

# 北新建材 (000786)

证券研究报告

2018年03月16日

## 石膏板龙头，价值好标的

### 多因素驱动行业发展，石膏板行业蛋糕不断做大

地产引领行业需求大势，产品性能拓展应用纵深，石膏板产品在隔墙领域和住宅领域的拓展空间极大，同时现有政策鼓励新型墙体材料的应用和装配式建筑的发展，石膏板的应用还有进一步提升的空间。

### 石膏板供给端仍有进一步出清的空间

1,000 万平方米/年以下的石膏板生产线被认定为淘汰类生产线，目前国内 1000 万平米以下的产能约有 5.5 亿平米，约占到石膏板总产能的 13% 左右。落后产能逐步退出无疑利好北新建材。北新建材的所有国内产线规模均在 3000 万平方米以上，全部在限制级别的规模之上，落后产能的淘汰有望进一步提升公司的市场份额。

### 中长期来看公司市占率仍有提升潜力

公司旗下两大石膏板品牌泰山、龙牌合计市占率达 58%，是国内龙头。公司已发布 30 亿平米石膏板产业规划，启动全球化产业布局。依托强大技术、营销优势，公司在国内市场有望继续提升市占率，海外市场有望打开新空间。并且公司近期或将受益于雄安新区建设，对业绩产生积极影响。

**公司盈利中枢有望趋势上移。**考虑到公司自身绝对成本优势和纸价上涨带来的相对成本优势，在护面纸成本趋势上涨的情况下，公司完全有能力在维持公司合理利润率的情况下应对纸价上涨。在产品价格和毛利率中枢提升背景下，叠加优质的管控能力，单位产品盈利也将显著提升。

**盈利预测和投资评级。**我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 110.63 亿、134.93 亿、150.05 亿元，归母净利润分别为 23.5 亿、30.62 亿、36.44 亿元，EPS 分别为 1.31 元、1.71 元和 2.04 元，按 2018 年 3 月 15 日收盘价计算，对应 PE 为 19.4X、14.9X、12.5X。可比消费建材类公司 2018 年 PE 平均值为 16.68X，北新建材质地尤其突出，我们认为估值水平可达行业平均，且考虑龙头溢价，给予 18X 估值，推出目标价 30.8 元，维持“买入”评级。

**盈利预测调整原因。**前次预测发生在 2017 年 10 月中旬，而去年四季度行业及公司发生新动态，例如河北等市石膏板错峰限产，公司发布全球产能布局战略、公告在坦桑尼亚合资建线。我们基于环保只严不松与废纸进口难度加大的预期，预计护面纸价格仍将上涨，公司为维持合理毛利率，可能提高产品价格，同时受益环保趋严市场集中度提高，我们将 2017-2019 年归母净利润从前次 21.17、28.68、36.01 亿上调为 23.5、30.62、36.44 亿元。

**风险提示：**石膏板价格大幅下跌；美国诉讼案产生大额赔付；海外拓展不及预期，雄安新区建设订单不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,551.18	8,156.08	11,062.91	13,493.43	15,004.69
增长率(%)	(8.97)	8.01	35.64	21.97	11.20
EBITDA(百万元)	1,944.94	2,164.77	3,117.78	3,971.73	4,653.84
净利润(百万元)	896.88	1,171.07	2,349.78	3,062.15	3,643.78
增长率(%)	(18.87)	30.57	100.65	30.32	18.99
EPS(元/股)	0.50	0.65	1.31	1.71	2.04
市盈率(P/E)	50.75	38.87	19.37	14.87	12.49
市净率(P/B)	5.84	4.39	3.79	3.21	2.72
市销率(P/S)	6.03	5.58	4.11	3.37	3.03
EV/EBITDA	9.50	8.64	14.19	10.67	8.60

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.45 元
目标价格	30.8 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,788.58
流通 A 股股本(百万股)	1,413.98
A 股总市值(百万元)	45,519.35
流通 A 股市值(百万元)	35,985.83
每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	28.53
一年内最高/最低(元)	26.77/11.71

### 作者

<b>盛昌盛</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120002 shengchangsheng@tfzq.com	
<b>武浩翔</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518010003 wuhaoxiang@tfzq.com	
<b>黄顺卿</b>	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517040002 huangshunqing@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《北新建材-季报点评:业绩大超预期,量价齐升持续性强,继续重点推荐》 2017-10-14
- 2 《北新建材-公司点评:提价和环保限产影响深远,继续推荐》 2017-10-10
- 3 《北新建材-公司深度研究:装配式建筑、“墙改”打开增长空间,石膏板龙头家装渗透力值得期待》 2017-08-20

## 内容目录

1. 全球石膏板龙头，行业地位稳固 .....	4
1.1. 步步为营，终成龙头 .....	4
1.2. 业绩实现高增长，龙头阔步前行 .....	4
2. 多因素驱动行业发展，蛋糕不断做大 .....	5
2.1. 地产引领行业需求大势，产品性能拓展应用纵深 .....	5
2.2. 产品应用待开发，消费拓展潜力大 .....	6
2.3. 天生“丽质”难自弃，政策推广活力足 .....	8
3. 强势回应成本压力，盈利中枢趋势上移 .....	10
3.1. 供给结构有望优化，公司成本优势显著 .....	10
3.2. 纸价支撑产品价格，成本中枢趋势上移 .....	13
3.3. 提价时机渐成熟，盈利中枢趋势上移 .....	14
4. 逐鹿全球，拓土开疆前景可期 .....	16
4.1. 昂首进军海外市场 .....	16
4.2. 美国诉讼案正在积极抗辩 .....	17
5. 盈利预测和投资建议 .....	18

## 图表目录

图 1: 北新建材发展历程 .....	4
图 2: 公司石膏板生产线布局 .....	4
图 3: 公司 2012-2017Q3 营收及同比 .....	5
图 4: 公司 2012-2017Q3 归母净利及同比 .....	5
图 5: 公司 2012-2017Q3 毛利率情况 .....	5
图 6: 公司近季度三费及同比情况 .....	5
图 7: 纸面石膏板制作工艺流程 .....	6
图 8: 石膏板天花板吊顶效果 .....	6
图 9: 石膏板产量和房屋竣工面积变动 .....	6
图 10: 单位竣工面积石膏板用量稳步提升 .....	6
图 11: 石膏板在隔墙领域仍有提升空间 .....	7
图 12: 石膏板在住宅领域仍有提升空间 .....	7
图 13: 我国房屋累计竣工面积及同比 .....	7
图 14: 各国石膏板人均消费面积对比（2014 年） .....	7
图 15: 美国石膏消费量走势 .....	7
图 16: 北新建材石膏板产能持续扩张 .....	11
图 17: 北新建材石膏板市占率稳居第一（2017 年） .....	11
图 18: 石膏板分省份产能 .....	11
图 19: 石膏板部分产能待淘汰 .....	11
图 20: 落后产能中山东省占比最大 .....	11

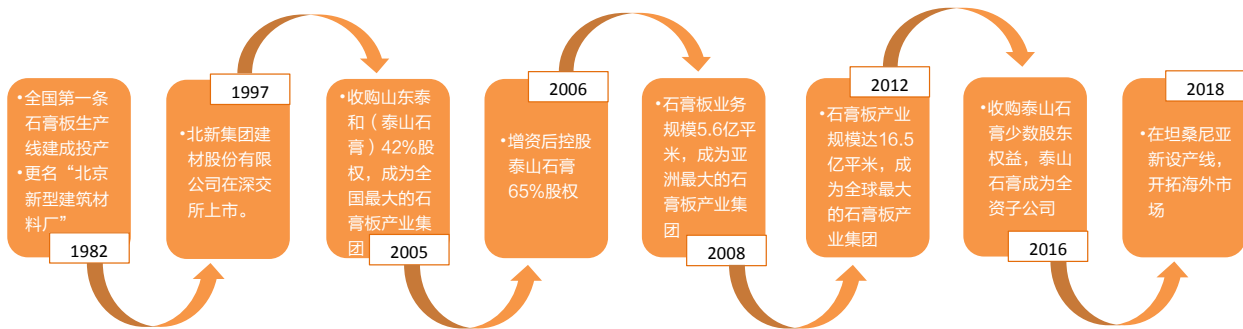
图 21: 北新建材在山东省内市占率为 40%左右 (产能口径) .....	11
图 22: 石膏板生产成本构成 .....	12
图 23: 脱硫石膏 .....	12
图 24: 2009~2014 年全国脱硫石膏产量、利用量及利用率 (万吨) .....	12
图 25: 北新建材生产效率大幅提升 .....	13
图 26: 北新建材销售渠道遍布全国 .....	13
图 27: 美国是我国最大的进口废纸来源国 .....	13
图 28: 护面纸厂商产能分布 .....	13
图 29: 主要美废品种价格变动情况 .....	14
图 30: 废纸成本中枢趋势上移 .....	14
图 31: 美废平均价格及北新建材毛利率 .....	15
图 32: 北新建材 2015 年产能结构 .....	15
图 33: 北新建材 2018 年预计产能结构 .....	15
图 34: 龙牌石膏板售价整体高于泰山牌石膏板 .....	16
图 35: 美国石膏板市场格局 .....	16
图 36: 日本石膏板市场格局 .....	16
图 37: 北新建材和 USG 营收对比 (亿元) .....	17
图 38: 北新建材和 USG 归母净利对比 (亿元) .....	17
图 39: 北新建材和 USG 总资产净利率 (ROA) 对比 .....	17
图 40: 北新建材和 USG 净资产收益率 (ROE) 对比 .....	17
图 41: 诉讼费用及占当期归母净利比重 .....	18
图 42: 公司国内外营收及国外营收占比 .....	18
图 43: 消费建材类公司 PE (TTM) 对比 (指定 2018/03/15 收盘价) .....	19
图 44: 消费建材类公司 PB (LF) 对比 (指定 2018/03/15 收盘价) .....	19
图 45: 公司历史 PE 及均值 (截止 2018/03/14) .....	19
图 46: 公司历史 PB 及均值 (截止 2018/03/14) .....	19

## 1. 全球石膏板龙头，行业地位稳固

### 1.1. 步步为营，终成龙头

北新建材是国务院国资委直属央企中国建材集团旗下新型建材产业平台，以新型建材的研发、制造、经营为主营业务，主营产品包括石膏板、轻钢龙骨等，石膏板、龙骨收入约占总收入 95%左右。公司目前具有石膏板年产能约 22 亿平方米，为全球石膏板行业龙头，主要品牌龙牌、泰山牌分别覆盖中、高档市场，生产基地及销售网点遍布全国大部分省市。

图 1：北新建材发展历程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

1997 年 5 月，公司由国有独资北新建材（集团）独家发起设立，同年 6 月在深交所挂牌收入上市。2005 年、2006 年先后收购和增资控股泰山石膏 42%、23% 共计 65% 的股权，成为全国最大的石膏板企业。2008 年，公司石膏板产能增值 5.6 亿平方米，成为亚洲最大石膏板企业。2012 年，以 16.5 亿平方米产能规模成为全球最大石膏板企业。2016 年，收购泰山石膏 35% 少数股东权益，2018 年初，公告海外设厂。公司主业稳步扩张，市场地位不断提升。

图 2：公司石膏板生产线布局



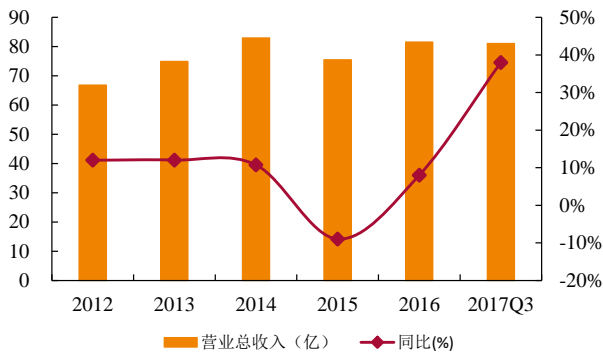
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 1.2. 业绩实现高增长，龙头阔步前行

2018 年 1 月 23 日，北新建材公告业绩上修，17 年全年净利由 17.6-23.4 亿元上修至 22.8-24.0 亿元，同比增长达 95%-105%，EPS 达 1.28-1.34 元/股，全年业绩靓丽。2017 前三季度，公司营收增速 38.00%、归母净利润增速 100.01%，均创近 6 年新高。其中，公司第三季度在成本显著上涨的背景下执行提价战略，强势覆盖原材料涨价风险；同时，由于公司作为石膏板行业龙头，原材料采购量大，对上游企业有较强议价能力，从而提升公司

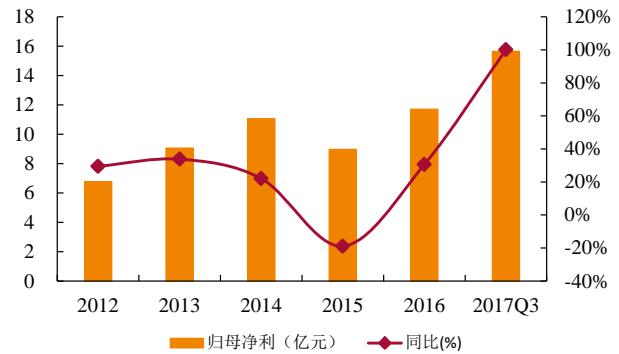
相对行业内小企业的相对竞争优势。

图 3：公司 2012-2017Q3 营收及同比



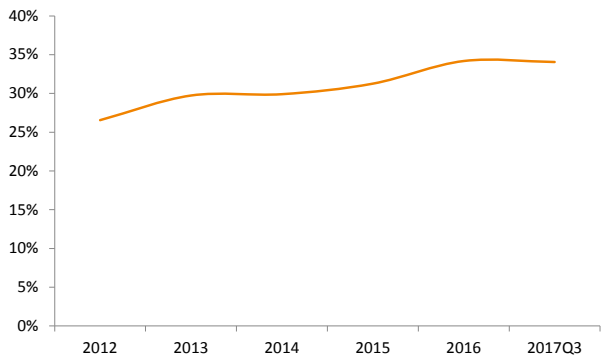
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 4：公司 2012-2017Q3 归母净利及同比



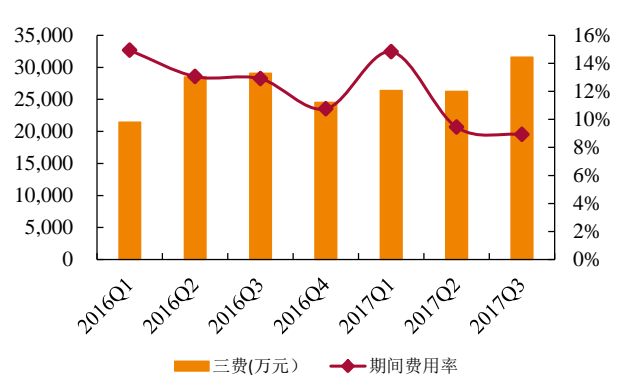
资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 5：公司 2012-2017Q3 毛利率情况



资料来源：Wind, 天风证券研究所

图 6：公司近季度三费及同比情况



资料来源：Wind, 天风证券研究所

公司业绩长期保持稳健成长性。公司从 1997 年上市至 2016 年，年均营收复合增长率为 19%，归母净利润复合增长率为 14%。我们认为，公司历史上良好成长性同公司卓越的经营和治理密切相关，同时，石膏板行业不断增加的市场容量和不断拓展的应用领域也给予公司充分施展经营治理能力的空间。展望未来，良好成长性的公司质地和行业这两项有利因素将继续存在，且在产品成本趋势上行的背景下，公司在 2017 年第三季度体现出的对石膏板市场的主导权，将会继续展现可观的盈利弹性，因而我们坚定看好北新建材 2018 年的业绩表现。

## 2. 多因素驱动行业发展，蛋糕不断做大

### 2.1. 地产引领行业需求大势，产品性能拓展应用纵深

北新建材的主要产品是石膏板以及配套的轻钢龙骨。行业发展同石膏板产品卓越的产品特性密不可分，石膏板是以建筑石膏为主要原料，辅以纤维、粘结剂、改性剂等配料，经混炼压制、干燥等工序制成的一种轻质建筑材料，具有重量轻、强度较高、厚度较薄、耐腐蚀、稳定性好、加工方便、节能环保以及隔音绝热和防火等优异性能，是当前着重发展的新型轻质板材之一，以目前石膏板在国内的主要应用领域吊顶为例，石膏板具有非常明显的优势。

表 1：主要吊顶材料优缺点及应用领域

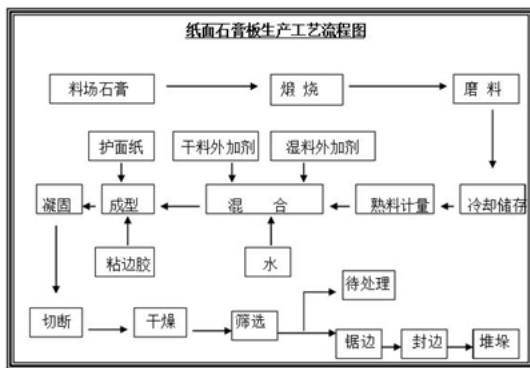
	优点	缺点	应用领域
石膏板	重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便及隔音绝热和防火性能好	遇水易软化或分解，不适合湿度特别大的环境	公共场所、客厅、卧室等，防潮产品可用于厨卫空间

矿棉板	吸音、隔热、防火	防污性能差，不易清洁	主要用于大型没有凹凸造型的公众场所，少量用于家装
PVC板	价格比较便宜、重量较轻，能防水、防潮、防蛀	容易老化，耐高温性能不佳，燃烧会放出大量有毒气体	主要用于厨房、卫生间
铝扣板	防火、防潮，防腐、抗静电、吸音、隔音、美观、耐用	价格昂贵	主要用于厨房、卫生间

资料来源：公司官网，天风证券研究所

目前石膏板在我国已广泛应用于住宅、办公楼、商店、旅馆和工业厂房等各种建筑物的内隔墙、天花板、墙体覆面板及各种装饰板等。从产品分类上来看，石膏板产品分为纸面石膏板、无纸面石膏板、装饰石膏板、纤维石膏板等品类，其中纸面石膏板为最主要的石膏板产品，产量占比约为80%。

图 7：纸面石膏板制作工艺流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

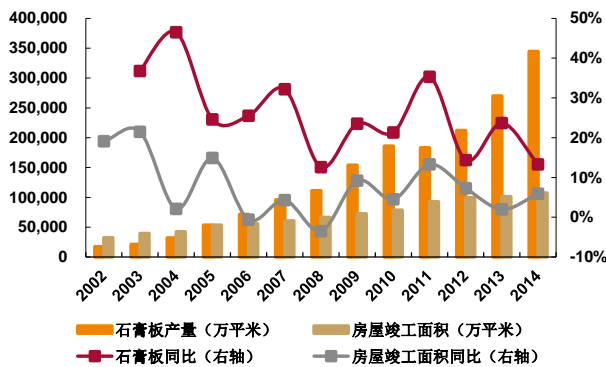
图 8：石膏板天花板吊顶效果



资料来源：齐家，天风证券研究所

中国石膏板行业一直稳步发展，据国家统计局统计，全国石膏板产量从 2002 年的 1.73 亿平方米增至 2014 年约 35 亿平方米产量，增长接近 20 倍。国内石膏板市场的扩展与城镇化建设带来的需求密不可分，全国房屋竣工面积从 2002 年的 3.25 亿平方米快速增至 2015 年 10 亿平方米，增长近两倍。但从石膏板增速明显快于房屋竣工面积增速的事实来看，石膏板优越特性正在逐步发掘，石膏板应用领域正在不断拓宽，因此石膏板消费量取得长足发展。同时，国内石膏板的单位竣工面积石膏板用量也呈现稳步提升的态势。

图 9：石膏板产量和房屋竣工面积变动



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：单位竣工面积石膏板用量稳步提升



资料来源：wind，天风证券研究所

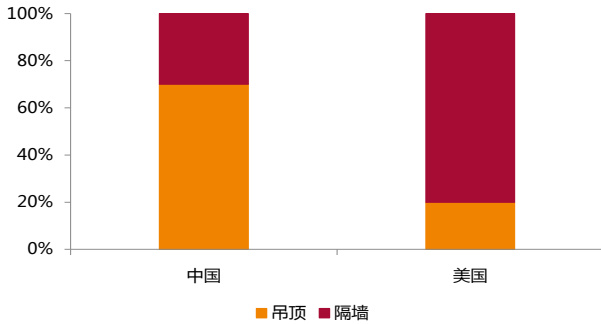
## 2.2. 产品应用待开发，消费拓展潜力大

石膏板在国内主要用于吊顶的装修工程中。从产品应用占比来看，我国石膏板用于吊顶装饰装修占比超过 70%，用于隔墙体系只有不足 30%，国内隔墙材料仍以黏土砖等传统材料为主。反观欧美发达国家市场，石膏板主要用于建筑隔墙领域，占比约 80%，用于吊顶装

饰装修占比不足 20%。对标欧美，石膏板在隔墙市场的渗透率存在较大提升空间。

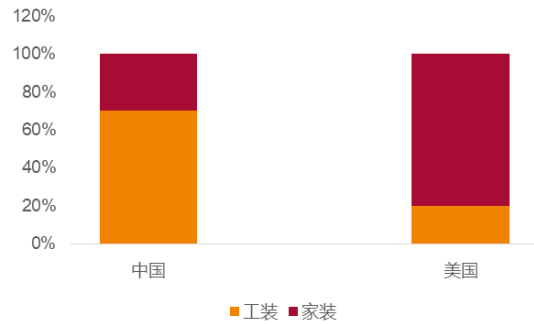
石膏板在国内主要应用于工装，包括商业地产和公共建筑等领域，占比约为 75%，而空间更为广阔的住宅领域石膏板应用占比相对较低，仅 25%左右。反观欧美发达国家市场，石膏板主要应用于住宅领域，占比约为 80%。石膏板在住宅领域的应用仍有较大拓展空间。

图 11：石膏板在隔墙领域仍有提升空间



资料来源：公司公告，天风证券研究所

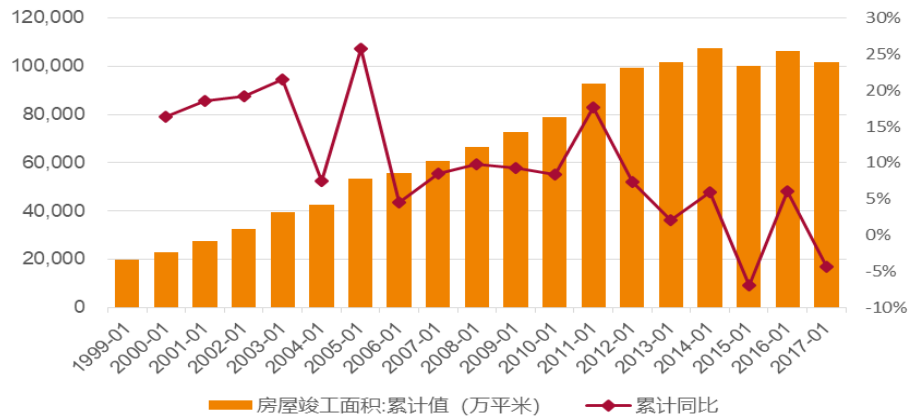
图 12：石膏板在住宅领域仍有提升空间



资料来源：公司公告，天风证券研究所

同时，从中国地产行业发展的角度来看，国内房屋竣工经历多年快速发展后，积累的存量房屋规模不断扩大，与此伴随的是二次装修需求也将不断增加，而石膏板作为更具性价比的环保装修产品，有望在广阔的存量房市场进一步提升石膏板的产品需求。

图 13：我国房屋累计竣工面积及同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

对比发达国家，我国目前人均石膏板消费面积仅为美国、加拿大的 1/4，英法德的 1/2，居民对于石膏板的使用强度远远低于发达国家水平。随着居民消费观念升级、国家政策对于石膏板这种新型环保建材的支持，石膏板将会逐步成为多个应用场景自发性的产品选择，从而带动人均石膏板消费量的提升。

图 14：各国石膏板人均消费面积对比（2014 年）

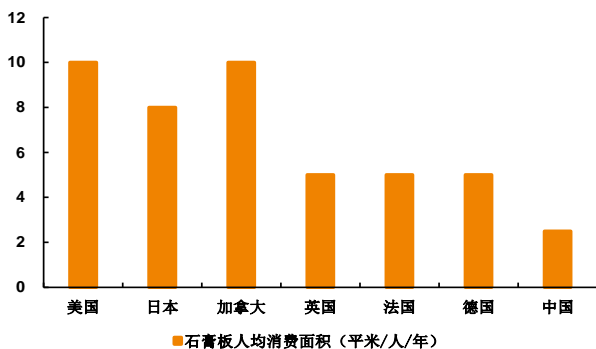


图 15：美国石膏消费量走势



资料来源：《建筑建材装饰》，天风证券研究所

资料来源：中国建材联合石膏分会，天风证券研究所

### 2.3. 天生“丽质”难自弃，政策推广活力足

石膏板未来在应用场景的拓展主要集中在隔墙领域，而参照国外经验，结合石膏板环保特性和优越性能，石膏板产品的运用在隔墙领域还应存在更为广阔的空间。

从政策演变来看，粘土砖产品将会逐步退出墙体材料，以石膏板为代表的新型墙体材料有望得到进一步推广使用。2012年，发改委发布《“十二五”墙体材料革新指导意见》，提出开展“城市限粘、县城禁实”（城市限制使用粘土制品墙体材料，县城禁止使用实心粘土砖），大力发展利废的新型墙体材料。2017年2月，发改委、工信部印发《新型墙材推广应用行动方案》，对粘土墙体材料限制力度继续扩大，由“禁实限粘”迈向局部地区“禁粘”，并且明确提出新型墙体材料推广的时间节点和任务要求，并指出到2020年，**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%。

表 2：粘土砖制品将逐步被新型墙体材料取代

时间/部门	政策	主要内容
2012年 发改委	《“十二五”墙体材料革新指导意见》	<b>城市限粘、县城禁实</b> ，发布两批“禁实”县城和“限粘”城市名单，全国701个城市和1627个县城已经分别覆盖369和808个。 到2020年县城级以上 <b>禁止实心粘土砖</b> ，部分城市 <b>禁止粘土制品</b> ；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%， <b>新建建筑中新型墙材应用比例达90%</b> 。
2017年 发改委	《新型墙材推广应用行动方案》	

资料来源：发改委网站，天风证券研究所

在当前环保趋严的背景下，粘土砖这种生产粗放、高能耗产品的逐步退出是大势所趋。根据中国建材联合石膏分会，**每平方米单砖粘土砖墙的生产能耗是4~12公斤标准煤，而每平方米双层石膏板隔墙生产能耗仅为2公斤标准煤左右**，石膏板在节能方面优势显著。此外，石膏板作为一种新型墙体材料，具有质轻、保温隔热性能好、防火性能好、以及可钉可刨、施工安装方便等优点。因此，限制乃至禁止粘土砖制品的政策端举措将有利石膏板在隔墙领域的推广。

表 3：石膏板隔墙优点

优点	备注
重量轻强度高	每方米重量在23 Kg左右，仅为普通砖墙的1/10左右；12 mm的纸面石膏板纵向断裂载荷可达500 N以上，强度能够满足内墙材料要求。
装饰效果好	石膏板隔墙造型多样，装饰方便，面层可兼容多种面层装饰材料。 可避免因水电预留预埋造成的剔凿、因面层装饰做法而进行的抹灰找平作业，在装饰面层作业中省略了石膏、腻子的粉刷作业，从而降低了造价，缩短了工期。
经济合理	装饰面层作业中省略了石膏、腻子的粉刷作业，从而降低了造价，缩短了工期。货值低、干法作业节省工时，性价比较高
占地面积小	砖墙厚度一般为120 mm，轻质龙骨隔墙厚度一般为99 mm，可增大使用面积。
收缩小	干燥吸湿过程中伸缩率较小，能有效克服其他轻质板材使用过程中由于伸缩较大引起接缝开裂的缺陷

资料来源：中国建材联合石膏分会，天风证券研究所

同时，当下政策大力推广的装配式建筑也将成为石膏板产品推广的有利因素，**石膏板作为钢结构建筑的重要墙体材料，有望进一步扩大石膏板需求**。雄安新区作为国家重点部署战略建设，给予“千年大计、国家大事”的超高定位，新区有望成为装配式建筑重点推广区域，从而有望带来可观的石膏板需求。



表 4: 装配式建筑推广有利于增加石膏板需求

时间/部门	政策	主要内容
2017 年 3 月 住建部	“十三五”装配式建筑行动方案	到2020年,全国装配式建筑占新建建筑比例达到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。
2016 年 8 月 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,因地制宜发展装配式建筑。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%。

资料来源:发改委网站,天风证券研究所

从逻辑上推演,新区未来必将面临大量的人口迁移和产业迁移,加之新区原有基础薄弱,所有城建项目几乎从零开始,预期未来雄安新区中期建设会催生大量地产投资项目。以雄安新区未来常住人口作为切入点,我们对地产投资带来的建材需求增量进行测算。根据雄安新区建设规划,其中期发展区面积将达到 200 平方公里,对比北京、上海、深圳核心区域的人口密度,我们预计中期新区未来常住人口将达到 240 万左右。按照房屋人均分摊面积 45 平方米,计算得到增量房地产需求面积为 1.09 亿平方米。新区虽然无存量房屋装修需求,但考虑到新区打造绿色生态城市理念,节能建筑将是首选。按照单位竣工面积石膏板用量 3.5 平方米测算,中期新区建设石膏板需求有望达到 3.8 亿平方米,按照 5 年建设期测算,平均每年新增需求 7600 万平方米。北新建材在雄安周边有数个生产基地,产能可覆盖雄安建设,未来有望获取更多订单,对业绩产生积极影响。

表 5: 北京、上海、深圳核心区域人口密度

	核心区域面积(平方公里)	常住人口(万人)	核心区域人口密度(万人/平方公里)
北京	1369	1248	0.91
上海	660	1159	1.76
深圳	1204	837	0.70

资料来源:国家统计局,天风证券研究所

同时,从房地产的石膏板需求来源来看,随着全装修房屋的逐步推广,石膏板的 B 端需求有望大幅提升。为发展绿色建筑,提升建筑使用功能及节能环保水平,全国多省市相继推出全装修房政策。推广全装修房一方面是全装修“重装”资源浪费严重,据住建部数据,每年毛坯房“二次装修”造成损失超过 300 亿元;另一方面则是二次装修会造成噪声、固废垃圾污染等。

表 6: 全国各地地区出台全装修房相关政策

省份/城市	出台时间	政策名称	有关内容
北京	2015 年 10 月 30 日	《关于在本市保障性住房中实施全装修成品交房有关意见通知》	公共租赁住房、经济适用住房、限价商品住房、棚户区改造安置房及自住型商品住房全面实施全装修成品交房。
上海	2016 年 8 月 18 日	《工业化住宅建筑评价标准》	从 2017 年 1 月 1 日起,新建商品房建设用地,全装修住宅面积占比:外环线以内 100%,其他大部地区应达到 50%,至 2020 年应达到 50%。保障性住房中,公租房全装修比例为 100%。
山东省	2015 年 9 月 7 日	《山东省房地产业转型升级实施方案》	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修,2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房。
浙江省	2016 年 9 月 10 日	《关于推进绿色建筑和建筑工业化	2016 年 10 月 1 日起,全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅,全部实行全装修和成品交付,鼓励在建住宅积极实施

		发展的实施意见》	全装修
江苏省	2014年11月12日	《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》	到2025年江苏将有一半以上新房以成品房交付，购买成品住房可能享受契税、贷款的优惠；开发商做成品住房可少交税等优惠政策。
河南省	2016年6月28日	《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	到2020年基本完成现有的城镇棚户区、城中村和危房改造。郑州航空港经济综合实验区、郑东新区从2016年起，新开工商品住宅将全部执行成品房标准，告别毛坯房，实现全装修。
福建泉州	2015年12月31日	《关于鼓励推进新建商品住房精装修的通知》	《通知》明确开发企业是精装修住房的第一责任人，承担住房装修质量责任，负责相应的售后服务，赋予房地产开发企业一系列优惠政策。
海南省	2017年5月22日	《海南省商品住宅全装修管理办法(试行)》	从2017年7月1日后取得施工许可证的商品住宅工程(以下简称住宅工程)全部实行全装修。

资料来源：住建部网站等，天风证券研究所

从全国已发布新政地区分布来看，中期一二线城市将成为全装修改革的桥头堡，也意味着未来一、二线城市新建住房装修市场将彻底由C端转向B端。北新建材作为全国石膏板企业龙头，同房地产公司、建筑公司的合作显著领先同行，未来在石膏板需求的B端市场也将最为受益。

表 7：公司 B 端业务布局超前

时间	合作对象	协议内容
2012年	中建装饰集团	签订战略合作协议
2013年	中建三局装饰	签订战略合作协议
2013年	中建六局	签订战略合作协议
2014年	绿地集团	结为年度战略合作伙伴
2016年	广田集团	签订战略合作协议
2017年	朗诗地产	协同产业发展，共同研发绿色建筑技术体系
2017年	当代置业	当代置业墙体吊顶 100%采用龙牌产品
2017年	华润置地	深化龙牌产品应用，在“雄安新区”联合创办绿色建筑研究院

资料来源：公司官网，天风证券研究所

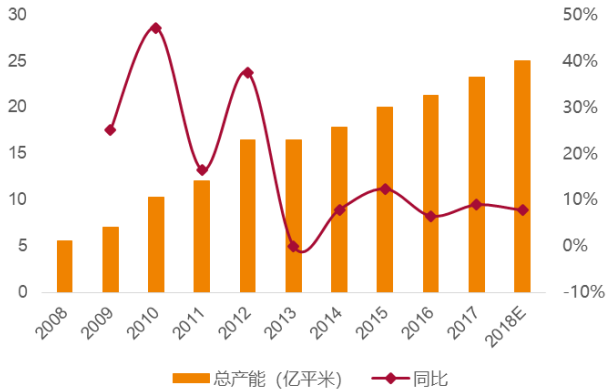
### 3. 强势回应成本压力，盈利中枢趋势上移

#### 3.1. 供给结构有望优化，公司成本优势显著

石膏板行业作为建材行业的一个细分领域，行业自身特点非常鲜明。从整体的供给格局来看，近几年国内的产能扩张基本同步龙头企业的扩产节奏，再结合石膏板产品的产品特性，运输半径有限，因而也基本不考虑产品进出口对行业供需的影响。北新建材作为国内的石膏板行业龙头企业，已经在行业内拥有举足轻重的地位，公司在产能扩张、技术革新、应用开拓方面的进展引领着行业的进步。

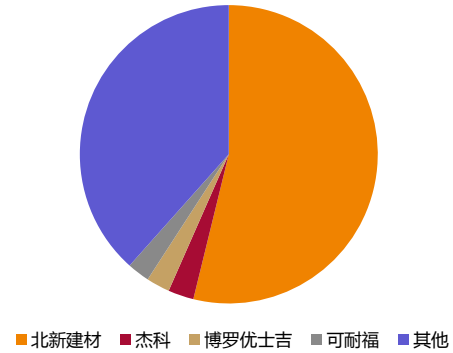
北新建材收购泰山石膏之后，石膏板产能快速增长，截至2017年底，公司石膏板产能约为22亿平方米，高居世界第一，占据国内石膏板总产能50%以上。此外，公司目前还有2亿平方米以上的在建产能，未来将保持每年新增产能1-2亿平方米，远期规划产能将扩大至30亿平方米。观察北新建材的主要竞争对手杰科、博罗、可耐福等厂商，受制于产能瓶颈和性价比的劣势，总体竞争实力有限。

图 16：北新建材石膏板产能持续扩张



资料来源：《建筑建材装饰》，天风证券研究所

图 17：北新建材石膏板市占率稳居第一（2017 年）

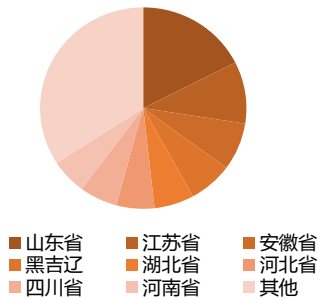


资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

北新建材旗下拥有两大石膏板品牌泰山、龙牌。公司龙牌石膏板竞争对手为生产装备、技术、产品质量具有国际水平的外资企业，目前公司龙牌石膏板定位高端，产品技术、质量、性能指标和价格档次定位均已超越外资同行，在高端应用领域地位稳固，全国各地地标和获得国家建筑工程奖的大部分建筑都采用龙牌系列产品。

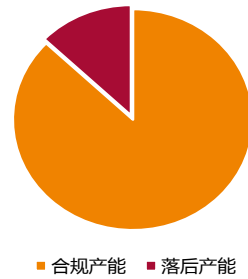
公司泰山石膏板竞争对手主要为国内数量众多、售价低、区域性强的中小规模石膏板企业，公司规模、技术优势明显。

图 18：石膏板分省份产能



资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

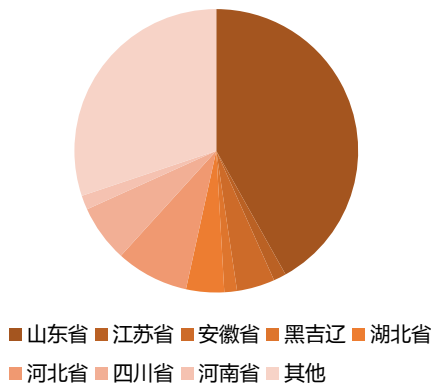
图 19：石膏板部分产能待淘汰



资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

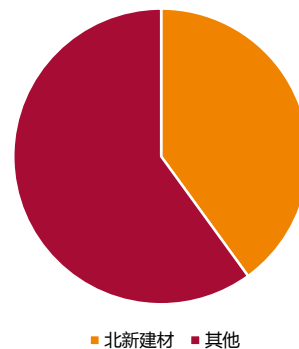
落后产能退出无疑利好北新建材。北新建材的所有国内产线规模均在 3000 万平方米以上，全部在限制级别的产能之上，落后产能的淘汰有望进一步提升公司的市场份额。假设目前总产能中落后产能完全退出市场，北新建材的产能占比将从目前的 54%提升到 62%。进一步分析，以全国石膏板产能和落后石膏板产能最为集中的山东省为例，作为受到京津冀环保限制显著影响的区域，山东省的落后产能有望先行退出，如果完全淘汰，将会净减少 2.32 亿平方米的产能，北新建材在山东省内的产能份额也将显著提升。

图 20：落后产能中山东省占比最大



资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

图 21：北新建材在山东省内市占率为 40%左右（产能口径）



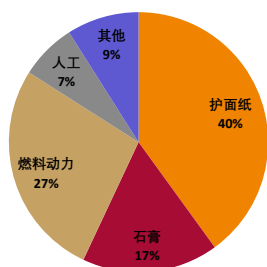
资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

北新建材拥有非常强劲的成本优势。一方面，公司在石膏板的原材料端具备资源优势，优先抢占脱硫石膏资源；另一方面，公司在生产效率上相较同行具有显著竞争优势。两方面优势促使公司在生产成本的管控上遥遥领先，打造牢固竞争优势。

石膏作为石膏板的主要生产原材料之一，具有很强的资源属性。我国天然石膏资源虽然储量大，但作为优质资源的特级及一级石膏仅占总量的 8%。优质石膏资源主要分布于湖北、湖南、广东、山东、山西等地区，部分矿点已过度开采接近枯竭，因此能够开采并有效利用的优质石膏资源比例更少。在此背景下，对天然石膏资源进行保护性开采，提高电厂脱硫石膏及化肥厂磷石膏等工业副产石膏再利用比例，已经是世界范围内大势所趋。2008 年财政部、国家税务总局联合发布《关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》，规定使用脱硫石膏支撑的纸面石膏板等新型墙体材料享受增值税即征即退 50% 的政策。

2015 年以来，国内环保政策持续趋严，天然石膏开采由于环保和安全等原因逐步受限，对石膏板企业而言，使用替代原料脱硫石膏成为未来趋势所在。

图 22：石膏板生产成本构成



资料来源：中国石膏网，天风证券研究所

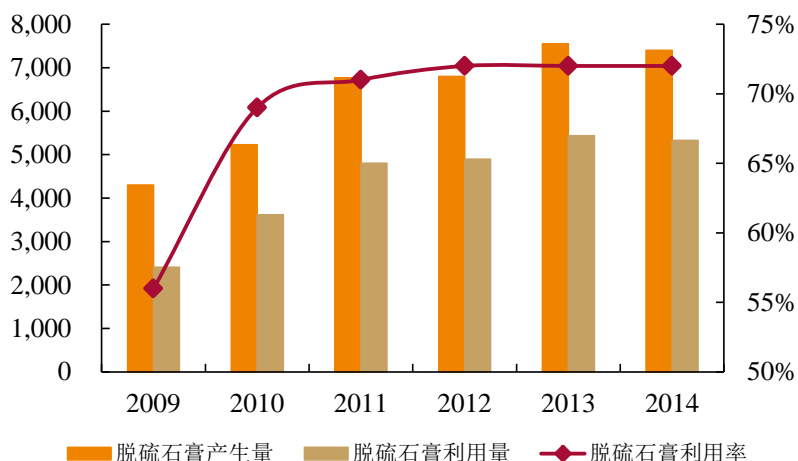
图 23：脱硫石膏



资料来源：九正建材网，天风证券研究所

北新建材早自 2001 年便开始研究和试验采用脱硫石膏工艺，通过自主创新成功开发出 100% 利用燃煤电厂脱硫石膏代替天然石膏矿生产石膏板的成套技术。公司提前抢占全国电厂脱硫石膏资源，现有 22 亿平方米石膏板产能均采用脱硫石膏为原料，每年消纳脱硫石膏约 1500 万吨，占全国脱硫石膏生成量比例约为 20%。随着国内对脱硫石膏再利用的重视，脱硫石膏利用率不断攀升，2014 年已经超过 70%，未来可供利用电厂脱硫石膏资源将越来越少。此外，由于石膏板运输成本占比较大，其经济运输半径一般仅为 300 公里左右，而天然石膏产区一般远离消费市场，考虑到这一点，热点地区电厂脱硫石膏资源更显稀缺性。公司提前布局，把控脱硫石膏这一关键资源，无论在原料成本还是在运输成本上均具有明显优势。

图 24：2009~2014 年全国脱硫石膏产量、利用量及利用率（万吨）

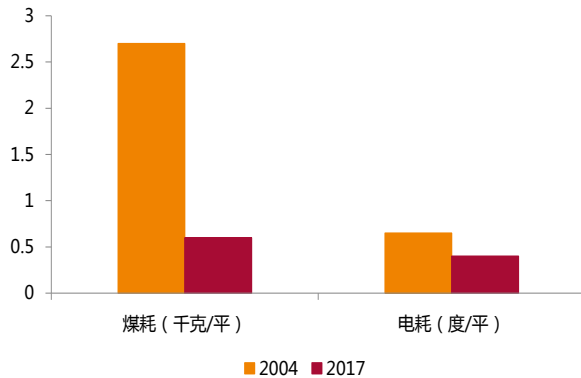


资料来源：北极星环保网，天风证券研究所

此外，公司通过科技创新推进节能降耗，每平方米石膏板煤耗约 0.6 公斤，显著低于行业平均 1 公斤的水平。从公司产线的生产效率来看，公司平均石膏板的生产开机速度也较行业水平快 20%以上，并且公司整体产线规模优势在人工费用、管理成本方面的体现也非常明显。

公司高效的销售渠道体系也不不断强化对市场的控制力。随着新生产线的建立和市场渠道的拓展，截止 2017 年，公司已在全国拥有经销商 2000 多家，遍布各大中城市及发达地区县级市，未来还将保持每年 100 家以上的增长速度，极大提升公司整体营运效率。

图 25：北新建材生产效率大幅提升



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 26：北新建材销售渠道遍布全国



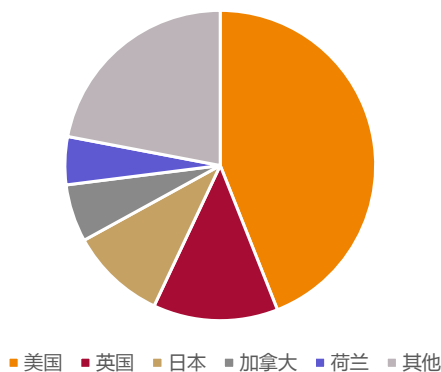
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 3.2. 纸价支撑产品价格，成本中枢趋势上移

除脱硫石膏和燃料动力，在石膏板成本构成中，护面纸也是主要原料成本来源。石膏板护面纸是国内近年开发的新型绿色环保造纸产品，广泛应用于建筑装饰用纸面石膏板的生产制造，主要功能是在生产时覆盖石膏芯体的两面以增加石膏板的强度和韧性，护面纸可贡献石膏板 80% 的强度。

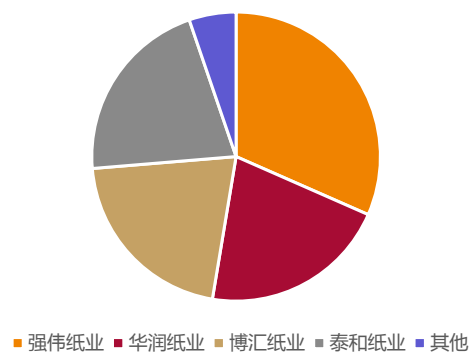
护面纸的主要原材料是废纸，护面纸成本中占比最大。目前，由于美废等进口废纸性价比相对更高，我国护面纸行业主要依赖进口美废，而从 2017 年下半年以来，废纸供应开始逐步受到政策限制。2017 年 8 月，环保部公布新的《进口废纸环境保护管理规定》，规定提高外废进口企业的行业门槛，规定造纸产能大于 30 万吨的企业方可申请额度，并且禁止贸易单位代理进口废纸。外废供应收紧导致国内废纸价格快速上涨。受到原材料价格提升以及造纸行业环保督查趋严双重影响，2017 年以来护面纸价格不断攀升，较 2016 年同期上涨 30% 以上。我们认为随着外废供应额度收紧，未来美废价格中枢有望进一步提升，进而推动护面纸价格中枢相应提升。

图 27：美国是我国最大的进口废纸来源国



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

图 28：护面纸厂商产能分布



资料来源：wind 资讯，天风证券研究所

表 8：国外废纸进口相关政策总体趋严

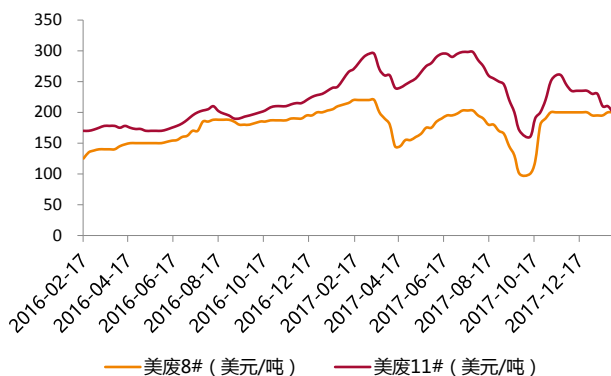
发布时间	发布部门	政策	主要内容
2017 年 7 月	国务院	《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	2017 年底前，禁止进口生活来源废料、未经分拣的废纸以及纺织料、钕渣等品种；完善固体废物进口许可证制度，取消贸易单位代理进口
2017 年 8 月	环保部等	《进口废物管理目录》（2017 年）	将未经分拣的废纸（1 个品种）等 4 类 24 种固体废物从《限制进口类可用作原料的固体废物目录》调整列入《禁止进口固体废物目录》。
2017 年 10 月	环保部	《进口废纸环境保护管理规定》	造纸企业生产能力应不小于 30 万吨/年，并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产设备
2018 年 1 月	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、纸板》	进口废纸中杂物总重量不应超过废纸重量的 0.5%。

资料来源：环保部网站等，天风证券研究所

国内护面纸行业整体产能不足百万吨，绝大多数市场份额由强伟纸业、华润纸业、博汇纸业和泰和纸业四家行业龙头占据。废纸是护面纸的主要成本来源，成本占比超过 60%。其中，泰和纸业是北新建材旗下泰山石膏的自有护面纸生产企业，不仅能够为公司提供稳定的护面纸来源，平滑原材料成本波动，同时由于公司石膏板产能份额大，对于护面纸的大量采购需求也使得公司对于上游护面纸厂家具有高于行业平均水平的议价能力，小的护面纸厂商由于难以获得美废进口配额，采用国废生产将会增加其生产成本进而在终端价格端失去竞争力。

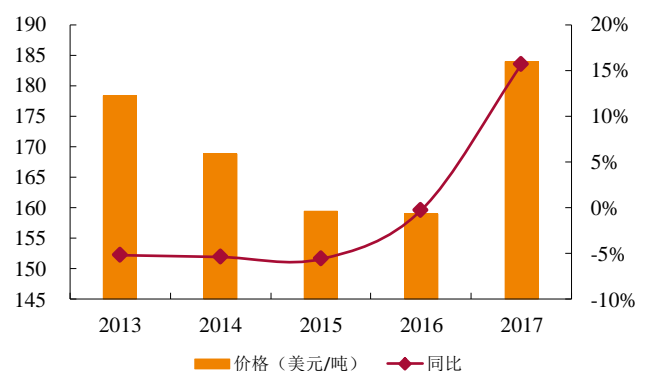
但是从护面纸整体价格来看，随着高性价比美废的进口限制，石膏板的护面纸成本中枢将会趋势上移。进而对于不同石膏板厂商面临的成本选择来说，小的石膏板厂商若依赖小的护面纸厂商，成本提升幅度将高于平均水平，若转而向大纸厂采购，由于采购量小话语权弱，采购成本也将明显高于北新建材。进而对于北新建材和中小型石膏板厂商来说，成本的不对称上涨将使得北新建材获得进一步的成本优势。

图 29：主要美废品种价格变动情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：废纸成本中枢趋势上移

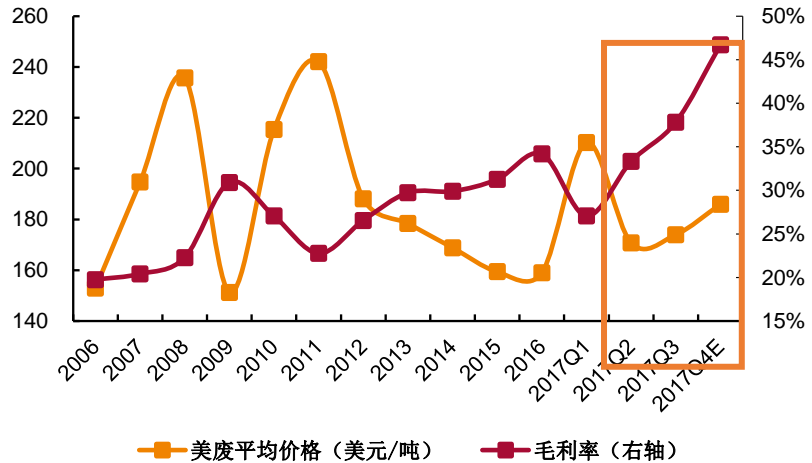


资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.3. 提价时机渐成熟，盈利中枢趋势上移

由于缺乏护面纸价格数据，这里选取其主要原料美废 8# 价格数据代替，可以看出，过去数年间美废价格高的年份公司毛利率显著下滑。我们认为公司早已成长为国内龙头企业，市占率达 50% 以上，毛利率的下滑更多是出于挤占小厂家生存空间目的。

图 31：美废平均价格及北新建材毛利率



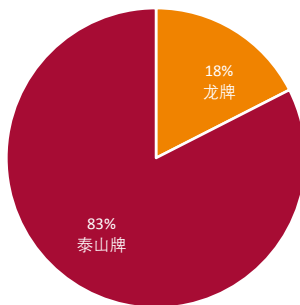
资料来源：北极星环保网，天风证券研究所

然而，2017 上半年以来，公司开始强势回应成本提升压力，开始贯彻落实“价格-成本-利润”的经营模式，实施深度聚焦战略，通过在不同区域实现不同程度的提价，强势覆盖原材料涨价风险。同时，由于公司为石膏板行业的龙头企业，原材料采购量大，对上游企业有较强的议价能力，从而提升公司相对于行业内小企业的竞争优势。可以看出，公司的毛利率水平在 2017 年季度环比数据中整体跟随成本价格的提升。

公司完全有能力在维持公司合理利润率的情况下应对废纸涨价，同时公司对于护面纸厂的议价能力使得公司可以保证石膏板利润不被过分侵占，在护面纸成本趋势上涨的情况下，成本端对公司的相对优势还将会不对称地扩大，公司维持合理毛利率的同时，小的厂家的利润水平反而或将被进一步剥夺，公司不必采取维持价格的策略挤出竞争对手，面对成本上涨公司维持合理毛利率水平即可，那么未来公司的产品价格和毛利率有望伴随纸价成本逐步形成同向变动关系。

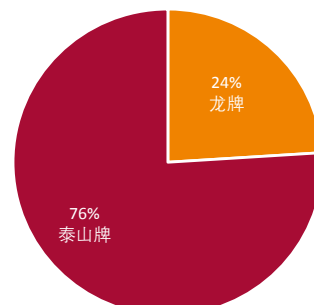
公司产品价格和毛利率中枢的提升，促使公司单位盈利绝对值也将在 2018 年显著提升。由于当前在成本端依然具有天然优势，由于石膏板行业小厂商的潜在进一步收缩，公司先进产能的稳步扩张，北新建材市占率有望继续提升。

图 32：北新建材 2015 年产能结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

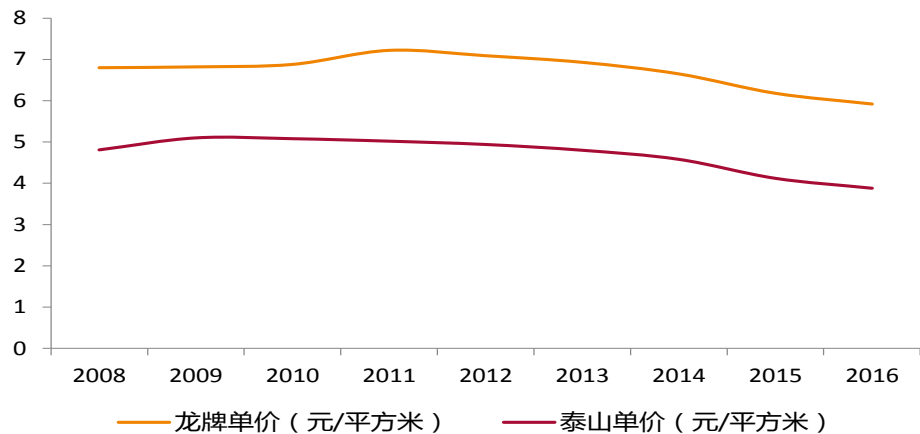
图 33：北新建材 2018 年预计产能结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

同时，对于北新建材而言，产品结构优化也将继续推动公司整体盈利中枢上移。从北新建材未来新增产能规划中，龙牌石膏产能增加速度将会快于泰山石膏，也符合石膏板整体因为政策支持和消费升级带来的产品结构优化趋势，这将促使北新建材中高端产品占比提升，而在北新建材内部龙牌石膏的盈利水平整体要高于泰山牌石膏，因此，龙牌石膏占比的提高也将会提升公司整体盈利水平。

图 34：龙牌石膏板售价整体高于泰山牌石膏板



资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，2016 年泰山石膏少数股东签署协议同意就标的资产的或有风险进行补偿，对其获得的发行人股份 97,590,590 股（调整后为 99,071,875 股）进行锁定，自新增股份上市之日起 36 个月内，或有风险发生或实际发生损失，则由北新建材以 1 元价格对该部分锁定股份进行回购并注销；若满 36 个月或有风险未发生，亦由北新建材以 1 元价格回购并注销，以最大化保护上市公司股东利益。2018 年 1 月北新建材股东大会通过回购注销议案，完成后公司总股本将从 17.89 亿股减少至 16.90 亿股，经计算公司的每股盈利将会有 5% 以上的增厚。

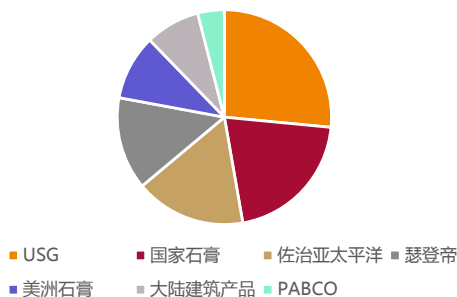
## 4. 逐鹿全球，拓土开疆前景可期

### 4.1. 昂首进军海外市场

北新建材在石膏板行业已具备全球竞争能力，2017 年公司开始全面推进全球化战略，致力 50% 的全球市场份额。全球目前石膏板市场需求在 100 亿平方米左右，市场规模 700 亿元左右。按照公司 2017 年 100 亿级别营收计算，公司目前营收在全球的市场份额只有约 15%，公司海外业务的拓展尚有较大空间。

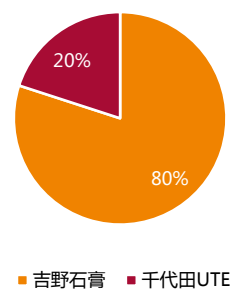
从海外拓展区域上来看，北新建材的目标区域将会主要集中在“一带一路”战略下的广大发展中国家，从石膏板行业的普遍发展规律来看，经济高速发展地区的石膏板需求也将会有较为显著地增长。进入经济成熟期后，石膏板市场将会普遍趋于稳定，既定格局也将很难被外来者打破。从这一角度来说，北新建材的海外扩张战略是差异化的海外扩张，未来有很大的拓展空间。

图 35：美国石膏板市场格局



资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

图 36：日本石膏板市场格局



资料来源：中国建材联合会石膏分会，天风证券研究所

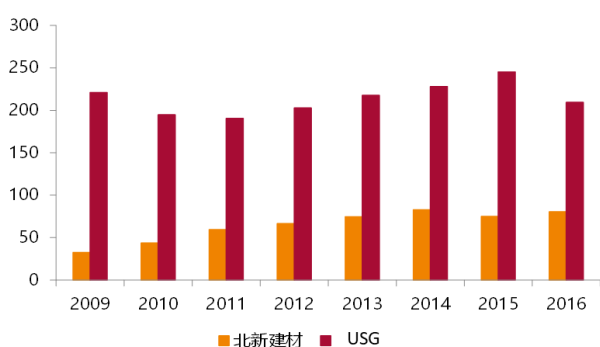
近期，北新建材首次在海外设立石膏板生产企业，标志着北新建材全球化战略的正式开启。2017 年 12 月 29 日，公司公告与坦桑尼亚阳光集团公司签订协议，组建合资公司，北新



建材以货币方式出资 700 万美元，持股 70%，合资公司成立之后将会收购坦桑尼亚阳光集团的土地使用权和 300 万平方米的石膏板产线等资产。收购完成后，公司将会对原有的 300 万平产线进行技术改造，并且新建一条 600 万平方米的石膏板产线，预计所有流程结束之后公司将会在坦桑尼亚拥有年产 900 万平方米的石膏板产能。我们预计，随着坦桑尼亚项目的公布，北新建材还将持续推进全球化战略的实施，未来更多海外项目有望落地。

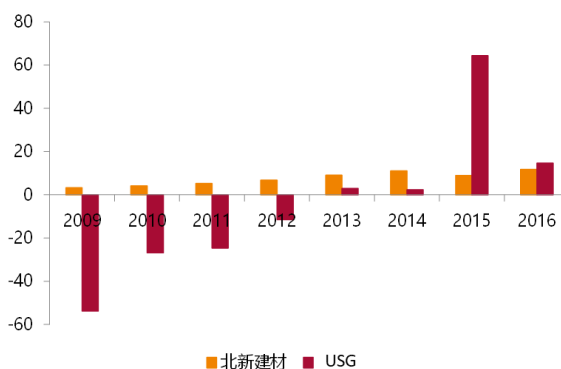
同时，从全球视角来看，北新建材在石膏板领域已经拥有全球竞争力，我们以美国知名石膏板上市公司 USG（美国石膏）作为对比对象。USG 公司成立于 1902 年，目前业务分布在美国、欧洲、加拿大、墨西哥、亚洲及其他国家。从销售额数据来看，公司的年销售额超过 200 亿人民币，收入规模目前明显高于北新建材，但是从归母净利润的角度来看，北新建材近年来的盈利在收入不占优势的情况下保持稳定增长，ROA、ROE 水平也是维持稳中有升的趋势，而 USG 的盈利能力则出现明显的波动性。

图 37：北新建材和 USG 营收对比（亿元）



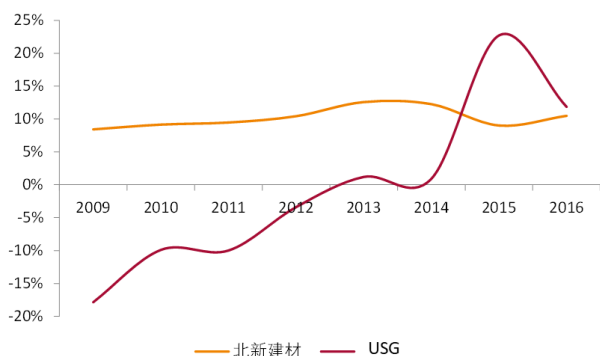
资料来源：wind，天风证券研究所

图 38：北新建材和 USG 归母净利润对比（亿元）



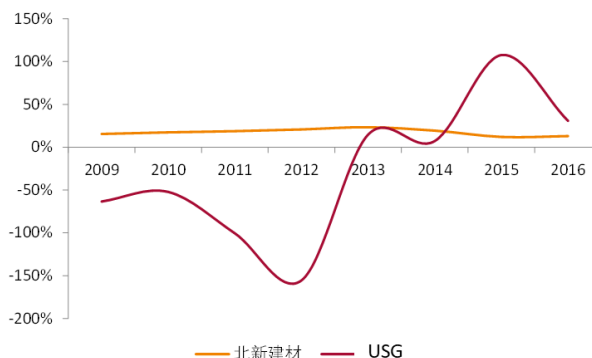
资料来源：wind，天风证券研究所

图 39：北新建材和 USG 总资产净利率（ROA）对比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：北新建材和 USG 净资产收益率（ROE）对比



资料来源：wind，天风证券研究所

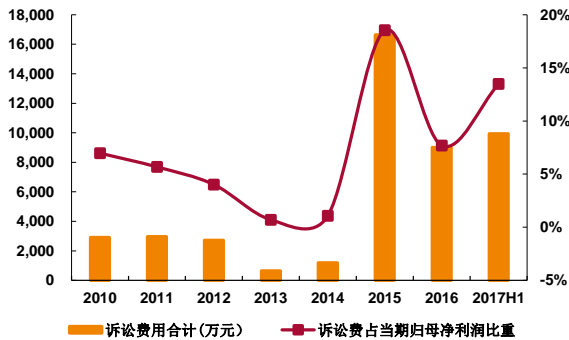
## 4.2. 美国诉讼案正在积极抗辩

2006 年美国卡特里娜飓风后，中国众多企业向美国出口大量石膏板用于灾后重建。自 2009 年起，美国多家房屋业主、房屋建筑公司等针对包括北新建材、泰山石膏在内数十家中国石膏板生产商提起多起诉讼，以石膏板存在质量问题为由，要求赔偿其宣称因石膏板质量问题产生的各种损失。自 2010 年开始，北新建材及泰山石膏均聘请美国知名律师事务所代表应诉并进行抗辩。截止 2017 年 3 月 31 日，北新建材与泰山石膏就上诉美国石膏板诉讼事项发生的律师费等各项费用合计 4 亿元人民币。

由于北新建材与泰山石膏在诉讼中持续的积极抗辩，2015 年原告指导委员会已向法院递交文书将其集团维修索赔金额降至约 3.5 亿美元。此外，原告指导委员会已提起动议，主动请求撤销未决的集团诉讼中大量个人原告的索赔，原因是原告指导委员会称证据无法显示这些个人原告家中安装了泰山石膏生产的石膏板。根据公司公告，美国石膏板诉讼中

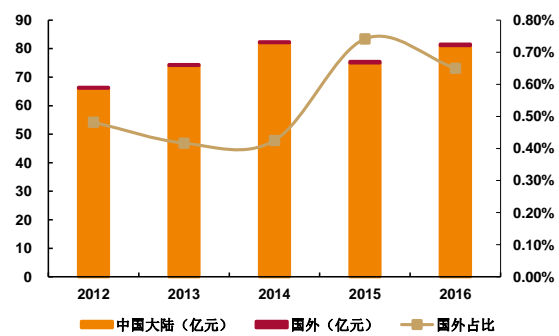
Lennar 案达成和解，北新建材将向 Lennar 支付 50 万美元。同时，根据泰山石膏与 Lennar 达成的和解协议，泰山石膏将向 Lennar 支付 600 万美元。前述和解款项应于 2017 年 7 月 31 日前分批次付清。总体来说，美国石膏板诉讼案正在向积极的方向发展。

图 41：诉讼费用及占当期归母净利润比重



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 42：公司国内外营收及国外营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2017-2019 年营收分别为 110.63 亿、134.93 亿、150.05 亿元，归母净利润分别为 23.5 亿、30.62 亿、36.44 亿元，EPS 分别为 1.31 元、1.71 元和 2.04 元，按照 2018 年 3 月 15 日收盘价计算，对应 PE 为 19.4X、14.9X、12.5X。

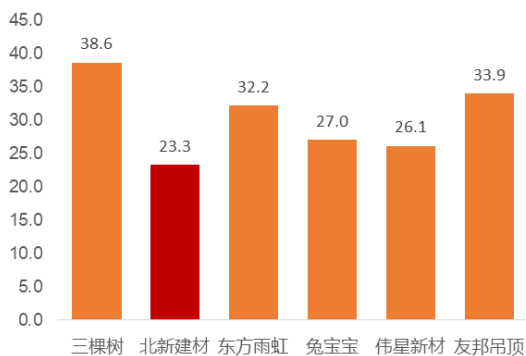
可比消费建材类公司 2018 年 PE 平均值为 16.68X。消费建材品类汇中，公司质地尤其突出，例如市占率（国内近 60%，全球约 15%），产能规模（全球第一），全球布局启动（坦桑尼亚合资建厂），上游议价能力（护面纸、煤炭集采价格），大企业定价权（产品提价强势覆盖成本端上涨风险），公用建筑订单获取能力（承接全国大部分知名地标公用建筑订单），雄安新区机会（石膏板是环保材料，搭配装配式建筑，未来有望获得更多雄安订单）等。我们认为估值水平可达行业平均，考虑到北新建材是石膏板龙头，给予一定龙头溢价，综合给予 18X 估值，结合 2018 年 EPS 为 1.71 元，推出目标价 30.8 元，维持“买入”评级。

表 8：可比上市公司估值（倍）

		PE	
		2017E	2018E
伟星新材	002372.SZ	20.53	16.77
东方雨虹	002271.SZ	23.05	17.42
兔宝宝	002043.SZ	18.00	12.88
友邦吊顶	002718.SZ	21.41	16.99
三棵树	603737.SH	26.32	19.32
<b>平均值</b>		<b>21.86</b>	<b>16.68</b>

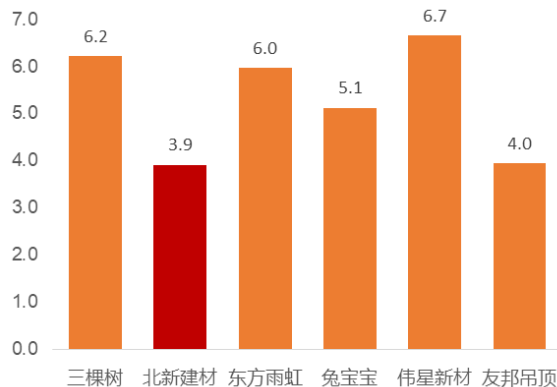
资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

图 43: 消费建材类公司 PE (TTM) 对比 (指定 2018/03/15 收盘价)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 44: 消费建材类公司 PB (LF) 对比 (指定 2018/03/15 收盘价)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 45: 公司历史 PE 及均值 (截止 2018/03/14)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 46: 公司历史 PB 及均值 (截止 2018/03/14)



资料来源: wind, 天风证券研究所

**盈利预测调整原因:** 前次预测发生在 2017 年 10 月中旬, 而去年四季度行业及公司发生新动态, 例如河北等市石膏板错峰限产, 公司发布全球产能布局战略、公告在坦桑尼亚合资建线。我们基于环保只严不松与废纸进口难度加大的预期, 预计护面纸价格仍将上涨, 公司为维持合理毛利率, 可能提高产品价格, 同时受益环保趋严市场集中度提高, 我们将 2017-2019 年归母净利润从前次 21.17、28.68、36.01 亿上调为 23.5、30.62、36.44 亿元。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	547.80	783.37	2,191.77	4,094.42	6,881.36	营业收入	7,551.18	8,156.08	11,062.91	13,493.43	15,004.69
应收账款	224.59	203.49	165.27	209.55	290.61	营业成本	5,190.97	5,368.07	7,157.70	8,500.86	9,226.69
预付账款	342.35	289.53	426.24	423.85	498.82	营业税金及附加	40.08	112.35	143.82	175.41	195.06
存货	1,376.76	1,252.34	1,332.39	1,501.23	1,574.33	营业费用	281.91	289.22	331.89	404.80	450.14
其他	1,788.33	2,209.32	2,204.82	2,220.07	2,230.00	管理费用	553.11	661.47	752.28	917.55	990.31
<b>流动资产合计</b>	<b>4,279.82</b>	<b>4,738.05</b>	<b>6,320.49</b>	<b>8,449.11</b>	<b>11,475.13</b>	财务费用	130.53	85.25	68.39	42.02	23.44
长期股权投资	122.93	139.33	139.33	139.33	139.33	资产减值损失	6.30	8.41	15.00	15.00	15.00
固定资产	6,517.60	6,802.70	7,301.14	7,579.19	7,785.73	公允价值变动收益	2.44	(1.23)	0.00	0.00	0.00
在建工程	928.63	892.33	624.63	423.24	331.27	投资净收益	93.22	45.28	50.00	50.00	50.00
无形资产	1,455.17	1,471.55	1,535.26	1,596.66	1,655.75	其他	(191.30)	(88.09)	(100.01)	(100.00)	(100.00)
其他	300.21	305.36	304.92	304.37	303.50	<b>营业利润</b>	<b>1,443.92</b>	<b>1,675.35</b>	<b>2,643.84</b>	<b>3,487.78</b>	<b>4,154.06</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>9,324.55</b>	<b>9,611.28</b>	<b>9,905.28</b>	<b>10,042.79</b>	<b>10,215.58</b>	营业外收入	128.54	100.90	120.00	120.00	120.00
<b>资产总计</b>	<b>13,604.37</b>	<b>14,349.33</b>	<b>16,225.77</b>	<b>18,491.91</b>	<b>21,690.71</b>	营业外支出	165.18	109.96	90.00	100.00	100.00
短期借款	1,687.14	1,452.00	1,200.00	1,200.00	1,400.00	<b>利润总额</b>	<b>1,407.28</b>	<b>1,666.30</b>	<b>2,673.84</b>	<b>3,507.78</b>	<b>4,174.06</b>
应付账款	707.99	767.76	1,133.01	1,133.89	1,326.56	所得税	191.50	200.90	307.49	420.93	500.89
其他	855.63	490.11	1,019.98	1,117.04	1,143.13	<b>净利润</b>	<b>1,215.78</b>	<b>1,465.40</b>	<b>2,366.35</b>	<b>3,086.85</b>	<b>3,673.17</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,250.76</b>	<b>2,709.87</b>	<b>3,352.99</b>	<b>3,450.93</b>	<b>3,869.70</b>	少数股东损益	318.90	294.33	16.56	24.69	29.39
长期借款	103.06	217.14	300.00	300.00	500.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>896.88</b>	<b>1,171.07</b>	<b>2,349.78</b>	<b>3,062.15</b>	<b>3,643.78</b>
应付债券	500.00	500.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.50	0.65	1.31	1.71	2.04
其他	489.12	459.11	450.00	450.00	450.00						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,092.18</b>	<b>1,176.25</b>	<b>750.00</b>	<b>750.00</b>	<b>950.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>4,342.95</b>	<b>3,886.12</b>	<b>4,102.99</b>	<b>4,200.93</b>	<b>4,819.70</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
少数股东权益	1,460.37	87.44	104.01	128.70	158.09	<b>成长能力</b>					
股本	1,413.98	1,788.58	1,788.58	1,788.58	1,788.58	营业收入	-8.97%	8.01%	35.64%	21.97%	11.20%
资本公积	1,765.75	3,042.24	3,042.24	3,042.24	3,042.24	营业利润	-3.00%	16.03%	57.81%	31.92%	19.10%
留存收益	6,385.23	8,585.34	10,230.19	12,373.70	14,924.34	归属于母公司净利润	-18.87%	30.57%	100.65%	30.32%	18.99%
其他	(1,763.91)	(3,040.40)	(3,042.24)	(3,042.24)	(3,042.24)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>9,261.42</b>	<b>10,463.21</b>	<b>12,122.78</b>	<b>14,290.98</b>	<b>16,871.01</b>	毛利率	31.26%	34.18%	35.30%	37.00%	38.51%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13,604.37</b>	<b>14,349.33</b>	<b>16,225.77</b>	<b>18,491.91</b>	<b>21,690.71</b>	净利率	11.88%	14.36%	21.24%	22.69%	24.28%
						ROE	11.50%	11.29%	19.55%	21.62%	21.80%
						ROIC	16.30%	16.40%	22.50%	28.88%	33.36%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	31.92%	27.08%	25.29%	22.72%	22.22%
						净负债率	13.09%	14.19%	7.01%	-0.62%	-11.22%
						流动比率	1.32	1.75	1.89	2.45	2.97
						速动比率	0.89	1.29	1.49	2.01	2.56
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	29.75	38.11	60.00	72.00	60.00
						存货周转率	5.02	6.20	8.56	9.52	9.76
						总资产周转率	0.56	0.58	0.72	0.78	0.75
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.50	0.65	1.31	1.71	2.04
						每股经营现金流	1.07	0.96	1.68	1.90	2.29
						每股净资产	4.36	5.80	6.72	7.92	9.34
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	50.75	38.87	19.37	14.87	12.49
						市净率	5.84	4.39	3.79	3.21	2.72
						EV/EBITDA	9.50	8.64	14.19	10.67	8.60
						EV/EBIT	11.73	10.62	16.32	12.01	9.58

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com