	1,788.58	1,788.58	1,788.58	1,788.58

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- **公司龙头地位稳固，竞争优势明显。**2016 年公司以 11.20 元/股的价格发行 3.75 亿股募资 41.95 亿元收购泰山石膏剩余 35% 股权并于年底完成收购，实现 100% 控股。公司抓住收购泰山石膏及快速占领脱硫石膏资源两大机会，奠定了石膏板行业龙头地位。目前公司石膏板产能 21.62 亿平米，销量市占率达 58%，规模优势明显，同时公司已全面实现利用工业副产石膏生产，脱硫石膏利用量为行业第一，牢牢掌握脱硫石膏资源。公司通过降低能耗压成本，加强品牌建设及销售渠道下沉来提升市占率，行业竞争优势明显。
- **地产回暖+二次装修，渗透率有望进一步提升。**16 年初以来房地产投资增速止跌回升，至 17 年上半年增速约 9%，新开工面积增速维持在 10%-20%，考虑到 1.5-2 年的建设周期，房屋竣工带来的装修需求即将释放；其次，我国即将迎来 4 万亿之后的第一轮地产二次装修周期，存量房市场空间巨大。目前，我国石膏板渗透率持续提升至 3.2m<sup>2</sup>/m<sup>2</sup>，其中住房渗透率仅 0.85m<sup>2</sup>/m<sup>2</sup>，不足美国及日本的 1/10，未来提升空间巨大。
- **装配式建筑稳步推进，或释放石膏板隔墙新增量。**国家发布多项政策推动装配式建筑及新型建材发展，石膏板有望成为装配式建筑隔墙主要建筑材料。目前河北等地装配式建筑政策落地，雄安新区作为示范工程，或释放百亿石膏板需求空间，未来随着城镇化建设及节能环保材料的推行，将为石膏板带来新发展空间。
- **环保趋严加速行业整合，市场集中度有望进一步提升。**随着环保持续加码，石膏板行业进行结构调整，将淘汰 1000 万 m<sup>2</sup>/年以下小产能，占全国总产能约 13%。而“煤改气”推高燃料成本进一步挤压小厂生存空间，竞争格局将进一步优化，公司在品牌及环保领域极具竞争力，市占率有望继续提升。

### 投资建议

- 随着环保趋严，行业整合加速，而装配式建筑及城镇化建设将带来新的需求增量，龙头将充分受益于行业格局优化，看好其未来发展。

### 估值

- 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.94、1.13 和 1.37 元，对应 17-19 年 PE 估值分别为 17.7、14.8 和 12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险

- 装配式建筑推行低于预期，原材料成本继续上涨，房地产投资大幅下滑

闰广

联系人  
(8621)60230241  
yanguang@gjzq.com.cn

黄俊伟

分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
(8621)60230241  
huangjunwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、 深耕石膏板行业多年，公司龙头地位稳固.....	4
收购泰山石膏，抢占脱硫石膏资源，奠定龙头根基.....	4
降能耗压成本+品牌优势+渠道下沉，巩固龙头地位.....	8
市占率高位稳定，竞争优势显著.....	11
二、 新房装修+渗透率+存量改造，三架马车拉动石膏板需求增长.....	11
地产回暖，带来新房装修需求.....	12
石膏板渗透率总体提升，未来上升空间仍巨大.....	13
存量房二次装修带来新的增量.....	14
三、 城镇化建设+装配式建筑解构行业天花板，形成需求新蓝海.....	15
新型城镇化建设继续推进，石膏板等新型建材将是重要发展方向.....	15
装配式建筑与建材革新珠联璧合，利好新型墙材石膏板.....	16
地方装配式建筑政策落地，雄安新区将释放百亿石膏板市场空间.....	17
四、 环保趋严加速行业整合，市场集中度进一步提升.....	18
环保加码，行业整合加速，落后产能逐步出局.....	18
“煤改气”推高成本挤压小厂生存空间，公司大产能为主平稳过渡.....	19
五、 投资建议与盈利预测.....	20
六、 风险提示.....	21

## 图表目录

图表 1：公司石膏板业务发展历程.....	4
图表 2：公司石膏板产能不断扩张.....	4
图表 3：公司产能基地遍布全国.....	5
图表 4：泰山石膏为主要利润来源（百万元）.....	5
图表 5：公司石膏板业务占比不断提升（百万元）.....	5
图表 6：脱硫石膏与天然石膏综合对比.....	6
图表 7：脱硫石膏综合利用率稳定在 75%左右（单位：万吨）.....	7
图表 8：脱硫石膏利用领域（2006-2014）.....	7
图表 9：公司脱硫石膏利用量(万吨)占全领域总用量 90%.....	7
图表 10：公司石膏板业务成本组成（2016）.....	8
图表 11：公司石膏板板块主要采购商品单位成本(元/m <sup>2</sup> ).....	8
图表 12：公司人均生产能力持续提升(万平米/人).....	8
图表 13：公司降低售价提高竞争力的同时保障利润空间.....	8
图表 14：泰山石膏原材料价格.....	9
图表 15：国内美废 8# 价格（美元/吨）.....	9
图表 16：进口美废 8# 周均价（美元/吨）.....	9
图表 17：公司燃料动力能耗水平.....	10
图表 18：公司品牌价值逐年提升（亿元）.....	10

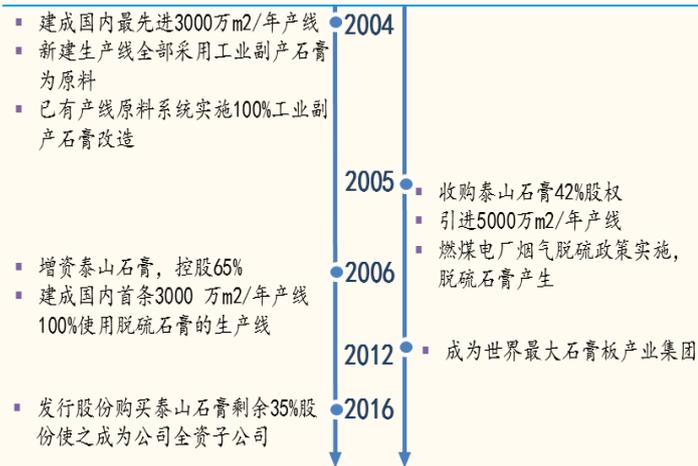
图表 19: 公司采取全渠道销售模式.....	11
图表 20: 公司市占率稳定在 40%-60%.....	11
图表 21: 我国纸面石膏板发展历程.....	12
图表 22: 石膏板年产量不断增加.....	12
图表 23: 房地产开工到竣工需 1.5-2 年,16 年至今开工面积增速 10%-20%...13	13
图表 24: 16 年年初以来房地产投资增速持续上升.....	13
图表 25: 我国人均石膏板使用量不断提升 (m <sup>2</sup> /人).....	14
图表 26: 我国石膏板住宅渗透率仍有较大发展空间(2014).....	14
图表 27: 房地产投资完成额总比增速.....	14
图表 28: 商品房销售面积及增速.....	14
图表 29: 关于推进城镇化建设相关政策.....	15
图表 30: 我国城镇化率不断提高.....	15
图表 31: PPP 城镇化项目数量与投资额均增加.....	15
图表 32: 装配式建筑、新型建筑材料推广政策.....	16
图表 33: 雄安新区对标城市(北上深)人口密度(2015 年).....	17
图表 34: 雄安新区石膏板市场空间测算.....	18
图表 35: 截止 2016 年初泰山石膏产能情况.....	18
图表 36: 2016 年以来在建及投产项目.....	19
图表 37: 燃气锅炉、燃煤锅炉经济性对比.....	20
图表 38: “煤改气”对公司盈利的影响(以 2016 年数据为例).....	20
图表 39: 公司主要业务盈利预测.....	21

## 一、深耕石膏板行业多年，公司龙头地位稳固

### 收购泰山石膏，抢占脱硫石膏资源，奠定龙头根基

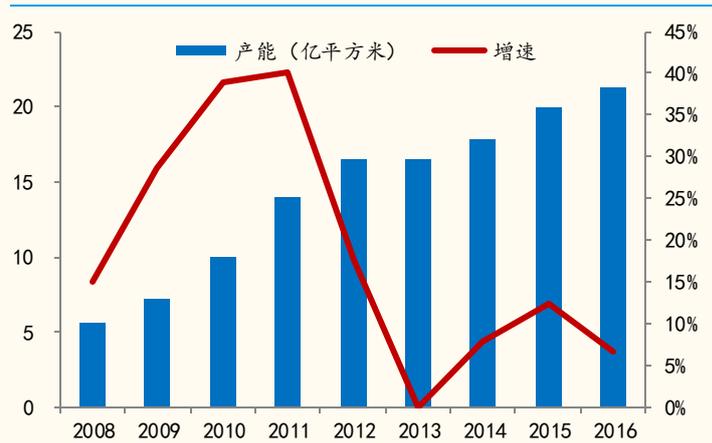
- 纸面石膏板兼具区域性（面积大、价格低，运费占比大）与资源性（以天然石膏或脱硫石膏为原料、煤炭为燃料，其中脱硫石膏性能优、成本低、享受政策优惠，综合效益优于天然石膏，其开发利用为行业带来新的机遇）特点，因此，占领市场抢占资源自始至终都是石膏板生产企业的核心发展策略。公司紧跟核心策略，把握住了两个关键机会，迅速发展成为行业龙头：一是收购民营石膏板生产企业龙头泰山石膏，大幅扩张产能布局占领市场；二是抓住国家燃煤电厂烟气脱硫政策机会，抢先占领脱硫石膏资源，形成资源壁垒。
- **收购泰山石膏，产能迅速优化扩张。**公司主要从事轻质建材制造，主导产品为纸面石膏板，此外还包括轻钢龙骨、矿棉板及岩棉制品等。2017 年中报数据显示，石膏板业务营收占比 87.97%，其他业务合计占比 12.03%。在国内纸面石膏板生产领域，公司一直走在行业前端，引领行业发展。公司于 1978 年率先从国外引进 2000 万 m<sup>2</sup>/年生产线，2004 年建成国内最先进 3000 万 m<sup>2</sup>/年生产线，2005 年引进 5000 万 m<sup>2</sup>/年的大产能生产线，产能不断优化。
- 此外，公司于 2005 年收购泰山石膏 42% 股权；2006 年增资后控股 65% 股权；2016 年以 11.20 元/股的价格发行股份 3.75 亿股，募资 41.95 亿元用于收购泰山石膏剩余 35% 少数股权。2016 年底合并报表且新发行股份已于 2016 年 11 月 15 日上市，目前泰山石膏已成为公司全资子公司。同时，公司也借助国家“四万亿”投资机会，不断扩大产能。公司石膏板产能由 2008 年 5.6 亿平方米扩张到 2016 年底的 21.32 亿平方米，涨幅 280%，实现 8 年复合增速 13.8%，且大部分为 3000 万平方米/年以上的优质大产能。

图表 1：公司石膏板业务发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司石膏板产能不断扩张



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

- 目前公司产能基地遍布全国中东部地区，接近消费市场，极大程度解决了石膏板运输半径问题，同时可以节约运输成本。完善的产能布局，对于市场拓展及品牌拓展有积极影响。

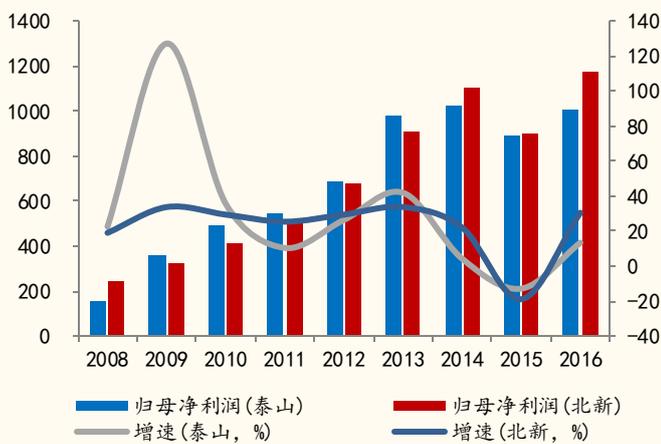
图表 3：公司产能基地遍布全国



来源：公司官网，国金证券研究所

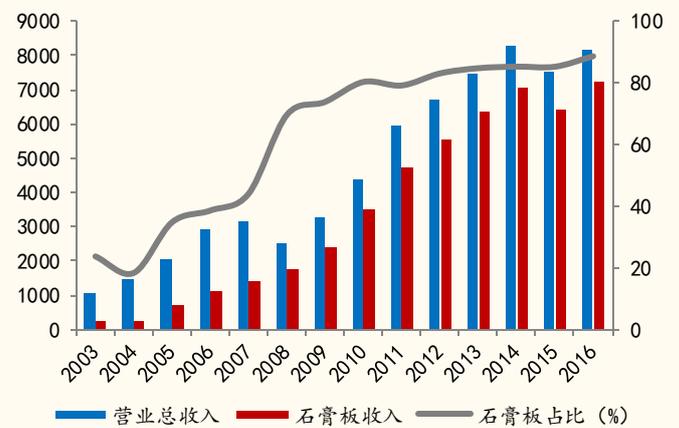
- **泰山石膏贡献主要利润，奠定石膏板主业地位。**自成立以来，公司主营业务未有变化，近年来进一步深耕石膏板行业。随着收购泰山石膏及不断新建石膏板生产线，石膏板业务在公司主营业务中的占比由 2003 年的 23.68% 提升至 2016 年的 88.61%，奠定了石膏板龙头地位。同时，泰山石膏产能占公司石膏板总产能较大，2016 年达到 77.5%，今年上半年贡献净利润 4.62 亿，占比约 62.7%，成为公司主要利润来源。

图表 4：泰山石膏为主要利润来源（百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司石膏板业务占比不断提升（百万元）



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

- **脱硫石膏兼具区域性与资源属性，企业产能布局具有排他性。**由于纸面石膏板具有面积大、价格低、运费占比大的特点，其具有经济性的运输半径一般 300-500 公里左右，以控制物流成本，因此其上下游均具有明显的区域性。脱硫石膏来自火电厂石灰石-石膏湿法烟气脱硫工艺，其产量受火电厂规模及运行情况限制，且实际操作中部分脱硫装置运行不正常导致脱硫石膏品质波动较大，进一步限制了可用且具有经济性的脱硫石膏资源总量，强化其资源属性。纸面石膏板的区域性与资源属性决定了产能布局具有排他性。

- **脱硫石膏性能优、成本低、享受政策优惠，综合效益优于天然石膏。**我国天然石膏储量约 570 亿吨，总量大但优质资源匮乏，且主要分布于中西部，其露天开采和长距离运输加大了制造成本，影响生态环境。随着我国环保整治力度加大，国内火电厂燃煤脱硫产生大量脱硫石膏。脱硫石膏与天然石膏成分相同，物理及化学性质无显著差异，且具有杂质少、品位高等优点，品质高于天然石膏。同时，脱硫石膏出厂价低、享受国家政策优惠，经济效益优于天然石膏，为石膏板制造行业带来了新的发展机会。
  
- **以脱硫石膏为原料的石膏板生产线技术水平要求高。**由于脱硫石膏与天然石膏相比有含湿量大、粒径小且范围窄等缺点，利用其生产纸面石膏板须解决好输送、计量、干燥、改性、均化等技术问题，否则将严重影响石膏板强度、产能、能耗、质量。因此，以脱硫石膏为原材料生产纸面石膏板存在一定技术壁垒，目前，以北新建材及三家外资企业为代表的先进制造商成功完成技术改造，采用脱硫石膏为原材料，而中小纸面石膏板制造企业仍主要采用天然石膏作为原材料。

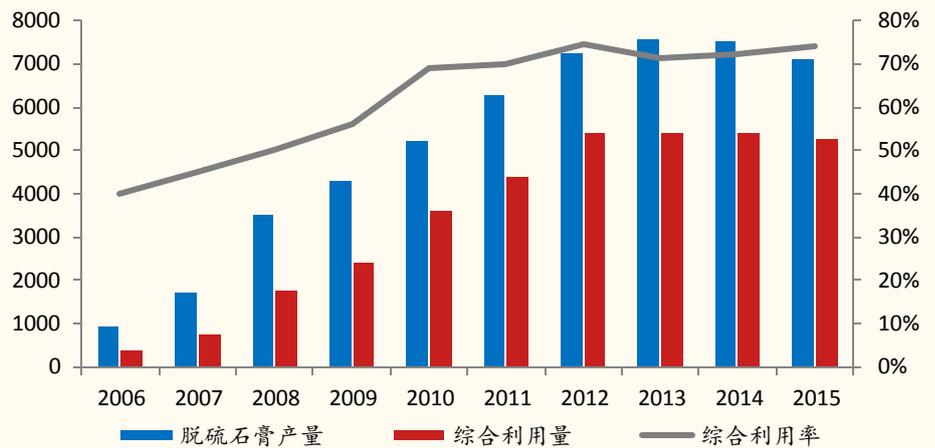
**图表 6：脱硫石膏与天然石膏综合对比**

物理、化学特性	具有相同化学规律、物理性能无显著差别
原料优点	杂质少，品位高，相当于天然石膏一级标准（生产石膏建材采用的天然石膏一般为二级，与一级相比杂质较多）；粒径较细，生产出的建筑石膏强度高于天然建筑石膏，且标准稠度相差不大，凝结时间接近
原料缺点	含湿量较大、粒径偏小且范围较窄、可溶性杂质较多。
原料出厂价	脱硫石膏出厂价格比天然石膏低 30% 以上，去除 15% 左右附着水后，仍远低于天然石膏价格。
加工成本	脱硫石膏需脱除附着水，增加热能消耗。天然石膏需破碎粉磨，增加电力消耗。两者相抵，加工成本基本持平
国家政策	利用脱硫石膏生产纸面石膏板享有税收优惠：公司石膏板生产子公司增值税即征即退 70%；企业所得税 15%；纸面石膏板销售收入应减按 90% 计入应纳税所得额
综合效益	用脱硫石膏生产纸面石膏板更具经济效益
应用对比	经国家建筑材料工业装饰装修材料质量监督检验测试中心检测，脱硫石膏纸面石膏板各项指标均符合技术要求，部分指标还优于天然石膏纸面石膏板。

来源：中国知网，泰山石膏，国金证券研究所

- **脱硫石膏产量及利用率基本稳定，资源利用已近饱和。**自 2005 年国家燃煤电厂烟气脱硫政策实施以来，国内脱硫石膏产量迅速增加，由 2006 年的 944 万吨迅速增加到 2012 年的 7241 万吨，但从 2013 年增速开始放缓，2015 年出现下滑。同时，脱硫石膏综合利用率也快速增长，由 2006 年 40% 增长至 2012 年 74.7%，但 2012 年之后利用率不再上升，稳定在 71%-74% 左右。可见，我国脱硫石膏产量及利用率均已过了高速增长期，目前基本稳定。根据石膏行业协会数据，2015 年脱硫石膏累计存放量 1.5 亿吨。虽然国内脱硫石膏总量可观，且分布较广，但运输成本等问题使得靠近沿海经济区的脱硫石膏才具有经济性，我国可用且具有经济价值的脱硫石膏资源的利用已接近饱和。

