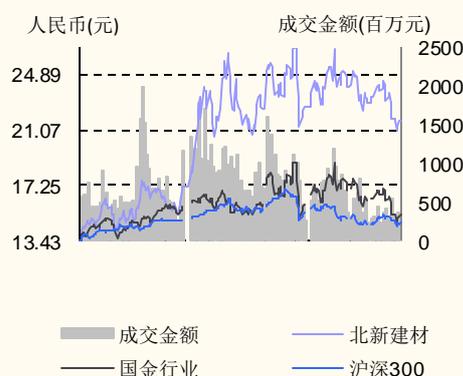


市场价格 (人民币): 21.75 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,413.98
总市值(百万元)	38,901.61
年内股价最高最低(元)	26.73/13.43
沪深 300 指数	3807.58
深证成指	10204.32



龙头稳固扩张成本优势，行业景气助力业绩高增

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.655	1.380	1.963	2.227	2.627
每股净资产(元)	5.80	6.94	8.87	11.06	13.65
每股经营性现金流(元)	0.95	1.48	2.06	2.35	2.65
市盈率(倍)	15.72	16.31	11.86	10.46	8.86
净利润增长率(%)	30.57%	110.76%	42.27%	13.43%	17.98%
净资产收益率(%)	11.29%	19.88%	22.13%	20.13%	19.24%
总股本(百万股)	1,788.58	1,788.58	1,788.58	1,788.58	1,788.58

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **量：三大政策推动+家装渗透率提升扩容行业需求，新增产能落地促销量稳增长。** 1) 回顾历史：市场一般认为石膏板行业景气度受建筑竣工面积增速的影响，自 2016 年以来，公司产量增速和竣工面积增速背离，2017 年，建筑行业口径下的公建/住宅竣工面积同增 3%/-7%，公司石膏板销量同增 11%。我们认为，需求端（政策端新型建材和装配式建筑的大力推进、消费者观念转变下住宅装修石膏板渗透率的提升）+供给端（落后产能出清下公司市占率提升）从两个维度推动公司销量稳步增长。2) 展望未来：①从行业层面来看，政策端：绿色建材推广（2020 年绿色建材应用比例超 40%）、墙体材料改革（2020 年新建建筑中新型墙体占比达 80%）、装配式建筑发展（2020 年装配式建筑占比达 20%以上）为石膏板行业提供三重加速度；下游市场端：公装短期复苏长期稳健发展（2018-2020 年竣工面积同增 8%/5%/4%）、家装渗透率提升（国内家装用量占比仅 30%，美国占比达 80%）。②从公司层面来看，公司目前市占率达 58%，较成熟市场龙头 70% 以上的市占率尚有差距，公司 2017 年制定了新投资建设/再投资共计 12+9 条石膏板生产线，新增产能达 30 亿平方米（2017 年产能 22 亿平方米），伴随新增产能落地，预计 2018-2020 年公司销量同增 8%/10.5%/15.4%。
- **价：2018 年均价中枢上抬，废纸上涨影响有限。** 1) 收入端：①公司作为石膏板绝对龙头，营销布局充足，定价话语权强。②公司于 2017 年 Q3 提价，石膏板全年均价同增 23%，我们估算 Q3 提价幅度高于 68%，即使在 2018 年不涨价的预期下，预计 2018 年均价同增 30%。2) 成本端：①护面纸（占成本的 30%）：考虑环保部关于废纸的禁令主要从 2017 年年末实施，预计 2018 年度纸价格持续上涨，假设 2018 年度纸上涨 40%/80%的情况下，公司综合成本上涨 10%/19%，废纸上涨对综合成本影响较为有限。②石膏原料（占成本的 20%）：公司率先使用脱硫石膏，加大与电厂合作，垄断脱硫石膏资源（市占率达 77%），成本优势显著，预计脱硫石膏单价未来维持稳定。

投资建议：

- 我们预计公司 2018/2019 年 EPS 分别为 1.96/2.22 元/股，给予公司目标价 25.48 元（13×2018EPS）。

风险：

- 宏观经济不及预期，房地产宏观政策调控，原材料价格波动风险。

相关报告

- 1.《Q3 业绩超预期，全年业绩高增长可期-北新建材公司点评》，2017.10.15
- 2.《石膏板龙头，环保+装配式建筑助力再起航-北新建材公司深度研究》，2017.9.4

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号：S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

内容目录

一、石膏板领域绝对龙头，产品畅销，产能扩张业绩迎新气象.....	4
二、定价权与成本优势明显，公司盈利能力突出.....	5
1.石膏板市占率高，营销布局充足，定价话语权强.....	5
2.原材料来源稳定，公司控制成本能力更具优势.....	6
3.产能调整助长行业集中度，公司市占率与定价权进一步抬升.....	9
4.市占率与成熟市场龙头存在差距，进一步提高市占率成为公司战略.....	11
5.产品价格提升，推动公司业绩增长.....	11
三、新型建材+装配式稳步推进，石膏板市场迎来增量.....	12
四、公装市场短期复苏，长期仍将稳定扩张.....	15
五、住宅装修市场潜力巨大，观念改变带来新增量.....	16
六、盈利预测与估值.....	18
1.业绩预测.....	18
2.估值.....	19
七、风险提示.....	20

图表目录

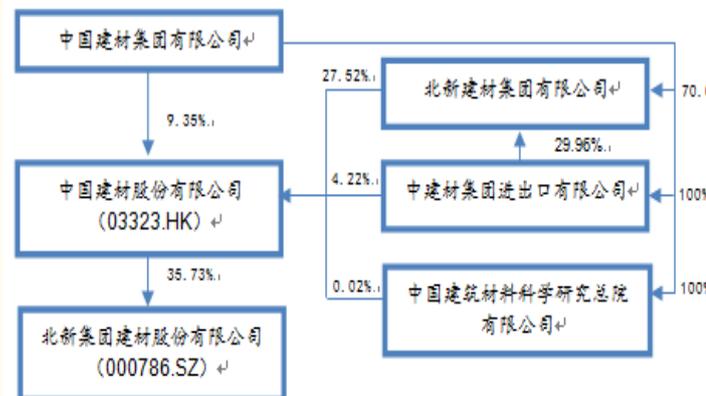
图表 1：公司股权结构图.....	4
图表 2：品牌价值再创新高.....	4
图表 3：石膏板业务发展历程.....	4
图表 4：全国生产线布局图.....	5
图表 5：石膏板产能不断扩张.....	5
图表 6：公司为全国 70%以上的大型建筑提供建材.....	5
图表 7：石膏板为绝对主营产品（营收：亿元）.....	6
图表 8：石膏板销量稳步提升.....	6
图表 9：北新建材石膏板产销率近 100%.....	6
图表 10：2017 年公司石膏板成本结构.....	7
图表 11：公司石膏板生产各成本单耗呈逐年下降趋势.....	7
图表 12：外废进口政策限制石膏板生产原材料来源.....	8
图表 13：进口废纸量大幅减少（美元/吨）.....	8
图表 14：黄板纸 2017 年下半年起价格攀升（元：吨）.....	8
图表 15：脱硫石膏生产流程图.....	9
图表 16：脱硫石膏在不同领域中的使用比例.....	9
图表 17：发改委要求下石膏板产业调整对公司利大于弊.....	10
图表 18：北新建材石膏板营业收入、净利润逐年提升.....	10
图表 19：北新建材石膏板毛利率逐年提升.....	11
图表 20：北新建材石膏板营收提升快于成本增速.....	11

图表 21: 日本吉野石膏市占率达到 80%.....	11
图表 22: 北新建材市占率仍有较大提升空间.....	11
图表 23: 北新建材石膏板自提价后营业收入大幅提高.....	12
图表 24: 北新建材石膏板自提价后毛利率大幅提高.....	12
图表 25: 2016 年以后, 公司产量增速和房屋竣工面积增速背离.....	12
图表 26: 石膏板性能良好.....	12
图表 27: 绿色建材相关政策持续推进.....	13
图表 28: 石膏板仓储运输成本高.....	15
图表 29: 预计 2017 年住宅/公建石膏板单位用量 0.6/3 平米.....	15
图表 30: 预计 2018-2020 年新建公共建筑面积同增 7%/6.3%/3.5%.....	15
图表 31: 预计 2018-2020 年改造性公装面积同增 9%/4%/4%.....	16
图表 32: 国内石膏板市场与发达国家差距大.....	17
图表 33: 中国住宅领域石膏板隔墙使用率低.....	17
图表 34: 近五年公司与多家房地产商签订战略合作协议, 抢占家装消费市场.....	17
图表 35: 预计 2018/2019/2020 年公司营收达 155/174/204 亿元 (单位: 百万元)	18
图表 36: 预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润达 35/40/47 亿元 (单位: 百万元)	19
图表 37: 公司过去五年的平均估值水平在 16.8 倍.....	20

一、石膏板领域绝对龙头，产品畅销，产能扩张业绩迎新气象

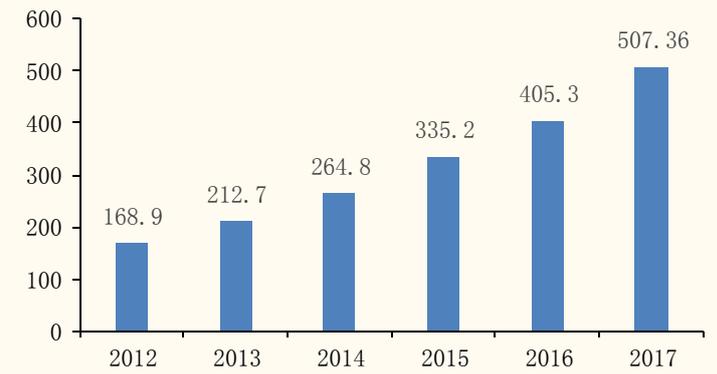
- **国资背景实力雄厚，品牌打造获市场认可。**北新集团建材股份有限公司是国务院国资委直属管理央企中国建材集团旗下，一家集品牌、研发、生产、销售及服务为一体的综合性新型建材产业集团。1997年6月6日公司在深交所挂牌上市；2005年3月，收购山东泰和42%股份，形成“龙牌”与“泰山”两大石膏板品牌，成为中国石膏板行业在品牌、技术、质量、规模方面的龙头。公司品牌价值逐年攀升，2017年达507亿元，位居中国500最具价值品牌73位；公司连续7次入选“亚洲品牌500强”，位居亚洲品牌建材行业前三强。

