

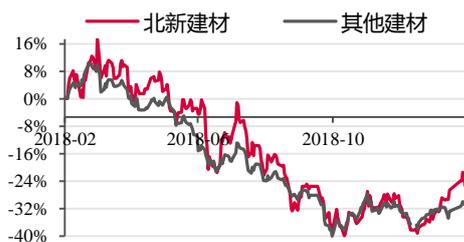
公司深度
北新建材 (000786)
建筑材料 | 其他建材
石膏板绝对龙头，产能扩张进行时

2019年02月18日

评级 **推荐**
 评级变动 维持
合理区间 **16.65-20.35 元**

交易数据

当前价格 (元)	16.63
52 周价格区间 (元)	13.12-27.12
总市值 (百万)	28096.52
流通市值 (百万)	23514.51
总股本 (万股)	168950.78
流通股 (万股)	141398.16

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
北新建材	13.13	11.31	-25.4
其他建材	2.2	-1.5	-31.0

龙靓

 执业证书编号: S0530516040001
 longliang@cfzq.com

分析师

0731-84403365

陈日健

chenrj@cfzq.com

研究助理

0731-89955748

相关报告

- 《北新建材: 北新建材 (000786.SZ) 三季报点评-Q3 单季业绩下滑, 看好公司长期发展》 2018-10-31
- 《北新建材: 业绩维持高增长, 产能扩张持续推进-半年报点评》 2018-08-24

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (亿元)	81.56	111.64	127.27	141.27	152.85
净利润 (亿元)	11.71	23.44	27.69	31.24	34.71
每股收益 (元)	0.69	1.39	1.64	1.85	2.05
每股净资产 (元)	6.14	7.35	8.47	9.79	11.25
P/E	23.99	11.99	10.15	8.99	8.09
P/B	2.71	2.26	1.96	1.70	1.48

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资要点:

- 石膏板绝对龙头企业。**公司主要产品包括石膏板、轻钢龙骨等, 主要应用于住宅以及酒店、写字楼等商业和公共建筑领域的各种建筑物的建造和装修过程, 目前已成为全球最大的石膏板产业集团, 国内市占率超 50%。2010-2017 年, 公司营收复合增速为 14.34%, 净利润复合增速达 27.99%。2018 年前三季度公司实现营收 95.12 亿元, 归母净利润 20.43 亿元, 同比分别增长 17.33%、30.58%, 业绩仍实现稳定增长。
- 行业分析: 石膏板需求仍有提升空间, 优势龙头强者恒强。**商业地产投资高峰期已过, 增速持续下降, 整体新增公装需求有限, 但考虑到商业地产装饰的翻新周期一般为 5-8 年, 2011 年至 2014 年竣工的商业地产将会迎来翻新高峰, 预计未来石膏板公装需求以稳为主。2018 年住宅新开工面积增速维持高位, 2019 年竣工面积有望迎来修复窗口, 新增住宅家装需求或有所回暖, 考虑到家庭住宅存量, 且二手房交易市场活跃, 家装整体翻新潜力亦可挖掘。同时, 随着绿色建材和装配式建筑兴起, 石膏板在隔墙领域的市场渗透率存在较大的提升空间。目前, 石膏板行业集中度较高, 以北新建材为首的四家第一梯队企业市占率超 60%。随着产业政策逐步规范、环保政策越发趋严, 行业集中度亦有提升空间, 北新建材将继续受益。
- 公司分析: 成本和品牌优势打造公司护城河。**截至 2018 年 6 月底, 公司石膏板年产能已达到 22.17 亿平方米, 同时开启 30 亿平方米产能布局规划, 产能将继续稳居全球第一。随着产能持续扩张, 公司成本优势尽显, 2011~2016 年公司单位石膏板成本由 4.08 元/平方米下降至 2.86 元/平方米。公司目前正筹建 40 万吨护面纸产能, 将极大程度提高公司原材料自给率, 进一步降低生产成本。公司旗下拥有“龙牌”和“泰山”两大石膏板品牌, 分别定位高端和中端市场, 2018 年房地产开发企业 500 强石膏板类中公司两大品牌首选率合计达 40%。2017 年在原材料价格上涨压力下, 公司对产品进行了提价, 石膏板毛利率提升至 39%。展望未来, 公司手握定价权, 产品毛利率有望维持高位。
- 风险提示: 房地产投资大幅下滑; 原材料价格大幅上涨; 产能扩张不及预期。**

内容目录

1 公司概况：石膏板绝对龙头企业	4
2 行业分析：石膏板需求仍有提升空间，优势龙头强者恒强	6
2.1 石膏板行业概述	6
2.2 需求端：工装需求趋稳，家装需求仍待挖掘	8
2.3 供给端：集中度有望继续提升，北新建材“一枝独秀”	10
3 公司分析：成本和品牌优势打造公司护城河	11
3.1 全国产能扩张稳步推进，开启全球化布局	11
3.2 成本和品牌优势兼具，产品具有定价权	13
3.3 深化管理整合，创新管理模式，管理水平不断提升	14
4 盈利预测与投资评级	15
4.1 盈利预测	15
4.2 投资评级	16
5 风险提示	16

图表目录

图 1：北新建材发展历程	4
图 2：北新建材股权结构	4
图 3：公司分产品收入占比情况（%）	5
图 4：2017 年公司分地区营收占比	5
图 5：北新建材部分地标建筑	5
图 6：营业收入及增速变化	6
图 7：归母净利润及增速变化	6
图 8：毛利率、净利率和期间费用率	6
图 9：资产负债率（%）	6
图 10：泰山石膏纸面石膏板生产工艺流程图	7
图 11：石膏板产业链情况	8
图 12：商业营业用房新开工面积及其增速	8
图 13：商业营业用房竣工面积及其增速	8
图 14：办公楼新开工面积及其增速	9
图 15：办公楼竣工面积及其增速	9
图 16：住宅新开工面积及其增速	9
图 17：住宅竣工面积及其增速	9
图 18：中国与发达国家建筑工业化率比较	10
图 19：2020 年各地区装配式建筑规划占比	10
图 20：石膏板行业竞争格局	11
图 21：产能和“固定资产+在建工程”变化情况	12
图 22：石膏板产销率和产能利用率情况	12

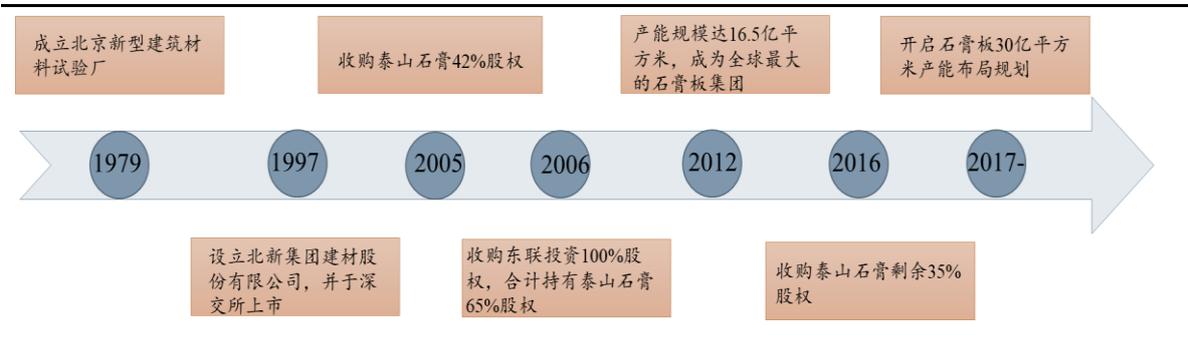
图 23: 泰山石膏销售网络分布.....	12
图 24: 公司石膏板单价、成本及毛利率变化情况.....	14
图 25: 进口美废到岸价 (美元/吨)	14
图 26: 各地国废到厂价 (元/吨)	14
图 27: 公司“六星标杆企业”数量变化情况.....	15
表 1: 2018 年房地产开发企业 500 强首选前 10 公司/首选率 (石膏板类)	13

1 公司概况：石膏板绝对龙头企业

公司是一家集品牌、研发、生产、销售及服务为一体的综合性新型建材产业集团，为各类建筑提供石膏板墙体吊顶系统、矿棉板吊顶吸声系统、金邦板外墙屋面系统、内外墙环保涂料系统、岩棉防火保温系统等节能环保新型建材全套解决方案。

1979年，公司前身北京新型建筑材料试验厂成立，开始从事石膏板、岩棉板等新型材料的生产，1996年改制更名为“北新建材集团有限公司”，1997年由北新集团独家发起设立“北新集团建材股份有限公司”，并在深交所上市。2005年起，公司陆续收购泰山石膏100%股权，目前已成为全球最大的石膏板产业集团，国内市占率超50%，且仍处于产能扩张阶段。

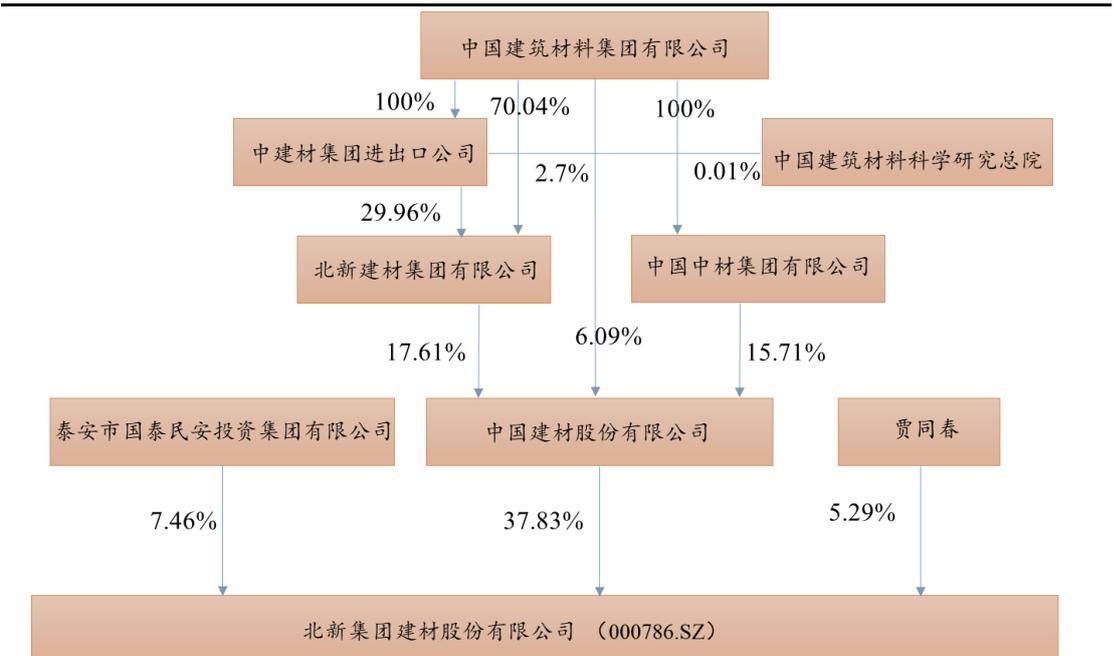
图 1：北新建材发展历程



资料来源：公司官网，财富证券

公司控股股东为中国建材股份有限公司，持股比例 37.83%，实际控制人为中国建筑材料集团有限公司，最终控制人为中央国资委。其次，泰安市国泰民安投资集团有限公司持股 7.46%，贾同春持股 5.29%。

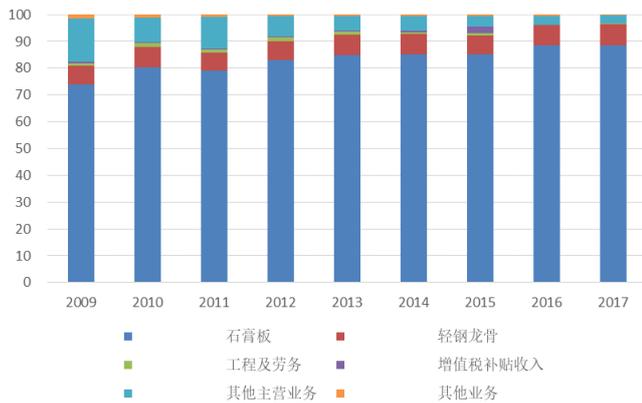
图 2：北新建材股权结构



资料来源：Wind，财富证券

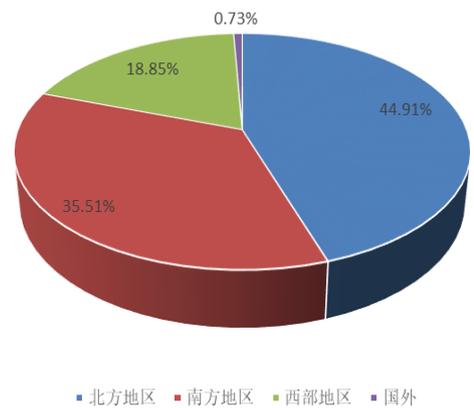
公司主要产品包括石膏板、轻钢龙骨等，主要应用于住宅以及工业厂房、酒店、宾馆、体育场馆、写字楼等商业和公共建筑领域的各种建筑物的建造和装修过程。分产品来看，公司石膏板营收占比逐年增加，轻钢龙骨营收占比较为稳定，其他主营业务营收占比逐年下降，2017年公司石膏板、轻钢龙骨和其他主营业务营收占比分别为88.53%、7.98%和3.04%。分地区来看，2017年公司北方地区、南方地区和西部地区营收占比分别为44.91%、35.51%和18.85%。

图3：公司分产品收入占比情况（%）



资料来源：Wind、财富证券

图4：2017年公司分地区营收占比



资料来源：Wind、财富证券

图5：北新建材部分地标建筑



资料来源：公司官网，财富证券

净利率创新高，资产结构不断改善。2010-2017年，公司营收复合增速为14.34%，净利润复合增速达27.99%。2017年受益于石膏板量价齐升，公司实现营收111.64亿元，同比增长36.88%，实现归母净利润23.44亿元，同比增长100.16%。2018年前三季度公司实现营收95.12亿元，归母净利润20.43亿元，同比分别增长17.33%、30.58%，业绩仍实现稳定增长。盈利能力方面，受益于规模和成本优势，公司毛利率从2011年起持续提升，2017年毛利率高达37.2%，2018年前三季度毛利率36.1%，整体仍维持高位。与此同时，公司期间费用率从2015年起持续下降，公司净利率创下历史新高，高达21.6%。资产结构方面，近年来公司资产负债率不断下降，资产结构不断改善，2018年前三季度资产负债率仅为19.9%。

图6：营业收入及增速变化



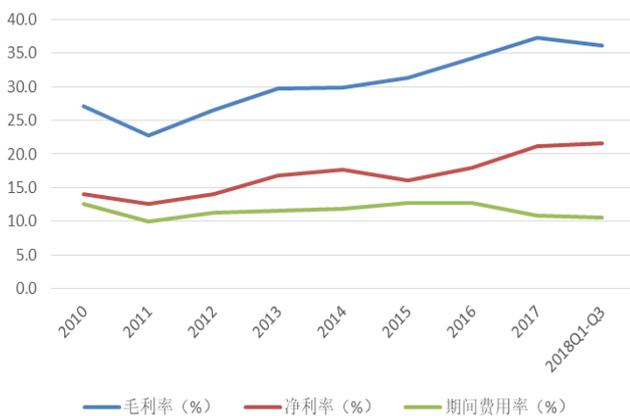
资料来源：Wind、财富证券

图7：归母净利润及增速变化



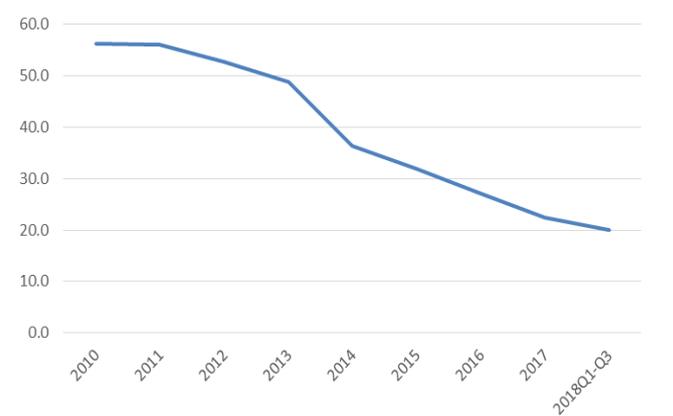
资料来源：Wind、财富证券

图8：毛利率、净利率和期间费用率



资料来源：Wind、财富证券

图9：资产负债率 (%)



资料来源：Wind、财富证券

2 行业分析：石膏板需求仍有提升空间，优势龙头强者恒强

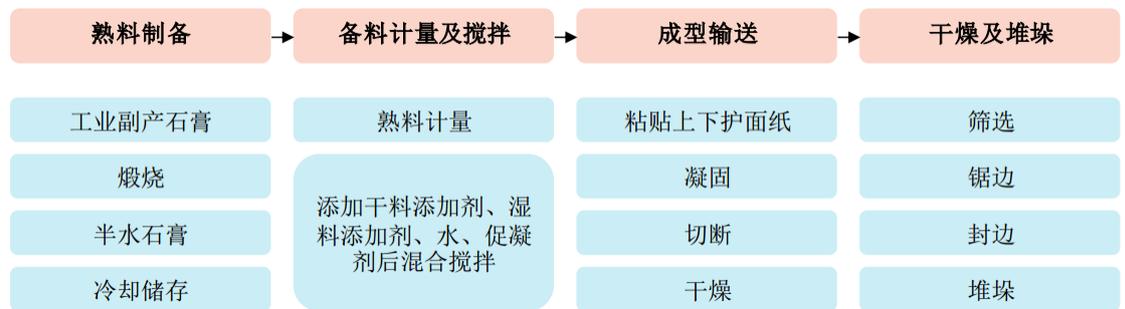
2.1 石膏板行业概述

石膏板作为当前着重发展的新型建材之一，具有重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便以及隔音绝热和防火等优良性能，广泛应用于各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板、

天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。石膏板可分为纸面石膏板、装饰石膏板、纤维石膏板、石膏吸音板等，其中以纸面石膏板较为常见。

我国纸面石膏板发展起步于 20 世纪 70 年代，1978 年中国建成了我国自主研发的第一条 400 万 m²/a 纸面石膏板自动化生产线。1983 年，北新建材集团从德国 KNAUF 公司引进了 2000 万 m²/a 纸面石膏板生产线投产，该线以天然石膏为原料，以煤为燃料。20 世纪 90 年代，随着我国墙体材料改革政策的推广以及建筑业的发展，纸面石膏板的市场需求日益旺盛，我国石膏板生产线的自动化水平不断提高，生产线规模持续扩大，最高达到 2000 万 m²/a。进入 21 世纪后，通过自主研发、引进装备及技术、消化吸收及再创新相结合的科研发展，我国已具备以建筑石膏及脱硫石膏、磷石膏等为生产原料、单线设计生产能力 4000 万 m²/a 以上生产规模的能力。以泰山石膏为例，其生产流程包括熟料制备、备料计量及搅拌、成型输送和干燥堆垛四个步骤。

图 10：泰山石膏纸面石膏板生产工艺流程图



资料来源：公司公告，财富证券

(1) 熟料制备：石膏板的主要原料为电厂产出的工业副产石膏，主要成分为 CaSO₄·2H₂O，经过回转窑煅烧后得到以 β 型半水石膏为主的建筑石膏，煅烧后的建筑石膏经冷却后，储存于大料仓以备用。

(2) 备料计量及搅拌：将干料外加剂如改性淀粉、缓凝剂、减水剂等与湿料外加剂如纸浆、水等经定量计量后搅拌成原料浆，然后将所有主辅料包括半水石膏、促凝剂、发泡剂、原料浆、水在搅拌机混合制成合格的石膏浆。

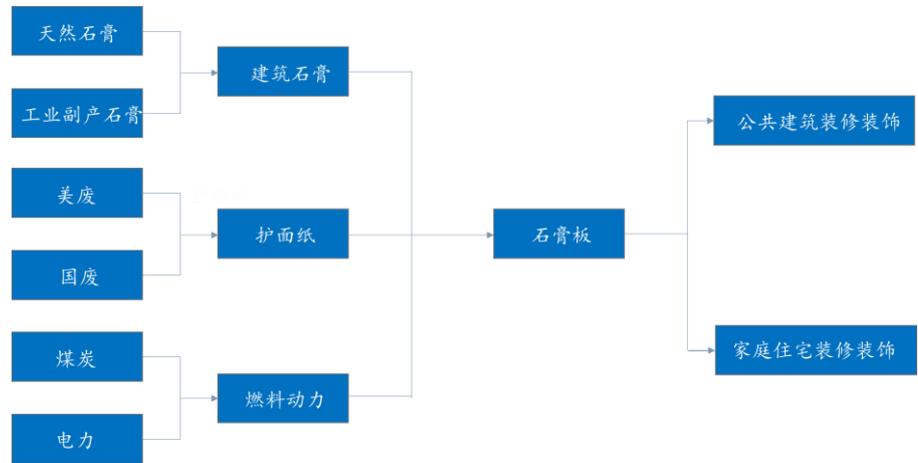
(3) 成型输送：搅拌机中的石膏浆落到震动平台的下护面纸上进入成型机，在成型机上挤压出要求规格的石膏板，上下护面纸通过粘边胶在四周边缘处粘合，然后在凝固皮带上完成初凝、在输送辊道上完成终凝，经过定长切断机切成需要的长度，经横向机转向，转向后两张石膏板同时离开横向机，然后使用靠拢辊道使两张板材的间距达到要求后，经分配机分配进入干燥机干燥。

(4) 干燥及堆垛：采用锅炉提供蒸汽作为热源，蒸汽经过换热器换出热风后经风机送入干燥机内部完成烘干任务，再经出板机送入横向系统，完成石膏板的定长切边、全自动包边，然后经过成品输送机送入自动堆垛机堆垛，堆垛完成后使用叉车运送到打包区检验包装。

