

# 价值典范，持续成长

2018年07月16日

## 【投资要点】

- ◆ **隔墙应用及重装修带来渗透率和需求量的双重保障。**国内石膏板在隔墙领域渗透率仅约7%，远低于发达国家水平（约40%）。随着国家限粘禁实政策落实以及装配式建筑发展推进，隔墙领域渗透有望加快。重装修需求占到石膏板总消费量的约50%，我们预计2017-2021年为重装修需求集中释放期，需求支撑强劲。且目前人均消费量不足发达国家一半水平，提升空间较大。
- ◆ **行业集中度仍有提升空间。**我们认为公司目前不到60%的市占率仍有提升空间。一方面，行业落后产能淘汰及环保错峰生产持续加速小产能出清。另一方面，公司加速内生外延，开启30亿全国产能布局，投资坦桑尼亚产线。同时公告拟收购山东万佳，收购完成后将新增权益产能1.03亿平米，进一步提升山东、安徽地区市场份额。
- ◆ **产能布局、成本优势显著，定价权逐步显现。**石膏板具有300-500公里运输半径，公司全国性产能布局运输成本和先入优势明显。另外，提前布局电厂脱硫石膏资源，泰山石膏护面纸产能获外废进口配额，同时通过持续技改降低单耗，生产成本优势突出。17年下半年起，产品提价幅度较大，成本推动及错峰影响带来的价格上涨进一步增厚了公司业绩。

## 【投资建议】

- ◆ 17年下半年起石膏板提价，当前价格高位维持，较去年价格中枢明显上移，同时在建产能陆续投产，预计迎来量价齐升的一年。我们上调了18年业绩预期，预计公司18/19/20年营业收入分别为144.09/161.58/183.81亿元，归母净利润分别为31.33/37.09/43.79亿元，EPS分别为1.85/2.20/2.59元，对应PE为10.83/9.15/7.75倍。
- ◆ 参考公司历史估值水平及对照企业估值水平，给予公司2019年16倍PE，对应十二个月目标价35.2元，上调评级至“买入”。

### 买入（上调）

目标价：35.2元

#### 东方财富证券研究所

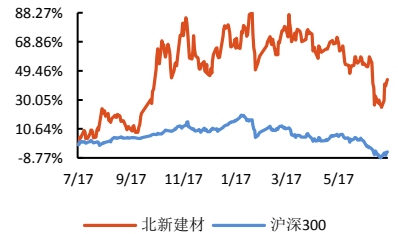
证券分析师：张加代

证书编号：S1160517070001

联系人：孙翠华

电话：021-23586480

#### 相对指数表现



#### 基本数据

总市值（百万元）	33925.32
流通市值（百万元）	28392.75
52周最高/最低（元）	27.12/13.62
52周最高/最低（PE）	25.83/11.01
52周最高/最低（PB）	4.53/2.38
52周涨幅（%）	35.52
52周换手率（%）	520.43

#### 相关研究

- 《量价利齐升，石膏板龙头强势发力》  
2018.03.21
- 《四季度业绩表现靓丽，调增盈利预期》  
2018.01.25

**盈利预测**

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11164.34	14409.22	16158.05	18380.70
增长率（%）	36.88	29.06	12.14	13.76
EBITDA（百万元）	3226.99	4623.92	5224.88	6005.36
归母净利润（百万元）	2343.99	3132.70	3708.72	4378.92
增长率（%）	100.16	33.65	18.39	18.07
EPS（元/股）	1.39	1.85	2.20	2.59
市盈率（P/E）	14.47	10.83	9.15	7.75
市净率（P/B）	2.73	2.25	1.86	1.53
EV/EBITDA	10.84	6.91	5.43	4.03

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

**【风险提示】**

- ◆ 原材料价格大幅上涨；
- ◆ 隔墙领域应用拓展不及预期；
- ◆ 投资项目进展不及预期；
- ◆ 下游需求大幅下滑。

## 正文目录

1. 稳步成长的石膏板行业龙头	5
1.1. 龙头地位逐步奠定，市占率近 60%	5
1.2. 业绩稳步增长，财务结构稳健	7
2. 隔墙应用及重装修带来渗透率和需求量的双重保障	9
2.1. 主流的吊顶材料	9
2.1.1 石膏芯和护面纸是石膏板主要组成部分	9
2.1.2 石膏板吊顶优势突出	10
2.2. 隔墙应用渗透空间巨大，装配式建筑有望成为推手	11
2.2.1. 性能优异的新型墙体材料	11
2.2.2. 石膏板隔墙应用渗透率提升空间较大	13
2.2.3. 装配式建筑有望助推隔墙领域加速渗透	14
2.3. 重装修市场需求稳定	16
3. 行业集中度仍有提升空间，龙头企业受益	17
4. 龙头优势突出，定价权渐显	19
4.1. 成本控制优势	19
4.2. 资源布局优势	20
4.2.1. 提前布局脱硫石膏资源	20
4.2.2. 泰山石膏获得外废进口配额	21
4.3. 定价权逐步体现	22
4.4. 多品类产品布局，打造新型建材航母	22
5. 盈利预测	23
5.1. 关键假设	23
5.2. 盈利预测	24
6. 公司估值及投资建议	24
6.1. 相对估值	24
6.2. 绝对估值	25
7. 近期驱动股价上涨的催化因素	26
8. 风险提示	26

## 图表目录

图表 1: 北新建材实际控制人为中国建材集团	5
图表 2: 石膏板产品品牌定位	5
图表 3: 2017 年石膏板收入占比 88.5%	5
图表 4: 北新建材发展历程	6
图表 5: 2012-2017 年产能 CAGR 5.75%	6
图表 6: 公司 30 亿全国性产能布局规划	6
图表 7: 在建项目	7
图表 8: 计划建设项目	7
图表 9: 2012-2017 单位均价及成本	8
图表 10: 2011-2017 毛利率持续提高	8
图表 11: 2012-2018Q1 营收、归母净利润增长稳定	8

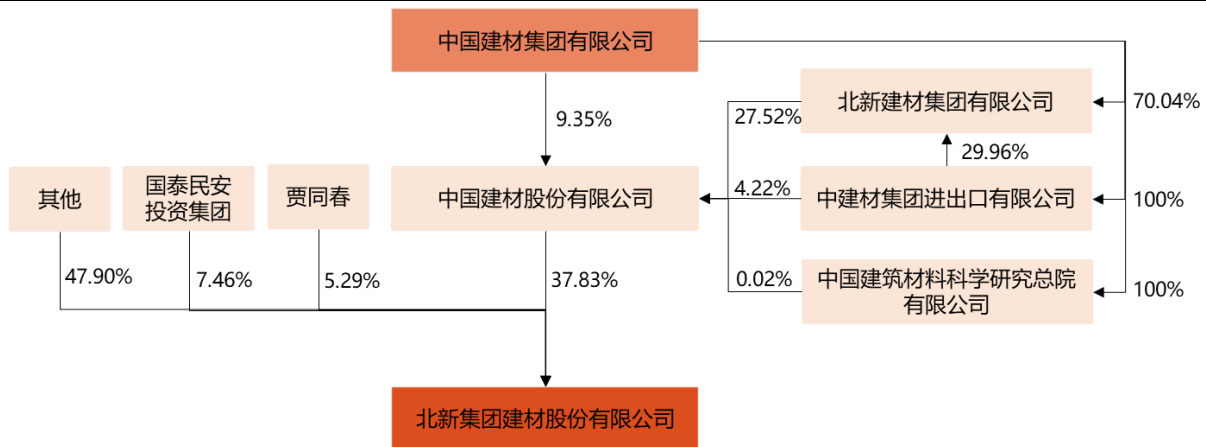
图表 12: 2012-2017 年产销量稳步提升.....	8
图表 13: 负债水平较低、现金流情况稳健.....	8
图表 14: 石膏板产品示意图.....	9
图表 15: 石膏板生产工艺流程.....	9
图表 16: 石膏板吊顶安装原理.....	10
图表 17: 石膏板吊顶应用示例.....	10
图表 18: 石膏板吊顶优势突出.....	10
图表 19: 石膏板龙骨隔墙示意图.....	11
图表 20: 石膏板隔墙应用示例.....	11
图表 21: 限粘禁实政策持续推出.....	11
图表 22: 不同材料墙体示意图.....	12
图表 23: 不同材料墙体性能对比.....	12
图表 24: 2017 年 USG 产品收入结构.....	13
图表 25: 中美石膏板隔墙应用对比.....	14
图表 26: 装配式建筑施工示意图.....	14
图表 27: 钢结构建筑结构示意图.....	15
图表 28: 国内外装配式建筑应用情况对比.....	15
图表 29: 装配式建筑推进政策频出.....	16
图表 30: 重装修市场占比提高（当年估计重装修面积/（当年估计重装修面积+当年竣工面积））.....	17
图表 31: 重装修需求进入放量期.....	17
图表 32: 美国石膏板总出货量及人均消费量.....	17
图表 33: 中国石膏板总出货量及人均消费量.....	17
图表 34: 2016 中国石膏板行业市场份额情况.....	18
图表 35: 北新建材产能增长及市占率情况.....	18
图表 36: 美国石膏板行业产能分布情况.....	18
图表 37: 日本石膏板行业产能分布情况.....	18
图表 38: 澳大利亚石膏板行业产能分布情况.....	18
图表 39: 石膏板成本占比.....	20
图表 40: 单位成本逐年降低.....	20
图表 41: 工业副产石膏来源.....	20
图表 42: 国内石膏主要应用领域.....	20
图表 43: 18 年度纸进口配额大幅降低.....	21
图表 44: 美废国废价格差逐渐拉大.....	21
图表 45: 17 年度纸价格上涨迅速.....	22
图表 46: 公司石膏板历年价格走势.....	22
图表 47: 北新建材外延产品.....	23
图表 48: 盈利预测关键数据.....	24
图表 49: USG、北新建材历史 PE 对比.....	24
图表 50: USG、北新建材历史 PB 对比.....	24
图表 51: 北新建材、东财建材行业历史 PE.....	25
图表 52: 历史 PE（TTM）区间.....	25
图表 53: 历史 PB 区间.....	25
图表 54: DCF 估值模型（FCFF）的基本假设.....	26

## 1. 稳步成长的石膏板行业龙头

### 1.1. 龙头地位逐步奠定，市占率近 60%

北新建材成立于 1979 年，是中国建材集团旗下新型建材产业平台。主要产品包括石膏板及轻钢龙骨，目前已发展成为全球最大的石膏板产业集团（17 年石膏板产能 21.82 亿平米），亚洲最大的轻钢龙骨产业集团。