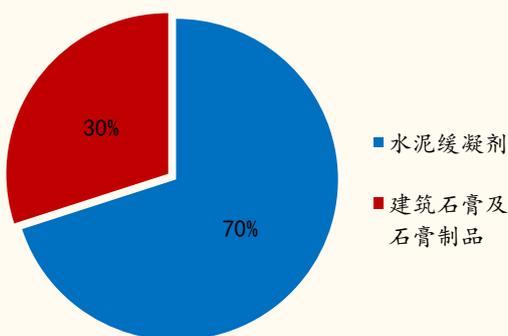
图表 7：脱硫石膏综合利用率稳定在 75%左右（单位：万吨）



来源：中国产业信息网，石膏行业协会，国金证券研究所

- 公司具有前瞻性，抢占脱硫石膏资源完成全国布局，形成资源壁垒。在 2005 年国家燃煤电厂脱硫政策实施之前，公司率先于 2001 年就开始研究使用脱硫石膏的技术，并于 2004 年开始了以脱硫石膏为原料的石膏板生产线的建设和改造，于 2006 年建成 100%使用脱硫石膏的大产能（3000 万 m<sup>2</sup>/年）生产线，极具前瞻性。目前，公司全部生产线均使用脱硫石膏生产，并且与华能集团、中电投、国电、大唐、华润电力建立的稳固的合作关系，确保了上游资源的供应。公司产业布局覆盖沿海经济区，率先抢占石膏资源，成功建立起资源壁垒。
- 公司脱硫石膏利用量在全领域综合利用总量中占比超 90%，优势地位已成。根据中国循环经济协会统计，2006-2014 年中国脱硫石膏综合利用途径中，用于建筑石膏及石膏制品领域的脱硫石膏约占综合利用量的 30%，剩余 70% 用于水泥缓凝剂生产，据此可知建筑与石膏制品领域 2015 年脱硫石膏利用量约为 1583 万吨。
- 根据公司年报显示，21.32 亿平方米产能一年可消纳脱硫石膏约 2100 万吨，约 101.5 吨/万平米。2015 年公司石膏板产量 14.71 亿平方米，因此测算得到 2015 年公司消耗脱硫石膏总量约 1493 万吨，约占建筑石膏及石膏制品领域综合利用量(1583 万吨)的 94%，占比极高，优势地位非常显著，归因于业内中高端市场中的竞争对手产能较小（不足公司产能的 20%），以私企和小作坊为代表的中低端市场占有率（产能占比超过 30%）主要以天然石膏作为原料。纵向对比发现，2012 年该比例仅为 65%，短短 3 年迅速增长，显示出公司全国布局抢占资源策略的有效实施。

图表 8：脱硫石膏利用领域（2006-2014）



图表 9：公司脱硫石膏利用量(万吨)占全领域总用量 90%



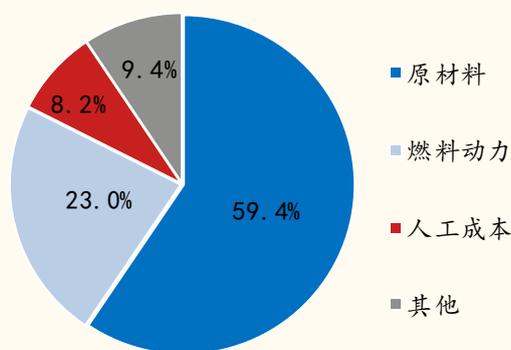
来源：中国循环经济协会，国金证券研究所

来源：中国产业信息网，中国循环经济协会，公司公告，国金证券研究所

### 降能耗压成本+品牌优势+渠道下沉，巩固龙头地位

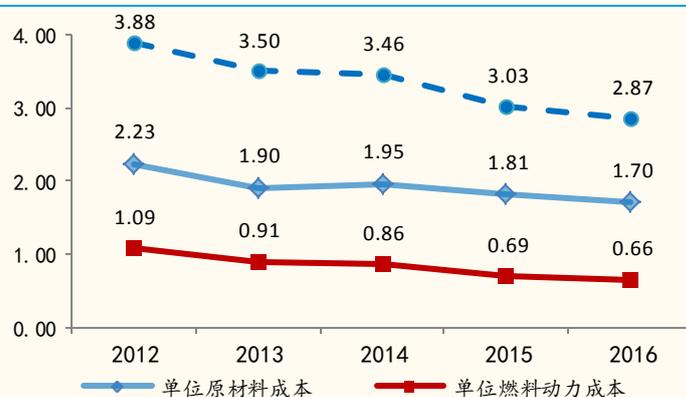
- 公司石膏板业务单位成本 5 年降低 26%，均价下调 16%，毛利率上升 8%。公司石膏板业务中原材料（59%）及燃料动力（23%）是主要成本。2012 年以来，生产 1 平米石膏板所需原材料成本（护面纸及工业副产石膏）下降 0.53 元，降幅 23.62%。单位燃料动力成本（煤炭电力）下降 0.43 元/m<sup>2</sup>，降幅 39.18%。同时，公司人均生产能力大幅提升 78.5%，单位人工成本下降 6.18%。综合来看，石膏板单位成本由 2012 年 3.88 元/m<sup>2</sup> 降至 2016 年 2.87 元/m<sup>2</sup>，降幅 26.05%。因此，尽管近年石膏板均价下调 16.16%，毛利率反而上升 8.2%。公司降低售价提高竞争力的同时保障利润空间。成本控制归功于原材料价格降低及能耗下降。

图表 10：公司石膏板业务成本组成（2016）



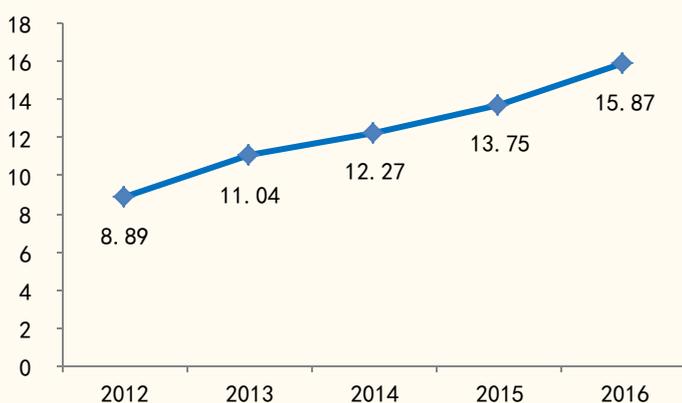
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：公司石膏板板块主要采购商品单位成本(元/m<sup>2</sup>)



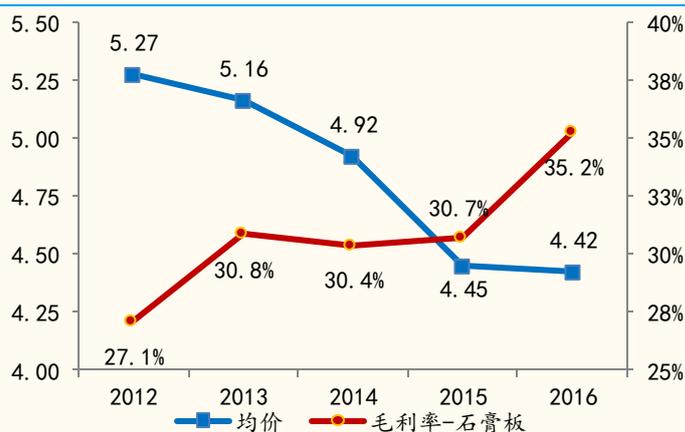
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：公司人均生产能力持续提升(万平米/人)



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：公司降低售价提高竞争力的同时保障利润空间



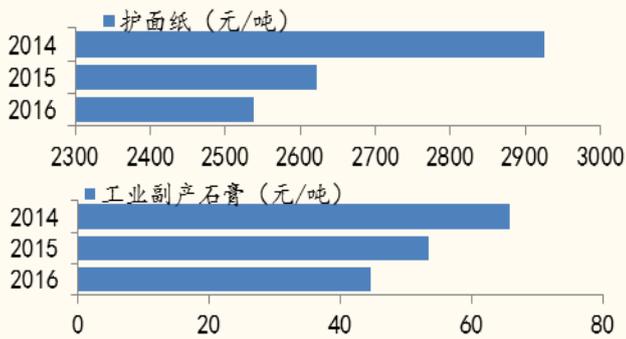
来源：公司公告，国金证券研究所

- 原材料采购价降幅远超市场，归功于采购制度优化及规模优势。石膏板原材料主要为护面纸、工业副产石膏。其中护面纸是重要原材料，占石膏板总成本之比约 30%至 40%，其成本主要由废纸构成（80%左右）。国内美

度 8# 2014-2016 年降幅-5.8%，按护面纸其他成份占比 20%且成本不变计算，可得护面纸价格降幅约-4.7%，同时期泰山石膏护面纸采购价格降幅-32.1%，远超市场平均水平。同时期工业副产石膏采购价降幅亦高达-13%。

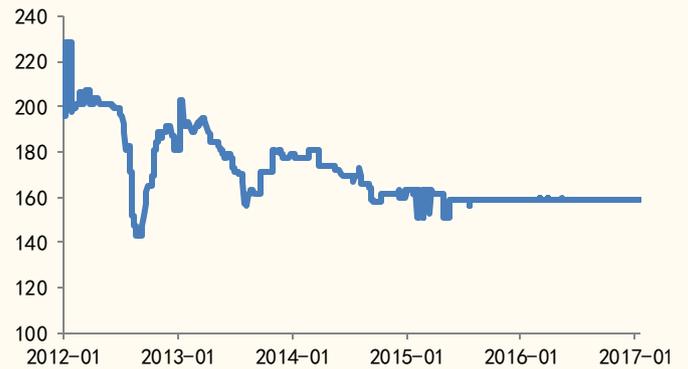
- 原材料采购价格降幅超出市场水平，归功于采购制度优化及规模优势形成采购买方市场。公司凭借龙头地位及规模优势，在原材料采购上形成了自己的买方市场，同时深入推进物资集中采购，建立完整的“比价议价采购”制度和“统购统配”制度，对原材料统一招标、多方比价采购，降低了采购费用，2016 年上半年节省采购支出约 1.76 亿元，在当期石膏板业务成本中占比约 8.5%。

