

行业研究/深度研究

2019年08月18日

行业评级:

建材 中性(维持)
其他建材II 增持(维持)

张雪蓉 执业证书编号: S0570517120003
研究员 021-38476737
zhangxuerong@htsc.com

鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

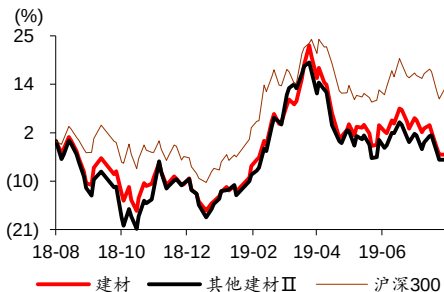
方晏荷 执业证书编号: S0570517080007
研究员 0755-22660892
fangyanhe@htsc.com

陈亚龙 执业证书编号: S0570517070005
研究员 021-28972238
chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1《永高股份(002641,买入): 中报验证精装房逻辑, 产能扩充打开成长空间》2019.08
- 2《建材/建筑: 周期行业数据周报(第三十二周)》2019.08
- 3《建材: 行业周报(第三十二周)》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

周期性弱化, 需求空间犹存

建材细分行业解读之五: 石膏板

石膏板行业周期性弱化, DCF 结果显示价值底

本篇报告研究海外和我国石膏板行业发展情况, 认为: 1) 需求空间犹存: 2019 年我国石膏板行业尚未见顶, 渗透率仍有提升空间; 2) 周期性弱化: 随着 2011 年北新建材市占率提升到 50%, 2011 年以后北新石膏板单平毛利整体稳中有升, 周期性弱化; 3) 龙头竞争优势显著: 北新的成本+渠道构建强护城河, 品牌升级持续; 4) 强自由现金流奠定价值底: 通过保守的 DCF 参数假设, 计算悲观情景下北新建材每股价值为 16.6 元。

我国石膏板需求尚未见顶, 渗透率仍有提升空间

动态看, 参考日本石膏板产量数据, 日本石膏板产量 1997 年见顶 (6.9 亿平), 显著滞后房屋新开工面积两个高点: 1972-1973 年 (平均 2.6 亿平) 和 1989-1990 (平均 2.8 亿平); 美国石膏板出货量 2005 年见顶 (34.6 亿平), 显著滞后上一轮私人住宅新开工高点: 1985-1986 年。静态对比, 2014 年, 我国人均石膏板使用量仅为 2.5 平方米, 而日本和美国这一数字分别为 4.2 和 6.4 平方米。我们认为目前我国石膏板渗透率仍有提升空间, 整体需求尚未见顶。

随着行业集中度提升, 北新 2011 年后周期性弱化

根据国家统计局数据, 我国石膏板产量从 2002 年的 1.73 亿平方米增长到 2014 年的 34.44 亿平方米, CAGR 达 28.3%, 高于房屋竣工面积复合增速 (CAGR 为 12.8%)。石膏板产量与竣工面积呈较强相关性, 2011 年以前北新毛利率和建筑竣工面积相关度高, 但自北新建材 2011 年市占率提升到 50% 后, 在需求增速逐渐趋缓的情况下, 毛利率整体实现稳中有升, 且在 2015 和 2018 年两个相对需求低点, 石膏板业务单平毛利依然平稳, 体现公司周期性弱化。

北新建材: 成本+渠道构建强护城河, 产品结构升级持续

石膏板兼具工业品和消费品属性, 北新建材通过抢占最优生产基地位置/自供部分护面纸/技术创新降低单耗等方式奠定强成本优势, “自建+收购”提升市占率; 同时通过多品牌+区域定价战略: 高端品牌价格基本稳定, 保证利润, 低端品牌价格定于小厂盈亏平衡线左右, 从而抢占市场份额; 加大新品研发, 提升中高端品牌占比, 从而提升综合单平净利, 弱化公司周期性。若未来行业提标能够落实, 将对提升公司市占率 (产能利用率提升) 及单平净利 (同款产品厚板单位平米终端售价高约 1 元) 有较大积极作用。

增长来源: 增量渗透率提升、存量更新换代、海外突破、龙骨销售

我们认为北新未来存在四大增长来源: 1) 国内增量竣工面积随着装配式建筑渗透率提升, 石膏板隔墙用量有望提升; 2) 存量石膏板翻新需求有望从 2019 年起迎来快速增长期; 3) 加大海外产能布局, 集团渠道协同效应有望发挥; 4) 创新龙骨 OEM 经营模式, 轻资产模式实现龙骨销售收入快速增长。公司石膏板业务 IRR 高, 回收期短, 自由现金流创造能力强, 保守的 DCF 参数假设下 (销量缓慢增长/不考虑品牌升级/产品提标等), 计算悲观情景下北新建材每股价值为 16.6 元, 奠定公司价值底。

风险提示: 需求增长弱于预期, 产能利用率下降超预期。

正文目录

石膏板行业：集中度提升，周期性弱化	5
石膏板行业产量与竣工相关度高，长期看来仍有空间	5
参考美日发展经验，石膏板行业需求与宏观相关度较高	7
北新建材占据 50%+ 市场份额，周期性减弱	11
北新建材：成本+渠道构建强护城河，品牌升级持续推进	14
北新占据最优产地，成本优势无可替代	14
提标可期，改善供需格局，单方净利提升可期	17
多品牌+区域定价策略，产品持续升级，单方净利提升可期	19
增长来源：增量渗透率提升、存量更新换代、海外突破、龙骨	23
装配式建筑普及带动增量渗透率提升	23
国内存量建筑中石膏板需求有望迎来较快增长期	24
海外空间广阔，集团协同可期	25
创新龙骨经营模式，有望提供新的增长点	27
估值：DCF 结果显示北新建材价值底	29
石膏板项目高 IRR 决定公司高 ROE	29
自由现金流创造能力强，DCF 结果显示价值底	31
历史复盘，公司业绩是股价未来上升催化来源	32
风险提示	34

图表目录

图表 1: 我国石膏板产量、增速及累计房屋竣工面积增速比较	5
图表 2: 石膏板产量增速与竣工面积增速呈较强正相关性	6
图表 3: 我国单位竣工面积石膏板使用量不断提升	6
图表 4: 我国人均石膏板使用量不断提升	6
图表 5: 2014 年中日单位建筑面积对应石膏板产量对比	7
图表 6: 2014 年中美日三国人均石膏板消费量对比	7
图表 7: 美国石膏板出货量及同比增速	7
图表 8: 美国石膏板出货量同比增速与新开工同比增速高度相关	8
图表 9: 美国主要石膏板生产企业产能分布 (2016 年)	8
图表 10: 日本石膏板产量及同比增速 (%)	9
图表 11: 日本石膏板产量与房屋新开工面积相关性高, 单位新开工面积石膏板产量提升	10
图表 12: 吉野工厂分布	10
图表 13: 2010 年我国石膏板行业竞争格局	11
图表 14: 2016 年我国石膏板行业竞争格局	11
图表 15: 公司生产线覆盖全国 22 个省 (截至 2018 年底)	11
图表 16: 北新产能和产能利用率变化	12
图表 17: 公司在全国多省份生产线分布情况 (截至 2018 年底)	12
图表 18: 公司石膏板销量与房屋竣工面积增速比较	12
图表 19: 公司石膏板毛利率和石膏板销量增速	12
图表 20: 2015 和 2018 年销售增速放缓背景下, 单平毛利基本稳定	12
图表 21: 截至 2018 年底北新建材在产产能和在建、待建产能	13
图表 22: 截至 2018 年底龙牌、泰山在建及在建生产线数量	13
图表 23: 石膏板生产工艺	14
图表 24: 北新建材石膏板成本构成和原材料来源	14
图表 25: 2018 年公司石膏板生产细分成本	15
图表 26: 2015-2018 年公司成本构成	15
图表 27: 2014-2017 年脱硫石膏产量、综合利用量和综合利用率	15
图表 28: 2014-2017 年北新建材石膏消耗量和占比	15
图表 29: 2017 年以来进口废纸相关政策	16
图表 30: 2014 年以来国内、进口废纸均价及废纸进口量 (右轴)	16
图表 31: 2014 年以来公司在节约成本上的技术进步	17
图表 32: 1996-2016 年泰山石膏纸面石膏板护面纸单耗	17
图表 33: 1996-2016 年泰山石膏纸面石膏板护面纸单耗	17
图表 34: 日本石膏板厚度变化情况	18
图表 35: 厚板石膏板隔墙优势	18
图表 36: 2019 年 7 月泰山和龙牌价格	19
图表 37: 泰山石膏品牌	19
图表 38: 2018 年地产 500 强首选石膏板供应商品牌前十名	20

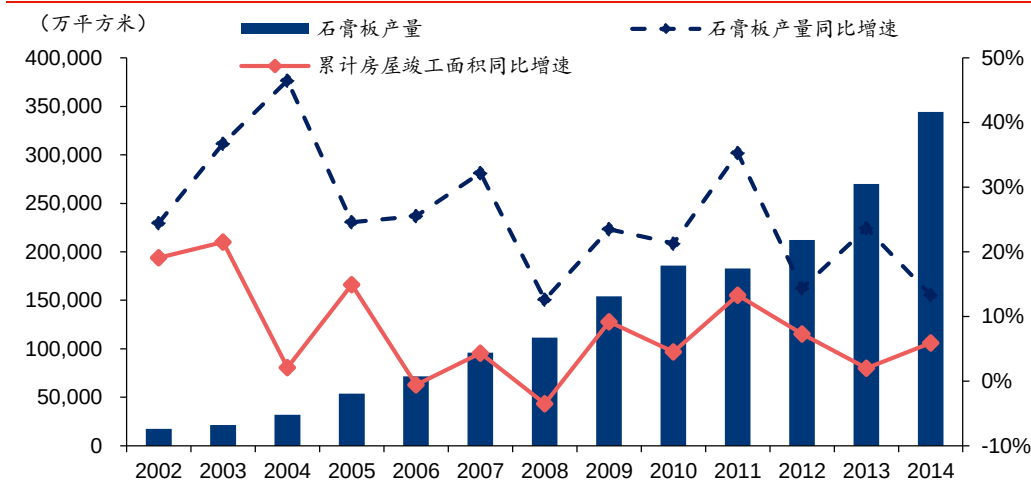
图表 39: 2019.7 上海主流石膏板规格各品牌单平价格 (不含税价, 不含运费)	20
图表 40: 2019.7 上海北新建材各品牌单平方米价格	21
图表 41: 龙牌和泰山石膏近年来开发的高端产品	21
图表 42: 泰山石膏子公司和销售网络	22
图表 43: 我国 2018 年房屋竣工面积结构	23
图表 44: 我国 2018 年商品房竣工面积结构	23
图表 45: 日本建筑结构分布	23
图表 46: 近两年装配式建筑相关政策	24
图表 47: 2018 年圣戈班收入结构 (按区域)	25
图表 48: 2017 年圣戈班终端需求结构 (按下游)	25
图表 49: 2009 年之后的石膏板有望逐步进入翻新需求	25
图表 50: 2018 年公司海内外销售收入占比	26
图表 51: 2018 年 Saint-Gobain 分地区销售收入占比	26
图表 52: 2017 年 USG 分地区销售收入占比	26
图表 53: 2016 年 Knauf 分地区销售收入占比	26
图表 54: 中材国际收入结构	27
图表 55: 轻钢龙骨吊顶图示	27
图表 56: 轻钢龙骨墙体图示	27
图表 57: 轻钢龙骨收入及同比增速	28
图表 58: 轻钢龙骨毛利及毛利率	28
图表 59: 2014-2018 年北新建材内部达到“六星标杆企业”业绩要求的公司数	29
图表 60: 2015 年以来北新建材对外投资项目、预计 IRR、投资额和项目工期	30
图表 61: 2014-2018 年北新建材 ROE, ROIC	30
图表 62: 悲观情景假设下的单平毛利变化	31
图表 63: 北新建材每股价值测算 (悲观情景假设)	32
图表 64: 北新建材股价超额收益与公司单季度利润增速	33
图表 65: 北新建材股价超额收益与地产销售增速	33

石膏板行业：集中度提升，周期性弱化

石膏板行业产量与竣工相关度高，长期看来仍有空间

我国石膏板行业 2002-2014 年高速发展，现已进入平稳扩张期。纸面石膏板是以电厂脱硫石膏为主要原料制成的一种材料，作为一种新型轻质板材，具有质轻、节能、保温、防火、环保及“会呼吸”等优点，在欧美发达国家的建筑上得到广泛的应用。1978 年建成了我国自主研发的第一条年产 400 万平方米纸面石膏板自动化生产线，为我国纸面石膏板工业的发展奠定了基础。21 世纪以来，随着石膏板生产技术的进步，基础建设与地产行业的投资快速发展以及石膏板使用渗透率的提升，我国石膏板行业 2002-2014 年高速发展。根据《新型建筑材料》（文章编号：1001-702X（2007）08-0001-04），90 年代末我国纸面石膏板实际销量在 1.0 亿平方米左右，根据国家统计局数据，我国石膏板产量从 2002 年的 1.73 亿平方米快速增长到 2014 年的 34.44 亿平方米，年复合增速达 28.3%，高于房屋竣工面积复合增速（CAGR12.8%）。2015 年开始，随着房屋竣工面积增速的逐渐放缓，石膏板产量也放缓，根据国家统计局 2015 年 1-10 月，我国石膏板产量同比增速仅有 3.4%，近几年行业产量增速有所回落，已进入平稳扩张期。

图表1：我国石膏板产量、增速及累计房屋竣工面积增速比较

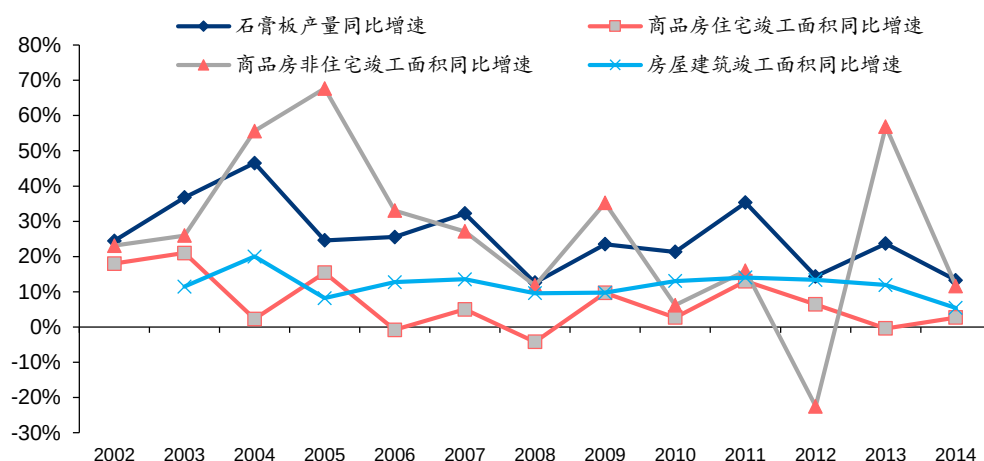


资料来源：Wind、华泰证券研究所

注：国家统计局最新石膏板产量数据仅更新到 2015 年 10 月

石膏板产量增速与我国竣工面积增速呈较强正相关性。根据山东省建筑材料工业设计研究院研究，石膏板属于装饰材料，目前主要应用于吊顶和隔墙装修工程中，其中，国外主要运用于隔墙中，占比为 80%，用于吊顶不到 20%；而国内石膏板吊顶用占比在 70%以上，只有不到 30%用于隔墙。根据北京欧立信调研中心，目前石膏板住宅领域需求占 3-4 成，非住宅领域需求占 6-7 成。随着消费升级，石膏板的使用呈现高端化的趋势，特别是在公共设施装饰装修中，高端产品的使用比例会大幅度增加，同时随着装配式建筑的普及，石膏板在住宅中的应用比例也有所提升。历史上看，1) 石膏板产量与房屋建筑竣工面积高度相关，但增速始终位于房屋建筑竣工面积上方，反映出渗透率不断提升；2) 石膏板产量与非住宅商品房的相关度高于住宅商品房的相关度，也反应出目前我国石膏板主要用于非住宅的现状。

