

北新建材 (000786)

外废收紧叠加供给侧改革推进, 18H2石膏板有望再掀“提价潮”

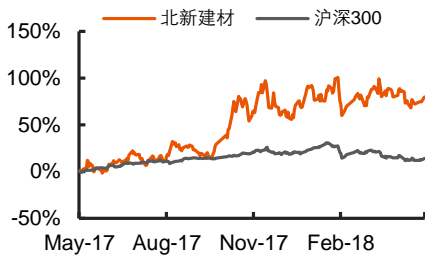
推荐 (维持)

现价: 23.96 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)	428.54
流通 A 股市值(亿元)	338.79
每股净资产(元)	7.22
资产负债率(%)	20.60

行情走势图



相关研究报告

- 《北新建材*000786*18Q1 业绩靓丽, 公司将持续受益供给侧改革》 2018-04-27
- 《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》 2017-11-10

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

平安观点:

- **石膏板龙头持续高增长, “规模+品牌” 优势显著:** 北新建材是国内石膏板行业龙头, 旗下拥有“龙牌”、“泰山”两大品牌, 分别针对高端/中低端市场。公司石膏板产能稳步增长, 截至 17 年底达 21.8 亿平米, 占我国石膏板总产能比重达 50.56%。受石膏板行业景气度提升与上游护面纸/煤炭涨价推动, 17 年以来公司石膏板量价齐升, 带动业绩快速增长, 公司 18Q1 实现营收 24.98 亿元, YoY+40.36%, 归母净利 4.90 亿元, YoY+227.71%。
- **外废收紧助推废纸涨价, 18H2 石膏板将再掀“提价潮”:** 公司石膏板主要原材料为护面纸和脱硫石膏, 其中护面纸的主要原材料为废纸 (国废+美废)。17H2 以来, 国务院/生态环境部先后出台政策限制废纸进口, 18Q1 全国外废进口量同比减少 50%, 导致国废持续上涨 (目前均价 2700 元/吨, 较 18 年初上涨 23%)。在废纸提价与行业竞争结构优化 (护面纸行业 CR4 超 90%) 的支撑下, 目前护面纸价格 6500-7000 元/吨, 较去年同期上涨 100%。我们认为随着 18 年下半年废纸消费旺季 (6 月-9 月) 到来, 废纸供给缺口凸显将推动国废价格进一步上涨, 废纸涨价将沿着“废纸-护面纸-石膏板”的路径向下游传导, 公司石膏板有望再迎“提价潮”。
- **供给侧改革加速落后产能淘汰, 公司有望持续受益:** 受环保趋严和冬季限产影响, 17 年全国关停石膏板产能约 2.5 亿平米, 占全国总产能比重 5%。供给缩减导致订单向大企业集中, 17 年公司产能利用率达 84%, 达历史高位。据协会统计, 目前我国仍有石膏板落后产能 (单线产能 < 1000 万平米) 5.5 亿平米, 占全国总产能比重 13%, 其中 42% 的落后产能位于山东地区。我们认为随着 18 年供给侧改革深入推进, 落后产能有望加速淘汰, 助推行业集中度提升。17 年公司启动全国 30 亿平米产能布局规划 (目前产能 21.8 亿平米), 未来产能将保持稳步增长, 定价权有望持续提升。
- **国内石膏板需求潜力巨大, 公司成长空间无忧:** 我国石膏板以办公楼等公用建筑为主 (公建/住宅为 70%/30%), 17 年我国办公楼竣工面积增速达

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8156	11,164	15,108	17,095	19,051
YoY(%)	8.0	36.9	35.3	13.2	11.4
净利润(百万元)	1,171	2,344	3,418	4,097	4,695
YoY(%)	30.6	100.2	45.8	19.9	14.6
毛利率(%)	34.2	37.2	37.4	38.6	38.9
净利率(%)	14.4	21.0	22.6	24.0	24.6
ROE(%)	14.0	18.8	22.5	21.8	20.4
EPS(摊薄/元)	0.65	1.31	1.91	2.29	2.62
P/E(倍)	36.6	18.3	12.5	10.5	9.1
P/B(倍)	4.1	3.5	2.8	2.3	1.9

10.4%，带动我国石膏板产量稳健增长，达 34.4 亿平米，YoY+17%。目前，我国人均石膏板消费量达 2.13 平米/人，较发达国家（美国/日本高峰期人均石膏板消费量分别为 11.35 平米/人和 5.46 平米/人）仍有较大差距。我们认为随着石膏板在住宅领域渗透率不断提升以及装配式建筑的持续推广，石膏板行业需求将持续释放，公司成长空间无忧。

- **盈利预测与投资建议：**受益环保政策趋严与供给侧改革持续加码，公司石膏板龙头地位持续稳固，未来定价权将不断提升。2018 年废纸供应缩减推升废纸/护面纸价，随着废纸消费旺季到来，公司石膏板有望再迎“提价潮”，助力公司 2018 年持续高增长。维持公司 2018–2020 年 EPS 为 1.91 元、2.29 元和 2.62 元，对应当前 PE 分别为 12.5 倍、10.5 倍和 9.1 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**环保政策/供给侧改革执行不及预期致石膏板价格下跌：2017 年以来环保政策加码助推石膏板行业小产能退出，公司充分受益，如若未来石膏板行业环保政策执行不及预期导致小产能复产，将引发石膏板价格下跌；房地产投资大幅下行导致石膏板需求萎缩：石膏板的下游应用主要为房地产，如果未来房地产投资大幅下行，石膏板需求将出现萎缩，导致石膏板价格下滑；原材料价格大幅上涨导致公司盈利能力降低：石膏板的成本结构中脱硫石膏、护面纸与燃料（天然气/煤炭）占比较高，如果未来原材料价格出现大幅上涨，公司的成本压力无法及时向下游传导，将导致公司盈利能力降低。

正文目录

一、石膏板龙头持续高增长，“规模+品牌”优势显著	6
1.1 石膏板龙头地位日趋稳固，全球化布局时代开启	6
1.2 公司石膏板量价齐升，驱动业绩持续高增长	7
二、外废收紧助推废纸涨价，18H2 石膏板将再掀“提价潮”	9
2.1 纸面石膏板价格影响因素分析	9
2.2 废纸涨价叠加竞争结构优化，护面纸价格高位运行	10
2.3 公司定价权显著提升，18H2 石膏板将再迎“提价潮”	14
三、供给侧改革加速落后产能淘汰，公司有望持续受益	16
3.1 供给侧改革有望持续加码，行业集中度提升大势所趋	16
3.2 公司产能稳步增长，定价权有望进一步增强	18
四、国内石膏板需求潜力巨大，公司成长空间无忧	19
五、盈利预测与投资建议	21
六、风险提示	22

图表目录

图表 1	公司拥有龙牌和泰山牌两大产品线.....	6
图表 2	公司股权结构.....	6
图表 3	公司石膏板历年产能变化情况.....	6
图表 4	2017 年公司营业收入同比增长 37%.....	7
图表 5	2017 年公司归母净利润同比增长 100%.....	7
图表 6	2017 年公司分板块营业收入占比情况.....	7
图表 7	2017 年石膏板毛利占比情况.....	7
图表 8	2017 年公司销量达 18.21 亿平米, YoY+11.4%.....	7
图表 9	2017 年销售均价 5.43 元, YoY+22.8%.....	7
图表 10	17 年公司石膏板单方成本 3.3 元/平米, YoY+16%.....	8
图表 11	公司石膏板业务成本结构情况.....	8
图表 12	2017 年公司单方原材料/燃料动力成本情况.....	8
图表 13	单位人工成本稳步降低.....	8
图表 14	纸面石膏板产业链情况.....	9
图表 15	纸面石膏板生产工艺.....	9
图表 16	纸面石膏板价格影响因素分析.....	10
图表 17	国内消费废纸中进口废纸占比达 33%.....	11
图表 18	废纸下游需求以箱板纸、瓦楞纸为主.....	11
图表 19	进口废纸相关政策情况.....	11
图表 20	2018 年废纸进口数量大幅缩减.....	12
图表 21	2018 年废纸进口批复额度大幅缩减.....	12
图表 22	2018 年美废 11#进口到岸价触底回升.....	12
图表 23	2018 年以来国废价格持续上涨.....	12
图表 24	石膏板护面纸成本结构情况.....	13
图表 25	石膏板护面纸消耗废纸情况.....	13
图表 26	博汇纸业历年护面纸价格成本情况.....	14
图表 27	公司石膏板单季度价格/成本情况.....	15
图表 28	公司石膏板业务单季度毛利率变动情况.....	15
图表 29	历年各月份箱纸板产量占全年比重情况.....	15
图表 30	2017Q2-Q3 北新建材石膏板销量大幅提升.....	16
图表 31	公司石膏板产能利用率达历史高点.....	16
图表 32	2017H2 优时吉博罗中国地区收入快速增长.....	16
图表 33	不同规模的生产线产能占比情况.....	17
图表 34	落后产能分地区占比情况(按产能计算).....	17
图表 35	落后生产线数量分地区占比情况.....	17
图表 36	公司历年石膏板产量及市场份额情况.....	18

图表 37	公司在建及拟建生产线情况	18
图表 38	2017 年全国石膏板产量达 34.4 亿平米, YoY+17%.....	19
图表 39	2016 年我国人均石膏板消费量仅为 2.1 平米/人.....	19
图表 40	国内石膏板产量增速与办公楼竣工面积增速相关.....	19
图表 41	2017 年美国人均石膏板消费量为 7.21 平米/人.....	20
图表 42	2017 年美国石膏墙板市场结构	20
图表 43	2016 年日本石膏板人均消费量为 3.93 平米/人.....	20
图表 44	吉野石膏市场份额高达 80%	20
图表 45	美国石膏板需求以新建住宅和建筑维修为主	20
图表 46	日本石膏板下游需求中住宅占比达 40%	20
图表 47	新建装配式建筑面积保持快速增长	21
图表 48	北新建材营业收入预测.....	21
图表 49	公司 PE-Bands	22

一、石膏板龙头持续高增长，“规模+品牌”优势显著

1.1 石膏板龙头地位日趋稳固，全球化布局时代开启

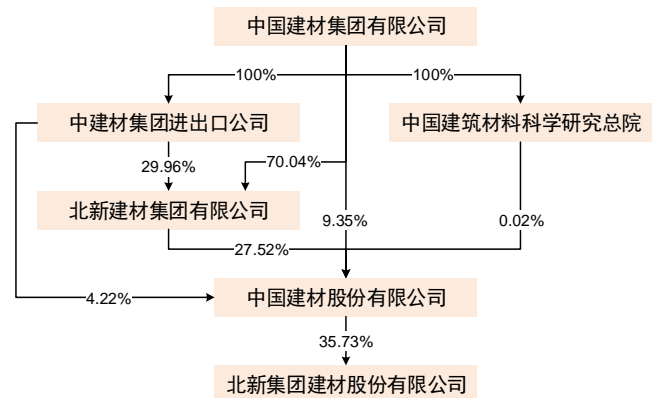
北新集团建材股份有限公司是国内纸面石膏板行业龙头，多年来石膏板产销量稳居行业第一。公司旗下拥有龙牌石膏板和泰山牌石膏板两大产品线，分别针对高端市场和中低端市场。公司控股股东是中国建材股份有限公司，持有公司 35.73% 的股权，实际控制人是中国建材集团有限公司，股东背景实力雄厚。

图表1 公司拥有龙牌和泰山牌两大产品线



资料来源：公司公告，平安证券研究所

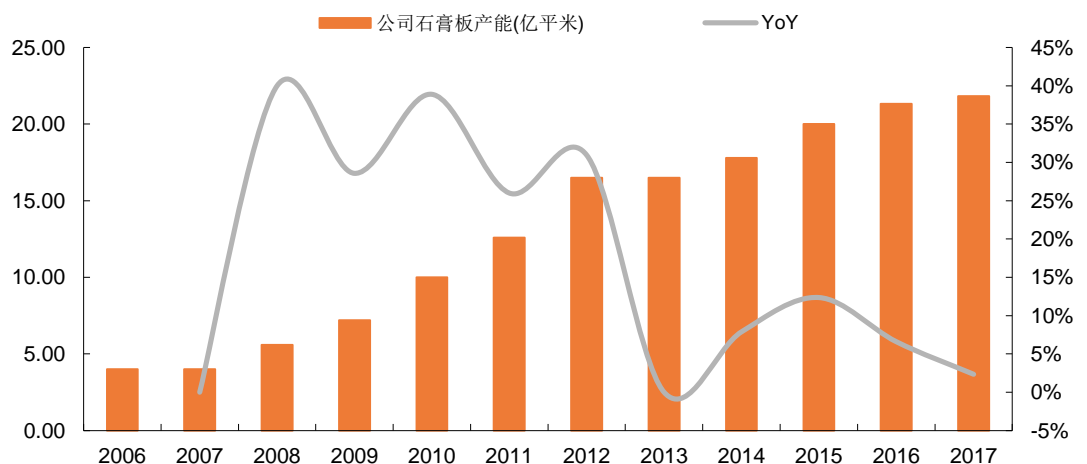
图表2 公司股权结构



资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司石膏板生产线覆盖全国，截止 2017 年底，公司合计拥有石膏板产能 21.8 亿平米，占我国石膏板总产能比重达 50.56%。2017 年以来，公司产能持续扩张，稳步推进全国 30 亿平米石膏板产能的布局规划，国内龙头地位持续稳固。此外，公司充分运用股东大股东优势开拓海外市场，于 2017 年 12 月份设立北新建材工业（坦桑尼亚）有限公司，年产能将达到 900 万平米，开启了公司全球化布局的序幕。

图表3 公司石膏板历年产能变化情况

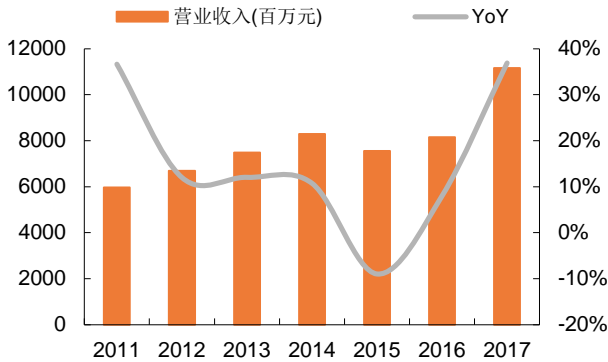


资料来源：公司公告，平安证券研究所

1.2 公司石膏板量价齐升，驱动业绩持续高增长

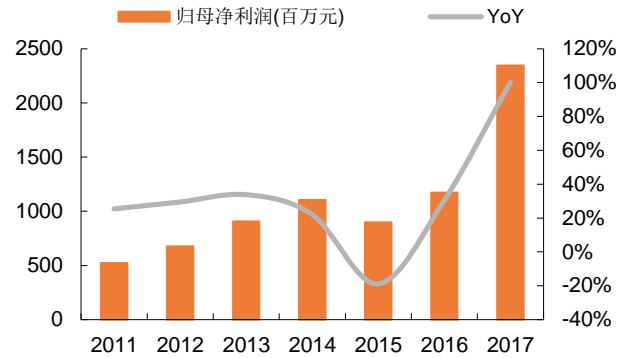
2017年以来，得益于石膏板业务持续高景气以及上游护面纸、煤炭涨价推动，公司石膏板业务量价齐升，助推业绩实现快速增长。公司2017年实现营业收入111.64亿元，YoY+37%，实现归母净利润23.44亿元，YoY+100%。公司石膏板全年销量达18.21亿平方米，YoY+11.4%，全年销售均价达5.43元，YoY+23%，石膏板业务的收入与毛利润占比达到了89%和93%。公司18Q1延续高增长，实现营收24.98亿元，YoY+40.36%，归母净利4.90亿元，YoY+227.71%。

图表4 2017年公司营业收入同比增长37%



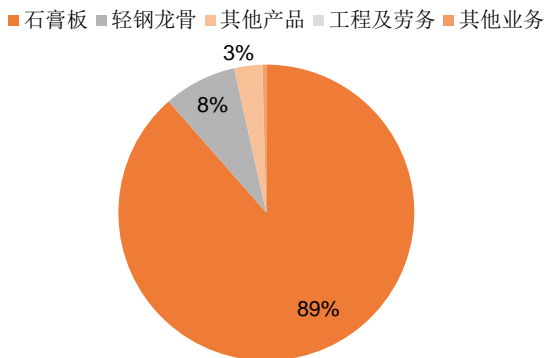
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表5 2017年公司归母净利润同比增长100%



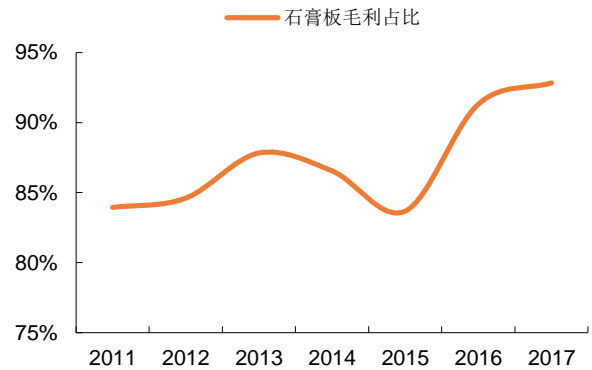
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 2017年公司分板块营业收入占比情况



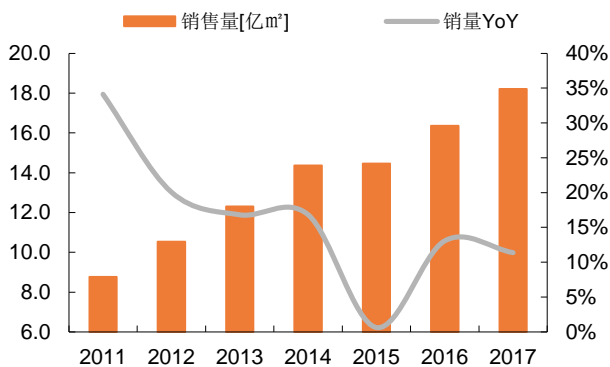
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表7 2017年石膏板毛利占比情况



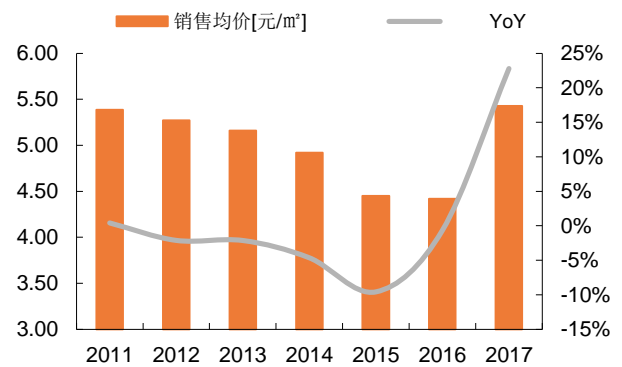
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 2017年公司销量达18.21亿平米，YoY+11.4%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

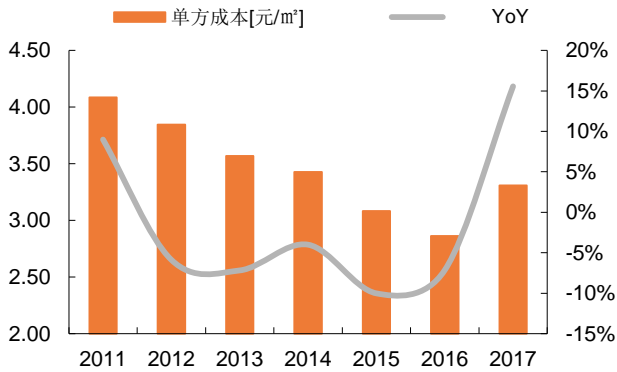
图表9 2017年销售均价5.43元，YoY+22.8%



资料来源：公司公告，平安证券研究所

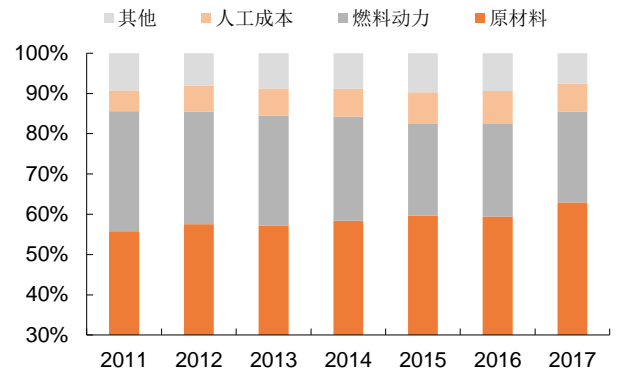
2017年以来,受原材料(护面纸)和燃料(煤)价格上涨过快影响,公司石膏板单方成本同比2016年上涨了16%,达到3.31元。从成本结构看,公司原材料/燃料动力/人工成本及其他占石膏板成本比重分别为63%/22%/7%/8%,其中单方的原材料/燃料动力/人工成本分别为2.08/0.74/0.23元/平米,同比分别增长22%/13%/-1%。

图表10 17年公司石膏板单方成本3.3元/平米, YoY+16%



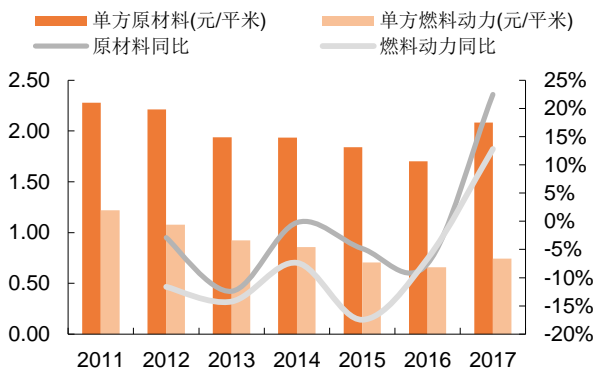
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表11 公司石膏板业务成本结构情况



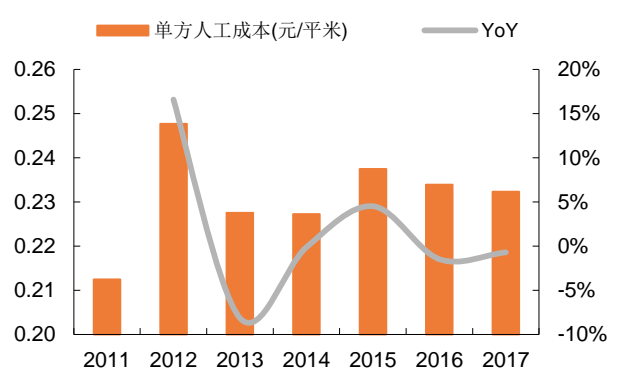
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表12 2017年公司单方原材料/燃料动力成本情况



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表13 单位人工成本稳步降低



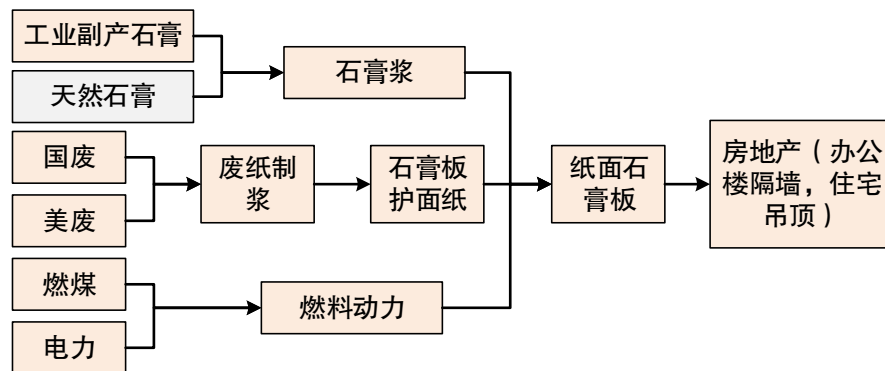
资料来源:公司公告,平安证券研究所

二、外废收紧助推废纸涨价，18H2 石膏板将再掀“提价潮”

2.1 纸面石膏板价格影响因素分析

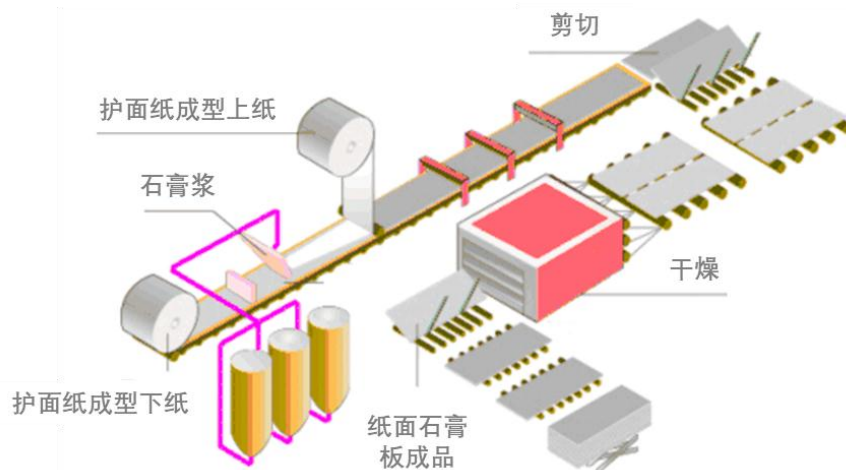
纸面石膏板是以天然石膏或工业副产石膏为主要原料，煅烧为建筑石膏后加入少量添加剂与水搅拌，连续浇注在两层护面纸之间，再经过凝固成型、干燥而成的一种轻质建筑板材，具有质轻、高强、防火、便于加工等特点，可与轻钢龙骨及其它配套材料组成吊顶或轻质隔墙。从产业链上看，纸面石膏板上游原材料主要是工业副产石膏（绝大部分为脱硫石膏）和护面纸，主要的燃料为煤炭。

图表14 纸面石膏板产业链情况



资料来源: mybusiness.org, 平安证券研究所

图表15 纸面石膏板生产工艺



资料来源: mybusiness.org, 平安证券研究所

护面纸是以废纸/废纸板为原料生产的特种纸张，主要用于提高石膏板的强度。作为生产纸面石膏板的主要原材料，护面纸占石膏板总成本的比重超过 40%。护面纸的主要原材料为废纸，占其总成本比重达 80%。目前我国护面纸行业主要厂家合计年产能 100 万吨左右，与北新建材等 5 家主要石膏板企业形成了稳定的供货关系。2017 年下半年，在废纸价格快速上涨的驱动下，主要护面纸企业多次提价，助推公司石膏板迎来“涨价潮”。

其次，随着国内环保政策推进，脱硫石膏逐步替代天然石膏板成为了生产石膏板的主要石膏原料。脱硫石膏是石灰石/石膏湿法脱硫工艺的副产品，大部分产生自燃煤电厂。由于国内脱硫石膏产量丰富，一般石膏板企业会与相应的排放单位签订长期合作协议，价格较为稳定，目前脱硫石膏占石膏板总成本比重一般在 15%~20%左右。

在上游燃料动力方面，目前我国石膏板企业在煅烧石膏的过程中大部分企业以煤炭为燃料，占石膏板成本比重为 12-15%。近年来受环保趋严影响，小部分石膏板企业开始使用天然气作为煅烧石膏板的燃料。由于北新建材大力推行成本节约计划，煤耗得到明显下降，2016 年公司标煤单耗为 0.58kg/平米，较 1998 年（2.14kg/平米）下降了 73%，因为煤价对于公司的成本影响相对较小。

图表16 纸面石膏板价格影响因素分析



资料来源：平安证券研究所

2.2 废纸涨价叠加竞争结构优化，护面纸价格高位运行

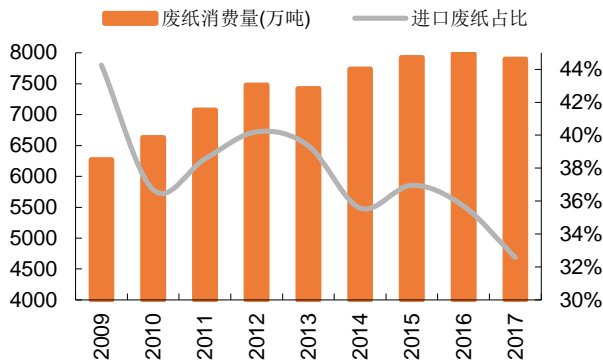
政策收紧导致外废进口缩减，国废价格淡季不淡

我国废纸对外依存度较高，2017 年我国共消费废纸 7896 万吨，其中进口废纸 2572 万吨，占比达 33%。从下游消费结构看，我国废纸主要用于生产箱板纸、瓦楞纸和白板纸，占总消费量比重分别为 42%、36%和 17%。

2017 年下半年以来，由于国内环保监管持续升级，我国废纸进口收紧的政策持续出台。7 月份，国务院发布了《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》，要求于 17 年年底全面禁止未经分拣的废纸等环境危害达的固废，并于 19 年年底以前逐步停止进口国内资源可以替代的固废（国废替代外废）。政策收紧导致国内废纸进口数量大幅缩减，纸企纷纷加大国废收购数量，导致国内废纸供应缺口凸显，国废价格快速上涨。此外，12 月生态环境部正式发布了《进口废纸环境保

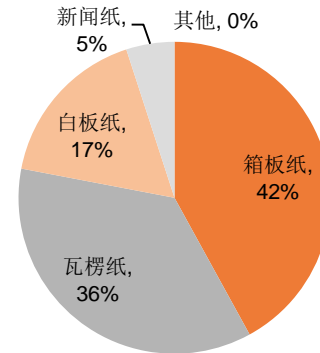
护管理规定》与《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板》，规定进口废纸含杂率从 1.5%大幅下调至 0.5%，并要求废纸进口的相关主体必须为年产能 5 万吨以上的生产企业，取消了贸易单位代理进口。一方面，进口废纸含杂率降低提高了外废的分拣要求，推动外废价格上涨；另一方面，随着废纸进口企业门槛大幅提升，小型纸企将无法获得生产原料，未来有望加速退出市场。

图表17 国内消费废纸中进口废纸占比达 33%



资料来源：卓创资讯，Wind，平安证券研究所

图表18 废纸下游需求以箱板纸、瓦楞纸为主



资料来源：卓创资讯，平安证券研究所

图表19 进口废纸相关政策情况

发布时间	发布单位	政策名称	相关内容
2017.07.27	国务院	《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》	要求全面禁止洋垃圾入境，完善进口固体废物管理制度；2017 年年底，我国将全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物（未经分拣的废纸）；2019 年年底，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。
2017.08.10	环保部	《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准（征求意见稿）》	1) 禁止了混合废纸的进口；2) 进口废纸含杂率由 1.5% 大幅度下调到 0.3%
2017.08.10	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》。
2017.12.15	环保部	《进口废纸环境保护管理规定》正式稿	规定废纸进口资质的相关主体为年产能 5 万吨以上的生产企业，取消贸易单位代理进口
2018.12.29	环保部	《进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板（GB16487.4-2017）》	进口废纸中其他夹杂物的比重由 1.5% 正式下调至 0.5%，于 2018 年 3 月 1 日正式实施

资料来源：国务院，环保部，平安证券研究所

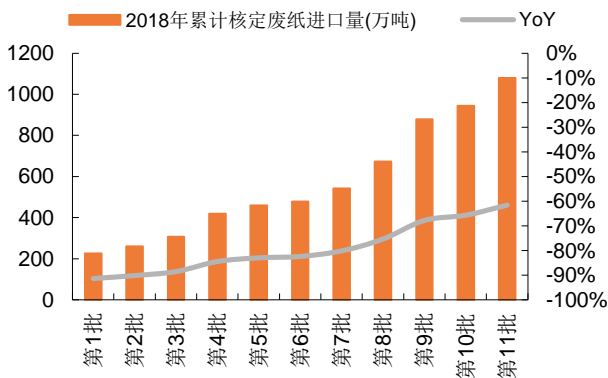
2018 年以来，受废纸进口政策收紧影响，我国废纸进口数量与进口配额大幅缩减，其中 2018Q1 我国废纸进口数量为 393 万吨，YoY-50%，2018 年前十一批固废进口审批结果共批复废纸进口配额 1079 万吨，同比减少 62%。由于废纸进口数量大幅减少，国内废纸供应紧张导致国废价格在淡季期间（2018 年 1-2 季度）持续上涨，目前国废均价（黄板纸）在 2633 元/吨左右，较 18 年年初上涨了 14.5%。较 17 年同期上涨了 71.0%。

图表20 2018年度纸进口数量大幅缩减



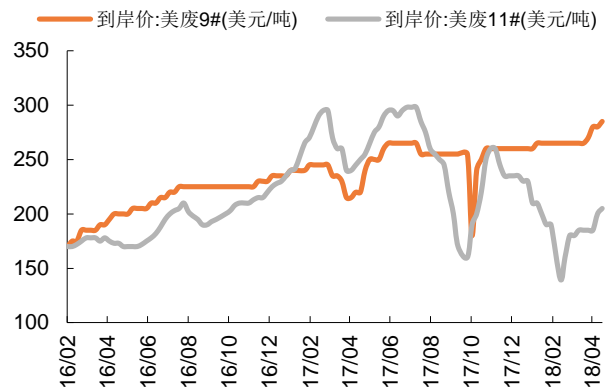
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表21 2018年度纸进口批复额度大幅缩减



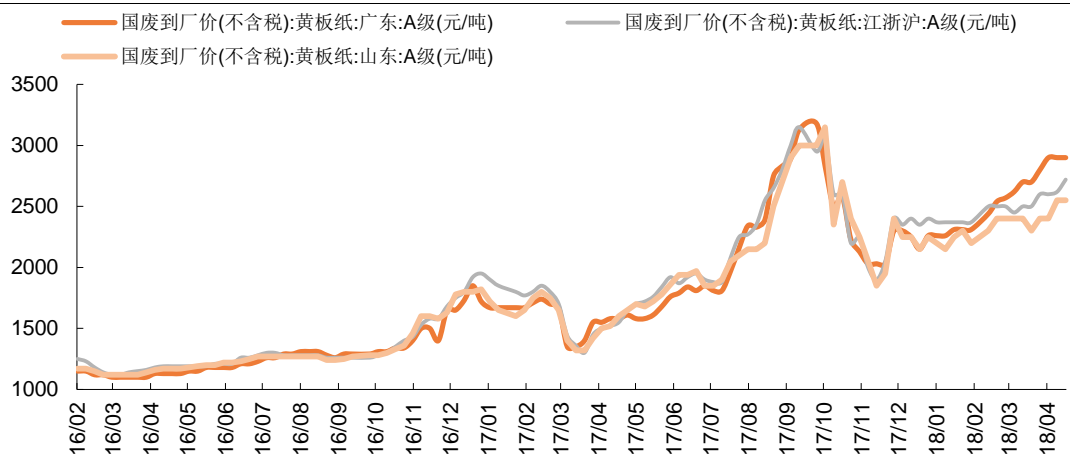
资料来源:环保部,平安证券研究所

图表22 2018年美废11#进口到岸价触底回升



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表23 2018年以来国废价格持续上涨



资料来源:Wind,平安证券研究所

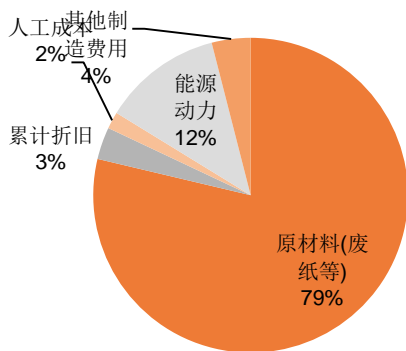
废纸提价叠加竞争结构优化，护面纸价格高位运行

从博汇纸业护面纸成本结构看，2017 年以废纸为主的原材料占护面纸总成本的比重达 79%，因而废纸价格对护面纸成本影响重大。原材料单耗方面，由于 2017 年下半年以来国内进口废纸供给大幅缩减，护面纸生产商开始使用国废替代部分美废生产护面纸，目前生产 1 吨护面纸需消耗废纸 1.2 吨，其中美废（美国废纸）0.55 吨，国废（国内废纸）0.65 吨。在外废供应受限，国内废纸价格持续提高的情况下，护面纸生产成本大幅提升，助推护面纸企业提价向下游转嫁成本。

护面纸行业整体规模较小，近年来受益造纸行业供给侧改革不断推进，护面纸行业集中度不断提升。据石膏建材协会估计，目前我国护面纸总产能预计在 100 万吨左右，行业呈现寡头垄断格局，前 4 家企业合计产能占比超过 90%，主要包括博汇纸业（产能 15 万吨）、山西强伟（产能 30 万吨）、华润纸业（产能 30 万吨）和泰山石膏旗下泰和纸业（产能 20 万吨，自供为主）等。

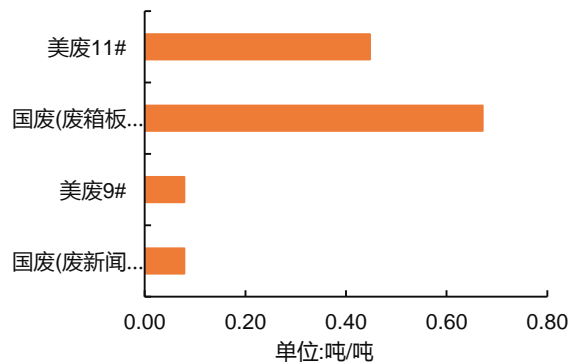
2017 年底，《进口废纸环境保护管理规定》正式出台，要求进口废纸的企业年产能不应小于 5 万吨，并具有与加工能力相适应的制浆，造纸等加工设备，取消了原有的贸易单位代理进口，未来有望助推护面纸小产能加速退出市场。

图表24 石膏板护面纸成本结构情况



资料来源：博汇纸业，平安证券研究所

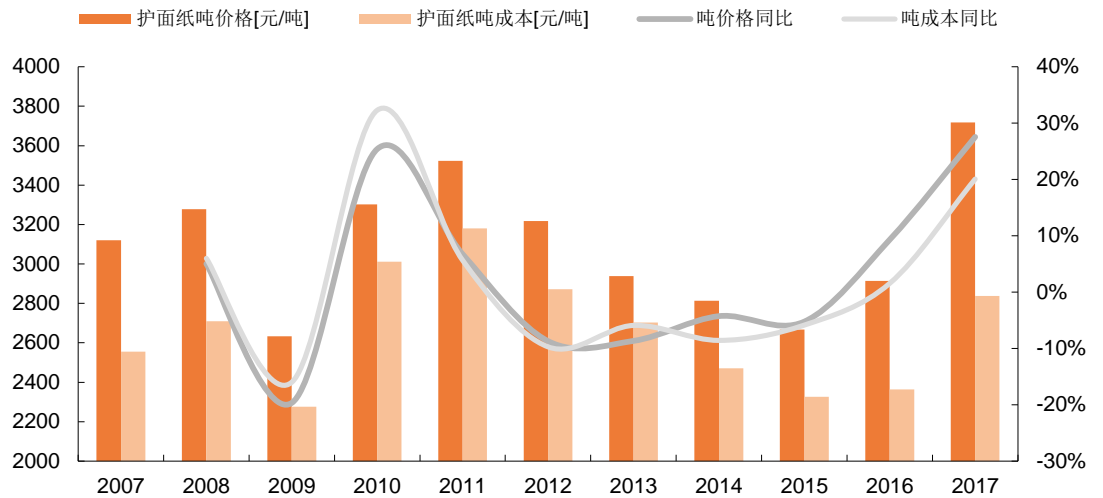
图表25 石膏板护面纸消耗废纸情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

受原材料废纸提价以及护面纸行业竞争结构优化推动，2017 年下半年护面纸企业积极向下游转嫁成本，对护面纸进行提价。2017 年，博汇纸业（北新建材护面纸供应商之一）护面纸单价（不含税）达到 3718 元/吨，同比增长+27.55%，为 2007 年以来价格高点；博汇护面纸吨成本为 2838 元/吨，同比增长+20.08%。2018 年以来国内护面纸价格持续高位运行，目前维持在 6500-7000 元/吨，较去年同期上涨 100%左右。

图表26 博汇纸业历年护面纸价格成本情况



资料来源：博汇纸业，平安证券研究所

2.3 公司定价权显著提升，18H2 石膏板将再迎“提价潮”

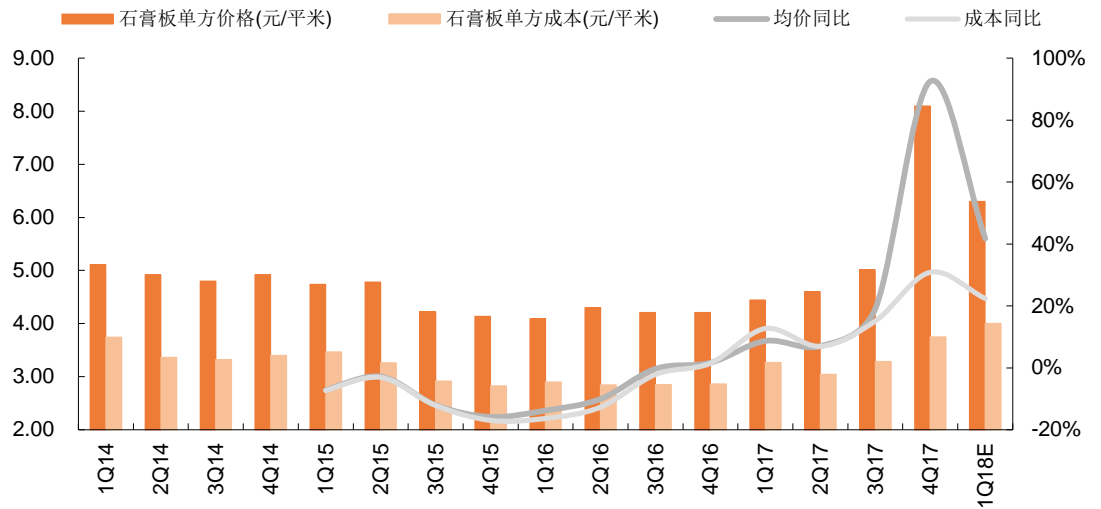
积极布局上游护面纸行业，构筑强大竞争优势

公司目前拥有护面纸产能 20 万吨，护面纸自给率达 27%，随着未来（预计 2019 年）公司新建 30 万吨护面纸生产线投产，公司护面纸自给率将 68%，对上游护面纸企业议价能力将进一步增强，生产成本将进一步降低。公司积极布局上游石膏板护面纸行业，目前公司旗下的泰和纸业拥有产能 20 万吨，按护面纸单耗 0.4kg/平米计算，2017 年护面纸自给率达 27%。通过对上游护面纸行业的布局，公司对其他护面纸企业的议价能力大大增强，有效降低了公司的生产成本。2018 年 4 月，泰和纸业与江苏华东造纸机械有限公司签订了纸机订购合同，未来将新建 1 条石膏板护面纸生产线，预计年产能 30 万吨。随着未来（预计 2019 年）生产线建成投产，公司护面纸的自供能力将大大增强（自给率将达到 68%），有利于公司进一步降低生产成本，提高盈利水平。

公司定价权显著提升，18H2 废纸紧缺重现将助推石膏板再迎“提价潮”

2017 年下半年，公司石膏板定价权显著提升，面对原材料/燃料价格的持续上涨，公司贯彻“价格-成本-利润”的经营模式，推行成本即时对比，通过分区域、分种类、分批次价格调整，实现石膏板量价齐升。2018Q3-Q4，公司石膏板单方成本分别达到了 3.3 元和 3.8 元，同比分别增长 15%和 22%，销售均价分别达到了 5.0 元和 8.1 元，同比分别增长 19%和 92%。公司石膏板业务毛利率持续提升，2017Q4 达到 54%。受春节停工等季节性因素影响，公司 2018Q1 毛利率有所回落，为 37%，同比增加+10pct，环比减少 17pct。

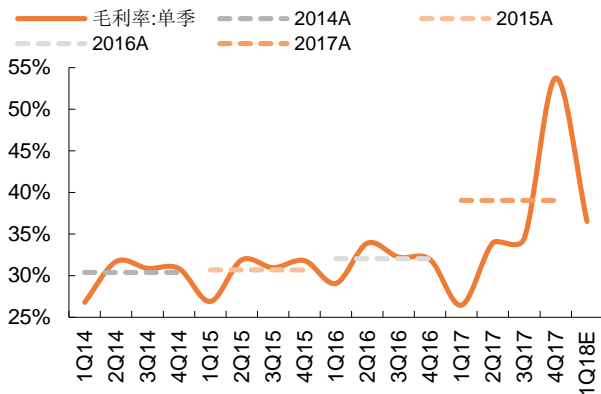
图表27 公司石膏板单季度价格/成本情况



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

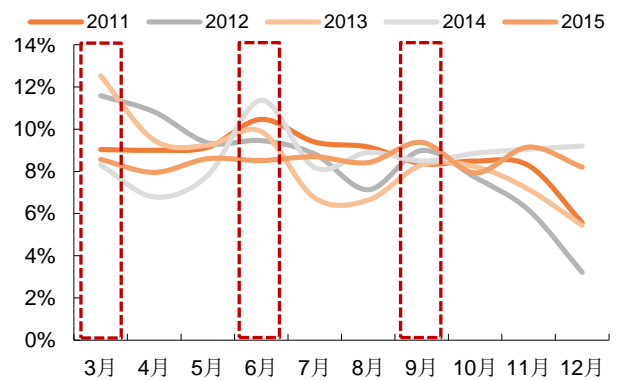
2018 年以来, 护面纸价格维持高位, 据我们估计, 2018Q1 公司石膏板单方成本达 4 元左右, 较 17 年同期上涨超过 20%, 销售均价达 6.3 元, 较 17 年同期上涨 42%。我们认为随着 2018 年下半年箱板纸/瓦楞纸 (废纸下游主要消费领域) 的消费旺季到来 (6 月、9 月), 废纸的供给缺口凸显将推动国废价格迎来新一轮上涨, 下游石膏板有望再次迎来“提价潮”。

图表28 公司石膏板业务单季度毛利率变动情况



资料来源: 博汇纸业, 平安证券研究所

图表29 历年各月份箱纸板产量占全年比重情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

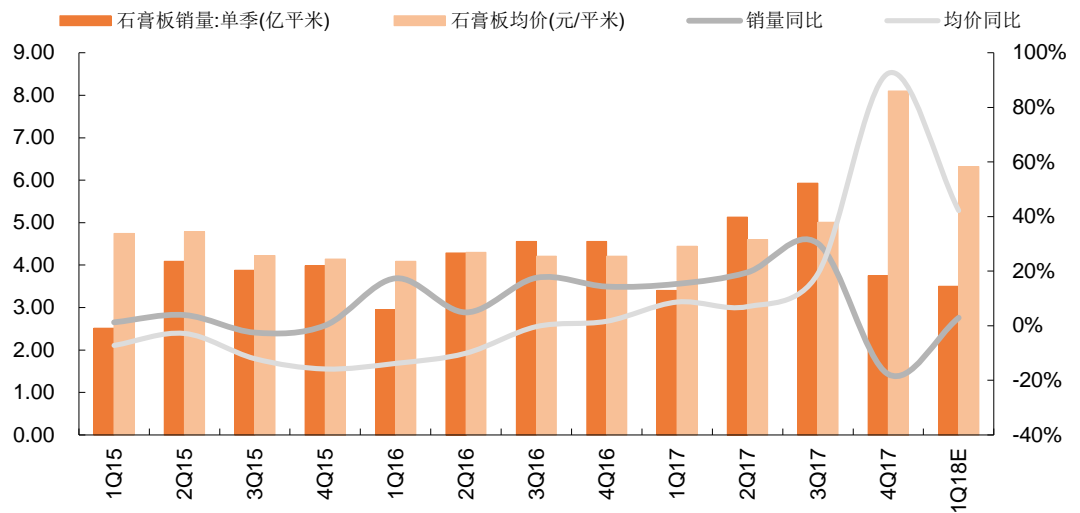
三、 供给侧改革加速落后产能淘汰， 公司有望持续受益

3.1 供给侧改革有望持续加码， 行业集中度提升大势所趋

受国内环保监管趋严以及冬季限产影响，2017 年全国共关停石膏板产能 2.5 亿平米，占全国总产能比重达 5%。其中，河北晋州地区关停了 12 条产能较小及环保不达标生产线，产能合计 1.5 亿平米左右；华东/华南地区关停了 5 条燃煤不达标生产线，产能合计 1 亿平米左右。

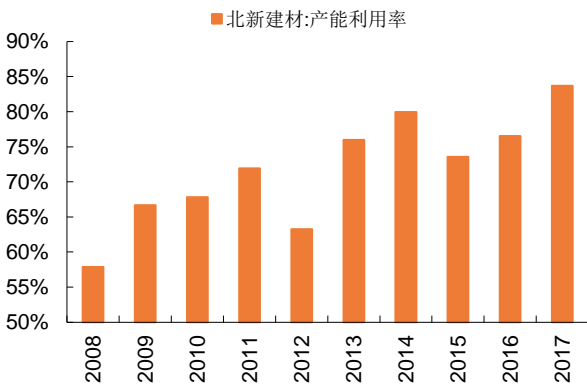
供给缩减导致订单向大企业集中，从北新建材看，17Q2-Q3 公司石膏板销量大幅提升，同比分别增长 20%和 30%。受冬季限产停工以及春节假期下游停工影响，17Q4-18Q1 产量增速有所回落。公司产能利用率持续提升，2018 年达到 84%，为历史高点。从外资企业看，2017 年下半年外资石膏板龙头优时吉博罗中国地区业务实现收入 0.90 亿澳元，同比增长+22%，半年度营收达到成立以来（2014 年成立）高点。

图表30 2017Q2-Q3 北新建材石膏板销量大幅提升



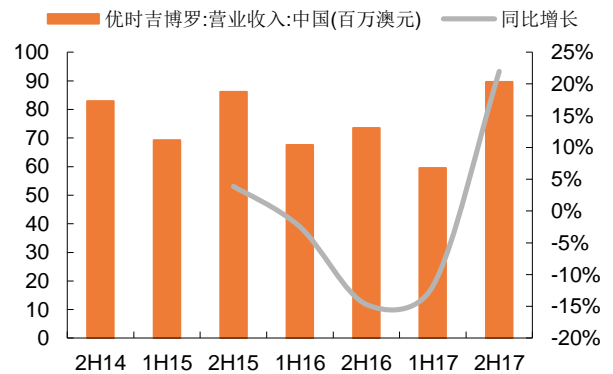
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表31 公司石膏板产能利用率达历史高点



资料来源：公司公告，平安证券研究所

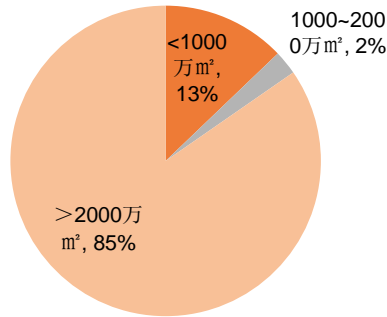
图表32 2017H2 优时吉博罗中国地区收入快速增长



资料来源：Boral，平安证券研究所

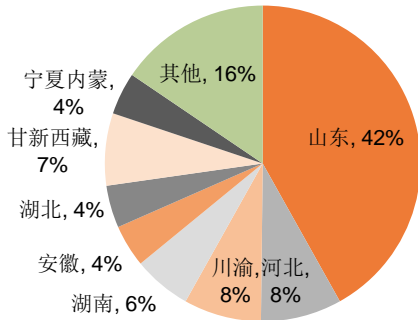
根据国家发改委 2013 年修订的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》，1,000 万平米/年以下的石膏板生产线被认定为淘汰类，3,000 万平米/年以下石膏板生产线被认定为限制类。据协会统计，目前我国石膏板行业总产能在 43 亿平米左右，其中大约有 5.5 亿平米左右的产能属于落后产能（单线产能小于 1000 万平米），占目前总产能比重在 13%左右。分地区看，落后产能总量前四大的省份地区分别为山东、河北、川渝和湖南，其中山东地区的落后产能占全国落后产能比重达 42%，落后生产线数量占全国落后生产线数量比重达 34%。由于石膏板小产能在燃煤废气排放和原材料使用（主要使用天然石膏）上较大型生产线差距明显，因此随着环保政策持续加码，石膏板行业落后产能有望加速淘汰，未来石膏板行业集中度有望持续提升。

图表33 不同规模的生产线产能占比情况



资料来源：建材联合会石膏建材分会，平安证券研究所

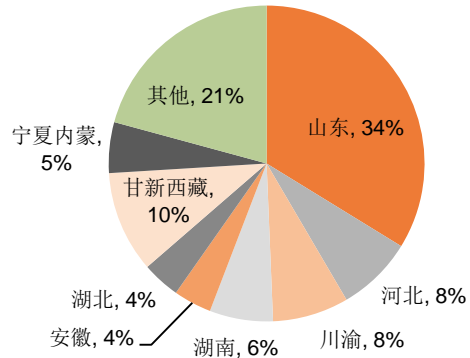
图表34 落后产能分地区占比情况（按产能计算）



备注：落后产能指单线年产能 < 1000 m² 的生产线

资料来源：建材联合会石膏建材分会，平安证券研究所

图表35 落后生产线数量分地区占比情况



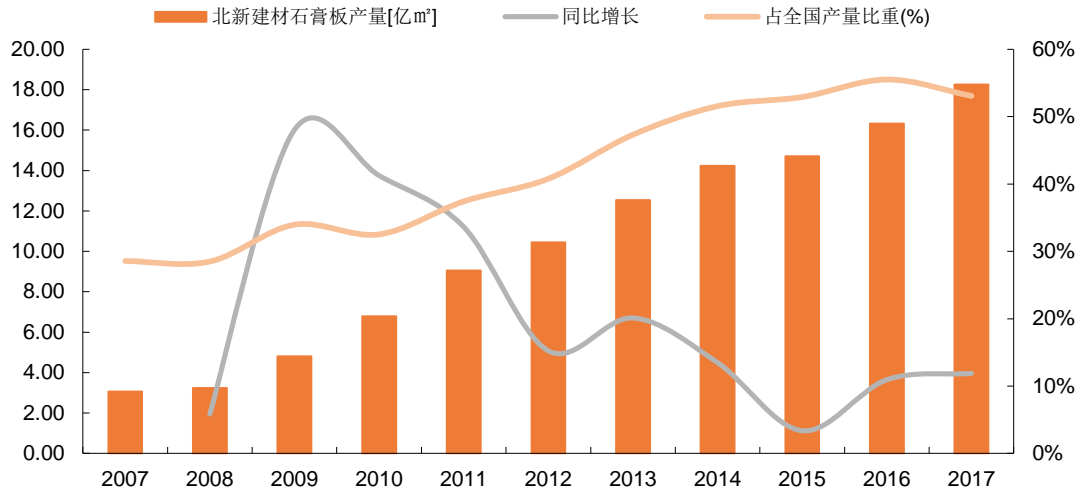
备注：落后产能指单线年产能 < 1000 m² 的生产线

资料来源：建材联合会石膏建材分会，平安证券研究所

3.2 公司产能稳步增长，定价权有望进一步增强

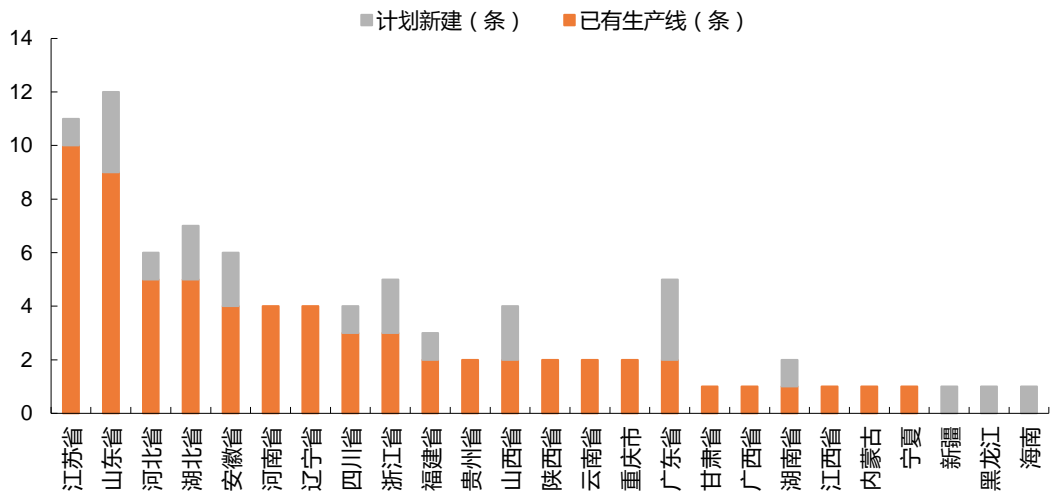
2017年公司石膏板（龙牌+泰山牌）实现产量18.26亿平米，同比增长+12%，占全行业产量比重达53%，市场份额保持稳步提升的态势。公司石膏板产能稳步增长，2017年达21.8亿平米，同比增长+2%。此外，公司还启动了30亿平米的产能布局规划，计划新增生产线21条，其中12条为龙牌石膏板生产线，9条为泰山牌石膏板生产线。随着生产线布局的进一步完善，公司市场控制力将进一步增强，定价权将进一步增强。

图表36 公司历年石膏板产量及市场份额情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表37 公司在建及拟建生产线情况

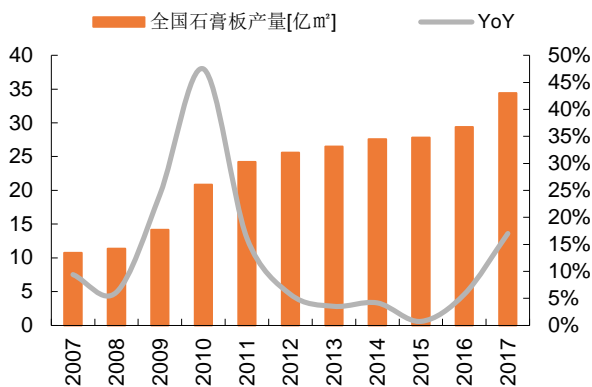


资料来源：公司公告，平安证券研究所

四、国内石膏板需求潜力巨大，公司成长空间无忧

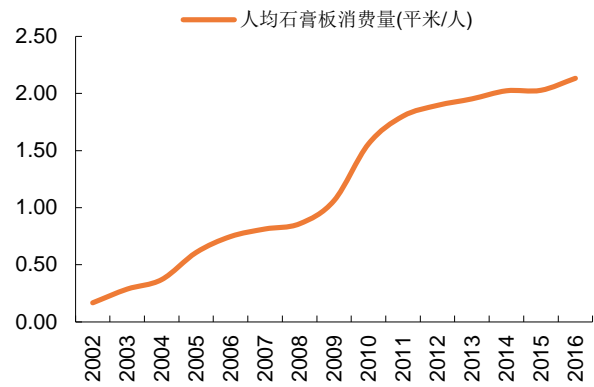
2015 年以来我国地产销售回暖，带动我国石膏板消费量保持稳健增长，2017 年我国石膏板产量达 34.4 亿平米，同比增长+17%。我国石膏板年人均消费量持续提升，2016 年达 2.13 平米/人，与美国/日本相比仍有较大差距。与发达国家主要用于住宅隔墙建设不同，目前我国石膏板应用主要集中在办公楼等公用建筑的隔墙/吊顶建设（公建/住宅：70%/30%），在时间节点上主要发生在办公楼的装饰装修阶段，因此我国石膏板产量同比增速与办公楼竣工面积同比增速相关性较高。

图表38 2017年全国石膏板产量达34.4亿平米, YoY+17%



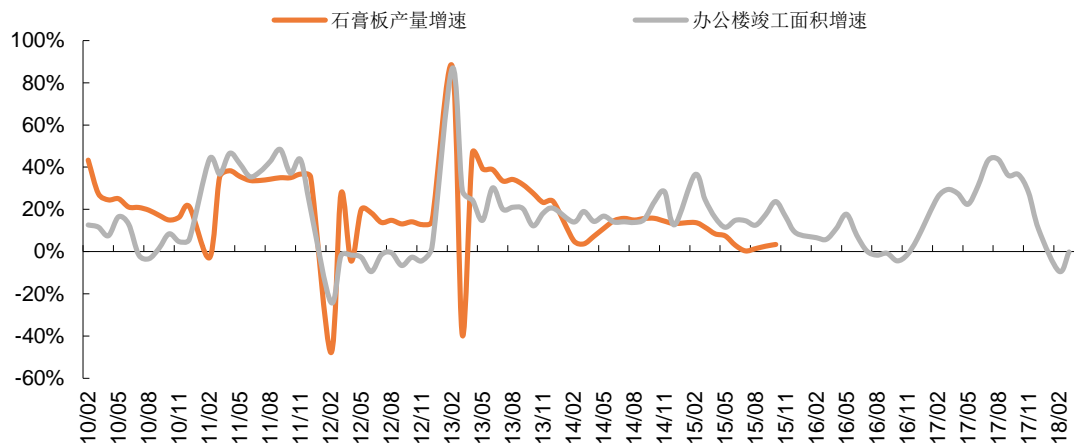
资料来源：建材联合会石膏建材分会，平安证券研究所

图表39 2016年我国人均石膏板消费量仅为2.1平米/人



资料来源：Wind，平安证券研究所

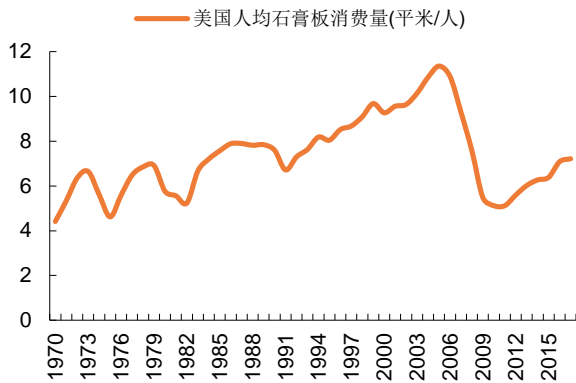
图表40 国内石膏板产量增速与办公楼竣工面积增速相关



资料来源：Wind，平安证券研究所

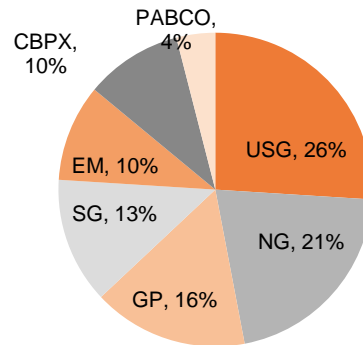
从海外经验看，美日两国石膏板行业发展均已进入存量市场，2016 年美国人均石膏板消费量为 7.08 平米/人（高峰期人均消费量为 11.35 平米/人），日本人均石膏板消费量为 3.93 平米/人（高峰期人均消费量为 5.46 平米/人）。从市场结构看，美日石膏板均经过了市场整合的阶段，目前分别呈现“七分天下”和“一家独大”的格局，目前龙头企业分别为优时吉（市场份额 26%）、吉野石膏（80%）。从下游市场需求看，美国石膏板下游需求以建筑维修与改造（占比 51%）和新建住宅为主（占比 39%），相比之下日本主要以住宅（占比 40%）和办公楼（占比 30%）为主。

图表41 2017年美国人均石膏板消费量为7.21平米/人



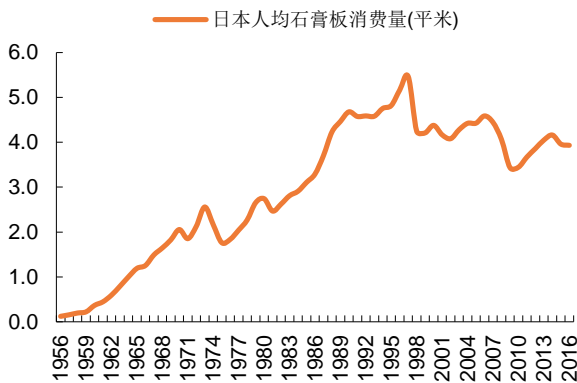
资料来源: 美国石膏协会, 平安证券研究所

图表42 2017年美国石膏墙板市场结构



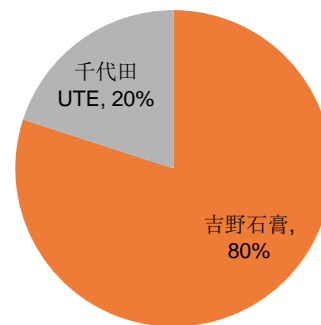
资料来源: CBPX, 平安证券研究所

图表43 2016年日本石膏板人均消费量为3.93平米/人



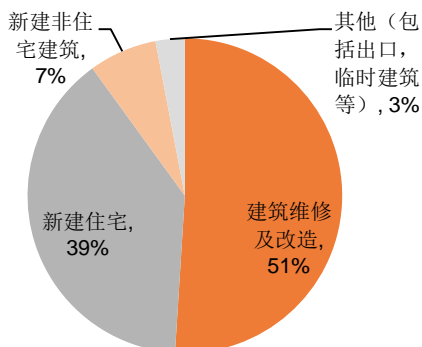
资料来源: 日本石膏板协会, 平安证券研究所

图表44 吉野石膏市场份额高达80%



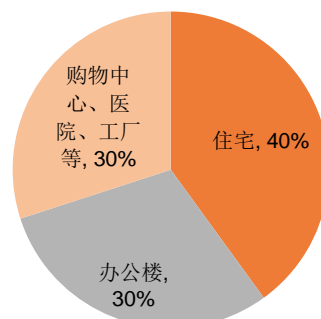
资料来源: Global Gypsum, 平安证券研究所

图表45 美国石膏板需求以新建住宅和建筑维修为主



资料来源: 美国石膏协会, 平安证券研究所

图表46 日本石膏板下游需求中住宅占比达40%

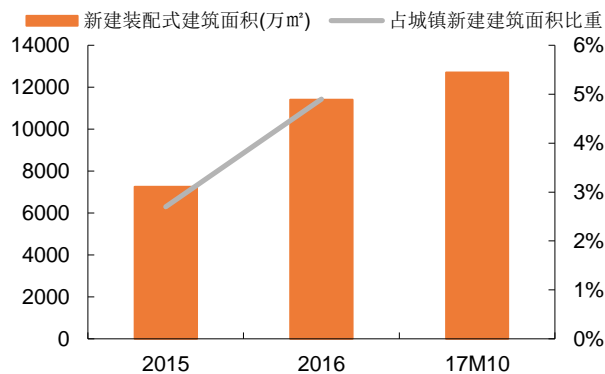


资料来源: Global Gypsum, 平安证券研究所

从短期看，2017 年我国办公楼销售面积同比增速达 24.3%，办公楼竣工面积同比增速达 10.4%，考虑办公楼装饰装修工程业务开展滞后于办公楼项目竣工，我们认为随着 2018 年施工旺季到来，石膏板的需求仍将持续释放，保持稳健增长。

从中长期看，我们认为随着未来装配式住宅（尤其是钢结构住宅）在国内持续大力推广，轻钢龙骨石膏板墙的应用将会从办公楼逐步向住宅领域拓展，轻钢龙骨墙体在隔墙中的渗透率将不断提升，打开石膏板在我国新的成长空间。2016 年以来，我国国内新建装配式建筑面积保持快速增长，2017 年 1-10 月我国新建装配式建筑面积达 1.27 亿平米，预计占城镇新建建筑面积比重超过 5%。未来装配式建筑面积的快速增长将为带动石膏板需求持续释放。

图表47 新建装配式建筑面积保持快速增长



资料来源：住建部，平安证券研究所

五、盈利预测与投资建议

2018 年以来，外废收紧导致国废价格持续上涨，国内护面纸价格高位运行，一季度公司石膏板均价同比增长超过 40%。我们假设 2018-2020 年公司石膏板均价同比分别上涨 23.0%/-1.0%/-1.5%，单方成本分别上涨 23.5%/-3.0%/-2.0%，公司石膏板销量同比增长 12%/14%/13%，预计 2018-2020 年营业收入增速分别为 35%/13%/11%。

受益环保政策趋严与供给侧改革持续加码，公司石膏板龙头地位持续稳固，未来定价权将不断提升。2018 年废纸供应缩减推升废纸/护面纸价，随着废纸消费旺季到来，公司石膏板有望再迎“提价潮”，助力公司 2018 年持续高增长。维持公司 2018-2020 年 EPS 为 1.91 元、2.29 元和 2.62 元，对应当前 PE 分别为 12.5 倍、10.5 倍和 9.1 倍，维持“推荐”评级。

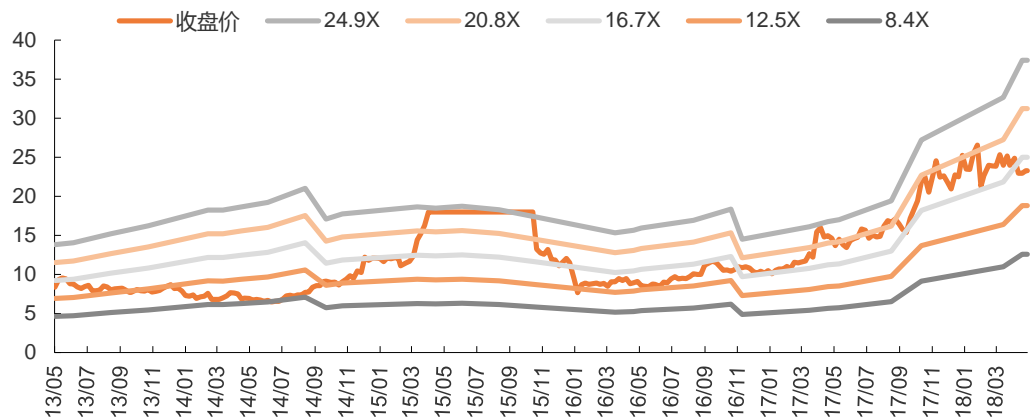
图表48 北新建材营业收入预测

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
公司合计							
收入	8,295	7,551	8,156	11,164	15,108	17,095	19,051
YoY	10.7%	-9.0%	8.0%	36.9%	35.3%	13.2%	11.4%
成本	5,815	5,191	5,368	7,008	9,457	10,498	11,631
毛利	2,480	2,360	2,788	4,156	5,651	6,597	7,420
毛利率(%)	29.9%	31.3%	34.2%	37.2%	37.4%	38.6%	38.9%
1) 石膏板							
收入	7,071	6,434	7,227	9,883	13,592	15,340	17,074

单位：百万元	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
YoY	11.4%	-9.0%	12.3%	36.8%	37.5%	12.9%	11.3%
成本	4,924	4,459	4,681	6,025	8,319	9,200	10,188
毛利	2,147	1,975	2,546	3,858	5,272	6,140	6,886
毛利率(%)	30.4%	30.7%	35.2%	39.0%	38.8%	40.0%	40.3%
2) 轻钢龙骨							
收入	610	523	609	891	1,114	1,337	1,537
YoY	4.7%	-14.3%	16.5%	46.2%	25.0%	20.0%	15.0%
成本	453	366	427		802	956	1,091
毛利	157	157	183		312	381	446
毛利率(%)	25.7%	30.0%	30.0%		28.0%	28.5%	29.0%

资料来源：wind，平安证券研究所

图表49 公司 PE-Bands



资料来源：Wind，平安证券研究所

六、风险提示

- 1、环保政策/供给侧改革执行不及预期致石膏板价格下跌：**2017年以来，由于我国环保政策加码以及冬季限产的影响，华北/华东/华南地区部分小石膏板生产线停产，行业供给减少有利于公司市场份额提升，公司作为行业龙头充分受益。如若未来石膏板行业环保政策/供给侧改革执行不及预期导致小产能复产，将引发石膏板价格下跌，对公司石膏板盈利水平造成不利影响；
- 2、房地产投资大幅下行导致石膏板需求萎缩：**石膏板的下游应用主要为房地产，目前70%的产品用于办公楼等公用建筑的隔墙/吊顶建设，30%的产品用于住宅吊顶建设，因而石膏板需求与房地产投资相关性较高。如果未来房地产投资大幅下行，或将导致石膏板需求出现萎缩，因此石膏板价格下滑，销量下滑，影响公司业绩增长；
- 3、原材料价格大幅上涨导致公司盈利能力降低：**由于在石膏板的成本结构中，占比较高的主要是脱硫石膏（成本占比15-20%）、护面纸（成本占比40%+）与燃料（主要为煤炭，成本占比12-15%）等，其中护面纸、煤炭等原燃料价格波动性较强。如果未来公司护面纸、煤炭等原燃料价格出现大

幅上涨，公司无法将成本压力及时向下游进行传导，将导致公司石膏板盈利水平降低，影响公司业绩增长。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	5531	7126	8531	10300
现金	614	755	698	724
应收账款	97	104	116	108
其他应收款	115	221	282	364
预付账款	312	484	522	669
存货	1260	1442	1788	2090
其他流动资产	3134	4119	5125	6345
非流动资产	10580	11942	13919	16587
长期投资	122	127	132	132
固定资产	7330	8209	9542	11279
无形资产	1621	1756	1884	2006
其他非流动资产	1506	1850	2361	3170
资产总计	16111	19068	22450	26887
流动负债	2896	3060	2814	2977
短期借款	800	1183	820	830
应付账款	726	825	828	833
其他流动负债	1371	1053	1166	1313
非流动负债	719	711	729	730
长期借款	287	270	266	247
其他非流动负债	431	441	462	483
负债合计	3615	3772	3543	3707
少数股东权益	80	97	118	142
股本	1789	1789	1789	1789
资本公积	3042	3042	3042	3042
留存收益	7583	10079	13070	16499
归属母公司股东权益	12415	15199	18789	23039
负债和股东权益	16111	19068	22450	26887

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2654	2781	3523	3969
净利润	2355	3436	4118	4718
折旧摊销	444	424	501	603
财务费用	94	101	106	100
投资损失	-49	-30	-40	-45
营运资金变动	-338	-1144	-1161	-1407
其他经营现金流	148	-5	-1	-1
投资活动现金流	-1831	-1766	-2637	-3425
资本支出	888	1342	1951	2647
长期投资	-894	-5	0	0
其他投资现金流	-1837	-429	-686	-778
筹资活动现金流	-1042	-1257	-560	-517
短期借款	-652	-0	20	10
长期借款	-430	-17	-3	-19
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他筹资现金流	40	-1239	-577	-508
现金净增加额	-219	-242	326	26

利润表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11164	15108	17095	19051
营业成本	7008	9457	10498	11631
营业税金及附加	155	208	234	259
营业费用	344	468	513	562
管理费用	774	997	1094	1143
财务费用	94	101	106	100
资产减值损失	26	16	18	20
公允价值变动收益	-6	1	1	1
投资净收益	49	30	40	45
营业利润	2741	3890	4673	5381
营业外收入	79	110	130	140
营业外支出	131	140	150	160
利润总额	2689	3860	4653	5361
所得税	334	425	535	643
净利润	2355	3436	4118	4718
少数股东损益	11	17	21	24
归属母公司净利润	2344	3418	4097	4695
EBITDA	3186	4335	5205	6007
EPS(元)	1.31	1.91	2.29	2.62

主要财务比率

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入(%)	36.9	35.3	13.2	11.4
营业利润(%)	63.6	41.9	20.1	15.2
归属于母公司净利润(%)	100.2	45.8	19.9	14.6
获利能力				
毛利率(%)	37.2	37.4	38.6	38.9
净利率(%)	21.0	22.6	24.0	24.6
ROE(%)	18.8	22.5	21.8	20.4
ROIC(%)	16.6	20.3	20.4	19.3
偿债能力				
资产负债率(%)	22.4	19.8	15.8	13.8
净负债比率(%)	8.4	5.0	2.5	2.0
流动比率	1.9	2.3	3.0	3.5
速动比率	1.5	1.9	2.4	2.8
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	108.3	150.0	155.0	170.0
应付账款周转率	10.3	12.2	12.7	14.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.31	1.91	2.29	2.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.35	1.56	1.97	2.22
每股净资产(最新摊薄)	6.94	8.50	10.50	12.88
估值比率				
P/E	18.3	12.5	10.5	9.1
P/B	3.5	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.6	9.9	8.2	7.0

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 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PINGAN SECURITIES

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