图表 14：泰山石膏原材料价格



来源：公司公告，国金证券研究所

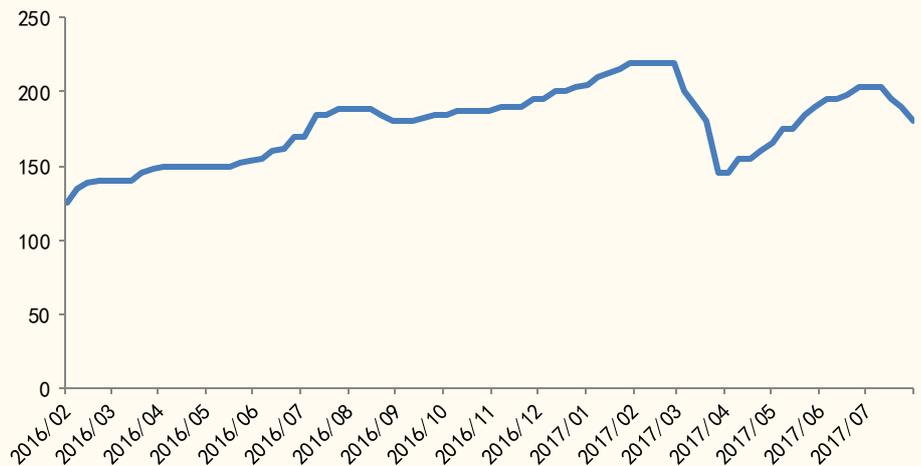
图表 15：国内美废 8# 价格 (美元/吨)



来源：Wind，国金证券研究所

- 2016 年以来，进口美废 8# 到岸价由 125 美元/吨持续上涨至 2017 年 3 月高点 220 美元/吨，涨幅 76%，2017 年 3 月价格短暂回落后 4-7 月再次上升，虽然 8 月价格略有下降，但依然维持在高位。2017 年上半年，进口美废 8# 到岸均价 (190 美元/吨) 较上年同期 (146 美元/吨) 上涨约 30%，原材料价格涨幅较大，导致石膏板成本上升，石膏板企业盈利空间被压缩，公司成本控制能力所带来的优势将更加突出。

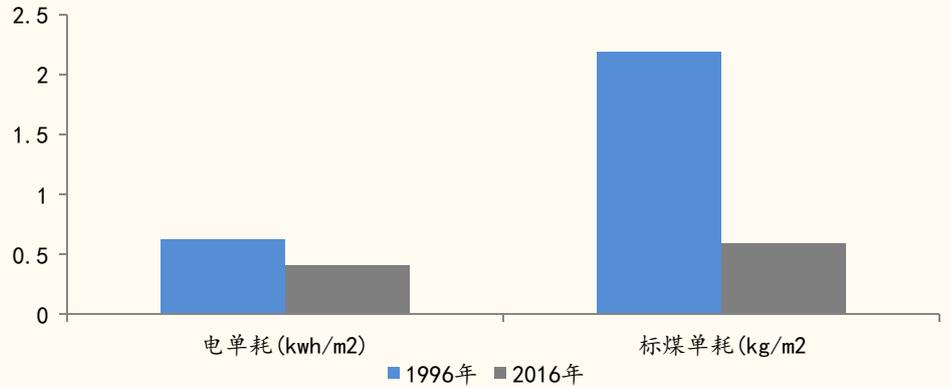
图表 16：进口美废 8# 周均价 (美元/吨)



来源：Wind，国金证券研究所

- **电单耗及标煤单耗显著降低。**能耗方面，根据泰安市经信委给出的数据，与 1996 年相比，公司电单耗由 0.63kwh/m<sup>2</sup> 下降到 0.42kwh/m<sup>2</sup>，下降 33.33%；标煤单耗为由 2.2kg/m<sup>2</sup> 下降到 0.595kg/m<sup>2</sup>，仅为过去的 27%，生产效率大幅提升。

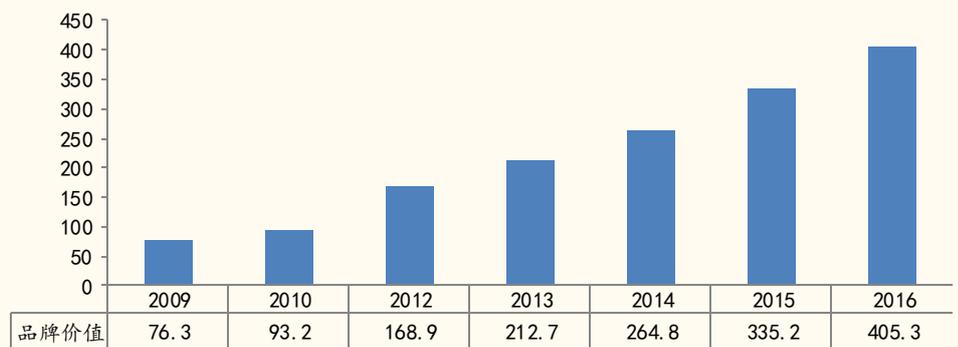
图表 17：公司燃料动力能耗水平



来源：泰安市经信委，国金证券研究所

- **公司品牌打造效果显著，品牌价值持续提升。**公司品牌价值由 2009 年的 76 亿上升至 2016 年的 405 亿，上涨 4.3 倍。在中国 500 最具价值品牌中的排名由 2009 年的第 95 位上升至 2016 年的 75 位。2016 年 12 月 11 日，公司摘得中国工业领域最高奖项“中国工业大奖”，是我国建筑材料行业第一次获得此项大奖，预计未来公司品牌价值将持续上升，品牌价值提升进一步强化了公司的龙头地位。

图表 18：公司品牌价值逐年提升（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- **跟随城镇化浪潮及建材下乡政策，推行渠道下沉开拓城乡市场。**为了抓住新型城镇化建设与建材下乡政策带来的农村家装市场发展机会，公司开始实施销售渠道下沉。公司过去销售重心主要为是一线、二线城市，现在也关注三、四线，甚至县乡级城市，并于装修公司及行业客户建立战略合作关系，开启全渠道销售模式。公司在一线中心城市广泛开展技术交流会，在石膏板生产基地辐射区域周围的重点二、三线城市采用“龙之行”推广会，并以建设新生产线及拓展新市场的方式延伸至县乡市场，对全国各级市场进行全方位渗透。

图表 19：公司采取全渠道销售模式

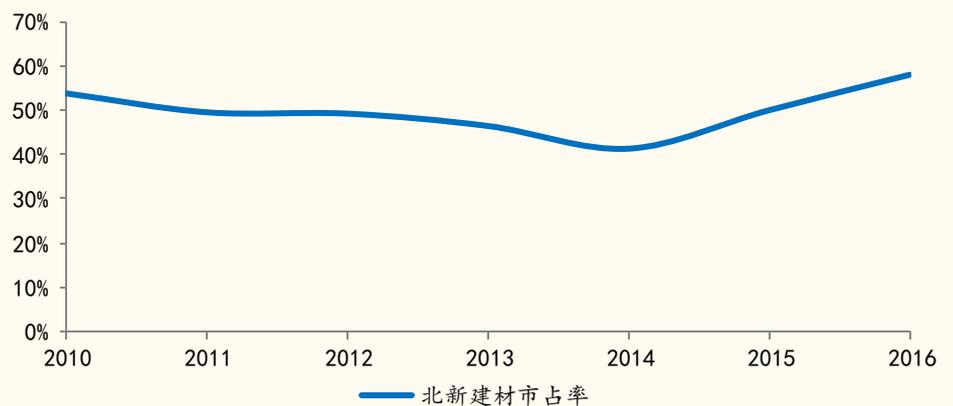
经销商合作	主要销售方式，几千家经销商，形成密集分销布局
装修公司战略合作	成功与全国各大装饰公司建立合作关系
发展行业客户	与房地产商、家装公司签订战略合作协议
建立新生产线，拓展新市场	销售渠道已经延伸至县一级乃至乡镇一级市场

来源：公司公告，国金证券研究所

## 市占率高位稳定，竞争优势显著

- 2010 年以来，公司在国内市场的市占率稳定在 40%-60%（根据产量占比计算，公司石膏板产销率接近 100%），最新调研显示 2016 年销量市占率达到 58%，为全球第一大石膏板生产企业。当前石膏板高端市场企业主要为北新建材的龙牌、可耐福、圣戈班和博罗，但后面三者产能之和不足公司的 18%，且在市占率、国内品牌影响力、重点工程覆盖率、工厂及渠道分布、系统配套能力方面（公司是唯一自主配套生产轻钢龙骨和矿棉吸声板的企业，可提供全系列产品和应用解决方案）与公司存在较大差距；中端市场泰山牌一家独大；低端品牌基本以一些中小厂商产品为主，生产规模不一、产品质量参差不齐。可见，公司竞争优势也非常显著。

