

# 北新建材 (000786)

## 石膏板行业环保趋严，量价齐升助公司业绩腾飞

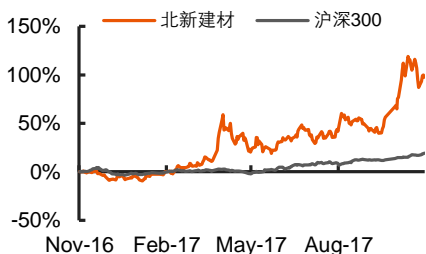
### 推荐 (首次)

现价: 21.72 元

#### 主要数据

行业	建筑
公司网址	www.bnbm.com.cn
大股东/持股	中国建材/35.73%
实际控制人	中国建材集团有限公司
总股本(百万股)	1,789
流通 A 股(百万股)	1,414
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	388.48
流通 A 股市值(亿元)	307.12
每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	28.50

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**严晓情** 投资咨询资格编号  
S1060517070005  
021-20662256  
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.  
CN

#### 研究助理

**吴佳鹏** 一般从业资格编号  
S1060117080044  
WUJIAPENG804@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

- **国内石膏板行业龙头，17 年量价齐升助力业绩高增长：**公司是国内石膏板龙头企业，旗下拥有“龙牌”和“泰山”两大品牌，合计石膏板产能达 21.6 亿平米，产能占比超 50%，销售占比接近 60%。公司控股股东为中国建材股份有限公司（持股比例 35.7%）。受益 17Q2 以来石膏板销售量价齐升以及 16 年收购泰山石膏 35% 少数股权，公司业绩加速增长，17 年前三季度实现收入 81.1 亿元，YoY+38.0%，实现归母净利 15.6 亿元，YoY+100.0%。
- **美废进口受限推高纸价，公司石膏板涨价带动盈利提升：**石膏板的主要原材料为天然石膏/脱硫石膏和护面纸（原材料为美废），17 年我国造纸业环保政策持续加码，美废进口额度受限推动护面纸价格快速上涨，17Q3 公司护面纸采购价格上涨超 30%（成本上涨 10%）。17 年 9 月公司龙牌涨价 5%/泰山涨价 20%，盈利能力大幅回升。我们预计未来美废价格或继续上涨，公司凭借高市占率有望继续提价。
- **产能/渠道扩张夯实龙头地位，掌握脱硫石膏资源构筑行业壁垒：**自 2005 年收购泰山石膏以来，公司持续推进石膏板产能/渠道扩张，目前公司生产线已覆盖全国 22 个省/直辖市，拥有 2000 多家经销商，龙头地位稳固。由于环保政策持续加码，天然石膏开采逐步受限，脱硫石膏将成为石膏板主流原材料。公司抢先布局，掌控了国内 50% 以上的脱硫石膏资源，打造资源护城河。此外，环保政策持续收紧将助推石膏板行业落后产能退出，改善石膏板行业供给侧结构，提升行业集中度。
- **未来石膏板需求潜力巨大，将受益装配式建筑推广：**17 年以来，受益全国办公楼竣工面积快速增长（17 年 1-9 月同比增长 36%），公司 17H1 销量同比增长 17.8%。我们预计未来房地产投资将保持平稳增长，带动石膏板需求持续释放。由于我国石膏板人均消费量低（中国：1.5 平米/年，美国：10 平米/年，日本：8 平米/年），目前应用以公共建筑（办公楼等）装

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7551	8,156	10,674	12,574	14,327
YoY(%)	-9.0	8.0	30.9	17.8	13.9
净利润(百万元)	897	1,171	2,198	2,875	3,456
YoY(%)	-18.9	30.6	87.7	30.8	20.2
毛利率(%)	31.3	34.2	34.8	36.5	37.6
净利率(%)	11.9	14.4	20.6	22.9	24.1
ROE(%)	13.1	14.0	17.9	19.7	19.6
EPS(摊薄/元)	0.50	0.65	1.23	1.61	1.93
P/E(倍)	43.3	33.2	17.7	13.5	11.2
P/B(倍)	5.0	3.7	3.2	2.7	2.2

饰为主(国内公建/住宅为 70%/30%,美国 20%/80%),主要用于吊顶工程(国内吊顶/隔墙为 70%/30%,美国 20%/80%),未来消费需求潜力巨大。随着石膏板在住宅领域渗透率不断提升以及装配式建筑政策持续推广,石膏板行业将打开新的成长空间。

- **盈利预测与投资建议:**公司是石膏板行业绝对龙头,17 年以来美废进口受限推高石膏板护面纸价格,公司石膏板涨价带动盈利水平提升。未来美废进口额度缩减,美废价格或继续上涨,公司凭借高市占率有望再次提价。2017 年以来房地产投资保持平稳,石膏板作为房地产后周期产品,我们预计未来需求将保持稳定增长。预计 17-19 年公司 EPS 为 1.23 元、1.61 元和 1.93 元,对应当前 PE 为 17.7 倍、13.5 倍和 11.2 倍,首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示:**房地产投资大幅下行,环保执行不及预期致石膏板价格下跌,原材料价格大幅波动。

# 正文目录

<b>一、国内石膏板行业巨头，17 年量价齐升助力业绩高增长</b> .....	6
1.1 纸面石膏板绿色环保，政府积极推广.....	6
1.2 石膏板龙头持续成长，控股股东实力雄厚.....	6
1.3 17 年石膏板量价齐升促业绩高增长，收购少数股权增厚公司利润.....	8
<b>二、石膏板未来需求潜力巨大，将受益装配式建筑推广</b> .....	9
2.1 公用建筑领域仍是需求主力，住宅装饰市场未来潜力巨大.....	9
2.2 受益地产投资复苏，公司石膏板销售持续回升.....	11
2.3 政策力推新型绿色墙材，将受益装配式建筑推广.....	12
<b>三、产能/渠道扩张夯实龙头地位，掌握脱硫石膏资源构筑行业壁垒</b> .....	14
3.1 产能扩张+渠道建设齐发力，公司龙头地位稳固.....	14
3.2 公司把控布局脱硫石膏资源，打造资源护城河.....	16
3.3 小产能去化促行业集中度提升，公司将持续受益.....	18
<b>四、美废进口受限推高纸价，公司石膏板涨价带动盈利提升</b> .....	19
<b>五、盈利预测与投资建议</b> .....	21
<b>六、风险提示</b> .....	23

# 图表目录

图表 1	纸面石膏板轻钢龙骨吊顶示意图 .....	6
图表 2	纸面石膏板轻钢龙骨隔墙系统示意图 .....	6
图表 3	公司股权结构 .....	6
图表 4	公司历史发展路径梳理 .....	7
图表 5	公司历史发展路径梳理 .....	7
图表 6	公司 17 年前三季度收入增速为 51.6% .....	8
图表 7	公司 17 年前三季度归母净利润增速达 100%.....	8
图表 8	公司 17Q3 单季度收入增速达 57.2%.....	8
图表 9	17 年上半年泰山石膏净利润占公司比重达 67% .....	8
图表 10	石膏板收入占公司总收入比重达 90% .....	9
图表 11	公司营业收入以国内为主 .....	9
图表 12	我国纸面石膏板产业发展历程 .....	9
图表 13	2016 年全国石膏板产量同比增长 13% .....	10
图表 14	我国人均石膏板消费面积与发达国家差距较大 .....	10
图表 15	我国石膏板消费以公共建筑装饰为主 .....	10
图表 16	16 年我国住宅竣工面积 7.7 亿平米 .....	11
图表 17	16 年我国办公楼占房屋竣工面积比重仅为 3% .....	11
图表 18	16 年房地产投资增回暖带动石膏板产量增速回升 .....	11
图表 19	17 年上半年办公楼竣工复苏带动公司石膏板销量增速提升 .....	12
图表 20	17H1 公司石膏板销量同比增速达 18%.....	12
图表 21	17H1 公司石膏板产量同比增速达 22%.....	12
图表 22	绿色墙材推广相关政策 .....	12
图表 23	装配式建筑推广相关政策 .....	13
图表 24	截止 1H17 公司石膏板产能达 21.6 亿平方米 .....	14
图表 25	石膏板行业主要公司产能占比情况 .....	14
图表 26	公司在建生产线合计产能 2.85 亿平米 .....	14
图表 27	全国石膏板产量分布情况 .....	15
图表 28	公司现有石膏板产能分布情况 .....	15
图表 29	泰山石膏子公司及销售网络 .....	16
图表 30	纸面石膏板产业链以及环保影响情况 .....	17
图表 31	我国天然石膏资源储量丰富 .....	17
图表 32	我国天然石膏开采量趋于稳定 .....	18
图表 33	我国缺乏优质天然石膏资源 .....	18
图表 34	我国脱硫石膏综合利用率稳步提升 .....	18
图表 35	脱硫石膏中石膏建材产品消耗量占比为 30% .....	18
图表 36	外废进口政策调整情况 .....	19

图表 37 美废价格（进口到岸价）预计将继续上涨.....	19
图表 38 国内废纸价格持续维持高位 .....	19
图表 39 公司石膏板均价变动滞后美废价格半年左右 .....	20
图表 40 公司石膏板毛利率受美废价格影响明显 .....	20
图表 41 纸面石膏板各项成本占比情况 .....	21
图表 42 公司原材料/燃料单耗大幅降低 .....	21
图表 43 公司石膏板单方毛利保持稳定 .....	21
图表 44 公司主要业务营业收入预测 .....	22
图表 45 公司 PE-Bands .....	22

# 一、国内石膏板行业巨头，17 年量价齐升助力业绩高增长

## 1.1 纸面石膏板绿色环保，政府积极推广

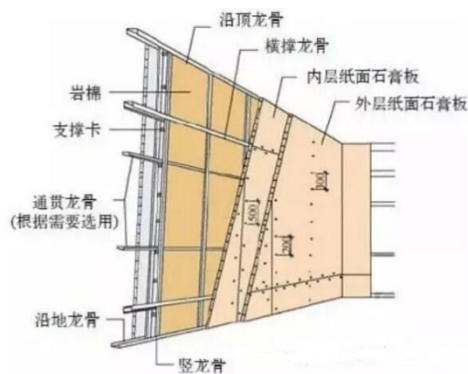
纸面石膏板是以建筑石膏（天然石膏/工业副产石膏）为主要原料，掺入适量添加剂与纤维做板芯，以特制的板纸为护面加工制成的板材。石膏板具有重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便以及隔音绝热和防火等特性，广泛用于建筑物室内的吊顶及隔墙材料，例如住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙。石膏建材是一种节能、节材、可回收利用、不污染环境的绿色建材。石膏板在拆除时可回收用作原材料循环使用，即使不回收作为垃圾处理也不会污染环境。此外，石膏板生产耗能低，生产周期短，质量轻，是政府积极推广的新型建筑材料之一。

图表1 纸面石膏板轻钢龙骨吊顶示意图



资料来源：土巴兔、平安证券研究所

图表2 纸面石膏板轻钢龙骨隔墙系统示意图

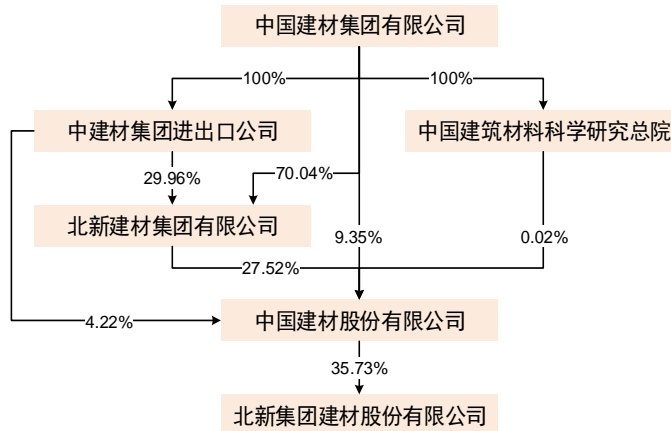


资料来源：公司官网、平安证券研究所

## 1.2 石膏板龙头持续成长，控股股东实力雄厚

**北新建材是国内石膏板行业巨头，石膏板年销量稳居行业第一。**公司旗下拥有定位高端市场的龙牌石膏板与定位中低端市场的泰山牌石膏板两大产品线。公司的控股股东为中国建材股份有限公司，持有公司 35.73% 股权，实际控制人为中国建材集团有限公司，股东背景强大。

图表3 公司股权结构

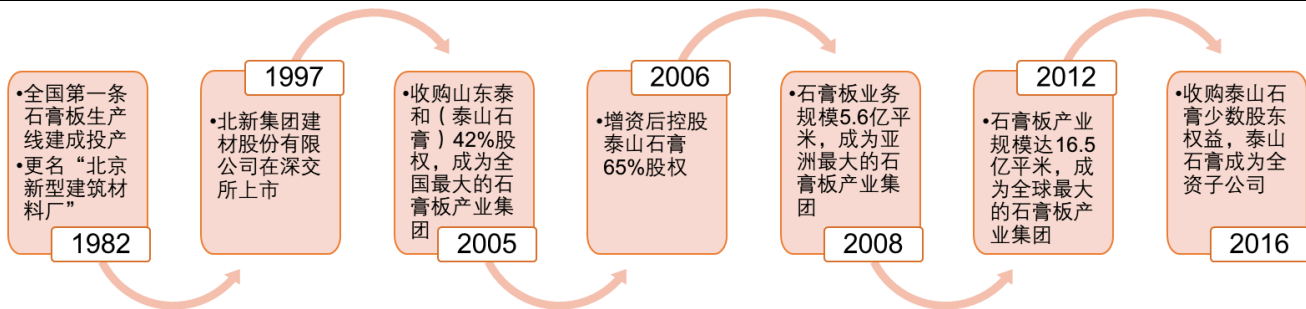


资料来源：公司公告、平安证券研究所



公司于 1997 年在深交所上市，2005 年公司通过收购民营石膏板行业龙头泰山石膏（原山东泰和）实现了产能与业务规模的快速扩张。截至目前，公司石膏板产能达到了 21.6 亿平米，生产线基本覆盖全国，其中华东/华北地区密度较高。2017 年上半年，公司在稳步推进全国 25 亿平米石膏板产能布局的基础上，发布了 30 亿平米石膏板产能的布局规划；此外，公司还积极把握“一带一路”战略的发展机遇，依托控股股东中国建材集团的资源优势，开始向海外扩张。

图表4 公司历史发展路径梳理



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 公司历史发展路径梳理

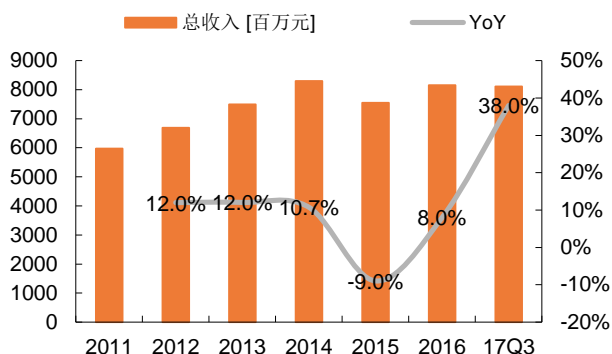


资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 1.3 17年石膏板量价齐升促业绩高增长，收购少数股权增厚公司利润

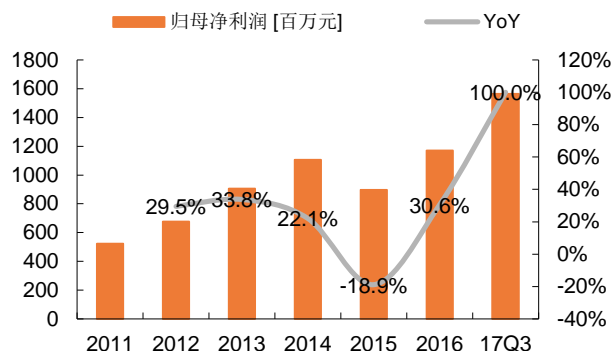
公司17年前三季度实现营业收入81.1亿元，YoY+38.0%，实现归母净利润15.6亿元，YoY+100.0%。公司业绩加速增长，一方面是由于17Q2以来公司石膏板销量提升以及部分石膏板产品进行了提价，助推公司收入快速增长（公司17Q3单季度收入达35.5亿元，YoY+57.2%）；另一方面是由于公司于16年11月成功收购控股子公司泰山石膏35%的少数股东权益，增厚了公司业绩（泰山石膏净利润占公司净利润比重达67.2%）。公司主要营业收入来自于石膏板与轻钢龙骨销售，16年石膏板/轻钢龙骨收入占比分别达89%/7%；公司绝大部分业务位于国内，16年南方/北方收入占比达36%/44%。

图表6 公司17年前三季度收入增速为38.0%



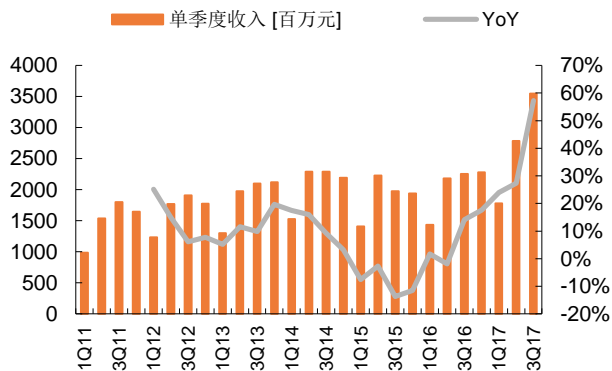
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 公司17年前三季度归母净利润增速达100%



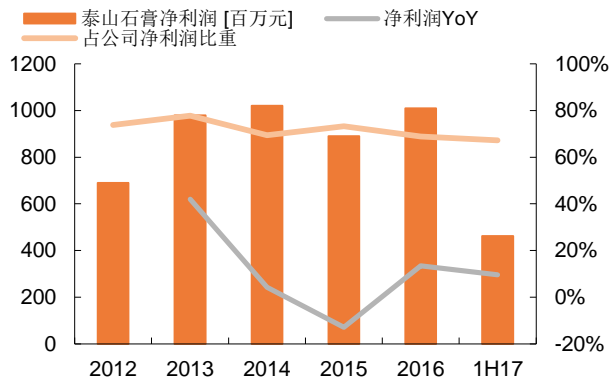
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表8 公司17Q3单季度收入增速达57.2%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

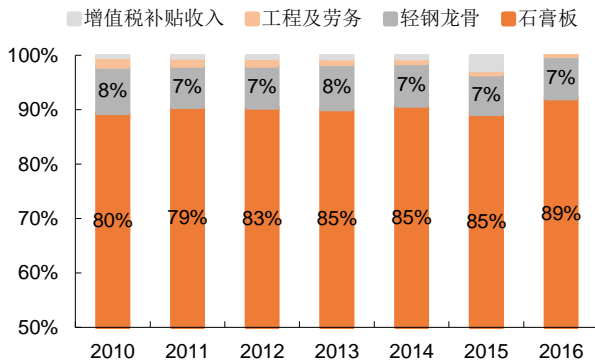
图表9 17年上半年泰山石膏净利润占公司比重达67%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

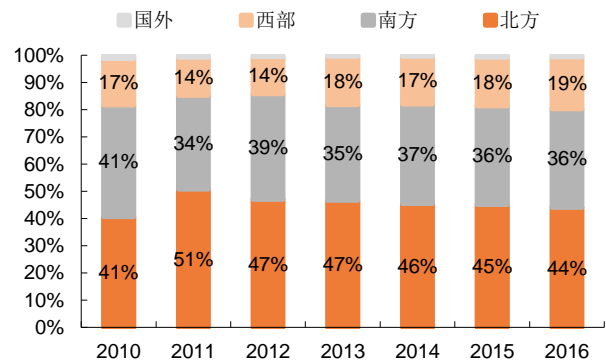


图表10 石膏板收入占公司总收入比重达 90%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表11 公司营业收入以国内为主



资料来源：公司公告、平安证券研究所

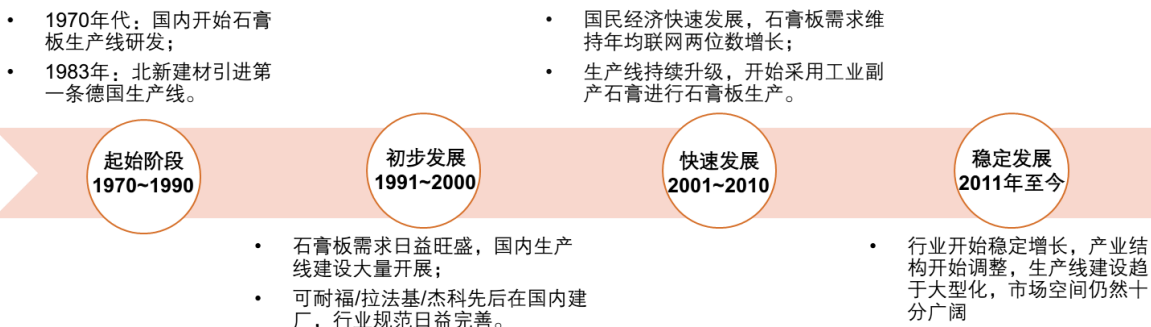
## 二、石膏板未来需求潜力巨大，将受益装配式建筑推广

### 2.1 公用建筑领域仍是需求主力，住宅装饰市场未来潜力巨大

我国自 1970 年代开始研发石膏板产品，至今已走过 40 余年，其发展历程上看可以分为四个阶段：

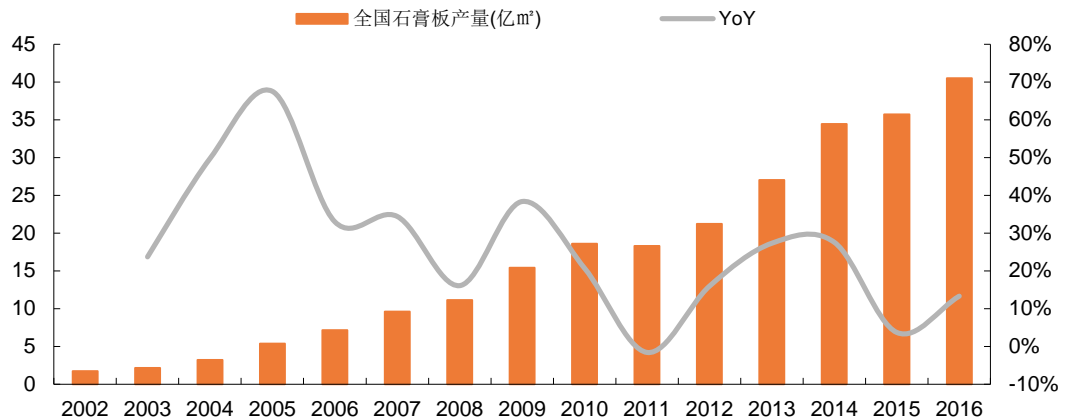
- 1) 起始阶段 (1970-1990)：**我国于 1970 年代开始石膏板研发，于 1978 年建成国内第一条自主研发的 400 平米/年石膏板自动化生产线。受益我国政府的持续支持，国民开始认识到石膏板的优异能力，我国石膏板行业得到了初始发展；
- 2) 初步发展 (1991-2000)：**20 世纪末，随着国民对石膏板的需求程度逐步提升，国内开始大量建设石膏板生产线；可耐福/拉法基/杰科等石膏板国际品牌先后进入中国，行业规范日趋完善；
- 3) 快速发展 (2001-2010)：**进入 21 世纪以后，我国经济快速发展，石膏板需求快速提升，期间我国石膏板行业产量保持着年均 30% 以上的增长，生产线持续升级，开始采用工业副产石膏进行石膏板生产；
- 4) 稳定发展 (2011 至今)：**2010 年以后，我国石膏板行业开始进入稳定发展阶段。行业石膏板产量保持稳定增长，16 年产量达 40.47 亿平米；此外产业结构开始调整，中小产能纳入淘汰名单，龙头企业市场份额逐步提升。

图表12 我国纸面石膏板产业发展历程



资料来源：《我国纸面石膏板的发展历程及现状》、平安证券研究所

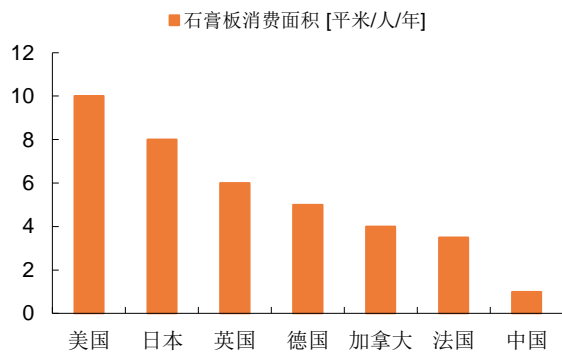
图表13 2016年全国石膏板产量同比增长13%



资料来源：公司公告、平安证券研究所

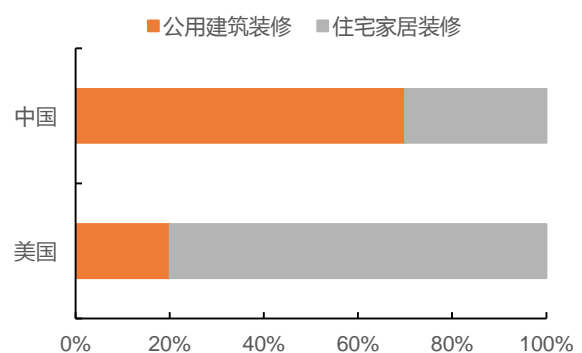
我国石膏板人均消耗量低，公用建筑装饰是主要应用领域。我国石膏板人均消费量较发达国家有较大差距，目前美国/日本的石膏板人均消费面积为 10/8 平米/人/年，而目前我国仅为 1 平米/人/年，未来发展空间巨大。从消费结构看，纸面石膏板在我国主要应用于公共建筑装饰（写字楼为主），销量约占 70%，住宅装修仅占 30%。相反，在以美国为代表的发达国家中家居装饰占比达 80%，公共装饰仅为 20%。从应用领域看，石膏板主要应用于吊顶和隔墙工程中，其中吊顶大约占整个石膏板销量的 70%，只有不到 30%用于隔墙。相反，在发达国家约有 80%的石膏板主要用于轻质墙体。

图表14 我国人均石膏板消费面积与发达国家差距较大



资料来源：公司公告、平安证券研究所

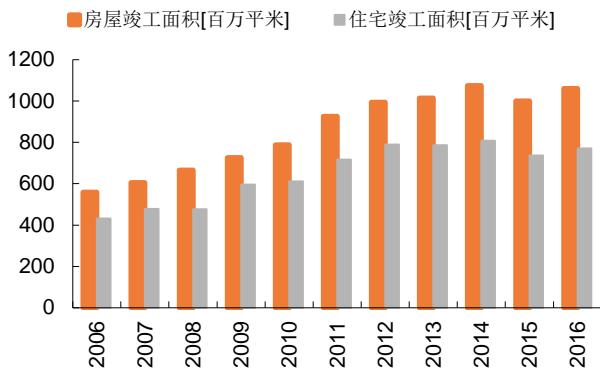
图表15 我国石膏板消费以公共建筑装饰为主



资料来源：公司公告、平安证券研究所

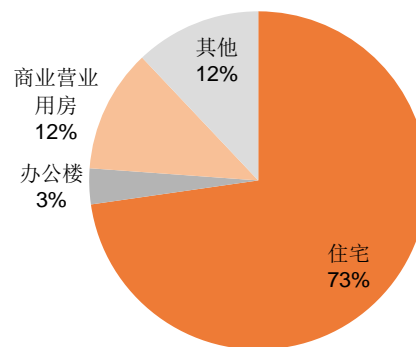
住宅领域市场潜力巨大，渗透率提升将打开石膏板成长空间。目前石膏板在住宅装饰装修领域主要应用于吊顶建设，使用比例较低。2016年，我国房屋竣工面积 10.6 亿平米，其中住宅竣工面积达 7.7 亿平米，占比达 73%，办公楼竣工面积为 0.36 亿平米，占比为 3%。住宅领域石膏板市场潜力巨大，随着消费者对石膏板接受度不断提高，石膏板在住宅领域渗透率将持续提升，打开石膏板行业成长空间。此外，随着城镇化建设持续发展，我国住宅领域存量房不断增加，交易趋于活跃，我们认为未来存量房二次装修将为石膏板行业带来增量市场空间。

图表16 16年我国住宅竣工面积7.7亿平米



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表17 16年我国办公楼占房屋竣工面积比重仅为3%

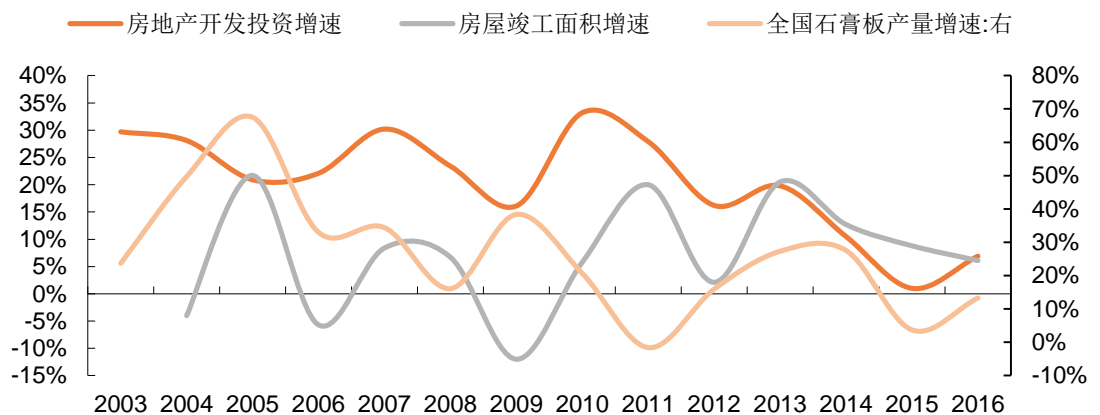


资料来源: Wind、平安证券研究所

## 2.2 受益地产投资复苏, 公司石膏板销售持续回升

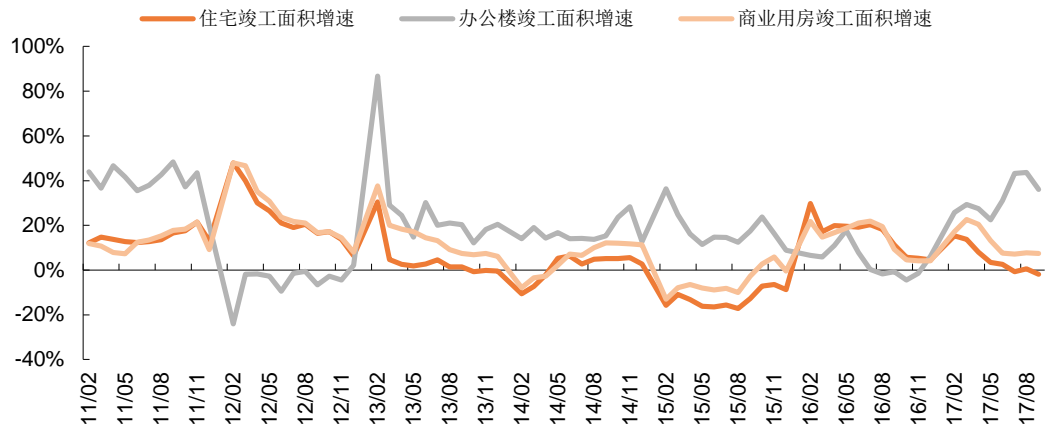
16年以来, 受益我国房地产投资复苏, 石膏板行业回暖, 2016年产量同比增长13.3%。17年以来我国办公楼竣工面积增速快速提升, 1-9月全国办公楼竣工面积同比增长36.1%, 带动公装需求持续释放, 公司石膏板销售加速放量。17年上半年, 公司石膏板销量同比增长17.8%, 产量同比增长22.4%。我们认为未来房地产投资将维持稳定增长, 房屋装饰装修需求将持续释放。

图表18 16年房地产投资增回暖带动石膏板产量增速回升



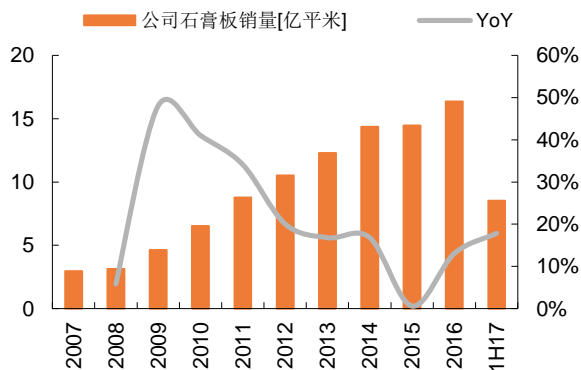
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表19 17年上半年办公楼竣工复苏带动公司石膏板销量增速提升



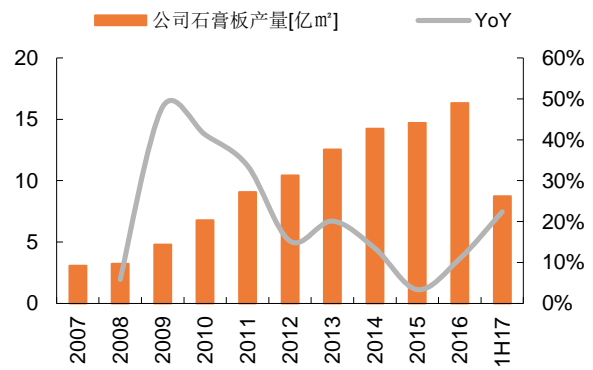
资料来源: Wind、平安证券研究所

图表20 17H1 公司石膏板销量同比增速达 18%



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表21 17H1 公司石膏板产量同比增速达 22%



资料来源: 公司公告、Wind、国家统计局、平安证券研究所

### 2.3 政策力推新型绿色墙材，将受益装配式建筑推广

石膏板在我国墙体里应用占比低，未来有望加速推广。16年以来，国家出台了相关政策推动墙材发展。17年2月，国家发改委、工信部联合印发了《新型墙材推广应用行动方案》，提出到2020年，全国县级（含）以上城市禁止使用实心粘土砖，地级城市及其规划区（不含县城）限制使用粘土制品，副省级（含）以上城市及其规划区禁止生产和使用粘土制品，新型墙材产量在墙材总量中占比达80%，其中装配式墙板部品占比达20%；新建建筑中新型墙材应用比例达90%。受益行业政策持续加码，未来轻钢龙骨石膏板墙体有望加速推广。

图表22 绿色墙材推广相关政策

时间	政策名称	发布机关	相关条款
2017.03	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	住建部	完善装配式建筑相关政策、标准及技术体系。积极发展钢结构、现代木结构等建筑结构体系。积极引导绿色施工。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20亿平米以上；城镇新建建筑中绿色建材应用比例超过40%；

时间	政策名称	发布机关	相关条款
			城镇装配式建筑占新建建筑比例超过 15%。
2017.02	《新型墙材推广应用行动方案》	国家发改委、工信部	到 2020 年，全国县级（含）以上城市禁止使用实心粘土砖，地级城市及其规划区（不含县城）限制使用粘土制品，副省级（含）以上城市及其规划区禁止生产和使用粘土制品，新型墙材产量在墙材总量中占比达 80%，其中装配式墙板部品占比达 20%；新建建筑中新型墙材应用比例达 90%。
2016.03	《关于推进绿色建材发展与应用的实施方案》	中国建材联合会	积极发展低能耗装配式建筑墙体材料。以建筑工业化、住宅产业化为导向，以低碳、节能、环保材料为支撑开发低能耗装配式建筑墙体材料部品，解决钢结构、砼框架结构需要的建筑结构部品及其配套材料体系，实现叠合楼板、内外墙板、楼梯阳台、厨卫装饰等构配件工厂化生产和产业化发展。
2016.05	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅	推广新型墙材。发展本质安全、节能环保、轻质高强的墙体和屋面材料、外墙保温材料，以及结构与保温装饰一体化外墙板。推进叠合楼板、内外墙板、楼梯阳台、厨卫装饰等构配件工厂化生产。引导利用可再生资源制备新型墙体材料，支持利用农作物秸秆、竹纤维、木屑等开发生物质建材，发展生物质纤维增强的木塑、镁质建材等产品。
2015.08	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	工信部、住建部	到 2018 年，绿色建材在行业主营业务收入中占比提高到 20%，品种质量较好满足绿色建筑需要，与 2015 年相比，建材工业单位增加值能耗下降 8%，氮氧化物和粉尘排放总量削减 8%；新建建筑中绿色建材应用比例达到 30%，绿色建筑应用比例达到 50%，试点示范工程应用比例达到 70%，既有建筑改造应用比例提高到 80%。

资料来源：中国政府网、平安证券研究所

图表 23 装配式建筑推广相关政策

时间	发文机构	通知名称	相关内容
17-03	住建部	关于印发《“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》的通知	到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%以上，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上。培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地，500 个以上装配式建筑示范工程，建设 30 个以上装配式建筑科技创新基地。
17-02	国务院办公厅	关于促进建筑业持续健康发展的意见	装配式建筑应采用工程总承包模式。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，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%。
16-09	国务院办公厅	关于大力发展装配式建筑的指导意见	以京津冀、长三角、珠三角为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。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%。
16-02	国务院	关于进一步加强城市规划	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

时间	发文机构	通知名称	相关内容
		建设管理工作的若干意见	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。在具备条件的地方,倡导发展现代木结构建筑。

资料来源: 国务院官网、住建部官网、平安证券研究所

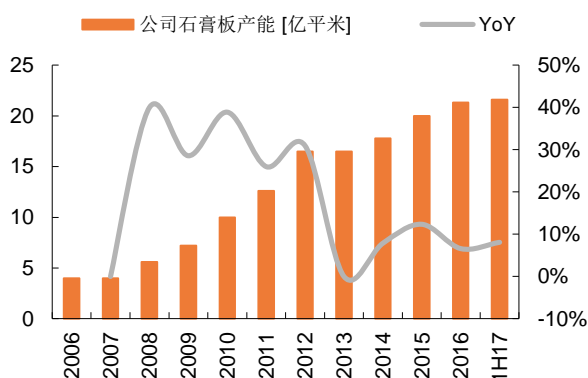
### 三、 产能/渠道扩张夯实龙头地位, 掌握脱硫石膏资源构筑行业壁垒

公司自 2005 年收购泰山石膏后积极推动全国化布局, 公司一方面快速扩张产能, 另一方面发力渠道建设。截止目前公司石膏板产能达 21.6 亿平米, 生产线覆盖全国 22 个省/直辖市, 拥有一级经销商 2000 多家, 公司龙头地位稳固。受环保政策趋严影响, 天然石膏开采逐步受限, 公司把控脱硫石膏资源打造资源壁垒。随着石膏板小产能淘汰持续推进, 未来石膏板行业集中度有望提高。

#### 3.1 产能扩张+渠道建设齐发力, 公司龙头地位稳固

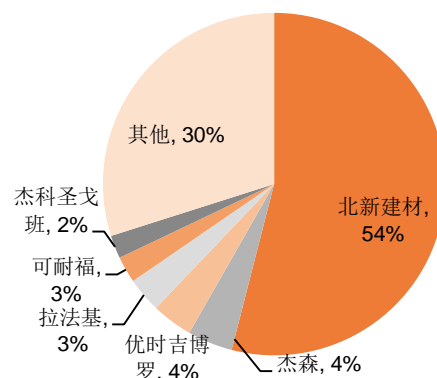
公司石膏板产能持续扩张, 全国化布局稳步推进。公司自 2005 年收购泰山石膏之后, 产能保持快速扩张, 06-16 年公司产能复合增速达 18.2%。截至 17 年上半年, 公司的石膏板产能达到了 21.6 亿平方米, 稳居世界第一。公司目前在建石膏板产能为 2.85 亿平米, 未来将保持每年新增产能 1-2 亿平米, 远期规划产能将扩大至 30 亿平米。截止 16 年, 公司石膏板产能占全国总产能比重达 54%, 市场销售份额占比接近 60%。相比之下, 杰森、博罗、可耐福、拉法基等厂商受制于产能瓶颈(目前产能均在 2 亿平米以下), 已无法与公司竞争。

图表24 截止 1H17 公司石膏板产能达 21.6 亿平方米



资料来源: 公司公告、Wind、国家统计局、平安证券研究所

图表25 石膏板行业主要公司产能占比情况



资料来源: 公司官网、平安证券研究所

图表26 公司在建生产线合计产能 2.85 亿平米

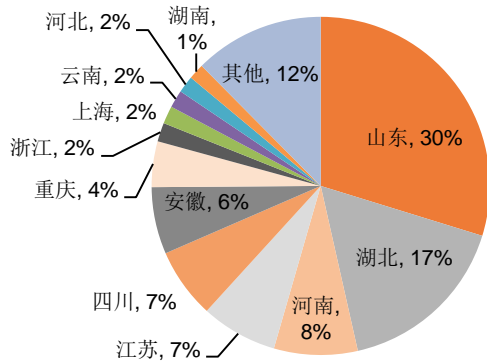
公告时间	项目名称	地点	预计投资 (万元)	建设期
2017-8-17	年产 3,500 万平米纸面石膏板生产线项目	江西省弋阳市	10653	12 个月
2017-3-16	年产 3,500 万平米纸面石膏板生产线项目	重庆市綦江区	9545	12 个月
2016-2-3	年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线项目	陕西省富平县	10177	18 个月



公告时间	项目名称	地点	预计投资(万元)	建设期
2016-2-3	年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线项目	江西省井冈山市	10232	18 个月
2015-12-30	年产 3,500 万平米纸面石膏板生产线项目	四川省宜宾市	8658	12 个月
2014-8-20	年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线及年产 5,000 吨轻钢龙骨生产线	湖南省长沙市	11782	12 个月
2014-3-17	年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线及年产 5,000 吨轻钢龙骨生产线	天津市	19583	18 个月
2014-3-17	年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线及年产 5,000 吨轻钢龙骨生产线	云南省昆明市	14919	18 个月
2013-10-28	年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线项目	甘肃省白银市	8934	12 个月

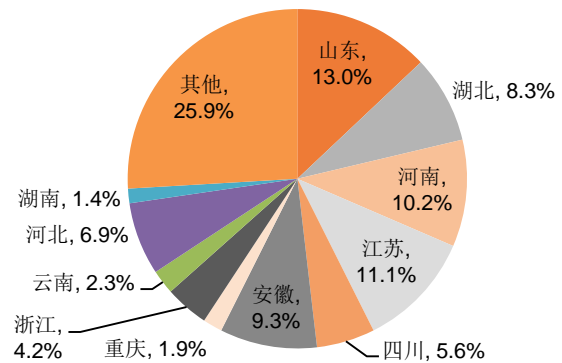
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表27 全国石膏板产量分布情况



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表28 公司现有石膏板产能分布情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司持续推进渠道建设，市场控制力不断强化。目前公司主要采用网络销售的模式，即公司生产产品，由各地经销商完成销售。对于大型项目投标及服务，公司直接参与业务谈判、服务承诺以及方案的定制，具体供货委托经销商执行。目前公司采用的销售模式主要包括：1) 各主要区域市场中的传统经销商，通过他们产品及体系的推广，公司在各地建立办事处机构协助经销商做好服务及销售工作；2) 与装饰公司等用户进行直接的战略合作；3) 与房地产商、大型项目业主等行业客户开展战略合作。随着新的生产线的建立和市场的拓展，公司目前已在全国建有 300 多家营销网络，拥有经销商 2000 多家（保持每年 100 家以上的增长），遍布各大中城市及发达地区县级市。

图表29 泰山石膏子公司及销售网络

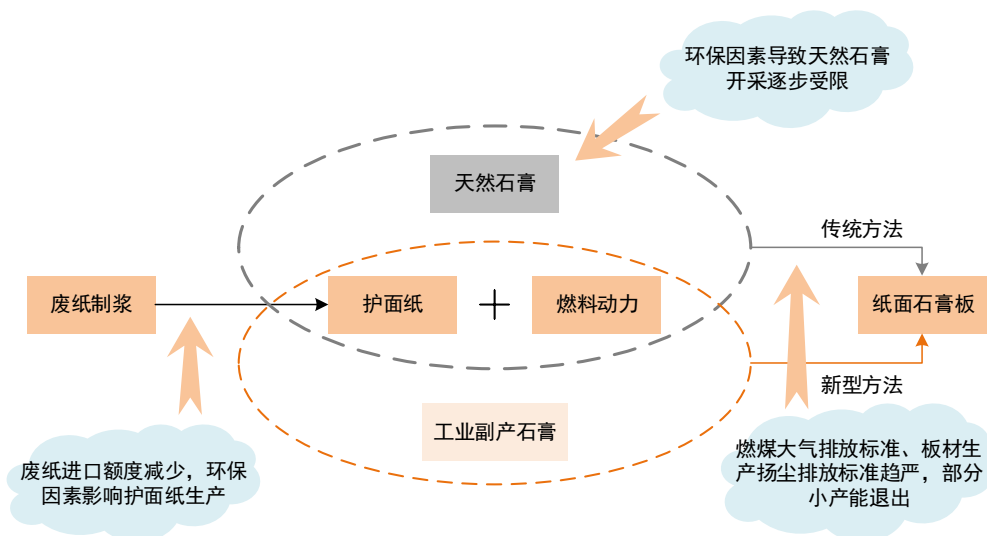


资料来源：公司官网、平安证券研究所

### 3.2 公司把控布局脱硫石膏资源，打造资源护城河

石膏板生产主要原材料为天然石膏/脱硫石膏与护面纸，15年以来我国环保政策日渐趋严，对石膏板产业主要产生了以下影响：1) 我国天然石膏开采逐步受限，脱硫石膏等工业副产石膏将成为主要原材料；2) 由于环保因素，环保部减少了国外废纸进口额度并禁用混合废纸，推高了原材料价格；3) 环保督查深入推进，石膏板行业落后产能淘汰将助力行业集中度提升。

图表30 纸面石膏板产业链以及环保影响情况



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

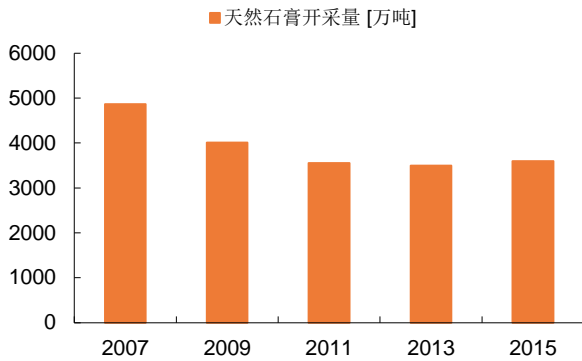
天然石膏过度开采破坏生态环境，未来将逐步受限。石膏板的生产需要消耗大量石膏，目前我国主要采用天然石膏与工业副产石膏（脱硫石膏为主）。我国天然石膏资源丰富，但是缺乏优质石膏，其中60%以上为硬石膏，作为优质资源的特级/一级石膏仅占总量8%。由于长期过度开采，我国优质石膏资源正加速枯竭。15年以来国内环保政策持续趋严，天然石膏开采由于环保问题与安全问题逐步受限，15年“1225”山东平邑石膏矿难发生以后，山东平邑关停了2.6Mt/a天然石膏地下开采，仅剩一家大型国企尚未关闭。受此影响，河北全省退出天然石膏地下开采。

图表31 我国天然石膏资源储量丰富



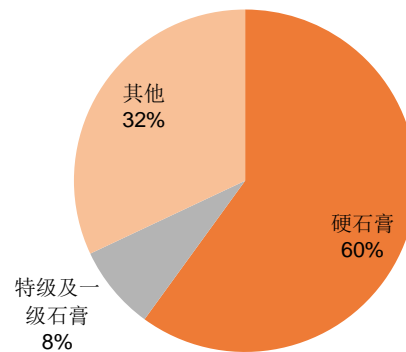
资料来源：中国百科网、平安证券研究所

图表32 我国天然石膏开采量趋于稳定



资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会、平安证券研究所

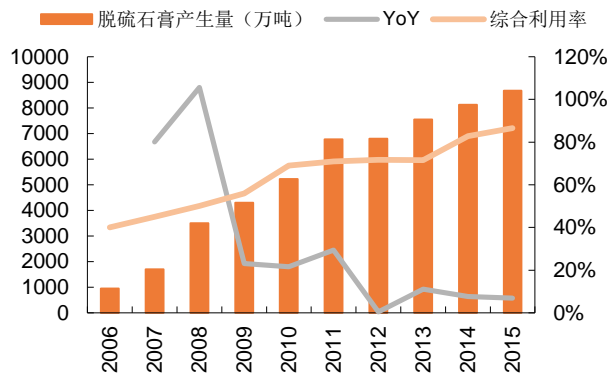
图表33 我国缺乏优质天然石膏资源



资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会、平安证券研究所

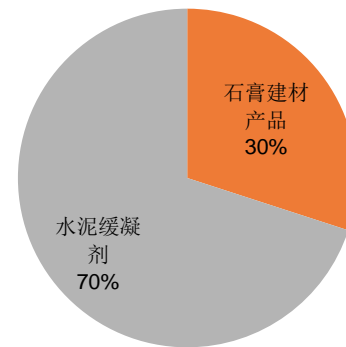
**公司抢先布局脱硫石膏资源，打造资源护城河。**由于国内环保政策持续趋紧，以脱硫石膏和磷石膏为主的工业副产品石膏综合利用成为了石膏产业未来的发展重点。脱硫石膏一般可用于制作水泥缓凝剂（消耗量占比 70%）以及石膏建材产品（消耗量占比 30%）。公司自 2000 年开始自主研发出了一系列围绕脱硫石膏应用的专利技术和成套生产装备。目前公司的生产线已实现 100%使用脱硫石膏为原料。公司凭借其规模优势与全国各地燃煤电厂长期合作，并将生产线布局在电厂周边 100 公里以内，控制了全国大部分脱硫石膏资源。按照目前公司石膏单耗 8kg/平米计算，我们估算公司 16 年消耗脱硫石膏达 1306 万吨，约占石膏建材产品消耗量的 58%。

图表34 我国脱硫石膏综合利用率稳步提升



资料来源：环保部、平安证券研究所

图表35 脱硫石膏中石膏建材产品消耗量占比为 30%



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

### 3.3 小产能去化促行业集中度提升，公司将持续受益

由于根据 2013 年修订的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，1,000 万平方米/年以下的石膏板生产线被认定为淘汰类，3,000 万平方米/年以下石膏板生产线被认定为限制类。按照行业协会统计，截止 16 年底我国石膏板产能合计超过 40 亿平米，其中单线小于 1000 万平米的生产线产能占比约为 10%。未来落后产能淘汰将有助于提升行业集中度。此外，2017 年 8 月环保部等多个部委联合发布了《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，根据方案在 2017-2018 年采暖季期间，“2+26”城市范围石膏板企业需全部实施错峰停产。受益供给侧产能缩减，未来公司石膏板价格有望维持高位。

## 四、美废进口受限推高纸价，公司石膏板涨价带动盈利提升

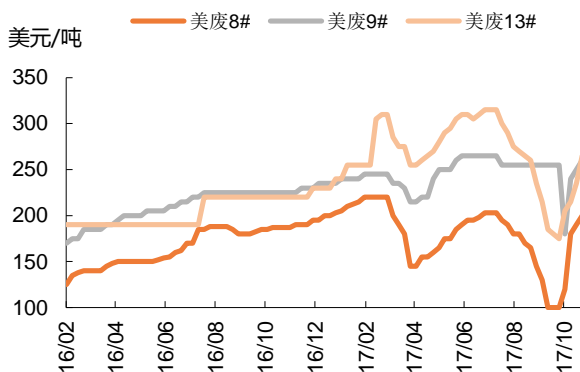
外废进口收紧叠加环保趋严，护面纸价格快速上涨。公司纸面石膏板成本构成中护面纸和石膏占比分别为 30%和 20%。其中护面纸的主要原材料是废纸，约占护面纸成本的 80%。由于国外废纸在价格与质量上较国内废纸优势明显，高质量护面纸外国废纸作为原材料，使用比例较高的为美废 9#、8#等。17 年 8 月，环保部公布了新的《进口废纸环境保护管理规定》，该规定提高了外废进口企业的行业门槛（造纸产能≥30 万吨，禁止贸易单位代理进口），还要求自 17 年年底开始禁止进口混合废纸，外废供应收紧导致国内废纸价格快速上涨。受到原材料价格提升以及造纸行业环保督查趋严双重影响，17 年以来护面纸价格不断攀升，较去年同期上涨超过 30%。我们认为随着外废供应额度收紧，未来美废价格有望继续上涨，推动护面纸价格继续走高。

图表36 外废进口政策调整情况

时间	发布单位	政策名称	相关内容
2017-10-23	环保部	《进口废纸环境保护管理规定(征求意见稿)》	造纸企业生产能力应不小于 30 万吨/年，并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备；
2017-8-10	环保部、商务部、发展改革委、海关总署、质检总局	《进口废物管理目录》(2017 年)	将未经分拣的废纸(1 个品种)等 4 类 24 种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调整列入《禁止进口固体废物目录》。
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》	17 年年底前，禁止进口生活来源废塑料、未经分拣的废纸以及纺织废料、钎渣等品种；完善固体废物进口许可证制度，取消贸易单位代理进口。

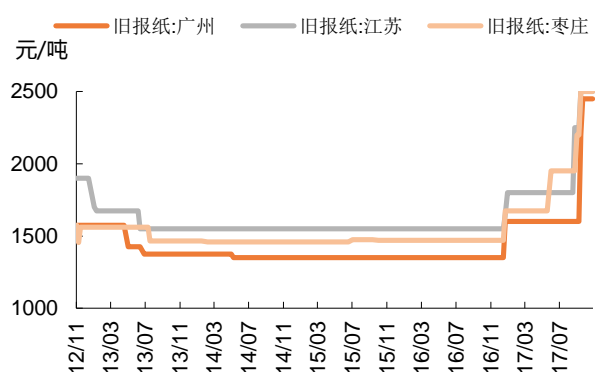
资料来源：环保部、国务院办公厅、平安证券研究所

图表37 美废价格（进口到岸价）预计将继续上涨



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表38 国内废纸价格持续维持高位



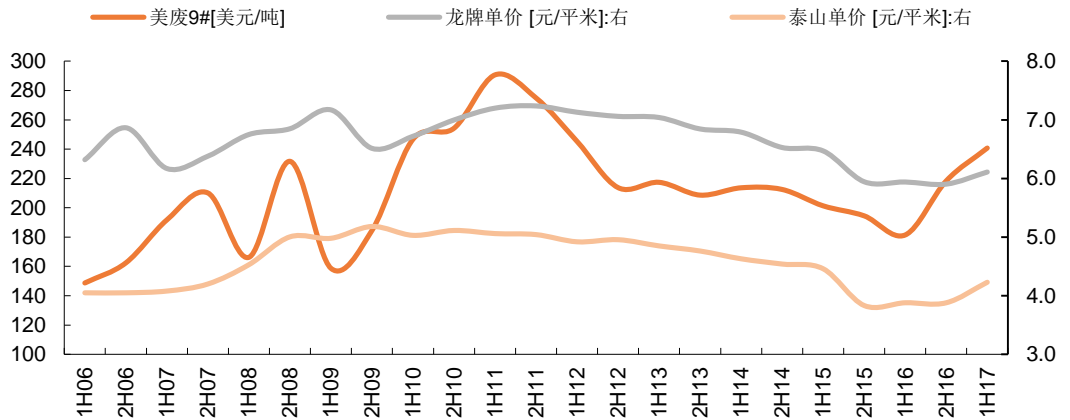
资料来源：Wind、平安证券研究所

公司启动石膏板提价，助力盈利能力提升。受护面纸上涨过快影响，17H1 公司石膏板毛利率为 32.0%，同比下滑 3.3pct。为了对冲护面纸成本上涨，17 年以来公司陆续对石膏板价格进行调整，9 月底龙牌/泰山牌石膏板分别约上涨 5%/20%，助力公司盈利水平回升。从历史上看，11 年以来公司龙牌/泰山牌石膏板价格保持平稳，公司石膏板业务毛利率受美废价格波动影响较大，主要原因是原材料

价格上涨向下游产品传导具有滞后性。随着公司对下游话语权不断增长，公司成本转嫁能力得到提升，未来有望继续推动石膏板提价。

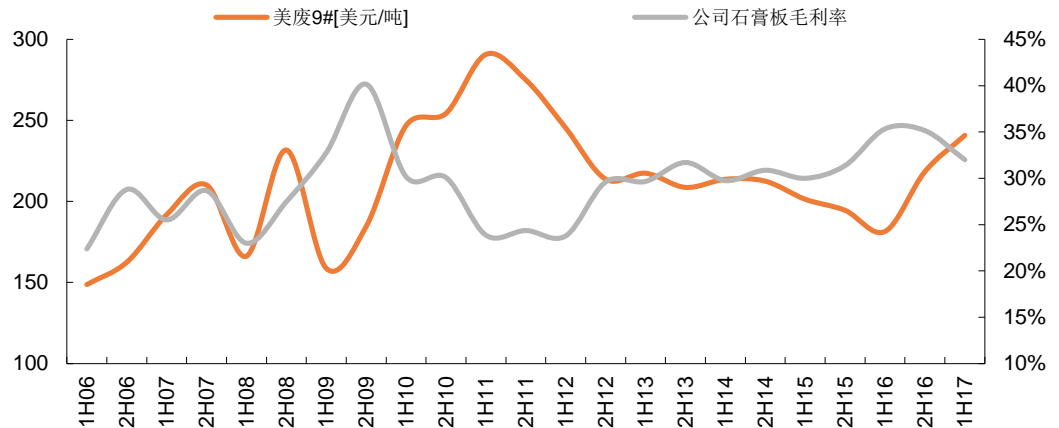
**公司积极开展技术革新，产品单耗持续下降。**公司积极开展技术革新，公司纸面石膏板的原材料单耗持续降低，带动公司成本下降。2011-2016年，受益于成本端美废单价持续下滑，公司销售均价与单位成本持续下降，公司单位毛利稳定在1.5元/平米左右。

图表39 公司石膏板均价变动滞后美废价格半年左右



资料来源：中国产业信息网、平安证券研究所

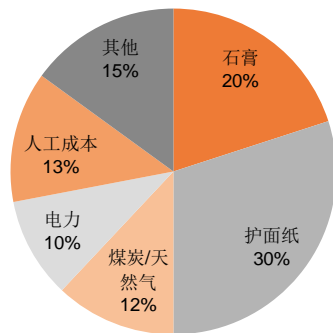
图表40 公司石膏板毛利率受美废价格影响明显



资料来源：Wind、平安证券研究所

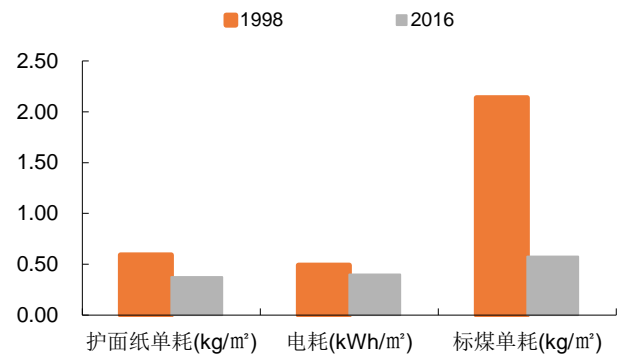


图表41 纸面石膏板各项成本占比情况



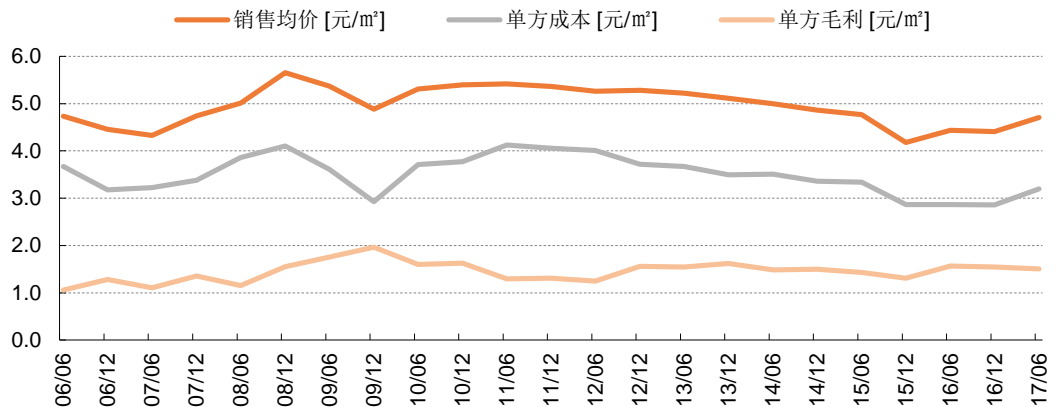
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表42 公司原材料/燃料单耗大幅降低



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表43 公司石膏板单方毛利保持稳定



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

17年以来石膏板护面纸价格上涨超过30%，公司石膏板陆续提价，其中9月份龙牌/泰山分别涨价5%/20%。我们假设2018年公司石膏板不再提价，原材料护面纸价格维持高位，保守估计2017-2018年公司石膏板均价同比上涨13%/4.5%，石膏板单方成本同比上涨12%/1.4%，公司石膏板销量同比增长17.5%/13.0%，预计公司2017-2018年营收增速分别为30.9%/17.8%。

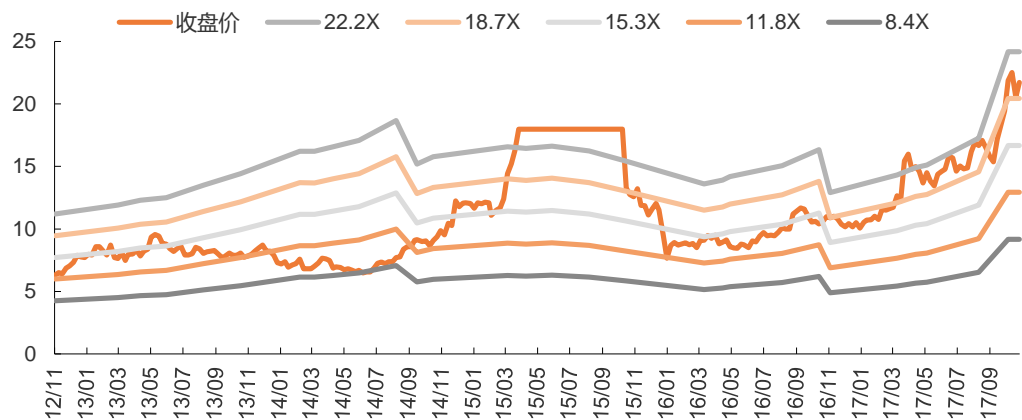
公司是石膏板行业绝对龙头，17年以来美废进口受限推高石膏板护面纸价格，公司石膏板涨价带动盈利水平提升。未来美废进口额度缩减，美废价格或继续上涨，公司凭借高市占率有望再次提价。2017年以来房地产投资保持平稳，石膏板作为房地产后周期产品，我们预计未来需求将保持稳定增长。预计17-19年公司EPS为1.23元、1.61元和1.93元，对应当前PE为17.7倍、13.5倍和11.2倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表44 公司主要业务营业收入预测

单位: 百万元	2014A	2015A	2016	2017E	2018E	2019E
<b>合计</b>						
收入	8295	7551	8156	10674	12574	14327
收入 YoY	10.7%	-9.0%	8.0%	30.9%	17.8%	13.9%
成本	5815	5191	5368	6965	7988	8946
毛利	2480	2360	2788	3710	4586	5382
毛利率[%]	29.9%	31.3%	34.2%	34.8%	36.5%	37.6%
<b>石膏板</b>						
收入	7071	6434	7227	9583	11316	12915
收入 YoY	11.4%	-9.0%	12.3%	32.6%	18.1%	14.1%
成本	4924	4459	4681	6131	7025	7859
毛利	2147	1975	2546	3452	4291	5056
毛利率[%]	30.4%	30.7%	35.2%	36.0%	37.9%	39.1%
<b>轻钢龙骨</b>						
收入	610	523	609	762	914	1051
收入 YoY	4.7%	-14.3%	16.5%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	453			556	676	788
毛利	157			206	238	263
毛利率[%]	25.7%			27.0%	26.0%	25.0%
<b>工程及劳务</b>						
收入	69	58	5	5	6	6
收入 YoY	-6.2%	-15.5%	-91.4%	5.0%	5.0%	5.0%
成本	56			4	5	5
毛利	13			1	1	1
毛利率[%]	19.5%			18.0%	16.0%	14.0%

资料来源: 平安证券研究所

图表45 公司 PE-Bands



资料来源: Wind、平安证券研究所

## 六、 风险提示

房地产投资大幅下行，环保执行不及预期致石膏板价格下跌，原材料价格大幅波动。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4738	6731	8547	11063
现金	783	1793	2578	4012
应收账款	109	286	375	421
其他应收款	94	172	221	265
预付账款	290	639	841	1206
存货	1252	1506	1788	2101
其他流动资产	2209	2335	2745	3058
<b>非流动资产</b>	9611	9763	10009	10226
长期投资	139	140	148	156
固定资产	6803	6926	7068	7180
无形资产	1472	1591	1725	1854
其他非流动资产	1198	1106	1067	1037
<b>资产总计</b>	14349	16494	18556	21289
<b>流动负债</b>	2710	3437	3244	3123
短期借款	1452	1444	1343	1281
应付账款	633	1108	994	889
其他流动负债	625	885	906	952
<b>非流动负债</b>	1176	700	601	463
长期借款	717	274	194	75
其他非流动负债	459	426	407	388
<b>负债合计</b>	3886	4137	3845	3586
少数股东权益	87	105	125	146
股本	1789	1789	1789	1789
资本公积	3042	3042	3042	3042
留存收益	5543	7152	9253	11775
<b>归属母公司股东权益</b>	10376	12252	14585	17558
<b>负债和股东权益</b>	14349	16494	18556	21289

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	1708	2248	2248	2828
净利润	1465	2216	2895	3477
折旧摊销	406	362	388	414
财务费用	85	80	67	55
投资损失	-45	-56	-61	-66
营运资金变动	-224	-347	-1040	-1051
其他经营现金流	20	-7	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-950	-412	-672	-665
资本支出	613	178	257	229
长期投资	-364	-1	-6	-8
其他投资现金流	-701	-234	-421	-444
<b>筹资活动现金流</b>	-421	-971	-1891	-267
短期借款	-235	-152	-1200	400
长期借款	114	-443	-79	-119
普通股增加	375	0	0	0
资本公积增加	1276	0	0	0
其他筹资现金流	-1951	-376	-611	-548
<b>现金净增加额</b>	337	866	-315	1896

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	8156	10674	12574	14327
营业成本	5368	6965	7988	8946
营业税金及附加	112	137	158	178
营业费用	289	320	371	423
管理费用	661	694	742	802
财务费用	85	80	67	55
资产减值损失	8	16	18	20
公允价值变动收益	-1	1	1	1
投资净收益	45	56	61	66
<b>营业利润</b>	1675	2519	3291	3971
营业外收入	101	110	130	140
营业外支出	110	140	150	160
<b>利润总额</b>	1666	2489	3271	3951
所得税	201	274	376	474
<b>净利润</b>	1465	2216	2895	3477
少数股东损益	294	18	20	21
<b>归属母公司净利润</b>	1171	2198	2875	3456
EBITDA	2172	2922	3711	4400
EPS (元)	0.65	1.23	1.61	1.93

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	8.0	30.9	17.8	13.9
营业利润(%)	16.0	50.4	30.6	20.7
归属于母公司净利润(%)	30.6	87.7	30.8	20.2
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	34.2	34.8	36.5	37.6
净利率(%)	14.4	20.6	22.9	24.1
ROE(%)	14.0	17.9	19.7	19.6
ROIC(%)	11.9	15.7	17.6	18.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	27.1	25.1	20.7	16.8
净负债比率(%)	14.0	0.6	-6.0	-14.0
流动比率	1.7	2.0	2.6	3.5
速动比率	1.3	1.5	2.1	2.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	54.9	54.0	38.0	36.0
应付账款周转率	8.8	8.0	7.6	9.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.65	1.23	1.61	1.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	1.26	1.26	1.58
每股净资产(最新摊薄)	5.80	6.85	8.15	9.82
<b>估值比率</b>				
P/E	33.2	17.7	13.5	11.2
P/B	3.7	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	18.4	13.2	10.1	8.1

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033