图表 1：北新建材实际控制人为中国建材集团



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

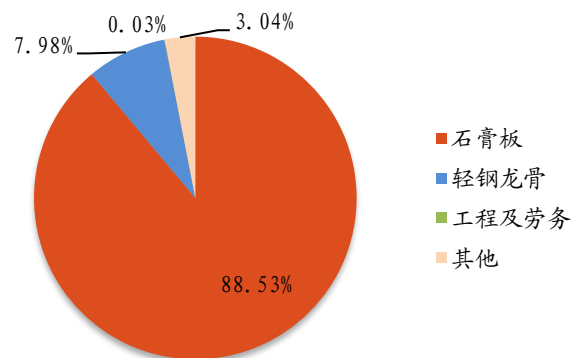
（备注：国泰民安投资原系泰安市国有资产监督管理机构独资企业）

主营产品为石膏板（17 年销售收入占比 88.5%），拥有龙牌和泰山牌等品牌，成功覆盖高端产品市场（龙牌）和中端产品市场（泰山牌），目前市占率近 60%。

图表 2：石膏板产品品牌定位



图表 3：2017 年石膏板收入占比 88.5%



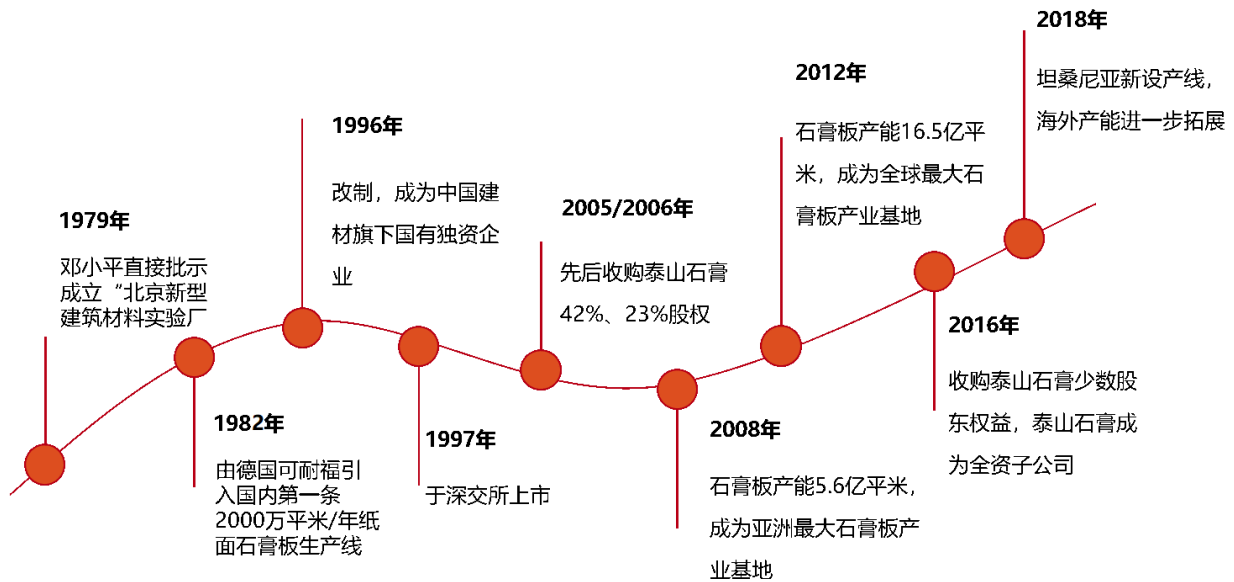
资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

公司 1982 年从德国 KNAUF 公司引进了第一条 2000 万平米/年纸面石膏板生产线，开始石膏板规模化生产，当时占据了绝对的市场地位。1997 年公司联合新型建材工业杭州设计研究院开发的 2000 万平/年北新二线投产，自此开始自主设计生产石膏板。与此同时，地产“黄金十年”大幅带动石膏板需求增加，

以泰山石膏为代表的国内生产企业大规模投资建厂，德国可耐福、法国圣戈班、拉法基集团等国外企业也相继进入，石膏板行业呈现出北新建材-泰山石膏-外资企业三分天下的局面。2005/2006 年公司先后合计收购泰山石膏 65% 股权，2018 年计划在坦桑尼亚投资建设生产线，逐步开启全国及全球产业布局，产能快速提升，彻底奠定了行业龙头的地位。

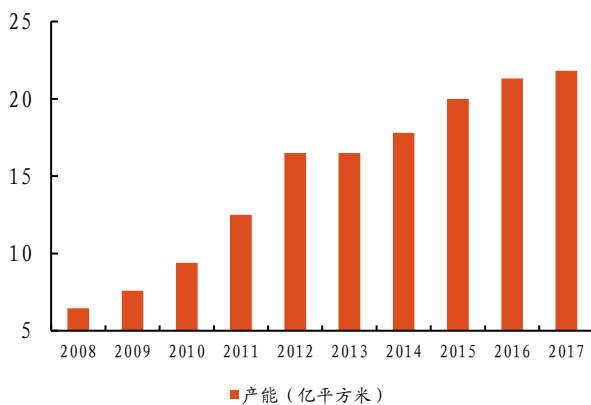
图表 4：北新建材发展历程



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

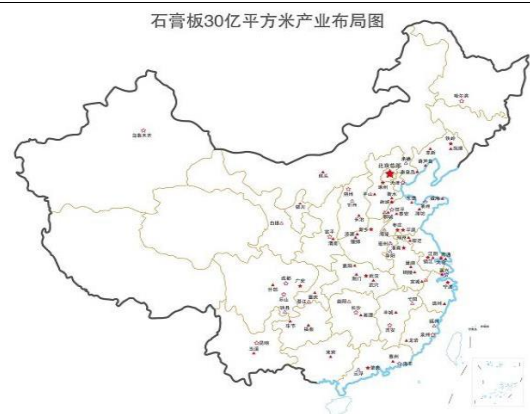
2012年起公司一直是全球最大的石膏板生产基地。产能持续保持较快增速，2012-2017 产能 CAGR 为 5.75%，17 年底达到 21.82 亿平米，占全国总产能的 50.6%。收购山东万佳完成后，权益产能将再增 1.03 亿平米，在建 2.2 亿平产能也将陆续投产。同时公司开启了 30 亿平米产能布局，龙牌石膏板计划投资建设 12 条石膏板生产线，泰山石膏计划新建 9 条生产线。另外在坦桑尼亚投资建设生产线，计划产能 900 万平米/年，全球产能布局加快。

图表 5：2012-2017 年产能 CAGR 5.75%



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：公司 30 亿全国性产能布局规划



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

石膏板产品体积大、易碎、单位价值低，属于“短腿产品”，存在 300-500 公里的运输半径。原材料工业副产石膏（主要为电厂脱硫石膏）同样存在一定运输半径。石膏板项目在选址时既要考虑贴近下游市场，又要贴近电厂石膏资源，导致石膏板行业具有一定区域性特征。北新在全国拥有超过 60 条生产线，全国性产能布局使公司在降低成本，提高区域市场竞争力方面优势明显。

图表 7：在建项目

披露日期	建设主体	项目地址	建设期	规划产能		备注
				石膏板（万平方米）	轻钢龙骨（吨）	
2017.03.20	泰山石膏	重庆綦江区	1 年	3500		
2017.08.21	泰山石膏	江西上饶	1 年	3500		
2014.08.20	北新建材	湖南长沙	1 年	3000	5000	
2014.09.29	北新建材	浙江嘉兴	1.5 年		15000	石膏板已投产，正在建设配套项目
2014.09.29	北新建材	天津滨海新区	1.5 年	3000	5000	因地方政府区域规划变化致使供电施工条件不具备、配套设施建设滞后
2014.09.29	北新建材	云南昆明	1.5 年	3000	5000	土地指标的招拍挂程序滞后
2016.02.03	北新建材	陕西富平县	1.5 年	3000		规划及施工证件办理时间超过预期
2016.02.03	北新建材	江西吉安	1.5 年	3000		土建招标方式确认流程较长
合计在建产能				22000	30000	

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：计划建设项目

披露日期	建设主体	项目地址	建设期	石膏板计划产能（万平方米）
2018.04.27	泰山石膏	河北承德	1 年	5000
2018.04.27	泰山石膏	山东菏泽	1 年	3500
2018.04.27	北新建材	安徽亳州	1 年	5000
2018.04.27	北新建材	山西忻州	1 年	3500
合计计划建设产能				17000

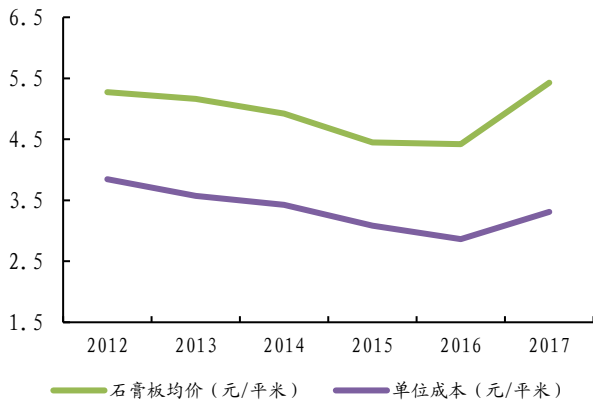
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 1.2. 业绩稳步增长，财务结构稳健

公司通过持续降本节用，单位成本逐年降低。使得产品降价的情况下，毛利仍能稳步增加，17 年综合毛利率高达 37.23%。突出的成本控制优势使公司市场份额持续提升，产销稳步增长，12-17 年产量和销量 CAGR 分别为 11.83%、11.58%。

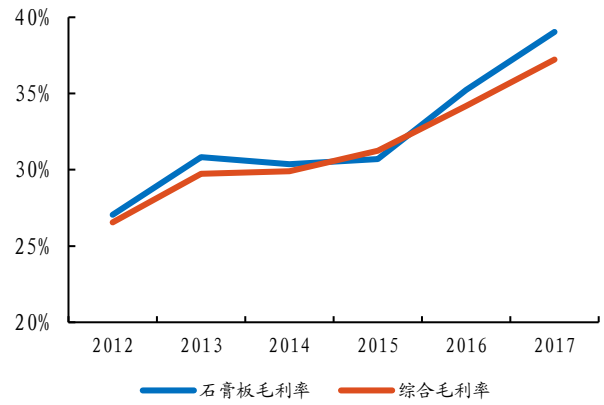
17 年营收首次突破百亿，11-17 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 11.00%、28.40%，18 年 Q1 归母净利润同比增速高达 226.67%，盈利能力大幅提升。稳步成长的同时，公司负债水平较低，资产负债率持续降低，17 年为 22.44%。经营现金流情况持续向好，财务结构稳健。

图表 9: 2012-2017 单位均价及成本



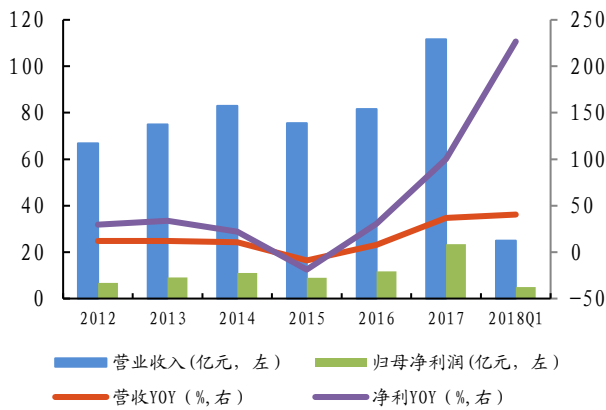
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 2011-2017 毛利率持续提高



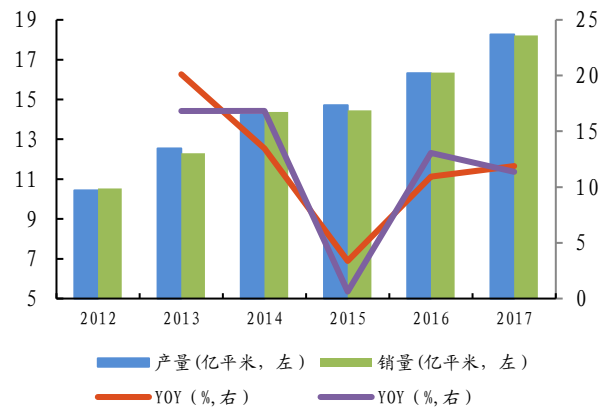
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 11: 2012-2018Q1 营收、归母净利润增长稳定



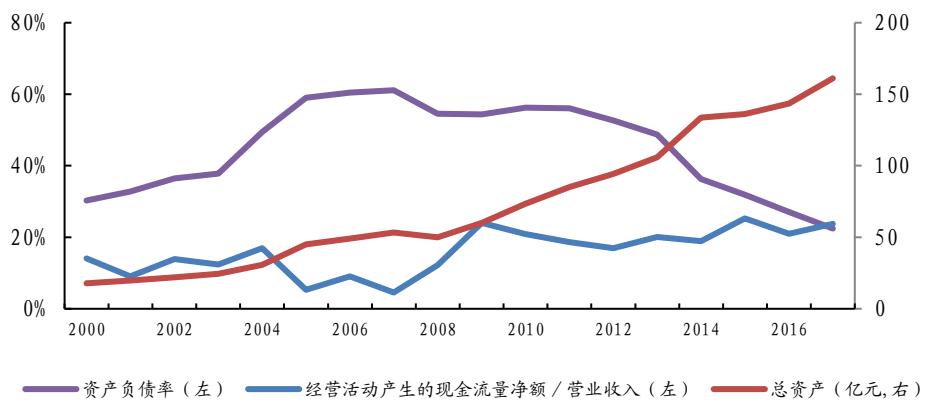
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 2012-2017 年产销量稳步提升



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 负债水平较低、现金流情况稳健



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所



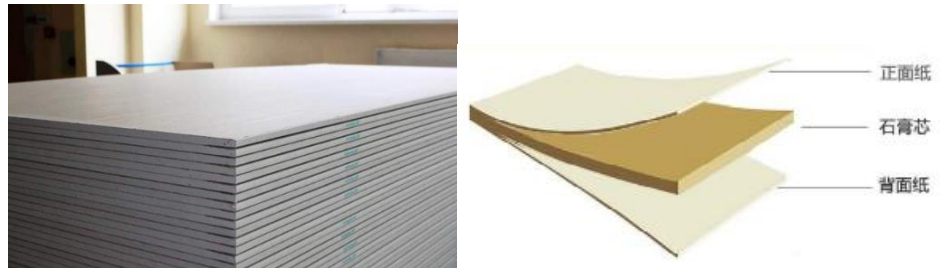
## 2. 隔墙应用及重装修带来渗透率和需求量的双重保障

### 2.1. 主流的吊顶材料

#### 2.1.1 石膏芯和护面纸是石膏板主要组成部分

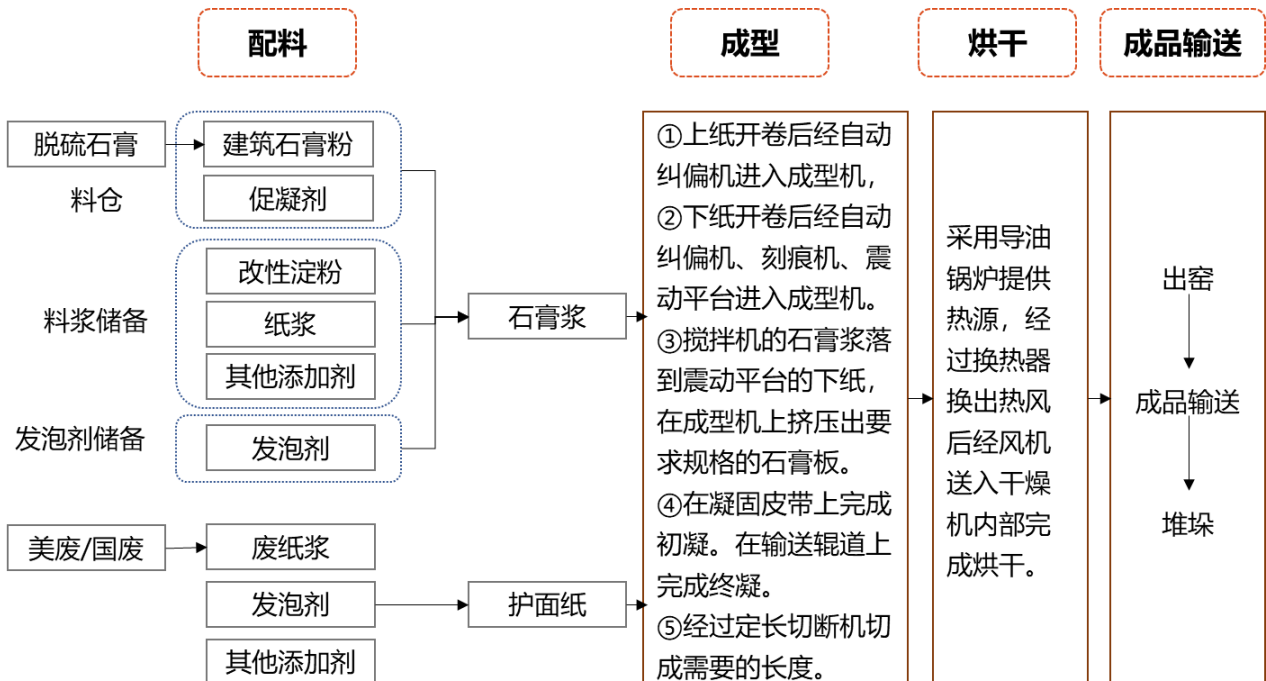
纸面石膏板是以天然石膏、氟硼石膏、磷石膏或脱硫石膏，和护面纸为主要原材料，掺加适量纤维、淀粉、促凝剂、发泡剂和水等制成的轻质建筑薄板。常配合龙骨用于建筑吊顶或隔墙应用。其中护面纸是石膏板的重要组成部分，提供了石膏板 80%左右强度。

图表 14：石膏板产品示意图



资料来源：百度，东方财富证券研究所

图表 15：石膏板生产工艺流程

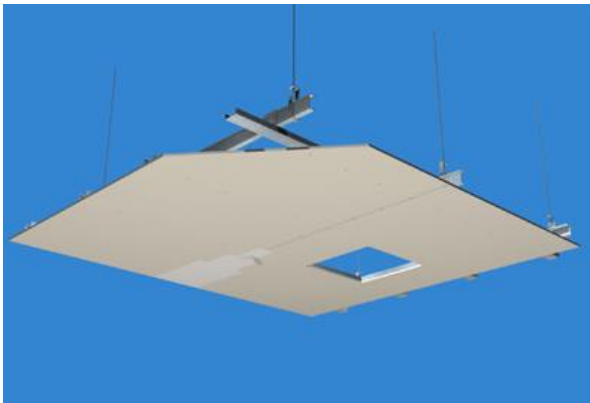


资料来源：知网，东方财富证券研究所

### 2.1.2 石膏板吊顶优势突出

常见的吊顶材料包括石膏板、PVC板、金属板，石膏板吊顶相比其他材质具有难以比拟的优势，质轻、绝热、防火阻燃、吸声、调湿、美观、加工较为方便，性价比高，是目前应用最为广泛的吊顶材料。

图表 16: 石膏板吊顶安装原理



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 17: 石膏板吊顶应用示例



资料来源：百度，东方财富证券研究所

图表 18: 石膏板吊顶优势突出

类别	优点	缺点	适用范围
石膏板	质轻、绝热、防火阻燃、可锯可钉、吸声、调湿、美观，造价较低。	自身耐潮性较差，经过处理后的耐潮、耐水石膏板耐潮性能优异。	适用于大部分场所，厨房、卫生间等区域可使用耐水石膏板。
铝扣板	全金属打造，使用寿命长，环保性能好，颜色丰富，防火、防潮、易安装、易清洗。	部分产品易变形、易氧化，价格较高。	主要用于厨房和卫生间。
PVC板	材质比较轻、防水防潮，阻燃隔热，价格较低。	易老化、易褪色、不阻燃、耐高温性和物理性能不好，较热环境下易变形。	主要用于厨房和卫生间。
矿棉板	吸音、隔热效果好，表面可进行图案绘制和雕刻，样式多样。	防污性能差，不易清洗。	主要用于对隔音要求较高的公共场所，家装较少使用。
胶合板	强度高、柔性好、弹性好、耐冲击性强、材质轻、易加工。	易受室内温度、湿度影响，容易变形、扭曲、起翘、开裂。	已逐渐不再使用。
玻璃板	不掉色，装饰效果较好。	抗弯性差，容易碎，必须有可靠的结构措施。	多用于局部吊顶，追求一定艺术效果。

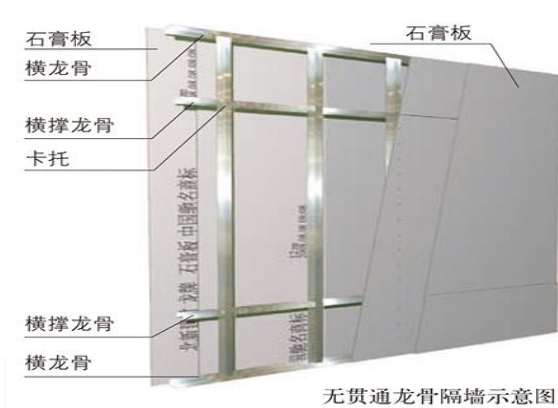
资料来源：知网，东方财富证券研究所

## 2.2. 隔墙应用渗透空间巨大，装配式建筑有望成为推手

### 2.2.1. 性能优异的新型墙体材料

石膏板隔墙采用轻钢龙骨两面覆石膏板，内部填充岩棉等材料提高其保温隔音性能，是轻质环保节能的新型墙体材料。

图表 19: 石膏板龙骨隔墙示意图



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 20: 石膏板隔墙应用示例



资料来源：百度，东方财富证券研究所

目前应用最为广泛的隔墙材料依然为传统的粘土砖墙，但由于粘土砖存在以下缺点：①生产过程需要大量粘土，破坏耕地；②烧纸粘土砖耗能高，并会产生大量粉尘、废气污染；③粘土砖墙体自重大，增加建筑负荷，工程造价提高；④施工需用到水泥砂浆，周期长环境差。近年来国家出台多项政策限制粘土砖应用，积极推进以石膏板为代表的新型墙体材料发展。

图表 21: 限粘禁实政策持续推出

时间	政策名称	推出部门	主要内容
2011.11	“十二五”墙体材料革新指导意见	发改委	提出到 2015 年，全国 30%以上的城市实现“限粘”、50%以上县城实现“禁实”；全国实心粘土砖产量控制在 3000 亿块标准砖（折合）以下，新型墙体材料产量所占比重达 65%以上，建筑应用比例达 75%以上；新型墙体材料产品生产能耗下降 20%。
2011.11	新型建筑材料工业“十二五”发展规划	发改委	提出新型墙体材料比重 2015 年需达到 65%，2010-2015 年均增速 10%。建筑板材占墙体材料比重由 2010 年的 7.4%需提升至 2015 年 20%以上。
2013.01	绿色建筑行动方案	发改委、住建部	推广使用绿色建材，深入推进墙体材料革新，城市城区限制使用粘土制品，县城禁止使用实心粘土砖。
2016.01	建材工业发展规划（2016-2020 年）	工信部	积极推进开展副产石膏等大宗工业固废的综合利用，提出利用可再生资源制备新型墙体材料。
2017.02	新型墙体材料推广应用行动方案	发改委、工信部	提出到 2020 年，全国县级以上城市禁止使用实心粘土砖，地级城市及其规划区限制使用粘土制品，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%，其中装配式墙板部品占比达 20%；新建建筑中新型墙材应用比例达 90%。

资料来源：发改委、住建部、工信部网站，东方财富证券研究所

新型墙体材料主要包括板材类（纸面石膏板，玻镁板，硅酸钙板等）、砌块类（混凝土砌块、石膏砌块等）、砖类（空心砖、多孔砖等）。应用较为广泛的新型墙体材料主要有石膏板和加气混凝土砌块。

图表 22：不同材料墙体示意图



资料来源：北新建材，东方财富证券研究所

相比加气混凝土砌块，石膏板优势明显，更适用于高层建筑。对开发商而言：  
①自重轻墙体薄，有效降低建筑负荷，节省建筑成本、运输成本；②施工方便快捷周期短，只需进行龙骨组装、石膏板贴面，无需使用水泥砂浆，施工现场清洁，节省施工时间成本、人力成本；③石膏板节能环保，减少开发商环保开支；④石膏板自身价格较低，综合成本更低。

对住户而言：①墙体薄，有效增加建筑使用面积；②隔热防火，多孔结构可以调湿，提高房间舒适体验；③通过填充多层介质，隔音功能可以做到优于粘土砖墙和加气块隔墙。

图表 23：不同材料墙体性能对比

类别	粘土砖墙	新型墙体材料	
		石膏板隔墙	加气混凝土砌块隔墙
自重、厚度	自重较大，密度 1500-1700kg/m <sup>3</sup> ，墙体厚。	自重轻，约 23kg/m <sup>3</sup> ，单位面积重量相当于砖墙 1/10。常规规格厚度约 100mm，约为砖墙的 1/2。	重量约 500-700kg/m <sup>3</sup> ，相当于粘土砖 1/3-1/4，常见厚度规格有 100-250mm 不等。
强度	强度较大。	厚度 12mm 的石膏板纵向断裂载荷可达 500N 以上，满足内墙材料要求。	强度较好。
隔音、保温	较好。	利用声音在不同介质中传递衰减原理，通过填充多层介质，双面厚度 12mm 的石膏板隔墙隔（墙体总厚度约 100mm）声量与 240mm 砖墙相当。达到 44 分贝隔音效果，加气块隔墙厚度需做到 160mm，石膏板隔墙仅需 99mm。	多孔结构，保温隔音性能较好。
挂吊力	较好。	通过使用干墙锚固螺丝或飞机胀栓，预埋龙骨，预埋木方的方式，承重能力最高可达 75kg，满足日常	吊挂性能一般。

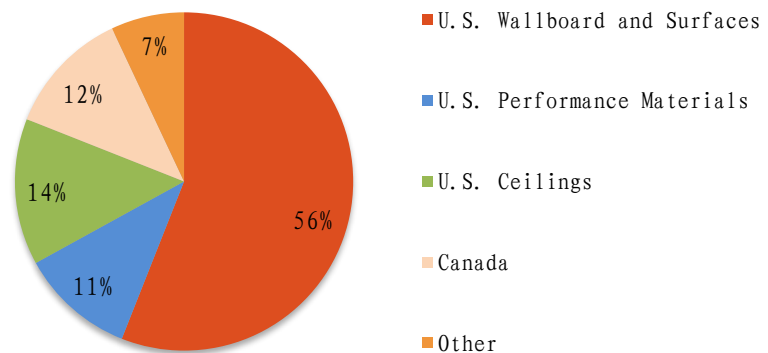
家装挂吊需求。			
施工	自重大，施工工序复杂，周期长，施工现场环境差。	施工简便快捷，易拆卸，不需要水泥砂浆，施工现场环境清洁。	墙内走管线较麻烦，施工周期长，施工环境较脏，人工成本较高。
环保性	烧制过程中能耗大、污染大；需要大量粘土，破坏耕地。	使用工业副产石膏，节能环保。	综合利用粉煤灰、工业废渣等原料，治理环境污染、节约耕地。
价格	造价较高。	成本较低。	材料成本与石膏板差距不大，人工成本较高。

资料来源：知网，东方财富证券研究所

### 2.2.2. 石膏板隔墙应用渗透率提升空间较大

我国石膏板在吊顶、隔墙领域的应用比例约为 7:3，在隔墙领域的应用渗透率仅为约 7%。而发达国家石膏板主要应用领域即为隔墙，渗透率约为 40%左右。以美国为例，2017 年美国最大的石膏生产企业 USG，美国地区墙面石膏板收入占比 56%，吊顶石膏板仅占比 14%。

图表 24：2017 年 USG 产品收入结构



资料来源：USG 2017 年报，东方财富证券研究所

对比中美石膏板隔墙市场发展。美国石膏板行业起步较早，石膏板推出伊始即作为隔墙材料广泛使用。一方面美国建筑结构以木结构为主，而石膏板是木质结构建筑最理想的隔墙材料；另一方面石膏板轻质、施工方便、施工周期短的优势与住户自主施工的消费习惯非常契合。

中国石膏板市场发展仅 30 余年，目前主要应用在公用建筑领域以及部分住宅吊顶领域。中国的城市建筑结构多为混凝土高层建筑，农村多为砖砌建筑，建筑内隔墙多用粘土砖墙，相比木质结构建筑对石膏板的刚性需求较弱。石膏板隔墙在住宅领域应用尚不普及，住户对石膏板的强度、隔音、吊挂力等性能尚不完全了解，接受认可程度有待提高。随着行业发展不断成熟以及消费者对新产品接受程度逐步提高，石膏板产品的高性价比优势将充分体现，渗透率有望快速提高。

图表 25：中美石膏板隔墙应用对比

国别	美国	中国
渗透率	40%以上	约 7%，主要应用于公用建筑。
石膏板发展历史	20 世纪初期开始发展，已经进入成熟期。	20 世纪末期开始发展，起步较晚，目前增长稳定。16 年行业整体产量增速 8%，17 年受环保影响增速有所下滑。
建筑结构	中低层建筑居多，多采用木质结构，结构构件外部覆盖石膏板，提高耐火能力。	城市建筑结构多为混凝土高层建筑，农村多为砖砌建筑，隔墙多用粘土砖墙。
装修习惯	房屋出售时大部分为精装房，且人工成本较高，住户自己动手施工进行局部个性化改造较多。	多由装修施工队进行整体施工。
认知程度	发展历史悠久，住户对石膏板认可接受程度较高。	石膏板隔墙在住宅建筑中应用较少，住户对石膏板隔墙的强度、隔音、吊挂力、安全性尚存质疑。

资料来源：东方财富证券研究所

### 2.2.3. 装配式建筑有望助推隔墙领域加速渗透

装配式建筑是由预制部件在工地装配而成。按预制构件的形式分为钢结构、混凝土结构、木结构等多种类型，具有预制化、标准化、模块化特点，相比传统建筑方式工程进度快、施工成本低、质量高、更加环保。

图表 26：装配式建筑施工示意图



资料来源：百度，东方财富证券研究所

装配式钢结构住宅是以钢型材构件作为承重骨架，以新型墙体材料作为围护结构构成。相比其他建筑结构自重轻、基础造价低、环保成本低、综合经济效益优。

钢结构围护墙体不需要承重，要求满足自重轻、强度高、防火性能优异等特点，与以石膏板为代表的新型墙体材料性能非常契合。装配式建筑的快速发展也将带动石膏板需求放量。

图表 27：钢结构建筑结构示意图



资料来源：北新建材，东方财富证券研究所

我国装配式建筑 20 世纪 50 年代开始发展，80 年代后期停滞并进入沉寂期。进入 21 世纪后，随着预制构件技术发展逐步成熟，劳动力成本和环保要求提高，国家标准和行业标准纷纷出台，装配式建筑再次恢复发展。2008 年万科启动两套装配式剪力墙体系住宅，开启了首次装配式混凝土体系住宅实践。目前尚处于初级发展阶段，装配式建筑应用比例仅约 7%，相比发达国家 70% 以上的渗透率尚有较大提升空间。

具体而言，装配式钢结构建筑发展起步晚，目前发展速度较快，但在住宅中应用比例依然微乎其微。据中国建筑金属结构协会数据，2017 年钢结构产值 5100 亿元，占建筑业总产值比例仅为 2.38%，钢结构产量仅占总钢产量的 7.4%，相比发达国家差距更为明显。

图表 28：国内外装配式建筑应用情况对比

国别	装配式建筑应用比例	发展历程及建筑特点
美国	接近 100%	盛行于 20 世纪 70 年代，社会化程度较高。大城市住宅以混凝土结构和钢结构为主，小城镇以轻钢结构、木结构为主。
英国	70% 以上	钢结构、木结构建筑发展较好。
日本	约 90%	20 世纪 90 年代开始普及，低层住宅木结构为主，高层建筑住宅混凝土结构。
法国	约 80%	世界上推行装配式建筑最早的国家之一，以预制装配式混凝土结构为主，钢结构、木结构为辅。
新加坡	约 70%	主要应用于 15-30 层高层住宅，多为塔式或板式混凝土结构。
中国	约 7%	发展尚处于初级阶段，2008 年万科启动两套装配式剪力墙体系住宅，开启了首次装配式混凝土体系住宅实践。