图表 20：公司市占率稳定在 40%-60%

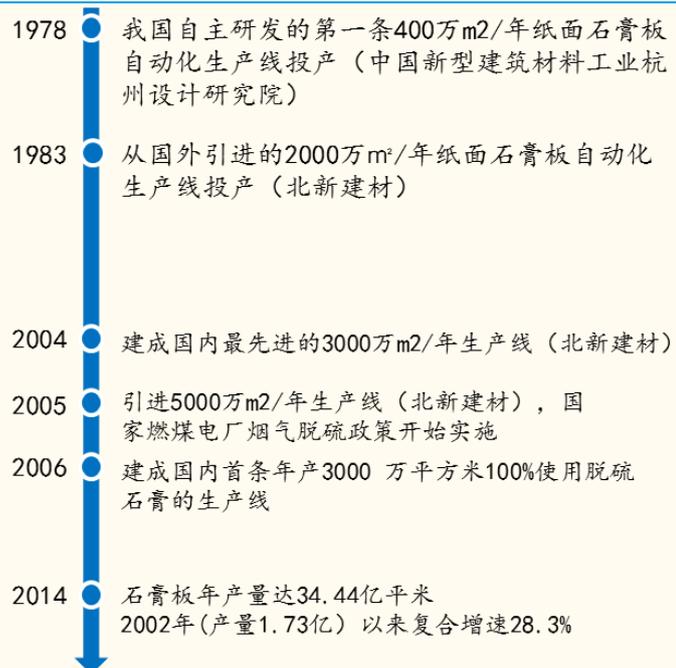


来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

## 二、新房装修+渗透率+存量改造，三架马车拉动石膏板需求增长

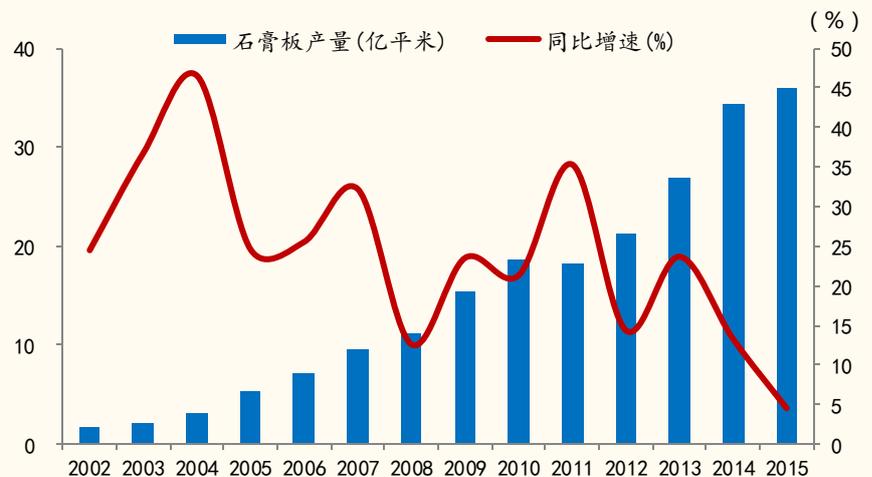
- 我国石膏板行业发展迅速，2002-2015 年产量复合年增速为 26%。1978 年，我国自主研发的第一条 400 万 m<sup>2</sup>/年纸面石膏板自动化生产线投产。1983 年，北新建材从国外引进的 2000 万 m<sup>2</sup>/年纸面石膏板自动化生产线投产。之后，伴随我国墙材改革及建筑业发展，石膏板需求日益强劲，产量持续上升。截止 2015 年 10 月，国内石膏板产量达 29.07 亿平方米，同比增速 3.37%。假设 2015 年 11-12 月增速维持，预计 2015 年全年产量达到了 36 亿平方米左右，2002-2015 年，我国石膏板年产量由 1.73 亿平方米上升至 36 亿平方米，复合增速达到 26%。

图表 21：我国纸面石膏板发展历程



来源：公司报告，中国知网，国金证券研究所

图表 22：石膏板年产量不断增加



来源：Wind，国金证券研究所

### 地产回暖，带来新房装修需求

- **房地产新开工到竣工需 1.5-2 年。**分析历史数据发现，房地产新开工面积增速于 2010 年 5 月达到高位 72.4%后持续下滑至 2012 年 6 月的-7.1%，短暂回升后继续下降，于 2014 年 2 月达到最低点-27.4%。相应地，房地产竣工面积增速于 2012 年 2 月达到高位 42.5%后持续下滑至 2014 年 2 月的-8.2%，同样短暂回升后继续下降，于 2015 年 8 月达到最低点 14.6%，各阶段均滞后 1.5-2 年。

图表 23：房地产开工到竣工需 1.5-2 年，16 年至今开工面积增速 10%-20%



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 2016 年初以来房地产投资加速增长，新开工面积增速由负转正，未来新房装修需求增长可期。16 年初以来，房地产投资增速触底反弹持续上升，由接近于 0 上涨到目前稳定在 9% 左右。房地产新开工面积增速亦转负为正，增速达 10%-20%。根据房地产项目开工至竣工需 1.5-2 年时间推算，16 年初开工的项目即将竣工，增速传导即将实现，因此预计未来 2 年房地产竣工面积将持续增长，带动石膏板在新房装修方面的需求以 10% 左右的速度增长。

图表 24：16 年年初以来房地产投资增速持续上升



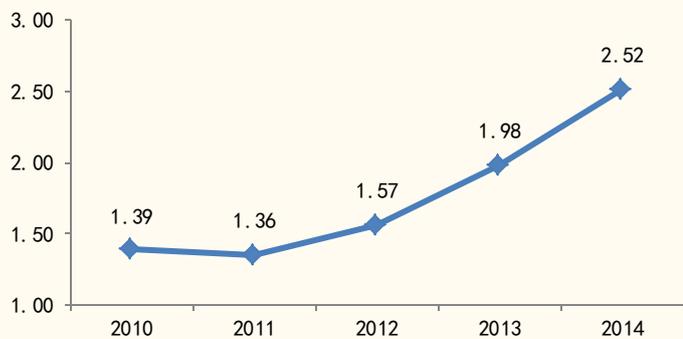
来源：Wind，国金证券研究所

### 石膏板渗透率总体提升，未来上升空间仍巨大

- 我国人均石膏板使用量不断提高，但与发达国家仍有差距。2010 年至 2014 年，根据我国石膏板产量及总人口数计算的人均石膏板使用量由 1.39 平方米/人上升至 2.52 平方米/人，涨幅为 82%。2014 年，美国石膏板产量 20 亿平方米，人均使用量 6.27 平方米，日本石膏板产量 5.27 亿平方米，人均使用量 4.2 平方米，均远高于我国，我国石膏板渗透率仍有巨大提升空间。
- 我国住宅单位竣工面积石膏板使用量较低，有较大发展空间。2014 年，房屋竣工总面积 10.75 亿平方米，石膏板产量 34.4 亿平方米，单位竣工面积石膏板使用量达 3.2 平米。从消费结构看，我国用于家装的石膏板在总量

中占比约 20%，约 6.88 亿平方米，住宅房屋竣工面积 8.09 亿平方米，因此单位住宅竣工面积石膏板使用量仅为 0.85 平方米，渗透率极低。工装使用的石膏板占比 80%，计算得单位非住宅竣工面积石膏板使用量 10.36 平方米。

图表 25：我国人均石膏板使用量不断提升 (m<sup>2</sup>/人)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：我国石膏板住宅渗透率仍有较大发展空间(2014)

石膏板产量	34.4	亿 m <sup>2</sup>
全国	房屋竣工面积：总面积	10.75 亿 m <sup>2</sup>
	单位竣工面积石膏板使用量	3.20 m <sup>2</sup> /m <sup>2</sup>
住宅	石膏板使用比例(家装)	20% -
	房屋竣工面积：住宅	8.09 亿 m <sup>2</sup>
	单位竣工面积石膏板使用量	0.85 m <sup>2</sup> /m <sup>2</sup>
非住宅	石膏板使用比例(工装)	80% -
	房屋竣工面积：非住宅	2.66 亿 m <sup>2</sup>
	单位竣工面积石膏板使用量	10.36 m <sup>2</sup> /m <sup>2</sup>

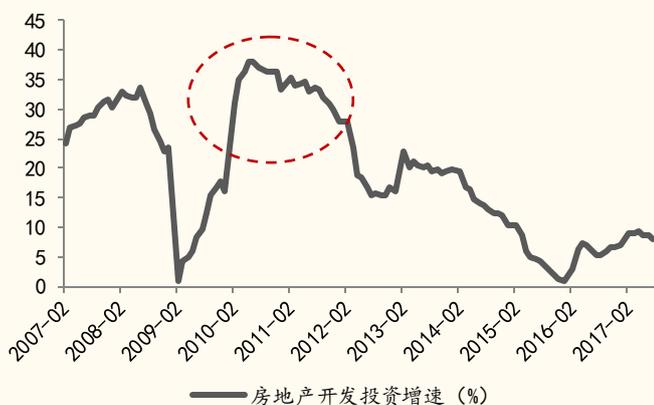
来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

- 据了解，美国和日本每年单位住宅完工面积消费石膏板约为 8-10m<sup>2</sup>，是我国近 10 倍。国内石膏板在住宅领域渗透率与发达国家差距巨大的原因是受消费理念限制，国内住宅墙材品种以砌块居多，导致石膏板在墙材上的使用较少。国内用作墙材的石膏板大约占整个石膏板消费总量的 30%，吊顶约 70%，而在国外用作墙材的石膏板占比高达 80%。随着新型轻质墙体的改革与推广、人们环保意识的增强、家装市场比重的逐步增大，石膏板作为轻质隔墙的建筑材料，用量将进一步增加，具有广阔的市场前景。