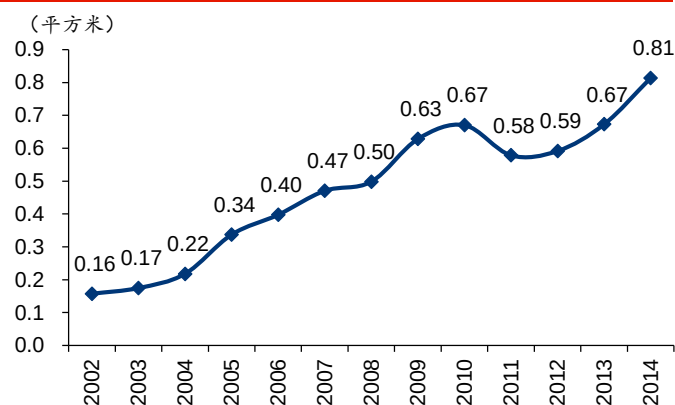
图表2：石膏板产量增速与竣工面积增速呈较强正相关性



资料来源：Wind、华泰证券研究所

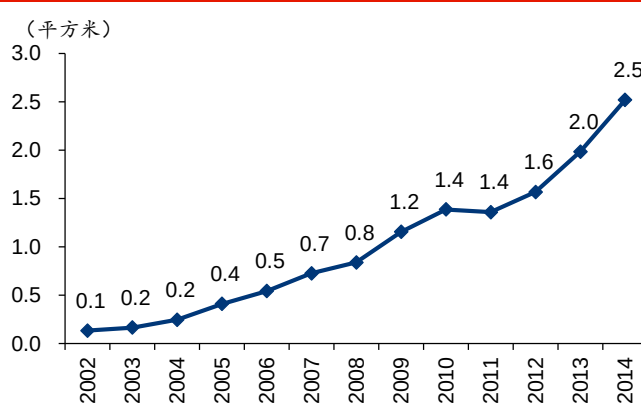
单位竣工面积以及人均石膏板使用量不断提升，但与美日相比仍存在较大差距。我国单位竣工面积石膏板使用量从 2002 年的 0.16 平方米提升至 2014 年的 0.81 平方米，年均复合增长率达 15%。但与美日等发达国家相比，仍有较大提升空间。根据中国建材联合会石膏建材分会、日本石膏协会相关数据测算，2014 年我国单位竣工面积石膏板用量为 0.81 平方米，日本单位新开工面积使用量则接近 4 平方米(但日本存量建筑石膏板用量占比高，预计超过 50%，目前算法会高估单位新开工面积使用量)；从人均石膏板使用量来看，2014 年，日本人均石膏板使用量为 4.2 平方米，美国高达 6.4 平方米，我国仅为 2.5 平方米，单位竣工面积及人均石膏板使用量仍存在一定提升空间。

图表3：我国单位竣工面积石膏板使用量不断提升



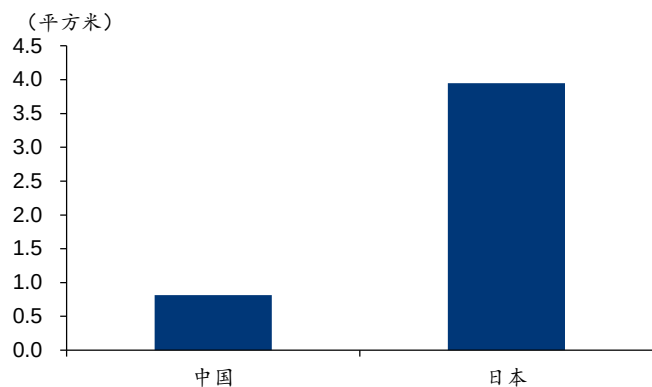
资料来源：Wind、华泰证券研究所 注：采用房屋建筑竣工面积计算

图表4：我国人均石膏板使用量不断提升



资料来源：Wind、华泰证券研究所

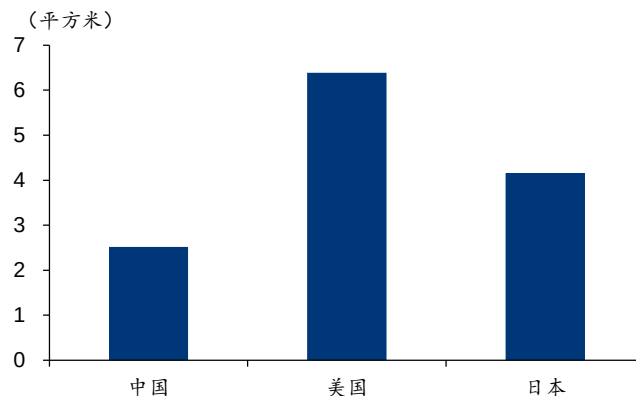
图表5： 2014 年中日单位建筑面积对应石膏板产量对比



注：因中国目前石膏板主要用于吊顶，采用竣工面积更合适；而日本石膏板主要用于隔墙，同时出于数据可得性考虑，采用新开工面积计算

资料来源：日本石膏协会、Wind、华泰证券研究所

图表6： 2014 年中美日三国人均石膏板消费量对比

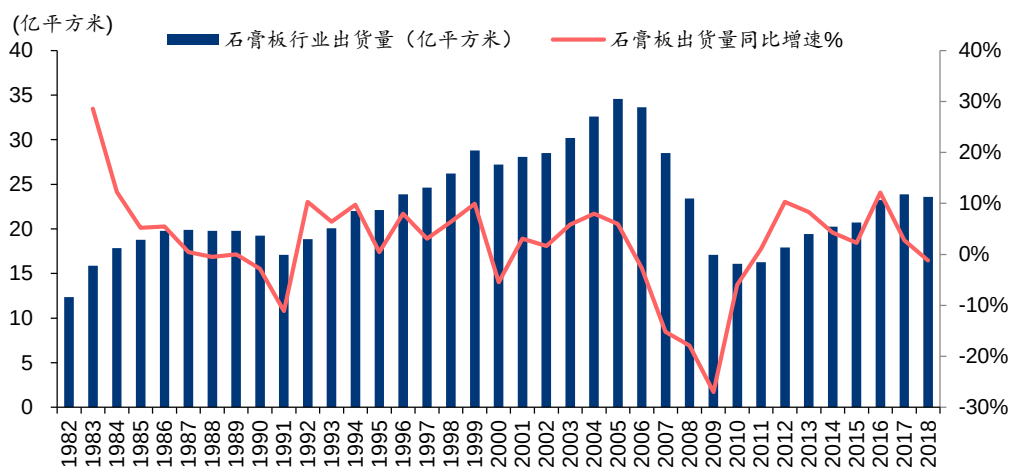


资料来源：Wind、日本石膏协会、中国建材联合会石膏建材分会、华泰证券研究所

参考美日发展经验，石膏板行业需求与宏观相关度较高

美国石膏板消费量进入成熟期。1991-2005 年美国石膏板出货量从 17.1 亿平方米增长到 34.6 亿平方米，CAGR 高达 5.2%，主要靠渗透率提升。2007-2009 年因为金融危机的影响，石膏板行业出货量迅速下滑 15%/18%/27%，随后几年石膏板出货量有所恢复，到 2018 年出货量大致回升到 23.6 亿平方米。

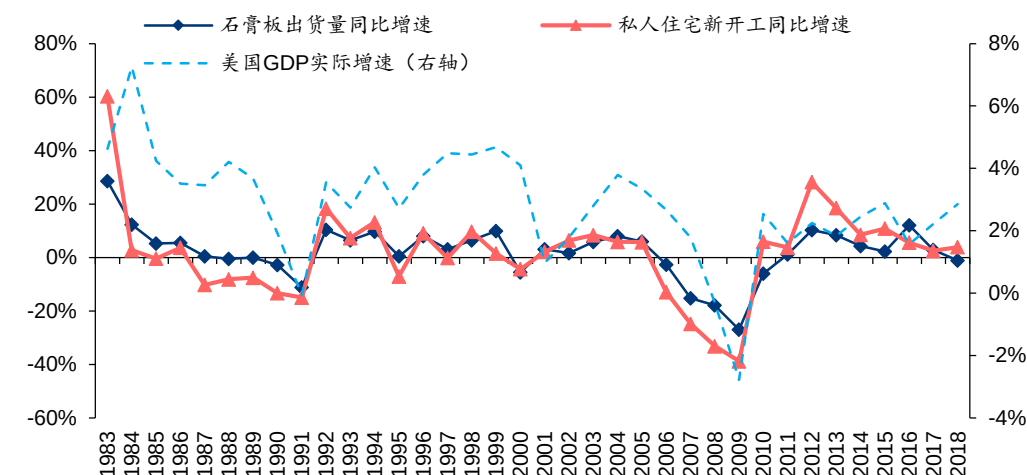
图表7： 美国石膏板出货量及同比增速



资料来源：US Gypsum Association、华泰证券研究所

美国石膏板消费与房屋新开工情况相关度较高，与宏观经济环境相关度也较高。采用私人住宅新开工套数模拟美国地产新开工增速，发现石膏板出货量同比增速与新开工增速基本一致，明显下滑的年份包括：1991 年（美国经济衰退）以及 2007-2009 年（全球金融危机）。

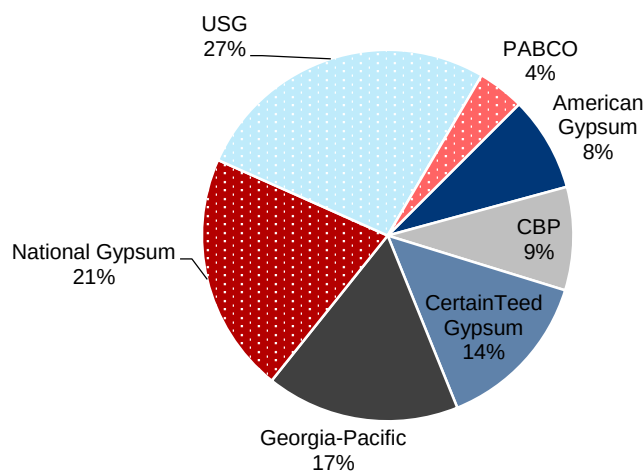
图表8： 美国石膏板出货量同比增速与新开工同比增速高度相关



资料来源：US Gypsum Association、Wind，华泰证券研究所

美国石膏板行业呈现寡头垄断竞争格局。根据中国建材报（2017-4-27），2016 年全球石膏板产能为 127.28 亿平方米/年，美国石膏板产能约为 36.26 亿平方米/年，占全世界份额 28%。美国石膏板行业呈现寡头垄断的竞争格局，共 7 家石膏板主要生产企业，分别是：USG、National Gypsum、Georgia-Pacific、CertainTeed Gypsum、American Gypsum、Continental Building Products（CBP）和 PABCO。

图表9： 美国主要石膏板生产企业产能分布（2016 年）



资料来源：中国石膏板协会、华泰证券研究所

根据日本石膏协会、日本国土交通省数据，石膏板产量与新开工房屋面积和宏观经济增速的相关度较高。1) 石膏板使用环节接近竣工阶段，新开工增速大约领先竣工增速 1 年，随着建筑工期缩短，该时滞可能缩短，历史上看，日本石膏板产量与房屋新开工面积相关度较高，拐点基本滞后一年，且 2000 年以来同步性有所提升。2) 由于渗透率逐步提升，历史上看，石膏板产量同比增速的变动比新开工面积同比增速变动要平滑，2009 年以来渗透率（单平新开工面积对应的石膏板产量）基本稳定在 3.8 平方米附近。3) 具体来看，日本房屋新开工面积增速历史上有五个低点，分别是：1974&1975 年（-28%&+6%，1974 年第一次石油危机）、1980-1981 年（-13%&-6%，1979 年第二次石油危机）、1991（-10%，广场协议后日本经济增长明显放缓）、1997-1998 年（-15%&-12%，1998 年亚洲金融危机）、2009 年（-27%，2009 年全球金融危机）；而对应石膏板产量同比增速来看，也对应着 5 个低点：1974&1975 年（-14%&-18%）、1981 年（-9%）、1991 年（-2%）、1998 年（-22%）、2009 年（-15%）。根据调研，目前日本石膏板需求中 50%和存量需求相关，预计以后和新开工的相关性可能减弱。

根据日本石膏协会、日本国土交通省数据，从单平新开工面积对应石膏板产量看，经历五个阶段：

1) 1956-1965：渗透率快速提升，新开工面积快速增长：单位新开工面积对应石膏板产量迅速提升，从 0.27 平方米提升到了 1.15 平方米，同期新开工房屋面积也快速增长，从 0.4 亿平方米提升到 1 亿平方米，CAGR 达 11%；

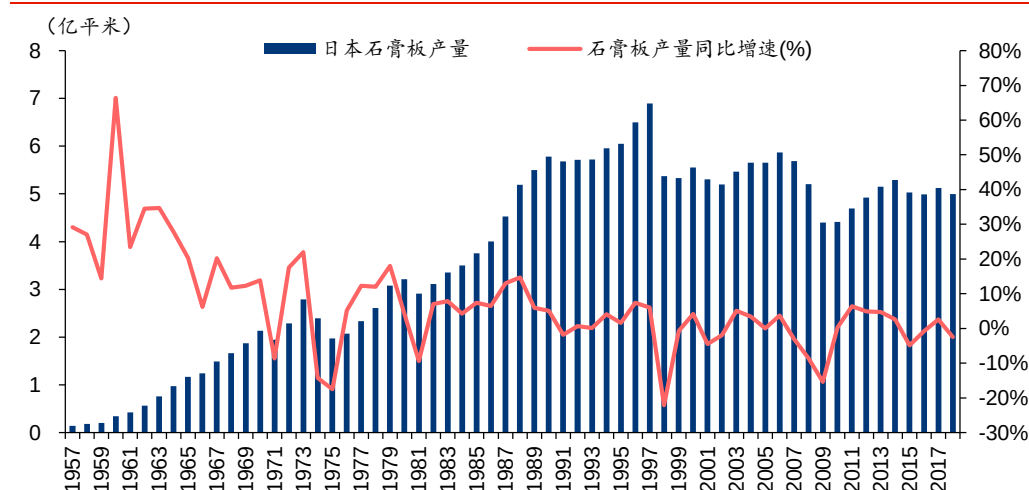
2) 1966-1978：渗透率基本稳定，新开工面积快速增长：单位新开工面积对应石膏板产量基本稳定，在 1.03 平方米左右波动，同期新开工房屋面积快速增长(1966-1978 年 CAGR 为 6%)，到 1978 年新开工房屋面积为 2.3 亿平方米，推动了石膏板总产量的快速增长；

3) 1979-1997：渗透率快速提升，新开工面积基本稳定，存量需求逐步兴起：单位新开工面积对应石膏板产量快速增长，从 1977 年的 1.05 平方米稳步提升至 1997 年的 3.12 平方米，而同期新开工房屋面积在 2.3 亿平上下波动，渗透率快速提升的主要原因包括：第一，建筑工业化快速推进促进新开工面积单平石膏板用量提升；第二，1956-1978 年大量旧房屋产生的更新换代需求，1997 年总的石膏板产量见顶，产量为 6.9 亿平；

4) 1998-2009：新开工下滑，存量建筑兴起：1998 年受亚洲金融危机影响，当年石膏板产量同比下滑 22%至 5.4 亿平方米，1999-2008 年石膏板产量基本稳定在 5.5 亿平上下波动，2008 和 2009 年受全球金融危机影响，当年石膏板产量分别同比下滑 9%和 15%至 5.2 和 4.4 亿平。1998-2009 年新开工面积从 1.96 亿平下滑到 1.15 亿平，存量更新换代需求支撑石膏板需求，期间高点出现在 2006 年，与 1997 年高点相差 9 年，且 2002-2006 年走势与 1993-1997 年产量走势接近，可以判断更新换代周期约在 9-10 年，同时单平新开工面积对应石膏板产量从 3.12 亿平逐步提升到 3.8 亿平，预计存量更新换代支撑了更多增量；

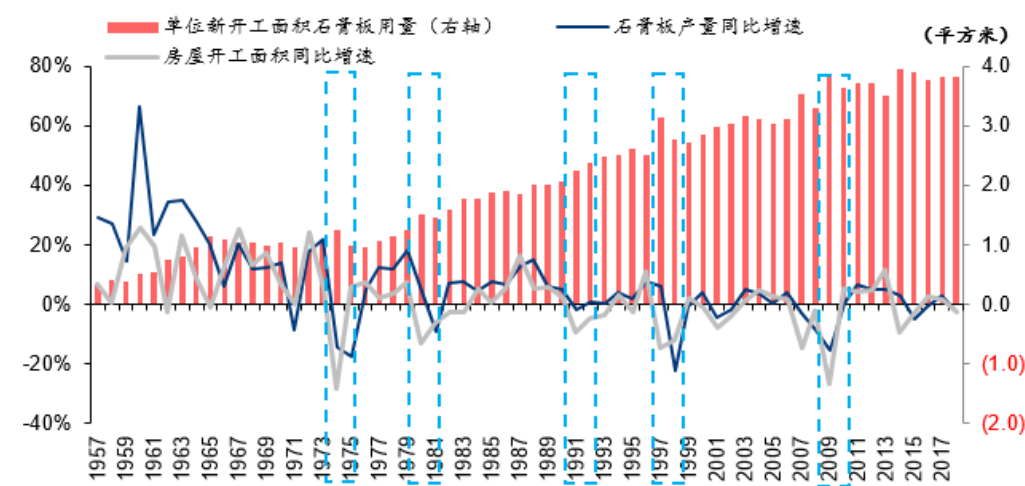
5) 2010-2018：新开工小幅回升，存量建筑贡献继续加大：2010-2018 年新开工面积从 1.21 亿平小幅回升至 1.31 亿平，单平新开工面积对应石膏板产量从 3.6 平方米逐步提升到 3.8 平方米。

图表10： 日本石膏板产量及同比增速 (%)



资料来源：日本石膏协会、华泰证券研究所

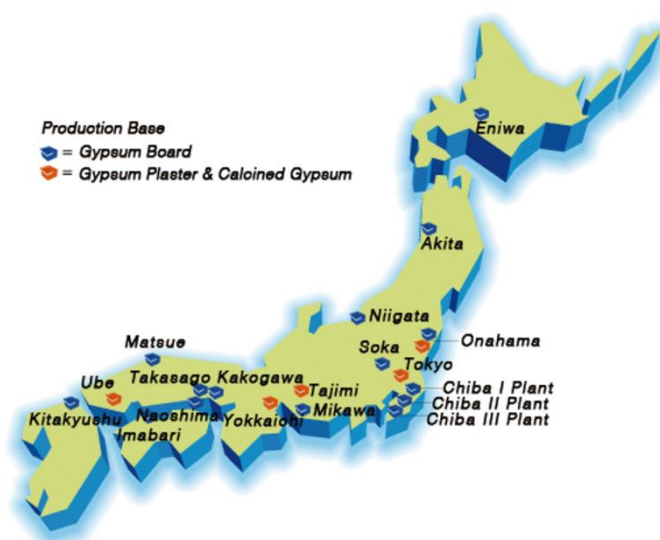
图表11: 日本石膏板产量与房屋新开工面积相关性高, 单位新开工面积石膏板产量提升



资料来源: 日本石膏协会、日本国土交通省、华泰证券研究所

日本石膏板最终呈现垄断竞争格局。根据日本吉野官方介绍, 其核心产品“虎板”是日本生产的第一个石膏板, 目前他们还开发了不仅能防火, 还能抗震、隔音的产品。目前吉野在日本有 25 个工厂, 其石膏板 2018 年在日本的市场份额约为 80%, 大部分用作墙壁和天花板, 75%用于住宅, 20%用于建筑, 5%用于工业用途。石膏板具有工业品属性, 产品相对标准化, 同时龙头占据优势地理位置+享受成本优势决定了最终石膏板行业将呈现高集中度的竞争格局。

图表12: 吉野工厂分布

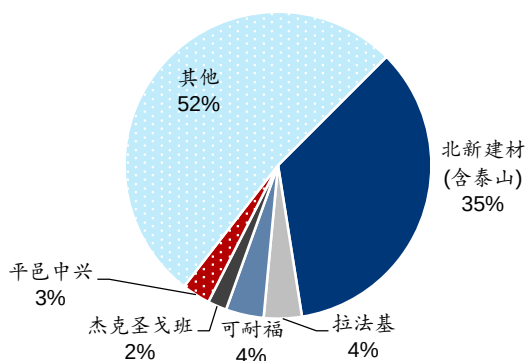


资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

北新建材占据 50%+市场份额，周期性减弱

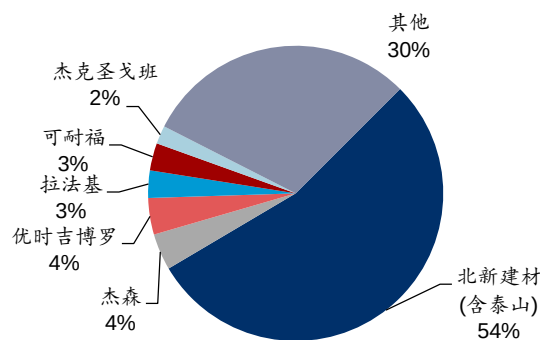
石膏板行业呈现垄断竞争格局，公司市占率已超过 50%。目前中国的纸面石膏板行业已进入低速增长阶段，基本形成了北新建材及其子公司泰山石膏、外资企业、个体民营企业（以临沂、晋州两地企业为代表）三部分组成的格局。根据中国石膏协会，公司 2016 年国内市占率已提升至 54% 以上，2018 年公司总产能近 25 亿平方米。根据《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（2013 年修正），将 1000 万平方米/年以下的石膏板生产线认定为淘汰类，将 3000 万平方米/年以下石膏板生产线认定为限制类，一批生产规模小、技术力量落后、产品档次低、无自主品牌的小型厂家被淘汰，竞争秩序逐步规范，市场集中度和行业进入壁垒进一步提高，垄断竞争格局预计进一步加强。

图表13： 2010 年我国石膏板行业竞争格局



资料来源：2012 年国内纸面石膏板行业需求分析、华泰证券研究所

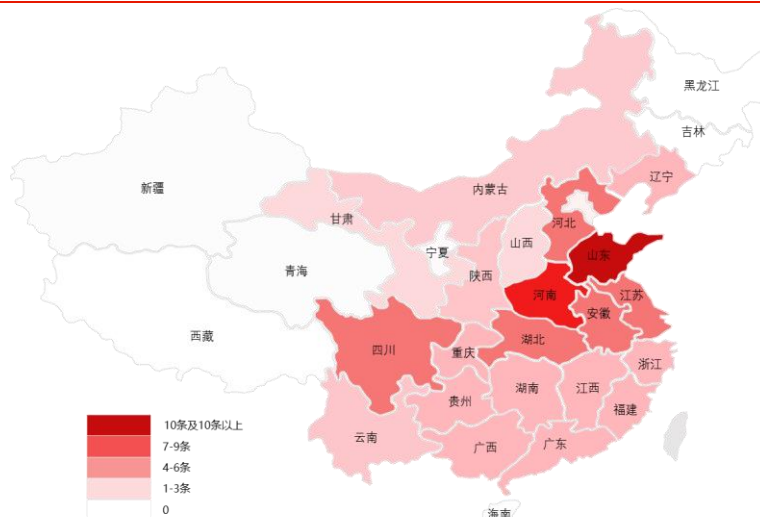
图表14： 2016 年我国石膏板行业竞争格局



资料来源：中国石膏协会、华泰证券研究所

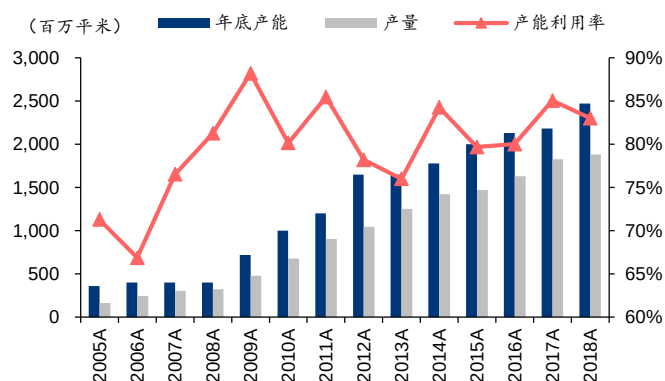
据 2017 年报相关信息，公司目前已开启石膏板新建产能的布局规划，同时计划推动石膏板业务国际化进程。根据公司公告，截至 2018 年底，公司已在全国 22 个省布局生产线 72 条，其中，梦牌投产 1.5 亿平方米，龙牌投产 5.3 亿平方米，泰山投产 17.6 亿平方米。此外，公司 2017 年报披露投资建设 12 条龙牌石膏板生产线和 9 条泰山石膏板生产线的产能规划，根据调研情况，其中龙牌已公告 1 条在建工程信息，11 条待建；泰山已公告 5 条在建工程信息，4 条待建。根据调研，公司预计 2019 年上半年 3 条生产线可投入使用，新增产能约 1 亿平方米，我们预计公司有望于 2021 年可实现总产能达 30 亿平方米的目标。目前北新在坦桑尼亚已收购 300 万平米石膏板生产线，同时有 600 万平石膏板生产线在建，国际化进程在稳步推进。

图表15： 公司生产线覆盖全国 22 个省（截至 2018 年底）



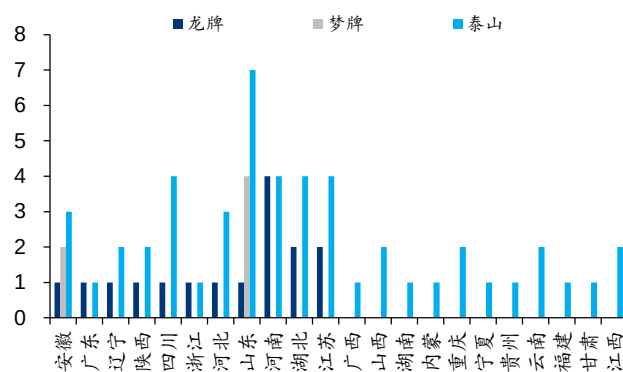
资料来源：Wind、北新公告、华泰证券研究所

图表16: 北新产能和产能利用率变化



资料来源: Wind、北新公告、华泰证券研究所

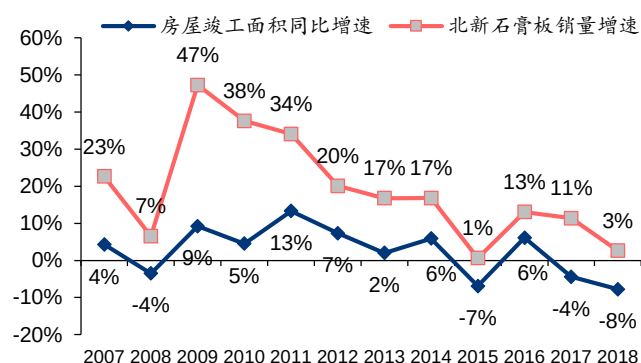
图表17: 公司在全国多省份生产线分布情况 (截至 2018 年底)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

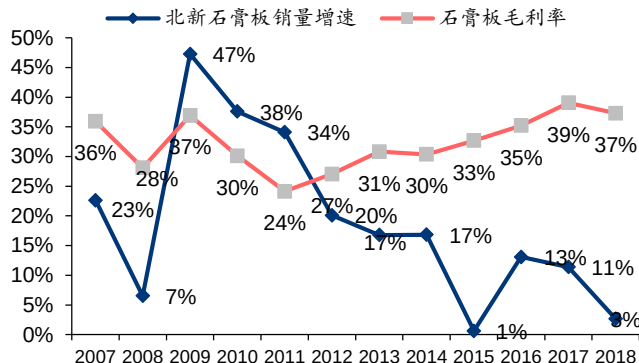
公司周期性逐渐弱化。公司石膏板销量增速始终高于房屋竣工面积同比增速，即使 2015 年房屋竣工面积有所下降，公司仍维持 1% 的销量增速。自 2011 年市占率提升后，在需求不断波动且增速逐渐趋缓的情况下，毛利率整体实现稳中有升，在 2015 和 2018 年两个相对需求低点，公司单平毛利依然基本平稳，体现公司定价权增强，周期性减弱。同时，2017 年由于：1) 原材料废纸价格大幅上涨；2) 四季度环保限产，经销商补库存需求旺盛，公司大幅提高产品售价，实现了单方毛利的大幅提升。

图表18: 公司石膏板销量与房屋竣工面积增速比较



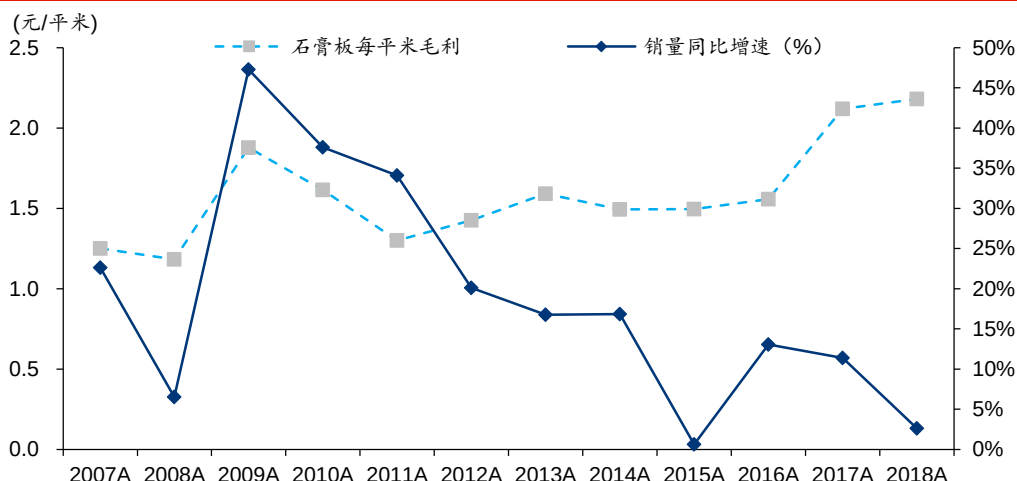
资料来源: Wind、北新公告、华泰证券研究所

图表19: 公司石膏板毛利率和石膏板销量增速



资料来源: Wind、北新公告、华泰证券研究所

图表20: 2015 和 2018 年销售增速放缓背景下，单平毛利基本稳定

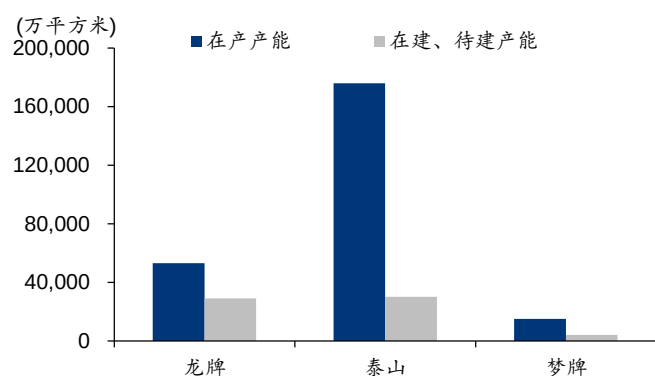


资料来源: Wind、北新公告、华泰证券研究所

北新未来市占率将进一步提升，定价权将提升，周期性将继续弱化。根据调研信息，公司计划未来提升高端产品的占比，全面占领国内市场，在国际市场方面，公司以打造世界级品牌为目标，新建和并购并行，进一步提高市占率，市占率提高将带来定价权的提升，周期性将会继续弱化。

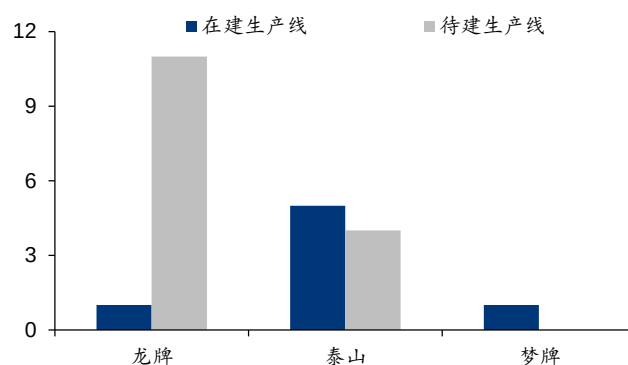
推动石膏板业务国际化进程。为进一步扩展海外市场，2017 年，公司公告在坦桑尼亚设立境外控股子公司，由子公司收购一条年产 300 万平方米的石膏板生产线，并计划新建 600 万平方米的石膏板生产线，根据公司年报，截至 2018 年底，新建生产线还未投产，但公司所收购的生产线产销两旺，已实现盈利，公司海外布局顺利走出第一步。将来，公司将借此积累国际经验、培养人才、进一步提升国际市场份额。

图表21：截至 2018 年底北新建材在产产能和在建、待建产能



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表22：截至 2018 年底龙牌、泰山在建及在建生产线数量



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

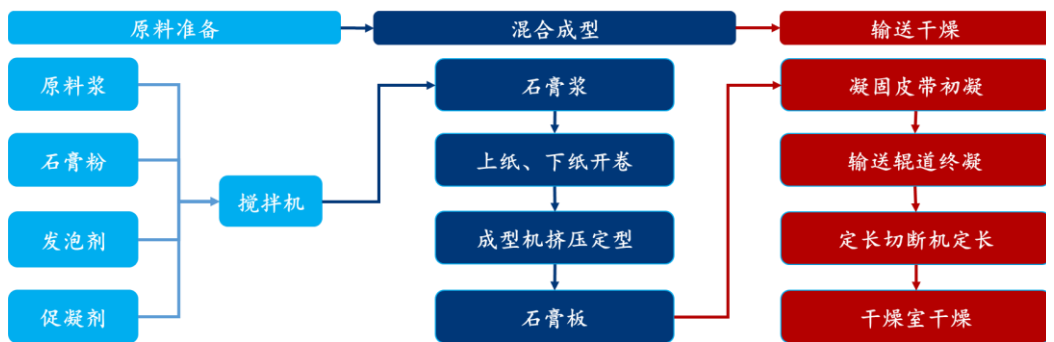
北新建材：成本+渠道构建强护城河，品牌升级持续推进

石膏板兼具工业品和消费品属性。作为工业品的石膏板，由于具有明显的区域性（价格低，运费占比大）和资源属性（生产依赖天然石膏或脱硫石膏、煤炭等资源），石膏板企业通过快速选择最优生产点，可以抢占资源建立难以复制的成本优势；作为消费品的石膏板，高端品牌和低端品牌价格差异显著，石膏板生产企业可以通过不断研发新品，优化产品性能，来实现产品结构升级，提高高端产品占比，来提升单方毛利。

北新占据最优产地，成本优势无可替代

石膏板生产工艺需要经过原料处理、混合、成型、输送和干燥等步骤。纸面石膏板是以熟石膏为主要原料，掺入添加剂与纤维作为芯材，表面粘贴覆盖专用的板纸而制成的一种建筑材料。根据中国石膏协会，石膏板生产首先需要搅拌原料制作原料浆，然后将制备好的浆料、发泡剂、促凝剂和石膏粉按顺序加入搅拌机混合合格的石膏浆。石膏浆上、下纸开卷后进入成型机，在成型机上挤压出石膏板。然后在凝固皮带上完成初凝、在输送辊道上完成终凝，经过定长切断机切成需要的长度（1830mm、2400mm、2440mm、3000mm或其它），调整板材间距，最后经分配机进入干燥室干燥。

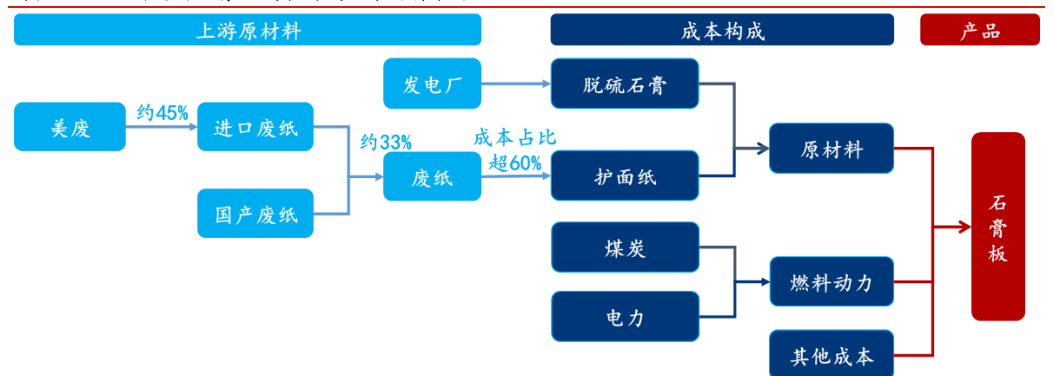
图表23：石膏板生产工艺



资料来源：中国石膏协会、华泰证券研究所

生产成本由原材料、燃料动力和其他成本三个大类构成。原材料主要为脱硫石膏和护面纸。燃料动力由煤炭和电力构成，其他成本包括人工成本等。脱硫石膏主要来自于燃煤发电厂，护面纸的生产则依赖废纸的供应，据卓创咨询统计，2017 年国内废纸进口依存度约为 33%。美废进口量 1170 万吨，约占外废进口的 45%左右，美国是我国进口废纸的最大来源地。

图表24：北新建材石膏板成本构成和原材料来源

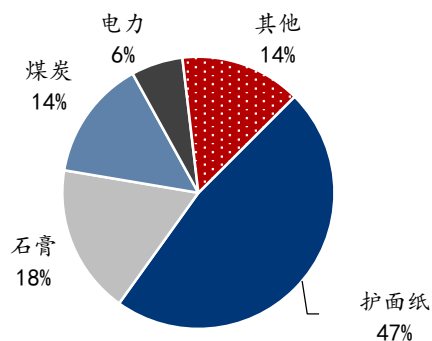


资料来源：公司公告、卓创资讯、中国产业信息网、华泰证券研究所

近年来石膏板总成本中原材料成本占比加大，燃料动力成本占比降低。按北新建材 2018 年的成本数据估算，石膏板生产中，原材料成本占比超过 60%，其中护面纸成本大约占原

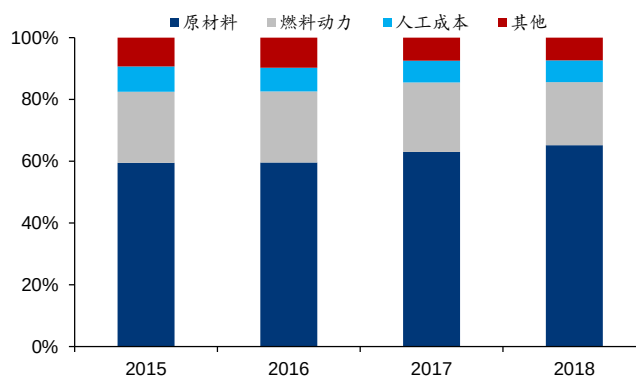
材料成本的 2/3，石膏成本占 1/3；燃料动力占比略微超过 20%，其中煤炭成本占 2/3，电力成本占 1/3，其余为人工和其他成本。但 15 年来原材料成本占比逐年提高，因原材料涨价。与此同时，燃料占比下降至约 20%，因单耗降低，其他成本变动不大。

图表25： 2018 年公司石膏板生产细分成本



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表26： 2015-2018 年公司成本构成

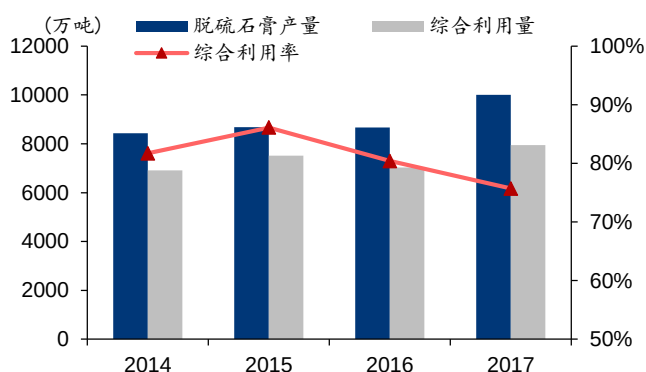


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

北新建材的成本优势来源主要包括三个方面：1) 生产基地全国化布局，抢占脱硫石膏，靠近终端市场；2) 自产部分护面纸；3) 技术创新带来单耗下降。

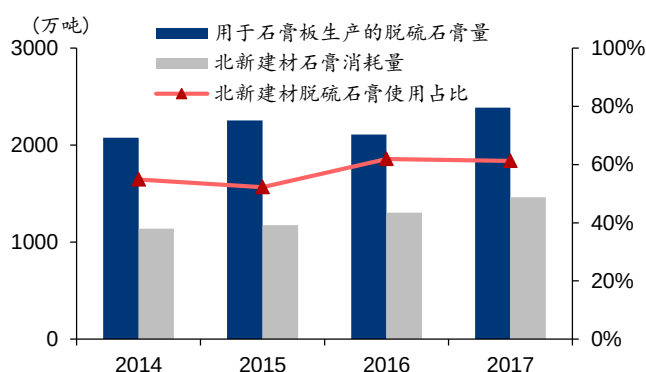
脱硫石膏性价比优于天然石膏，公司全部采用脱硫石膏生产，北新建材生产消耗石膏约占脱硫石膏总量的 50%-60%。石膏板行业上游依赖石膏矿资源，天然石膏矿区主要分布在山东、内蒙古、青海、湖北等地。传统的石膏板企业需依托石膏矿山建厂，远离主要消费市场，物流消耗大。因此，脱硫石膏成为摆脱困境的重要资源。脱硫石膏是火电厂 FGD 过程（脱硫）的副产品，主要成分和天然石膏一样，只要选择合适的烘干与煅烧设备，脱硫石膏能达到建筑石膏粉要求，可用于水泥、建筑制品和其它新型建筑材料。由于脱硫石膏是废渣利用，属于工业副产品，价格比天然石膏价格便宜。公司全部使用脱硫石膏作为原材料，降低原料成本。我国脱硫石膏产量逐年提升，综合利用量超过 7000 万吨，根据中国循环经济学会，2006-2012 年脱硫石膏中约有 30% 应用于石膏板生产。按照比例，按每平方米石膏板需要 7.2-8kg 石膏估算，北新建材生产所消耗的石膏约占其中的 50-60%。

图表27： 2014-2017 年脱硫石膏产量、综合利用量和综合利用率



资料来源：环保部、华泰证券研究所

图表28： 2014-2017 年北新建材石膏消耗量和占比



资料来源：循环经济学会、公司公告、华泰证券研究所

合理选址降低成本，占据原料供应市场。由于脱硫石膏难以长期保存、质量大而价格低，长距离运输成本过高，因此，将生产基地建在发电厂附近将节省大量运输成本。而石膏板产品也具有运输量大、运输成本高的特点，一般当地生产、当地销售。根据调研信息，以年产 3000 万平米纸面石膏板生产线为例，其年总运输量约为 50 万吨，其中原材料运入量接近 30 万吨，成品运出量超过 20 万吨。从产品销售角度来看，石膏板生产工厂应建在大中城市附近为佳，同时国内主要的大型火力发电厂也都紧邻大中城市，提供原料保障的

同时，能够降低原材料及产成品运输成本，占尽地理优势。北新建材生产基地选址遵循靠近发电厂、靠近市场的原则，既保证充足、稳定和低廉的原材料供应，又保证足够的市场空间承接产品，当前北新建材的生产布局较优，抢先占领了具备优质原材料和市场的地区。

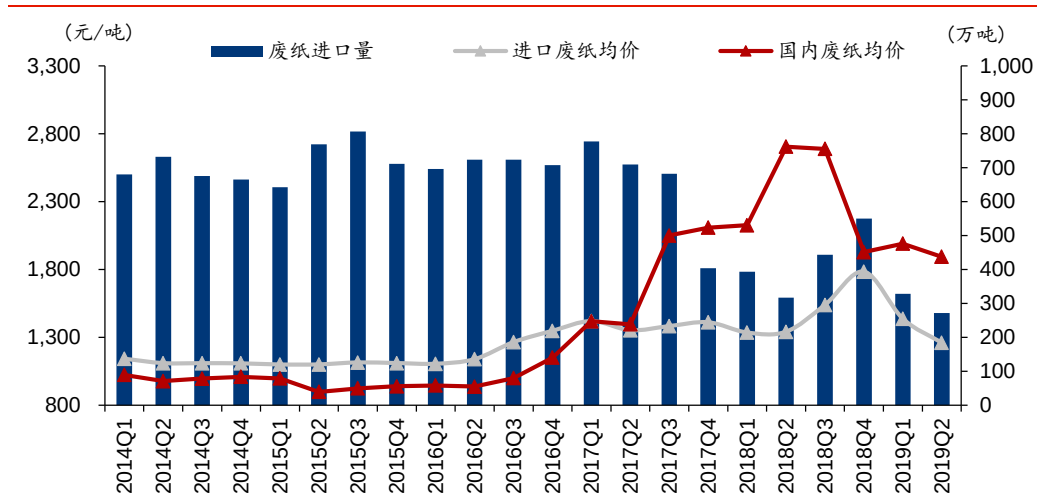
进口废纸政策不断趋严+环保严格导致小厂退出，废纸进口量显著降低，进口废纸均价和国内废纸均价都有明显上涨。2014-2016 年，国内废纸均价基本维持在 1000 元上下，2017 年开始，限制废纸进口的政策频出，2017 年，《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》及《禁止进口固体废物目录》中将未经分拣的废纸在内的 24 种固体废物列入禁止进口目录。这对国内废纸价格形成了冲击，并影响了护面纸的供应。2017 年第四季度国内废纸均价达到 2108 元/吨，同比上涨 83%，2018 年第二季度国内废纸价格升至 2705 元/吨，较 2016 年年末上涨 135%。废纸进口量也大幅下降，2017 年第四季度之前每季约 700 万吨，从 2017 年第四季度开始每季约 400 万吨，19Q2 进一步下降到 272 万吨。

图表29： 2017 年以来进口废纸相关政策

日期	部门	文件	主要内容
2017/7/18	国务院办公厅	《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》	2017 年年底前，全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物；2019 年年底前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。
2017/12/14	环保部	《进口废纸环境保护管理规定》	产能 5 万吨以上纸企才有外废额度申请资格
2017/12/14	环保部	《限制进口类可用作原料的固体废物环境保护管理规定》	不得委托其他企业代理进口，取消废纸贸易商的外废进口资格
2017/12/29	环保部	《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》	进口废纸含杂率从 1.5% 降至 0.5%，2018 年 3 月起实施。
2018/6/15	海关总署	《进口可用作原料的固体废物国内收货人注册登记管理实施细则》	进口外废纸企业需向海关重新登记注册，外贸公司资格自动取消，2018 年 8 月起实行
2018/6/24	国务院	《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	大幅减少固体废物进口种类和数量，力争 2020 年年底前基本实现固体废物零进口。
2018/8/8	商务部	《关于对原产于美国的部分商品加征关税的公告》	自 2018 年 8 月 23 日 12 时 01 分起对进口美国废实施加征 25% 关税

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表30： 2014 年以来国内、进口废纸均价及废纸进口量（右轴）



资料来源:WIND、华泰证券研究所

采购量大+加大自供比例，提升对上游纸厂议价权，降低原材料采购成本。根据中国纸业协会，截至 2017 年底，国内护面纸的年产量不足 100 万吨，且市场份额主要由强伟纸业、华润纸业、博汇纸业和泰和纸业四家行业龙头占据。根据调研信息，北新建材护面纸的年需求量约为 70 万吨，其中目前泰山石膏子公司泰和纸业拥有两条护面纸生产线，合计年产量约为 26 万吨，按泰山石膏近年来护面纸单耗估算，自有护面纸生产线大约能供给 7 亿平方米的石膏板生产，占 18 年泰山石膏总产量的 45%。目前泰山石膏在建一条 40 万吨的护面纸生产线，预计建成后，将进一步提升自供率、降低原材料成本，扩大成本优势。

目前北新是护面纸市场最大的购买商，具有很强的议价能力，根据调研，目前北新购买护面纸比小石膏板厂便宜约 10%，自产纸成本比小石膏板厂便宜 15%，并且在废纸价格上涨后，护面纸的成本领先优势将进一步拉大，未来进一步提高护面纸自给率有两方面好处：1) 能够抵御护面纸价格波动带来的风险；2) 有利于研发新品，通过不同的护面纸改善石膏板性能。

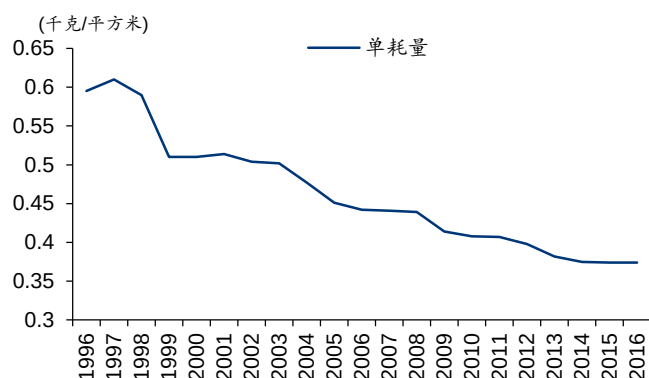
技术优势明显，进一步降低单耗，降低石膏板生产成本。2016 年，公司本部和泰山石膏研发出“高强轻板”和“低密度石膏板”技术，单板减重 13%，节约石膏 10%。公司持续降低纸面石膏板护面纸单耗，从 1996 年的 0.595kg/m²降至 2016 年的 0.374 kg/m²。公司通过优化生产设备和生产技术，实现石膏板标煤单耗和单位产品电耗持续下降，燃料成本占总成本的比重不断下降。

图表31： 2014 年以来公司在节约成本上的技术进步

2017	高强轻板和低密度板技术研发不断推进，石膏板产品单重继续降低；提升石膏板生产线速度，进一步降低生产成本。
2016	公司本部和泰山石膏研发出“高强轻板”和“低密度石膏板”技术，单板减重 13%，节约石膏 10%。
2015	石膏板轻板技术研发取得突破，解决了降低单重但板强度和握钉力不下降的关键技术，进一步降低了成本，提升效益；全面推广节能降耗新技术，石膏板每平方米单位标煤耗进一步下降。
2014	北新建材和泰山石膏自主研发成功的高强低密度石膏板大大节约了原料和能耗成本。

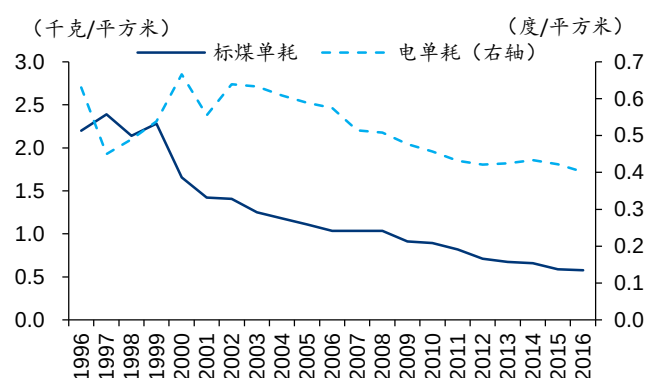
资料来源:公司公告、华泰证券研究所

图表32： 1996-2016 年泰山石膏纸面石膏板护面纸单耗



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表33： 1996-2016 年泰山石膏纸面石膏板护面纸单耗

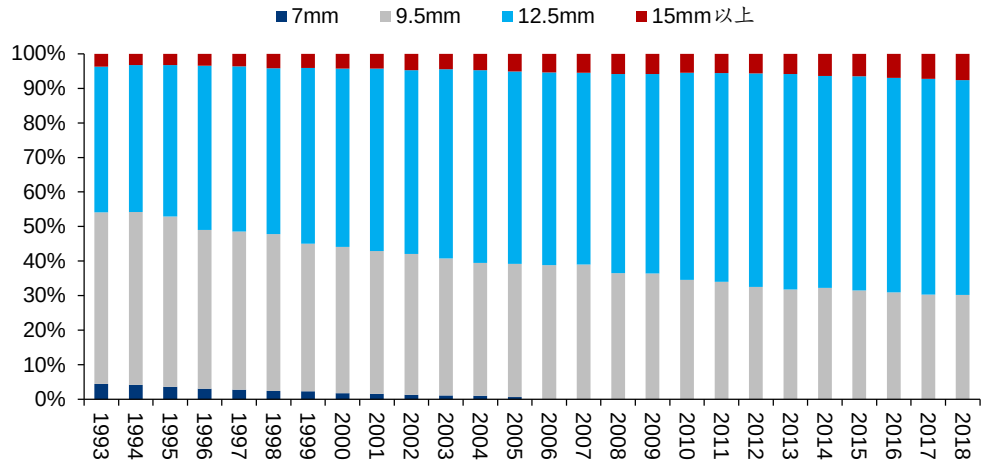


资料来源：公司调研，华泰证券研究所

提标可期，改善供需格局，单方净利提升可期

提标可期，对标国际标准，产品类型拓宽、标准提高。我国石膏板标准和应用与发达国家尚有较大距离。据中国建材报(2018-8-30)，当前我国石膏板的主流厚度为 9.5mm 和 12mm，其中 9.5mm 及以下厚度产品占比超过 80%。而美国石膏板市场厚度达到或超过 12.7mm 的石膏板占 90% 以上。从应用上看，国外 80% 以上的纸面石膏板用于建筑隔墙，国内纸面石膏板则 70% 以上用于建筑吊顶，用于建筑隔墙的不到 30%。与发达国家相比，我国石膏板市场的产品类型、标准还有很大的提升空间。2019 年 5 月 28 日，《纸面石膏板》国家标准修订第一次工作会议在杭州召开，对标国际先进标准进行修改，预期本次石膏板提标将为公司提供更多的盈利机会。参考日本石膏板厚度的变化情况，1993 年日本新开工面积已经开始稳定并逐步下滑，但 12.5mm 及以上的石膏板的量占比却从 1993 年的 46% 逐步提升到 2018 年的 70%。

图表34：日本石膏板厚度变化情况



资料来源：日本石膏协会，华泰证券研究所

有利于供需再平衡，提升北新产能利用率。石膏板生产的最后环节是要进入干燥机进行蒸发烘干，对于一条建成的石膏板生产线，可以生产不同厚度的石膏板，但干燥机的蒸发量是一定的。根据调研信息，如果石膏板厚度变厚，比如从 9.5mm 提升到 12mm，单平石膏板需所需的蒸发量将提高 30%，因此实际石膏板的产能则被缩减。根据调研，目前全国石膏板大概供给 40 多亿平，需求 30 多亿平，如果石膏板提标，则意味着供需可能再平衡，目前北新产能利用率不足 80%，若提标，则有利于行业供需再平衡，北新将是最大受益者。

厚板可应用于墙体隔板，打开需求端。我国石膏板行业发展较晚，当前主流石膏板厚度为 9.5mm，主要用于吊顶装饰。但在美国和日本，由于厚板石膏板具有多项优越的性能，主要使用石膏板作为隔墙。我国当前主要使用轻体砖作为隔墙主要材料，相比轻体砖，厚板石膏板具有安全、快速、功能强大等优势，我们预期未来厚板石膏板将逐渐成为隔墙的主要材料之一。公司当前积极研发具有多种功能的厚板石膏板，抓住未来需求的主要增长点。

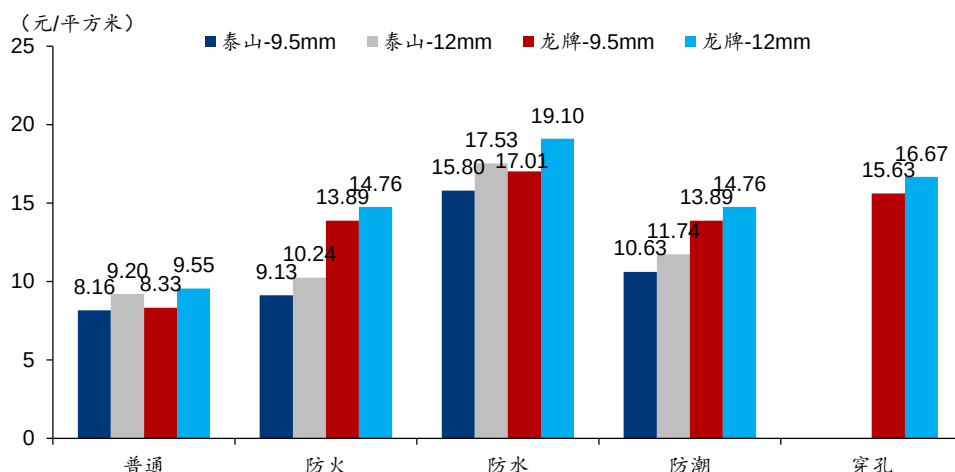
图表35：厚板石膏板隔墙优势

安全	耐火性好。石膏材料本身的最终水化产物是二水硫酸钙，遇到火灾时，只有等其中的两个结晶水全部分解完后，温度才能从其分解温度 140℃ 的基础上继续上升，分解过程中产生的大量水蒸气对火焰的蔓延起着阻隔的作用，这就会赢得宝贵的救火时间。
舒适	“暖性”和“呼吸功能”，石膏材料本身是多孔材料，在室内湿度大时，可将水分吸入，在室内湿度小时，又可将孔隙内的水分释放出来，自动调节室内湿度。
快速	生产速度快，施工效率高，更换方便，且为干作业，而水泥砌筑隔墙为湿作业，耗时也超过石膏板铺设。
环保	纸面石膏板节能、节材、利废、可回收利用、卫生、不污染环境。
多功能	纸面石膏板具有防火、防水、防潮、净醛、吸音等多种性能可以选择。
轻质坚固	根据 GB/T9775—2008 标准，12mm 石膏板纵向断裂荷载均值不得低于 520N，最小值不得低于 460N，随着厚度增加，标准继续上升，但石膏板的单平质量不高于 12kg，相比轻体砖，重量大幅降低。厚板石膏板不仅质量耕地，而且能够满足一般的家装的稳固性需求。
厚度低	按一般隔墙使用的 75mm 轻钢龙骨和两张 12mm 石膏板计算，普通石膏板隔墙的厚度不超过 100mm，而轻质砖隔墙的最低厚度为 100mm，在对隔音要求更高的场所厚度则更高。

资料来源：USG 官网，华泰证券研究所

厚板石膏板价格高，提升单平净利。相比 9.5mm 的纸面石膏板，12mm 石膏板在单价上有所提升，从公司产品价格来看，泰山牌和龙牌随着厚度增加，价格均提升了 10% 左右，15mm 还会有所提升。由于公司研发出了“高强轻板”等技术，成本控制能力强，同时不同厚度的石膏板主要是石膏用量不同，而在上文的成本拆分中，石膏成本仅占生产成本的 20%，因此不同厚度的石膏板成本差异并不大，未来厚板比例逐步提升将有助于提升公司的单平净利。

图表36： 2019 年 7 月泰山和龙牌价格



资料来源：互联网，华泰证券研究所

多品牌+区域定价策略，产品持续升级，单方净利提升可期

2017 年北新开始走多品牌路线，高端保利润，低端打击竞争对手提升市场份额。公司龙牌品牌一直定位于高端市场，泰山 2017 年开始走多品牌战略，根据调研，2018 年“泰山牌”销量约占 31%，公司低端品牌约占销量 10%，低端品牌售价平均价约在小石膏板生产厂家的盈亏平衡线，从而挤占小厂市场份额，高端价格自 2018Q3 以来价格基本稳定，为公司的利润提供保障。根据调研，石膏板低端产品和高端产品出厂价价差在 4 元/平米以上，但两者的成本差价低于 0.5 元/平米，所以高端产品的单方净利将显著高于低端产品，是利润的主要贡献来源。

图表37： 泰山石膏品牌



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

北新建材 B 端优势明显，竞争对手多为外资企业。中国房地产协会和中国房地产测评中心发布的 2018 年地产 500 强首选石膏板供应商品品牌前十名中，龙牌排名第一，泰山排名第四，合计占比 40%，优势明显。公司在 B 端的主要竞争对手多为外国品牌，包括 Gyproc 杰科、KNAUF 可耐福和 UsgBoral 优时吉博罗等。

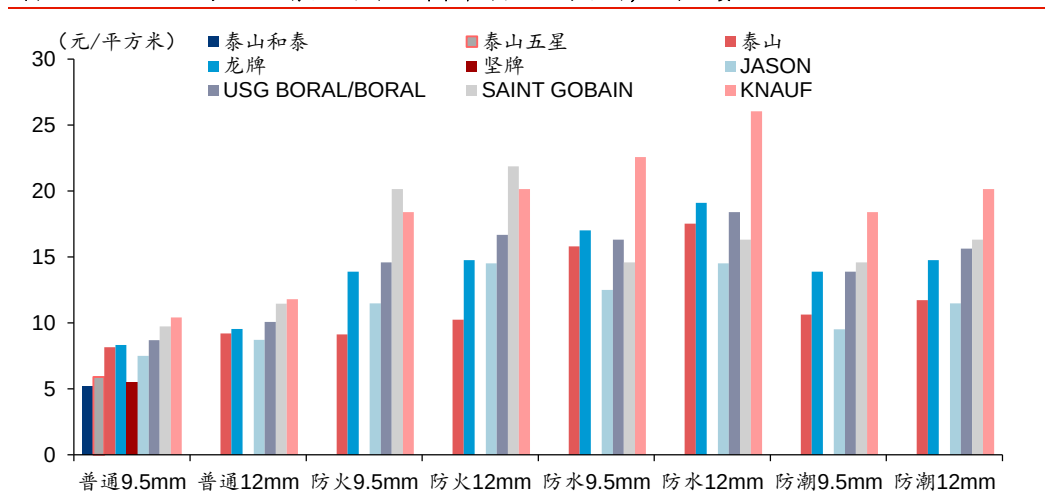
图表38： 2018 年地产 500 强首选石膏板供应商品牌前十名

排名	品牌	占比
1	龙牌	29%
2	Gyproc 杰科	16%
3	KNAUF 可耐福	11%
4	泰山石膏	11%
5	UsgBoral 优时吉博罗	9%
6	杰森 JASON	7%
7	洛斐尔 LUOFEIER	4%
8	拜尔 BAIER	4%
9	千年舟 TREEZO	3%
10	兔宝宝 TUBAO	2%
总计		96%

资料来源：中国房地产协会、中国房地产测评中心、华泰证券研究所

市场价格区分明显，公司参与多个细分市场竞争。当前市场主流石膏板分为普通纸面石膏板和具备防火、防水或防潮功能的石膏板，有 9.5mm 和 12mm 两种规格。由于石膏板多为当地生产、当地销售，因此各地价格略有区别。以上海为例，从终端售价来看，整体上外资企业的单方价格较高，可耐福、圣戈班等外资品牌在同类产品中均定价较高。龙牌价格略低于外资品牌，高于泰山和其他低端品牌。泰山定价占据中上游位置，泰山旗下子品牌和泰、五星和另外一个本土品牌坚牌的单价接近，以 9.5mm 普通石膏板售价为例，后三者的单方价格约为 5.5 元/平米，比泰山低 2.5 元/平米，大致仅相当于定价最高的可耐福（10.4 元/平米）的一半。

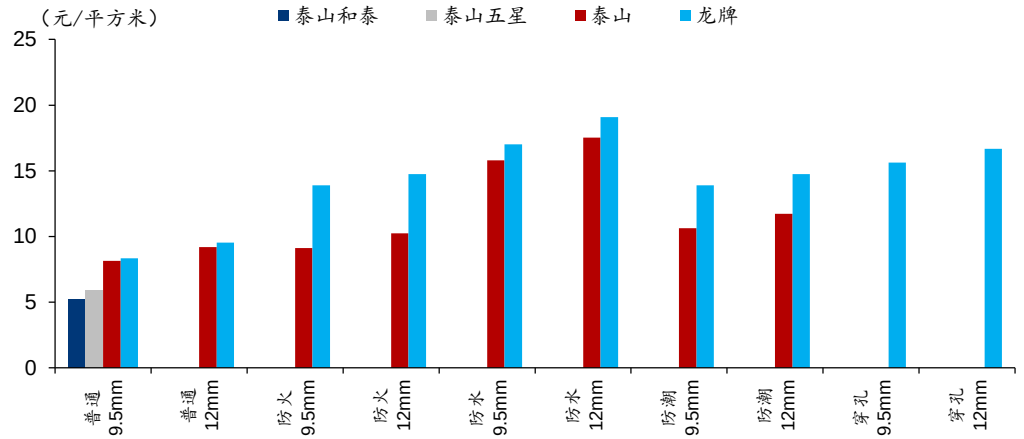
图表39： 2019.7 上海主流石膏板规格各品牌单平价格（不含税价，不含运费）



资料来源：互联网，华泰证券研究所

差异化定价，多品牌占领市场。据公司年报，我国石膏板行业市场参与者大致分为三类，第一类是生产高档产品的大型公司；第二类是生产中档产品的中型企业；第三类是生产低档产品的小企业。公司的石膏板生产线遍布全国，成功覆盖第一类和第二类市场。龙牌在中高端领域全面发展。泰山作为中端品牌参与中端市场竞争。泰山旗下和泰、五星等子品牌和外资品牌相比，以绝对的价格优势在低端市场表现强势。

图表40： 2019.7 上海北新建材各品牌单平方米价格



资料来源：互联网，华泰证券研究所

市场环境变化，未来供需结构中高端产品占比有望进一步提升。首先，当下装修市场中开发商精装修房和家装公司采购比例提升，对产品质量稳定性、供应能力、设计等要求更高，从而为大型企业提供机会。其次，从行业总量来看，石膏板应用领域仍有增加，钢结构建筑比例的增加将进一步产生对石膏板的需求；功能性石膏板，比如玻璃纤维石膏板、耐火石膏板的用量在提升，中高端市场存在较大机遇。最后，根据调研，目前行业内还有4-5亿平米的石膏产量被2000万平/年产能规模以下的小厂占据，公司在低端市场仍可继续拓展，国内份额仍有很大提升空间。

差异化产品实现品牌升级。目前龙牌已经研发出了耐火、耐水、净醛、双防、穿孔相变等多个种类的高端石膏板材，泰山牌拥有耐火、耐水石膏板和PVC三防洁净系列和防火吸音系列装饰板在售。多样化的高端产品和高质量将提升公司在高端市场的竞争力，使价格能够达到或接近外资企业的水平。据泰山调研纪要，外资品牌新建一条3000万平方米的石膏板生产线所需的投资额约为4亿人民币，是泰山石膏的4倍左右，在成本上的支出也高于泰山石膏，高端市场竞争中，公司在成本端具备绝对的优势，后续品牌升级带来的价格提升将持续提升利润率。

图表41： 龙牌和泰山石膏近年来开发的高端产品

品牌	产品	性能	应用场景
龙牌	耐火石膏板	遇火稳定性达到45分钟，远超国标要求；品种规格齐全，可选择不同厚度（最厚25mm）。	室内防火
	耐水石膏板	板芯吸水率低；经特殊工序处理过的护面纸，符合国标要求；规格多样，可选择不同规格。	卫生间、厨房及湿度较高的环境
	净醛石膏板	甲醛净化效率达93.9%；强力分解；10~15年持久净化；不额外占室内空间；不产生二次污染。	改善室内空气质量
	双防石膏板	同等条件下更稳定。具有较强抗受潮变形能力和抗开裂能力。	抗潮、抗开裂
	穿孔石膏板	吸声效果显著；强度高；组合丰富；施工便捷，经济高效；饰面工序简易。	各种需要调整混响时间，改善室内音质，降低噪音的工业与民用建筑，如歌剧院，音乐厅等。
	智能控温（相变节能）石膏板	将建筑本身变成蓄能节能和智能控温系统	打造高性能绿色智慧建筑体系
泰山	耐火石膏板	石膏板芯内含有耐火添加剂及耐火纤维	防火性能要求较高的吊顶、隔墙、电梯、保险箱内衬和楼梯通道以及柱、梁的外包防火使用。
	耐水石膏板	石膏芯内加入的高效有机疏水剂，以及经过有机防水材料特殊处理过的进口护面纸。	厨房、洗手间等吊顶隔墙。
	PVC三防洁净系列装饰板	背部贴上铝箔纸，天花板在高温度的环境下能有效隔热，防止结露，防止下陷。	宾馆、酒店、办公楼、住宅楼及公共场所等。
	防火吸音系列装饰板	表面使用涂层压制多种立体花纹，背部贴上铝箔衬纸，有效防潮、隔热、吸音、防止下陷。	宾馆、酒店、办公楼、住宅楼及公共场所等。

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

渠道下沉，采用经销商分销模式，经销占比超过 90%。泰山在全国分为东北、华北、华东、华中、华南、西南、西北 7 个区域，各设区域销售分公司，直接与厂家对接，根据调研信息，泰山下设 2000-3000 个一级分销商，经销占比超过 90%。同类产品该等经销商为独家专营。通过扁平化的经销体系，泰山石膏可通过经销地资源优势推广产品。同时，泰山石膏在各地建立办事处协助经销商做好公关、服务及销售工作，进行拜访客户、技术讲解、库存管理、现场管理等多方面的培训。积极开展各种营销活动，抓大客户、大项目和大订单。

图表42： 泰山石膏子公司和销售网络



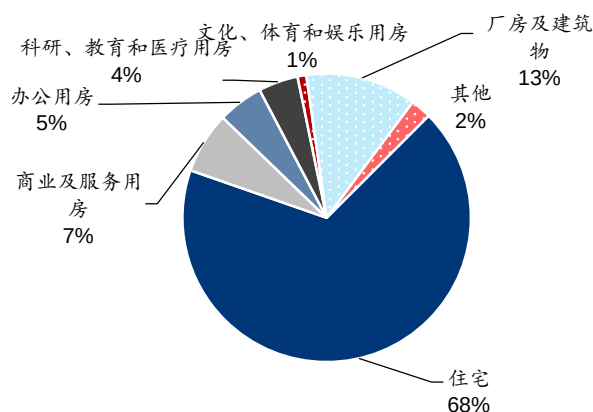
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

增长来源：增量渗透率提升、存量更新换代、海外突破、龙骨

装配式建筑普及带动增量渗透率提升

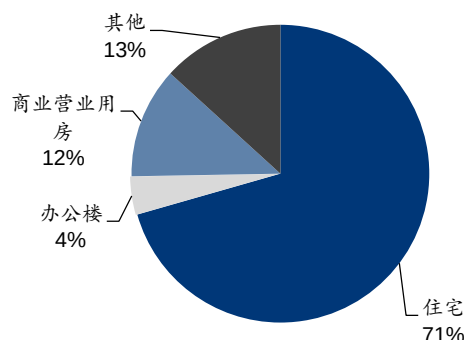
中国目前住宅和隔墙石膏板渗透率远低于发达国家，本质由于建筑结构差异。石膏板已广泛用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板（代替墙面抹灰层）、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。根据吉野官网，日本石膏板结构中，75%用于住宅，20%用于商业建筑，5%用于工业用途。我国目前国内石膏板吊顶用占比在 70%以上，只有不到 30%用于隔墙。根据北京欧立信调研中心，目前石膏板住宅领域需求占 3-4 成，非住宅领域需求占 6-7 成。本质由于我国与海外建筑结构差异。

图表43： 我国 2018 年房屋竣工面积结构



资料来源：CEIC、华泰证券研究所

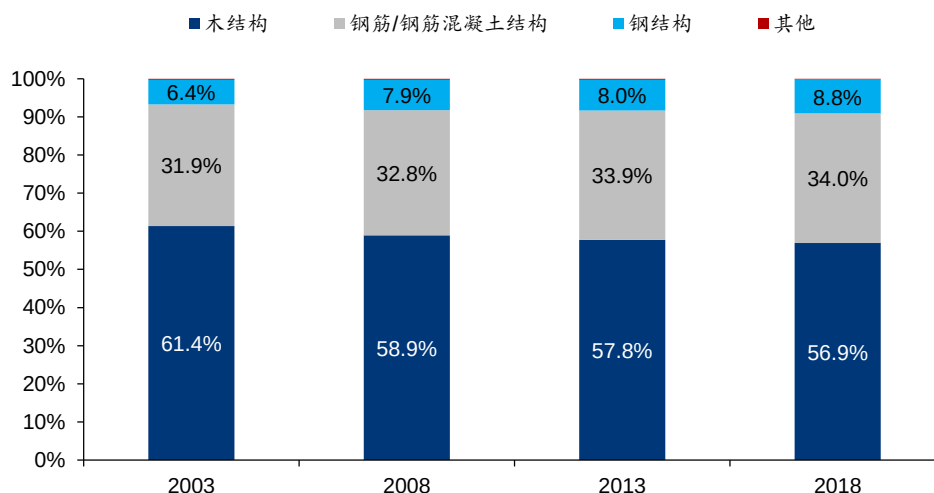
图表44： 我国 2018 年商品房竣工面积结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

日本建筑中以木结构为主，钢结构占比在不断提升，石膏板渗透率高。日本建筑物以木结构为主，钢结构建筑的占比近年来逐步提升，2003 年木结构建筑占比为 61.4%，钢结构占比为 6.4%，2018 年，木结构占比下降到 56.9%，钢结构占比上升到 8.8%。轻型木结构的墙体、屋顶、地板等各个部分在建造时都会加上防火的石膏板，加了石膏板的木结构已经和砖石结构的房屋的防火相近，具有抗震、环保等多方面优点。预制装配式钢结构以钢柱及钢梁作为主要的承重构件，由预制的大型内外墙板、楼板和屋面板等板材装配而成，是装配式建筑的主要类型，具有自重轻、跨度大、抗风及抗震性好、保温隔热、隔声效果好的优点。

图表45： 日本建筑结构分布



资料来源：日本总务省，华泰证券研究所

政策驱动下，我国装配式建筑渗透率仍有提升空间。2014 年以来，国内连续出台多项重要政策文件，推进装配式建筑发展。其中《“十三五”装配式建筑行动方案》规划：到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区、积极推进地区和鼓励推进地区分别大于 20%、15% 和 10%；国办发《关于促进建筑业持续健康发展的意见》中要求：到 2025 年装配式建筑占新建建筑的比例要达到 30%。根据前瞻产业研究院，2017 年，我国装配式建筑面积约 1.5 亿平方米，占当年新开工房屋面积比例仅 8.4%。若要完成前述 2020/2025 年的规划指标，2018-2025 年我国装配式建筑将迎来快速发展期。在具体执行层面，不同政府部门和 31 个省市自治区也都针对性地出台了相应规划和举措，在税费减免、财政补贴等多个领域给予扶持。随着长租市场、雄安新区的共同发力，我国新建装配式建筑面积迅猛增长，规模不断扩大，预计 2020 年装配式建筑市场规模有望突破七千亿元。（详见 2019 年 3 月 7 日华泰建筑行业报告《政策暖风频吹，两主线掘金装配式建筑》）

图表46：近两年装配式建筑相关政策

时间	事件	主要内容
2017 年 1 月	国务院印发《“十三五”节能减排综合工作方案》	编制绿色建筑建设标准，开展绿色生态城区建设示范，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，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑。
2017 年 3 月	住建部印发《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	到 2020 年，全国城镇绿色建筑占新建建筑比例超过 50%，新增绿色建筑面积 20 亿平方米以上；城镇新建建筑中绿色建材应用比例超过 40%；城镇装配式建筑占新建建筑比例超过 15%。
2017 年 6 月	住建部等 19 部委贯彻落实《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》重点任务分工方案	推广智能和装配式建筑。坚持标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，推动建造方式创新，大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例。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 30%。
2017 年 12 月	住建部发布《装配式建筑评价标准》	自 2018 年 2 月 1 日起，装配式建筑应同时满足下列要求：主体结构部分的评价分值不低于 20 分；围护墙和内隔墙部分的评价分值不低于 10 分；采用全装修；装配率不低于 50%。
2018 年 3 月	住建部建筑节能与科技司 2018 年工作要点	加强装配式建筑产业基地建设，培育专业化企业，提高全产业链、建筑工程各环节装配化能力，整体提升装配式建筑产业发展水平。评估第一批、评定第二批装配式建筑示范城市和产业基地。
2018 年 6 月	中共中央、国务院关于《全面加强生态环境保护 坚决打好污染防治攻坚战的意见》	鼓励新建建筑采用绿色建材，大力发展装配式建筑，提高新建绿色建筑比例。
2018 年 11 月	住建部印发《贯彻落实城市安全发展意见实施方案》	推动装配式建筑、绿色建筑、建筑节能、建筑信息模型（BIM）技术、大数据在建设工程中的应用，推动新型智慧城市建设。

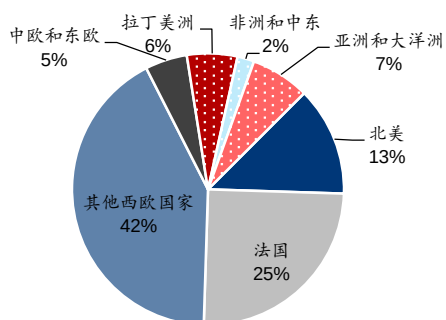
资料来源：国务院，发改委，住建部，中国钢结构协会，华泰证券研究所

石膏板在我国住宅隔墙方面渗透率仍有较大提升空间。根据调研信息，目前如果建筑使用吊顶，则石膏板吊顶使用面积和竣工面积可以达到 1:1（工业建筑基本全部用，住宅卧室不一定用），但如果隔墙采用轻钢龙骨架构，则石膏板使用面积和竣工面积可以达到接近 2:1 的比例，若采用双层，则用量可以翻倍，且隔板用石膏板多为 12mm 甚至以上厚度的厚板。未来随着我国装配式建筑的普及，石膏板渗透率有望逐步提升，同时其中厚板的比例也有望提升。比如万科的预制 PC 技术，内隔墙采用轻钢龙骨石膏板，内填吸声棉，中间可走管线。房间分隔可自由调整，管线方便维修。

国内存量建筑中石膏板需求有望迎来较快增长期

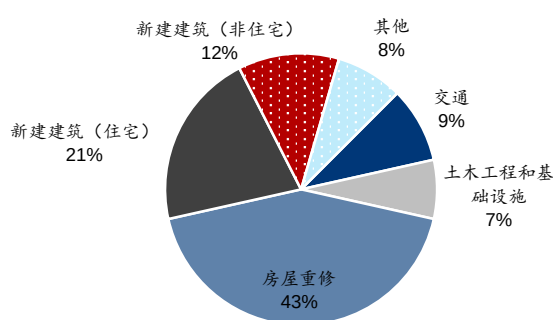
海外石膏板在存量建筑中应用比例已经达到 50% 以上。根据圣戈班 2018 年的年报显示，公司 2017 年石膏板终端市场结构为：重修 43%，新建（住宅）21%，新建（非住宅）12%，交通 9%，土木工程和基础设施 7%，其他 8%。可见，在住宅及非住宅建筑用石膏板中，重修的比例已经高于新建的量。圣戈班 2018 年的收入结构为西欧 67%（其中法国 25%），北美 13%，亚洲和大洋洲 7%，拉丁美洲 6%，中欧和东欧 5%，非洲和中东 2%。

图表47： 2018 年圣戈班收入结构（按区域）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

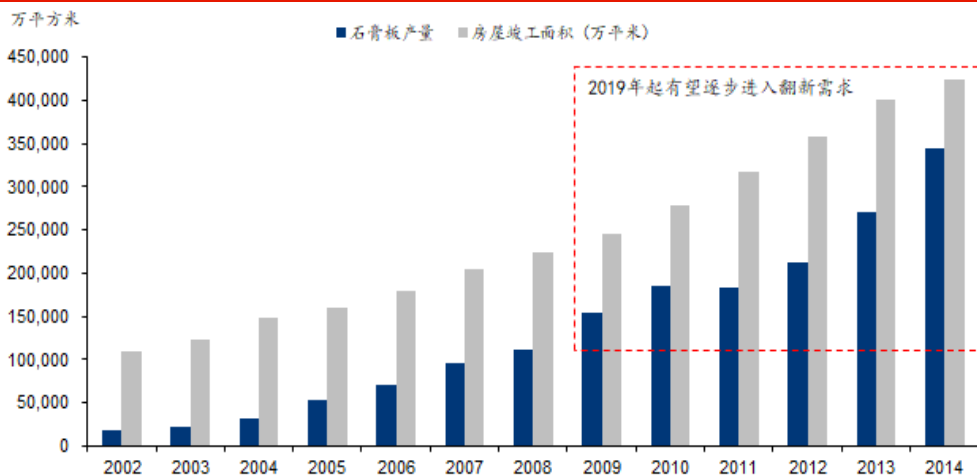
图表48： 2017 年圣戈班终端需求结构（按下游）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

我国更新换代需求有望迎来快速增长期。我国石膏板行业 2002-2014 年高速发展，根据国家统计局数据，我国石膏板产量从 2002 年的 1.73 亿平方米快速增长到 2014 年的 34.44 亿平方米。一般而言，地产行业对住宅二次装修的周期预估为 8-12 年，公用建筑较之更短，约为 6-8 年，按 10 年更新换代周期看，2009 年使用的石膏板（15 亿平）从今年开始有望迎来更新换代期，未来更新需求增速较快（2009-2014 是石膏板产量快速增长期），并且更新时，原来单层的石膏板构造可能改为双层，单平对应的石膏板用量可能增长，原来未使用吊顶的老住宅在重装修时也可能增加吊顶。

图表49： 2009 年之后的石膏板有望逐步进入翻新需求

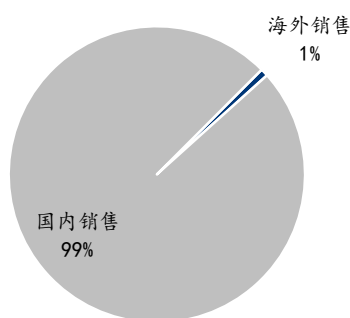


资料来源：Wind、华泰证券研究所

海外空间广阔，集团协同可期

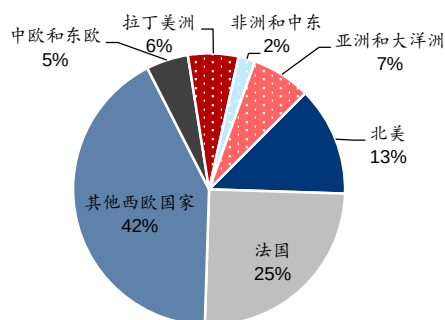
设立海外子公司，布局海外市场。根据公司年报披露的经营战略，公司预计加快实施“走出去”战略，通过新建与并购相结合的方式，推进石膏板业务的国际化布局。2018 年，公司在坦桑尼亚与阳光集团有限公司共同出资设立子公司，公司出资 700 万美元，持有合资公司 70% 股权。同时收购阳光石膏板公司的部分土地使用权、年产 300 万平方米的石膏板生产线，对其进行技术改造并在收购土地上新建产能 600 万平方米。上述境外投资为公司“走出去”的第一步，有助于公司积累国际化经验，培养国际化人才。开业当年坦桑尼亚子公司即实现盈利，产销两旺，实现全球布局开门红。对标其余外资品牌，公司国际市场份额存在较大提升空间，2018 年公司海外销售收入占比仅为 1%，Saint-Gobain、USG、Knauf 等外资品牌全球化水平相对较高。

图表50: 2018 年公司海内外销售收入占比



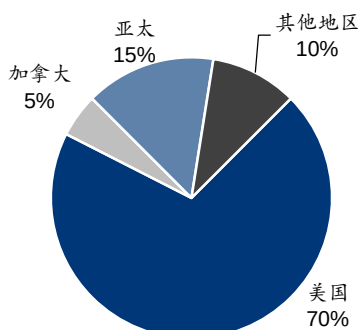
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表51: 2018 年 Saint-Gobain 分地区销售收入占比



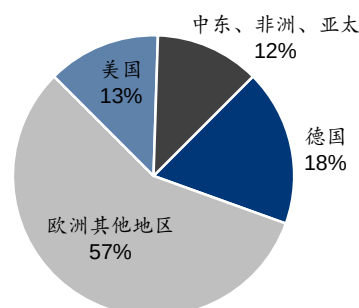
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表52: 2017 年 USG 分地区销售收入占比



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表53: 2016 年 Knauf 分地区销售收入占比

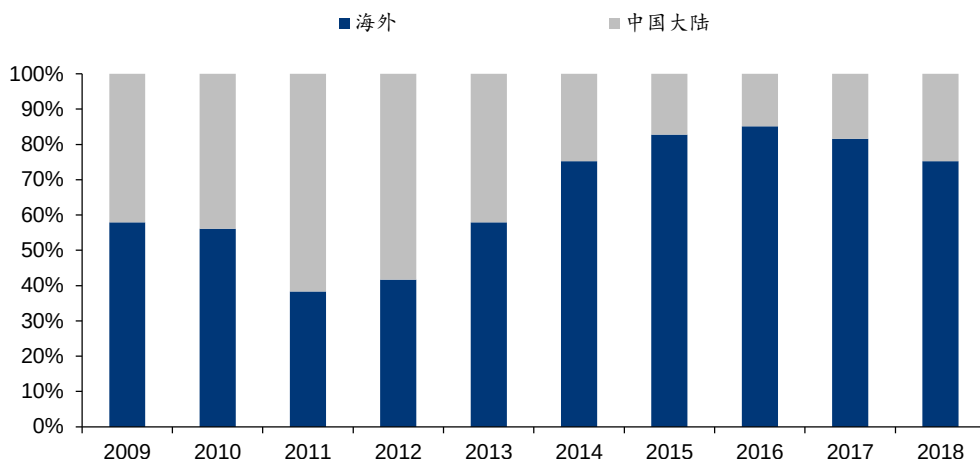


资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

一带一路政策利好, 海外市场空间广阔。公司年报信息显示, 选址坦桑尼亚部分原因是出于国家“一带一路”战略的考量。商务部数据显示, 近年来在对外直接投资和对外工程承包方面, “一带一路”国家所占份额越来越高。此外, “一带一路”沿线 65 个国家发展中国家占比高, 基建存量少, 石膏板消费需求仍存在较大空间, 根据公司 2012 年数据, 全球人均石膏板消费量为 1 平方米, 沿线 65 国人口超 32 亿, 我们预计仍存在 30 亿平方米的海外市场空间。根据中国驻坦桑尼亚大使馆官网公布的坦桑尼亚经济概况, 坦桑尼亚 2017 年投资吸引力指数位居非洲第七名, 具有经济稳定增长、市场规模较大、和平安全、营商环境良好等优势。在政策方面, 坦桑尼亚投资中心设立了投资一站式服务, 为外商投资创造良好的投资环境。从石膏板生产工艺方面考量, 坦桑尼亚具有丰富的石膏矿、天然气等自然资源, 煤炭储量估计 20 亿吨以上, 有利于公司建厂扩能。

随着两材合并, 有望利用集团海外渠道走出去。2016 年, 公司母公司中国建筑材料集团有限公司与中国中材集团有限公司宣布重组整合, 集团总部机构由原两材 27 个整合为 12 个, 协同效应不断凸显。现集团旗下子公司中材国际主营水泥业务, 自 2002 年开始便大规模实施国际化战略, 2018 年年报显示中材国际已在全球 74 个国家和地区承接了 226 条生产线, 海外合同及收入规模占比达公司总规模 70% 以上。此外, 根据公开信息, 中建材于 2017 年底出具承诺, 力图于 3 年内或更短的时间, 通过资产重组、业务调整等多种方式解决同业竞争问题, 两材合并预计将为北新带来更多海外渠道, 预计可以与集团内中材国际等海外网络发达的子公司合作走出去。

图表54： 中材国际收入结构

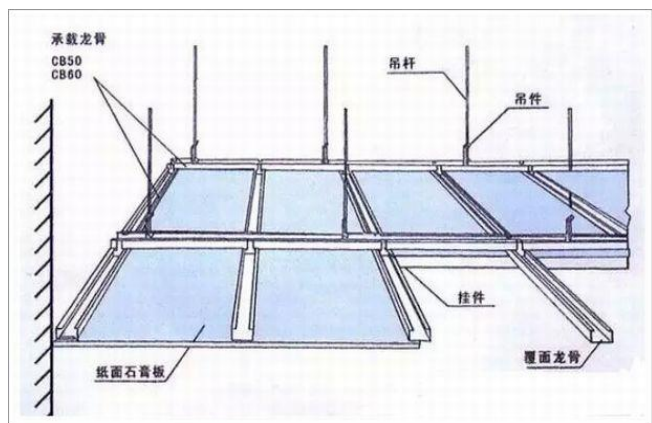


资料来源：公司公告、华泰证券研究所

创新龙骨经营模式，有望提供新的增长点

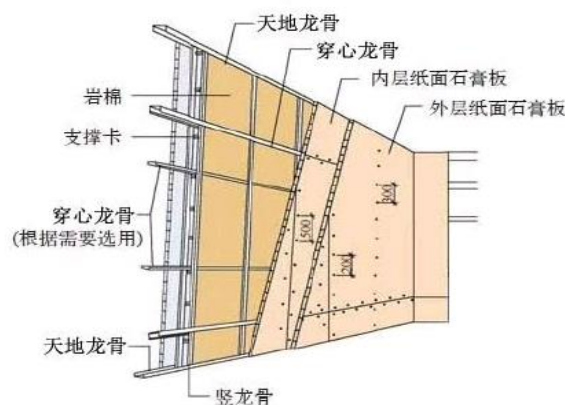
龙骨是用来支撑造型、固定结构的一种建筑材料，通常配合石膏板使用。根据制作材料的不同，可分为木龙骨、轻钢龙骨、铝合金龙骨等。轻钢龙骨是近几年来非常热门的一种装潢材料，是以优质的连续热镀锌板带为原材料，经冷弯工艺轧制而成的建筑用金属骨架。用于以纸面石膏板、装饰石膏板等轻质板材做饰面的非承重墙体和建筑物屋顶的造型装饰。适用于多种建筑物屋顶的造型装饰、建筑物的内外墙体及棚架式吊顶的基础材料。

图表55： 轻钢龙骨吊顶图示



资料来源：大沥铝材网、华泰证券研究所

图表56： 轻钢龙骨墙体图示



资料来源：海峰论设计、华泰证券研究所

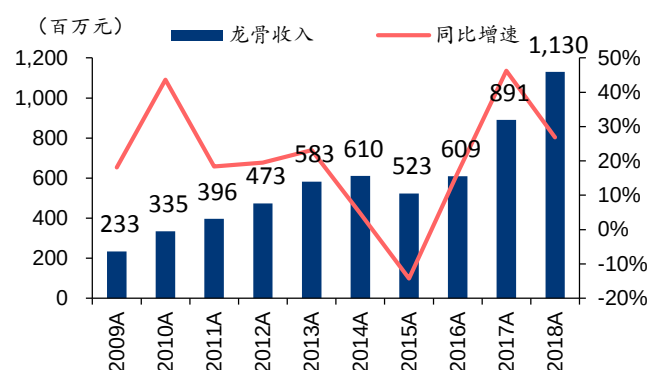
龙骨市场规模大，营改增推动龙骨发展。根据调研，每平方米石膏板需配备 2.2-2.4kg 龙骨，因此龙骨市场规模大约是石膏板的两倍，由于龙骨与石膏板存在配套销售情况，根据公司近几年石膏板年产量，对应龙骨年销售量将达 30 万吨，2018 年公司每千克龙骨售价为 6-7 元，则对应龙骨收入达 180-210 亿。且龙骨属于轻资产，生产成本低，使得龙骨行业毛利润较高。从钢坯到钢带，钢带到镀锌，镀锌到龙骨，龙骨再到家装，各个厂商形成了一个完整的供应链，实行营改增后，供应链上各生产厂家均需开增值税发票，各厂家达成提价的共识，间接推动了终端产品龙骨价格的上涨。

国家龙骨标准过高，新型标准产品应运而生。中国现阶段采用的标准为德国的龙骨标准，但德国龙骨标准过高，并不适用于中国所有地区。例如，海南岛是热带雨林气候，可以使用德国标准，而在海南岛使用寿命为 10 年的龙骨，在东部西北、内蒙等北边地区使用寿命可超过 100 年。不同地区湿度和盐分不同，所要求的标准不同。由于国家标准过高，且

并非必须执行，没有优惠政策，目前行业大部分龙骨都不达国家标准。在国家龙骨标准过高的情况下，公司创造了新的标准-普通龙骨。普通龙骨是按照当地气候来进行定制化生产，基本采取 OEM 方式，委托他人进行生产，通过北新渠道销售。

龙骨销售模式创新，看好新标准龙骨未来发展。公司龙骨业务既包括国家标准龙骨，又包括新标准龙骨，国家标准龙骨主要是公司自己进行生产，而新标准龙骨则采用 OEM 模式进行定制化生产。据调研，现阶段公司的新标准龙骨正处在薄利多销阶段，主要目标是提高流量，形成龙骨生产厂商和经销商对公司的依赖，吨净利不高，未来随着 OEM 厂商对公司渠道依赖性增强，品牌和渠道效应发挥后，价格有望进一步上升，销售收入有望达到 100 亿元，利润率也存在较高的提升空间。

图表57： 轻钢龙骨收入及同比增速



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

图表58： 轻钢龙骨毛利及毛利率



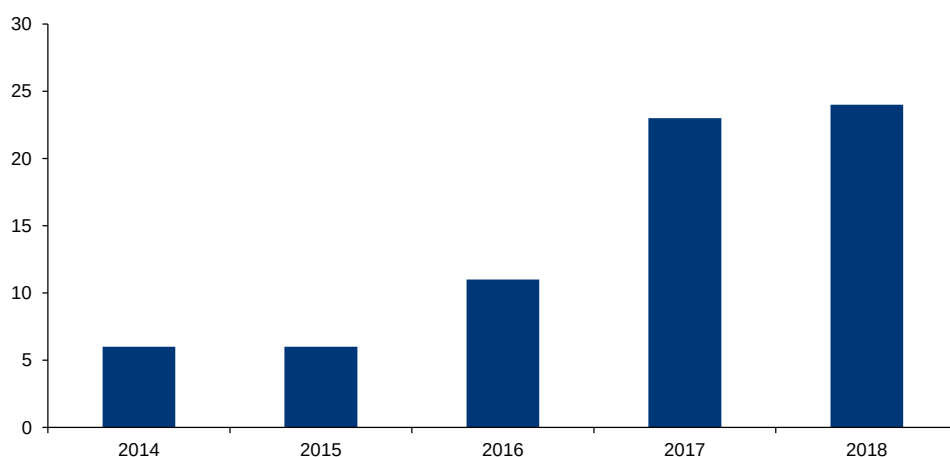
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

估值：DCF 结果显示北新建材价值底

石膏板项目高 IRR 决定公司高 ROE

北新建材以投资回报为业绩评定指标之一，单个项目回报率高。2014 年，公司提出“六星企业”业绩指标，用以表彰企业内部“业绩良好、管理精细、环保一流、品牌知名、先进简约、安全稳定”的企业，具体业绩指标为“投资 1 亿元、年税后净利润 5000 万元”，2017 年，这一指标中加入“或投资回报率 40%以上”的描述，2018 年，达到这一标杆企业要求的企业共有 24 家。整体回报率高，发展速度较快。

图表59： 2014-2018 年北新建材内部达到“六星标杆企业”业绩要求的公司数



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

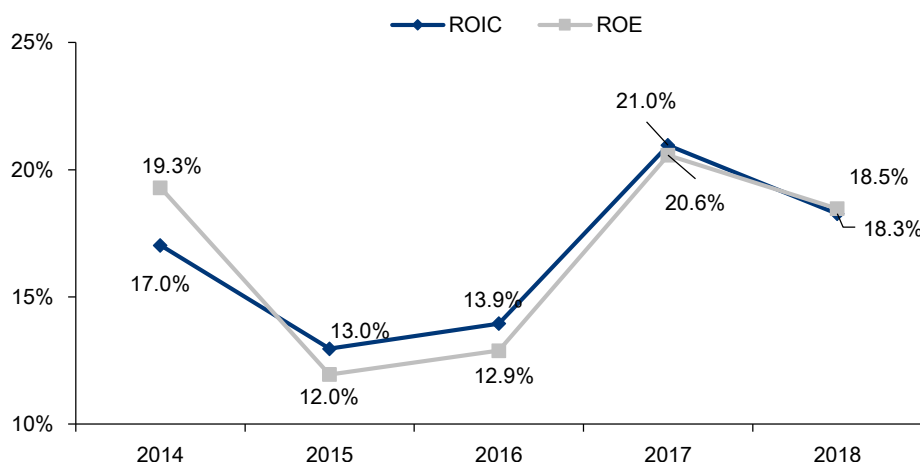
公司自 2015 年开始绝大部分投资项目 IRR 超过 20%，平均 IRR 接近 30%，其中，泰山石膏在山东东营和四川宜宾的石膏板生产线项目预计内部收益率超过 40%。近年来，北新建材投资项目保持了整体较高的内部收益率。公司年报披露其机器设备的折旧年限为 10-18 年，按照 14 年计算折旧，根据公司披露的预计 IRR 和投资额估算的项目回收期大多在 3 年左右，回收周期短，具有很强的获利能力。公司在稳步扩大产能的同时，能够在短时间内收回成本，提高竞争力。

图表60： 2015 年以来北新建材对外投资项目、预计 IRR、投资额和项目工期

披露日期	项目	预计 IRR	投资额 (万元)	项目工期 (月)
2019/4/26	在山西朔州投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,000 万平方米纸面石膏板生线及配套年产 5,000 吨轻钢龙骨生产线项目	24.65%	13936.00	12
2019/3/18	泰山石膏有限公司在山东泰安投资建设年产 40 万吨护面纸生产线及配套环境设施和热电联产项目		135647.65	15
2019/3/18	泰山石膏有限公司在湖北宜昌投资建设综合利用工业副产石膏年产 5,000 万平方米纸面石膏板生产线项目	29.71%	14560.76	12
2018/4/26	泰山石膏有限公司在河北承德投资建设综合利用工业副产石膏年产 5,000 万平方米纸面石膏板生产线项目	28.97%	13301.54	12
2018/4/26	泰山石膏有限公司在山东菏泽投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,500 万平方米纸面石膏板生产线项目	25.11%	10886.70	12
2018/4/26	泰山石膏有限公司在安徽亳州投资建设综合利用工业副产石膏年产 5,000 万平方米纸面石膏板生产线项目	23.52%	16831.73	12
2018/4/26	泰山石膏有限公司在山西忻州投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,500 万平方米纸面石膏板生产线项目	26.80%	11741.52	12
2017/12/29	坦桑尼亚年产 600 万平方米石膏板生产线项目		550 (USD)	18
2017/8/17	泰山石膏有限公司在江西弋阳投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,500 万平米石膏板生产线项目	28.74%	10652.99	12
2017/3/16	泰山石膏有限公司在重庆綦江投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,500 万平米石膏板生产线项目	24.72%	9545.26	12
2016/2/1	在陕西省富平县投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,000 万平米石膏板生产线项目	22.07%	10177.00	18
2016/2/1	在江西省吉安市投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,000 万平米石膏板生产线项目的	19.02%	10232.00	18
2015/12/31	泰山石膏股份有限公司在山东东营投资建设综合利用工业副产石膏年产 5,000 万平米石膏板生产线项目	43.00%	11626.46	12
2015/12/31	泰山石膏股份有限公司在四川宜宾投资建设综合利用工业副产石膏年产 3,500 万平米石膏板生产线项目	44.00%	8657.64	12

资料来源:公司公告、华泰证券研究所

高 IRR 项目投资形成高收益率，近年来公司 ROE 和 ROIC 等收益率指标整体上升。近年来，公司新项目逐渐投产，内部激励机制取得了良好的正向反馈，公司净资产收益率和资本回报率上升，2017 年达到高点，均超过 20%，2018 年超过 18%，有所下降因净利率和杠杆率有所下降。预计未来随着一批高回报率项目逐步投产，预期公司将持续保持较高的盈利能力。

图表61： 2014-2018 年北新建材 ROE, ROIC


资料来源:公司公告、华泰证券研究所

自由现金流创造能力强，DCF 结果显示价值底

通过相对保守的 DCF 参数假设，计算得到北新建材的 DCF 结果为 16.6 元/股，我们认为这基本可以作为公司的价值底。

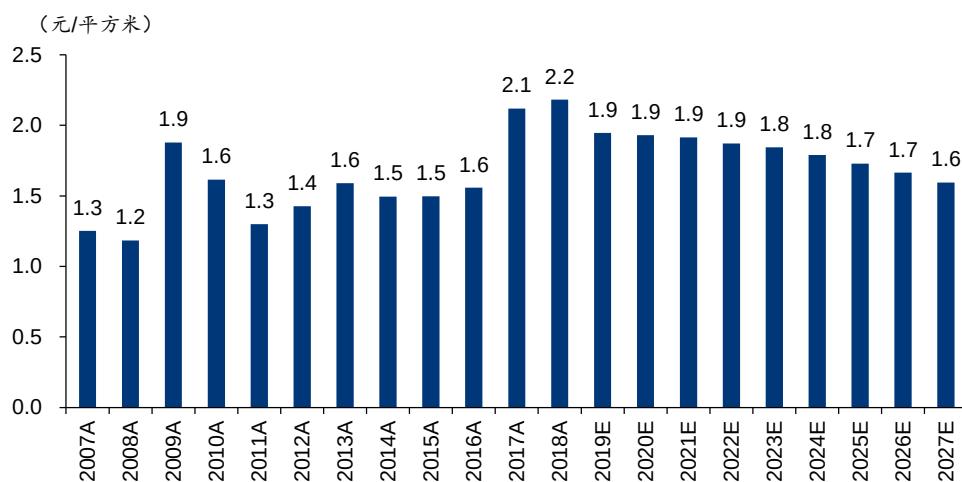
1) 产能：根据公司在建工程情况及产能规划，假设公司 19/20/21/22 年新增产能为 2/1.8/1.5/1 亿平方米，后续不再有新增产能。19/20/21/22 年加权平均产能为 25.3/27.2/29.0/30.3 亿平方米，从 23 年起，产能稳定在 31 亿平方米。

2) 产量&销量：假设装配式建筑的发展不及预期，石膏板渗透率提升较慢，公司新投产产能体现为产能利用率下降，预计 19-22 年公司产能利用率分别为 77%/74%/72%/70%，以后基本稳定在 70%的产能利用率。根据产能利用率及有效产能估算，19-22 年公司石膏板销量分别为 19.3/20.0/20.7/21.1 亿平方米，从 23 年起，石膏板销量稳定在 21.5 亿平方米。

3) 价格：假设提标并未推进，公司价格基本稳定，逻辑上说靠装配式建筑缓慢渗透带动厚板自然需求的提升，需求升级/产品创新/中高端品牌占比提升也有望带动单方价格及单方毛利，但保守假设龙牌和泰山价格都稳定不变（由于公司定价权较高，价格下跌风险较低，未考虑产品结构升级/提标等对单平价格的正面影响）；

4) 成本：原材料成本是公司主要的生产成本，公司对上游原材料的议价能力较强，原材料成本基本稳定，公司通过技术革新应对煤炭等能耗成本上涨风险，假设能耗成本保持不变，同时其他成本（包含人力等成本）2019-2022 年每年增长 10%，2023-2027 年每年增长 8%。

图表62：悲观情景假设下的单平毛利变化



资料来源:公司公告、华泰证券研究所

5) 资本开支：考虑到 19 年有纸厂项目的投资，资本开支仍然会相对维持高位，预计 19 年资本开支 15 亿，20-22 年由于仍然有新增产能，预计资本开支分别为 12/11/8 亿，23 年开始资本开支保持为收入的 4.2%，和折旧速度基本一致。

6) WACC：beta 采用过去 1 年公司收盘价与沪深 300 回归得到 1.22，无风险利率 3%，风险补偿为 6%，计算得到股权要求回报率为 10.3%，负债率为 10%，税率为 15%，负债利息率为 5%，那么 WACC 为 9.7%。

7) 永续增长率：保守假设为 0%。

根据以上假设，可以得到公司悲观情况下的每股价值为 16.6 元/股。

图表63：北新建材每股价值测算（悲观情景假设）

自由现金流预测	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	12,678	13,425	14,178	14,656	15,193	15,333	15,480	15,634	15,796
YoY	0.9%	5.9%	5.6%	3.4%	3.7%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
EBIT	2,793	2,909	3,017	3,036	3,072	2,976	2,871	2,756	2,632
YoY	-4.5%	4.1%	3.7%	0.6%	1.2%	-3.2%	-3.5%	-4.0%	-4.5%
息税前利润率	22.0%	21.7%	21.3%	20.7%	20.2%	19.4%	18.5%	17.6%	16.7%
EBIT*(1-t)	2,461	2,563	2,658	2,675	2,707	2,622	2,529	2,429	2,319
+ 折旧及摊销	529	602	659	705	750	785	808	832	856
- 营运资金变化	-102	70	-24	-20	-21	-14	-15	-17	-18
- 资本支出	-1,521	-1,208	-1,134	-879	-634	-640	-646	-653	-660
自由现金流终值	-427	2,027	2,159	2,481	2,802	2,752	2,676	2,591	2,498
YoY	0.0%	48.2%	6.5%	14.9%	12.9%	-1.8%	-2.8%	-3.2%	-3.6%
DCF 分析		主要假设							
预测期自由现金流现值	14,631	税率							
自由现金流终值	25,715	目标权益资本比							
永续自由现金流现值	12,250	贝塔系数							
企业价值	26,880	无风险收益率							
净现金	1,224	风险溢价							
权益价值	28,105	权益资本成本							
每股权益价值（元）	16.63	债务资本成本							
		税后债务资本成本							
		WACC							
		永续增长率							

资料来源：华泰证券研究所

注：19 年有 18 亿赔偿支出，影响自由现金流

历史复盘，公司业绩是股价未来上升催化来源

通过对北新建材的历史股价进行复盘，我们发现，自公司 1997 年上市以来，共经历五次超额收益（以沪深 300 指数收益为基准）明显增加阶段。第一阶段：2008 年 10 月—2010 年 3 月，公司在此阶段超额收益达到 230%，主要系政策刺激，在 2008 年金融危机后，国家于 2008 年 11 月出台“四万亿刺激”政策，地产行业迅速回暖，地产销售面积于 2008 年底触底回升，而股价则提前反应了基本面即将反转的预期，从 2008 年 10 月开始反弹，09 年公司第二、三季度单季度业绩增速高达 1400%、246%，政策业绩双驱动下公司超额收益显著。地产销售面积增速于 2009 年 12 月到达阶段性顶点，随后进入下行通道，股价反应稍有滞后，超额收益自 2010 年 3 月开始回落。

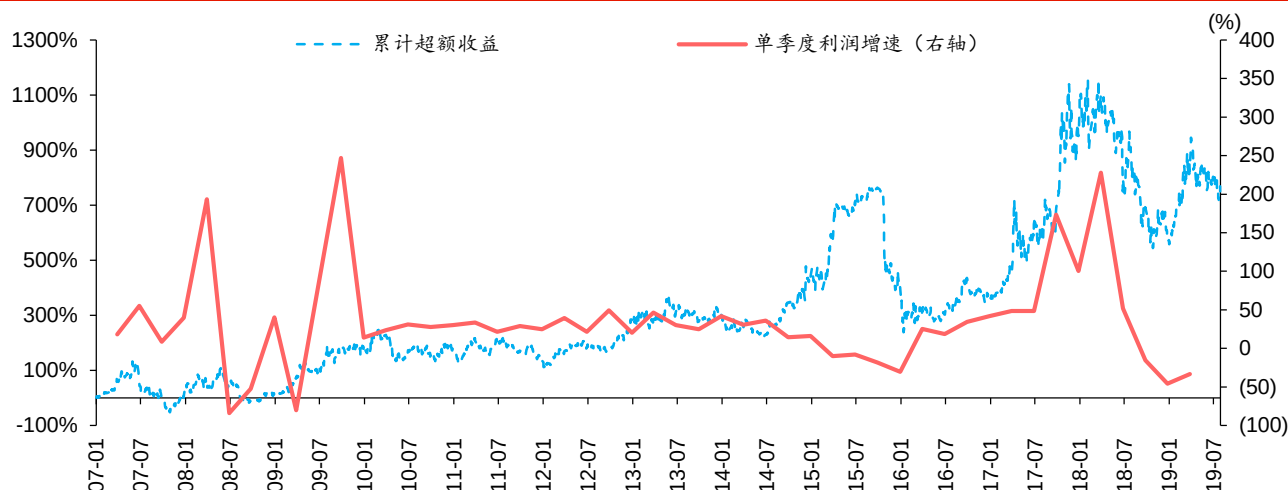
第二阶段：2012 年 2 月—2013 年 5 月，公司在此阶段超额收益达到 260%，在“四万亿”刺激后，2010 年下半年地产有所降温，2011 年底销售面积开始出现负增长，在 2012 年 3 月降幅有所收窄，直至 11 月恢复至正增长，随后进入上行通道，2013 年 2 月地产销售面积增速达到阶段性顶点。在这轮复苏中，公司股价和地产销售同时复苏，并滞后销售面积增速 3 个月达到超额收益阶段性顶点。在此阶段，公司的业绩增速比较稳定，股价主要受益于地产行业回暖带动业绩提升，体现出明显的周期性特点。

第三阶段：2014 年 7 月—2015 年 7 月，公司在此阶段收获 450% 的超额收益。在这一轮大牛市中，公司股票 β 大于 1，因此超额收益明显增加。

第四阶段：2016 年 1 月—2018 年 3 月，公司在这一阶段取得了五个阶段中最高的超额收益，累计超额收益达到 800%。2016 年地产销售面积开始好转，需求开始回升，据公司公告，公司 2016 年销量增速从 2015 年的 1% 回升到 13%，业绩自 2016 年第一季度开始复苏，并进入上行通道，公司超额收益开始缓慢增加。2017 年下半年到 2018Q1 公司超额收益显著增加，源于：2017Q3 废纸价格大幅上涨，同时担心冬季环保限产，经销商开始加大囤货，公司作为行业龙头，大幅提高产品价格，石膏板单平毛利和单平净利出现显著提升，公司业绩增速显著提速。

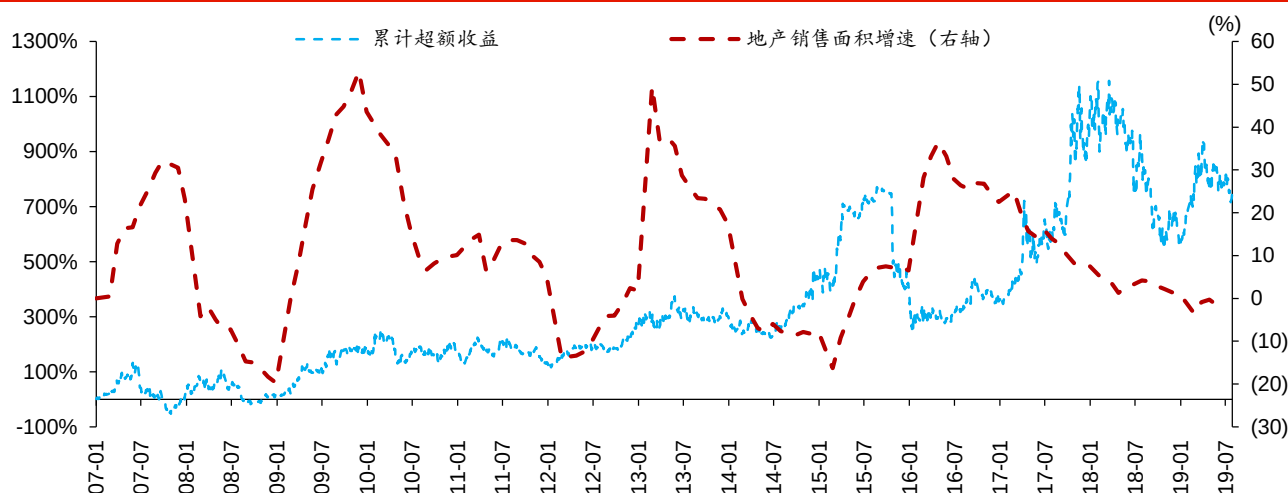
第五阶段：2019 年年初至今，2018 年 4 月地产先行指标逐步走弱，石膏板需求走弱，供需格局小幅恶化，公司单平毛利和净利缓慢下滑，2018Q2 业绩增速放缓，从 2018Q3 开始由于价格下降开始转入负增长，因此 2018 年下半年录得 120% 的负超额收益。2019 年年初由于市场环境好，公司 β 较高，再次录得 50% 的超额收益。预计在下一轮业绩增速拐点出现时，公司股价有望再一次表现强势。

图表64： 北新建材股价超额收益与公司单季度利润增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表65： 北新建材股价超额收益与地产销售增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

需求端增长弱于预期：北新建材产品主要面向住宅和商业建筑的新建、翻新需求，由于房地产行业宏观调控政策的不确定性，竣工面积增速、装配式建筑的推广速度可能弱于预期。此外，公司海外布局仍处于起步阶段，国际市场发展可能不及预期。

产能利用率降低超预期：根据公司公告及调研信息，公司目前产能利用率在不足 80%，处于历史低位。行业内产能仍有扩张，同时公司为抢占好的布局点，仍存在较多在建和待建产能，若需求增长不及预期，未来公司产能利用率可能进一步走低，影响公司利润率。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com