图表 1：公司股权结构图



来源：公司公告,国金证券研究所

图表 2：品牌价值再创新高



来源：公司公告,国金证券研究所

图表 3：石膏板业务发展历程

时间	事件
2004	建成国内最先进 3000 万平米/年生产线 以工业副产为原料的生产线建成
2005	改造原有生产线为 100%全工业副产石膏生产 收购泰山石膏 42%股权 引进 5000 万平米/年生产线 脱硫石膏产生
2006	持有泰山石膏 65%的股份，控股泰山石膏 通过股权转让收购东联投资全部股权，间接持有泰山石膏 23%股份
2012	世界最大石膏板产业集团
2016	发行股份购买泰山石膏剩余资产成为全资子公司

来源：公司公告，国金证券研究所

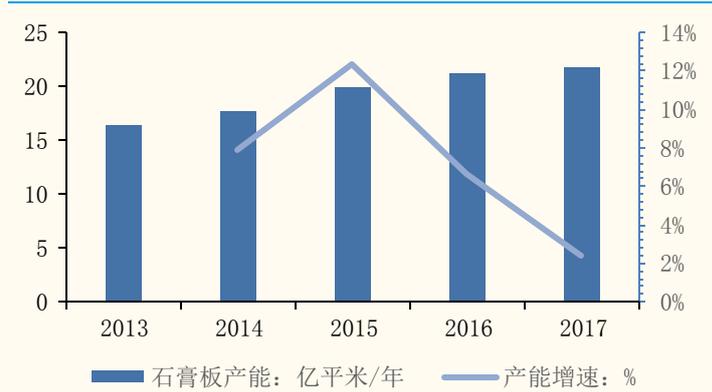
- **产能计划更上层楼。**2017年公司石膏板产能21.82亿平米，年度内公司开启新一轮产能计划，制定了新投资建设/再投资共计12+9条石膏板生产线的产能布局，21条石膏板生产线建成投产后，公司石膏板总产能将达到30亿平方米，新增产能近37%。公司遍布全国的石膏板生产线与营销网络全面覆盖我国石膏板中、高档市场，现已遍布全国各大城市及发达地区县级市。目前全国70%以上的知名建筑采用了龙牌系列产品，石膏板广泛应用于国内政府建筑、会展与商业中心、高端酒店、住宅、工程项目，及国际大型项目。

图表 4：全国生产线布局图



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 5：石膏板产能不断扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司为全国 70%以上的大型建筑提供建材

项目类型	项目案例
政府项目	国家大剧院、山西省博物馆、湖北图书馆、四川非物质文化遗产交流中心 太原火车站、武汉火车站、南京火车站、哈尔滨地铁枢纽中心、长沙黄花机场等交通枢纽项目 厦门国税大厦、湖南省建设厅办公楼、长春高等法院、武汉东湖会议中心、长沙检察院、南昌宾馆、未来科技城中国国电办公楼、湖南省国税局
商业地产 高端酒店 精装楼盘 地标建筑	乌镇互联网国际会展中心、国家会展中心、杭州博览中心、云南滇池国际会展中心 阿里巴巴在杭州西溪湿地“淘宝城”项目、京东方成都“超级工厂”项目 武汉 CBD 项目、广州东塔（周大福金融中心）、深圳平安国际金融中心项目、东北世贸广场、开元环球中心、青岛国际金融中心、中航上海商飞大楼 天津 117 大厦、世茂海峡大厦、692 米上海中心、上海新月环球中心、望京 SOHO 高端住宅：北京林肯公园、英特宜家、紫御华府、红玺台、华润银湖蓝山高档住宅、海南陵水清水湾棕榈泉花园项目 精品酒店：全国万达广场、凯宾斯基、长白山柏悦酒店、希尔顿酒店、万达康莱德（六星级）、上海香格里拉酒店、三亚美丽之冠七星酒店
工程项目	第一高楼：京基 100 大厦、开元国际、武昌保利广场 西安三星（中国）半导体项目 北京中石油钻井研发中心 1 号楼 北京用友软件园区外装工程 浙江秦山核电站扩建项目（6 层吊顶 66 分贝高隔声）

来源：公司公告，国金证券研究所

- **积极扩展海外业务。**公司 2018 年在坦桑尼亚成立控股子公司，并收购了当地最大石膏板厂阳光石膏板公司，开始坦桑尼亚石膏板市场的开拓，预计一至两年收回成本。这是公司开拓海外业务的一次大胆尝试，根据其成效，公司将决定下一步的海外业务布局，海外市场的开拓势必会带来新的石膏板需求增量。

二、定价权与成本优势明显，公司盈利能力突出

1. 石膏板市占率高，营销布局充足，定价话语权强

- **主营产品石膏板占据市场半壁江山。**公司自成立起主营石膏板业务，营收占比由 2003 年的 23.68% 提升至 2017 年的 88.53%。公司通过生产线扩张与技术优化、收购泰山石膏拓展石膏业务版图，2012 年成为全球第一大石膏板生产企业。2017 年公司石膏板产量达 18.26 亿平米（+11.89%），销量 18.21 亿平米（+11.38%），产销率近 100%，国内市场份额近 60%。同为高端品牌市场的可耐福、博罗、圣戈班等企业年产能均在 1 亿平米上下或千万平米数量级；中低端市场以公司旗下泰山牌一家独大。

图表 7：石膏板为绝对主营产品（营收：亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

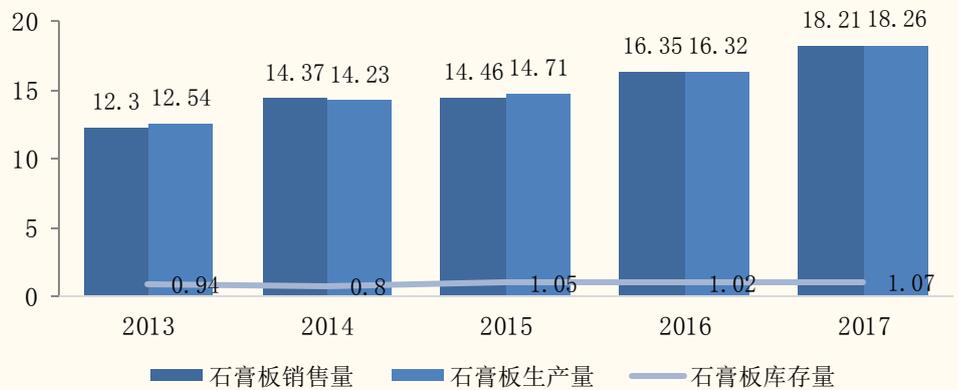
图表 8：石膏板销量稳步提升



来源：公司公告，国金证券研究所

- **销售渠道随产业布局下沉，营销网络合理，产销率高。**经销商销售是公司石膏板的主要销售渠道。相比中小厂家，公司品牌竞争优势明显。随着公司实施聚焦和渠道下沉策略，公司将继续在三、四线城市及县乡发展经销渠道，并进军新农村改造及保障性住房建设。泰山石膏采用“全渠道销售模式”，销售渠道包括建材市场经销商、特定用途的基材及战略合作项目。“龙牌”与“泰山”资源整合，销售渠道可以得到更好的利用与拓宽，减少内部竞争，更有效的提高产品的市场占有率及上市公司未来的盈利能力，增强抵御风险的能力。公司营销布局充分，销售网络合理，拥有较高的产销率，产量对于市场需求量满足度高；同时保证公司库存量少，存货成本低，增强了公司控制成本能力。

图表 9：北新建材石膏板产销率近 100%

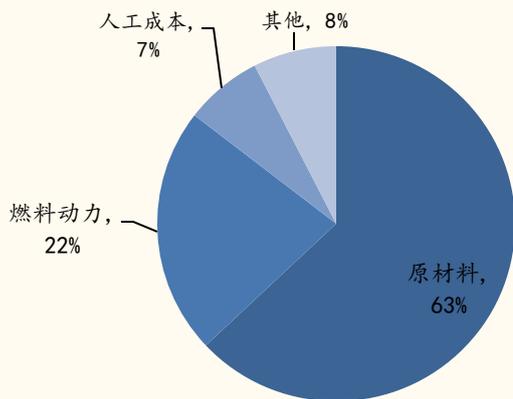


来源：公司年报，国金证券研究所

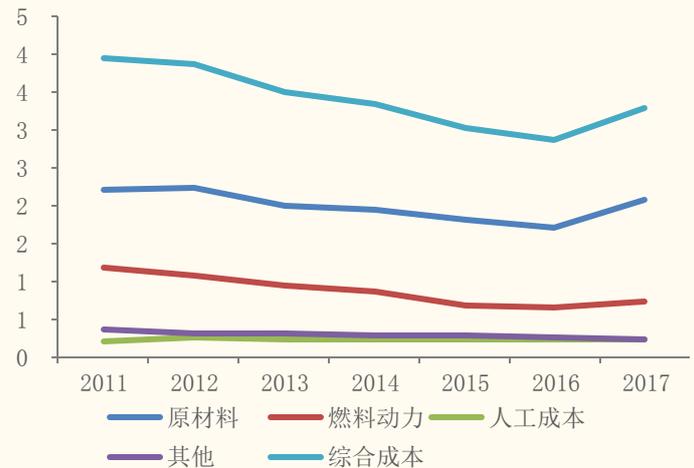
2. 原材料来源稳定，公司控制成本能力更具优势

- **2017 年受原材料上涨影响至公司单方成本提升。**1) 公司石膏板单方成本 2012 年-2016 年间逐年下滑，从 2012 年的 2.23 元下降至 2016 年的 1.7 元，2017 年单方成本同增 15%至 2.08 元。2) 从细分科目来看，公司石膏板成本由原材料、燃料、人工成本与其他成本构成，2017 年占比分别为 63%/22%/7%/8%，2011-2016 年间各项成本均处于下降通道，2017 年原材料/燃料动力同增 22%/12%至公司单方成本提升。

图表 10: 2017 年公司石膏板成本结构



图表 11: 公司石膏板生产各成本单耗呈逐年下降趋势



来源: 公司年报, 国金证券研究所

来源: 公司年报, 国金证券研究所

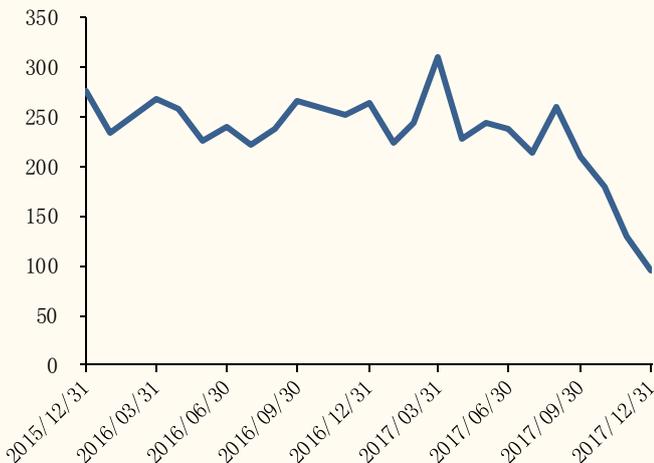
- 预计废纸继续上涨但对公司毛利率影响有限, 脱硫石膏单价维持稳定。1) 公司原材料主要由护面纸和石膏原料组成, 其中护面纸约占成本的 30%, 石膏原料约占成本的 20%。2) 护面纸的主要原材料是废纸, 占总成本的 80%。2017 年环保部颁布关于废纸的三项通知并于 2017 年年末实施, 截止 2018 年 5 月底, 国废(黄板纸)上涨 38%, 考虑废纸在公司总成本的比例约 24%, 假设 2018 年黄板纸上漲 40%/80%, 最保守的情况下, 公司综合成本同增 10%/19%。3) 脱硫石膏绿色环保、价格低廉, 公司凭借先发优势+区域优势(公司和各大电厂深度合作, 在电厂附近设立石膏厂, 考虑脱硫石膏运输半径有限, 相当于垄断了脱硫石膏资源), 占到所有脱硫石膏建材领域利用量的 77%, 成本优势显著, 预计脱硫石膏单价未来维持稳定。4) 受 2017 年度废纸价格上涨的影响, 公司于 2017 年 Q3 提价, 假设公司 2018 年全年与 2017 年年末维持不变, 2018 年均价中枢上台, 保守估计 2018 年价格同增 30%, 废纸上涨对公司毛利率影响有限。
- 护面纸: 价格持续上行, 公司强议价能力+自持护面纸厂, 成本控制能力显著
 - 纸面石膏板 70%的抗弯强度来自于护面纸, 护面纸对石膏板的重要性不言而喻, 护面纸的价格波动是导致公司 2017 年原材料成本上行的主要原因。
 - 进口废纸被限, 国废价格一路飘红。1) 护面纸的主要原材料是废纸, 约占护面纸成本 80%, 因此废纸价格变动在一定程度上决定了护面纸的价格走势。2) 目前我国废纸以进口的外废为主, 2017 年我国进口废纸达 2572 万吨, 约占废纸使用量的 33%, 其中美国废纸进口量 1157 万吨, 约占我国废纸进口总量的 45%。3) 2017 年环保部颁布四项通知, 包括“2017 年底起不再接收包括废弃塑料、废纸等外来垃圾”, “2017 年年底, 禁止进口生活来源废塑料、未经分拣的废纸以及纺织废料、钕渣等品种”、“未经分拣的废纸从“限制类”调整至《禁止进口固体废物目录》名下”, “申请进口废纸许可的加工利用企业生产能力不小于 5 万吨/年”。2017 年下半年起, 进口废纸急速下降, 2017 年下半年起中国进口废纸量下降明显, 2017 年下半年国内进口废纸数量为 1086 万吨, 较上半年同比下降 27%, 较 2016 年下半年同比下降 24%。3) 随着进口废纸的收紧与价格的提升, 国内废纸作为唯一替代品需求进一步提高, 价格上涨明显, 国废品种之一的黄板纸作为护面纸主要原材料迎来价格高升, 以江浙沪一带黄板纸为例, 黄板纸 2017 年下半年均价 2378 元/吨, 较上半年价格同比上升 39%, 较 2016 年下半年同比上升 72%。4) 考虑三大禁令主要从 2018 年开始实施, 预计 2018 年度废纸价格仍处于上行通道, 2018 年 5 月 23 日, 黄板纸(护面纸主要原料)价格创新高达 3450 元/吨。

图表 12：外废进口政策限制石膏板生产原材料来源

时间	发布部门	名称	政策内容
2017.7.18	环保部	正式通知世界贸易组织	从 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。
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》	1)2017 年 7 月底前，调整进口固体废物管理目录； 2)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； 3)逐步有序减少固体废物进口种类和数量,分批分类调整进口固体废物管理目录，大幅减少固体废物进口种类和数量； 4)提高固体废物进口门槛,进一步加严标准，提高进口废纸加工利用企业规模要求； 5)提高国内固体废物的回收利用率，到 2020 年，将国内固体废物回收量由 2015 年的 2.46 亿吨提高到 3.5 亿吨。
2017.8.10	环保部、商务部、发改委、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)、纺织废原料(11 个品种)、钒渣(4 个品种)等 24 种固体废物，从《限制进口类可用作原料的固体废弃物目录》调整列入《禁止进口固体废弃物目录》。
2017.12.14	环境保护部	《进口废纸环境保护管理规定》	申请进口废纸许可的加工利用企业生产能力应不小于 5 万吨/年，并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备

来源：国务院办公厅，环保部，国金证券研究所

图表 13：进口废纸量大幅减少(美元/吨)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 14：黄板纸 2017 年下半年起价格攀升(元：吨)

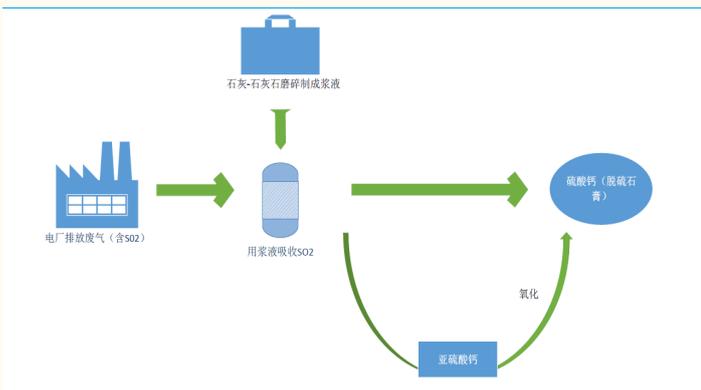


来源：Wind，国金证券研究所

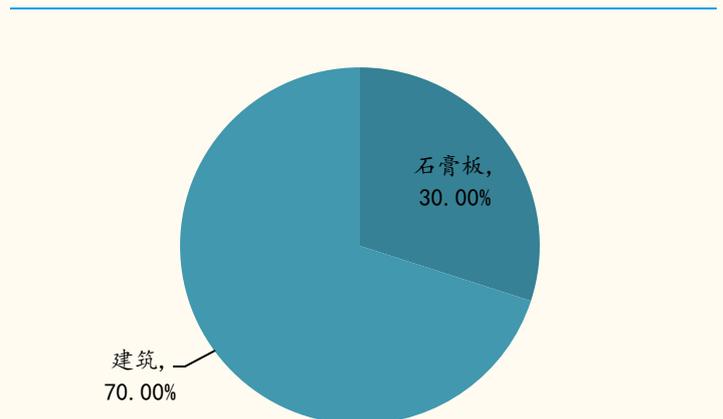
- 护面纸属寡头竞争市场，公司作为石膏板龙头的强议价能力+自持护面纸厂，成本优势显著，护面纸新产能投产后可覆盖公司 77%的需求。
 - 1) 国内护面纸市场由华润纸业、强伟纸业、泰和纸业、博汇纸业四家企业垄断。
 - 2) 公司与华润纸业、强伟纸业均签署了合作协议，护面纸采购量大，采购源充足，拥有较强的议价能力。
 - 3) 泰和纸业作为公司自有护面纸厂，年产能约 26 万吨。2018 年公司与江苏华东造纸机械有限公司签署纸机订购合同，采购一条石膏板护面纸生产线，项目建成投产后泰和纸业将至少新增 30 万吨年产能，以北新建材 2017 年 18.26 亿平米的产量、石膏板护面纸单耗 400g/m²为基础来计算，项目建成后泰和纸业可以满足北新建材 77%的护面纸需求，一定程度上减少护面纸市场价格波动带来的影响，同时，建成后泰和纸业年产能可达 56 万吨，可申请进口废纸加工，进一步实现生产成本的把控。

- **脱硫石膏：脱硫石膏成为主流，公司掌握核心技术，加大生产布局大力抢占资源**
 - **脱硫石膏以其环保、成本低特性逐渐代替天然石膏成为石膏板的主要材料来源。**1) 石膏板原材料的另一组成成分是石膏原料，约占成本的20%。传统石膏原料主要使用天然石膏，但天然石膏为不可再生资源，资源日益匮乏，价格也是逐年升高。作为工业副产品的脱硫石膏，经实践证明，在生产石膏板时完全可以替代天然石膏；2) 从环保角度看，天然石膏属于不可再生资源，脱硫石膏是火力发电中的废料，使用脱硫石膏既可以节约有限的天然石膏资源，又能解决废料处理问题，使资源得以综合利用；3) 同时脱硫石膏成本更低，脱硫石膏进厂价格为60元/吨，价格只有天然石膏的48%，给企业带来更大的经济效益。脱硫石膏逐渐代替天然石膏成为石膏板的主要材料来源。
 - **公司拥有完全使用脱硫石膏替代天然石膏的技术。**北新建材2000年起自主研发脱硫石膏专利与设备，自主研发出100%采用燃煤电厂的脱硫石膏代替天然石膏矿生产石膏板的成套技术。据公司年报，以公司目前18.26亿平方米石膏板业务规模计算，每年可消纳近1826万吨脱硫石膏，折合减排二氧化硫686万吨，减少碳排放332万吨。
 - **公司加大与电厂合作，垄断脱硫石膏资源。**1) 脱硫石膏是火力发电中的废料，运输半径短，在运输过程中如果不进行预处理，会发生结块、积垢、堵塞、粉尘污染等现象，进行预处理又会加大运输成本，所以在发电厂周围建厂是有效使用脱硫石膏的最优选择；2) 北新建材充分利用龙头与规模优势，生产线覆盖全国，与各地定点的电厂都签署了战略合作协议，例如华电、鲁能等，将生产线布局在电厂周边100公里以内；3) 根据环保部《2017年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》显示，2016年工业企业的脱硫石膏综合利用量为7027.9万吨，其中石膏板建设利用2108.37万吨，占比约30%。北新建材2016年石膏板生产量16.32亿平米，以公司年报所说石膏板脱硫石膏单耗10kg/m²为基础来计算，北新建材在2016年需要脱硫石膏1632万吨，所需脱硫石膏总量占到整个市场的77.4%，基本控制了全国大部分脱硫石膏资源；4) 公司与电厂合作，既减少了原材料运输成本，又抢占了原材料供应渠道，获得充足的工业副产石膏供应的同时，更构成了潜在的行业进入门槛。

图表 15：脱硫石膏生产流程图



图表 16：脱硫石膏在不同领域中的使用比例



来源：百度百科，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

3. 产能调整助长行业集中度，公司市占率与定价权进一步抬升

- **落后产能淘汰、石膏板产量收缩，释放供给缺口。**1) 2011年3月发改委《产业结构调整目录(2011年本)》中将石膏产能在1000万平米/年以下的生产线列为淘汰类别，公司生产线布局均为1000万平米/年以上规模，

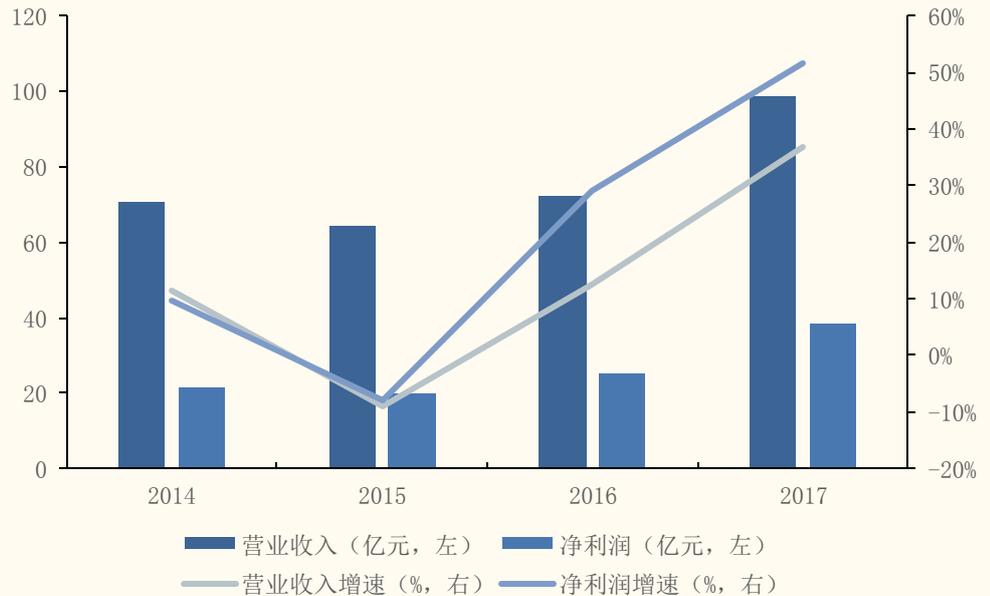
不受此政策影响，但市场中一批小产能将因此陆续退出，释放更多市场空间，石膏板协会数据显示，石膏板行业待淘汰落后产能约 5.54 亿平米，约为公司当前产能的 1/4，落后产能退出的供给空白将是公司突破更大市场份额与更强定价话语权的机遇。2) 公司率先推出以工业副产石膏生产石膏板项目，系石膏板行业的开拓者和引领者；公司通过工业副产石膏生产线计划并有 10 条工业副产石膏生产线投产或试运行、5 条建设中，年产均超过 2000 万平米；公司通过新建投资与再投资，同时随着 2017 年 30 亿产能规划公布，新建鼓励类生产线、扩大现有生产线优质产能，进一步稳固公司龙头地位。小产能退出释放的供给空间成为公司产能扩张的出口与市场份额进一步扩大的契机，也推动了公司定价权的进一步提升。

图表 17：发改委要求下石膏板产业调整对公司利大于弊

具体内容	类别	公司行动
磷石膏综合利用技术开发与应用	鼓励类	综合利用废渣磷石膏年产 6000 万 m ² 纸面石膏板项目 2017 年共 5 条综合利用工业副产石膏生产线建设正在进行，年产均在 3000 万平方米以上
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 万平米/年以下的纸面石膏板生产线	限制类	无
15 万平米/年以下的石膏（空心）砌块生产线	限制类	无
1000 万平米/年以下的纸面石膏板生产线	淘汰类	无
人工浇筑、非机械成型的石膏（空心）砌块生产工艺	淘汰类	无

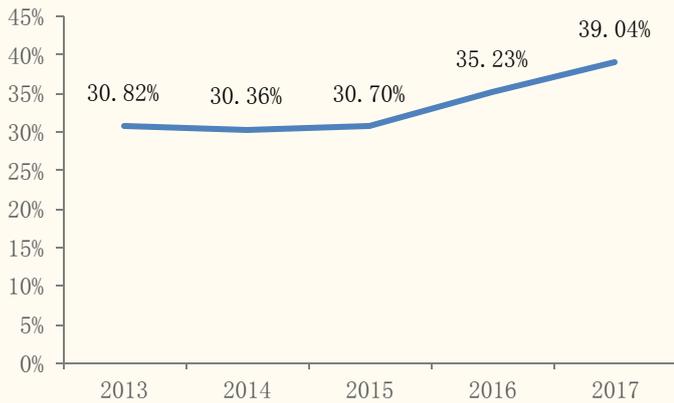
来源：发改委，公司公告，国金证券研究所

图表 18：北新建材石膏板营业收入、净利润逐年提升



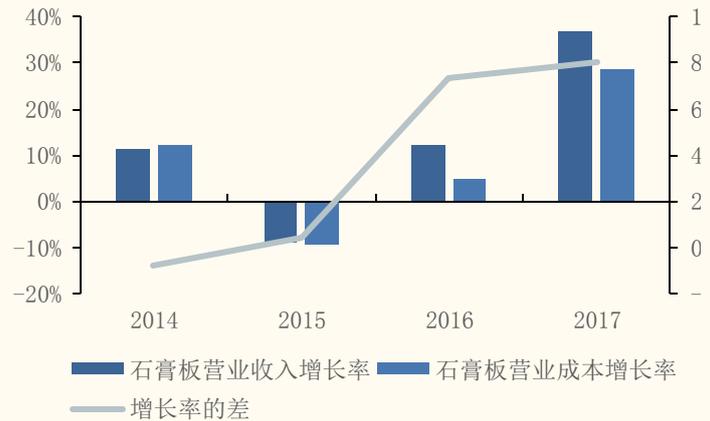
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：北新建材石膏板毛利率逐年提升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20：北新建材石膏板营收提升快于成本增速

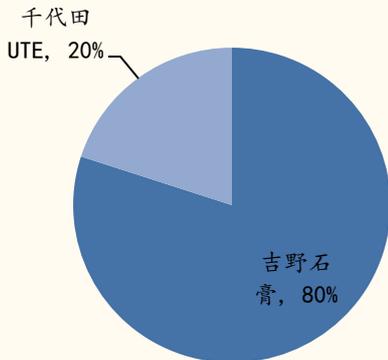


来源：公司公告，国金证券研究所

4. 市占率与成熟市场龙头存在差距，进一步提高市占率成为公司战略

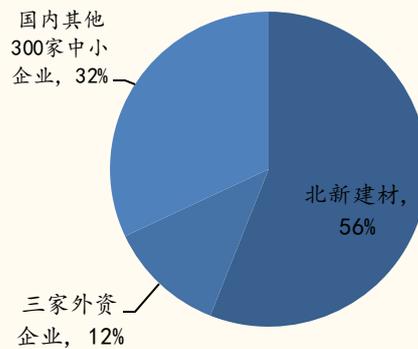
- 石膏板不同于水泥、玻璃等，核心技术在设计院，石膏板的核心技术是掌握在公司的生产单位手中，属于绝对机密。技术优势助力龙头企业抢占市场。成熟市场龙头企业市占率可达 70%-80%，例如日本吉野石膏、德国可耐福公司。北新建材公司在中国虽处龙头位置，但接近 60% 的市占率与国外成熟市场龙头公司仍存在差距。所以，进一步提高市占率成为公司下一步主要战略。一方面，公司每年都有几百个专利的申请，在生产各个领域都有专利，尤其掌握利用磷石膏、脱硫石膏与天然石膏生产纸面石膏板的工艺专利，具有极强的技术优势；另一方面，公司对于护面纸等原材料的成本掌控力强，具有极强的成本优势；同时，公司采用经销商销售方式，营销网络合理。这些优势为公司提高市占率战略的顺利进行提供了保证。

图表 21：日本吉野石膏市占率达到 80%



来源：产业网，国金证券研究所

图表 22：北新建材市占率仍有较大提升空间



来源：Wind，国金证券研究所

5. 产品价格提升，推动公司业绩增长

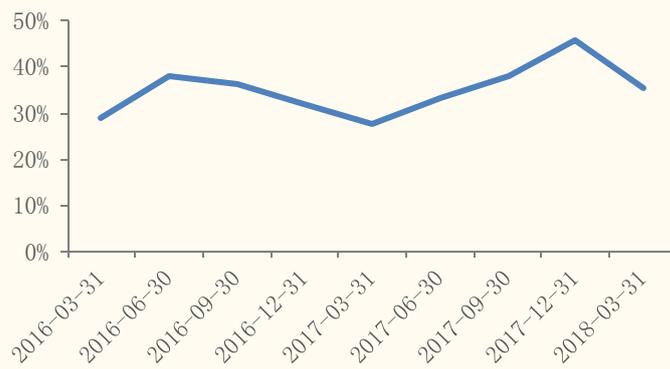
- 2017 以来，面对护面纸价格的上涨，公司对产品进行了不同程度的提价。由于公司成本和定价权优势明显，此次提价带来公司净利润的明显增长，毛利率逐季提升显著，公司业绩稳步增长。随着公司市占率的进一步上升，公司将在市场上拥有更强的话语权，预计将会给公司带来新的业绩上涨。

图表 23: 北新建材石膏板自提价后营业收入大幅提高



来源: 公司年报, 国金证券研究所

图表 24: 北新建材石膏板自提价后毛利率大幅提高



来源: 公司年报, 国金证券研究所

三、新型建材+装配式稳步推进, 石膏板市场迎来增量

- **2016 年以后, 公司产量增速和房屋竣工面积增速背离。** 考虑石膏板在公共建筑和住宅中的使用量比例为 7:3, 我们以“公建竣工面积增速*70%+住宅竣工面积增速*30%”来衡量竣工面积增速对石膏板行业的推动。2013-2015 年公司产量增速和竣工面积增速同步下滑, 且增速差值逐步缩小 (意味着单位用量增速放缓), 但自 2016 年以来, 公司产量增速和竣工面积增速背离, 我们认为, 除市占率提升外, 目前我国石膏板使用率较低 (2014 年中国/美国/日本石膏板人均使用量 2.52/6.27/4.2 平方米), 新型建材+装配式建筑的稳步推进将是公司产量稳步增长的重要动力。

图表 25: 2016 年以后, 公司产量增速和房屋竣工面积增速背离



来源: wind, 国金证券研究所

注: 加权-建筑指建筑业口径下的加权增速, 加权-地产指地产口径下的加权增速

- **新型绿色建材性能优良, 传统建材逐步淘汰。** 石膏板是一种重量轻、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一种建筑材料。通常所说的石膏板主要是纸面石膏板, 它是以石膏料浆为夹芯, 两面用纸作护面而成。纸面石膏板质地轻、强度高、防火、防蛀、易于加工。普通纸面石膏板用于内墙、隔墙和吊顶。此外还有耐火、耐水、耐潮等系列纸面石膏板。经过防火处理的耐水纸面石膏板可用于湿度较大的房间墙面, 如卫生间、厨房、浴室等贴瓷砖、金属板、塑料面砖墙的衬板。

图表 26: 石膏板性能良好

性能优势	具体描述
生产能耗低	用于生产纸面石膏板的石膏, 其单位生产能耗比水泥低 78%。

性能优势

具体描述

轻质隔热	用纸面石膏板作隔墙，重量仅为砖墙的 1/3 到 1/4。同时，由于石膏板的多孔结构，其导热系数为 0.30，与砖 (0.43) 和混凝土 (1.63) 相比，隔热性能优良。
优异的防火性能	优异的防火性能
装饰功能好	石膏板表面平整，板与板之间通过胶结料可牢固地黏结在一起，形成无缝结构，建筑装饰效果好。
可施工性好	石膏板可钉、可锯、可粘、施工非常方便，用它做装饰，可以摆脱传统的湿法作业，极大地提高施工效率。
舒适的居住功能	由于石膏板具有独特的“呼吸”性能，因而具有调节室内湿度的能力，使居住舒适。
生产效率高	利于实现大规模生产，在各种建筑板材中，石膏板的生产效率是最高的，便于大规模生产。

来源：百度百科，国金证券研究所

- **绿色建材推广与墙体材料改革是石膏板广泛应用的契机。** 1) 2011 年工信部在《建材工业“十二五”发展规划》提到，着力开发集安全、环保、节能于一体的绿色建筑材料，促进建材工业向绿色功能产业转变。2017 年住建部发布的《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》和五部委联合下发的《关于推动绿色建材产品标准、认证和标识工作的指导意见》提出，2020 年，城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%，绿色建材应用比重超过 40%。绿色建材受到了重要的政策支持，这必将为石膏板带来重大发展机遇。2) 受益墙体材料改革“禁实限粘”，石膏板有望成为我国未来主要墙体材料。2017 年 2 月发改委下发《新型墙材推广应用行动方案》，到 2020 年全面实施县城禁实、城市限粘、副省级以上城市禁粘，新型墙材产量在墙材总量中占比达 80%，新建建筑中新型墙材应用比例达 90%。石膏板是公认的新型墙体材料，目前已广泛应用于建筑物的内墙、隔墙和吊顶。随着墙体材料改革的推进，石膏板将成为我国未来主要墙体材料。

图表 27：绿色建材相关政策持续推进

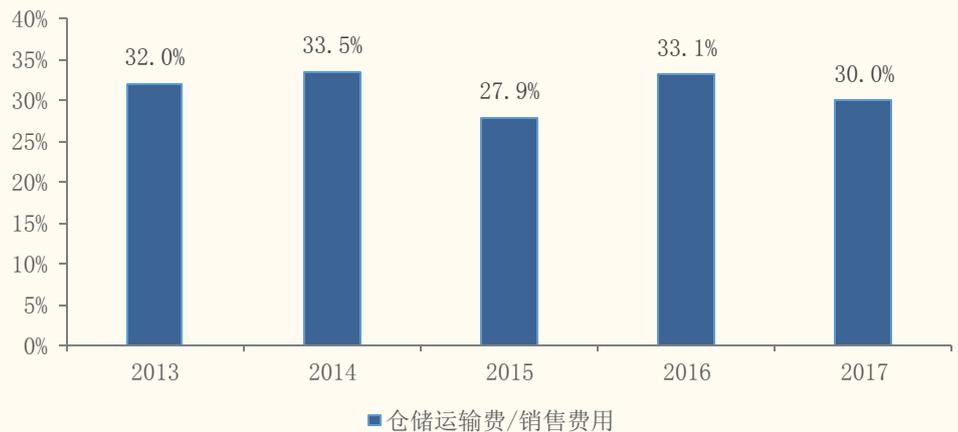
时间	文件名称	部门	相关内容
2017.12	《关于推动绿色建材产品标准、认证和标识工作的指导意见》	五部委	按照国务院要求，将现有绿色建材认证或评价制度统一纳入绿色产品标准、认证、标识体系管理。在全国范围内形成统一、科学、完备、有效的绿色建材产品标准、认证、标识体系，实现一类产品、一个标准、一个清单、一次认证、一个标识的整合目标，建立完善的绿色建材推广和应用机制，全面提升建材工业绿色制造水平。到 2020 年，绿色建材应用比例达到 40% 以上。
2017.3	《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》	住建部	到 2020 年，城镇新建建筑能效水平比 2015 年提升 20%，部分地区及建筑门窗等关键部位建筑节能标准达到或接近国际现阶段先进水平。城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%，绿色建材应用比重超过 40%。
2017.2	《新型墙材推广应用行动方案》	发改委	到 2020 年，全国县级（含）以上城市禁止使用实心粘土砖，地级城市及其规划区（不含县城）限制使用粘土制品，副省级（含）以上城市及其规划区禁止生产和使用粘土制品；新型墙材产量在墙材总量中占比达 80%，其中装配式墙材占比达 20%；新建建筑中新型墙材应用比例达 90%。”
2016.10	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》	工信部	大宗建筑材料升级换代，提高绿色建材、部品化建材在建筑业用产品中的比重。围绕城市基础设施建设、棚户区及危房改造、美丽宜居乡村建设等任务和建筑能效提升、绿色建筑全产业链发展计划，大力发展绿色建材，推进建材生产绿色化、智能化，建筑材料部品化、高端化，建材原料标准化、系列化，建材消费便利化、可追溯。
2016.9	《关于推进绿色建材发展与应用的实施方案》	中国建材联合会	积极发展低能耗装配式建筑墙体材料。推动轻钢龙骨结构整体房屋的发展。加快提升现行《建筑用轻钢龙骨》GB/T11981-2008 以及纤维水泥板、纸面石膏板产品生产和应用标准，全面提高产品质量水平。到 2020 年，力争新型房屋和与之配套的新型墙体材料应用比例达到新建建筑的 40% 以上。
2016.5	《关于促进建材工业稳增长调结构增效益的指导意见》	国务院办公厅	扩大新型、绿色建材生产和应用，有效提高建材工业的质量和效益。推广新型墙材。发展本质安全、节能环保、轻质高强的墙体和屋面材料、外墙保温材料，以及结构与保温装饰一体化外墙板。推进叠合楼板、内外墙板、楼梯阳台、厨卫装饰等构配件工厂化生产。引导利用可再生资源制备新型墙体材料，支持利用农作物秸秆、竹纤维、木屑等开发生物质建材，发展生物质纤维增强的木塑、镁质建材等产品。
2015.8	《促进绿色建材生产和应用行动方案》	工信部 住建部	到 2018 年，绿色建材生产比重明显提升，发展质量明显改善。绿色建材在行业主营业务收入中占比提高到 20%，品种质量较好满足绿色建筑需要，与 2015 年相比，建材工业单位增加值能耗下降 8%，氮氧化物和粉尘排放总量削减 8%；绿色建材应用占比稳步提高。新建建筑中绿色建材应用比例达到 30%，绿色建筑应用比例达到 50%，试点示范工程应用比例达到 70%，既有建筑改造应用比例提高到 80%。
2013.1	《绿色建筑行动方案》	发改委 住建部	因地制宜、就地取材，结合当地气候特点和资源禀赋，大力发展安全耐久、节能环保、施工便利的绿色建材。加快发展防火隔热性能好的建筑保温体系和材料，积极发展烧结

时间	文件名称	部门	相关内容
2011.11	《建材工业“十二五”发展规划》	工信部	空心制品、加气混凝土制品、多功能复合一体化墙体材料、一体化屋面、低辐射镀膜玻璃、断桥隔热门窗、遮阳系统等建材。大力发展精深加工制品，提高产品附加值和技术含量，提升产品档次。重点发展具有安全、环保、节能、降噪、防渗漏等功能新型建筑材料及制品，满足绿色建筑发展需要。加快培育无机非金属材料，支撑战略性新兴产业发展。

来源：中国政府网，国金证券研究所

- **石膏板将在装配式建筑带动下加速推广。** 1) 装配式建筑是用预制部品部件在工地装配而成的建筑，具备节能环保、生产效率高，符合绿色建筑的要求。自 2015 年以来，国务院、住建部等密集出台相关政策规划，大力发展装配式建筑。目前全国已有 30 多个省市针对装配式建筑出台了指导意见、配套措施甚至明确的发展目标。2) 2016 年 9 月国务院办公厅印发的《关于大力发展装配式建筑的指导意见》中明确提出推广绿色建材，提高绿色建材在装配式建筑中的应用比例。2017 年 2 月发改委下发的《新型墙材推广应用行动方案》目标中指出，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%。石膏板是新型绿色墙材，未来将成为装配式建筑的主要墙体材料。随着政策不断推进，装配式建筑将推动石膏板加速推广。
- **“雄安新区”成装配式建筑发展标杆，绿色建材未来重要地位确定。** 1) 雄安新区地处北京、天津、保定腹地，是继深圳经济特区和上海浦东新区之后又一具有全国意义的新区，被给予“千年大计、国家大事”的超高定位。2) 2017 年 5 月，河北省印发《河北省装配式建筑“十三五”发展规划》，提出构建京津冀装配式建筑协同发展格局，并强化政府投资项目采用装配式建筑。规划提出的发展目标是：到 2020 年，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 20%以上，到 2025 年达 30%以上。2017 年 6 月，河北省政府发文指明雄安新区的设立为装配式建筑发展带来历史机遇。同时，中国建筑设计院装配式建筑工程研究院副院长、总工程师张守峰透露，未来雄安新区装配式建筑比例可达 80%-90%。3) 《河北省装配式建筑“十三五”发展规划》还提出要积极推进绿色建材在装配式建筑中的运用，到 2020 年，绿色建材在装配式建筑中的应用比例达到 50%以上。预计随“雄安新区”重点发展装配式建筑，绿色建材将在未来占据重要地位。
- **公司已全面布局“雄安新区”，凭借行业寡头地位必将受益新区发展。** 1) 由于石膏板体量大、易碎，单位价值较低，运输费用高，2017 年石膏板仓储运输费用占到销售费用的 30%，合理的运输半径约 300-500 公里，导致石膏板企业可能存在区域垄断。2) 目前，公司已在雄安新区周边设有北新集团建材股份有限公司涿州分公司、故城北新建材有限公司、北新建材（天津）有限公司、泰山石膏（衡水）有限公司、泰山石膏（平山）有限公司、秦皇岛泰山建材有限公司等企业。其中，涿州分公司距雄安新区仅 40 公里，其他新区周边的分公司也均在合理运输半径之内。公司凭借在石膏板领域的绝对话语权以及新区周边的全面布局，必将在新区的石膏板供应方面居绝对主导地位。3) 2017 年 11 月，公司与华润置地签署战略合作协议，双方将在全面深化“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等方面展开合作。同时，双方决定在雄安新区联合创办绿色建筑研究院，引领房地产行业的高品质和绿色化。公司通过不断在雄安新区深入布局，凭借石膏板行业寡头地位，将充分受益新区发展。

图表 28：石膏板仓储运输成本高



来源：Wind，国金证券研究所

- **未来五年雄安新区有望为公司带来 1.35 亿平方米石膏板需求量。**我们对雄安新区未来带给公司的需求增量进行测算。1) 雄安新区起步区 100 平方公里，根据发展规划，到 2022 年，起步区将基本建成。2018 年 4 月 21 日，《河北雄安新区规划纲要》全文发布，规划中要求控制新区人口密度在 1 万/平方公里以内。预计起步区将有约 100 万常住人口，假设人均住房面积 30 平米/人，2022 年雄安新区将建成 3000 万平米住宅，2017 年建筑口径下的新建公建竣工面积约占新建住宅竣工面积的 50%，预计 2020 年雄安新区建成 4500 万平米新建建筑。2) 2014 年我国石膏板产量 34 亿平米，建筑口径下的房屋竣工面积 42 亿平米，按家装/公装 3:7 的占比测算，家装/公装单位用量仅 0.36/1.76 平米，同增 19%/25%，假设 2015-2017 年 CAGR 为 20%，则 2017 年单位用量达 0.6/3 平米，考虑雄安新区大力推进装配式建筑，假设雄安新区家装提升至公装水平，则雄安新区起步阶段提供石膏板增量空间大 1.35 亿平米，年均 0.34 亿平米。

图表 29：预计 2017 年住宅/公建石膏板单位用量 0.6/3 平米

	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
住宅	0.27	0.27	0.30	0.36	0.43	0.52	0.62
公建	1.11	1.19	1.41	1.76	2.11	2.54	3.04

来源：wind，国金证券研究所

四、公装市场短期复苏，长期仍将稳定扩张

- 目前公装仍是石膏板需求的主力，石膏板国内销售额公装占比约 70%，公司是公装石膏板的绝对龙头，目前全国 70% 以上的知名建筑采用了公司龙牌系列产品，所产石膏板广泛应用于国内政府建筑、会展与商业中心、高端酒店中。公装需求扩张将带动石膏板销量持续提升。根据我们的报告《公装行业需求篇：短期复苏可期，长期仍将稳定扩张》，预计 2018-2020 年新建公共建筑面积同增 7%/6.3%/3.5%，改造性公装面积同增 9%/4%/4%，总面积增速约 8%/5%/4%。
- **预计 2018-2020 年新建公共建筑面积同增 7%/6.3%/3.5%。**1) 考虑房屋竣工面积与近三年新开工面积关联度较高，保守预计 2018/2019/2020 年新开工面积同增 6%/3%/0。根据线性拟合，预计竣工面积同增 5%/5%/2.5%。2) 由于历史上各类房屋竣工面积占总竣工面积比例变动幅度并不大，因此我们按照其历史走势以及结合对子行业的分析对 2018-2020 年各类房屋建筑占比做大致相应微调，预计公共建筑竣工面积将达 14.8/15.8/16.3 亿平米，增速分别为 7%/6.3%/3.5%。

图表 30：预计 2018-2020 年新建公共建筑面积同增 7%/6.3%/3.5%

2018E	2019E	2020E
-------	-------	-------

	2018E	2019E	2020E
新建公共建筑	14.84	15.77	16.32
同比	7%	6%	3%
办公用房	2.49	2.62	2.69
商业及服务用房	3.2	3.42	3.55
商厦房屋	1.33	1.4	1.44
餐饮用房	0.09	0.09	0.1
宾馆用房	0.3	0.3	0.3
商务会展用房	0.25	0.28	0.34
其他商业及服务用房	1.22	1.34	1.38
科研教育医疗用房	2.09	2.29	2.45
文化体育娱乐用房	0.53	0.61	0.67
厂房及建筑物	5.24	5.52	5.66
仓库	0.31	0.33	0.34
其他未列明的房屋建筑	0.98	0.98	0.96

来源：wind，国金证券研究所

- 石膏板在改造性装修隔墙应用广泛，改造性提供。根据中装新网，2015/2016 年我国改造性公装产值达 8000/8500 亿元，增速达 6.25%，扣除通货膨胀影响增速达 7.65%。2) 据中国建筑装饰协会数据，一般建筑物于 5-8 年进行一次重新装修。但进行改造性装修的真实比例难以衡量，我们采用移动平均法测算 5-8 年前的竣工面积，2015/2016 年有改造性需求的公装面积达 9.6/10.4 亿平米，同增 8.1%，与公装产值增速接近，对应 2017/2018/2019/2020 年有改造性需求的公装面积增速为 8.4%/8.9%/4.1%/4.1%。

图表 31：预计 2018-2020 年改造性公装面积同增 9%/4%/4%

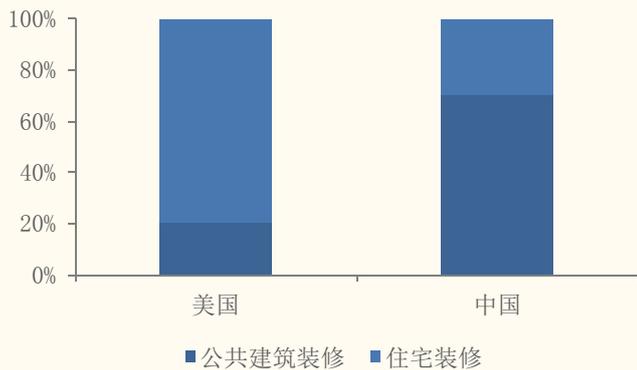
	历史公共建筑竣工面积	有改造性需求的公装总面积	增速
2007	8.47		
2008	8.97		
2009	9.35		
2010	11.68		
2011	11.57		
2012	12.45		
2013	13.38		
2014	13.68		
2015	13.68	9.62	
2016	13.83	10.39	8.10%
2017	13.87	11.26	8.40%
2018E	/	12.27	8.90%
2019E	/	12.77	4.10%
2020E	/	13.30	4.10%

来源：wind，国金证券研究所

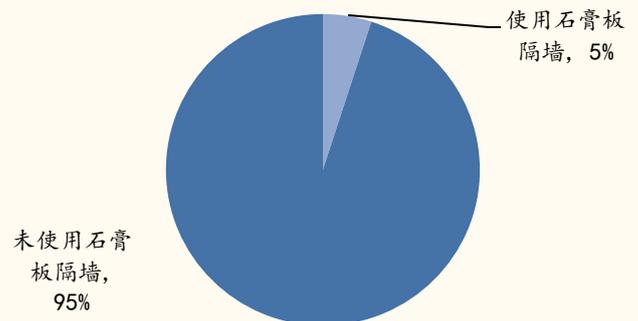
五、住宅装修市场潜力巨大，观念改变带来新增量

- 目前石膏板家装渗透率较低，对标海外提升空间广阔。1) 现阶段，人们对石膏板的优势认知不足，认为石膏板结构性能差且难以满足保温隔音需求，石膏板在家装市场渗透率仍低。2) 对标美国，美国石膏板市场中住宅装饰占比 80%，国内石膏板市场中住宅装饰占比不足 30%，其中美国住宅隔墙中使用石膏板的比例达 80%，国内这一比例仅 5%，伴随人们观念的转变，石膏板在住宅装饰中的渗透率有望提升。

图表 32：国内石膏板市场与发达国家差距大



图表 33：中国住宅领域石膏板隔墙使用率低



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- **逐步加大住宅装修领域布局，抢占家装消费市场。**公司目前在住宅领域渗透率较低，市占率仅为 15%。近年来，公司逐步布局住宅装修领域，大力推广石膏隔墙，加大与房地产商对接力度，与当代置业、华润置地、绿地集团、中国三冶、五合国际、大庆油田、中国电建集团等 19 个房地产商达成战略合作协议。同时公司加强直销和直接掌握最终客户的能力；住宅部品和外墙屋面系统与墙体吊顶业务系统协同整合，扩大业务覆盖面，增强渠道销售能力，大力抢占家装消费市场。

图表 34：近五年公司与多家房地产商签订战略合作协议，抢占家装消费市场

合作公司	协议签署时间	战略合作协议内容
广东利海集团	2013-1-23	双方达成一致，将在未来的城镇化发展过程中，积极响应国家政策，发挥各自所长，展开深入合作、共同推进城镇化建设、共享城镇化建设成果，为社会、生态、经济提升效益和价值。
北京港源建筑装饰工程有限公司	2013-5-20	北京港源董事长王波要求北京港源执行公司战略集采政策，今后在所有的工程项目中，也必须将北新产品列为首推、首选，如果业主有其他意见，则由公司出面沟通，项目经理的任务就是组织好生产，必须转变原来固有的工作思路，不变思路就换人。
中建三局装饰有限公司	2013-6-15	北新建材将从产品品质、按需定制、优质服务以及系统专业解决方案等方面提供全方位的有力保障，为中建三局装饰公司在建筑材料方面提供一站式贴心服务。根据协议，北新建材还将为中建三局提供工厂化房屋、组合移动房屋、PC 构件房屋等新的建筑工法，建立更大范围、更深层次的战略友好合作。
绿地集团	2014-4-17	1) 协议之前与绿地集团保持长期良好的合作关系。北新建材系列产品均曾服务过绿地科创大厦、绿地峰会天下、绿地科技岛等众多绿地项目。2) 北新建材将提供一贯强势的龙牌常规产品及系统，同时还推荐新品推出的新型专利产品与系统，包括龙牌二合一龙骨吊顶系统，无需主龙骨及龙骨配件，省工省料，节约综合造价约 50%；龙牌低空间卡扣件吊顶系统，无需主龙骨，节省空间，节约综合造价近 40%。
上海建工集团	2014-6-20	双方计划首先以西非国家出口市场作为战略合作区域，进行强强联合，优势互补，就轻钢结构类新型房屋项目和建材类大宗物资国际贸易等方面优先展开合作，携手共赢。
五合国际	2016-5-27	双方将在工程建设、技术研发、市场开拓等方面进行深化合作，主要采取推荐类、合作类、采购类三种方式，充分发挥在各自领域内的优势与资源，增强双方核心竞争力，提高业务推广力度，拓展装配式房屋的开发与应用，共同致力于发展住宅产业化事业。
广田集团	2016-7-15	双方可共同加强推进供给侧改革，旨在为老百姓提供“更省钱、更绿色、更舒适、更智能”的居住选择。北新建材与广田的合作不仅限于传统石膏板轻钢龙骨吊顶系统，还要扩展到“四板+四料”，彼此扩大和强化产业链战略联盟。北新建材不仅发挥全国布局的生产基地和服务网络优势，为广田提供优质服务；还将通过技术创新、产品创新、应用体系创新为广田提供增值服务，帮助客户省钱，成为能使广田更加成功、更加卓越的赋能供应商和合作伙伴。
五矿二十三冶五分公司	2016-8-25	双方将在互惠互利、合作共赢的基础上，实现资源共享，优势互补，共同推进新型房屋市场的战略发展，以获得良好的社会效益和投资回报。

合作公司	协议签署时间	战略合作协议内容
山东嘉祥城建集团和山东萌山钢构工程有限公司	2016-8-26	嘉祥城建集团、山东萌山钢构将同北新集团合作，以嘉祥现有的钢结构及配套产业为基础，引入FK技术，以国内一流的建筑产业现代化集群为发展目标，积极扩大市场份额，力争将嘉祥打造为全国建筑产业现代化前沿阵地。
贵州产投集团	2017-5-22	北新集团的发展已经处于做优做强的阶段，贵州产投集团正处于做大规模的阶段，双方的合作各有优势，有无限的想象空间，可先小后大、先易后难，逐步向深层次发展。他希望框架协议的签订是双方合作的起点，期待未来合作取得更加丰硕的成果。
中国三冶	2017-6-9	双方将共同拓展绿色装配式建筑海内外市场，全力助推中国绿色装配式建筑的推广、应用
当代置业	2017-6-20	当代置业与北新建材双方将最大限度互助互进，基于双方的核心优势和品牌势能，紧密定期交流，落脚于具体合作，为客户打造绿色高性能健康住宅。在响应国家对建筑行业的要求和趋势下，身先力行，共建绿色事业，共同引领行业未来发展。
华润置地	2017-11-10	双方将在全面深化“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，同时决定在雄安新区联合创办绿色建筑研究院。
湖南建工集团	2018-1-12	双方确立扶贫攻坚、异地移民安置、特色小镇和拓展海外市场为合作目标，加快推进双方即将合作的西藏边境项目建设进程，高质、快捷完成任务。并将在装配式钢结构建筑的技术研发方面展开深入合作，实现优势互补，强强联合。

来源：公司公告，国金证券研究所

六、盈利预测与估值

1. 业绩预测

- 预计 2018/2019/2020 年公司营收达 155/174/204 亿元。1) 公司 2017 年制定了新投资建设/再投资共计 12+9 条石膏板生产线的产能布局，建成后公司石膏板总产能将达到 30 亿平方米，考虑到石膏板生产线建造周期（约 12-18 个月），预测公司未来三年石膏板产能为 23/27/30 亿平米。2) 公司历史三年销量/产能率逐年上升，预测未来成熟产能的销量/产能比例达 90% 的水平，假设 2018 年新建产能于年末投产，2019/2020 年新建产能一半于年中投产，一半于年末投产，预计公司 2018/2019/2020 年销量达 19.64/21.70/25.05/平米。3) 2017 年公司石膏板单位价格提升，2017 年单价达 5.43 元/平米，同增 23%，根据公司公告，公司于 Q3 开始提价，假设公司于 9 月开始提价，则公司 Q3/Q4 均价达 5.43/7.44 元/平米，假设公司 2018 年价格维持不变，相较于 2017 年的下半年提价，2018 年全年价格和 2017 年 9 月维持不变的情况下，均价中枢上台，保守估计 2018 年价格同增 30%，2019-2020 年价格维持不变。4) 根据历史趋势预测公司其他业务，预计 2018-2020 年营收达 155/174/204 亿元。5) 考虑废纸涨价对公司毛利率影响有限，预计公司综合毛利率维持在 37.5% 的水平。

图表 35：预计 2018/2019/2020 年公司营收达 155/174/204 亿元（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
石膏板						
产能	20.00	21.32	21.82	23.00	27.00	30.00
销量/产能	72.30%	76.69%	83.46%	90.00%	90.00%	90.00%
销量	14.46	16.35	18.21	19.64	21.70	25.05
单价	4.45	4.42	5.43	7.06	7.06	7.06
营业收入	6434.01	7227.05	9883.37	13855.93	15310.81	17674.46
营业成本	4463.82	4681.26	6025.06	8415.09	9228.16	10582.43
毛利率	30.62%	35.23%	39.04%	39.27%	39.73%	40.13%
毛利	1970.19	2545.79	3858.31	5440.84	6082.65	7092.03
其他业务营收						
龙骨	522.96	609.37	891.20	1158.56	1506.13	1957.97
其他产品	305.34	264.08	339.24	435.78	559.79	719.10
工程及劳务	58.49	50.50	27.40	14.87	8.07	4.38

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
其他业务	230.38	50.53	47.80	45.22	42.77	40.46
其他业务成本	732.02	686.81	982.85	1278.88	1664.08	2165.30
其他业务毛利	385.16	287.67	322.79	375.54	452.69	556.61
其他业务毛利率	34.48%	29.52%	24.72%	22.70%	21.39%	20.45%
营业总收入	7551.18	8201.53	11189.00	15510.35	17427.57	20396.37
营业总成本	5195.83	5368.07	7007.91	9693.97	10892.23	12747.73
总毛利	2355.35	2833.46	4181.10	5816.38	6535.34	7648.64
总毛利率	31.19%	34.55%	37.37%	37.50%	37.50%	37.50%

来源: Wind, 国金证券研究所

- 预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润达 35/40/47 亿元。1) 考虑到公司经营方式的改善和销售渠道的丰富, 营业费用率呈逐年下降趋势, 我们给予 3.1%/3.05%/3.0 的预测, 对应营业费用为 4.8/5.3/6.1 亿元; 2) 公司近几年不断改善内部管理模式, 管理费用率逐年下降, 给予 6.8%/6.6%/6.4% 预测, 对应管理费用 10.6/11.5/13.1 亿元; 3) 公司由于经营现金流的增加, 缓解了财务压力, 预测未来三年财务费用达 1.1/1.2/1.6 亿元; 4) 综上, 预测 2018/2019/2020 年公司归母净利润达 35/40/47 亿元。

图表 36: 预计 2018/2019/2020 年公司归母净利润达 35/40/47 亿元 (单位: 百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	7,551	8,156	11,164	15,510	17,428	20,396
增长率		8.0%	36.9%	38.9%	12.4%	17.0%
营业成本	-5,191	-5,368	-7,008	-9,694	-10,892	-12,748
% 销售收入	68.7%	65.8%	62.8%	62.5%	62.5%	62.5%
毛利	2,360	2,788	4,156	5,816	6,535	7,649
% 销售收入	31.3%	34.2%	37.2%	37.5%	37.5%	37.5%
营业税金及附加	-40	-112	-155	-217	-247	-296
% 销售收入	0.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
营业费用	-282	-289	-344	-481	-532	-612
% 销售收入	3.7%	3.5%	3.1%	3.1%	3.05%	3.0%
管理费用	-553	-661	-774	-1,055	-1,150	-1,305
% 销售收入	7.3%	8.1%	6.9%	6.8%	6.6%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	1,485	1,725	2,883	4,064	4,606	5,436
% 销售收入	19.7%	21.1%	25.8%	26.2%	26.4%	26.7%
财务费用	-131	-85	-94	-107	-119	-157
% 销售收入	1.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%
净利润	1,216	1,465	2,479	3,525	3,999	4,719
少数股东损益	319	294	11	14	16	20
归属于母公司的净利润	897	1,171	2,468	3,511	3,983	4,699
净利率	11.9%	14.4%	22.1%	22.6%	22.9%	23.0%

来源: Wind, 国金证券研究所

2. 估值

- 考虑到公司规模优势明显, 议价能力也逐步增长等因素, 给予公司目标价 25.8 元。北新建材是石膏板领域绝对龙头, 以及国家大力发展装配式建筑。自公司 1997 年上市以来, 规模逐年扩大, 公司过去五年的平均估值水平在 16.8 倍。从中观来看, 考虑新型建材、装配式建筑大力推进+公装短期复苏长期稳健+家装渗透率有望提升, 石膏板市场规模逐步提升; 从微观来看, 公司龙头属性+定价话语权强+成本优势显著, 我们给予公司 2018 年 PE 估值 13 倍, 目标价 25.48 元。

图表 37：公司过去五年的平均估值水平在 16.8 倍



来源：公司公告，国金证券研究所

七、风险提示

- **宏观经济不及预期风险：**公司所属行业的发展与国家宏观经济形势及相关政策具有较强的关联性，宏观经济不及预期将对公司市场需求造成一定影响。
- **房地产宏观政策调控不确定性风险：**公司的业务受到房地产景气程度影响极大，如果房地产调控加紧，必然会影响对该公司产品的需求。
- **原材料价格波动风险：**如果原材料价格在未来大幅度上涨，会严重影响我们盈利能力，公司承受由于原材料价格波动带来的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	7,551	8,156	11,164	15,510	17,428	20,396	货币资金	548	783	614	1,864	3,626	5,980
增长率		8.0%	36.9%	38.9%	12.4%	17.0%	应收账款	332	283	325	449	493	576
主营业务成本	-5,191	-5,368	-7,008	-9,694	-10,892	-12,748	存货	1,377	1,252	1,260	1,726	2,089	2,619
%销售收入	68.7%	65.8%	62.8%	62.5%	62.5%	62.5%	其他流动资产	2,023	2,419	3,332	4,993	6,201	7,468
毛利	2,360	2,788	4,156	5,816	6,535	7,649	流动资产	4,280	4,738	5,531	9,033	12,409	16,643
%销售收入	31.3%	34.2%	37.2%	37.5%	37.5%	37.5%	%总资产	31.5%	33.0%	34.3%	45.2%	51.8%	58.1%
营业税金及附加	-40	-112	-155	-217	-247	-296	长期投资	365	380	347	347	347	347
%销售收入	0.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	固定资产	7,446	7,695	8,439	8,807	9,381	9,812
营业费用	-282	-289	-344	-481	-532	-612	%总资产	54.7%	53.6%	52.4%	44.1%	39.2%	34.2%
%销售收入	3.7%	3.5%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%	无形资产	1,497	1,513	1,655	1,662	1,684	1,712
管理费用	-553	-661	-774	-1,055	-1,150	-1,305	非流动资产	9,325	9,611	10,580	10,955	11,552	12,010
%销售收入	7.3%	8.1%	6.9%	6.8%	6.6%	6.4%	%总资产	68.5%	67.0%	65.7%	54.8%	48.2%	41.9%
息税前利润 (EBIT)	1,485	1,725	2,883	4,064	4,606	5,436	资产总计	13,604	14,349	16,111	19,988	23,960	28,653
%销售收入	19.7%	21.1%	25.8%	26.2%	26.4%	26.7%	短期借款	1,708	1,536	1,380	1,242	1,118	1,006
财务费用	-131	-85	-94	-107	-119	-157	应付款项	1,338	998	1,194	1,560	1,603	1,699
%销售收入	1.7%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	其他流动负债	205	176	322	534	606	683
资产减值损失	-6	-8	-26	-13	-1	1	流动负债	3,251	2,710	2,896	3,336	3,327	3,388
公允价值变动收益	2	-1	-6	0	0	0	长期贷款	103	217	287	287	357	357
投资收益	93	45	49	45	43	40	其他长期负债	989	959	431	406	381	356
%税前利润	6.6%	2.7%	1.7%	1.1%	1.0%	0.8%	负债	4,343	3,886	3,615	4,030	4,065	4,102
营业利润	1,444	1,675	2,865	3,990	4,528	5,319	普通股股东权益	7,801	10,376	12,415	15,864	19,785	24,421
营业利润率	19.1%	20.5%	25.7%	25.7%	26.0%	26.1%	少数股东权益	1,460	87	80	94	110	130
营业外收支	-37	-9	-52	-6	-20	-17	负债股东权益合计	13,604	14,349	16,111	19,988	23,960	28,653
税前利润	1,407	1,666	2,813	3,984	4,508	5,302	比率分析						
利润率	18.6%	20.4%	25.2%	25.7%	25.9%	26.0%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-191	-201	-334	-458	-509	-583	每股指标						
所得税率	13.6%	12.1%	11.9%	11.5%	11.3%	11.0%	每股收益	0.634	0.655	1.380	1.963	2.227	2.627
净利润	1,216	1,465	2,479	3,525	3,999	4,719	每股净资产	5.517	5.801	6.942	8.870	11.062	13.654
少数股东损益	319	294	11	14	16	20	每股经营现金净流	1.349	0.954	1.483	2.061	2.348	2.647
归属于母公司的净利润	897	1,171	2,468	3,511	3,983	4,699	每股股利	0.020	0.149	0.149	0.035	0.035	0.035
净利率	11.9%	14.4%	22.1%	22.6%	22.9%	23.0%	回报率						
							净资产收益率	11.50%	11.29%	19.88%	22.13%	20.13%	19.24%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	6.59%	8.16%	15.32%	17.57%	16.62%	16.40%
净利润	1,216	1,465	2,355	3,525	3,999	4,719	投入资本收益率	11.08%	11.92%	17.93%	20.56%	19.14%	18.70%
少数股东损益	319	294	11	14	16	20	增长率						
非现金支出	377	413	467	651	448	389	主营业务收入增长率	-8.97%	8.01%	36.88%	38.93%	12.36%	17.04%
非经营收益	54	52	168	93	153	233	EBIT增长率	-10.07%	16.15%	67.13%	40.95%	13.35%	18.01%
营运资金变动	261	-224	-338	-583	-400	-607	净利润增长率	-18.87%	30.57%	110.76%	42.27%	13.43%	17.98%
经营活动现金净流	1,908	1,706	2,652	3,686	4,199	4,734	总资产增长率	1.73%	5.48%	12.27%	24.07%	19.87%	19.59%
资本开支	-836	-612	-886	-1,024	-1,062	-865	资产管理能力						
投资	-537	-364	-996	-1,100	-1,100	-1,100	应收账款周转天数	10.2	6.7	3.4	1.7	1.5	1.3
其他	-23	26	52	45	43	40	存货周转天数	105.7	89.4	65.4	65.0	70.0	75.0
投资活动现金净流	-1,396	-950	-1,831	-2,079	-2,119	-1,925	应付账款周转天数	47.4	41.6	35.4	30.0	25.0	20.0
股权募资	0	3	0	0	0	0	固定资产周转天数	315.0	304.4	239.6	176.8	165.1	145.2
债权募资	-585	-157	-586	-163	-79	-137	偿债能力						
其他	-668	-267	-457	-195	-239	-319	净负债/股东权益	4.88%	4.59%	-1.04%	-16.40%	-27.94%	-37.27%
筹资活动现金净流	-1,253	-421	-1,043	-358	-318	-456	EBIT利息保障倍数	11.4	20.2	30.6	38.2	38.6	34.7
现金净流量	-742	335	-222	1,250	1,762	2,354	资产负债率	31.92%	27.08%	22.44%	20.16%	16.97%	14.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	9
增持	0	0	0	0	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.64

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用;非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH