

# 建筑材料

证券研究报告  
2019年05月08日

## 石膏板前景展望一：龙头与行业相互成就

### 重视石膏板行业“新节点”

石膏板行业经历以下变化：①空间广阔，行业成长，加速扩产→②降本增效，拉开差距，打造品牌→③高低分化，龙头扩张，抢夺份额→④应用拓宽，焕发成长。市场期待已久的理想阶段⑤供需稳定，灵活定价将在动态演变中临近，但是我们预计不会来的太早。我们认为当前处于③到④的过渡阶段，行业已经呈现出，高低分化、龙头扩张、抢夺份额，同时又存在应用拓宽、焕发成长的趋势。

### 看好竣工传导，释放短期需求

2018年以来竣工增速受地产资金紧张延长工期的压制，前端销售增长并未在后端体现。竣工第一个逻辑是，销售向竣工传导，竣工回暖，装修回暖，石膏板等装修材料销量直接受益。但显然这份回暖迟迟没有体现，形容为“筑底”更为合适。随后第二、三、四个逻辑逐个出现。第二、第三个逻辑是，资金回暖、施工加快是向竣工传导的信号，体现在天量社融和地产施工加速。第四个逻辑是龙头地产商竣工加快。无论是数据还是逻辑层面，我们都认可以上逻辑，看好向竣工端传导。

### 景气下行检验龙头，加快扩张市占率提升

面对严峻形势，常见销量增长空间包括：装配式建筑、住宅渗透、隔墙渗透、集中度提升抢小厂份额。增长方式可以考虑两条路径，一是应用拓展，开辟产能消化热土，往往面临经营模式调整，另一方面可以加快扩张抢夺份额，从可预期的效果上看，景气下行整合行业更加适合龙头。今年以来，北新建材两次公告新建石膏板产能，结合2018年报等公告，整理在建/拟建项目11个。叠加重组山东万佳，公司产能规模逐步扩大，截止2018年底石膏板产线70余条，设立北方公司、东北公司、西北公司、西南公司、华中公司、南方公司、华东公司覆盖全国，产能24.7亿平，2017年底为21.82亿平。

### “黄金”时代：龙头与行业相互成就

产能扩张是首选，但并不是放弃新领域拓展。“相互成就”体现在，一方面龙头引领行业向精装模式探索、向家装领域渗透，拓宽石膏板应用边界，另一方面龙头实现自我突破的同时，制定新兴领域的行业规则，稳固地位，积极蓄力焕发新一轮成长。我们建议关注精装房趋势对石膏板的正面影响。北新建材①无需面对零售转工程的商业模式切换；②如有价格让步相对零售企业降价幅度小，性价比优势有望抢夺零售端份额。③B端采购（地产商或装修公司）会更关注质保能力、供应能力、资金实力，也是龙头企业优势所在。

此外，关注品牌“拔高”，高端路径拓宽利润空间，促进制造属性向消费属性转变，以及“量本位”到“利本位”的过渡。

当下提示接受“业绩底”，关注三大逻辑支撑未来业绩向上：竣工传导逻辑，大地产商竣工加快，行业需求尤其是符合北新定位的中高端需求有望增长；住宅渗透逻辑，精装趋势对北新正面影响；市占率提升逻辑将贯穿全年。此外，我们看好公司强化形象，致力品牌“拔高”，以及龙骨业务的成长贡献。

风险提示：环保政策力度不及预期，高端品拓展进程不及预期。

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

盛昌盛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120002  
shengchangsheng@tfzq.com

武浩翔 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518010003  
wuhaoxiang@tfzq.com

李阳 联系人  
yanglitf@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《建筑材料-行业点评:2018 年年报及 2019 年一季报综述：水泥引领行业，业绩持续靓丽》 2019-05-05
- 2 《建筑材料-行业研究周报:水泥股业绩靓丽，全年效益稳增长可期》 2019-04-28
- 3 《建筑材料-行业研究周报:水泥旺季来临，产量超出预期》 2019-04-21

## 内容目录

1. 龙头与行业：相互成就的“黄金”时代 .....	3
1.1. 重视石膏板行业“新节点” .....	3
1.2. 看好后期竣工传导，释放短期需求 .....	3
1.3. 景气下行检验龙头，加快扩张市占率提升 .....	6
1.4. “黄金”时代：龙头与行业互相成就 .....	7
2. 投资建议：接受“业绩底”，关注三个托底逻辑 .....	9

## 图表目录

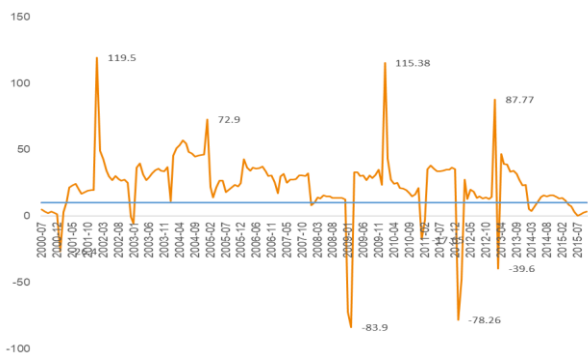
图 1：石膏板月度累计产量同比增速（%） .....	3
图 2：石膏板年度累计产量同比增速（%） .....	3
图 3：石膏板产量累计增速与房屋竣工面积累计增速对比（%） .....	3
图 4：龙头企业石膏板销量同比与房屋竣工面积累计增速对比（%） .....	4
图 5：石膏板月度累计产量同比增速与社融同比增速（%） .....	4
图 6：房屋竣工面积累计同比增速与社融同比增速（%） .....	4
图 7：全国水泥累计产量同比（%） .....	5
图 8：永高股份历年 Q1 收入增速对比（亿元） .....	5
图 9：地产龙头企业竣工加快表现 .....	5
图 10：商业用地竣工面积累计同比 .....	6
图 11：公司历年石膏板产能逐年扩大 .....	7
图 12：北新建材重组山东万佳图示 .....	7
图 13：石膏板吊顶效果图 .....	8
图 14：泰山石膏高铁广告图示 .....	8
图 15：粘土砖隔墙图示 .....	8
图 16：现代石膏板隔墙 .....	8
图 17：北新建材单季度营收表现 .....	9
图 18：北新建材单季度归母净利表现 .....	9
图 19：北新建材单季度毛利率表现（%） .....	9
图 20：北新建材单季度净利率表现（%） .....	9
表 1：北新建材在建/拟建项目整理（部分） .....	6
表 2：北新建材 21 条产线扩张计划 .....	7

## 1. 龙头与行业：相互成就的“黄金”时代

### 1.1. 重视石膏板行业“新节点”

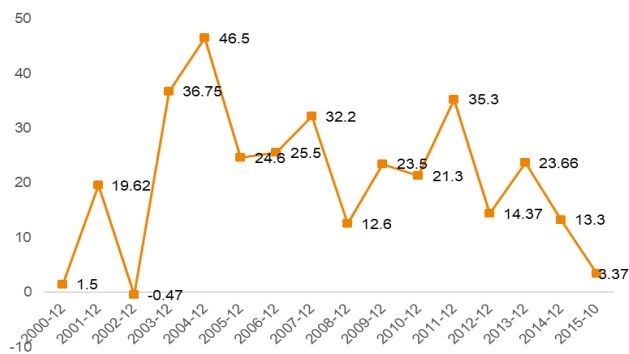
从 2015 年 11 月开始统计局已不再公布石膏板行业数据（规模以上），我们依然可以通过公开数据观察过往表现。定量角度看，时间倒回 2001 年，石膏板累计产量同比开始两位数增长，在 2002、2005、2008、2012、2015 年经历周期波动。

图 1：石膏板月度累计产量同比增速（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所（蓝线代表 10%）

图 2：石膏板年度累计产量同比增速（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

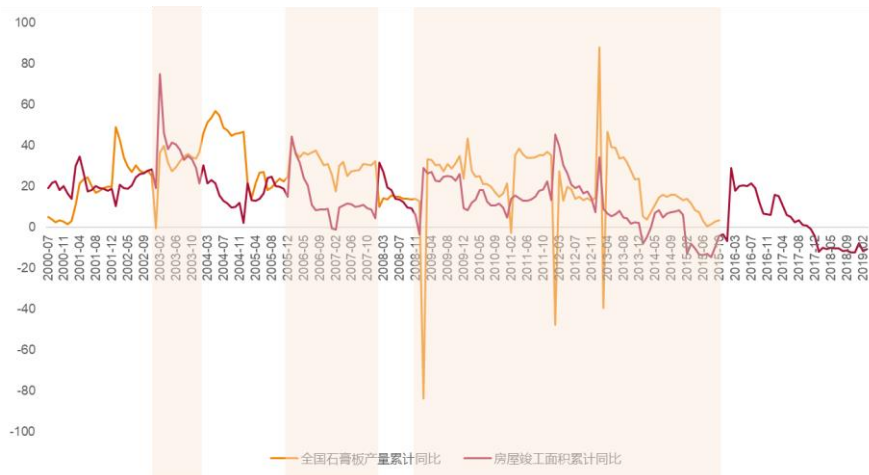
定性角度看，行业关键点经历以下变化：①空间广阔，行业成长，加速扩产→②降本增效，拉开差距，打造品牌→③高低分化，龙头扩张，抢夺份额→④应用拓宽，焕发成长。市场预期已久的理想阶段⑤供需稳定，灵活定价将在动态演变中临近，但是我们预计不会来的太早。

我们认为当前处于③到④的过渡阶段，行业已经呈现出，高低分化、龙头扩张、抢夺份额，同时又存在应用拓宽、焕发成长的趋势。

### 1.2. 看好后期竣工传导，释放短期需求

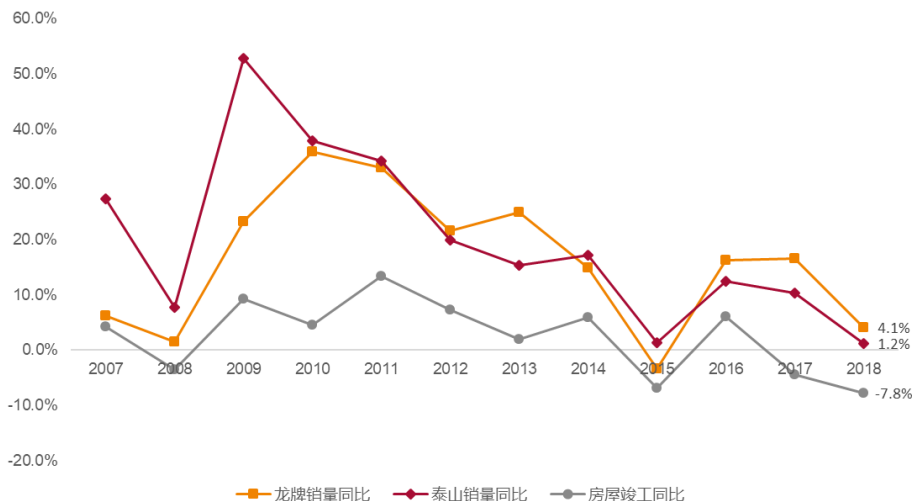
石膏板作为装修材料，需求与地产直接挂钩。石膏板用于公用及家用吊顶、隔墙，装修属于地产后期周期，一般遵循拿地-开工-预售-竣工-装修的产业顺序，因此使用竣工数据观察石膏板需求是行业惯例。即使后期行业数据未公开，按照过往数据表现和产业逻辑，也可以推测出 2018 年以来石膏板需求承压，并从龙头销量表现中得到验证：我们将龙牌、泰山年度销量增速与房屋竣工面积增速做对比，相关性较为明显，2018 年房屋竣工面积增速继续下探，龙牌、泰山石膏板销量增速也由上年的两位数下降为 4.1%、1.2%。

图 3：石膏板产量累计增速与房屋竣工面积累计增速对比（%）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

图 4：龙头企业石膏板销量同比与房屋竣工面积累计增速对比（%）



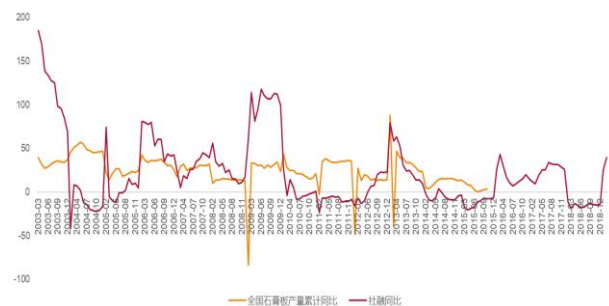
资料来源：wind，天风证券研究所

2018 年以来竣工增速受地产资金紧张延长工期的压制，前端销售增长并未在后端体现。竣工第一个逻辑是，销售向竣工传导，竣工回暖，装修回暖，石膏板等装修材料销量直接受益。但显然这份回暖迟迟没有体现，形容为“筑底”更为合适。2019 年 1-2 月竣工累计增速 -11.9%，Q1 累计增速 -10.8%，而拖累因素主要是办公楼和商业营业用房，例如 Q1 竣工累计增速分别为 -30.8%、-15.1%。

随后第二、三、四个逻辑逐个出现。第二、第三个逻辑是，资金回暖、施工加快是向竣工传导的信号，体现在天量社融和地产施工加速。第四个逻辑是龙头地产商竣工加快。无论是数据还是逻辑层面，我们都认可以上逻辑，看好向竣工端传导。

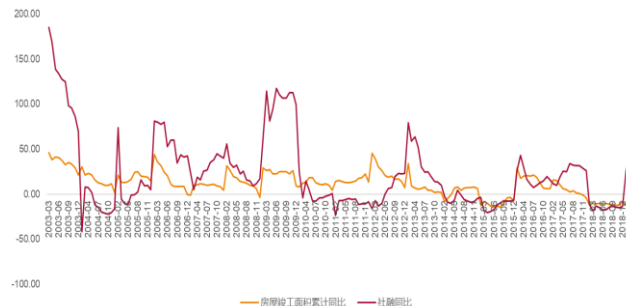
比如我们对比社融与地产竣工、社融与石膏板产量，在趋势上均呈现一定一致性，但是这与地产是国民经济支柱有一定关联，地产周期与资金周期整体是匹配的。从逻辑上看，工装领域，酒店、办公楼、医院装修并没有零售属性，外聘装修公司或团队，属于规模采购；家装领域，低货值与产品同质性，决定业主不会类似挑选软装（沙发等）的方式选购石膏板，装修公司或团队推荐并采购的可能性更大，因此又属于规模采购范畴。而石膏板龙头企业与外资企业话语权较强，中间环节（比如经销商与装修公司）需要垫资（其实资金模式对工装逻辑具有普适性）。

图 5：石膏板月度累计产量同比增速与社融同比增速（%）



资料来源：wind，天风证券研究所（蓝线代表 10%）

图 6：房屋竣工面积累计同比增速与社融同比增速（%）

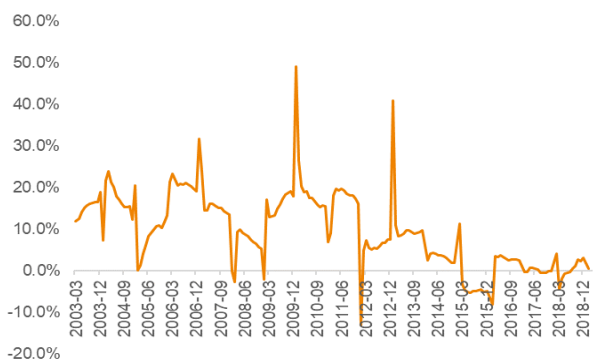


资料来源：wind，天风证券研究所

地产施工加快同样有迹可循，近年来施工增速持续低迷，而在 2019 年 Q1 累计同比增速达到 8.2%，前次超过 8% 的时点发生在 2014 年 12 月（累计同比 9.2%）。从水泥产量表现也可以一定程度反映，比如 1-3 月产量 3.92 亿吨，同比增长 9.4%，其中，3 月单月产量 1.8 亿吨，同比大幅增长 22.2%。从企业表现也能看出端倪，例如永高股份的第一大业务是 PVC 管材管件（2018 年收入占比 49%），PVC 管主要用于建筑物排水，有别于家装 PVC 的地方在于，建筑物同层或上下层排水网络一般在建筑物完工时配套完成，步骤上先于家装，因此工装 PVC 业务加快也可以反映地产施工提速，2019 年 Q1 公司营收增长 28.26%，实现

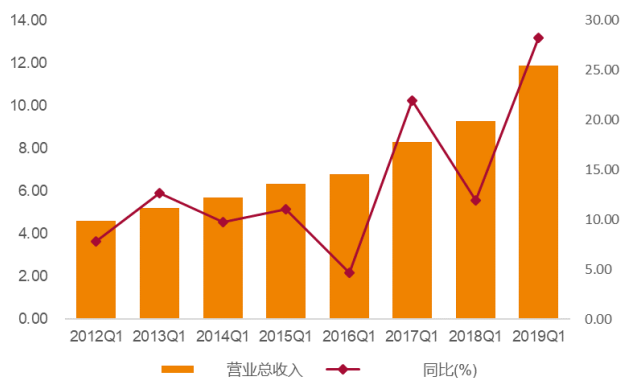
上市以来一季度最快增速。

图 7：全国水泥累计产量同比 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所（蓝线代表 10%）

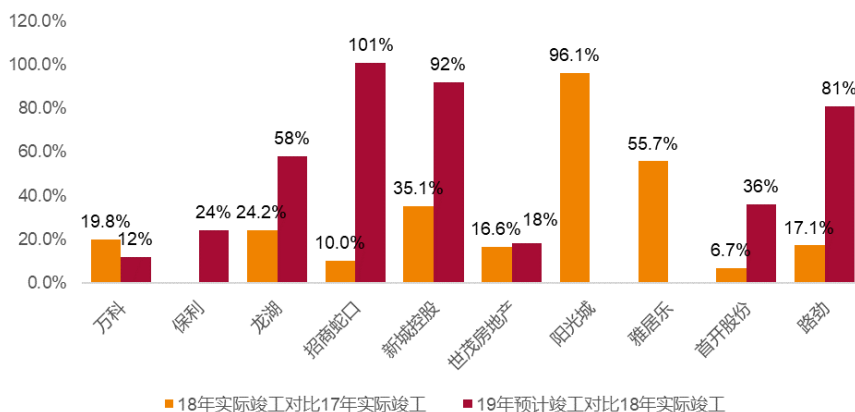
图 8：永高股份历年 Q1 收入增速对比 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

关于地产龙头企业竣工加快，从数据上看，2019 年预计施工面积对比 2018 年实际竣工面积增速，保利、龙湖、招商蛇口、新城控股等均超过 20%，万科也达到 12%（2018 年实际竣工同比增速 19.8%）。此外，土地储备反映地产信心，地产新开工、施工、竣工的持续性不必过于悲观。2018 年三季度以来土地市场持续走低，在 2019 年开始回暖，观察 2019 年 1-4 月地产拿地表现，TOP10 房企拿地总额 3514 亿元，占 TOP50 企业的 50.7%，较 1-3 月环比提升 4.2 个百分点，碧桂园、中海、恒大等企业拿地金额环比增幅均超过 200%。

图 9：地产龙头企业竣工加快表现



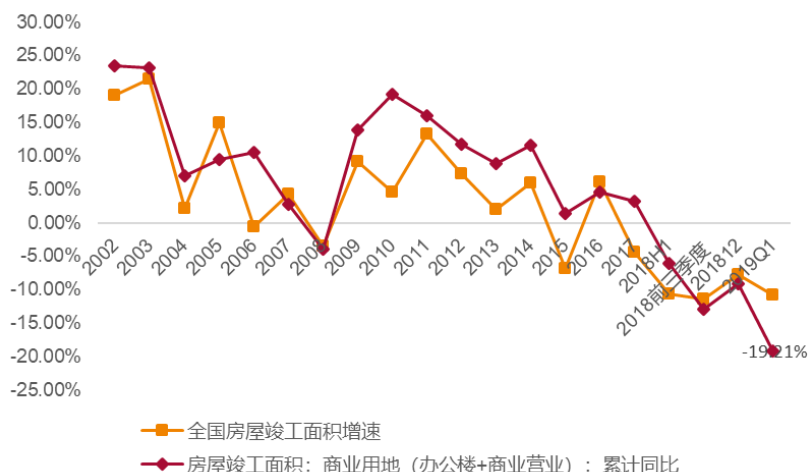
资料来源：wind，天风证券研究所



### 1.3. 景气下行检验龙头，加快扩张市占率提升

如前所述，2018 年以来行业遭遇景气下行，尤其是商业地产需求下滑明显，是北新产品的  
主要应用领域，石膏板销量与价格同时承压。2018 年商业用地（办公楼+商业营业）竣工  
面积下滑 9.2%，2017 年为增长 3.28%，前次下滑时点出现在 2008 年（-4.01%）。2019 年延  
续下降态势，Q1 累计同比下滑 19.21%。

图 10：商业用地竣工面积累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

面对严峻形势，常见销量增长空间包括：装配式建筑、住宅渗透、隔墙渗透、集中度提升  
抢小厂份额。增长方式可以考虑两条路径，一是应用拓展，开辟产能消化热土，往往面临  
经营模式调整，例如精装领域，针对地产、家装公司合作集采，并非北新主导模式，以及  
相对于酒店、医院等公装领域，家装面对的消费人群、采购人群、中间环节均有不同；另  
一方面可以加快扩张抢夺份额，公司拥有丰富经验，拼比扩张速度，充分发挥规模、技术、  
环保资质、资源等优势，小厂同样面临行业景气不佳，资金运转与投产意愿均有所限制，  
特别是环保未松，环保成本承压。两条路径相比，从可预期的效果上看，景气下行整合行  
业更加适合龙头。

今年以来，北新建材两次公告新建石膏板产能，一次是 3 月中旬公告拟 1.456 亿元投建泰  
山石膏在湖北宜昌新投产产能 5000 万平产线，另一次是 4 月底公告拟投资 1.4 亿元在山西  
朔州投资建设 3000 万平方米纸面石膏板及年产 5000 吨轻钢龙骨生产线。结合 2018 年报  
等公告，整理在建/拟建项目 11 个。

表 1：北新建材在建/拟建项目整理（部分）

主体	项目名称	地点	预算数/投资数(元)	工程进度	规模(万平)
北新	北新建材(天津)石膏板项目	天津	203,670,000.00	90%	
北新	北新建材(昆明)石膏板项目	云南昆明	119,300,000.00	95%	
北新	北新建材(井冈山)石膏板项目	江西井冈山	83,880,000.00	85%	
北新	北新建材(湖南)石膏板项目	湖南	117,820,000.00	19%	
泰山	泰山石膏(涡阳)石膏板项目	安徽亳州	168,317,300.00	90%	
泰山	泰山石膏(忻州)石膏板项目	山西忻州	117,415,200.00	前期开工准备	
北新	坦桑尼亚一期石膏板项目	坦桑尼亚	65,412,000.00	前期开工准备	
北新	北新建材(朔州)石膏板项目	山西朔州	139,360,000.00	4月公告	3000
梦牌	安徽万佳	安徽宣城			4000
泰山	泰山石膏(宜昌)石膏板项目	湖北宜昌	145,600,000.00	3月公告	5000

资料来源：公司公告，天风证券研究所

回溯 2017 年底，公司制定 21 条产线 30 亿平扩张计划。此外，海外同步扩张，北新建材  
结合国家“一带一路”战略，已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，开业当年即盈利。



B 端采购（地产商或装修公司）会更关注质保能力、供应能力、资金实力，也是龙头企业优势所在。

此外，关注品牌“拔高”，高端路径拓宽利润空间，促进制造属性向消费属性转变，以及“量本位”到“利本位”的过渡。

图 13：石膏板吊顶效果图



资料来源：装信通，天风证券研究所

图 14：泰山石膏高铁广告图示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

**隔墙渗透需要时间**，纸面石膏板在低能耗、环保、耐火、隔音隔热等方面具有比较优势，耐心等待消费者认知、行业施工方式改变。

- 轻质，纸面石膏板隔墙质量约为砖墙的 10%。根据《新型建筑材料》，国内厚度为 9、9.5mm 纸面石膏板单位面积质量约为 8.5-9.5kg/m<sup>2</sup>，如果搭配使用 C75 体系轻钢龙骨，两边使用 9.5mm 厚度纸面石膏板包覆，则隔墙单位面积质量约为 22-24 kg/m<sup>2</sup>，而 120mm 厚砖墙单位面积质量为 228 kg/m<sup>2</sup>。
- 占地面积减少，相当于增加居住面积。两层厚度 12mm 纸面石膏板搭配 C75 体系轻钢龙骨，隔墙厚度近似为 12\*2+75=99mm，相比 120mm 厚度砖墙，减少 17.5% 厚度。
- 天然耐火性是由材料本质决定。二水石膏遇高温会吸收热量释放结晶水。
- 缩短施工周期。根据建筑工程定额资料，纸面石膏板每 100 平米耗时 6 个工作日，为干作业，而砖墙砌墙每 100 平米耗时 20.6 个工作日，为湿作业，且墙体干燥等待时间至少半个月，此后才能进行粉刷等后续工序。

图 15：粘土砖隔墙图示



资料来源：金王加工，天风证券研究所

图 16：现代石膏板隔墙



资料来源：装轻松，天风证券研究所

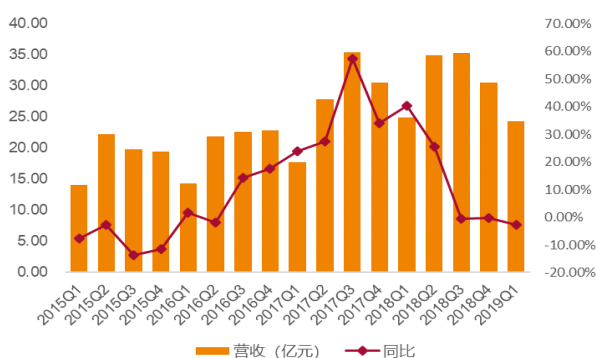


## 2. 投资建议：接受“业绩底”，关注三个托底逻辑

2019 年一季度北新建材实现营收 24.27 亿元，同比下滑 2.83%，归母净利 3.28 亿元，同比下滑 33.12%，扣非后归母净利 3.24 亿元，同比下滑 31.76%，毛利率 30.07%，净利率 13.57%。

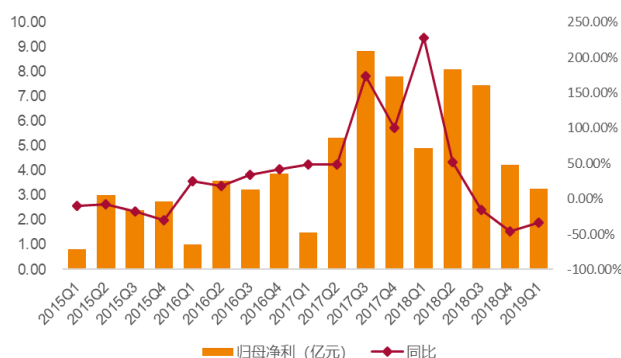
**价格同比下降是业绩下滑主因，营利双降是预期之内。**前两年行业情况较为特殊，2017 年原材料、燃料价格上升推动产业链提价，石膏板原材料之一护面纸上游，即废纸价格大涨推动产业链涨价，公司终端产品提价预期饱满，引起供求关系紧张，引发提前进货，同时地产装饰装修需求可观，9、10 月量价齐升最为显著，为 2018 年一季度高基数打下基础。2018 全年石膏板需求出现萎靡，相关指标如房屋竣工面积累计同比一路下行，石膏板价格同样下降。在 2018 年高基数影响下，今年收入端承压下滑 2.83%。影响同样传导至毛利率端，同比下降 5.41 个百分点，由于 Q1 传统淡季产能发挥率低，导致环比四季度下滑 5.25 个百分点，需要指出，我们比较公司上市以来 Q4 与 Q1 毛利率，Q1 低于上年 Q4 属于正常现象。

图 17：北新建材单季度营收表现



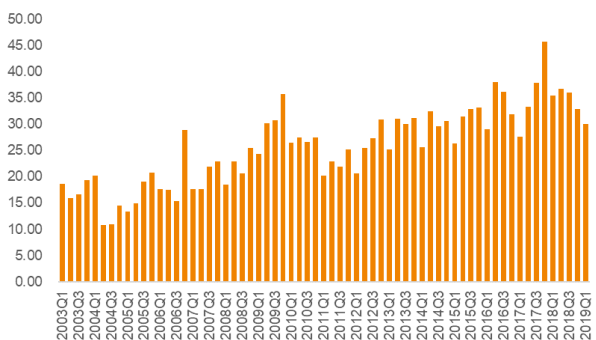
资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：北新建材单季度归母净利表现



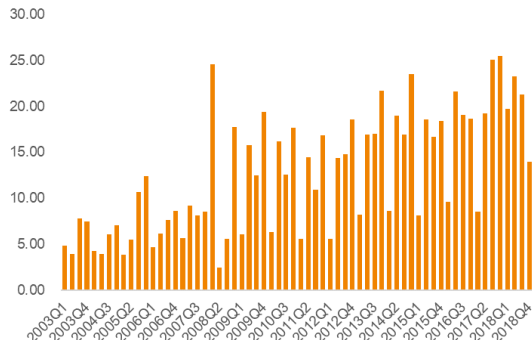
资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：北新建材单季度毛利率表现 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：北新建材单季度净利率表现 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

当下提示接受“业绩底”，关注三大逻辑支撑未来业绩向上：竣工传导逻辑，大地产商竣工加快，行业需求尤其是符合北新定位的中高端需求有望增长；住宅渗透逻辑，精装趋势对北新正面影响；市占率提升逻辑将贯穿全年。此外，我们看好公司强化形象，致力品牌“拔高”，以及龙骨业务的成长贡献。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

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

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

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

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

## 投资评级声明

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

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com