石膏板上游原材料主要包括建筑石膏和护面纸，其中建筑石膏目前大多以工业副产

石膏为原料经回转窑煅烧而成，成本占比 20%左右，护面纸则是以废纸为原料制成，成本占比 40%左右。石膏板下游应用于公装和家装领域，与房地产投资息息相关。

图 11：石膏板产业链情况



资料来源：公司公告，财富证券

2.2 需求端：公装需求趋稳，家装需求仍待挖掘

目前，石膏板约有 70%应用于公装，如写字楼、商场、办公楼等，主要集中在吊顶和隔墙领域，其余 30%用于家装领域，主要以吊顶为主。

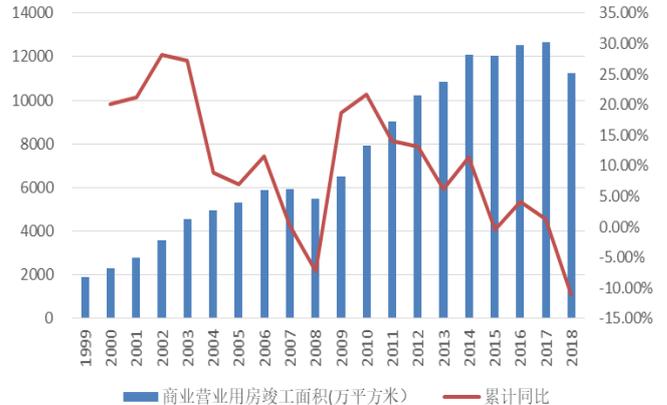
公装新增需求下滑，更新需求补缺口。2009 至 2011 年，商业营业用房和办公楼投资迎来高速增长，而自 2013 年以来，受前期增长过快、宏观经济下行以及政府整顿三公消费等因素影响，商业地产新开工面积开始下滑，竣工面积增速持续下降，2018 年全国商业营业用房开工面积、竣工面积同比下降 2.0%、11.1%，办公楼新开工面积、竣工面积同比下降 1.5%、3.1%，整体延续下降趋势。综合来看，商业地产投资高峰期已过，增速持续下降，整体新增公装需求有限，但考虑到商业地产装饰的翻新周期一般为 5-8 年，2011 年至 2014 年竣工的商业地产将会迎来翻新高峰，预计未来石膏板公装需求以稳为主。

图 12：商业营业用房新开工面积及其增速



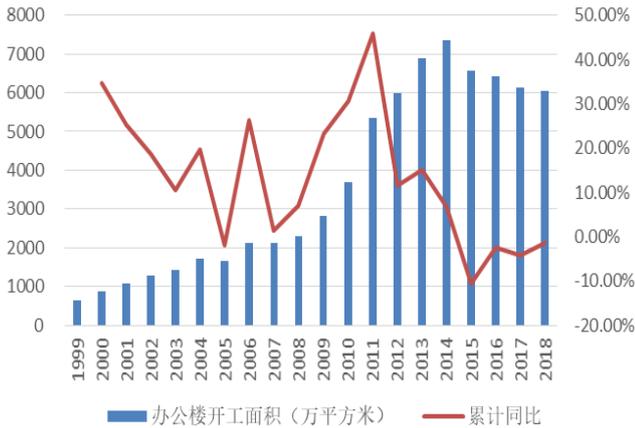
资料来源：Wind、财富证券

图 13：商业营业用房竣工面积及其增速



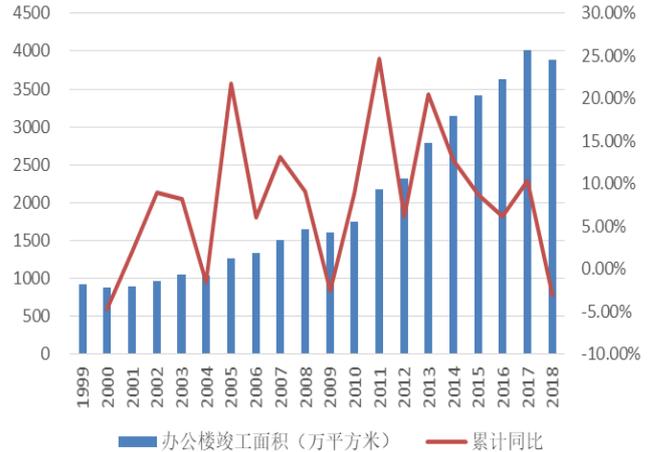
资料来源：Wind、财富证券

图 14: 办公楼新开工面积及其增速



资料来源: Wind、财富证券

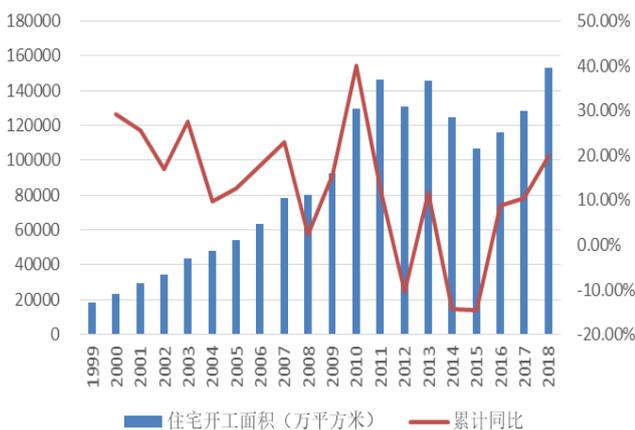
图 15: 办公楼竣工面积及其增速



资料来源: Wind、财富证券

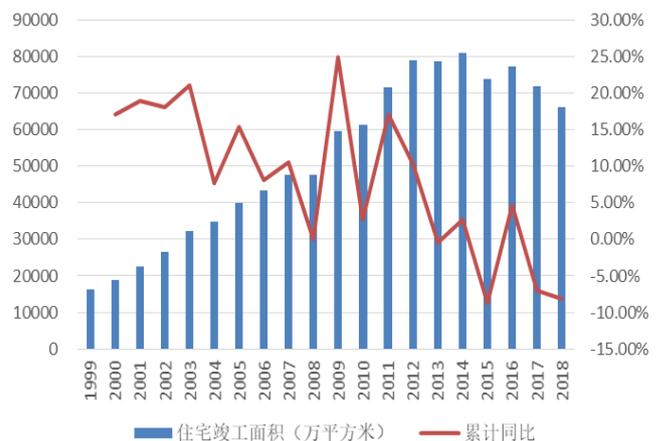
家装需求潜力待挖掘。在市场结构方面，石膏板在美国等发达国家 80%用于住宅，我国与美国住宅建筑结构和理念有所不同，难以直接类比，但未来随着节能政策的引导和居民消费习惯的改变，住宅市场将成为石膏板的主要增长点。根据房地产施工周期和历史数据分析，房屋新开工面积增速是房屋竣工面积增速的先行指标，但自 2016 年开始，住宅新开工面积保持增长，竣工面积却持续下降，2018 年住宅新开工面积增速高达 19.7%，而竣工面积则同比下滑 8.1%，两者持续背离。我们认为 2018 年住宅新开工面积整体处于高位，2019 年住宅竣工面积有望迎来修复窗口，整体新增住宅家装需求或有所回暖。家装翻新周期一般为 10-15 年，考虑到家庭住宅存量较大，且二手房交易市场活跃，家装整体翻新潜力亦可挖掘。

图 16: 住宅新开工面积及其增速



资料来源: Wind、财富证券

图 17: 住宅竣工面积及其增速



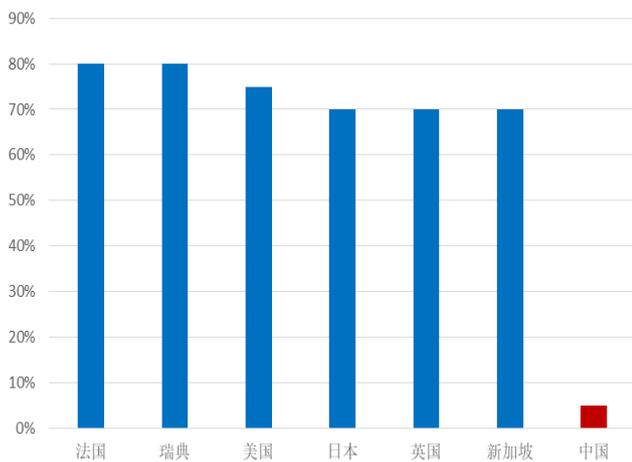
资料来源: Wind、财富证券

绿色建材和装配式建筑兴起，石膏板隔墙渗透率有望提升。在我国家居装修中，石膏板广泛应用于吊顶装饰，但于隔墙装饰材料中应用尚少，目前国内的墙体材料主要使用粘土砖。随着环保要求的不断提高，石膏板在隔墙领域的市场渗透率存在较大的提升空间。相对于传统建筑材料，石膏板具有环保、防火、隔音、防震、节能及经济等优点，使用石膏板替代粘土砖，有利于保护耕地、节约能源。与此同时，石膏板的生产能够大

量消纳燃煤电厂排放的固体废弃物——工业副产石膏,能在生产过程中实现工业废料 100% 的回收利用,产生的工业废水经处理后也能够全部用于生产,属于节能环保的绿色产品。2017 年国家发改委发布《新型墙材推广应用行动方案》,要求到 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%,其中装配式墙板部品占比达 20%;新建建筑中新型墙材应用比例达 90%。国家大力推行新型墙体变革,石膏板将持续受益。

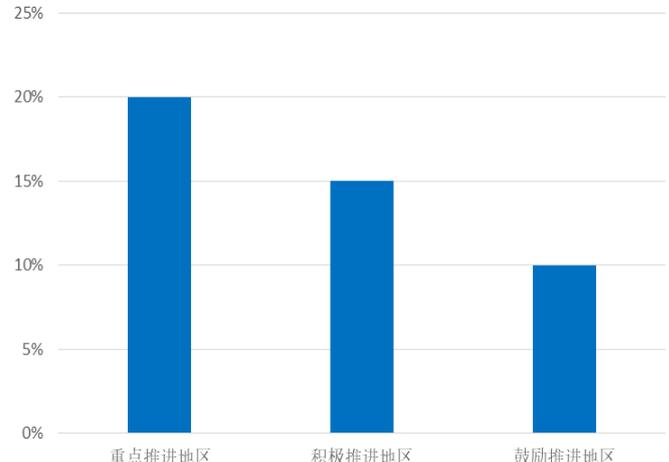
同时,随着装配式建筑发展不断推进,石膏板在家装隔墙领域也有望迎来渗透率的提升。当前,法国、美国、日本等国的建筑工业化率在 70%-80%,而我国建筑工业化率仅有 5%。相比于发达国家,我国装配式建筑市占率低,仍处于起步发展阶段。住建部《“十三五”装配式建筑行动方案》明确,到 2020 年,全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上,其中重点推进地区达到 20%以上,积极推进地区达到 15%以上,鼓励推进地区达到 10%以上,2016 年该比例仅为 4.9%,未来增长空间巨大。

图 18: 中国与发达国家建筑工业化率比较



资料来源:装配式建筑网、财富证券

图 19: 2020 年各地区装配式建筑规划占比



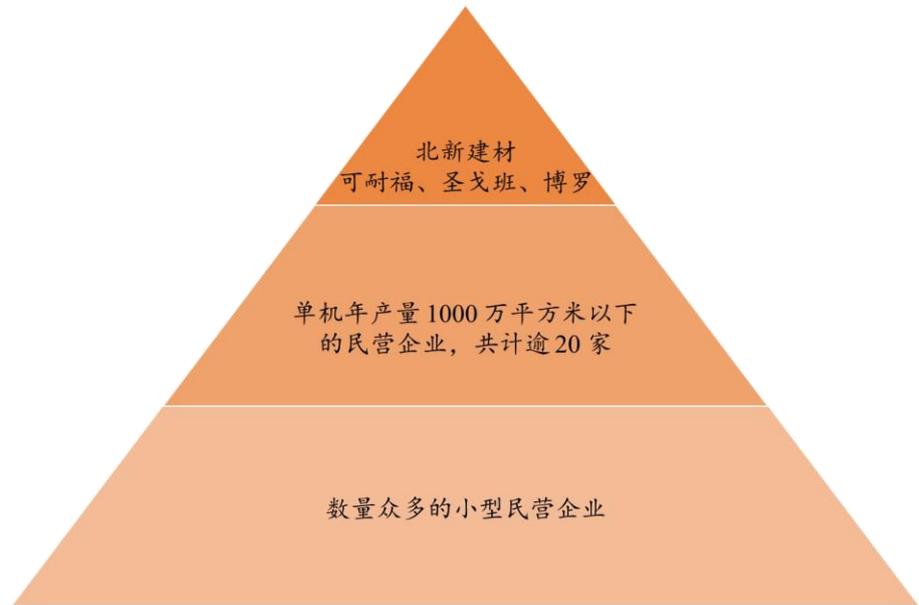
资料来源:住建部、财富证券

2.3 供给端:集中度有望继续提升,北新建材“一枝独秀”

北新建材为行业绝对龙头。目前,国内石膏板市场的主要参与者可分为三个梯队。第一梯队为北新建材、可耐福、圣戈班和博罗等国际知名企业,合计市占率超 60%。截至 2018 年 6 月,北新建材年产能位居世界第一,代表生产工艺先进性的单机年产量已可达到 5000 万平方米,行业领先地位稳固。可耐福、圣戈班和博罗三家国际知名企业在华石膏板合计产能约为 4 亿平方米,其在华单机年产量可达 3000 万平方米。第一梯队企业的生产装备、技术研发、产品质量均为国际水平,为目前我国石膏板市场的主要参与者。第二梯队为单机年产量 1000 万平方米以下的民营企业,该类企业主要分布于山东临沂、河北晋州及湖南常德等区域,共计逾 20 家。第三梯队为数量众多的小型民营企业,其产品质量、环保标准等不能达到国家有关标准。

产业政策和环保趋严促使行业集中度继续提升。根据国家发改委《产业结构调整指导目录(2011年本)》(修正),3000万平方米/年以下的石膏板生产线被列为限制类项目,1000万平方米/年以下的石膏板生产线被列为淘汰类项目,因此小规模的生产线受到了国家产业政策的严格限制。此外,干燥窑的余热回收、石膏煅烧节能技术等节能降耗技术也逐渐成为衡量企业技术先进性的重要标准。综合来看,第二、第三梯队的石膏板生产企业仍然面临较大的淘汰压力,行业市场集中度有望继续提升。

图 20: 石膏板行业竞争格局



资料来源:公司公告,财富证券

3 公司分析: 成本和品牌优势打造公司护城河

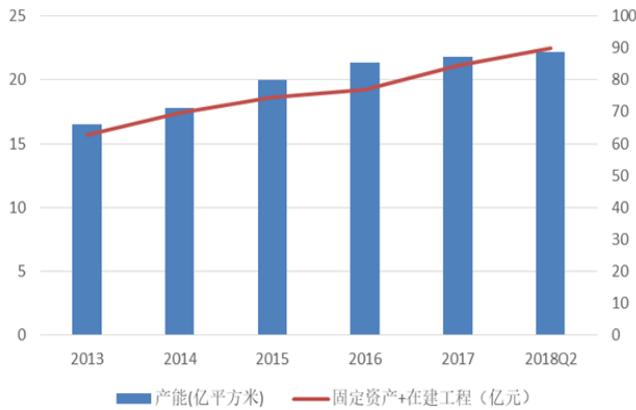
3.1 全国产能扩张稳步推进, 开启全球化布局

开启石膏板 30 亿平方米产能布局规划。公司近年来产能持续扩张,与之对应的公司固定资产和在建工程持续增长。截至 2018 年 6 月底,公司年产能已达到 22.17 亿平方米,固定资产和在建工程总和达 89.98 亿元。与此同时,公司开启石膏板 30 亿平方米产能布局规划,北新建材拟在新疆、黑龙江、山西、四川、江苏、浙江、广东、山东、湖北、海南等地区新投资建设 12 条石膏板生产线,泰山石膏拟在山东、安徽、山西、河北、广东、福建、湖北/湖南等地区再投资建设 9 条石膏板生产线。上述 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 亿平方米左右。公司产品采取“以销定产”的销售模式,产销率均维持在 100%附近,近两年产能利用率有所回升,2017 年达 83.7%,若维持目前的产能利用率,随着公司产能扩张,业绩有望持续上行。

加速行业并购整合,市占率进一步提升。公司自 2016 年收购泰山石膏后继续行业并购整合步伐,2018 年 6 月设立“梦牌新材料有限公司”,联合重组中国第二大石膏板集团万佳建材系列企业,收购宣城万佳建材有限公司的 100% 股权、临沂梦牌木业有限公司的木板生产设备及宣城千川建材有限公司拥有的全部注册商标,此次收购完成后公司石膏板业务规模在现有产能基础上也随之增加至约 24 亿平方米,稳居全球第一。公司加快行

业整合，将对中国石膏板行业的供给侧结构性改革、产业创新升级、用市场化的手段淘汰落后产能和打击假冒伪劣傍名牌发挥重要作用。

图 21：产能和“固定资产+在建工程”变化情况



资料来源：公司公告、Wind、财富证券

图 22：石膏板产销率和产能利用率情况



资料来源：公司公告、财富证券

全国化产能分布广泛合理。石膏板单位售价较低，运输费用对成本影响较大，石膏板的合理运输半径约为 300-500 公里，同时由于工业副产石膏目前为石膏板生产的主要原料，因此，石膏板生产的地域性特征较为明显，即主要聚集在能生产出工业副产石膏且更加贴近市场的城市大型火电厂附近。公司产能分布广泛合理，可减小公司运输和服务半径，确保公司产品以较低的仓储、物流成本辐射全国市场。以泰山石膏为例，其营销网络现已深入全国各大城市及发达地区县级市，在全国 23 个省（自治区）拥有 40 多个分子公司，配备 200 余个销售办事处，通过密集的独家专营经销商销售网络和扁平化的管理，并重点开展与房地产开发商、工装公司和家装公司的全方位深度合作，实现了对终端市场的有效掌握。

图 23：泰山石膏销售网络分布



资料来源：泰山石膏子公司官网，财富证券

开启全球化产能布局。公司逐步开展全球化布局和国际经营，致力于打造当地市场高端品牌和行业第一。通过 2018 年“走出去”和“引进来”密集的双向互访考察商谈，目前已有 15 个国家和地区初步形成重组目标发展计划，实现第一轮全球市场初步覆盖。目前，公司已完成北新建材工业（坦桑尼亚）有限公司的设立，正在办理相关境外资产的收购、新建石膏板生产线及配套设施的前期准备工作。

3.2 成本和品牌优势兼具，产品具有定价权

规模扩张，成本优势尽显。随着产能持续扩张，公司规模优势尽显，2011~2016 年公司单位石膏板成本由 4.08 元/平方米下降至 2.86 元/平方米，同时公司单位石膏板售价由 5.39 元/平方米下降至 4.42 元/平方米，产品价格优势凸显。虽然石膏板价格整体下降，但公司控制其价格变化幅度，使其毛利率一直维持上行趋势。

筹建 40 万吨护面纸产能，进一步降低生产成本。目前，护面纸市场约 90% 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企业占领。泰和纸业是泰山石膏子公司，目前拥有年产 7 万吨护面纸，远不能满足公司自给，公司护面纸主要采购于强伟纸业。根据泰山石膏官网信息，公司正筹建 40 万吨护面纸项目，目前处于施工状态。若 40 万吨护面纸产能成功投产，将极大程度提高公司原材料自给率，进一步降低生产成本，有利于稳定产品毛利率水平。

品牌优势突出。公司旗下拥有“龙牌”和“泰山”两大石膏板品牌，分别定位高端和中端市场。根据世界品牌实验室评估，公司品牌价值达到 582.18 亿元，位居中国 500 最具价值品牌第 72 位，公司连续第 7 次入选“亚洲品牌 500 强”，位居亚洲品牌建材行业前三强。公司产品应用于奥运会、世博会、APEC 会议、G20 峰会等场馆建设，参与天安门、人民大会堂等国家重点工程，在市场上拥有很高的知名度和美誉度。从房地产开发商角度来看，北新集团（龙牌）在 2018 年房地产开发企业 500 强石膏板类中首选率达 29%，位居行业首位，泰山石膏（泰山）首选率为 11%，两者合计占比 40%。

表 1：2018 年房地产开发企业 500 强首选前 10 公司/首选率（石膏板类）

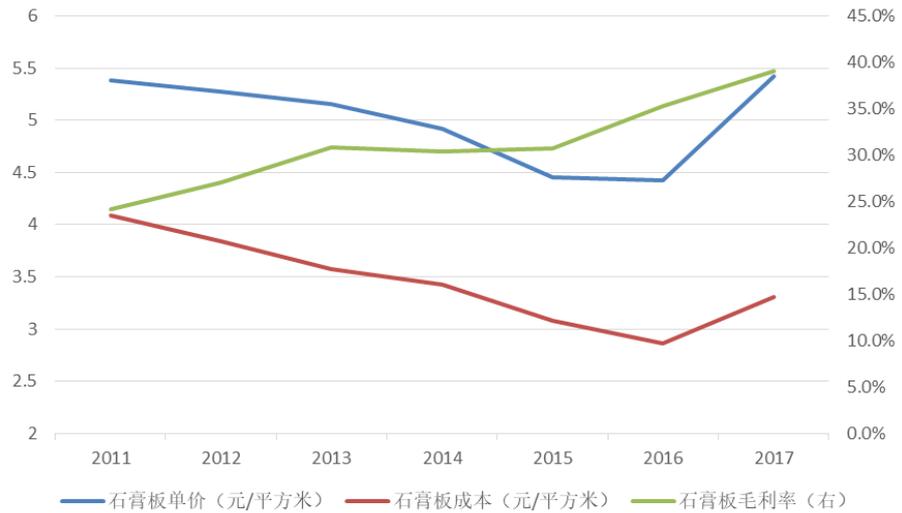
序号	公司	首选率
1	北新集团建材股份有限公司	29%
2	圣戈班石膏建材（上海）有限公司	16%
3	可耐福新型建筑系统（天津）有限公司	11%
4	泰山石膏股份有限公司	11%
5	优时吉博罗石膏建材（上海）有限公司	9%
6	杰森石膏板（嘉兴）有限公司	7%
7	洛菲尔建材（沈阳）集团有限公司	4%
8	山东拜尔建材有限公司	4%
9	千年舟投资集团有限公司	3%
10	德华兔宝宝装饰新材股份有限公司	2%

资料来源：中国房地产业协会官网、财富证券

公司手握定价权。2017 年 7 月，国务院发布《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 2017 年年底以前，全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物，其中包括未经分拣的废纸；2019 年年底以前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。2017 年 12 月，环保部发布《进口废纸环境保护管理规定》，要求

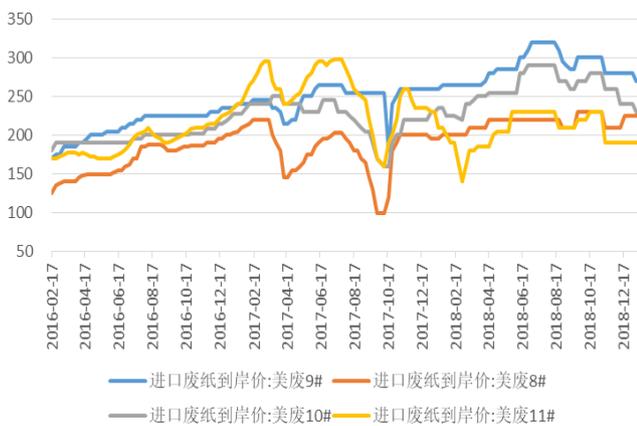
申请进口废纸许可的加工利用企业生产能力应不小于5万吨/年，并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备。以上两项政策从供需两端抑制了进口废纸，这导致2017年进口废纸价格低迷，而国内废纸价格大幅大涨。2017年在原材料价格上涨压力下，石膏板成本上行，与此对应的公司也进行石膏板提价，2017年单位石膏板售价提升至5.43元/平方米，同比提高22.8%，从而使石膏板毛利率提升至39%，达到近年来历史新高。可以看出，公司对石膏板具有较强的定价能力，可根据原材料和市场供需情况调整价格，维持产品毛利率高位。

图 24：公司石膏板单价、成本及毛利率变化情况



资料来源：Wind，财富证券

图 25：进口美废到岸价（美元/吨）



资料来源：Wind，财富证券

图 26：各地国废到厂价（元/吨）



资料来源：Wind，财富证券

3.3 深化管理整合，创新管理模式，管理水平不断提升

减少管理层级，提高运营效率。2016年，公司在总部职能部门保持“小总部”模式基础上，区域公司全部撤并二级机构，实现采购、商务和综合管理“三合一”；在新增生产线投产项目的情况下，北新建材本部总人数进一步精简。公司成功打造百人基地，在北新建材本部标准生产基地（一条石膏板生产线+龙骨厂）内，实现包括管理人员在内

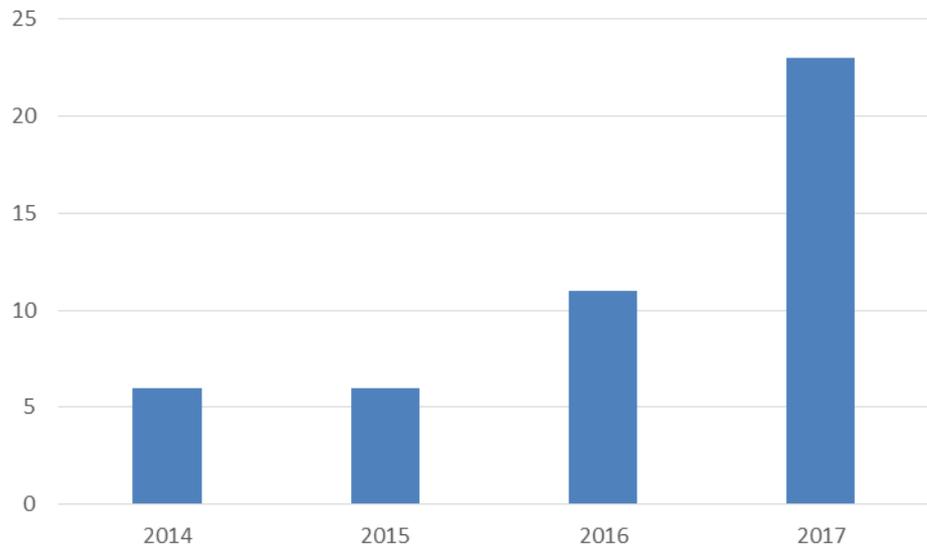
基地总人数 100 人以内，人员总数、单位产品人工成本创新低，2017 年公司本部人员进一步精简，全面实现“百人工厂”和“百人基地”。

持续推进“双线择优”管理。2016 年公司探索形成总部和业务单元之间的“双线择优”管理模式。在落实区域公司经营主体地位的同时，在总部设立产供销和项目建设的双线择优部门。既明确主责部门，同时打破部门、层级、资产和人员边界，双线部门全程参与、交叉审核、提出竞争性替代方案，实现内部竞合，提高经济效益和经营质量。

“双线择优”管理模式荣获 2016 年全国国有企业管理创新成果一等奖和 2017 年中国企业改革发展优化成果一等奖。

全面推行对标管理，培育“六星标杆企业”。2014 年，公司内部加强投资效益对标，以“业绩良好、管理精细、环保一流、品牌知名、先进简约、安全稳定”为标准，打造“投资 1 亿元、年税后净利润 5000 万元(或投资回报率 40%以上)”的“六星标杆企业”。2014 年有 6 家企业达到“六星标杆企业”，2017 年则有 23 家企业达到此项要求，其中公司本部 11 家、泰山石膏 12 家，相较 2016 年增长率达 109%。公司本部所属石膏板基地公司，除项目改造停产和新转固工厂基地之外，首次全部达到“六星标杆企业”目标。

图 27：公司“六星标杆企业”数量变化情况



资料来源：公司公告，财富证券

4 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

我们根据以下假设预测公司盈利：

(1) 公司产能扩张不断推进，在需求相对稳定条件下，公司产品产销率将有所增长，预计 2018-2020 石膏板销量增速为 8%/9%/8%；2018 年国废价格整体仍处于上涨态势，公司仍有提价动力，预计 2018-2020 石膏板单位销售均价增幅为 6%/2%/0%；假设 2018-2020 龙骨和其他业务年均营收增速为 10%。

(2) 公司产品具有较高定价权，可在一定程度上进行控价，综合毛利率有望维持在 37%左右。

(3) 公司管理水平不断提升, 预计公司管理费用率(剔除研发费用)稳中有降; 公司加强财务管理, 资金使用效率有所提升, 预计财务费用率有所下降; 销售费用率保持相对稳定。

我们预计公司 2018、2019、2020 年的营业收入分别为 127.27、141.27、152.85 亿元, 归母净利润分别为 27.69、31.24 和 34.71 亿元, 对应 EPS 为 1.64、1.85 和 2.05 元。

4.2 投资评级

公司是石膏板行业绝对龙头, 国内市占率超 50%, 随着石膏板应用在家装隔墙领域和装配式建筑中的普及, 需求端仍有提升空间, 且随着产业政策逐步规范、环保政策越发趋严, 行业集中度亦有提升空间。公司目前仍处于产能扩张阶段, 且计划进军国际市场, 兼具成本和品牌优势, 产品拥有较高定价权, 毛利率一直维持高位。公司近年来不断深化管理整合, 提升管理水平, 项目投资回报率逐年提升。结合公司自身发展阶段, 参考行业平均水平, 给予公司 2019 年 9-11 倍 PE, 合理价格区间为 16.65-20.35 元, 维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

(1) 房地产投资大幅下滑。公司石膏板产品为房地产装修装饰用材料, 若房地产投资大幅下滑, 新增需求急剧下降, 公司业绩将受严重影响, 我们认为公司最大的不确定性就是需求问题。

(2) 原材料价格大幅上涨。公司产品虽有较高的定价权, 但若石膏、护面纸、燃煤等原材料价格大幅上涨, 公司也难以将所有成本转嫁给下游, 毛利率将有所下滑。

(3) 产能扩张不及预期。公司目前正在全国进行产能扩张, 若扩张进度不及预期, 产能无法释放, 公司业绩增长也将有所受限。

财务预测摘要

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	81.56	111.64	127.27	141.27	152.85	成长性					
减:营业成本	53.68	70.08	80.18	89.00	96.01	营业收入增长率	8.0%	36.9%	14.0%	11.0%	8.2%
营业税费	1.12	1.55	1.77	1.96	2.12	营业利润增长率	16.0%	63.6%	16.7%	12.8%	11.3%
销售费用	2.89	3.44	4.07	4.24	4.72	净利润增长率	30.6%	100.2%	18.1%	12.8%	11.1%
管理费用	6.61	7.74	9.16	10.17	10.99	EBITDA 增长率	11.3%	54.3%	9.3%	9.4%	9.4%
财务费用	0.85	0.94	0.64	0.42	0.31	EBIT 增长率	11.8%	64.7%	11.1%	10.7%	10.6%
资产减值损失	0.08	0.26	0.26	0.26	0.26	NOPLAT 增长率	13.8%	60.4%	14.0%	10.6%	10.5%
加:公允价值变动收益	-0.01	-0.06	-0.22	-0.50	0.41	投资资本增长率	13.0%	12.4%	-0.8%	-9.9%	7.0%
投资和汇兑收益	0.45	0.49	0.62	0.52	0.55	净资产增长率	13.0%	19.4%	15.3%	15.6%	14.9%
营业利润	16.75	27.41	31.97	36.06	40.13	利润率					
加:营业外净收支	-0.09	-0.52	-0.27	-0.29	-0.36	毛利率	34.2%	37.2%	37.0%	37.0%	37.1%
利润总额	16.66	26.89	31.70	35.77	39.77	营业利润率	20.5%	24.6%	25.1%	25.5%	26.3%
减:所得税	2.01	3.34	3.87	4.37	4.89	净利润率	14.4%	21.0%	21.8%	22.1%	22.8%
净利润	11.71	23.44	27.69	31.24	34.71	EBITDA/营业收入	26.5%	29.9%	28.7%	28.3%	28.7%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	21.6%	26.0%	25.3%	25.2%	25.8%
货币资金	7.83	6.14	7.69	13.00	20.21	运营效率					
交易性金融资产	9.90	11.83	11.61	11.11	11.52	固定资产周转天数	294	228	202	172	150
应收帐款	2.03	2.12	4.54	2.15	8.81	流动营业资本周转天数	59	65	68	56	57
应收票据	0.80	1.13	1.85	1.14	2.00	流动资产周转天数	199	166	189	223	274
预付帐款	2.90	3.12	6.91	5.83	7.42	应收帐款周转天数	9	7	9	9	8
存货	12.52	12.60	18.55	20.73	27.09	存货周转天数	58	40	54	50	48
其他流动资产	11.40	18.37	16.16	18.65	20.39	总资产周转天数	617	491	481	474	497
可供出售金融资产	1.97	1.83	1.92	1.90	1.88	投资资本周转天数	444	365	338	288	262
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1.39	1.22	1.22	1.22	1.22	ROE	11.3%	18.9%	19.4%	18.9%	18.3%
投资性房地产	0.44	0.42	0.42	0.42	0.42	ROA	10.2%	14.6%	15.5%	16.2%	15.3%
固定资产	68.03	73.30	79.41	87.51	96.62	ROIC	16.4%	23.3%	23.6%	26.3%	32.3%
在建工程	8.92	9.00	9.00	9.00	9.00	费用率					
无形资产	14.72	16.21	16.83	17.45	20.06	销售费用率	3.5%	3.1%	3.1%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	0.65	3.81	2.99	3.11	3.25	管理费用率	8.1%	6.9%	7.0%	6.9%	6.8%
资产总额	143.49	161.11	179.11	193.23	227.90	财务费用率	1.0%	0.8%	0.5%	0.3%	0.2%
短期债务	14.52	8.00	6.00	5.00	5.00	三费/营业收入	12.7%	10.9%	10.6%	10.2%	10.0%
应付帐款	7.68	8.92	12.87	10.38	14.26	偿债能力					
应付票据	1.47	1.70	7.96	0.87	7.61	资产负债率	27.1%	22.4%	19.6%	18.8%	16.1%
其他流动负债	3.43	10.34	5.67	7.02	7.62	负债权益比	37.1%	28.9%	24.4%	16.1%	19.1%
长期借款	2.17	2.87	2.20	2.20	2.20	流动比率	1.75	1.91	2.95	5.29	4.59
其他非流动负债	9.59	4.31	8.58	8.48	7.12	速动比率	1.29	1.47	1.99	4.54	3.67
负债总额	38.86	36.15	35.08	26.75	36.62	利息保障倍数	20.65	30.76	54.64	85.17	132.56
少数股东权益	0.87	0.80	0.94	1.10	1.27	分红指标					
股本	17.89	17.89	16.90	16.90	16.90	DPS(元)	0.19	0.38	0.46	0.53	0.60
留存收益	85.85	106.25	126.19	148.48	173.12	分红比率	27.5%	27.1%	28.3%	28.6%	29.0%
股东权益	104.63	124.96	144.03	166.47	191.28	股息收益率	1.1%	2.3%	2.8%	3.2%	3.6%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	14.65	23.55	27.69	31.24	34.71	EPS(元)	0.69	1.39	1.64	1.85	2.05
加:折旧和摊销	4.06	4.44	4.28	4.28	4.28	BVPS(元)	6.14	7.35	8.47	9.79	11.25
资产减值准备	0.08	0.26	-	-	-	PE(X)	23.99	11.99	10.15	8.99	8.09
公允价值变动损失	0.01	0.06	-0.22	-0.50	0.41	PB(X)	2.71	2.26	1.96	1.70	1.48
财务费用	0.91	0.98	0.26	-0.40	-0.70	P/FCF	-252.59	63.83	15.42	6.43	10.55
投资收益	-0.45	-0.49	-0.62	-0.52	-0.55	P/S	3.44	2.52	2.21	1.99	1.84
少数股东损益	2.94	0.11	0.14	0.16	0.17	EV/EBITDA	13.87	8.77	7.03	5.58	4.70
营运资金的变动	-10.60	-10.32	-2.52	7.38	-11.88	CAGR(%)	28.9%	14.0%	31.8%	28.9%	14.0%
经营活动产生现金流量	17.08	26.54	29.00	41.64	26.44	PEG	0.83	0.86	0.32	0.31	0.58
投资活动产生现金流量	-9.50	-18.31	-10.97	-21.54	-18.25	ROIC/WACC	1.58	2.24	2.27	2.53	3.10
融资活动产生现金流量	-4.21	-10.42	-19.43	-7.86	-9.99	REP	1.79	1.09	0.95	0.82	0.58

资料来源: 贝格数据, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438