资料来源：中国墙材信息网，东方财富证券研究所

近年来，装配式建筑行业进入政策性利好阶段，相关支持政策和行业标准频出。在预制构件技术逐步成熟，标准日趋完善，政策持续推进下，装配式建筑取得了突破性进展，发展模式基本成型：一是钢筋混凝土建筑（PC），用于多层、小高层办公、住宅建筑。二是钢结构建筑，用于高层商用建筑，部分应用到住宅建筑。三是全钢结构建筑，更加节能、节省施工材料，预制化率可达 80%~90%。装配式建筑的加速发展，尤其钢结构建筑的加速渗透，有望为石膏板在隔墙领域的应用拓展注入强大动力。

图表 29：装配式建筑推进政策频出

时间	政策名称	推出部门	主要内容
2015 年底	建筑产业现代化发展纲要	住建部	2020 年装配式建筑占新建建筑比例达到 20%，2025 年达到 50%
2016. 02	关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见	国务院	力争 10 年时间，使装配式建筑应用比例达到 30%。
2016. 09	国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见	国务院	用 10 年时间使装配式建筑占新建建筑面积应用比例达到 30%，以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。
2017. 01	行业标准	住建部	《装配式混凝土建筑技术标准》、《装配式钢结构建筑技术标准》、《装配式木结构建筑技术标准》，2017 年 6 月起实施。
2017. 03	《“十三五”装配式建筑行动方案》、《装配式建筑示范城市管理办法》、《装配式建筑产业基地管理办法》	住建部	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，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上；培育 50 个以上装配式建筑示范城市，200 个以上装配式建筑产业基地，500 个以上装配式建筑示范工程，建设 30 个以上装配式建筑科技创新基地。

资料来源：国务院、住建部网站，东方财富证券研究所

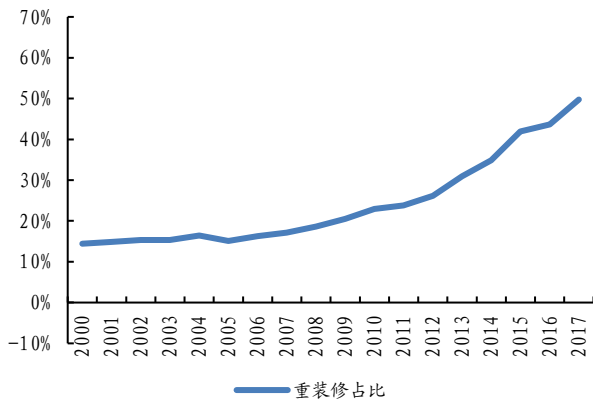
### 2.3. 重装修市场需求稳定

住宅家装周期一般约为 8-12 年，以指定时间点倒推 8-12 年期间的平均销售面积作为该时间点的重装修需求面积进行估算（我国商品房销售自 98 年房改之后才实质性放开，故本估算方法未考虑考察周期之前的存量面积，实际需求应更大）。以当年房屋竣工面积来量化首次装修需求面积。我们认为重装修市场规模占比持续提高，目前已达到约 50%，贡献了石膏板总需求的 50%以上。

08 年金融危机后，四万亿计划的实施一定程度上促进了房地产行业蓬勃发展，房屋销售面积增长加速。按照 8-12 年装修周期，对应重装修需求集中释放期为 2017-2021 年。在当前地产新增投资整体回落的情况下，保障了下游装修市场总体体量稳定。

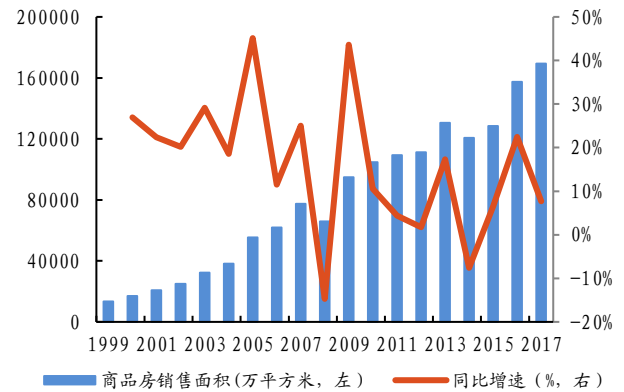


图表 30: 重装修市场占比提高（当年估计重装修面积/（当年估计重装修面积+当年竣工面积））



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

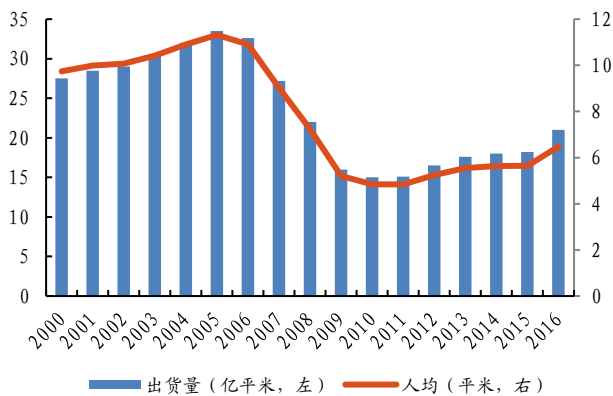
图表 31: 重装修需求进入放量期



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

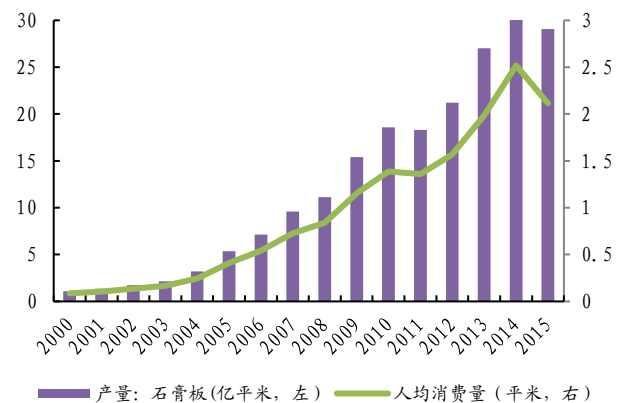
我国石膏板行业起步较晚，发展较快，总出货量由 2000 年 1.09 亿平方米提升至 2015 年 1-10 月份 29.07 亿平方米。但人均消费量目前不足 3 平米/人，尚未达到发达国家人均消费量的一半水平，随着新型城市化建设和新农村建设循序推进，人均消费量的提升也将带动石膏板总需求量提升。

图表 32: 美国石膏板总出货量及人均消费量



资料来源: 产业信息网, 东方财富证券研究所

图表 33: 中国石膏板总出货量及人均消费量



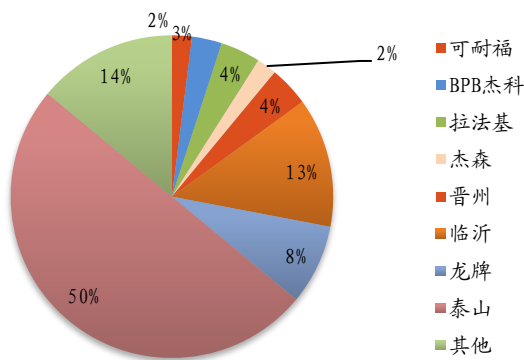
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

(注: 2015年数据为1-10月份累计产量及人均消费数据)

### 3. 行业集中度仍有提升空间，龙头企业受益

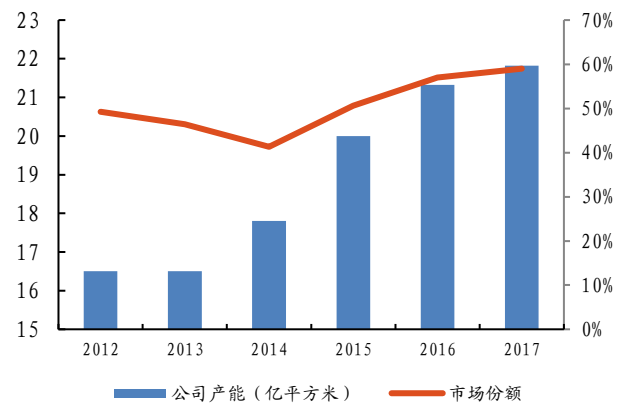
我国石膏板行业市场按产品定位大致分为高中低挡三类生产企业，成功覆盖高档和中档产品市场。按照区域来看，山东地区国内中小厂较多、华东地区外资企业比较集中，竞争较为激烈。公司现有石膏板产能 21.82 亿平方米，现有 60 多条生产线遍布全国，在各大区域市占率水平平均较高，总体市场占有率接近 60%，部分区域可以达到 70%。

图表 34：2016 中国石膏板行业市场份额情况



资料来源：中国石膏网，东方财富证券研究所

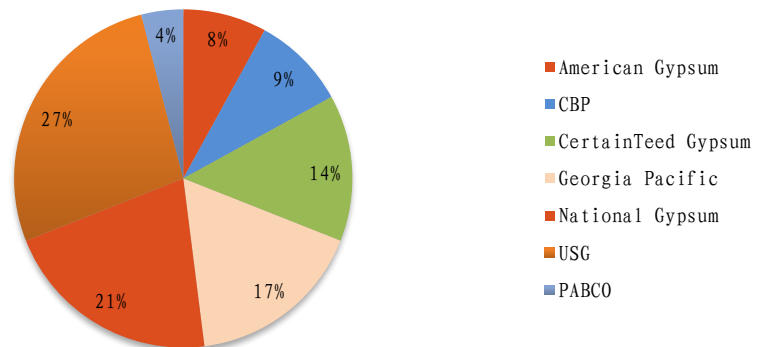
图表 35：北新建材产能增长及市占率情况



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

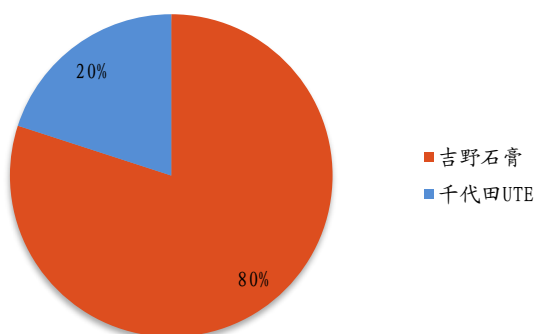
从全球石膏板市场来看，据产业信息网数据，目前全球石膏板市场总需求约 100 亿平米，市场规模约 700 亿元。横向对比石膏板主要生产国家，行业集中度均较高。美国主要石膏板生产企业有 7 家；日本有两家，其中吉野石膏市占率达到 80%；澳大利亚主要有 4 家生产企业。

图表 36：美国石膏板行业产能分布情况



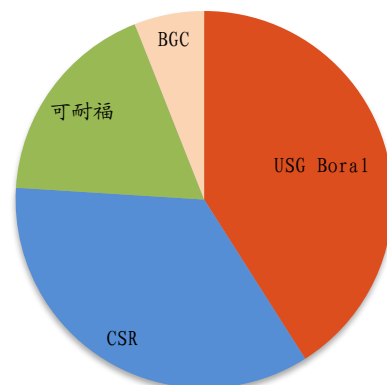
资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会，东方财富证券研究所

图表 37：日本石膏板行业产能分布情况



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

图表 38：澳大利亚石膏板行业产能分布情况



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

而我国小厂数量较多，小厂单位生产成本低，市场议价能力低，相比大型石膏板生产企业竞争能力较弱。叠加行业持续的整合，我们认为，国内石膏板行业集中度仍有提升空间，公司作为行业龙头市场份额仍有提升空间。

①**落后产能持续淘汰**。根据 2016 年发布的《墙体材料行业调整指导目录》，产能 3000 万平米/年以下生产线列为限制类，2000 万平米/年以下生产线列为淘汰类，据中国建筑材料联合会石膏建材分会统计，需淘汰产能占比约 13%。但石膏板生产线关停成本较低，产能淘汰落实难度较大，目前待淘汰产能占比仍然较高。预计随着装修材料要求逐步提高，仍有较大的供给压缩空间。另外，目前新建产线要求产能达到 3000 万平/年以上，大大提升了投资成本，对于资金压力较大的小厂而言提升了准入门槛。北新建材现有生产线全部满足 3000 万平/年以上，充分受益落后产能淘汰。

②**环保错峰加码，供给收紧**。根据《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》，2017 年起，石膏板行业开始纳入错峰生产范围。错峰省份中，山东、京津冀、山西均为石膏板产能规模较大的区域，累计受影响产能约占到总产能 50%。错峰生产对公司影响总体是正向的，一方面，严格的执行错峰所造成的供给收缩一定程度上拉动了石膏板价格上涨；另一方面，北新建材受影响产能占比较低，全国性产能布局可以通过调整周边区域生产来弥补错峰造成的产量下降。

③**拟收购山东万佳，山东、安徽地区产能进一步整合**。公司近期发布公告，拟与山东万佳成立合资公司（北新建材出资比例 70%），由合资公司对安徽万佳、平邑万佳进行增资，收购宣城万佳 100% 股权。此次并购事项完成后，预计将新增权益产能 1.03 亿平米。将加速山东、华东市场产能整合，进一步提升公司在竞争较为激烈的这两个地区的市占率。

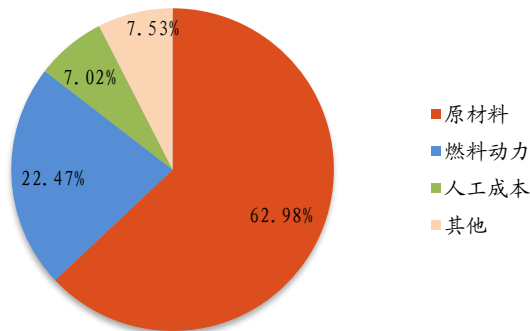
## 4. 龙头优势突出，定价权渐显

### 4.1. 成本控制优势

石膏板总成本中，原材料（石膏和护面纸）和能源成本占比较高，合计超过 80%。公司通过持续的技改研发，单耗持续降低，单位成本逐年降低。

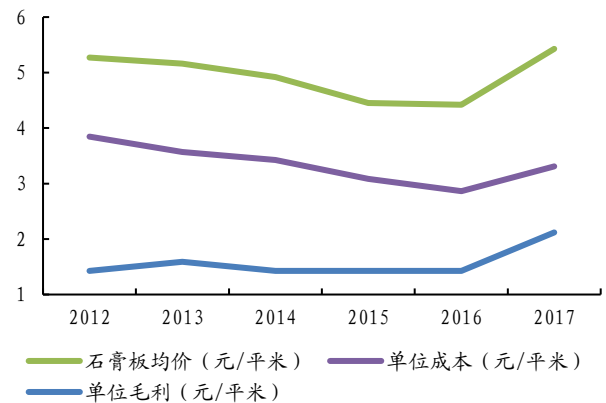
目前正在推进“高强轻板”和“低密度石膏板”技术研发，全生产线应用的话可以实现板单重平均降低 13%，节约石膏 10%；通过全面推广应用沸腾炉尾气余热利用技术和低氧燃烧节能减排技术，可以进一步实现标煤耗降低。通过全面推行百人工厂，要求总人员不超过 100 人的基地至少实现 3000 万平产能，大大提高了劳动生产效率，人工成本有望进一步降低

图表 39：石膏板成本占比



资料来源：知网，东方财富证券研究所

图表 40：单位成本逐年降低



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

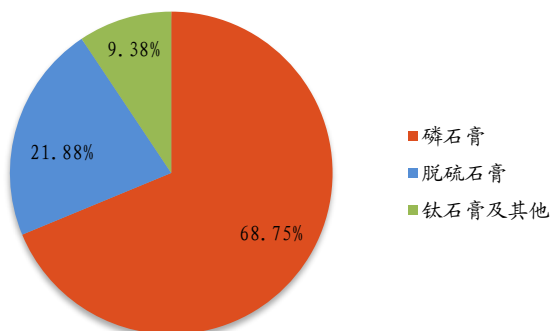
## 4.2. 资源布局优势

### 4.2.1. 提前布局脱硫石膏资源

石膏板对石膏的需求占石膏总应用量的比例较低，但对石膏的品质要求较高。用于生产石膏板的石膏包括天然石膏和工业副产石膏。目前能够开采并有效利用的优质天然石膏资源比例较少，成本较高，且石膏矿开采由于环保和安全等原因逐步受限。利用工业副产石膏生产石膏板，是大势所趋。

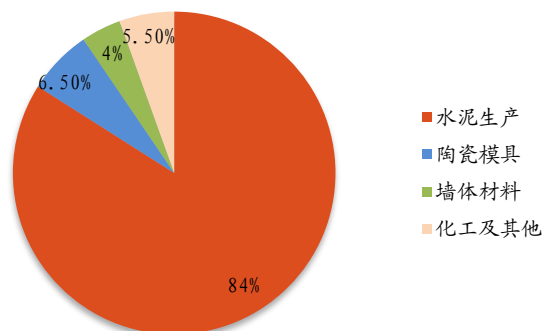
目前工业副产石膏主要包括脱硫石膏、磷石膏、钛石膏等。脱硫石膏主要来源于电厂烟气脱硫，较磷石膏（主要来源于磷肥生产企业）环保性能更好，应用工艺更成熟，是目前应用最为广泛的工业副产石膏。

图表 41：工业副产石膏来源



资料来源：知网，东方财富证券研究所

图表 42：国内石膏主要应用领域



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

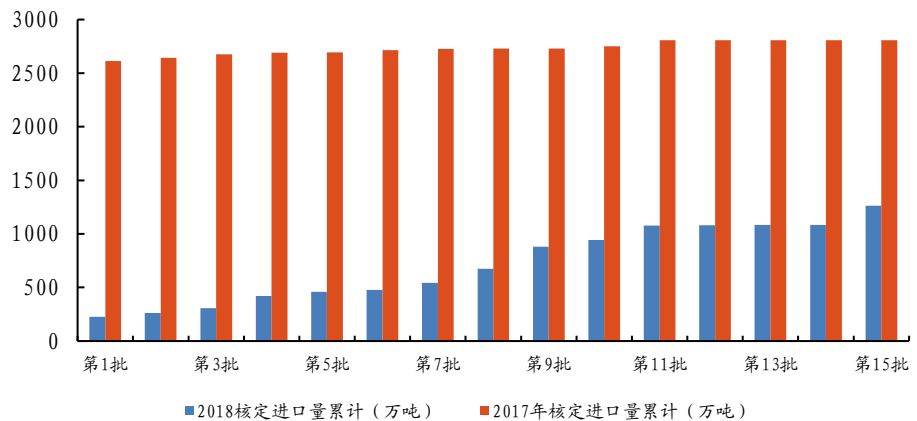
每平米石膏板生产约使用脱硫石膏 7-8kg，成本占比 15-20%。当前国内脱硫石膏资源利用率已经达到 60-70%，公司提前布局的先入优势逐步体现。泰山石膏 1999 年起开始研发使用脱硫石膏代替天然石膏，2004 年实现了 100% 利用脱硫石膏生产纸面石膏板，开创了行业先河，目前 21.82 亿平米产能全部使用脱

硫石膏生产。公司目前脱硫石膏资源供应充足，电厂优先供应公司，价格稳定。

#### 4.2.2. 泰山石膏获得外废进口配额

2017年底收紧废纸进口相关政策频出，进口废纸一般含杂量标准由1.5%降低至0.5%，废纸进口的相关主体必须为年产5万吨以上的生产企业，并取消了贸易单位代理。严格的废纸进口政策使废纸核定进口量断崖式下跌，2018年第一批至第十五批核定废纸进口量合计1261.4万吨，较2017年同期减少55.1%。

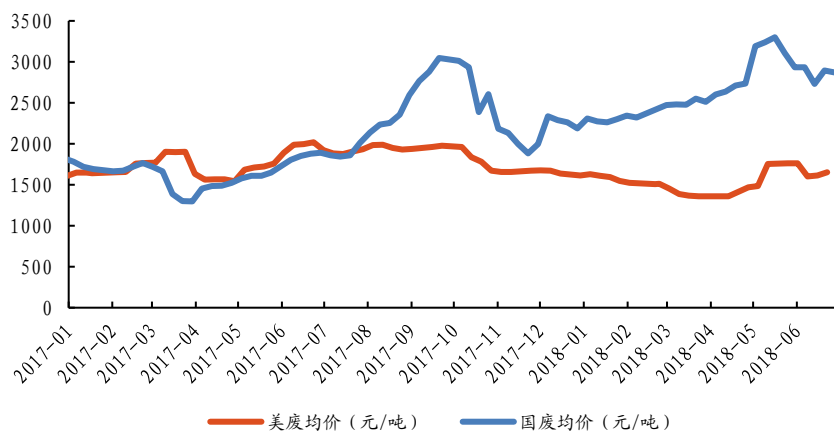
图表 43：18 年废纸进口配额大幅降低



资料来源：中国固废化学品管理网，东方财富证券研究所

外废进口受限带来的供给缺口推升固废价格大幅上涨，固废-外废价格差逐步拉大，最高达到1754元/吨，获得外废进口配额的生产企业成本优势明显。泰山石膏拥有部分护面纸产能，可以满足自身生产的不足一半需求。2018年第十批废纸进口配额中，泰山石膏获得19596吨外废进口配额，是取得配额的唯一一家石膏板生产企业，一定程度上降低了自身护面纸生产成本。

图表 44：美废固废价格差逐渐拉大



资料来源：choice，东方财富证券研究所

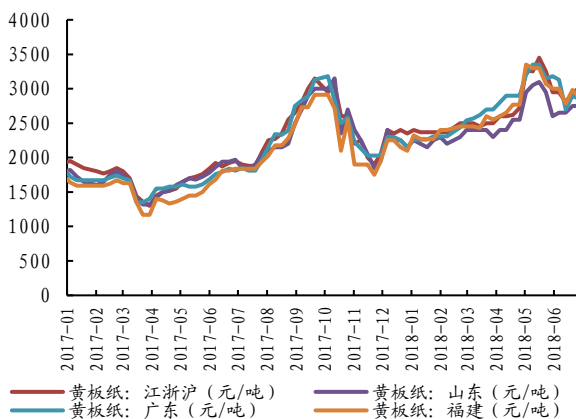
(美废均价以美废9#和美废11#均价计算，固废均价以全国各大市场黄板纸平均市场价计算)

### 4.3. 定价权逐步体现

公司 90%以上产品通过经销商渠道销售，现有一级经销商 2000-3000 家，且主要以独家销售为主。产品定价贯彻“价本利”模式，由区域公司根据本地区的供需和原材料成本情况灵活定价。17 年面对错峰限产、护面纸、煤炭价格上涨等因素造成的成本上涨，公司作为行业龙头，充分享有产品定价权，灵活实施涨价降本工作，成本很好的向下游转嫁，毛利进一步提升。

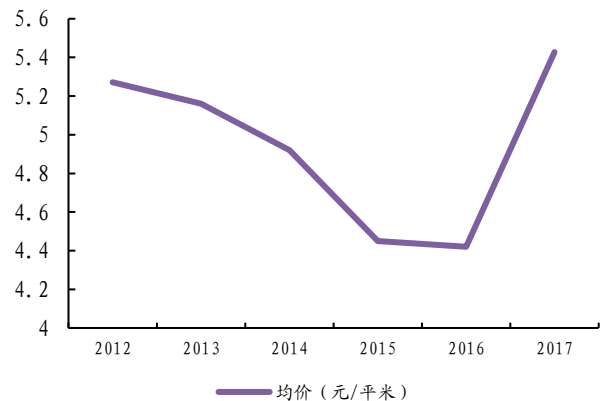
以成本占比高达 40%的护面纸为例，17 年以来护面纸价格上涨迅速，最高达到 1-1.5 万元/吨，较 16 年年底价格近乎翻倍。护面纸的主要生产原料为美废和国废，约占护面纸生产成本的 80%。外废进口受限的情况下，国内护面纸厂家纷纷转向使用国废进行生产，国废价格一度持续上涨。公司适时灵活调整区域产品售价，部分区域石膏板产品价格最高达到 10 元/平米。

图表 45：17 年度纸价格上涨迅速



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 46：公司石膏板历年价格走势



资料来源：choice，东方财富证券研究所

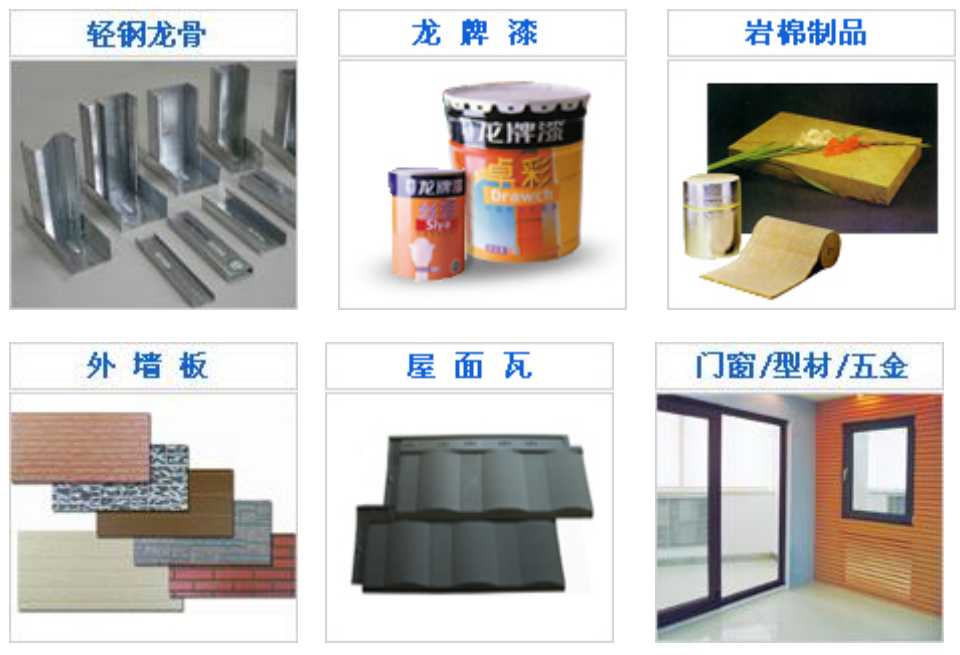
我们对石膏板-国废之间的价格联动进行了以下测算：

17 年国废均价 1971.95 元/吨，较 16 年同比上涨 55.89%。按照护面纸中废纸成本占比 80%，石膏板中护面纸成本占比 40%进行测算，国废价格上涨实际造成 17 年石膏板成本提升 17.9%。而公司 17 年石膏板销售均价为 5.43 元/平米，同比提升 22.8%，不仅完全消化了纸价上涨对利润的侵蚀，成本推动带来的价格上涨进一步增厚了公司业绩。

### 4.4. 多品类产品布局，打造新型建材航母

公司依托在石膏板行业积累的多年优势，产品逐步延伸至配套新型建材。公司是亚洲最大的轻钢龙骨产业集团，轻钢龙骨作为吊顶和隔墙中使用的又一重要结构性材料，2017 年实现收入 8.91 亿，收入占比 7.98%。另外，公司配套销售的产品还包括嵌缝石膏、龙牌漆、岩棉制品等。并在外墙板、屋面瓦领域布局，产品包括金邦板、金邦瓦（纤维增强水泥基），多品类布局不断提高了公司在新型建材领域的影响力和带动作用。

图表 47：北新建材外延产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

## 5. 盈利预测

### 5.1. 关键假设

1、暂不考虑收购山东万佳的影响，目前在建项目 2.2 亿平米，18 年公告拟计划建设 4 条产线产能合计 1.7 亿平米，且公司 30 亿产能布局正在逐步铺开。考虑到一般产线建设期 1-1.5 年，预计 18-20 年石膏板产能分别为 23.07/24.57/26.97 亿平米。

2、考虑错峰生产影响，产能利用率适当下调，并假设每年新增产能均于下半年投产，预计 18-20 年石膏板产能利用率分别为 83.10%/82.86%/81.89%。

3、公司近年来产销平衡，近五年平均产销率为 99.5%，以过去五年平均产销率预测当年产销率，预计 18-20 年产销率分别为 99.46%/99.73%/99.48%。

4、单价方面，考虑到错峰生产的实施以及护面纸价格上涨，17 年下半年公司灵活的采取了提价措施，各区域价格上浮不等，部分地区最高售价达到 10 元/平米。17 年平均不含税售价 5.43 元/平，同比提升 22.8%。目前石膏板价格维持高位，18 年整体价格中枢上移，预计 18-20 年全年价格分别上涨 25%/5%/5%。

5、成本方面，17 年煤价和废纸价格均有较大幅度上涨，18 年以来煤价高位略有回落，废纸价格快速上涨后有所回调，预计原材料价格上涨分别推动 18-20 年成本上涨 18%/4%/4%。

6、龙骨及其他业务收入按照历年增长水平，预计 18-20 年营业收入分别为 14.73/16.94/19.48 亿元。毛利率分别为 27.5%/27.5%/27.5%。

## 5.2. 盈利预测

基于以上假设，我们上调了 18 年业绩预期，预计公司 18/19/20 年营业收入分别为 144.09/161.58/183.81 亿元，归母净利润分别为 31.33/37.09/43.79 亿元，EPS 分别为 1.85/2.20/2.59 元，对应 PE 为 10.83/9.15/7.75 倍。

图表 48：盈利预测关键数据

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11164.34	14409.22	16158.05	18380.70
增长率（%）	36.88	29.06	12.14	13.76
EBITDA（百万元）	3226.99	4623.92	5224.88	6005.36
归母净利润（百万元）	2343.99	3132.70	3708.72	4378.92
增长率（%）	100.16	33.65	18.39	18.07
EPS（元/股）	1.39	1.85	2.20	2.59
市盈率（P/E）	14.47	10.83	9.15	7.75
市净率（P/B）	2.73	2.25	1.86	1.53
EV/EBITDA	10.84	6.91	5.43	4.03

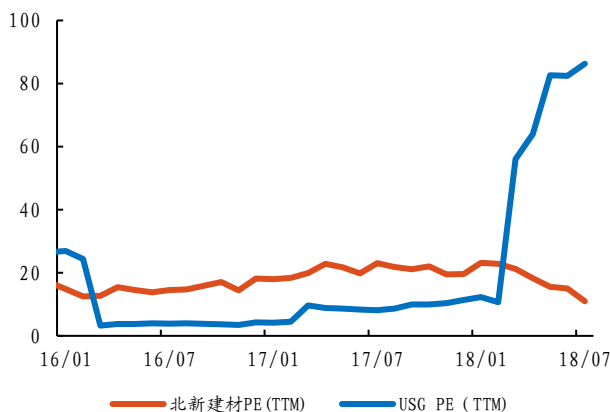
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 6. 公司估值及投资建议

### 6.1. 相对估值

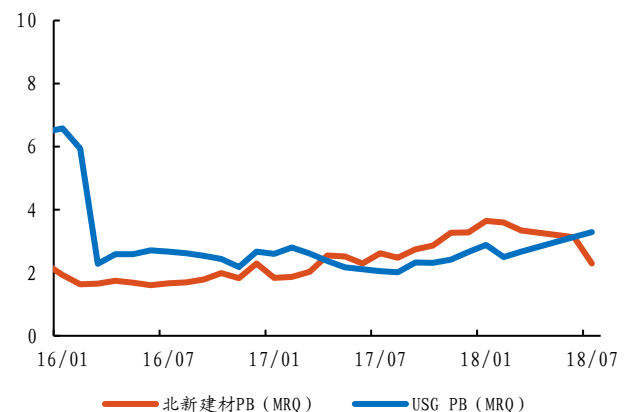
横向来看，公司是国内石膏板行业唯一一家上市公司，对比美国石膏板龙头 USG 石膏，公司盈利能力优于 USG（2017 年北新建材 ROE 为 20.57%，USG 仅为 4.72%）。而公司各项估值目前均低于 USG（目前北新建材 PE(TTM) 为 12.64 倍，USG 为 86.24 倍；北新建材 PB(MRQ) 为 2.63 倍，USG 为 3.28 倍），我们认为相比其他石膏板龙头企业，北新建材处于低估水平，估值仍有提升空间。

图表 49：USG、北新建材历史 PE 对比



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 50：USG、北新建材历史 PB 对比

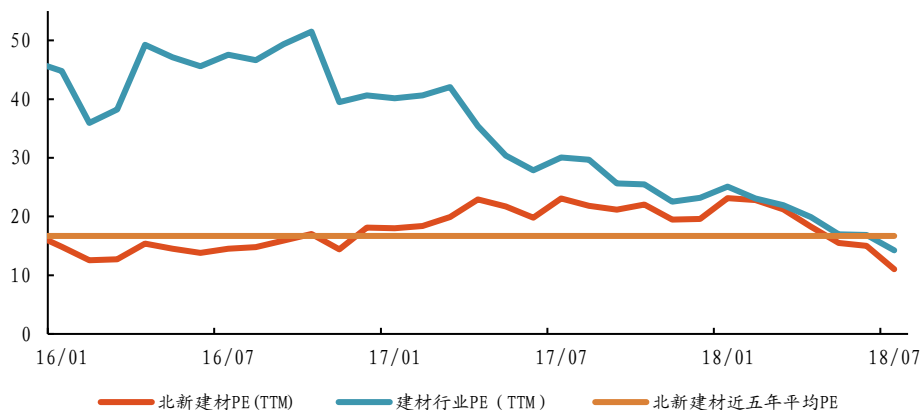


资料来源：choice，东方财富证券研究所



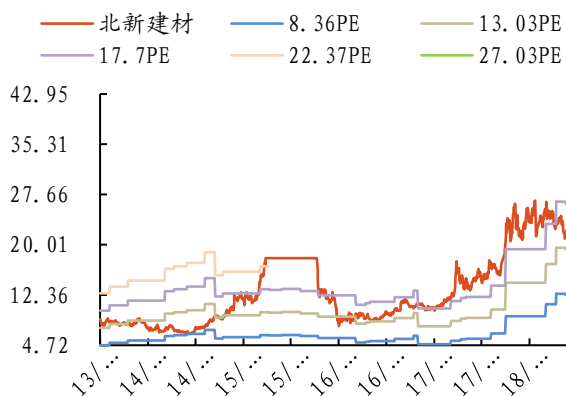
纵向来看, 公司历年 PE 在 8.36-27.03 倍之间波动, PB 在 1.48-4.11 倍之间波动, 而目前北新建材 PE (TTM) 为 12.64 倍, PB (MRQ) 为 2.63 倍, 处于历史较低位置。当前公司 PE 低于建材行业平均 PE, 且低于公司近五年平均估值水平, 我们认为公司当前估值安全边际较高。

图表 51: 北新建材、东财建材行业历史 PE



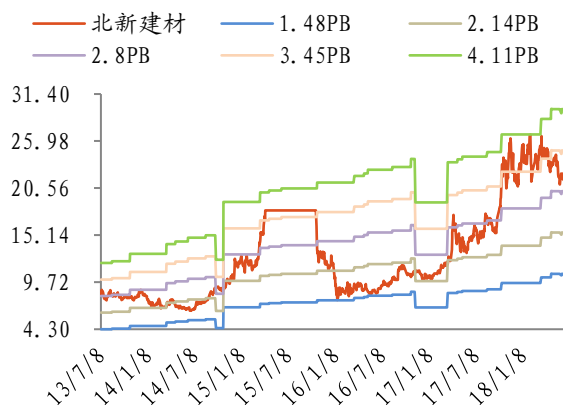
资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 52: 历史 PE (TTM) 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 历史 PB 区间



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 6.2. 绝对估值

选用五年期国债收益率作为无风险利率  $R_f$ , 2011 年至今沪深 300 平均收益率作为市场收益  $R_m$ , 以 WACC 作为折现率, 运用 DCF 四段式估值模型对公司进行估值, 得到公司股票价值 596.89 亿元, 对应每股价值 34.29 元。

我们认为石膏板需求领域仍有较大渗透空间, 公司作为行业龙头定价权逐渐显现, 业绩增长确定性较强。参考公司历史估值水平及对照企业估值水平, 给予公司 2019 年 16 倍 PE, 对应十二个月目标价 35.2 元, 上调评级至“买入”。

图表 54：DCF 估值模型（FCFF）的基本假设

基本假设	数值	基本假设	数值
股票 Beta	1.50	WACC	10.66%
市场收益率 Rm	8.45%	半显性增速	7.00%
无风险利率 Rf	3.33%	永续增速	2.00%
风险溢价	5.12%	公司价值	59689.15
实际税率	12.50%	股票价值	57941.47
债务利率	4.00%	每股价值	34.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 7. 近期驱动股价上涨的催化因素

近期公告拟收购山东万佳，收购完成后将新增权益产能 1.03 亿平米，进一步提升山东、安徽地区市场份额，提升公司核心竞争力。

近日住建部召开棚户区改造工作吹风会，要求棚改避免一刀切，投资者对下游地产需求的过度悲观预期有望一定程度缓解。

公司股价自 17 年底起开始震荡调整，目前估值已低于近五年平均水平。我们认为公司业绩持续增长的逻辑不变，在良好的基本面+高安全边际支撑下，或将迎来估值修复。

## 8. 风险提示

原材料价格大幅上涨；  
 隔墙领域应用拓展不及预期；  
 投资项目进展不及预期；  
 下游需求大幅下滑。

## 资产负债表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>5530.77</b>	<b>9454.74</b>	<b>13211.18</b>	<b>17772.87</b>
货币资金	614.00	3633.46	7199.77	11400.20
应收及预付	636.33	930.59	997.07	1124.99
存货	1259.56	1869.80	1993.46	2226.80
其他流动资产	3020.88	3020.88	3020.88	3020.88
<b>非流动资产</b>	<b>10579.91</b>	<b>10683.62</b>	<b>10742.70</b>	<b>10798.51</b>
长期股权投资	122.38	122.38	122.38	122.38
固定资产	7330.16	7371.28	7374.57	7366.26
在建工程	899.69	860.87	837.86	814.64
无形资产	1654.56	1741.48	1820.01	1907.14
其他长期资产	573.12	587.61	587.89	588.09
<b>资产总计</b>	<b>16110.68</b>	<b>20138.36</b>	<b>23953.88</b>	<b>28571.38</b>
<b>流动负债</b>	<b>2896.49</b>	<b>3803.94</b>	<b>3981.88</b>	<b>4271.35</b>
短期借款	800.10	800.10	800.10	800.10
应付及预收	1473.59	2381.04	2558.98	2848.45
其他流动负债	622.80	622.80	622.80	622.80
<b>非流动负债</b>	<b>718.52</b>	<b>718.52</b>	<b>718.52</b>	<b>718.52</b>
长期借款	287.47	287.47	287.47	287.47
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	431.04	431.04	431.04	431.04
<b>负债合计</b>	<b>3615.01</b>	<b>4522.46</b>	<b>4700.40</b>	<b>4989.87</b>
股本	1788.58	1788.58	1788.58	1788.58
资本公积	3042.06	3042.06	3042.06	3042.06
留存收益	7582.97	10238.72	13443.66	17305.88
归属母公司股东权益	12415.45	15071.20	18276.14	22138.35
少数股东权益	80.22	544.71	977.34	1443.16
<b>负债和股东权益</b>	<b>16110.68</b>	<b>20138.36</b>	<b>23953.88</b>	<b>28571.38</b>

## 利润表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>11164.34</b>	<b>14409.22</b>	<b>16158.05</b>	<b>18380.70</b>
营业成本	7007.91	8512.29	9472.45	10689.52
营业税金及附加	155.26	179.10	212.41	239.57
销售费用	343.83	481.86	531.54	601.56
管理费用	774.34	1065.15	1189.18	1341.77
财务费用	94.27	47.46	2.17	-51.32
资产减值损失	26.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-6.08	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.96	55.11	51.42	52.24
资产处置收益	-124.13	-62.07	-72.41	-77.58
其他收益	59.37	29.68	34.63	37.10
<b>营业利润</b>	<b>2740.86</b>	<b>4146.09</b>	<b>4763.93</b>	<b>5571.36</b>
营业外收入	78.99	94.55	90.42	89.90
营业外支出	130.87	129.62	126.76	128.40
<b>利润总额</b>	<b>2688.98</b>	<b>4111.02</b>	<b>4727.59</b>	<b>5532.86</b>
所得税	334.09	513.83	586.24	688.13
<b>净利润</b>	<b>2354.90</b>	<b>3597.19</b>	<b>4141.36</b>	<b>4844.73</b>
少数股东损益	10.91	464.48	432.63	465.81
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2343.99</b>	<b>3132.70</b>	<b>3708.72</b>	<b>4378.92</b>
EBITDA	3226.99	4623.92	5224.88	6005.36

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 现金流量表 (百万元)

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2654.19</b>	<b>3625.23</b>	<b>4639.04</b>	<b>5326.77</b>
净利润	2354.90	3597.19	4141.36	4844.73
折旧摊销	443.74	465.43	495.12	523.82
营运资金变动	-338.02	-474.02	-39.02	-84.71
其它	193.57	36.63	41.58	42.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1830.61</b>	<b>-549.10</b>	<b>-539.11</b>	<b>-565.88</b>
资本支出	-886.10	-604.21	-590.53	-618.12
投资变动	-944.51	55.11	51.42	52.24
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1041.54</b>	<b>-56.67</b>	<b>-533.63</b>	<b>-560.46</b>
银行借款	1595.60	0.00	0.00	0.00
债券融资	2181.46	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-4818.60	-56.67	-533.63	-560.46
<b>现金净增加额</b>	<b>-217.95</b>	<b>3019.46</b>	<b>3566.31</b>	<b>4200.43</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>783.37</b>	<b>614.00</b>	<b>3633.46</b>	<b>7199.77</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>564.23</b>	<b>3633.46</b>	<b>7199.77</b>	<b>11400.20</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	36.88	29.06	12.14	13.76
营业利润增长	63.60	51.27	14.90	16.95
归属母公司净利润增长	100.16	33.65	18.39	18.07
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	37.23	40.92	41.38	41.84
净利率	21.00	21.74	22.95	23.82
ROE	18.88	20.79	20.29	19.78
ROIC	16.20	18.44	18.25	18.25
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	22.44	22.46	19.62	17.46
净负债比率	-0.01	-0.20	-0.35	-0.46
流动比率	1.91	2.49	3.32	4.16
速动比率	1.47	1.99	2.82	3.64
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.80	0.73	0.70
应收账款周转率	108.33	65.19	72.54	73.83
存货周转率	5.58	4.56	4.76	4.80
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.39	1.85	2.20	2.59
每股经营现金流	1.48	2.03	2.59	2.98
每股净资产	6.94	8.43	10.22	12.38
<b>估值比率</b>				
P/E	14.47	10.83	9.15	7.75
P/B	2.73	2.25	1.86	1.53
EV/EBITDA	10.84	6.91	5.43	4.03

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

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

#### 投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### 股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### 行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### 免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。