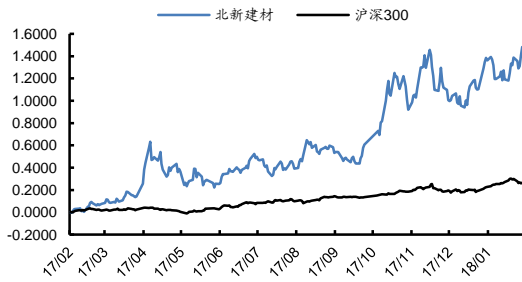


研究所
证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人： 陈晨
021-50873259 chenc03@ghzq.com.cn

成本优势铸造龙头，业绩持续高增长

——北新建材（000786）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
北新建材	4.2	29.3	147.8
沪深300	3.2	7.0	27.0

市场数据

2018-02-02

当前价格（元）	26.57
52周价格区间（元）	10.60 - 26.77
总市值（百万）	47522.56
流通市值（百万）	37569.49
总股本（万股）	178857.97
流通股（万股）	141398.16
日均成交额（百万）	686.81
近一月换手（%）	54.58

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- **石膏板行业龙头，成本优势显著。**公司率先利用脱硫石膏进行石膏板生产，占据脱硫石膏资源，使后入企业很难采购到品位合适的脱硫石膏，成本优势明显。同时摆脱了天然石膏资源分布集中、物流不便利的限制，有助于公司全国布局，扩大市场份额。公司也通过不断提升技术、装备升级等方式，降低单位能耗和标煤单耗，成本优势愈加显著。
- **政策利好、消费升级，中长期需求向好。**石膏板具有质轻、强度大、加工方便等性能，符合国家墙体改革方向。现阶段二次装修、棚户改造、新农村建设为石膏板市场带来增量驱动，叠加其在隔墙中渗透率逐步提升，中长期行业需求向好。
- **行业整合加速，市占率持续提高。**随环保趋严，供给侧改革推动石膏板行业小产能出清，同时原材料护面纸价格上涨也使得小产能生产压力不断提升，加速行业整合。公司作为石膏板生产龙头，近年来在行业整合的背景下，持续扩张产能及拓展渠道，市占率逐步攀升。
- **盈利预测和投资评级：**公司为石膏板行业龙头，成本优势明显，在行业具有很强话语权。所处行业市场空间正逐步扩大，且整合趋势明显，公司作为龙头优先受益。两者叠加，公司发展前景向好，我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.30、1.71、2.16元，当前股价对应PE 20、15、12倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**房地产及基建投资大幅下滑；产能及市场开拓不及预期；新建产能投产进度不及预期；原材料价格大幅上涨；产品价格提升不及预期；海外市场开拓不及预期等。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	8156	11745	14528	16720
增长率(%)	8%	44%	24%	15%
净利润（百万元）	1171	2334	3063	3866
增长率(%)	31%	99%	31%	26%
摊薄每股收益（元）	0.65	1.30	1.71	2.16
ROE(%)	11.19%	19.48%	21.92%	23.45%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、 公司基本情况	4
1.1、 股权结构	4
1.2、 收购泰山石膏，大幅提升盈利能力	4
1.3、 品牌卓越，成本管控能力优秀	5
2、 政策利好、增量驱动，传统行业老树新花	7
2.1、 性能优良，符合未来趋势	7
2.2、 我国石膏板发展迅速，行业呈寡头格局	8
2.3、 普及度与使用范围仍有提升空间	10
2.4、 二次装修放量、渗透率提升，行业空间可观	12
2.5、 墙体改革及装配式建筑为长期发展方向	13
3、 成本管控铸造石膏板产业龙头	15
3.1、 把控原材料脱硫石膏资源	15
3.2、 产能布局合理，仓储物流成本下降	17
3.3、 单位能耗、人工成本持续降低	17
4、 多因素驱动下，龙头地位持续巩固	18
4.1、 供给侧改革、环保加码促进行业整合加速	18
4.2、 原材料价格上涨，公司相对竞争优势提升	20
4.3、 产能、渠道继续扩充，市占率望持续提升	21
5、 盈利预测与评级	23
6、 风险提示	23

图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司营业收入呈上升趋势	5
图 3: 公司归母净利润呈上升趋势	5
图 4: 公司收入主要来自石膏板业务	5
图 5: 公司销售区域主要为国内市场	5
图 6: 公司石膏板平均单价 2012 年来持续下降	6
图 7: 公司毛利率及净利率持续提升	6
图 8: 公司费用率中枢持续下降	6
图 9: 公司人工成本及科研费用呈上升趋势	6
图 10: 标准纸面石膏板组成	8
图 11: 纸面石膏板	8
图 12: 我国石膏板经历快速发展期后增速趋于平稳	9
图 13: 全国石膏板产量增速逐步回落	9
图 14: 2016 年我国石膏板企业市占率	10
图 15: 2016 年我国石膏板产能分布	10
图 16: 单位竣工面积石膏板用量逐年提升	10
图 17: 我国人均石膏板使用量逐年提升	10
图 18: 我国石膏板人均年度消费量显著偏低	11
图 19: 石膏板用于吊顶	11
图 20: 石膏板用于背景墙	11
图 21: 新建房屋中住宅占比达 76%	12
图 22: 2009-2010 年房屋进入重装周期	12
图 23: 商业地产进入重装周期	12
图 24: 公司产品成本占比	15
图 25: 脱硫石膏价格远低于天然石膏	16
图 26: 公司脱硫石膏技术发展历程	16
图 27: 公司仓储运输费用逐年降低	17
图 28: 公司生产线布局广泛	17
图 29: 公司单耗逐年减低	18
图 30: 公司单位人工成本维持低位	18
图 31: 目前全国石膏板产线 13% 属于淘汰类	19
图 32: 纸面石膏板原材料价格持续上升	20
图 33: 公司产品成本提升基本可通过价格转嫁	20
图 34: 公司单位毛利基本保持稳定	20
图 35: 公司石膏板销量持续上升	21
表 1: 各类型石膏板	7
表 2: 石膏板性能优良	7
表 3: 石膏板在新建房屋中需求空间弹性测算	13
表 4: 装配式建筑政策频出	13
表 5: 几种常见的新型墙体材料	14
表 6: 公司在建石膏板产能 3.15 亿平米	21

1、公司基本情况

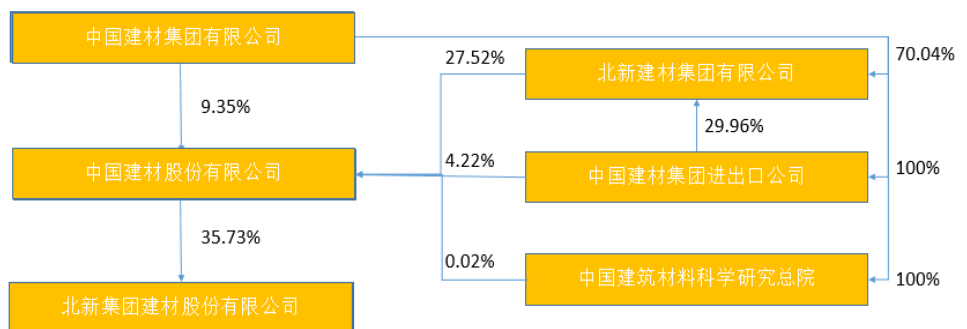
北新集团建材股份有限公司（简称“北新建材”）是国务院国资委直属管理中央企业中国建材集团有限公司（简称“中国建材集团”）旗下企业。公司 1997 年 6 月 6 日上市，主营产品为石膏板和轻钢龙骨。公司拥有“龙牌”、“泰山”等品牌，全资子公司泰山石膏生产的石膏板产品定位中低端，市场占有率达到 50%以上，北新“龙牌”定位高端市场，市场占有率 8%。

作为石膏板行业龙头，公司产能保持全球第一，截至 2017 年 6 月底，石膏板产能 21.62 亿平方米，占全球产能接近 20%。

1.1、股权结构

公司实际控制人为中国建材集团、控股股东为中国建材股份有限公司，持股比例 35.73%。

图 1：公司股权结构



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1.2、收购泰山石膏，大幅提升盈利能力

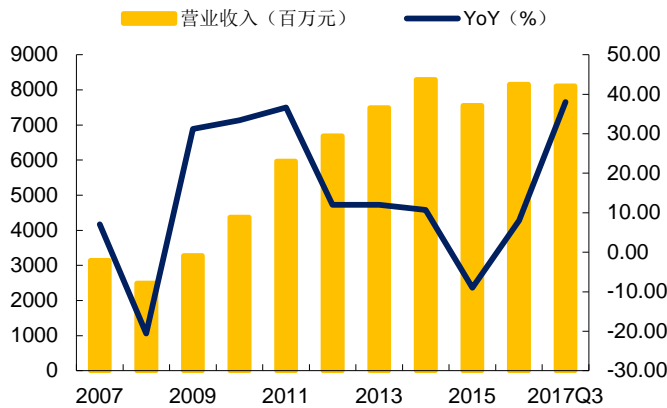
公司 2005 年对山东泰和(后更名为泰山石膏)进行增资，持股比例达 42%；2006 年收购泰安市东联投资贸易有限公司 100% 股权，从而通过东联公司间接持有泰山石膏 23% 股份，公司对泰山石膏的持股比例从 42% 增加到 65%。

2016 年公司以发行股份 3.75 亿股购买国泰民安投资、贾同春及其一致行动人共 46 名交易对方合计持有的泰山石膏 35% 少数股权，共计作价 41.95 亿元。交易完成后，泰山石膏成为上市公司的全资子公司，进一步提高归属于公司的净利润规模，提升公司的盈利能力，并通过混合所有制改革进一步激发公司经营活力。

公司营业收入及归母净利增长显著，2007 年至今，除 2015 年受房地产周期影

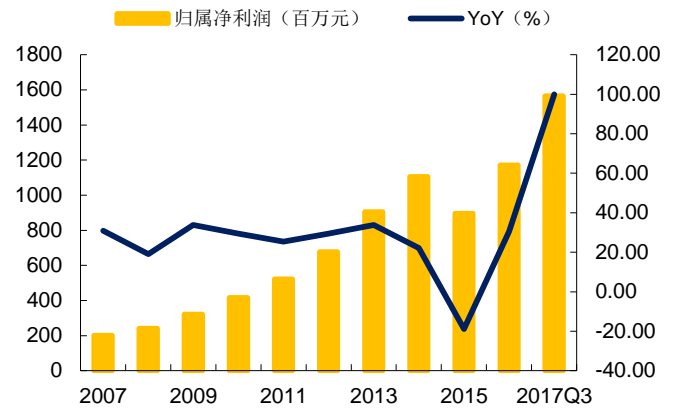
响收入及归母净利负增长，其余年份两者皆保持两位数增长，虽公司主要产品为传统建筑材料石膏板，却表现出稳定而良好的成长性。

图 2：公司营业收入呈上升趋势



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

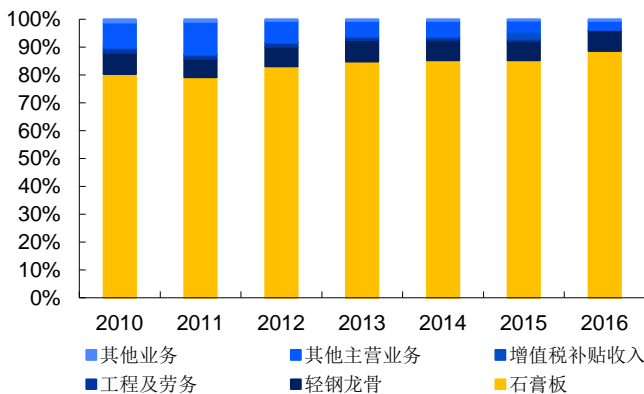
图 3：公司归母净利呈上升趋势



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

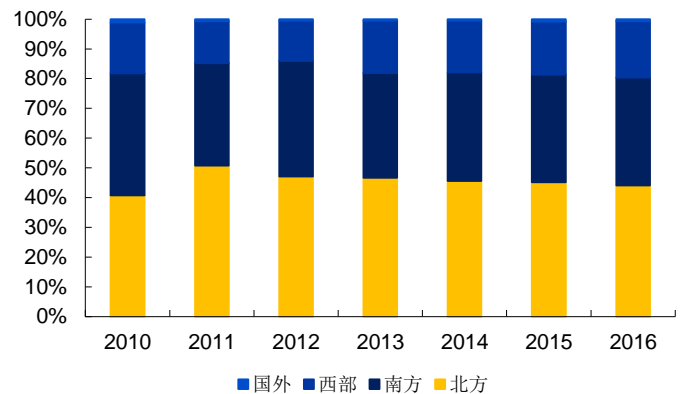
公司收入主要来自石膏板销售，销售区域主要为国内，对国外销售额占总销售额比重不足 1%。

图 4：公司收入主要来自石膏板业务



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 5：公司销售区域主要为国内市场



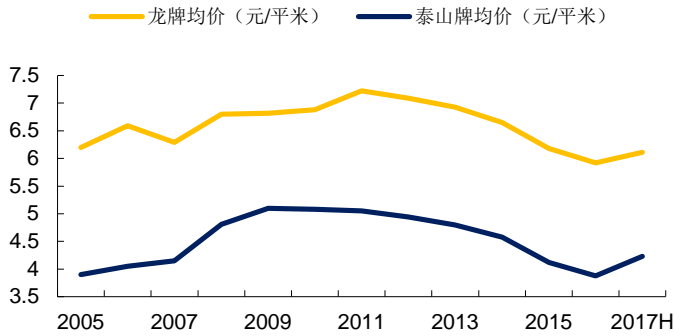
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1.3、品牌卓越，成本管控能力优秀

公司为石膏板行业绝对龙头，“泰山”及“龙牌”两个品牌在市场上都具备了很强的影响力：在世界品牌实验室(WorldBrandLab)发布的 2017 年《中国 500 最具价值品牌》分析报告中，北新建材连续第 9 年荣登该榜单，品牌价值达 507.36 亿，名列中国 500 最具价值品牌榜第 73 位。此外，公司荣获 2016 年中国工业领域最高奖项“中国工业大奖”，并连续 6 次入选“亚洲品牌 500 强”，在市场上树立了牢固的品牌地位。

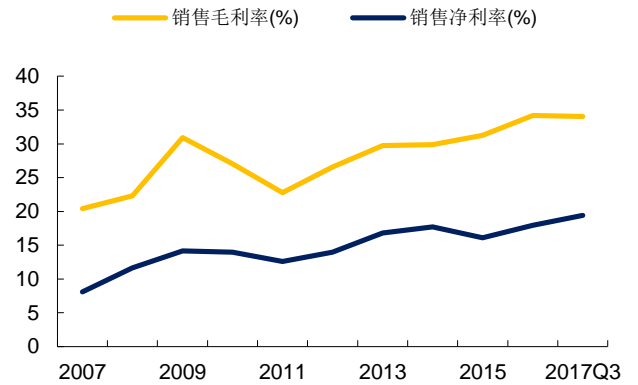
泰山石膏主要实行满产满销策略来最大限度降低成本,通过降低成本以低价策略使得中小企业退出市场。自 2012 年起,公司连续降低龙牌及泰山牌石膏价格,仅在 2017 年由于原材料上涨而进行了提价,但毛利率及净利率却保持平稳上升,体现了公司极为优秀的成本管控能力。

图 6: 公司石膏板平均单价 2012 年来持续下降



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

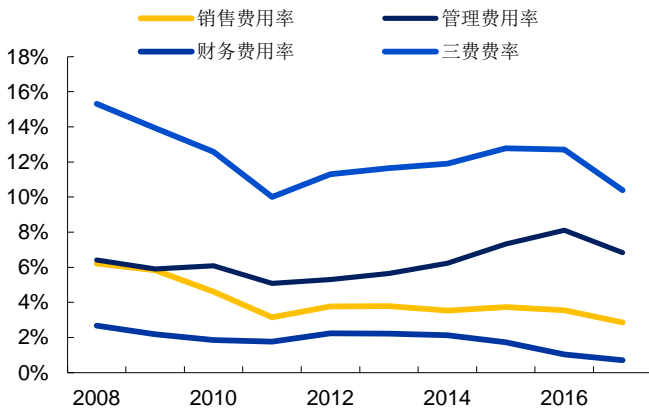
图 7: 公司毛利率及净利率持续提升



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

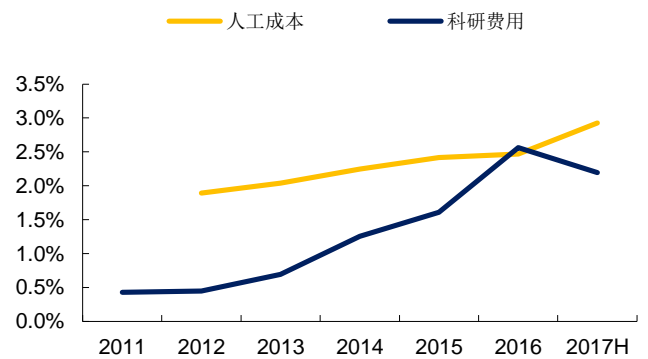
三项费用中,公司销售费用和财务费用占收入比呈持续下降趋势,管理费用率自 2012 年起上升,2017 年上半年下降。从拆分数据来看,管理费用率的上升,主要来自人工成本及科研费用占收入比重的提升,体现公司对于人才及技术创新的重视,长期将为公司的进一步发展提供动力。

图 8: 公司费用率中枢持续下降



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 9: 公司人工成本及科研费用呈上升趋势



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

2、政策利好、增量驱动，传统行业老树新花

2.1、性能优良，符合未来趋势

水泥是我国应用最为广泛的凝胶材料，各类型水泥制成的墙板从上世纪 90 年代末开始进入市场，在 1999 年全国墙板生产总量已达 2.41 亿平方米，占全国墙材的 1.41%。但由于板材接缝技术及收缩开裂问题未能得到很好的解决，加之低劣产品充斥市场，现有的水泥制成的建筑隔墙板面临大板易开裂、容重大等问题，选择一种新型的墙体材料已经成为建筑行业的一大难题。

石膏板是以建筑石膏为主要原料制成的一种材料。它是一种重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便以及隔音绝热和防火等性能较好的建筑材料，是当前着重发展的新型轻质板材之一。石膏板按照生产工艺可分为纸面石膏板、无纸面石膏板、装饰石膏板、石膏空心条板、纤维石膏板、石膏吸音板、定位点石膏板等。我们通常说的石膏板指的是纸面石膏板

表 1: 各类型石膏板

种类	特点
纸面石膏板	以石膏板浆为夹心，两面用纸作护面而成的一种轻质板材
纤维石膏板	以建筑石膏为主要原料，并掺加适量纤维增强材料制成，抗弯强度高
功能石膏板	具有吸音、耐火、绝热等功能的石膏板
装饰石膏板	以建筑石膏为主要原料，掺加少量纤维材料等制成的有多重图案、花饰的板材，具有装饰性效果

资料来源：百度百科、国海证券研究所

纸面石膏板与轻钢龙骨、岩棉板等产品配套使用，具有轻质、防火、隔音、抗震、占地面积少，装饰效果好、综合造价低等特点。从性价比来看，石膏也是其他任何材料也不能替代的。

另外，石膏板复合墙体由于采用新材料和多层板式复合结构，可以用更薄的墙体获得比传统砖头水泥砌块更好的隔音性能和保温节能效果。全面采用石膏板复合墙体大约可以提高套内面积 8%-12%，提高了住户的舒适度以及使用面积。

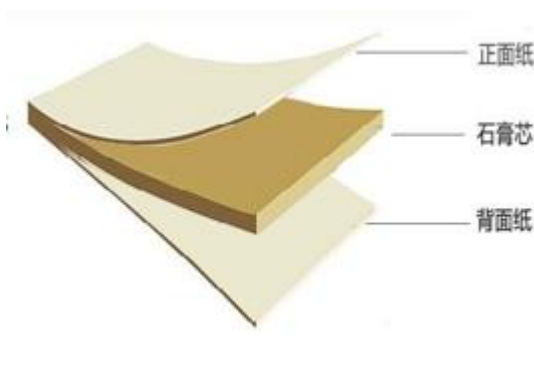
表 2: 石膏板性能优良

石膏板特点	具体描述
能耗低、效率高	生产同等单位的纸面石膏板的能耗比水泥节省 78%。且投资少生产能力大，便于大规模生产
轻质、造价低	用纸面石膏板作隔墙，重量仅为同等厚度砖墙 1/15，砌块墙体 1/10，有利于结构抗震，并可有效减少基础及结构主体造价
保温隔热	石膏板具多孔结构，与灰砂砖砌块相比，其隔热性能具有显著的优势

防火性能好	石膏遇火在释放化合水的过程中会吸收大量的热，延迟周围环境温度升高，具良好防火阻燃性能，耐火极限达 4 小时
隔音性能好	具有独特的空腔结构，大大提高了系统的隔声性能；(6) 装饰功能好。表面平整，板之间通过接缝处理形成无缝表面，可直接装饰
施工性好	仅需裁制刀便可随意对纸面石膏板进行裁切，施工非常方便；(8) 居住功能舒适。具有独特的“呼吸”性能，可在一定范围内调节室内湿度；(9) 节省空间。采用纸面石膏板作墙体，墙体厚度最小可达 74mm，且可保证墙体的隔音、防火性能

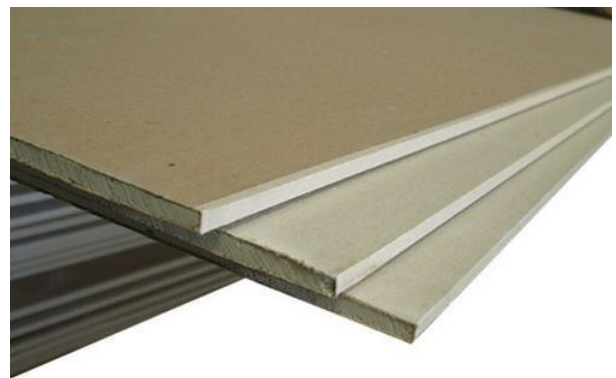
资料来源：百度百科、国海证券研究所

图 10：标准纸面石膏板组成



资料来源：金空间建材、国海证券研究所

图 11：纸面石膏板



资料来源：百度图片、国海证券研究所

2.2、我国石膏板发展迅速，行业呈寡头格局

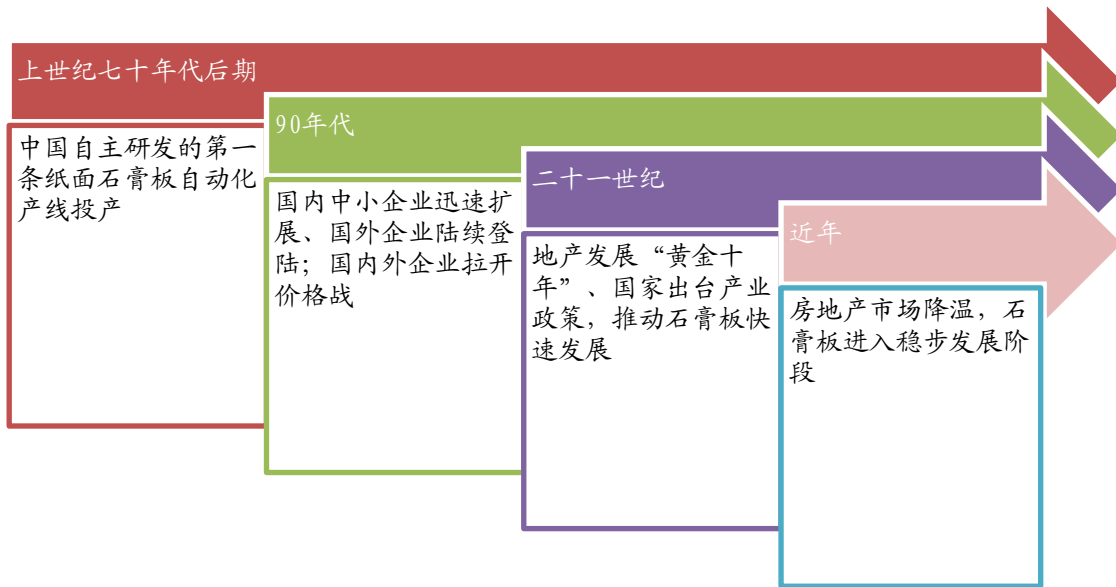
上世纪七十年代后期，我国自主研发的第一条年产 400 万平方米纸面石膏板自动化生产线投产。八十年代初，北新建材从德国 KNAUF 公司引进了具有国际先进水平的年产 2000 万平方米的自动化生产线，使我国纸面石膏板生产装备能力得到提升。

1997 年之前，北新建材的龙牌石膏板产品市场占有率一度曾高达 70% 以上，之后，德国可耐福、法国拉法基、澳大利亚博罗和西斯尔、英国杰科等外资品牌陆续登陆中国市场；同时，国内中小石膏板生产企业迅速扩产，两方展开了持续几年的价格竞争，直至部分外资品牌陆续从中国市场退出。北新建材的龙牌石膏板虽然市场份额有所减少，但能与国际知名品牌抗争，并最终击败部分对手，进一步证明了公司的实力，北新建材也从中得到极大的锤炼，进而更加巩固了龙牌石膏板在中国市场中的地位。

之后北新建材、山东泰和（后更名为“泰山石膏”）、拉法基、可耐福在石膏板市场形成寡头格局，直至 2005 年北新建材收购泰山石膏 42% 股权，市占率达 40%，成为行业绝对龙头。

进入二十一世纪之后，地产发展“黄金十年”推动石膏板需求增加，国家也相继出台了一系列相关的产业政策支持纸面石膏板的发展，鼓励利用工业副产石膏作为原料生产纸面石膏板，并从财税政策上予以支持，使我国纸面石膏板行业进入快速发展期。

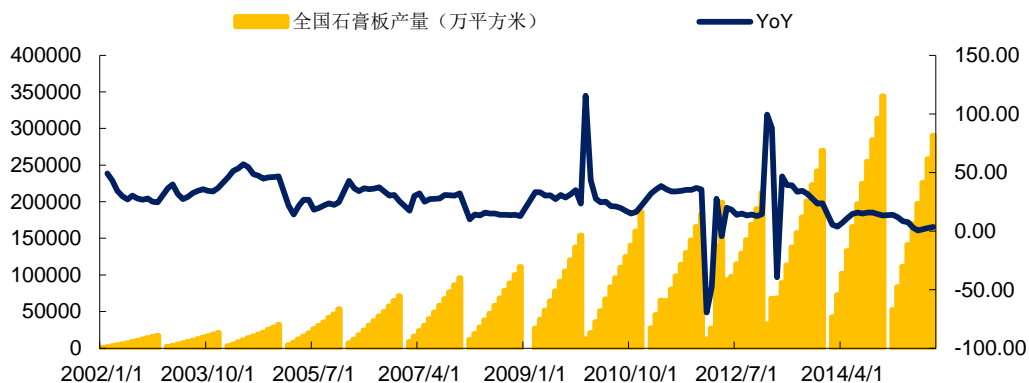
图 12: 我国石膏板经历快速发展期后增速趋于平稳



资料来源：公司公告、国海证券研究所

2002 年-2013 年全国石膏板产量保持平均每年 27% 的增速，2014 年产量突破 30 亿平方米，15-16 年房地产市场逐步降温，石膏板需求增速也逐步回落进入平稳发展期。

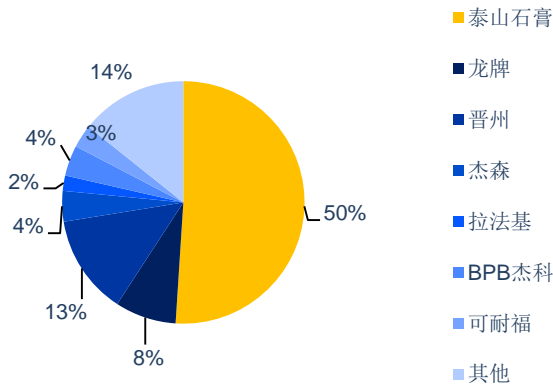
图 13: 全国石膏板产量增速逐步回落



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

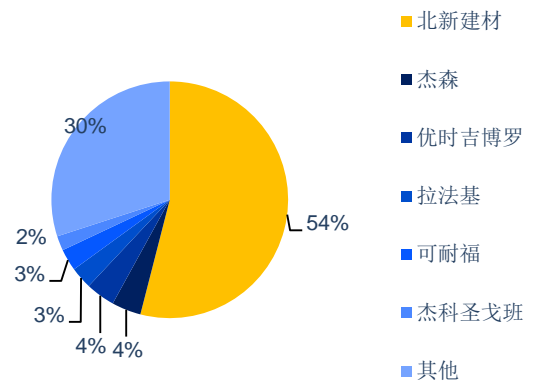
截至 2016 年，龙牌石膏板及泰山石膏板市占率达到 58%，产能占全国石膏板产量 54%，为全国石膏板龙头。

图 14: 2016 年我国石膏板企业市占率



资料来源: 智研咨询、国海证券研究所

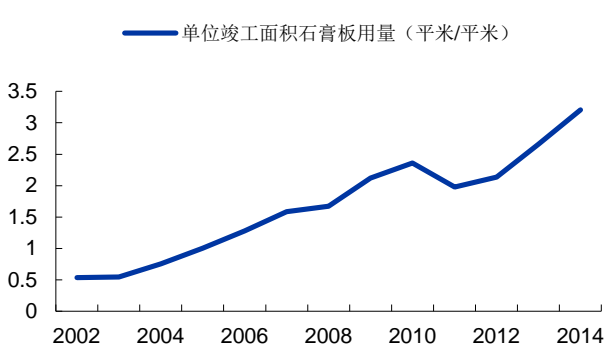
图 15: 2016 年我国石膏板产能分布



资料来源: 智研咨询、国海证券研究所

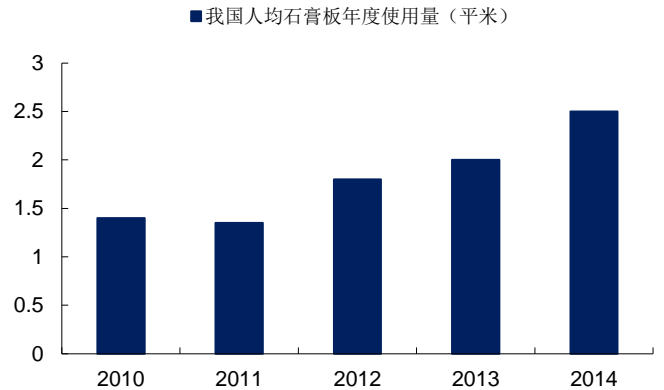
在国家政策的大力推动以及施工改进的环境下,我国施工中采用石膏板的比例持续增大,单位竣工面积石膏板用量及人均石膏板年度使用量除 2011 年外,都逐年提升。目前,我国民用建筑吊顶、商用建筑吊顶及隔墙几乎全部使用石膏板,民用建筑的隔墙中,石膏板的渗透率也在逐年提高。

图 16: 单位竣工面积石膏板用量逐年提升



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 17: 我国人均石膏板使用量逐年提升



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

2.3、普及度与使用范围仍有提升空间

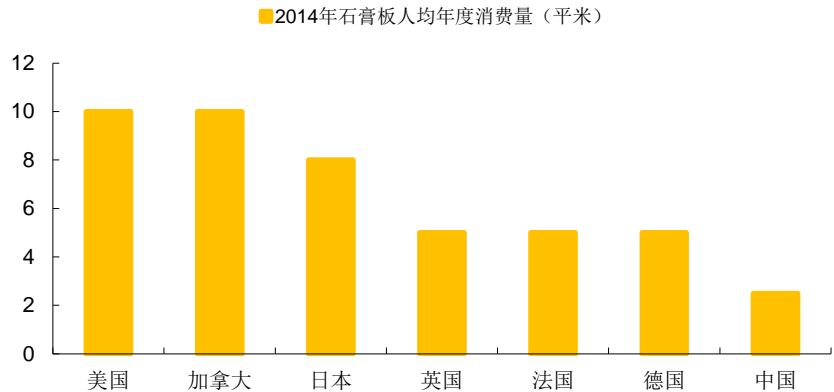
我国石膏板经过三十多年的发展虽然取得了一定成绩,但与发达国家相比,我国石膏板的人均消费量及在其建筑中的应用领域仍然有很大差异,在人均用量及应用领域两方面,国内石膏板未来的发展潜力仍然十分巨大。

● 人均用量显著偏低

人均用量方面,美国人均每年消费石膏板 10 平方米以上,日本 5 平方米以上,加拿大 10 平方米,而我国 2012 年人均每年消费石膏板仅 1.5 平方米。虽然我

国与发达国家的建筑类型存在差异，巨大的差距中依然有很大部分可以填补。

图 18: 我国石膏板人均年度消费量显著偏低



资料来源：百度文库、国海证券研究所

● 应用领域相对局限

应用领域方面，美国、日本等发达国家的石膏板 80%应用于轻质墙体建设，而我国 70%的石膏板都用于吊顶领域，在墙体建设及墙体装饰领域仍未被广泛采用，我国在住宅隔墙使用石膏板的比例仅有 5%。建筑物的一般墙体面积是地面面积的 2.5 倍，轻质墙体用石膏板的数量是吊顶用量的两到四倍，一旦提高石膏板在墙体建筑中的应用，将大大扩大其市场空间。

图 19: 石膏板用于吊顶



资料来源：百度图片、国海证券研究所

图 20: 石膏板用于背景墙



资料来源：百度图片、国海证券研究所

公司 2004 年来大力推进石膏板在公共和商业建筑中的应用，现在新建的商业和公共建筑使用石膏板墙体的比例已经可以达到 50%，普及度明显改善。

在消费升级的趋势下，消费者的观念也在持续发生改变，从过去对墙体建设仅稳固性方面的要求，导致非水泥不可，到现在对建筑墙体包括防火、隔音、能耗低等性能方面的要求越来越多，石膏板作为一种优质的建筑材料，有望在吊顶和隔墙领域都迎来更大的发展空间。

2.4、二次装修放量、渗透率提升，行业空间可观

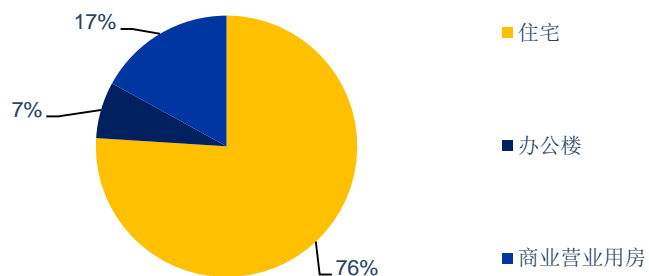
相比新完工地产，石膏板的销量在二次装修中占比更高。以北新建材为例，目前二次装修占公司销量的比重超过 50%。究其原因，一是目前新建住宅中隔墙中石膏板的渗透率不足 10%，而二次装修住宅隔墙中石膏板渗透率略高于新建住宅；二是由于商业地产翻新周期较短，使得商业地产在二次装修中占比高于新建地产，且商业地产隔墙中石膏板的渗透率可达到 50%，单位竣工面积对石膏板用量较高。

我们认为二次装修的放量，以及石膏板在民用住宅隔墙中渗透率的提高，都将为行业带来可观的增量。

一般房屋的重装修周期为 8-10 年，商业地产略短。我国 2009-2011 年房地产竣工面积增速较高，此部分房屋正在进入二次装修时期。

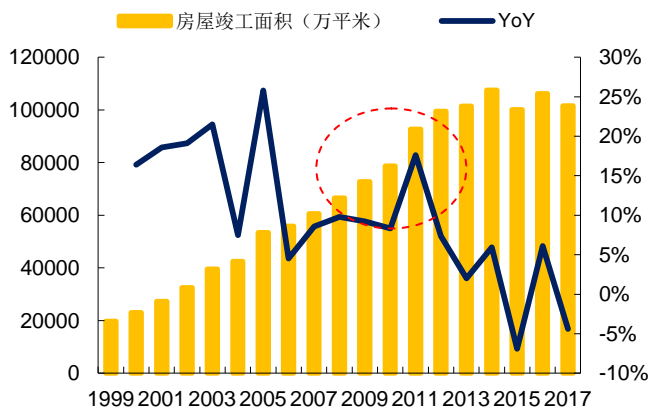
图 21：新建房屋中住宅占比达 76%

2016年房地产开发投资完成额结构



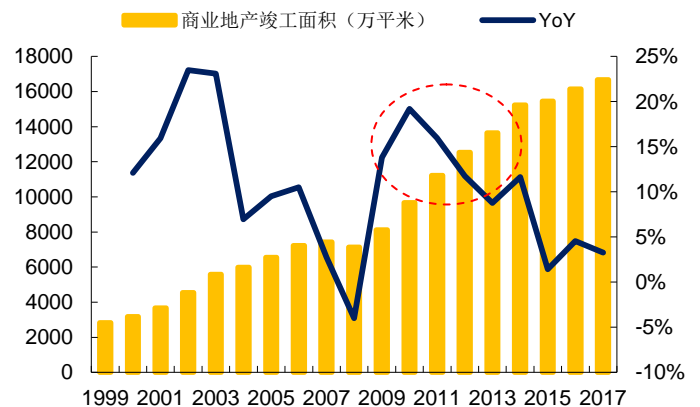
资料来源：中国产业信息网、国海证券研究所

图 22：2009-2010 年房屋进入重装周期



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 23：商业地产进入重装周期



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

根据经验，吊顶面积约与施工面积相等，隔墙面积约为施工面积 1.3 倍。我们按照 2017 年住宅及商业地产竣工面积，对石膏板的需求相对其在住宅隔墙中的渗透率的弹性进行测算，可见如果住宅隔墙中石膏板渗透率从 5% 上升至 60%（在商业地产隔墙中维持渗透率 50% 不变），新建房屋中对石膏板的需求将增长几乎 50%，市场空间前景十分可观。

表 3: 石膏板在新建房屋中需求空间弹性测算

住宅隔墙渗透率	5%	20%	40%	60%
住宅竣工面积（万平方米）	71,815.12	71,815.12	71,815.12	71,815.12
商业地产竣工面积（万平方米）	16,676.80	16,676.80	16,676.80	16,676.80
住宅用石膏板（万平方米）	152966.20	180974.10	218317.96	255661.82
商业地产用石膏板（万平方米）	55,033.43	55,033.43	55,033.43	55,033.43
新房用石膏板总计（万平方米）	207,999.64	236,007.53	273,351.39	310,695.25
相比 4% 渗透率增量		13.5%	31.4%	49.4%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

2.5、墙体改革及装配式建筑为长期发展方向

装配式建筑是指用预制的构件在工地装配而成的建筑，是将建筑的部分或全部构件在工厂预制完成，然后运输到施工现场，将构件通过可靠的连接方式组装而形成的建筑。存在着包括生产工业化、建筑体系绿色化、轻质、安全性能好等诸多优越性能，60 年代已经在发达国家兴起，现在国外的装配式建筑占比已达到 70% 以上，是主流的建筑体系。

过去由于成本偏高、缺乏统一标准、传统观念不认可等原因，装配式建筑在我国发展缓慢。随着 2015 年底以来国家多项有关装配式建筑政策的推出，以及 17 年行业统一标准的制定，加之人口老龄化带来我国人力成本的提升、消费升级及国家大力宣传带来市场认可度的提高，以及雄安新区、棚户改造等增量市场产生，装配式建筑有望在我国迎来加速发展时期。

表 4: 装配式建筑政策频出

时间	政策
2015.11	住建部发布《建筑产业现代化发展纲要》，提出到 2020 年装配式建筑占新建建筑的比例 20% 以上，到 2025 年装配式建筑占新建建筑的比例 50% 以上。
2016.2	国务院发布《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》，明确提出：大力推广装配式建筑，建设国家级装配式建筑生产基地。加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。积极稳妥推广钢结构建筑。关于装配式建筑发展规模，《建筑产业化发展纲要》中指出，到 2020 年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 20%，到 2025 年，比例达到 50% 以上。
2016.3	两会，李克强总理《政府工作报告》提出“大力发展钢结构和装配式建筑，提高建筑工程标准和质量。”
2016.9	国务院办公厅印发《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，明确了大力发展装配式建筑的目标及八项任务。提出的装配式建筑重点推进地区，京津冀城市群居首；提出力争用 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%。
2016.10	住房城乡建设部办公厅关于征求装配式建筑工程消耗量定额意见的函
2016.11	住建部长陈政高提出“大力发展装配式建筑，促进建筑业转型升级”，并明确了发展装配式建筑必须抓好的七项工作。 住房城乡建设部办公厅关于征求装配式混凝土结构建筑等 3 项装配式建筑技术规范(征求意见稿)意见的函

2016.12	重点检查《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》(国办发[2016]71号)印发以来各地推进情况,包括政策措施出台情况、标准规范编制情况、项目推进情况等。
	住房和城乡建设部标准定额司关于征求国家标准《装配式建筑评价标准(征求意见稿)》意见的函
2017.3	住建部发布《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》,强化建筑节能。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。明确到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。
2017.6.1	装配式建筑国家标准《装配式钢结构建筑技术标准》GB/T51232-2016(以下简称“钢结构标准”)、《装配式木结构建筑技术标准》GB/T51233-2016(以下简称“木结构标准”)、《装配式混凝土建筑技术标准》GB/T51231-2016(以下简称“PC结构标准”)开始实施

资料来源: 百度新闻、国海证券研究所

在国家推进装配式建筑的过程中,建筑材料是非常重要的组成部分,故国家倡导要在发展装配式建筑的同时推动建材革命。石膏板属于国家公布的新型墙体材料目录(2016年本)产品,具有自重轻、能耗低、绿色环保等特点,与建材革命的方向十分契合。在装配式建筑和建材革命的带动下,我国的石膏板在墙体领域的应用有望向发达国家看齐,从而很大程度上扩大石膏板的市场空间。

表 5: 几种常见的新型墙体材料

材料	特点
纸面石膏板	安全、耐水、耐火、防潮、舒适、施工方便、环保
石膏砌块	安全、舒适、快速、环保
蒸压灰砂砖	经济、施工方便、环保

资料来源: 装修之家、国海证券研究所

● 雄安新区、棚户改造、新农村建设带来增量市场

在国家政策的指引下,雄安新区与棚户改造将优先采用装配式建筑,为石膏板的市场带来可观增量。

雄安新区远期规划面积将达2000平方公里,人口达到200-250万,根据社科院数据,假设人均居住面积为35平计算,雄安新区需要7000万平米的住宅面积,若雄安新区80%采用装配式建筑,则装配式建筑面积将达5600万平方米,若装配式建筑中50%墙面采用石膏板建造,对应石膏板需求约0.7亿平方米。公司在华北地区已投产约2亿平方米产能,将充分受益雄安新区带来的需求爆发。

棚户改造方面,2017年国务院常委会议确定我国将在确保完成今年再开工改造600万套的棚改任务的基础上,实施2018年到2020年3年棚改攻坚计划,再改造各类棚户区1500万套,加大中央财政补助和金融、用地等支持。棚户区的改造将优先使用装配式建筑,有些省份如山东甚至要求100%使用装配式建筑,为装配式建筑带来可观的增量需求,从而扩大了石膏板的市场空间。

新农村建设的石膏板使用也是公司正在推进的方向,如果采用集采模式,建设使用石膏板做墙体的可能性很高。而近年来各地频繁建造的特色小镇,也因石膏板易安装的特性,将很大比例采用石膏板作为墙体。

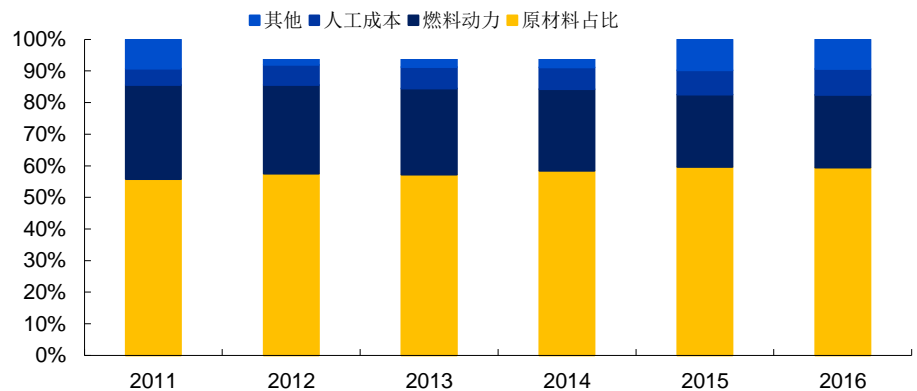
我们认为在墙体改革的大力推行下，中线来看石膏板的需求仍有较大增长空间。

3、成本管控铸造石膏板产业龙头

公司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，其中石膏全部为工业副产脱硫石膏。

2016 年公司成本中，原材料、燃料动力、人工成本及其他成本分别占比为 59.43%、23.03%、8.17%、9.38%，原材料为公司最主要成本。

图 24：公司产品成本占比



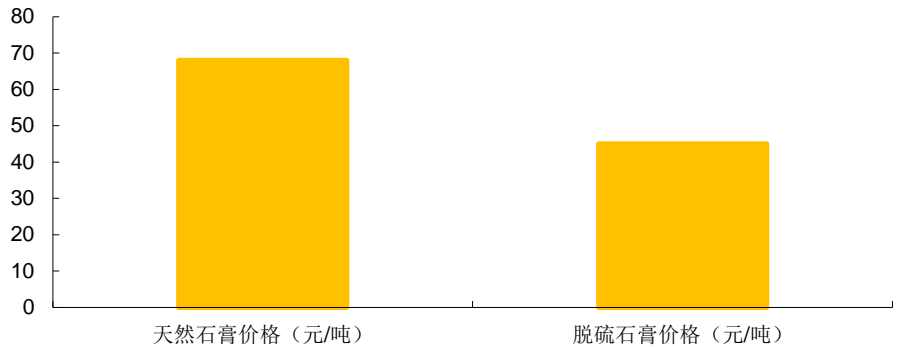
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

我们认为公司之所以能够在行业中维持经久不衰的龙头地位，与其自身生产方面的智慧密不可分。其中最首要与直接的一点，便是公司优秀的成本管控能力。

3.1、把控原材料脱硫石膏资源

脱硫石膏是用石灰或石灰石中和法对含硫燃料（煤、油等）燃烧后产生的烟气，进行脱硫净化处理得到的工业副产品，其纯度高，成分稳定，无放射性，水化后结晶结构紧密。用脱硫石膏作为原料生产石膏板，可大大提升纸面石膏板的抗压、抗折强度，是理想的绿色建材。而由于脱硫石膏是 FGD 过程的副产品，不仅价格相比天然石膏具有优势，天然石膏价格 100-120 元/吨，脱硫石膏价格 70-80 元/吨，也同时解决了天然石膏高额的运输费用问题。

图 25: 脱硫石膏价格远低于天然石膏



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

泰山石膏自 1999 年开始研发使用工业副产石膏代替天然石膏生产纸面石膏板, 公司选用适当的添加剂, 并经过大量实验与工艺调整, 使碳酸钙、碳酸镁的含量控制在 1.5% 以内, 符合石膏板的生产要求, 到 2004 年实现了产线 100% 采用电厂副产品脱硫石膏代替天然石膏, 并逐步将产线布局在电厂附近, 率先占据脱硫石膏资源。

图 26: 公司脱硫石膏技术发展历程



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

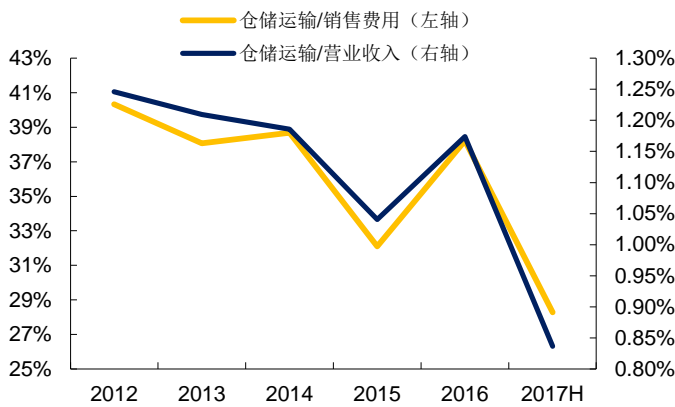
截至 2016 年底, 全国发电装机容量共计 164,575 万千瓦, 其中火电装机容量 105,388 万千瓦, 全国已投运火电厂烟气脱硫机组容量约 84,800 万千瓦, 若按燃煤平均含硫量为 1.23%, 利用石灰石-石膏湿法脱硫工艺的装机容量占 90%, 平均脱硫率 90% 计, 2016 年底, 全国年产脱硫石膏大概 8000 万吨, 其中大多数用于水泥生产, 只有 30% 品位合适的脱硫石膏可以用于石膏板生产。公司按照 21.32 亿平米的产能, 一年要消耗脱硫石膏 2100 万吨, 已占用全国可用生产石膏板的脱硫石膏的绝大部分。可见公司产能布局的先发优势明显, 且新建产能依旧抢先布局于火电厂附近, 后入企业很难采购到品位合适的脱硫石膏。

3.2、产能布局合理，仓储物流成本下降

石膏板是典型的“短腿”产品，运输半径 100-200 公里，仓储运输费用占销售费用 35%左右。如果选用天然石膏进行石膏板生产，对于缺乏天然石膏资源同时需要石膏板作房产建筑材料的大城市，由于长途运输，天然石膏的运输价格可达 200-300 元/吨。

公司由于 100%采用脱硫石膏进行石膏板的生产，摆脱了天然石膏资源分布集中、物流不便利的限制，截至 2016 年 12 月，公司已在全国 20 多个省市竣工投产 60 多条石膏板生产线，物流成本优势明显。且随近年来公司采取低库存模式，公司仓储运输占销售费用及营业收入的比重也呈下降趋势。

图 27：公司仓储运输费用逐年降低



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 28：公司生产线布局广泛



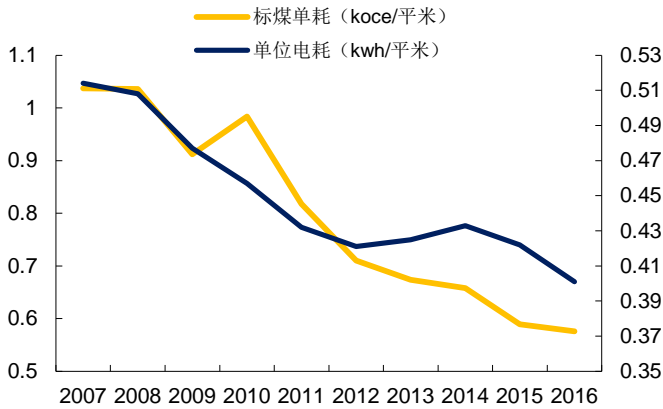
资料来源：公司官网、国海证券研究所

3.3、单位能耗、人工成本持续降低

作为石膏板生产企业龙头，公司不断提升技术、装备升级，生产线成套技术装备已经达到世界先进水平，而先进的技术及装备使得公司的单位能耗持续下降，2007-2016 年，公司标煤单耗下降了 44%，单位电耗下降了 22%，且与公司单位能耗最低的子公司相比，整体单耗后续仍有下降空间。

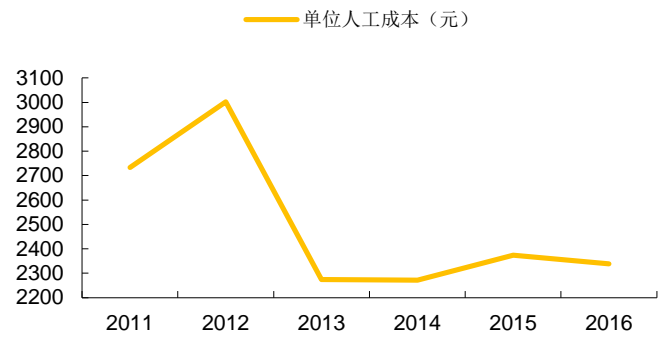
另外，区域公司全部撤并二级机构，实现采购、商务和综合管理“三合一”；在新增生产线投产项目的情况下，公司本部总人数进一步精简，成功打造百人基地。在北新建材本部标准生产基地（一条石膏板生产线+龙骨厂）内，实现包括管理人员在内基地总人数 100 人以内，人员总数创新低。在人工成本不断提升的环境下，虽公司人工成本占收入比重在提高，但单位产品人工成本却始终维持低位。

图 29: 公司单耗逐年减低



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

图 30: 公司单位人工成本维持低位



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

4、多因素驱动下，龙头地位持续巩固

4.1、供给侧改革、环保加码促进行业整合加速

● 供给侧改革淘汰落后产能

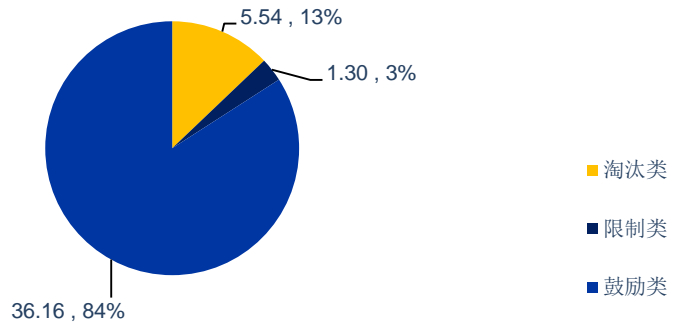
一般来说，石膏板生产线规模在 3000 万平方米及以上才会产生规模效应，单耗等污染随之减少。目前随着国家对环保愈发重视，对石膏板行业产能的要求也日趋严格。

根据 13 类行业淘汰落后产能政策要求，淘汰 1000 万平米以下的石膏板生产线落后产能，《产业结构调整指导目录》（2015 年本）规定产能 3000 万平方米/年以下的纸面石膏板生产线属于“限制类”。2016 年中国建材联合会发布了《墙体材料行业调整指导目录》，产能规模在 3000 万平方米以上的产线将得到鼓励发展，3000 万平方米以下的产线将被限制发展，而 2000 万平及以下的产线将被逐步淘汰，进一步提高了行业准入门槛。

目前小企业生产线多为 1000 万平米左右，河北省目前有约 4600 万平米的燃煤石膏板小企业面临加速淘汰，占省内总产能约 18%。

据中国建筑材料联合会石膏建材分会统计，目前在全国石膏板 198 条生产线，43 亿平米产能中，属于淘汰类的有 77 条，对应产能 5.54 亿平方米（占比 12.86%），而单线规模在 1000-2000 万平米之间的 7 条，对应产能 1.3 亿平方米（3%），两者合计占比 15.86%。

图 31：目前全国石膏板产线 13%属于淘汰类



资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会、国海证券研究所

公司作为行业龙头和规模最大的石膏板企业，生产线规模大，技术水平高，几乎所有生产线产能都在 3000 万平方米及以上，在行业落后产能淘汰的背景下，公司作为行业龙头显著受益。对比日本龙头石膏板企业 80% 的市占率，公司市场份额仍有很大提升空间。

● 石膏板错峰停产，供给缺口明显

今年 8 月，环保部发布《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》，要求 2017 年 10 月至 2018 年 3 月，北京市建成区内停止各类建设工程土石方作业、房屋拆迁施工、水泥搅拌及浇筑等工作，停止道路工程、水利工程等土方石作业。包括水泥、石膏板等建材行业，采暖季全部实施停产。可见错峰生产是国家环保主攻方向之一，石膏板行业也作为重点行业之一纳入了考核范畴。

● 小纸厂关停，进口受限，石膏板企业成本承压

2017 年 1 月，环境保护部落实《控制污染物排放许可制实施方案》(国办发[2016]81 号)要求，印发《关于开展火电、造纸行业和京津冀试点城市高架源排污许可管理工作的通知》，要求在 2017 年 6 月 30 日前，完成全国火电和造纸行业企业排污许可证申请与核发。6 月 30 日后，国内诸多小型纸厂被关停及整改。如再生纸制造大省湖南省，共有 132 家纸企取得许可证，64 家需要整改，70 多家企业直接淘汰；四川省成都市以禁止“无证排污”为由关停了十余家造纸企业；广东省梅州市，15 家造纸企业中只有一家符合发证条件获得了排污许可证。

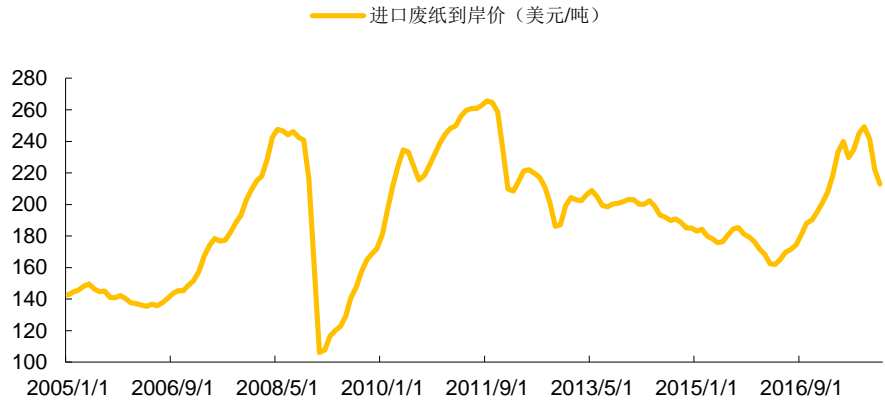
纸厂的关停不仅进一步推动了石膏护面纸价格的上周，也对部分小石膏板生产企业原材料的采购造成影响。

我们认为随国内环保要求日益严格，公司作为石膏板龙头，中长期将持续受益于小产能退出、以及供给侧压缩带来的供给缺口，随价格上涨，有望量价齐升，盈利能力持续向好。

4.2、原材料价格上涨，公司相对竞争优势提升

自 2016 年下半年以来，由于美废价格自 2016 年 4 月持续上涨，并在 2017 年 10 月达到高点，叠加环保趋严大背景下政府对部分小纸厂实施关停，造成原纸及纸板供给缩减，在废纸→原纸→纸板价格的传导下，公司原材料护面纸价格也出现了大幅上涨。

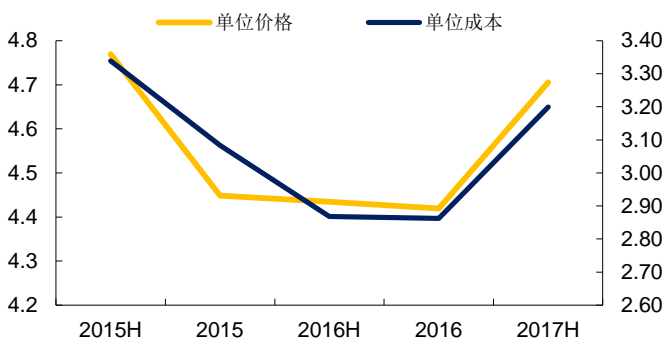
图 32：纸面石膏板原材料价格持续上升



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

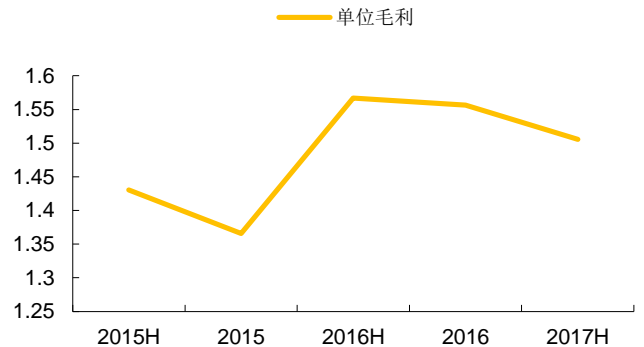
但公司作为石膏板生产龙头，对上游的议价能力及对下游的成本传导能力强。采购方面，公司相对小的石膏板厂，护面纸采购价格明显偏低。价格方面，2017 年，公司开始调整价格，成功转嫁成本，使得单位毛利基本保持稳定，且由于石膏板占下游房地产商总投入很小，地产商对石膏板价格很不敏感，公司产品销量未受明显影响。

图 33：公司产品成本提升基本可通过价格转嫁



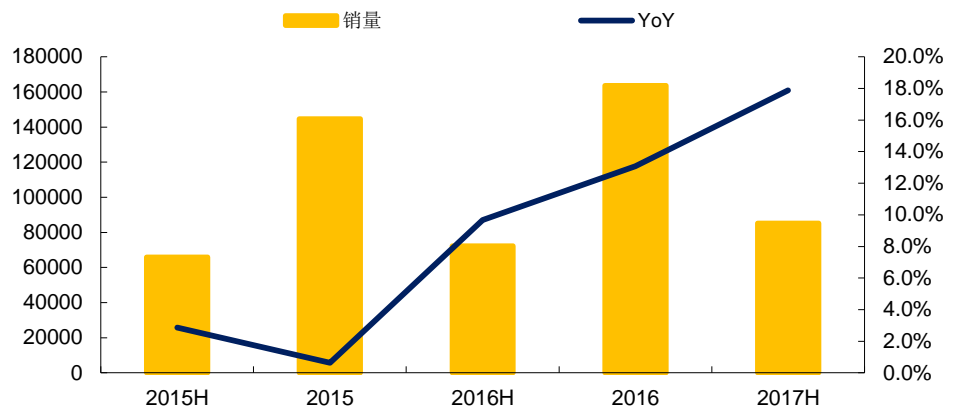
资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 34：公司单位毛利基本保持稳定



资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

图 35: 公司石膏板销量持续上升



资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

我们认为在环保持续加码及供给侧改革的背景下, 公司有望继续提高市场份额, 进一步彰显龙头地位, 石膏板产品量价提升, 盈利能力不断增强。

4.3、产能、渠道继续扩充, 市占率望持续提升

公司于 2017 年上半年制定了新一轮的产业布局规划, 计划将产能扩大至 30 亿平米, 据 2017 年中报披露, 公司 2017 年上半年在建石膏板产能 3.15 亿平米, 预计未来将保持每年新增 1-2 条生产线的产能扩张速度。产能的扩大, 将助推公司市场份额的提升, 以及单耗等成本的进一步下降。

表 6: 公司在建石膏板产能 3.15 亿平米

公告时间	项目名称	投资地点	预计投资	实施公司
2017.8.17	年产 3,500 万平米石膏板生产线项目	江西弋阳	10,652 万元	泰山石膏(弋阳)
2017.3.16	年产 3,500 万平米石膏板生产线项目	重庆綦江	9,545 万元	泰山石膏(綦江)
2016.2.1	年产 3,000 万平方米纸面石膏板生产线项目	陕西富平县	10,177 万元	北新建材(陕西)
2016.2.1	年产 3,000 万平方米纸面石膏板生产线项目	江西省吉安市	10,232 万元	北新建材(井冈山)
2015.12.31	年产 3,500 万平米石膏板生产线项目	四川省宜宾市	8,657 万元	泰山石膏(宜宾)
2014.8.18	年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线及配套年产 5,000 吨龙骨生产线项目	湖南省长沙市	11,782 万元	北新建材(湖南)
2014.3.17	年产 3,000 万平米石膏板生产线及配套年产 5,000 吨轻钢龙骨生产线项目	云南省昆明市	14,919 万元	北新建材(昆明)
2014.3.17	石膏年产 3,000 万平米纸面石膏板生产线及配套年产 15,000 吨轻钢龙骨生产线项目	浙江省海盐县	21,889 万元	北新建材(嘉兴)
2014.3.17	年产 3,000 万平方米石膏板生产线及年产 5,000 吨轻钢龙骨生产线项目	天津滨海新区	19,583 万元	北新建材(天津)
2013.10.28	年产 3000 万平米纸面石膏板生产线项目	甘肃省白银市	8,934 万元	泰山石膏(甘肃)

合计	3.15 亿平米		12.637 亿元	
----	----------	--	-----------	--

资料来源：公司公告、国海证券研究所

另外,公司于 2017 年 12 月公告与 SunshineGroupLimited 在坦桑尼亚投资设立合资公司,该合资公司预计拥有年产 900 万平米的石膏板生产线:合资公司成立并满足一定条件后,将收购 SunshineGroupLimited 一条年产 300 万平方米的石膏板生产线,并新建一条年产 600 万平方米的石膏板生产线。这是公司首次在境外设立石膏板生产企业,在公司积累国际化经验方面将起到一定作用,同时符合公司的全球化扩张战略,为公司发展的重要一步。今后,公司也将结合国家一带一路战略机遇,拓展在亚洲、非洲、南美、中东等新兴市场的业务,并在欧美等发达市场进行市场拓展。

产能扩充的同时,公司也在进一步布局经销渠道。公司目前在国内有 2000 多家经销商的营销网络,并正在持续实施渠道下沉,在三、四线城市及县乡发展经销渠道。我们预计随产能和渠道的进一步扩充,公司有望率先把握行业机遇,持续扩大市场份额。

5、盈利预测与评级

公司为石膏板行业龙头，成本优势明显，在行业具有很强话语权。所处行业市场空间正逐步扩大，且整合趋势明显，公司作为龙头优先受益。两者叠加，公司发展前景向好，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 1.30、1.71、2.16 元，当前股价对应 PE 20、15、12 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：盈利预测简表

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	8156	11745	14528	16720
增长率(%)	8%	44%	24%	15%
净利润（百万元）	1171	2334	3063	3866
增长率(%)	31%	99%	31%	26%
摊薄每股收益（元）	0.65	1.30	1.71	2.16
ROE(%)	11.19%	19.48%	21.92%	23.45%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 房地产及基建投资大幅下滑；
- 2) 产能及市场开拓不及预期；
- 3) 新建产能投产进度不及预期；
- 4) 原材料价格大幅上涨；
- 5) 产品价格提升不及预期；
- 6) 海外市场开拓不及预期。

表 8: 北新建材盈利预测表

证券代码:	000786.SZ				股价:	26.57	投资评级:	买入	日期:	2018-02-02
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	11%	19%	22%	23%	EPS	0.65	1.30	1.71	2.16	
毛利率	34%	36%	36%	37%	BVPS	5.80	6.65	7.76	9.17	
期间费率	14%	13%	13%	13%	估值					
销售净利率	14%	20%	21%	23%	P/E	40.58	20.37	15.51	12.29	
成长能力					P/B	4.58	4.00	3.42	2.90	
收入增长率	8%	44%	24%	15%	P/S	5.83	4.05	3.27	2.84	
利润增长率	31%	99%	31%	26%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	0.57	0.73	0.80	0.79	营业收入	8156	11745	14528	16720	
应收账款周转率	28.81	28.81	28.81	28.81	营业成本	5368	7575	9298	10534	
存货周转率	4.29	4.29	4.29	4.29	营业税金及附加	112	162	200	230	
偿债能力					销售费用	289	411	508	585	
资产负债率	27%	25%	23%	22%	管理费用	661	869	1061	1221	
流动比	1.75	2.01	2.46	2.84	财务费用	85	78	80	80	
速动比	1.29	1.59	2.04	2.47	其他费用/(-收入)	36	40	64	234	
					营业利润	1675	2689	3445	4304	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	(9)	(36)	38	92	
现金及现金等价物	783	2728	4380	6581	利润总额	1666	2653	3483	4396	
应收款项	283	408	504	580	所得税费用	201	320	420	530	
存货净额	1252	1200	1300	1300	净利润	1465	2334	3063	3866	
其他流动资产	2419	2461	2374	2416	少数股东损益	294	0	0	0	
流动资产合计	4738	5808	7569	9888	归属于母公司净利润	1171	2334	3063	3866	
固定资产	6803	7475	7931	8564						
在建工程	892	882	872	872	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	1472	1438	1405	1373	经营活动现金流	1708	2991	3663	4403	
长期股权投资	139	139	139	139	净利润	1465	2334	3063	3866	
资产总计	14349	16047	18222	21142	少数股东权益	294	0	0	0	
短期借款	1452	1252	1152	1352	折旧摊销	404	391	425	449	
应付款项	781	1125	1381	1565	公允价值变动	(1)	0	0	0	
预收帐款	82	119	147	169	营运资金变动	(454)	267	175	88	
其他流动负债	395	395	395	395	投资活动现金流	(950)	(662)	(447)	(633)	
流动负债合计	2710	2891	3075	3481	资本支出	(249)	(662)	(447)	(633)	
长期借款及应付债券	717	717	717	717	长期投资	(16)	0	0	0	
其他长期负债	459	459	459	459	其他	(685)	0	0	0	
长期负债合计	1176	1176	1176	1176	筹资活动现金流	1187	(1017)	(1172)	(1153)	
负债合计	3886	4067	4251	4657	债务融资	(121)	(200)	(100)	200	
股本	1789	1789	1789	1789	权益融资	3	0	0	0	
股东权益	10463	11980	13971	16484	其它	1305	(817)	(1072)	(1353)	
负债和股东权益总计	14349	16047	18222	21142	现金净增加额	1945	1312	2044	2618	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【建筑建材组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。陈晨，同济大学交通工程学士，海外金融学硕士，1 年买方行业研究经验，现从事建材行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。