### 存量房二次装修带来新的增量

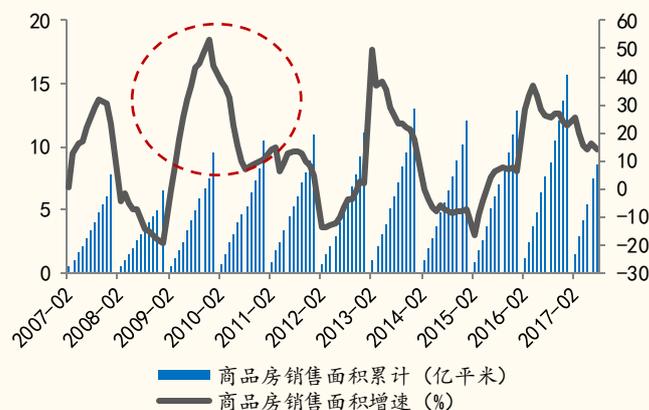
- 中国酒店装修周期一般是 5-8 年，住宅是 8-10 年。2008 年底政府“四万亿”投资计划刺激房地产市场需求于 2009 年初启动，2010 年开始房地产投资以 20%-40% 的增速持续增长近 4 年，带动同期商品房销售面积同比高速增长，2009 年全年销售面积较 2008 年大幅增长 44%，存量商品房屋实现快速积累。随着房屋即将迎来装修周期，存量房二次装修的需求将带来新的增量。

图表 27：房地产投资完成额总比增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：商品房销售面积及增速



来源：Wind，国金证券研究所

### 三、 城镇化建设+装配式建筑解构行业天花板，形成需求新蓝海

新型城镇化建设继续推进，石膏板等新型建材将是重要发展方向

- 我国城镇化率稳步提升，截止 16 年底达到 57%。近年来，国家出台一系列相关政策，积极推动我国城镇化建设，截止 16 年底，我国城镇化率已经达到 57.53%，规划 2020 年达到 60%左右，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。随着我国城镇化建设的不断推进，建筑需求也在逐步释放，未来石膏板行业仍将受益城镇化率提升。

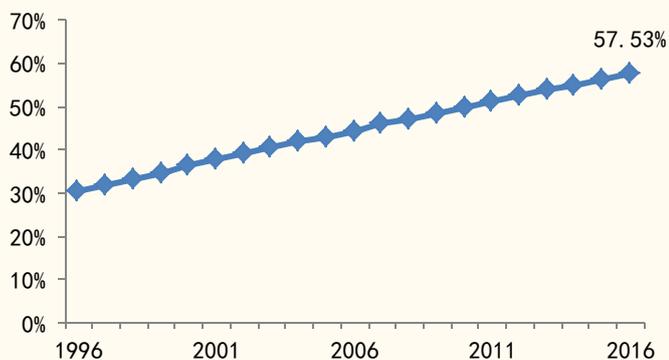
图表 29：关于推进城镇化建设相关政策

日期	部门与政策	相关内容
2016 年 3 月	两会授权发布 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（2016—2020 年）》	加快农业转移人口市民化、优化城镇化布局和形态、建设和谐宜居城市、健全住房供应体系、推动城乡协调发展。其中包含八个新型城镇化建设重大工程：“三个 1 亿人”城镇化、新生中小城市、特色小镇、智慧城市、绿色森林城市、海绵城市、地下管廊（网）、美丽乡村。
2016 年 2 月	国务院 《关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》	提出九个方面 36 条具体措施，全面部署深入推进新型城镇化建设
2014 年 3 月	中共中央、国务院 《国家新型城镇化规划（2014—2020 年）》	2020 年实现常住人口城镇化率 60%左右，户籍人口城镇化率 45%左右，两者差距缩小 2%左右，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。
2012 年 12 月	中央经济工作会议	明确强调城镇化是我国现代化建设的历史任务

来源：国务院，新华社，国金证券研究所

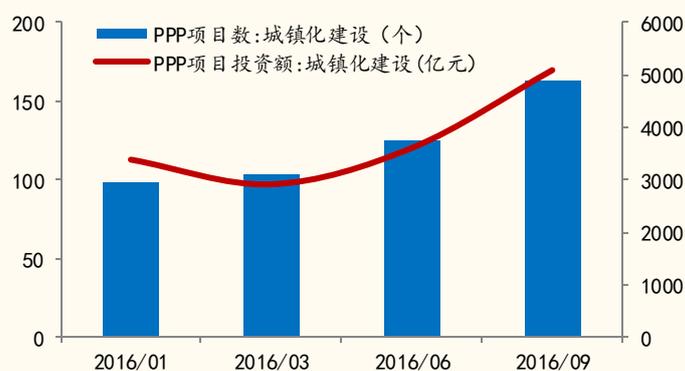
- 新型城镇化建设将带来基建投资结构转型，带动新型建材发展。根据投资蓝皮书称，实践表明我国的城镇化率每增加 1%，可拉动当年国内生产总值 1%~2%。2016 年我国 PPP 模式推行以来，PPP 城镇化项目数量与投资额也以较快速度增长。参考日韩两国城镇化发展历程，当城镇化率提升至 50%以上，基建投资增速趋于稳定，投资结构将由传统建材向城市配套新型建材转变。目前我国的城镇化率已接近 60%，在未来的新型城镇化过程中，以石膏板、防水涂料、给排水管网系统等为代表的新型建材将成为基建投资结构转型的重要方向。

图表 30：我国城镇化率不断提高



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 31：PPP 城镇化项目数量与投资额均增加



来源：Wind，国金证券研究所

## 装配式建筑与建材革新珠联璧合，利好新型墙材石膏板

- **装配式建筑推动绿色建材推广落地。**2016年9月国务院发布《关于大力发展装配式建筑的指导意见》明确提出10年左右使装配式建筑在新增建筑中占比达30%，并推广绿色建材使用。此后有关部门出台多项保障型政策确保任务落实，并将装配式建筑与绿色建材发展纳入“十三五”规划、方案。各项政策都将装配式建筑与绿色建材进行了有机结合，并提出全产业链式发展计划。建筑材料革新是推动装配式建筑发展的重要组成部分，发展装配式建筑也能促进上下游协同发展，推动绿色建材推广落地，装配式建筑与建材革新珠联璧合，相互推动。
- **建材改革政策利好石膏板，有望成为装配式建筑吊顶+隔墙主要材料。**建材行业也出台了《新型墙材推广应用行动方案》、建材“十三五”规划及发展指导意见等多项政策推动建材行业升级转型，比如：到2020年全面实施“城市限粘、县城禁实、省城禁产”，实现新型墙材产量占比80%(其中装配式墙板部品20%)及绿色建材营收占比30%，并强调纸面石膏板、工业副产石膏等材料的使用。建筑节能的关键在于墙体节能，传统墙材粘土砖及水泥是我国建筑产业能耗大、污染高的主要原因。石膏板是世界公认的环保节能新型墙体材料，且高强度石膏具有轻，快，好等优势，适合工业化生产，未来有望成为装配式建筑隔墙与吊顶主要材料。

图表 32：装配式建筑、新型建筑材料推广政策

日期	部门	政策	相关内容
2017年5月	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	到2020年，城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高到50%。实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广 <b>节能绿色建材、装配式和钢结构建筑</b> 。推动煤矸石、粉煤灰、 <b>工业副产石膏</b> 、冶炼和化工废渣等工业固体废弃物综合利用。到2020年， <b>工业固体废物综合利用率达到73%以上</b>
2017年5月	住建部	《建筑业发展“十三五”规划》	到2020年，城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%， <b>绿色建材应用比例达到40%。装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%</b>
2017年3月	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	进一步明确阶段性工作目标，落实重点任务，强化保障措施
2017年2月	国务院	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 <b>30%</b> 。
2017年2月	发改委、工信部	《新型墙材推广应用行动方案》	要求到2020年，全国县级含以上城市 <b>禁止使用实心粘土砖</b> ，地级城市及其规划区不含县城 <b>限制使用粘土制品</b> ，副省级含以上城市及其规划区 <b>禁止生产和使用粘土制品</b> ； <b>新型墙材产量在墙材总量中占比达80%</b> ，其中 <b>装配式墙板部品占比达20%</b> 。
2016年10月	工信部	《建材工业发展规划（2016-2020年）》	要求建筑材料向 <b>绿色化和部品化</b> 发展。开展 <b>副产石膏</b> 等大宗工业固废的综合利用。 <b>绿色建材</b> 主营业务收入在建筑业用产品中占比由2015年的10%提升至2020年的 <b>30%</b> 。
2016年9月	国务院	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角城市群为重点推进区，常住人口超300万的其他城市为积极推进区，其余城市为鼓励推进区，发展装配式建筑。力争 <b>10年左右使装配式建筑在新增建筑面积中占比达30%</b> 。 <b>推广绿色建材并提高其在装配式建筑中的应用比例</b> ，强制淘汰不符合节能环保要求、质量性能差的建材。

2016年8月 中国建材联合会 《建材工业“十三五”发展指导意见》 加快发展轻质高强保温的纸面石膏板等建筑用各种板材，引导发展低导热高强度发泡陶瓷砌块等高质量的墙板

来源：国务院，发改委，住建部，工信部，中国建材联合会，国金证券研究所

## 地方装配式建筑政策落地，雄安新区将释放百亿石膏板市场空间

- **河北“十三五”推装配式建筑发展，雄安成标杆装配式建筑占比或达 90%。** 随着国家多项装配式建筑推广政策的发布，全国已有多个省市出台装配式建筑专门指导意见、相关配套措施或明确发展要求。2017年6月，雄安新区所在河北省发布《河北省装配式建筑“十三五”发展规划》，要构建京津冀装配式建筑协同发展格局，规划目标到2020年装配式建筑将占新建建筑比例20%以上，到2025年达到30%以上。中国建筑设计院装配式建筑工程研究院副院长、总工程师张守峰表示，未来雄安新区装配式建筑可达80%至90%。
- **雄安新区中长期石膏板市场空间可观。** 我们对雄安新区石膏板市场空间进行了预测。由于雄安新区七个重点任务之一是建造绿色智慧新城，强调环保，因此预期新区环保石膏板使用率将高于全国平均。雄安起步区、中期发展区、远期控制区面积分别为约100、200、2000平方公里，其中远期控制区建成区面积预计800平方公里（参考深圳总面积、建成区面积分别为1997、890平方公里）。

### 测算过程：

- **人口密度方面：** 由于新区紧靠北京，并对标上海及深圳经济开发区，因此根据2015年北京(1.57万人/平方千米)、上海(1.55万人/平方千米)、深圳(1.28万人/平方千米)人口密度数据，我们给出悲观、中性、乐观的预测分别为1.0、1.5、1.8万人/平方千米。
- **人均住宅面积方面：** 参考2016年城市人均住宅面积36.6m<sup>2</sup>/人的数据进行预测。
- **竣工面积方面：** 由于雄安新区房屋存量少，预测时均按新建房屋考虑。根据历史数据，住宅竣工面积在总竣工面积中的占比约为75%，非住宅占比约25%。
- **渗透率方面：** 在国内住宅领域，目前石膏板渗透率0.85 m<sup>2</sup>/m<sup>2</sup>，主要用于吊顶。一般来讲隔墙面积至少是吊顶面积的3倍以上，据此给出住宅石膏板渗透率中性预期5 m<sup>2</sup>/m<sup>2</sup>，乐观预期可达到美日水平8-10m<sup>2</sup>。非住宅渗透率目前约10 m<sup>2</sup>/m<sup>2</sup>，已达到较高水平，预期较为平稳。
- 预测结果显示，中性预期下中、长期市场空间可达8亿、33亿平方米，百亿市场空间亦可期。按照起步区建设期5年计算，中性、乐观预期下每年将分别带来石膏板需求量8300万、2.7亿平方米。

图表 33：雄安新区对标城市（北上深）人口密度（2015年）

	常住人口（万人）	建成区面积（km <sup>2</sup> ）	人口密度（万人/km <sup>2</sup> ）
北京	2171	1386	1.57
上海	2415	1563	1.55
深圳	1138	890	1.28

来源：国家统计局，《中国城市统计年鉴2015》，国金证券研究所

图表 34：雄安新区石膏板市场空间测算

预期	总面积	人口密度	总人口	人均住宅	装配式建	总面积：	总面积：	单位面积	单位面积石	石膏板
	km2	万人/km2	万人	建筑面积	筑占比	住宅	非住宅	石膏板用	膏板用量：	
				m2/人	-	(75%)	(25%)	量：住宅	非住宅	总量
						亿 m2	亿 m2	m2/m2	m2/m2	亿 m3
起步期	悲观	1.0	100	30	70%	0.21	0.07	3	10	1
	中性	100	150	40	80%	0.48	0.16	5	11	4
	乐观	1.8	180	60	90%	0.97	0.32	10	12	14
中期	悲观	1.0	200	30	70%	0.42	0.14	3	10	3
	中性	200	300	40	80%	0.96	0.32	5	11	8
	乐观	1.8	360	60	90%	1.94	0.65	10	12	27
远期	悲观	2000	800	30	70%	1.68	0.56	3	10	11
	中性	(预计	1200	40	80%	3.84	1.28	5	11	33
	乐观	建成区	1440	60	90%	7.78	2.59	10	12	109
	800)									

说明：蓝底为预测数据，灰底为计算数据

来源：国务院，国家统计局，《中国城市统计年鉴 2015》，Wind，国金证券研究所

#### 四、环保趋严加速行业整合，市场集中度进一步提升

##### 环保加码，行业整合加速，落后产能逐步出局

- 随着国家强制淘汰高耗能、重污染、工艺技术落后的生产线，加大力度推行“煤改气”等环保政策，以及大规模现代化生产线的陆续建成投产，石膏板行业的结构发生重大调整，长期看有利于以北新建材为代表的大型中高档石膏板生产企业的发展。
- 政策发力，加速淘汰落后产能。2013 年发改委发布第 21 号令修改《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，将产能 1000 万 m<sup>2</sup>/年以下石膏板生产线认定为淘汰类，产能 3000 万 m<sup>2</sup>/年以下石膏板生产线认定为限制类。对限制类新建项目，《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》（国发[2005]40 号）规定禁止投资，各级相关部门不予审批、核准、备案或办理相关手续，从而淘汰一批生产规模小、技术落后、产品档次低、无自主品牌的小型厂家。据统计，此类落后产能约 5.5 亿平方米，占比约 13%。市场集中度和行业进入壁垒提高，竞争秩序亦逐步规范。
- 主要子公司泰山石膏限制类产能占比低于全国。截至 2016 年初，公司主要子公司泰山石膏（产能占比约 80%）拥有石膏板年产能 15.82 亿平方米，其中淘汰类产能（<1000 万 m<sup>2</sup>/年）为零，限制类产能（<3000 万 m<sup>2</sup>/年）为 1.62 亿平方米，占比 10.24%。截止 2017 年 6 月，北新建材拥有石膏板年产能 21.62 亿平方米，泰山石膏按产能占比 80% 计算约有产能 17.3 亿平方米，限制类产能占比下滑至 9% 左右，低于全国限制类产能比重（13% 以上）。

图表 35：截止 2016 年初泰山石膏产能情况

项目	生产线数量	产能	产能占比
(万平方米/年)	(条)	(万平方米/年)	
1000 以下	-	-	-
1000-3000	8	16200	10.24%

大于 3000	36	142000	89.76%
合计	44	158200	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **技术改造升级配合产能扩张，弱化限制类产能影响。**对限制类现有产能，《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》允许企业在一定期限内改造升级。泰山石膏承诺根据产业政策及经营情况对限制类产能进行技术改造升级。据了解，成立初期泰山石膏的石膏板单线产能仅400万平方米/年左右(蒸汽生产线)，依靠研发力量逐步升级至1000万m<sup>2</sup>/年(导热油生产线)、2000-6000万m<sup>2</sup>/年(系列生产线)，具备技术改造升级的能力及经验。2016年以来，公司及泰山石膏多条产能3000万m<sup>2</sup>/年以上新生产线顺利推进或投产，2017年6月公布30亿产能规划，随着优质产能的扩张，配合现有产能技术改造升级，今后公司限制类产能占比将继续下滑，进一步弱化限制类产能影响。

图表 36：2016 年以来在建及投产项目

项目	归属	石膏板 (万平米)	投资额 (万元)	投资进度	目标市场	公告日
福建泉州	北新	3000	8137	9.2%	福建、广东东部、台湾等	2012/06/06
天津建材基地	北新	3000	19583	46.9%	天津等	2014/09/29
宜良建材基地	北新	3000	14919	6.9%	云南等	2014/09/29
湖南望城	北新	3000	11782	12.5%	广西、海南、广东等	2014/08/20
甘肃白银	泰山	3000	8934	106.6%	甘肃及周边	2013/10/29
在建 四川宜宾	泰山	3500	8658	56.5%	四川、重庆等	2016/01/04
重庆綦江	泰山	3500	9545	24.9%	重庆、四川南	2017/03/20
陕西富平	北新	3000	10177	39.4%	陕西、宁夏、新疆、青海、甘肃等	2016/02/03
江西吉安	北新	3000	10232	0.9%	赣南、福建、湘南	2016/02/03
江西弋阳	泰山	3500	10653	-	江西东部、浙江西部、福建北部	2017/08/17
投产 湖北襄阳	泰山	4000	11212	-	湖北、河南南部、湖南北部等	2014/08/20
山东东营	泰山	5000	11626	-	山东、河北等	2016/01/04

来源：公司公告，国金证券研究所

### “煤改气”推高成本挤压小厂生存空间，公司大产能为主平稳过渡

- 自 2013 年《大气污染防治行动计划》发布以来，燃煤锅炉淘汰政策、国家和“2+26”城区煤改气政策相继发布，政策含鼓励型(补贴)及惩罚型(强制停产停水电及回收排污权)且力度逐步加强。“十三五”规划纲要表示，推进重点城市“煤改气”工程，新增用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨。“煤改气”大势所趋。
- “煤改气”后燃料成本增幅或达 146%，小企业生存压力加大。需要淘汰的是小型燃煤锅炉，其热效率一般较低，按热效率 60% 计算，5000 大卡煤炭实际热值 3000 大卡/kg，1 蒸吨锅炉满负荷用量 200kg/h。按照 5000 大卡煤炭市场价 600 元/吨、一天运行 8 小时计算，燃煤锅炉日运行成本 960 元。同理得天然气锅炉日运行成本 2364 元，“煤改气”致燃料成本增

长 146%。小企业技术落后能耗高于泰山石膏，面临更大燃料成本涨幅，同时缺乏规模经济，恐难以为继。

图表 37：燃气锅炉、燃煤锅炉经济性对比

项目	天然气锅炉	单位	燃煤锅炉	单位
热效率	85%		60%	
热值	8600	kCal/m <sup>3</sup>	5000	kCal/kg
实际热值	7310	kCal/m <sup>3</sup>	3000	kCal/kg
1 蒸吨锅炉满负荷用量	82	m <sup>3</sup> /h	200	kg/h
原料价格	3.6	元/m <sup>3</sup>	0.6	元/kg
假定运行时间	8	h/天	8	h/天
运行成本	2364	元/天	960	元/天

来源：中国知网，Wind，国金证券研究所

- “煤改气”对公司净利润影响不足 5%，可平稳过渡。按泰山石膏 2016 年能耗标准，单位产品电耗 0.42kwh/m<sup>2</sup>。公司 2016 年产量 16.32 亿平米，计算得年电耗 6.85 亿千瓦时，年电费 5.26 亿元。当年燃料动力成本总计 10.78 亿元，则燃料成本 5.52 亿元。公司目前燃料主要是煤炭，根据泰山石膏限制类产能占比约 10%预测公司需改造的小型燃煤锅炉占比 10%。这些使用小型燃煤锅炉的生产线均完成“煤改气”后燃料成本将增加 146%（图表 1），增加额 0.81 亿元。石膏板业务毛利润将下降 3.16%至 24.65 亿元。考虑企业所得税后（公司及石膏板业务子公司所得税率 15%），净利润将减少 0.68 亿元，降幅 4.67%。可见，由于公司主要以大产能为主，因此受“煤改气”影响不大，可平稳过渡。“煤改气”后公司可快速占领空出市场，预计净利润将有所回升。

图表 38：“煤改气”对公司盈利的影响（以 2016 年数据为例）

单位产品电耗	0.42	kwh/m <sup>2</sup>
总电耗	6.85	亿千瓦时
全国平均工业电价	0.77	元/kwh
电费	5.26	亿元
燃料成本	5.52	亿元
需改造的小型燃煤锅炉占比	10%	（估计）
煤改燃后燃料成本涨幅	146%	（来自图表 1）
煤改燃后新增燃料成本	0.81	亿元
煤改燃后石膏板业务毛利润	24.65 (-3.16%)	亿元
所得税率	15%	-
煤改燃后净利润减少额	0.68	亿元
煤改燃后净利润	13.97 (-4.67%)	亿元

来源：公司年报，中商情报网，国金证券研究所

## 五、 投资建议与盈利预测

公司在产能规模、品牌及原材料采购方面优势明显，随着市占率的进一步提升，公司议价能力也将逐步增长，未来装配式建筑大力推进，石膏板作为隔墙渗透率有望不断提升，将为公司带来新的发展机遇。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.94, 1.13 和 1.37 元，对应 17-19 年 PE 估值分别为 17.7、14.8 和 12 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 39：公司主要业务盈利预测**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>石膏板</b>					
收入	6434.01	7227.05	8301.92	9408.00	10692.00
成本	4458.96	4681.26	5372.74	6014.30	6728.53
毛利	1975.05	2545.79	2929.18	3393.70	3963.47
毛利率(%)	30.70	35.23	35.28	36.07	37.07
业务占比	85%	89%	89%	90%	90%
<b>轻钢龙骨</b>					
收入	522.96	609.37	639.84	671.83	705.42
增速	-14.29%	16.52%	5%	5%	5%
成本	350.13	386.33	403.10	421.24	440.89
毛利	172.83	223.04	236.74	250.59	264.53
毛利率(%)	33.05	36.60	37	37.3	37.5
业务占比	7%	7%	7%	6%	6%

来源：公司公告，国金证券研究所

## 六、 风险提示

- 房地产调控政策具有不确定性
- 煤炭价格上涨
- 原材料护面纸价格继续上涨
- 装配式建筑推行低于预期

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>8,295</b>	<b>7,551</b>	<b>8,156</b>	<b>9,326</b>	<b>10,508</b>	<b>11,862</b>	货币资金	1,269	548	783	1,890	3,611	5,820
增长率	-9.0%	8.0%	14.3%	12.7%	12.9%		应收款项	403	332	283	377	422	481
主营业务成本	-5,815	-5,191	-5,368	-6,209	-6,910	-7,623	存货	1,629	1,377	1,252	1,497	1,666	1,817
%销售收入	70.1%	68.7%	65.8%	66.6%	65.8%	64.3%	其他流动资产	1,728	2,023	2,419	1,332	1,377	1,433
毛利	2,480	2,360	2,788	3,118	3,599	4,239	流动资产	5,029	4,280	4,738	5,096	7,077	9,551
%销售收入	29.9%	31.3%	34.2%	33.4%	34.2%	35.7%	%总资产	37.6%	31.5%	33.0%	34.9%	43.2%	51.2%
营业税金及附加	-18	-40	-112	-121	-137	-154	长期投资	183	365	380	380	380	380
%销售收入	0.2%	0.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	6,977	7,446	7,695	7,583	7,370	7,204
营业费用	-293	-282	-289	-336	-384	-433	%总资产	52.2%	54.7%	53.6%	51.9%	45.0%	38.6%
%销售收入	3.5%	3.7%	3.5%	3.6%	3.7%	3.7%	无形资产	1,159	1,497	1,513	1,531	1,522	1,511
管理费用	-518	-553	-661	-746	-842	-961	非流动资产	8,343	9,325	9,611	9,518	9,296	9,121
%销售收入	6.2%	7.3%	8.1%	8.0%	8.0%	8.1%	%总资产	62.4%	68.5%	67.0%	65.1%	56.8%	48.8%
息税前利润 (EBIT)	1,651	1,485	1,725	1,915	2,237	2,691	<b>资产总计</b>	<b>13,373</b>	<b>13,604</b>	<b>14,349</b>	<b>14,614</b>	<b>16,373</b>	<b>18,671</b>
%销售收入	19.9%	19.7%	21.1%	20.5%	21.3%	22.7%	短期借款	2,326	1,708	1,536	80	70	60
财务费用	-177	-131	-85	-58	19	60	应付款项	1,329	1,338	998	1,127	1,230	1,361
%销售收入	2.1%	1.7%	1.0%	0.6%	-0.2%	-0.5%	其他流动负债	650	205	176	202	205	297
资产减值损失	-3	-6	-8	-2	0	0	流动负债	4,305	3,251	2,710	1,409	1,506	1,718
公允价值变动收益	8	2	-1	0	0	0	长期贷款	40	103	217	217	217	218
投资收益	8	93	45	60	41	45	其他长期负债	502	989	959	941	942	942
%税前利润	0.5%	6.6%	2.7%	3.1%	1.8%	1.6%	<b>负债</b>	<b>4,847</b>	<b>4,343</b>	<b>3,886</b>	<b>2,568</b>	<b>2,665</b>	<b>2,878</b>
营业利润	1,489	1,444	1,675	1,915	2,297	2,796	<b>普通股股东权益</b>	<b>7,208</b>	<b>7,801</b>	<b>10,376</b>	<b>11,958</b>	<b>13,620</b>	<b>15,706</b>
营业利润率	17.9%	19.1%	20.5%	20.5%	21.9%	23.6%	少数股东权益	1,317	1,460	87	87	87	87
营业外收支	174	-37	-9	10	11	12	<b>负债股东权益合计</b>	<b>13,373</b>	<b>13,604</b>	<b>14,349</b>	<b>14,614</b>	<b>16,373</b>	<b>18,671</b>
税前利润	1,663	1,407	1,666	1,925	2,308	2,808							
利润率	20.0%	18.6%	20.4%	20.6%	22.0%	23.7%	<b>比率分析</b>						
所得税	-194	-191	-201	-241	-289	-365		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	11.6%	13.6%	12.1%	12.5%	12.5%	13.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	1,469	1,216	1,465	1,685	2,020	2,443	每股收益	1.564	0.634	0.655	0.942	1.129	1.366
少数股东损益	364	319	294	0	0	0	每股净资产	10.196	5.517	5.801	6.686	7.615	8.781
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,105</b>	<b>897</b>	<b>1,171</b>	<b>1,685</b>	<b>2,020</b>	<b>2,443</b>	每股经营现金净流	2.218	1.349	0.954	1.687	1.270	1.573
净利率	13.3%	11.9%	14.4%	18.1%	19.2%	20.6%	每股股利	0.425	0.175	0.180	0.180	0.200	0.200
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	15.34%	11.50%	11.29%	14.09%	14.83%	15.55%
净利润	1,469	1,216	1,465	1,685	2,020	2,443	总资产收益率	8.27%	6.59%	8.16%	11.53%	12.33%	13.08%
非现金支出	336	377	413	412	421	435	投入资本收益率	13.39%	11.08%	11.92%	13.04%	13.50%	14.12%
非经营收益	174	54	52	16	-15	-20	<b>增长率</b>						
营运资金变动	-410	261	-224	904	-153	-44	主营业务收入增长率	10.75%	-8.97%	8.01%	14.35%	12.68%	12.88%
经营活动现金净流	1,568	1,908	1,706	3,017	2,272	2,814	EBIT增长率	9.87%	-10.07%	16.15%	10.99%	16.83%	20.31%
<b>资本开支</b>	<b>-1,183</b>	<b>-836</b>	<b>-612</b>	<b>-307</b>	<b>-187</b>	<b>-246</b>	净利润增长率	22.08%	-18.87%	30.57%	43.85%	19.88%	20.97%
投资	-1,218	-537	-364	-1	0	0	总资产增长率	26.29%	1.73%	5.48%	1.84%	12.04%	14.04%
其他	-7	-23	26	60	41	45	<b>资产管理能力</b>						
投资活动现金净流	-2,409	-1,396	-950	-248	-146	-201	应收账款周转天数	10.6	10.2	6.7	6.8	6.7	6.6
<b>股权募资</b>	<b>2,094</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	存货周转天数	96.2	105.7	89.4	88.0	88.0	87.0
债权募资	-134	-585	-157	-1,474	-9	-9	应付账款周转天数	47.5	47.4	41.6	42.0	41.0	41.0
其他	-718	-668	-267	-187	-395	-395	固定资产周转天数	258.1	315.0	304.4	266.5	231.2	198.2
筹资活动现金净流	1,243	-1,253	-421	-1,661	-404	-404	<b>偿债能力</b>						
<b>现金净流量</b>	<b>402</b>	<b>-742</b>	<b>335</b>	<b>1,107</b>	<b>1,721</b>	<b>2,208</b>	净负债/股东权益	-0.96%	4.88%	4.59%	-17.29%	-27.82%	-38.19%
							EBIT利息保障倍数	9.3	11.4	20.2	33.3	-115.3	-44.8
							资产负债率	36.25%	31.92%	27.08%	17.57%	16.28%	15.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	6	6	6
增持	1	9	9	9	9
中性	0	2	2	2	2
减持	0	1	1	1	1
评分	<b>2.00</b>	<b>1.94</b>	<b>1.89</b>	<b>1.89</b>	<b>1.89</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD