



2018年01月25日

## 买入(首次评级)

当前价: 24.95 元  
 目标价: 36.5 – 41.6 元

分析师: 刘萍

执业编号: S0300517100001  
 电话: 0755-83331495  
 邮箱: liuping\_bf@lxsec.com

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	8,156	11,740	15,219	16,739
(+/-)	8.0%	43.9%	29.6%	10.0%
归母净利润	1171	2393	3425	4199
(+/-)	30.6%	104.3%	43.1%	22.6%
EPS(元)	0.65	1.42	2.03	2.49
P/E	36.7	17.0	11.9	9.7

资料来源: 联讯证券研究院

### 相关研究

## 北新建材(000786.SZ)

# 【联讯建材公司深度】北新建材(000786): 行业高景气叠加产能释放周期, 有望迎戴维斯双击

### 投资要点

#### ◇ 石膏板行业龙头公司, 占有 60% 以上的市场份额

北新建材是绿色建筑新材料和装配式建筑产业的领军企业, 主要生产高档、中档石膏板, 是全球最大的石膏板产业集团, 石膏板产能规模 (21.65 亿平方米) 居全球第一, 目前在全国拥有超过 60% 的市场份额。“龙牌”和“泰山”是公司旗下的两大品牌, “龙牌”石膏板定位于高端市场, “泰山牌”定位于中低端市场。

#### ◇ 存量+增量+渗透率提升, 石膏板需求有望持续增长

从需求端来看, 在存量市场上, 新一轮的二次装修翻新周期会带动石膏板的需求增长; 增量市场上, 房地产投资增速仍然比较坚韧, 我们预计 18 年房地产投资有望增长 5% 以上, 从而带动石膏板需求。此外, 装配式建筑发展、“雄安新区”建设等政策进一步释放需求空间, 石膏板作为墙体材料的渗透率有望持续提升。从国际对比来看, 2016 年, 我国石膏板的人均消费量约为 2 平方米/人/年, 与发达国家 (美国 10 平方米/人/年、日本 8 平方米/人/年) 之间存在较大的差距。随着人们消费意识的转变以及国家对于新型建材发展的支持, 我国石膏板人均消费量有望逐步提高。

#### ◇ 淘汰落后产能+限制废纸进口, 石膏板价格有上涨空间

受益于需求端的持续增长及供给端的收缩, 叠加行业寡头垄断的格局, 我们认为石膏板价格在 2018 年有望进一步上行。主要有四大影响因素: 1、行业落后产能的退出; 2、进口废纸限制, 导致护面纸成本增加; 3、原材料来源发生变化, 小厂丧失竞争力; 4、“2+26”城市建材行业采暖季全部实施停产, 会促进石膏板行业集中度的进一步提升, 增加龙头公司在市场上的定价权, 2018 年石膏板的价格有很大可能性会继续上涨。

#### ◇ 三大举措构建核心竞争力

1、公司拥有稳定的原材料来源: (1) 公司在火电厂附近布局生产基地, 掌握工业副产石膏资源; (2) 公司拥有自己的护面纸生产厂, 能够有效控制原材料价格波动带来的影响。2、公司目前已在国内 20 多个省市拥有 65 个石膏板生产基地, 建有 300 多家营销网络, 遍布各大中城市及发达地区县级市, 拥有经销商 2000 多家公司。3、公司成立北新科学院, 建立以高性能绿色智慧建筑为主题的研发体系, 研发下一代高性能绿色智慧建筑体系。三大优势确保公司的龙头地位, 提升公司产品在市场中的渗透率和占有率。

#### ◇ 积极进行国内外生产线建设, 加速石膏板产能扩张

国内方面, 公司在 2017 年上半年制定了新一轮的石膏板产业布局规划, 计划将石膏板产能扩大至 30 亿平方米。根据在建产能测算, 公司 2018 年的产能将达到 24.5 亿平方米, 同比增长 13.2%。公司将在 2018 年-2019 年迎



来新一轮的产能释放期和扩张期。除了产能的快速扩张之外，受益于行业供需格局改善，公司的产能利用率在 17 也有了很大的提升，截至 2017 第三季度，公司的产能利用率为 89.3%，高于过去三年大约 75%左右的水平。国外方面，公司于 2017 年 12 月首次在境外设立石膏板生产企业—北新建材（坦桑尼亚）公司，年产能将达到 900 万平方米，这标志着公司全面开启全球化产业布局。

#### ◇ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 117.40、152.19 和 167.39 亿元，同比分别增加 43.9%、29.6%和 10.0%，净利润分别为 23.93、34.25 和 41.99 亿元，同比分别增长 104.3%、43.1%和 22.6%。公司回购注销泰山石膏少数股东合计持有的、已锁定的 9907.2 万股公司股份，会增厚公司未来的 EPS，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.42、2.03 和 2.49 元，对应的 PE 分别为 17/12/10x。公司目前正在积极扩大国内外产能，公司作为行业产能最大的企业，在产品价格上涨中，具有较大业绩弹性，按照我们中性预测，目前对应 18 年 PE 仅 12x，作为建材领域白马龙头，估值亦有提升空间，我们按照 18 年 18-20 倍 PE，合理估值区间为 36.54-41.6 元，给予“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

原材料价格波动的风险，产品价格大幅下跌的风险；

诉讼导致公司损失的风险：美国石膏板诉讼案败诉可能导致公司产生较大的损失；

房地产投资下行的风险。



## 投资要件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 117.40、152.19 和 167.39 亿元，同比分别增加 43.9%、29.6%和 10.0%，净利润分别为 23.93、34.25 和 41.99 亿元，同比分别增长 104.3%、43.1%和 22.6%。公司回购注销泰山石膏少数股东合计持有的、已锁定的 9907.2 万股公司股份，会增厚公司未来的 EPS，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.42、2.03 和 2.49 元，对应的 PE 分别为 17/12/10x。公司目前正在积极扩大国内外产能，公司作为行业产能最大的企业，在产品价格上涨中，具有较大业绩弹性，按照我们中性预测，目前对应 18 年 PE 仅 12x，我们按照 18 年 18-20 倍 PE，合理估值区间为 36.54-41.6 元，给予“买入”评级。

### 主要逻辑

**需求端方面**，无论在存量市场还是在增量市场上，石膏板需求都比较旺盛。存量市场上，从 1998 年房改至今已有 20 年，按照 10 年一个装修周期计算，2018 年-2019 年将迎来新一轮的二次装修翻新，预计会带动石膏板的需求上升。增量市场上，2017 年房地产投资增速仍然比较坚韧，保持在 8%左右的水平，我们对 18 年房地产投资谨慎乐观，预计 2018 年房地产投资增速在 5%左右，房地产投资的继续增加将拉动建筑业对石膏板的需求。此外，落后产能的陆续退出以及支持装配式建筑发展、“雄安新区”建设等政策进一步释放需求空间，石膏板作为墙体材料的渗透率有望继续提升。2016 年，我国石膏板的人均消费量约为 2 平方米/人/年，与发达国家（美国 10 平方米/人/年、日本 8 平方米/人/年）之间存在较大的差距。随着人们消费意识的转变以及国家对于新型建材发展的支持，我国石膏板人均消费量将会逐步提高。

**供给端方面**，受到政策影响，石膏板供给持续收缩。1000 万平方米/年以下的纸面石膏板生产线被列为淘汰类，将陆续退出市场；“2+26”城市的石膏板生产基地全面实施错峰生产，采暖季全部实施停产，直接减少华北地区石膏板的产量。

结合需求端和供给端的情况，我们认为石膏板行业未来一年价格有望继续上涨，主要基于以下四个原因：

- 1、国家将 1000 万平方米/年以下的纸面石膏板生产线调整为淘汰类，这一调整会逐渐淘汰产能在 1000 万平方米/年以下的生产线，从而影响一批小厂的正常生产。
- 2、2017 年 8 月，未经分拣的废纸被列入《禁止进口固体废物目录》。进口废纸的限制，将直接影响到护面纸原材料的供给，从而导致原材料价格的上涨及产量下降，进一步推动石膏板涨价。
- 3、环保部要求申请进口废纸许可的加工利用企业生产能力不小于 30 万吨/年，这从根本上断绝了小纸厂利用进口废纸的渠道，购买固废是小厂维持生产的唯一途径。固废价格迅速上涨，导致小型纸厂丧失竞争力，大厂在定价方面更具有话语权。
- 4、“2+26”城市采暖季停产势必导致石膏板供给量的下降，推动价格的上升，公司作为行业龙头，将受益于价格上涨带来的业绩增厚。

从公司层面来看，公司有望进入新一轮产能扩张周期，产能利用率也在大幅增长。

- 1、产能方面，公司目前是全球最大的石膏板生产企业，在全国有 65 个生产基地，2017 年公司的石膏板产能为 21.65 亿平方米。公司在 2017 年上半年制定了新一轮石膏板产业布局规划，规划将石膏板产能扩大至 30 亿平方米，为实现 30 亿的产能规划，2018 年-2019 年公司有望迎来新一轮的产能扩张期。根据在建产能测算，公司 2018 年的产能将达到 24.5 亿平方米，同比增长 13.2%，公司也将在 2018 年-2019 年迎来新一轮的产能释放期。



2、产能利用率方面，截至 2017 第三季度，公司的产能利用率为 89.3%，相较于以往 75%左右的水平有了很大的提升。根据目前石膏板行业供需偏紧的格局，公司的产能利用率有望进一步提高。

### 关键假设点

假设一：公司 2018 年产能将有一定增长（10 条生产线合计 3.15 亿平方米产能在今年达到可使用状态）；

假设二：2018 年石膏板平均价格维持在 2017 年底的高位；

假设三：2018 年公司产能利用率较过往明显增加；

### 股价上涨的催化剂

石膏板价格继续上涨；

公司产能扩张；

公司产能利用率大幅提高；

公司业绩超预期。

### 核心风险提示

原材料价格波动的风险；

诉讼导致公司损失的风险：美国石膏板诉讼案败诉可能导致公司产生较大的损失；

房地产投资下行的风险。



## 目 录

投资要件 .....	3
投资评级与估值 .....	3
主要逻辑 .....	3
关键假设点 .....	4
股价上涨的催化剂 .....	4
核心风险提示 .....	4
石膏板行业龙头企业，占有 60%以上的市场份额 .....	8
公司是国家重点工程和地标建筑供货商 .....	8
公司历史沿革 .....	9
公司是中建材旗下的石膏板巨头 .....	9
石膏板占公司收入 80%以上 .....	10
自成立以来，收入和利润持续增长 .....	12
绿色环保特性+政策利好，石膏板前景广阔 .....	12
石膏板—节能环保的绿色新型建筑材料 .....	13
石膏板行业下游需求旺盛，具有广阔的市场空间 .....	14
墙体材料是石膏板未来发展的重要方向 .....	15
大力推广钢结构建筑有助于提高石膏板渗透率 .....	16
淘汰落后产能+限制废纸进口，石膏板价格有上涨空间 .....	16
行业落后产能陆续退出，释放需求空间 .....	17
进口废纸受制，推动护面纸价格上涨 .....	17
小厂丧失竞争力，公司更具有定价权 .....	18
供给端压缩，价格有望提升 .....	19
三大优势巩固公司龙头地位 .....	19
公司拥有稳定的原材料来源 .....	20
火电厂就近布局生产基地，掌握工业副产石膏资源 .....	20
拥有护面纸生产厂，有效控制原材料成本 .....	21
遍布全国的营销网络布局，降低公司经营成本 .....	22
成立北新科学院，研发下一代高性能绿色智慧建筑体系 .....	23
积极进行国内外生产线建设，加速石膏板产能扩张 .....	23
增加石膏板生产线，布局 30 亿平方米产能战略规划 .....	24
产能利用率快速提升，接近 90% .....	25
“雄安新区”规划落地，公司主营业务有望受益 .....	26
背靠中国建材集团，开启全球化布局 .....	27
北新建材坦桑尼亚公司设立，开始海外扩张 .....	27
全球石膏板市场容量巨大，公司制定全球市场份额提升战略 .....	27
财务数据对比 .....	27
盈利预测及投资评级 .....	29
风险提示 .....	29



## 图表目录

图表 1: 中国石膏板市场份额.....	8
图表 2: 2014 年-2016 年公司市场份额变化情况.....	8
图表 3: 公司产品服务的国家重点工程示例.....	8
图表 4: 2017 年公司部分战略合作协议主要内容.....	9
图表 5: 公司历史沿革.....	9
图表 6: 公司股权结构.....	10
图表 7: 2016 年公司主营业务构成.....	10
图表 8: 石膏板业务占总营业收入比重.....	10
图表 9: 公司石膏板产品及应用示意图.....	11
图表 10: 石膏板主要类别.....	11
图表 11: 公司轻钢龙骨产品及应用示意图.....	11
图表 12: 公司 2006 年-2017Q3 营收及净利.....	12
图表 13: 2006 年-2017Q3 毛利率及净利率变化趋势.....	12
图表 14: 新型建筑材料主要类别.....	12
图表 15: 石膏板的生产工艺流程.....	13
图表 16: 石膏板的主要优点.....	13
图表 17: 石膏板未来需求提升的四大方向.....	14
图表 18: 我国及世界主要发达国家石膏板人均消费量.....	14
图表 19: 住宅新开工面积及增速.....	15
图表 20: 我国建筑业房屋竣工面积及增速.....	15
图表 21: 我国及发达国家石膏板应用范围.....	15
图表 22: 石膏板应用于住宅领域墙体材料市场空间测算.....	16
图表 23: 石膏板价格看涨基本逻辑.....	17
图表 24: 石膏板行业相关的产业结构类别.....	17
图表 25: 近期废物进口政策主要内容.....	18
图表 26: 美废 8#, 9# 价格变化趋势.....	18
图表 27: 固体废物进口数量变化趋势.....	18
图表 28: 国废价格走势.....	19
图表 29: 石膏板销售价格变化趋势.....	19
图表 30: 石膏板成本构成比例.....	20
图表 31: 石膏板主要原材料.....	20
图表 32: 脱硫石膏板生产工艺流程图.....	21
图表 33: 脱硫石膏生产线减少二氧化硫排放示意图.....	21
图表 34: 公司单季度毛利率.....	22
图表 35: 泰山石膏销售网络.....	22
图表 36: 北新科学院“四个替代”.....	23





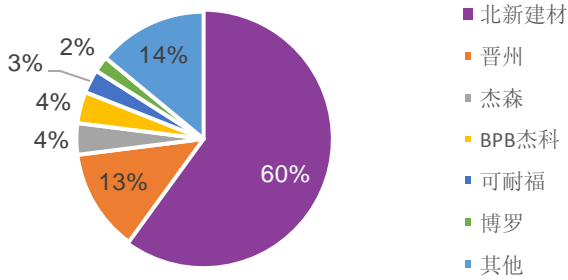
图表 37: 公司石膏板生产线全国布局 .....	24
图表 38: 公司石膏板在建产能.....	24
图表 39: 公司石膏板产能及增速 .....	25
图表 40: 2012-2017Q3 公司石膏板产能利用率.....	25
图表 41: “雄安新区”地图 .....	26
图表 42: 中国建材集团服务“雄安新区”产业集群图.....	26
图表 43: 2006 年-2016 年营业总收入（人民币百万元）及增速（%） .....	27
图表 44: 2006 年-2016 年归母净利润（人民币百万元）及增速（%） .....	27
图表 45: 2006 年-2017 年 Q3 销售毛利率（%） .....	28
图表 46: 2006 年-2017 年 Q3 销售净利率（%） .....	28
图表 47: 2007 年-2016 年 ROA（%） .....	28
图表 48: 2007 年-2016 年 ROE（加权平均）（%） .....	28
图表 49: 2011 年-2017 年 Q3 应收账款周转天数(天).....	29
图表 50: 2011 年-2017 年 Q3 存货周转天数(天).....	29
图表 51: PE Band.....	错误!未定义书签。
附录: 公司财务预测表（百万元） .....	31



## 石膏板行业龙头企业，占有 60% 以上的市场份额

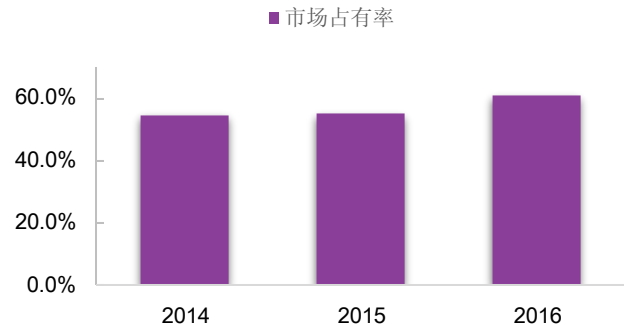
北新建材是绿色建筑新材料和装配式建筑产业的领军企业，主要生产高档、中档石膏板，是全球最大的石膏板产业集团，石膏板产能规模（21.65 亿平方米）居全球第一，目前在全国拥有超过 60% 的市场份额。

图表1： 中国石膏板市场份额



资料来源：中国产业信息网，联讯证券

图表2： 2014 年-2016 年公司市场份额变化情况



资料来源：公司官微，联讯证券

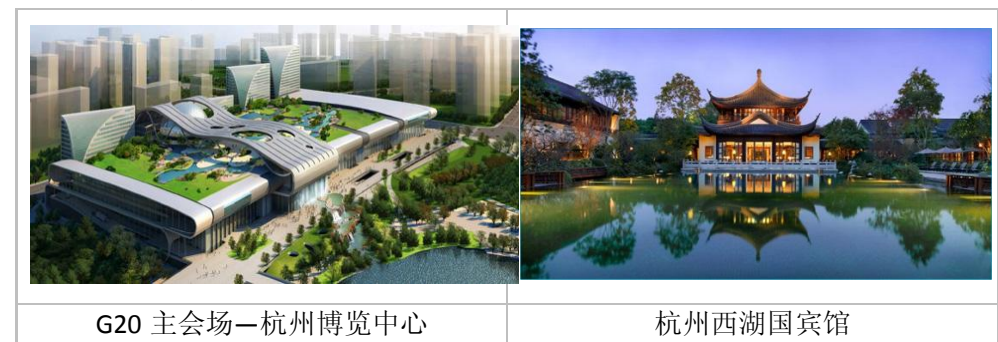
公司集品牌、研发、生产、销售及服务为一体，以“绿色建筑未来”为产业理念，提出了“绿色建筑六要素”：安全、节能、环保、低碳、舒适、生态，从原料、生产、产品，到运输、建造、应用、回收，打造了全生命周期的绿色建筑产业链，为各类建筑提供节能环保的新型建材全套解决方案。

公司是中国建筑材料行业唯一一家国务院批准的中国工业大奖企业、工信部认定的“中国工业质量标杆企业”，科技部认定的国家级创新型企业，是新华社“民族品牌传播工程”14 家首批入选企业之一，是中国为数不多在质量技术规模效益全方位超越外资同行的中国高端自主品牌。“龙牌”和“泰山”是公司旗下的两大品牌，两个品牌的石膏板定位不同，“龙牌”石膏板定位于高端市场，“泰山牌”定位于中低端市场。2017 年品牌价值为 507.36 亿元，位居中国 500 最具价值品牌第 73 位。

### 公司是国家重点工程和地标建筑供货商

近年来，公司为北京奥运会、上海世博会、北京 APEC 会议、乌镇世界互联网大会、G20 杭州峰会的主会场杭州国际博览中心、杭州西湖国宾馆等场地建设提供石膏板和轻钢龙骨等产品。据统计，全国各地地标和获得国家建筑工程奖 90% 的建筑都采用了龙牌系列产品。

图表3： 公司产品服务的国家重点工程示例



资料来源：公司官网，联讯证券





近年来，地产开发商和装饰商注重优质材料部品的选购，旨在提升建筑品质。2017年，公司积极与地产开发商和装饰商进行战略合作，陆续和华润置地、当代置业、朗诗绿地等高品质绿色地产开发商签订战略合作协议。公司作为最大的石膏板生产企业，能够充分受益地产商对于高质量建筑材料需求的扩张。

图表4： 2017年公司部分战略合作协议主要内容

签订时间	签约对象	主要内容
2017.5.12	朗诗绿地	协同产业链发展，共同研发下一代高性能绿色建筑技术体系。
2017.6.20	当代置业	当代置业在墙体吊顶系统 100%采用龙牌石膏板/轻钢龙骨系统。
2017.11.10	华润置地	全面深化“龙牌”系列新型建材应用、装配式墙体吊顶和绿色建筑新产品新技术推广、园区开发投资运营等领域展开全面合作，在“雄安新区”联合创办绿色建筑研究院。

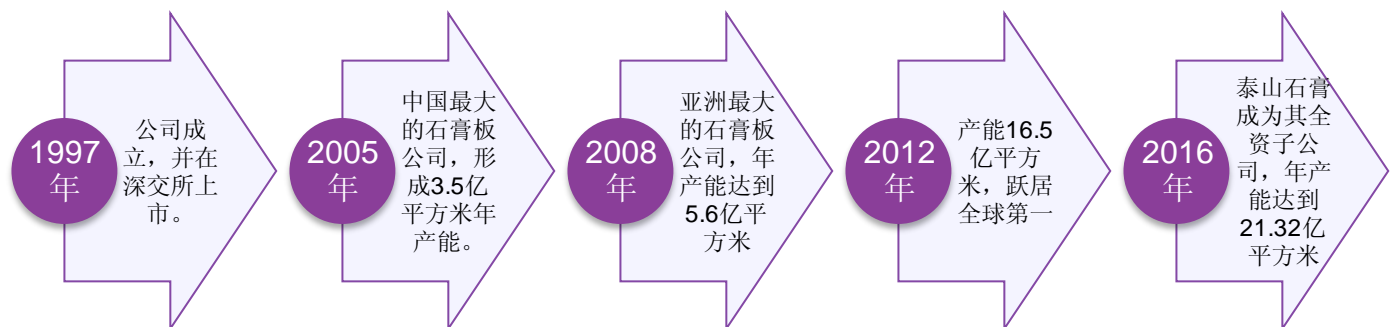
资料来源：公司官网，联讯证券

### 公司历史沿革

北新集团建材股份有限公司是于 1997 年 5 月由北新建材（集团）有限公司独家发起设立的股份有限公司，注册地在北京。1997 年 6 月 6 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市，发行人民币普通股 4500 万股，每股发行价为 5.93 元，总募集资金 26685 万元，募集资金净额 25726 万元。

2005 年 3 月，公司收购山东泰和（即泰山石膏）42%的股份，成为其第一大股东，形成 3.5 亿平方米石膏板产能，在品牌、质量、技术、规模上全面成为中国石膏板行业的领袖企业。2008 年，公司石膏板年产能达到 5.6 亿平方米，成为亚洲最大的石膏板公司。2012 年，公司石膏板年产能达到 16.5 亿平方米，成为全球最大的石膏板公司。

图表5： 公司历史沿革



资料来源：公司公告，联讯证券

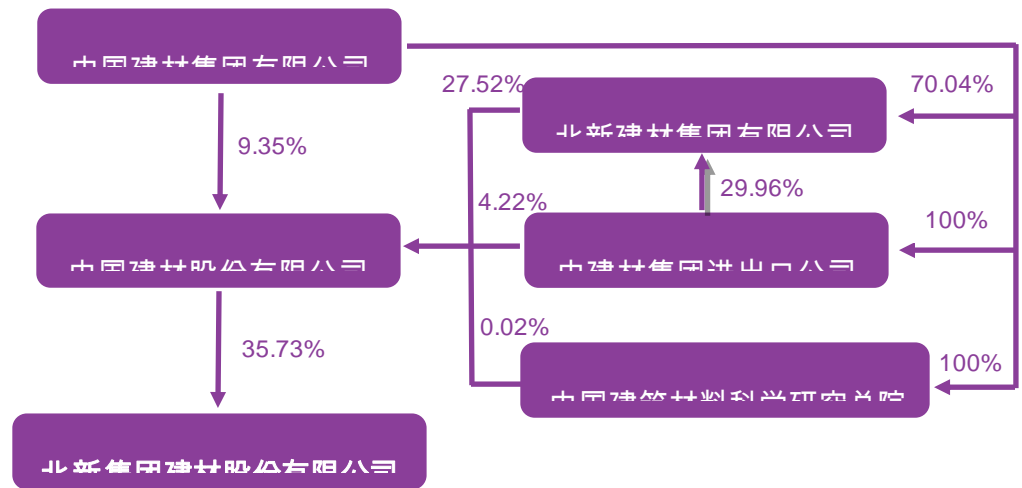
### 公司是中建材旗下的石膏板巨头

公司的控股股东为中国建材股份有限公司，持股比例为 35.73%。中国建材是中国建材行业的领军企业，主要经营水泥、轻质建材、玻璃纤维及复合材料、工程服务业务，也是中国提供玻璃和水泥生产线设计及工程总承包服务的国际工程公司。

实际控制人是中国建材集团有限公司，资产总额近 6000 亿元，员工总数 25 万人，年营业收入近 3000 亿元，是国务院国有资产监督管理委员会管理的中央企业，在“2016 中国企业 500 强”中排名第 74 位。公司的主要业务包括新型建筑材料及制品、新型房屋、水泥及制品、玻璃纤维及制品、复合材料及制品的技术研发、生产和销售等。



图表6： 公司股权结构

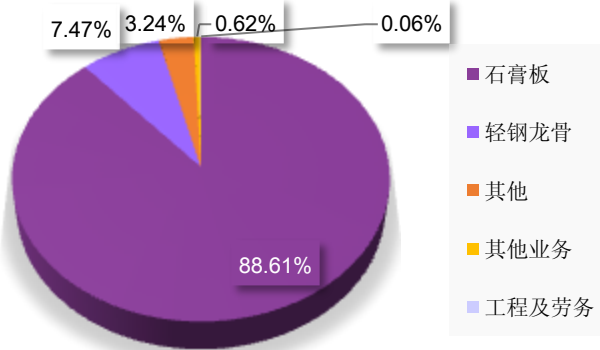


资料来源：公司公告，联讯证券

石膏板占公司收入 80%以上

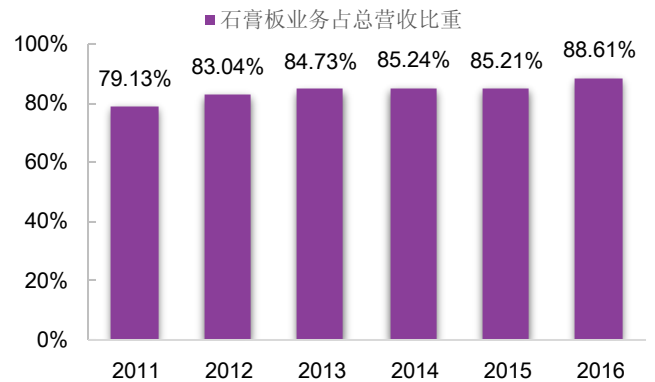
北新建材生产的主要产品包括：纸面石膏板、轻钢龙骨、烤漆龙骨、矿棉吸音板、岩棉、粒状棉、涂料、钢制板式散热器、五金件、金邦板、水泥瓦、型材、门窗。

图表7： 2016 年公司主营业务构成



资料来源：Wind，联讯证券

图表8： 石膏板业务占总营业收入比重



资料来源：Wind，联讯证券

石膏板是公司最主要的产品，公司 80%以上的收入来自于石膏板。目前，常用的石膏板厚度为 9.5mm 和 12mm，广泛应用于吊顶装饰领域。公司生产的石膏板在住宅、工业厂房、酒店、宾馆、体育场馆、写字楼等商业和公共建筑领域的各种建筑物的建造和装修过程中被广泛应用。



图表9： 公司石膏板产品及应用示意图



资料来源： 百度图片， 联讯证券

按制作工艺分，石膏板包括纸面石膏板、纤维石膏板、空心石膏条板等。我国生产的石膏板主要是纸面石膏板，约占石膏板生产总量的 80%。

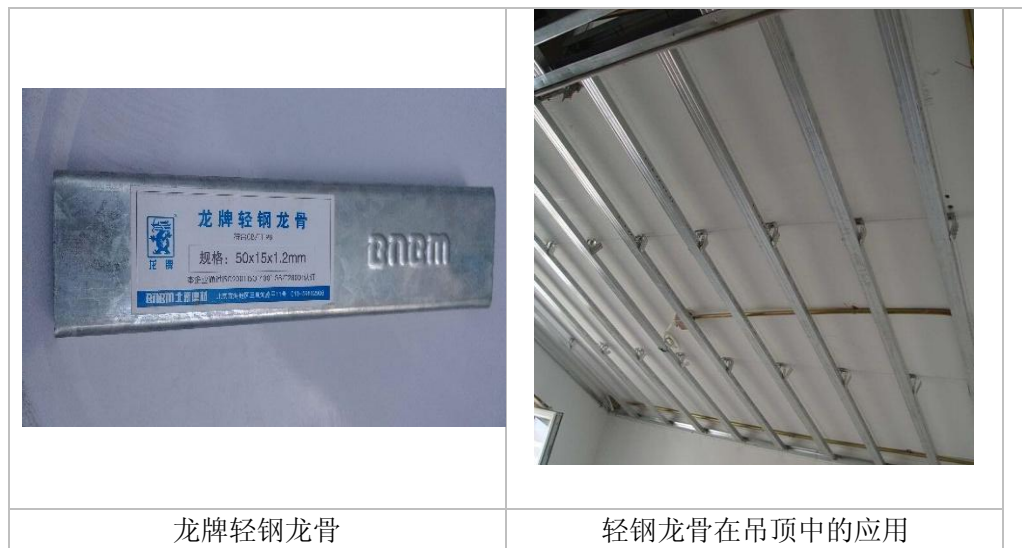
图表10： 石膏板主要类别

按制作工艺分类	按功能分类
<ul style="list-style-type: none"> <li>•纸面石膏板</li> <li>•纤维石膏板</li> <li>•空心石膏条板</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•普通板</li> <li>•耐水板</li> <li>•耐火板</li> <li>•防潮板</li> <li>•隔音板</li> </ul>

资料来源： 中国石膏网， 联讯证券

公司的第二大产品—轻钢龙骨是用来支撑造型、固定结构的一种建筑材料，通常配合石膏板进行使用。

图表11： 公司轻钢龙骨产品及应用示意图



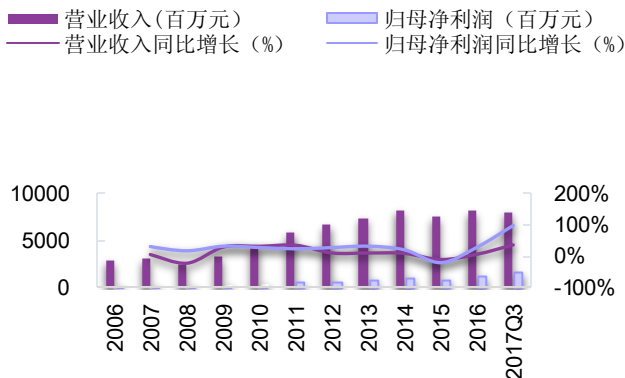
资料来源： 百度图片， 联讯证券



### 自成立以来，收入和利润持续增长

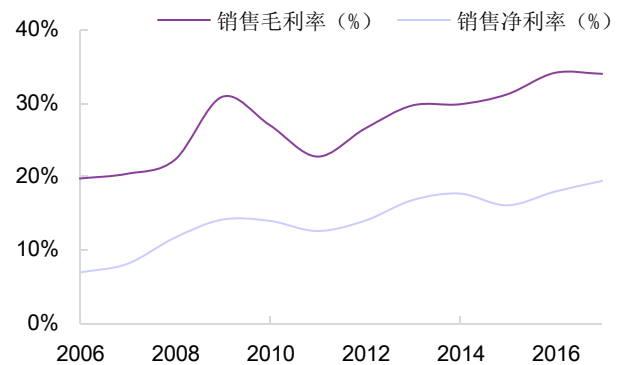
公司自 1997 年成立以来，业绩一直保持快速增长。1997 年-2016 年营业收入复合增长率为 18.97%，归母净利润复合增长率为 14.23%。截至 2017 年三季度，公司实现营业收入 81.07 亿元，同比增长 38.00%；实现归母净利润 15.65 亿元，同比增长 100.01%。公司的业绩增加有两大原因：一是因为 2017 年二季度以来，石膏板量价齐升；二是因为公司收购泰山石膏 35% 股权，增厚公司业绩。公司的毛利率和净利率近年来都在稳步增长，2016 年公司的毛利率为 34.05%，净利率为 19.44%。

图表12： 公司 2006 年-2017Q3 营收及净利



资料来源：Wind，联讯证券

图表13： 2006 年-2017Q3 毛利率及净利率变化趋势



资料来源：Wind，联讯证券

### 绿色环保特性+政策利好，石膏板前景广阔

公司所属行业为轻质新型建筑材料制造业。新型建筑材料是在传统建筑材料基础上产生的新一代建筑材料。新型建筑材料需要具备两个特点：一是具有时代性，符合现代建筑的要求；二是节能环保，符合生态化特点，有利于社会发展。新型建筑材料主要包括墙体材料、防水密封材料、保温隔热材料和装饰装修材料四大类。

图表14： 新型建筑材料主要类别



资料来源：公开资料收集整理，联讯证券

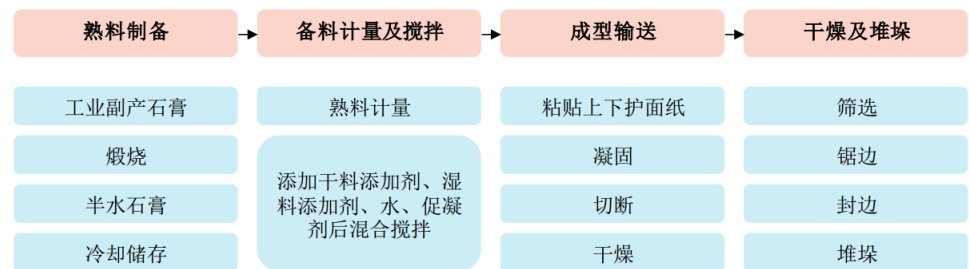
2013 年，国家发改委发布《产业结构调整指导目录（2011 年本）（修正）》，将新型墙体和屋面材料列为国家鼓励发展的行业类别。2016 年，国家政府部门相继出台政策文件，加大力度限制“高能耗、高污染、高排放”的传统建材行业产能扩张，要求推广绿色建筑和建材。受益于环保高压和产业政策支持，新型建筑材料行业具有广阔的市场空间，有望迎来快速发展期。



## 石膏板—节能环保的绿色新型建筑材料

石膏板是以石膏为主要原料，在其中加入适量辅助材料构成芯材，并用护面纸牢固粘在一起的新型轻质建筑板材。石膏板的生产流程包括熟料制备、备料计量及搅拌、成型输送、干燥及堆垛。在我国主要应用于商业和公共建筑装饰装修领域，用于住宅、工业厂房、酒店、宾馆、体育场馆、写字楼等建筑。

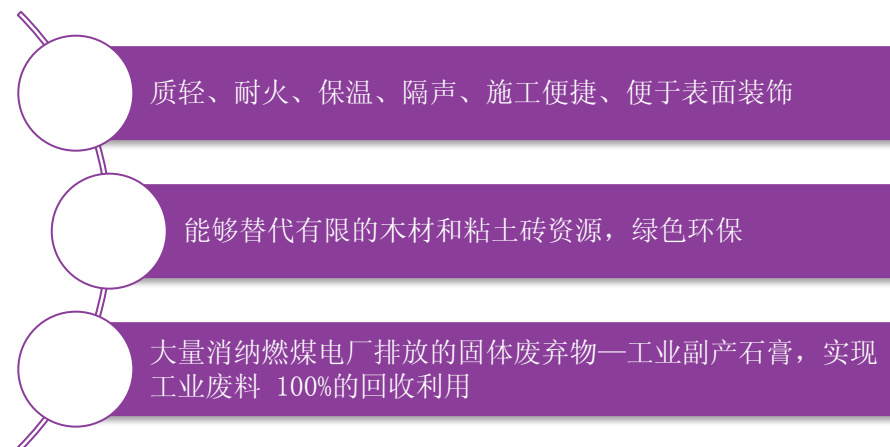
图表15：石膏板的生产工艺流程



资料来源：公司公告，联讯证券

和传统建筑材料相比，石膏板具有节能环保、耐火、隔声、抗震、轻质及经济等优点，在生产的过程中采用工业副产石膏作为主要原材料，实现工业废料的回收再利用，是节能环保的绿色产品，属于政府积极推广的新型建筑材料。

图表16：石膏板的主要优点

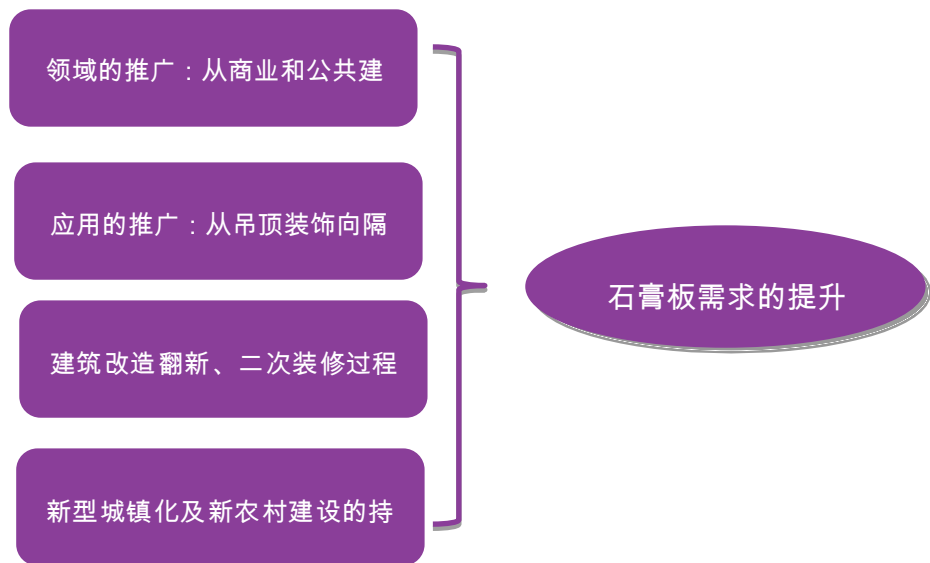


资料来源：公司公告，联讯证券

在我国住宅装饰装修中，石膏板广泛应用于吊顶装饰，于隔墙领域应用尚少，市场渗透率存在较大的提升空间。石膏板应用领域的推广、产品应用范围的推广、二次装修中对石膏板的需求以及城镇化、新农村建设都将会带来未来建筑行业对石膏板需求的提升。



图表17: 石膏板未来需求提升的四大方向

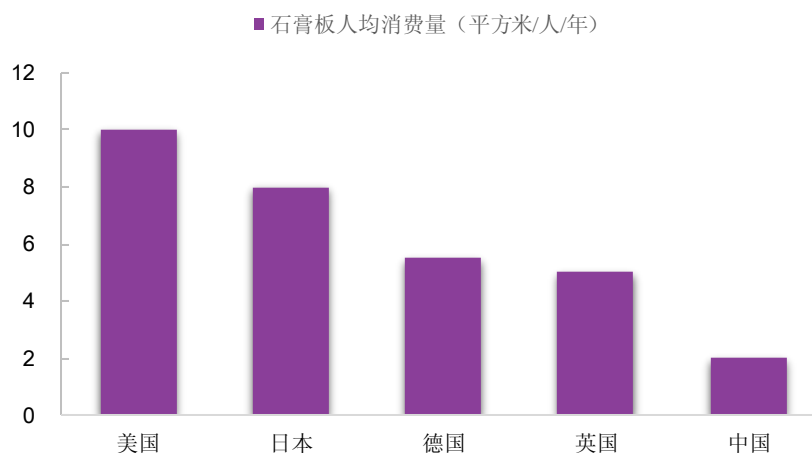


资料来源：公司公告，联讯证券

### 石膏板行业下游需求旺盛，具有广阔的市场空间

2016年，我国石膏板的人均消费量约为2平方米/人/年，与发达国家（美国10平方米/人/年、日本8平方米/人/年）之间存在较大的差距。随着人们消费意识的转变以及国家对于新型建材发展的支持，石膏板作为一种绿色环保的建筑材料，其人均消费量将会逐步提高。

图表18: 我国及世界主要发达国家石膏板人均消费量



资料来源：公司公告，联讯证券

根据上述石膏板未来需求提升的四大方向，我们认为，未来石膏板的市場主要在以下几个领域：（1）新建住宅领域（2）现存房屋的装修改造领域。

新建住宅方面，目前石膏板在我国的建筑中多用于商业和公共建筑领域，用于住宅的比例较少。参考发达国家石膏板80%用于住宅的比例并考虑到我国住宅新开工面积10%左右的增速，我们认为，石膏板在新建住宅领域方面的运用有比较广阔的发展空间。

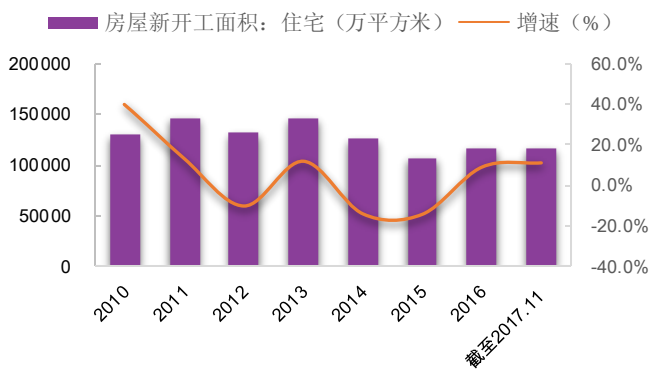




国家统计局的数据显示，2016年我国的城镇化率为57.35%，根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016—2030年）》，常住人口城镇化率2020年将达到60%。此外，新农村建设现在也在朝着功能齐全、设施完善、环境优美的“小康住宅”发展。城镇化工作和新农村建设的推进将会为新型建筑行业提供广阔的发展空间，拉动建筑业对于石膏板的需求。

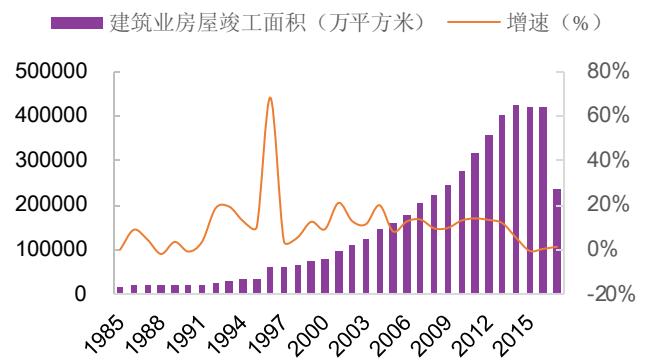
现存房屋的装修改造方面，根据历年我国建筑业房屋竣工面积测算，我国现有存量房屋超过500亿平方米，通常商业房屋的维护周期是8-10年装修一次，公共建筑5年左右装修一次，按10年装修一次的频率计算，我国每年约有50亿平米房屋有重新装修的需求。石膏板属于绿色环保的新型建筑材料，符合国家环保要求，房屋装修改造也将带来对石膏板的大量需求。

图表19：住宅新开工面积及增速



资料来源: Wind, 联讯证券

图表20：我国建筑业房屋竣工面积及增速

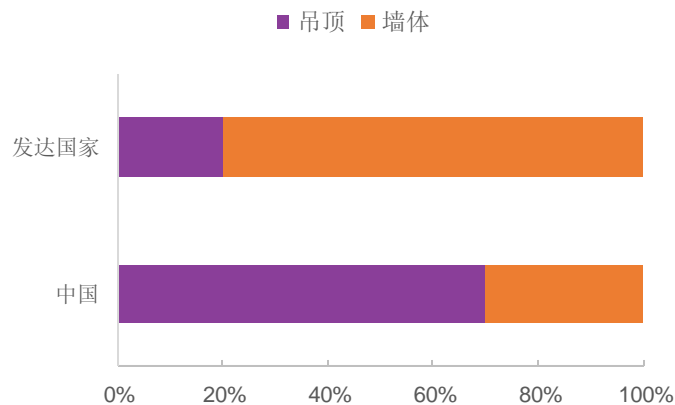


资料来源: Wind, 联讯证券

### 墙体材料是石膏板未来发展的重要方向

石膏板可以广泛用于室内吊顶和隔墙材料，然而，目前我国石膏板主要用于吊顶，用于墙体的石膏板比例不到30%。在发达国家，石膏板的80%是用于墙体材料的。石膏板作为一种绿色环保的建筑材料，用于墙体具有防火、隔音、防震等优点，因此墙体是石膏板未来发展的重要领域。

图表21：我国及发达国家石膏板应用范围



资料来源: 公司公告, 联讯证券



## 大力推广钢结构建筑有助于提高石膏板渗透率

装配式钢结构建筑是以钢柱及钢梁作为主要的承重构件，钢结构建筑自重轻、跨度大、抗风及抗震性好、保温隔热、隔声效果好，符合可持续化发展的方针，特别适用别墅、多高层住宅、办公楼等民用建筑及建筑加层等。2016年3月，国务院《政府工作报告》提出“积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑”。河北、新疆等地方政府也陆续发文要求推广钢结构建筑并规定钢结构建筑占新建建筑面积的比例。

钢结构建筑具有“节能、环保、抗震、可持续发展”的特性，且钢结构件在工厂中完成生产，施工现场仅需安装，工期大大缩短。钢结构建筑符合我国政府大力发展新型建筑材料的要求，是当今世界先进建筑的主流趋势。公司的主要产品—石膏板是装配式钢结构建筑重要的新型墙体材料，随着国家对装配式建筑支持力度的加大，石膏板的渗透率有望进一步提高。

目前石膏板在我国的建筑中多用于商业和公共建筑领域，用于住宅的比例较少。发达国家石膏板80%用于住宅而我国用于住宅的比例仅为30%左右。2016年房屋竣工面积10.61亿平方米，其中，住宅竣工7.72亿平方米，占比为72.8%。我们认为，石膏板在住宅领域方面的运用有广阔的发展空间。此外，相比于吊顶，墙体是未来石膏板应用的主要范围，因此我们对住宅领域墙体材料的市场空间进行情景分析。

为了进行测算，我们进行了以下假设：1、由于近几年住宅竣工面积波动较大，我们以2015年-2017年三年的住宅竣工面积均值7.43亿平方米进行测算。2、根据经验，外墙面积大约是建筑面积的65%左右，内墙面积大约是建筑面积的2.6倍，其中内隔墙占到内墙的比例按50%计算。

**图表22：石膏板应用于住宅领域墙体材料市场空间测算**

	石膏板运用于墙体材料比例	住宅竣工面积(亿平方米)	外墙体用量	内隔墙体用量	墙体材料市场空间(亿平方米)
悲观	25%	7.43	65%	130%	3.62
中性	30%	7.43	65%	130%	4.35
乐观	35%	7.43	65%	130%	5.07

资料来源：公司公告，联讯证券

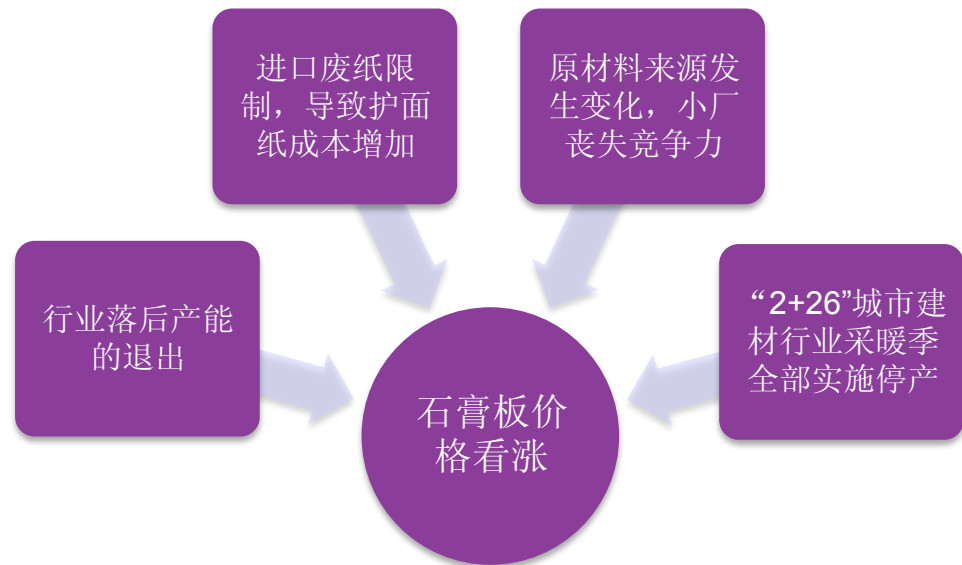
在中性预测下，我们假设石膏板运用于墙体材料比例为30%，由此测算的住宅领域墙体材料市场空间大约为4.35亿平方米。鉴于现在石膏板在墙体材料中的渗透率较低，我们认为公司的石膏板未来有很大的发展空间。

## 淘汰落后产能+限制废纸进口，石膏板价格有上涨空间

受到相关政策的影响，我们认为以下四大原因会促进石膏板行业集中度的提升，增加公司在市场上的定价权，2018年石膏板的价格有望出现上涨。



图表23: 石膏板价格看涨基本逻辑



资料来源: 政府部门网站, 联讯证券

### 行业落后产能陆续退出, 释放需求空间

2011年3月, 发改委发布《产业结构调整指导目录(2011年本)》, 将利用工业副产石膏生产新型墙体材料及技术装备开发与制造被列为鼓励类, 将3000万平方米/年以下的纸面石膏板生产线列为限制类, 1000万平方米/年以下的纸面石膏板生产线列为淘汰类。公司所有的石膏板生产线产能均在1000万平方米/年以上, 受到此政策的影响较小。但是这一调整会逐渐淘汰产能在1000万平方米/年以下的生产线, 从而影响一批小厂的正常生产。行业落后产能的退出能够为公司的新建产能释放需求空间, 进一步巩固公司的行业龙头地位, 提高公司的市场占有率, 增加公司的定价权。

图表24: 石膏板行业相关的产业结构类别

具体内容	类别
磷石膏综合利用技术开发与应用	鼓励类
利用工业副产石膏生产新型墙体材料及技术装备开发与制造	鼓励类
3000万平方米/年以下的纸面石膏板生产线	限制类
15万平方米/年以下的石膏(空心)砌块生产线	限制类
1000万平方米/年以下的纸面石膏板生产线	淘汰类
人工浇筑、非机械成型的石膏(空心)砌块生产工艺	淘汰类

资料来源: 发改委, 联讯证券

### 进口废纸受制, 推动护面纸价格上涨

2017年7月, 环保部正式通知世界贸易组织, 中国从2017年年底开始将不再接收外来垃圾, 包括废弃塑胶、纸类等。2017年8月, 环保部等部门印发《进口废物管理目录》(2017年), 未经分拣的废纸从《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》。进口废纸的限制, 将直接影响到护面纸原材料的供给, 从而导致原材料价格的上涨及产量下降, 进一步推动石膏板涨价。



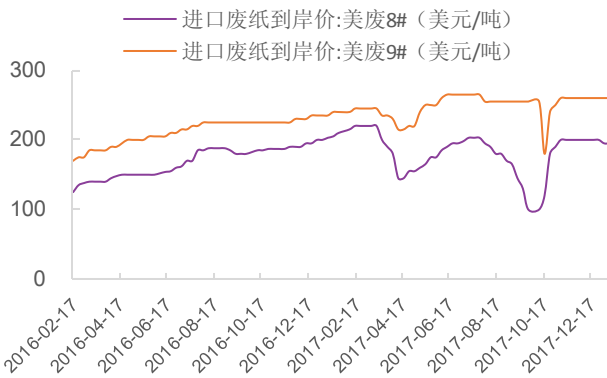
图表25: 近期废物进口政策主要内容

发布日期	发布部门	通知/政策名称	主要内容
2017.7.18	环保部	正式通知世界贸易组织 (WTO)	2017 年年底开始将不再接收外来垃圾, 包括废弃塑胶、纸类、废弃炉渣与纺织品, 禁令将会于 2017 年年底生效。
2017.7.18	国务院办公厅	《关于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 7 月底前, 调整进口固体废物管理目录; 2017 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、钒渣等品种。
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)	将来自生活源的废塑料(8 个品种)、未经分拣的废纸(1 个品种)、废纺织原料(11 个品种)、钒渣(4 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》。

资料来源: 国务院办公厅, 环保部, 联讯证券

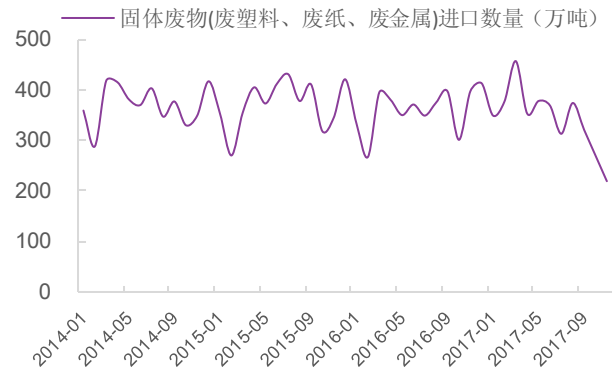
2017 年 9 月开始, 美废 8#, 9# 的价格开始逐步上升。2018 年 1 月 10 日, 美废 8# 的价格为 195 美元/吨, 美废 9# 的价格为 260 美元/吨。进口限制的政策效应在进口数量上也开始逐步体现, 固体废物进口数量在 2017 年下半年也呈现出明显的减少趋势, 2017 年 1 月-11 月固体废物进口数量为 3780 万吨, 同比减少 3.4%。

图表26: 美废 8#, 9# 价格变化趋势



资料来源: Wind, 联讯证券

图表27: 固体废物进口数量变化趋势



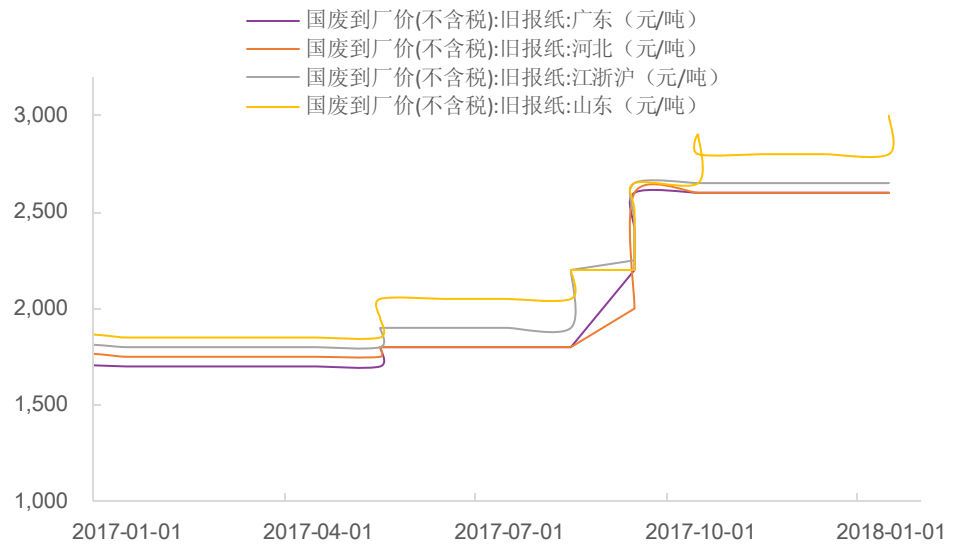
资料来源: Wind, 联讯证券

### 小厂丧失竞争力, 公司更具有定价权

2017 年 10 月, 环保部出台《进口废纸环境保护管理规定(征求意见稿)》, 要求申请进口废纸许可的加工利用企业生产能力不小于 30 万吨/年。这意味着年生产能力在 30 万吨以下的小厂不能采用进口废纸作为护面纸的生产原材料, 从根本上断绝了小纸厂利用进口废纸的渠道, 购买固废是小厂维持生产的唯一途径。废纸在护面纸的成本结构中占比在 60% 以上, 进口废纸(美废、欧废等)受限, 固废价格迅速上涨。原材料成本的增加会直接导致小型纸厂丧失竞争力, 大厂更加具有竞争优势, 同时在定价方面更具有话语权。



图表28: 国废价格走势



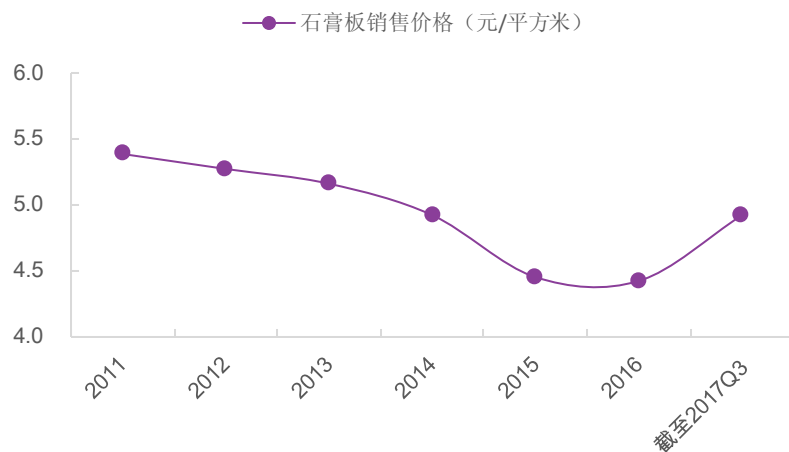
资料来源: Wind, 联讯证券

### 供给端压缩, 价格有望提升

2017年8月, 环保部等部门印发《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》, 明确规定包括石膏板在内的建材行业全面实施错峰生产, 采暖季全部实施停产。“2+26”城市采暖季停产势必导致石膏板供给量的下降, 从而推动价格的上升, 公司作为行业龙头, 将受益于价格上涨带来的业绩增厚。

我们根据公司销售收入和销量来计算公司石膏板的销售价格, 截至2017年第三季度, 石膏板的价格已经出现了明显的上涨。根据上述四大原因, 我们认为2018年石膏板价格将继续2017年底的高位, 公司2017年、2018年业绩将持续增厚, 公司的价格数据也验证了我们对于石膏板未来涨价的逻辑。

图表29: 石膏板销售价格变化趋势



资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 三大优势巩固公司龙头地位

公司拥有稳定的原材料(工业石膏+护面纸)来源、遍布全国的营销网络、以及高性

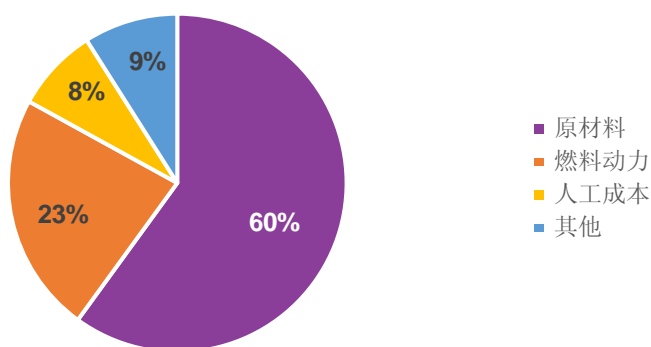


能绿色智慧建筑为主题研发体系，三大优势确保公司的龙头地位，提升公司产品在市场中的渗透率和占有率。

### 公司拥有稳定的原材料来源

石膏板的成本主要由原材料（石膏、护面纸）、燃料动力（煤炭、电力）、人工等成本构成。公司生产石膏板的主要原材料是护面纸和石膏，占比约 60%；主要燃料是煤，燃料和动力占比约 23%；原材料及燃料动力合计占公司生产成本的 80%以上。

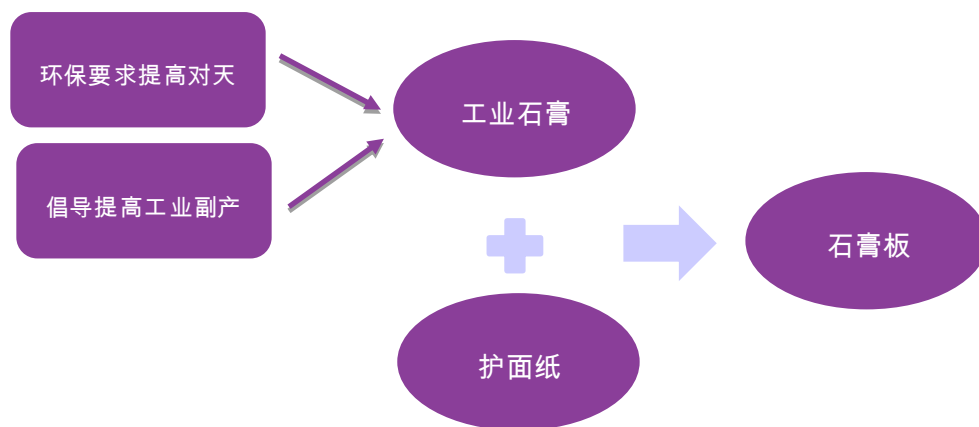
图表30：石膏板成本构成比例



资料来源：公司公告，联讯证券

受到近年来环保要求的提高及国家对于提高工业副产石膏综合利用率的政策引导，目前石膏板的生产主要采用的是工业石膏而非天然石膏。护面纸方面，由于护面纸的指标要求比较特殊（低定量高强度），业内普遍采用二次纤维（即废纸产生的纸浆）作为护面纸的原材料。

图表31：石膏板主要原材料



资料来源：公司公告，联讯证券

### 火电厂就近布局生产基地，掌握工业副产石膏资源

石膏板的主要原料—石膏可分为天然石膏和工业副产石膏（如脱硫石膏等）两类。2007 年以前我国石膏板主要以天然石膏为原料，石膏板生产主要集中在天然石膏资源丰富的地区。2007 年全国火电厂开始进行普遍实质性脱硫后，工业副产石膏的供给和利用

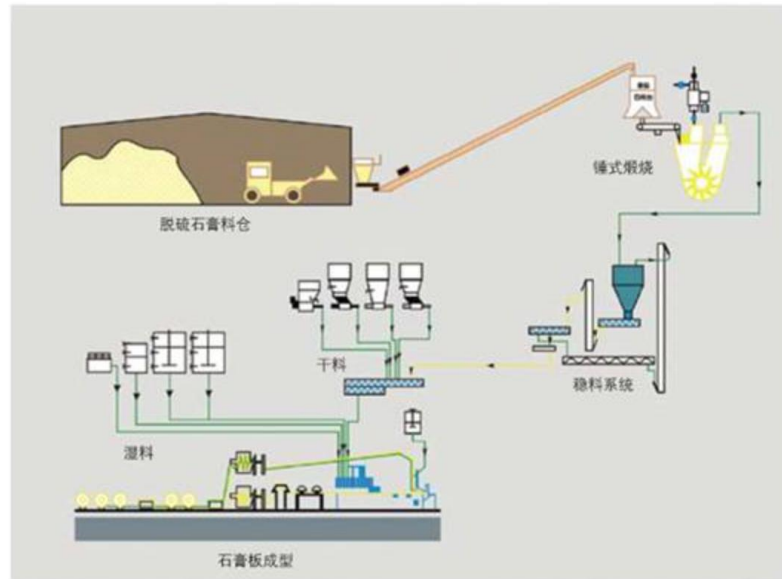




率开始快速上升。受到近年来环保要求的提高及国家对于提高工业副产石膏综合利用率的政策引导，目前行业普遍采用工业副产石膏作为生产石膏板的原材料。

公司 2000 年就自主研发应用脱硫石膏的专利技术和生产装备，2009 年申请了利用磷石膏、脱硫石膏与天然石膏生产纸面石膏板工艺的发明专利。公司已经掌握了采用脱硫石膏生产纸面石膏板的全套技术。

图表32： 脱硫石膏板生产工艺流程图



资料来源：公司官网，联讯证券

公司与全国各地火电厂合作，在火电厂周边布局生产基地，拥有稳定且充足的工业石膏供应来源。根据脱硫石膏产量和公司每年消耗的脱硫石膏进行计算，公司每年使用的脱硫石膏占到当年利用的脱硫石膏的 25%以上，由此可见，公司对于全国脱硫石膏资源的掌握程度非常高。目前，公司主产品石膏板目前已经达到 100%采用燃煤电厂工业废弃物脱硫石膏为原料，能够减少二氧化硫的排放及其带来的污染，同时，产品替代粘土砖可减少对耕地的破坏。

图表33： 脱硫石膏生产线减少二氧化硫排放示意图



资料来源：公司官网，联讯证券

按照公司目前 21.65 亿平方米产能计算，一年可消纳脱硫石膏 2165 万吨，折合减排二氧化硫 810 万吨，减少碳排放 388 万吨，产品替代粘土砖可减少耕地破坏 3.2 万余亩，这为国家的绿色环保和节能减排也做出了贡献。

### 拥有护面纸生产厂，有效控制原材料成本

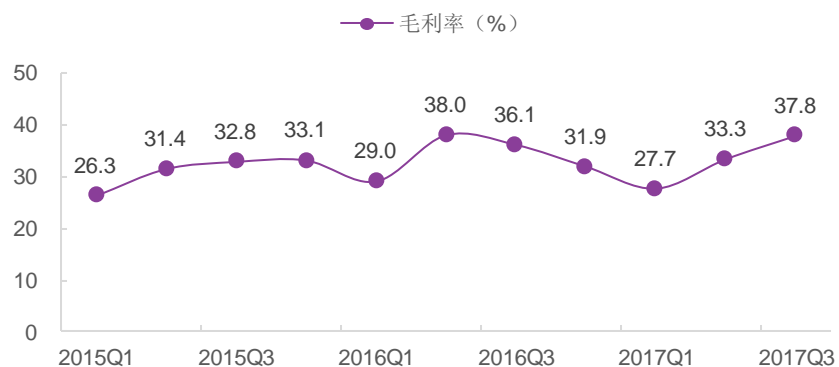
护面纸作为石膏板的一种重要原材料，在石膏板原材料中的占比达到 30%左右，主



要用途是在生产石膏板时覆盖于石膏芯的两面以增加石膏板的强度和韧性、便于施工。护面纸主要采用二次纤维（即废纸产生的纸浆）制作，目前，由于美废等进口废纸的质量较好，能够满足护面纸低定量高强度的要求，我国的护面纸行业主要依赖进口废纸，使用美废（主要使用 8#）较多。

泰山石膏拥有自己的护面纸厂—泰和纸业，在 2010 年申请了石膏板护面纸生产工艺的发明专利。这不仅能够满足公司部分原材料需求，还能够减少原材料供给及价格波动对公司的影响，从而有效地控制原材料成本。此外，作为全国最大的石膏板生产企业，公司对护面纸的需求量大，采购量大使得公司在采购价格上具有话语权，和小企业相比，在成本方面受到的影响更小。公司 2017 年第三季度的毛利率为 37.8%，由此可见，上述政策对于公司的成本及毛利率并没有太大的影响。

图表34： 公司单季度毛利率



资料来源：公司公告，联讯证券

### 遍布全国的营销网络布局，降低公司经营成本

石膏板的合理运输半径为 300-500 公里，因此在销售方面有明显的区域性。北新建材和泰山石膏营销网络密集，经过多年的市场培育，现已遍布全国各大城市及发达地区县级市。公司已在全国形成了 5 大区域事业部：华东、北方、南方、中西部、淮海，这样的布局不仅可以扩大石膏板的产能，同时也能够减少运输成本，从而降低公司的经营成本，增加公司的利润。

图表35： 泰山石膏销售网络



资料来源：公司官网，联讯证券



目前公司已在国内 20 多个省市设立了 65 个生产基地拥有石膏板生产线，在全国建有 300 多家营销网络，遍布各大中城市及发达地区县级市，拥有经销商 2000 多家公司。公司还计划继续实施渠道下沉营销策略，继续在三、四线城市及县乡发展经销渠道。

### 成立北新科学院，研发下一代高性能绿色智慧建筑体系

公司是国家级创新型企业，北京第一批 50 家国家火炬计划重点高新技术企业之一，首批 20 家“北京市专利示范企业”之一，是建材行业唯一一家“全国专利工作示范单位”，拥有国家级企业技术中心，在北京未来科技城投资 25 亿元建设国家级研发基地。

公司的五大研发方向均围绕绿色环保的主题展开，分别是超低能耗、零甲醛空间、全生命周期全产业链绿色、装配式建筑和高性能建筑，五大发展方向展示出了公司未来的发展蓝图。

2017 年 6 月，公司成立北新科学院，北新科协是全国第一家创新型科协，中国工程院院士姜德生教授成为首名进站院士并担任北新科协主席。北新建材牵头承担的国家十三五重大研发计划“绿色建筑和建筑工业化”专项课题组织中科院、清华大学等全国 29 家顶级科研机构 and 优秀企业共同进行创新研发。

2017 年 10 月 25 日，北新科学院竣工，2 天之后即搬迁入驻，实现了“即装即住”。北新科学院的建设使用绿色建筑材料实现了“四个替代”，不仅能减少对环境的破坏和室内环境污染从而达到节能减排的目的，同时还能增加 10%使用面积。

图表 36：北新科学院“四个替代”



资料来源：公司官网，联讯证券

公司拥有国家级企业技术中心、博士后流动站、工程硕士站，截至 2017 年 6 月 30 日，公司拥有行业内授权专利 2548 件。公司积极推动住宅等领域从使用传统砖头砌块墙体向使用石膏板复合墙体转变，加强推广新型石膏板复合墙体，成功研制了免涂装墙体吊顶材料、装配式墙体吊顶并投入应用，实现当天装修当天入住。

### 积极进行国内外生产线建设，加速石膏板产能扩张

国内方面，公司在 2017 年上半年制定了新一轮的石膏板产业布局规划，计划将石膏板产能扩大至 30 亿平方米。2016 年 11 月，公司以 11.20 元/股的发行价格发行 3.75



亿股人民币普通股（A股），通过发行股份购买资产的方式向泰安市国泰民安投资集团有限公司、泰安市和达投资中心等 10 个有限合伙企业及贾同春等 35 名自然人购买了其合计持有的泰山石膏 35% 股权，泰山石膏成为公司的全资子公司。泰山石膏是专注于石膏板生产的企业，年产能为 18 亿平方米。

国外方面，公司于 2017 年 12 月首次在境外设立石膏板生产企业—北新建材（坦桑尼亚）公司，年产能将达到 900 万平方米，这标志着公司全面开启全球化产业布局。

### 增加石膏板生产线，布局 30 亿平方米产能战略规划

公司目前是全球最大的石膏板生产企业，在全国有 65 个生产基地，基本覆盖全国所有区域。2017 年公司的石膏板产能为 21.65 亿平方米，同比增长 1.5%。公司石膏板产能始终处于扩张的状态，2012 年-2017 年公司石膏板产能复合增长率为 5.6%。

图表37： 公司石膏板生产线全国布局

石膏板25亿m<sup>2</sup>产业规划布局总图



资料来源：公司官网，联讯证券

公司目前在建石膏板产能为 3.15 亿平方米，公司在 2017 年上半年制定了新一轮石膏板产业布局规划，规划将石膏板产能扩大至 30 亿平方米。

图表38： 公司石膏板在建产能

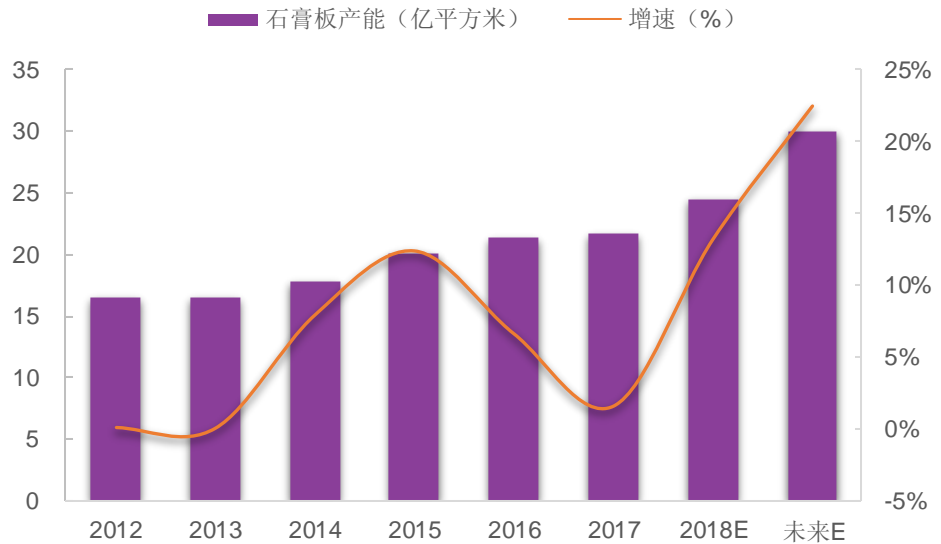
公告日期	项目地	纸面石膏板年产能（万平方米）
2013.10	甘肃省白银市	3,000
2014.3	天津市	3,000
2014.3	云南省昆明市	3,000
2014.3	浙江省嘉兴市	3,000
2014.8	湖南省长沙市	3,000
2016.1	四川省宜宾市	3,500
2016.2	陕西省富平县	3,000
2016.2	江西省吉安市	3,000
2017.3	重庆市綦江区	3,500
2017.8	江西省弋阳县	3,500
合计		31,500

资料来源：公司公告，联讯证券



公司的石膏板产能扩张在 2013 年-2015 年经历了产能的快速扩张期。根据在建产能测算，在建的 3.15 亿平方米产能将在 2018 年底之前全部完成建设，公司 2018 年的产能将达到 24.5 亿平方米，同比增长 13.2%，2018 年-2019 年将是公司的产能释放期。2017 年上半年，公司提出 30 亿平方米产能战略规划，为实现 30 亿的产能规划，2018 年-2019 年公司也将迎来新一轮的产能扩张期。

图表 39: 公司石膏板产能及增速

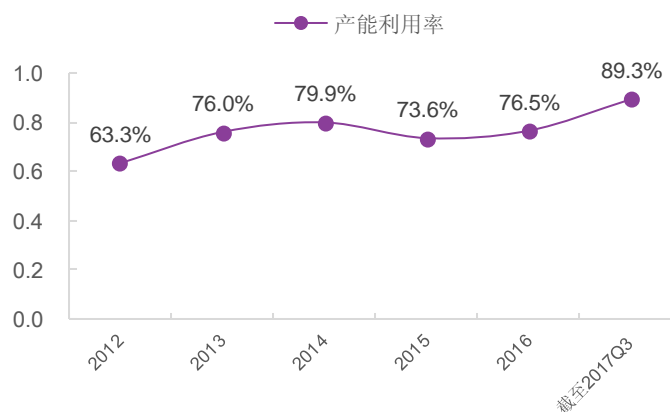


资料来源: 公司公告, 联讯证券

### 产能利用率快速提升, 接近 90%

由于小厂的陆续关停和落后产能的逐渐退出, 供给端偏紧, 公司的产能利用率在 2017 年有了大幅的提升。根据 2017 年前三季度的产量 (假设全年产量为前三季度产量 \*4/3) 及全年的产能数据测算, 截至 2017 第三季度, 公司的产能利用率为 89.3%。

图表 40: 2012-2017Q3 公司石膏板产能利用率



资料来源: 公司公告, 联讯证券

随着落后产能退出以及支持装配式建筑发展、“雄安新区”建设等政策带来的需求空间释放, 公司的产能利用率有望进一步提高。公司的产能在快速扩张, 产能利用率也在





逐渐提高，公司在国内市场上的影响力和占有率将继续增加。

### “雄安新区”规划落地，公司主营业务有望受益

2017年4月，中共中央、国务院决定，在河北设立“雄安新区”。对标深圳经济特区和上海浦东新区，“雄安新区”规划范围涉及河北省雄县、容城、安新3县及周边部分区域，地处北京、天津、保定腹地。设立“雄安新区”主要是为了疏解北京非首都功能、调整优化京津冀城市布局 and 空间结构、探索人口经济密集地区优化开发新模式和培育创新驱动发展新引擎。

图表41：“雄安新区”地图



资料来源：新华网，联讯证券

公司的石膏板作为绿色环保的新型建筑材料，符合“雄安新区”建设绿色智慧新城的要求；此外，在雄安新区周边 500 公里范围内，分布有公司 10 个左右的石膏板生产基地，包括涿州北新、固安北新、滨海北新、西柏坡泰和、衡水泰和等，这些生产基地将为雄安新区的建设提供建材原材料。公司将充分受益于“雄安新区”的建设，开辟一片全新的市场。

图表42：中国建材集团服务“雄安新区”产业集群图



资料来源：公司官微，联讯证券





## 背靠中国建材集团，开启全球化布局

公司实际控制人是中国建材集团有限公司是全球最大的建材制造商和世界领先的综合服务商。公司借助大股东品牌实力和平台，逐步开始在海外扩张，全面开启公司的全球化产业布局。

## 北新建材坦桑尼亚公司设立，开始海外扩张

2017年12月29日，北新建材与坦桑尼亚阳光集团公司(Sunshine Group Limited)等正式签订协议，拟在坦桑尼亚达累斯萨拉姆市设立北新建材工业(坦桑尼亚)有限公司(BNBM Building Materials Industry (Tanzania) Ltd.)，北新建材以货币方式出资700万美元，持股70%。

北新建材工业(坦桑尼亚)有限公司成立后，拟收购坦桑尼亚阳光集团公司拥有的位于坦桑尼亚的34,000平方米土地使用权及其关联公司Sunshine Gypsum Limited拥有的石膏板生产线以及相关经营性资产。收购完成后，北新建材(坦桑尼亚)将对所收购的一条年产300万平方米石膏板生产线进行技术改造，并新建一条年产600万平方米的石膏板生产线及配套设施。在完成生产线的改造和新建之后，北新建材(坦桑尼亚)的石膏板年产能达到900万平方米。

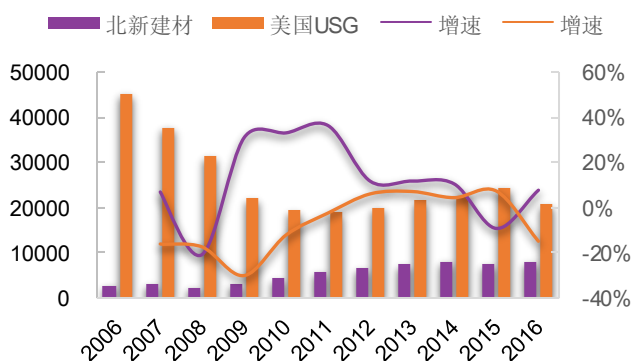
北新建材(坦桑尼亚)公司是公司首次在境外市场合资设立石膏板生产企业，该合资公司的设立标志着公司全面开启全球化产业布局。

## 全球石膏板市场容量巨大，公司制定全球市场份额提升战略

目前，全球有100亿平方米的石膏板市场需求，近700亿元的市场容量，公司所占份额仅有15%左右。2017年公司全面推进全球化产业布局，公司的战略是“致力于赢得50%全球市场份额，打造世界级中国自主品牌”。

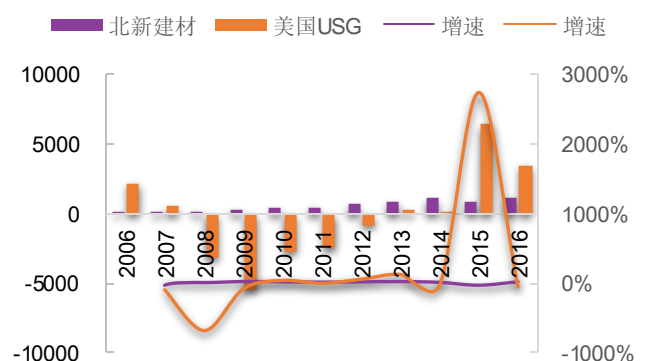
## 财务数据对比

图表43: 2006年-2016年营业总收入(人民币百万元)及增速(%)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表44: 2006年-2016年归母净利润(人民币百万元)及增速(%)



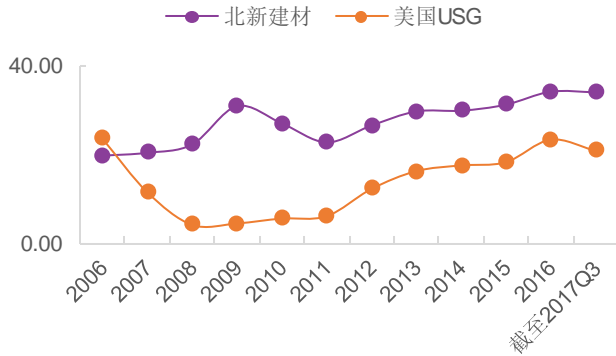
资料来源: Wind, 联讯证券

公司是全球最大的石膏板生产企业，在国内石膏板市场的占有率已经达到60%以上，由于A股缺乏可对标企业，我们选取美国最大的石膏板公司USG与公司的财务数据进行对比分析。



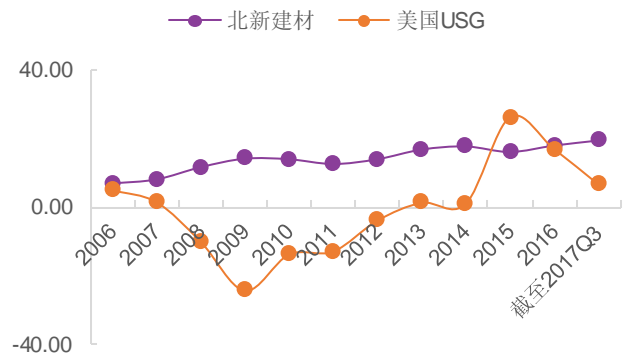
近年来，公司的毛利率水平持续提升，2016年，公司毛利率为34.18%，截至2017年三季度，毛利率为34.05%，而美国USG公司截至2017年三季度的毛利率为20.86%。公司2016年净利率为17.97%，截至2017年三季度，净利率为19.44%，而美国USG公司截至2017年三季度的净利率为6.62%。公司的毛利率水平和净利率水平均优于美国USG公司。

图表45: 2006年-2017年Q3销售毛利率(%)



资料来源: Wind, 联讯证券

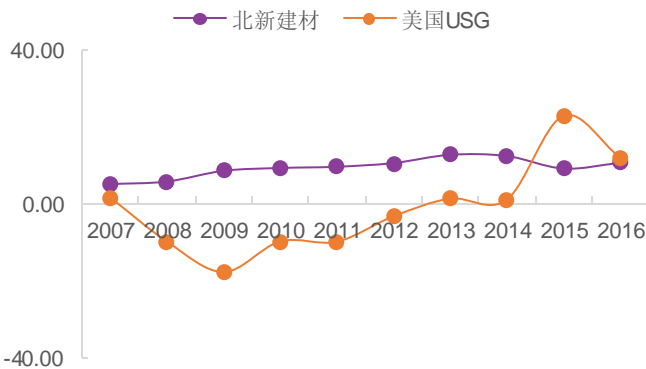
图表46: 2006年-2017年Q3销售净利率(%)



资料来源: Wind, 联讯证券

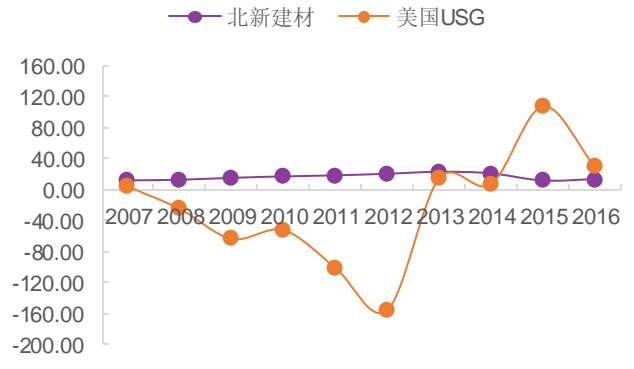
美国USG公司在经历了2008年金融危机之后，受到了较大的影响，盈利能力急速下降。2016年美国USG的ROA为11.85%，ROE为30.70%。相较于美国USG，公司的ROA和ROE一直比较稳定，2016年ROA为10.48%，源于公司较低的杠杆率；ROE为13.75%。随着石膏板价格的上涨，公司ROE有望进一步提升。

图表47: 2007年-2016年ROA(%)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表48: 2007年-2016年ROE(加权平均)(%)

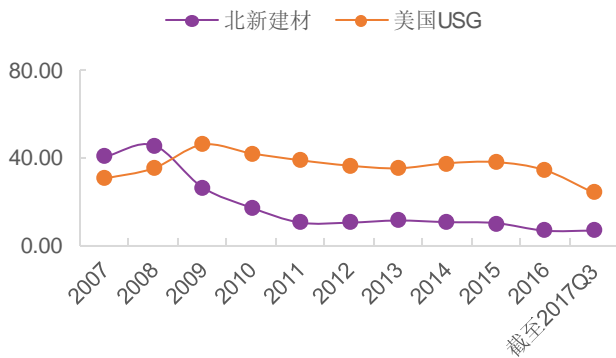


资料来源: Wind, 联讯证券

公司的应收账款周转天数近两年明显减少，截至2017年第三季度为7天左右，存货周转天数在近两年也有了明显的减少，截至2017年第三季度，公司存货周转天数为66.5天。截至2017年第三季度，美国USG公司的应收账款周转天数为24天，存货周转天数为35天。公司的应收账款周转比美国USG快，但是存货周转比美国USG慢。

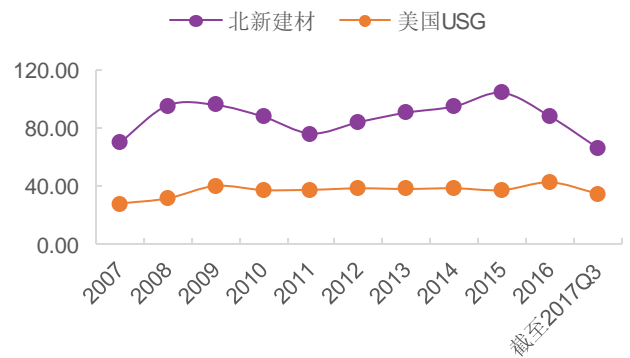


图表49: 2011年-2017年Q3 应收账款周转天数(天)



资料来源: Wind, 联讯证券

图表50: 2011年-2017年Q3 存货周转天数(天)



资料来源: Wind, 联讯证券

### 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 117.40、152.19 和 167.39 亿元，同比分别增加 43.9%、29.6%和 10.0%，净利润分别为 23.93、34.25 和 41.99 亿元，同比分别增长 104.3%、43.1%和 22.6%。公司回购注销泰山石膏少数股东合计持有的、已锁定的 9907.2 万股公司股份，会增厚公司未来的 EPS，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.42、2.03 和 2.49 元，对应的 PE 分别为 17/12/10x。公司目前正在积极扩大国内外产能，公司作为行业产能最大的企业，在产品价格上涨中，具有较大业绩弹性，按照我们中性预测，目前对应 18 年 PE 仅 12x，我们按照 18 年 18-20 倍 PE，合理估值区间为 36.54-41.6 元，给予“买入”评级。

### 风险提示

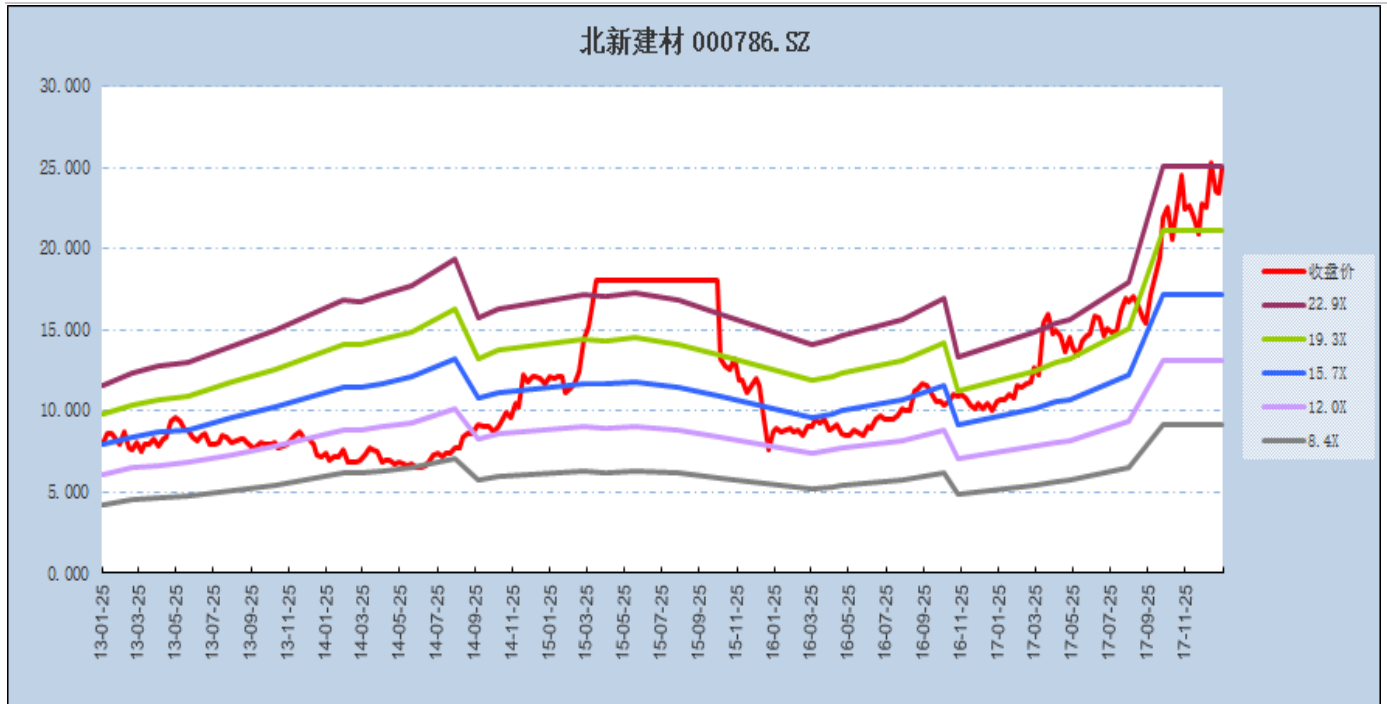
原材料价格波动的风险；

诉讼导致公司损失的风险：美国石膏板诉讼案败诉可能导致公司产生较大的损失；

房地产投资下行的风险。



图表51: PE Band



资料来源:联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	783	3324	5533	8606	营业收入	8156	11740	15219	16739
应收款项	283	386	500	550	营业成本	5368	7630	9628	10186
存货净额	1252	1318	1692	1789	营业税金及附加	112	164	228	251
其他流动资产	1430	1409	1826	2009	销售费用	289	317	396	418
流动资产合计	4738	7426	10541	13943	管理费用	661	836	1038	1120
固定资产	7695	7213	6993	6699	财务费用	85	66	20	(33)
无形资产及其他	1472	1423	1373	1324	投资收益	45	30	30	30
投资性房地产	305	305	305	305	资产减值及公允价值变动	(10)	0	0	0
长期股权投资	139	155	171	187	其他收入	0	0	0	0
资产总计	14349	16522	19384	22459	营业利润	1675	2757	3939	4826
短期借款及交易性金融负债	1536	1600	1600	1600	营业外净收支	(9)	0	0	0
应付款项	781	1035	1329	1405	利润总额	1666	2757	3939	4826
其他流动负债	393	558	714	757	所得税费用	201	345	492	603
流动负债合计	2710	3194	3644	3762	少数股东损益	294	20	22	24
长期借款及应付债券	717	717	717	717	归属于母公司净利润	1171	2393	3425	4199
其他长期负债	459	459	459	459					
长期负债合计	1176	1176	1176	1176	现金流量表（百万元）				
负债合计	3886	4370	4820	4939	净利润	1171	2393	3425	4199
少数股东权益	87	101	116	133	资产减值准备	2	358	(14)	(16)
股东权益	10376	12051	14448	17387	折旧摊销	404	973	1083	1160
负债和股东权益总计	14349	16522	19384	22459	公允价值变动损失	10	0	0	0
					财务费用	85	66	20	(33)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(946)	631	(470)	(227)
每股收益	0.65	1.42	2.03	2.49	其它	200	(345)	29	33
每股红利	0.21	0.42	0.61	0.75	经营活动现金流	840	4010	4053	5149
每股净资产	5.80	7.13	8.55	10.29	资本开支	(612)	(800)	(800)	(800)
ROIC	14%	22%	32%	39%	其它投资现金流	321	0	0	0
ROE	11%	20%	24%	24%	投资活动现金流	(307)	(816)	(816)	(816)
毛利率	34%	35%	37%	39%	权益性融资	3	0	0	0
EBIT Margin	21%	24%	26%	28%	负债净变化	114	0	0	0
EBITDA Margin	26%	32%	33%	35%	支付股利、利息	(368)	(718)	(1027)	(1260)
收入增长	8%	44%	30%	10%	其它融资现金流	207	64	0	0
净利润增长率	31%	104%	43%	23%	融资活动现金流	(298)	(654)	(1027)	(1260)
资产负债率	28%	27%	25%	23%	现金净变动	236	2540	2210	3073
息率	0.9%	1.7%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	548	783	3324	5533
P/E	36.7	17.0	11.9	9.7	货币资金的期末余额	783	3324	5533	8606
P/B	4.1	3.4	2.8	2.3	企业自由现金流	363	3248	3251	4301
EV/EBITDA	22.0	11.9	9.1	7.7	权益自由现金流	685	3254	3234	4330

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

刘萍，西安交通大学本科、硕士，2017年9月加入联讯证券，曾就职于联合证券研究所、国信证券经济研究所，从事房地产行业、建筑建材行业研究。2011年新财富入围，2012年水晶球第五、金牛第五。从事卖方研究工作8年。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。  
本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。





## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)