



000786.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 17.91

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	32.5	(4.4)	(2.3)	12.0
相对深证成指	(1.0)	(5.5)	(5.6)	(2.6)

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	30,259
3个月日均交易额(人民币 百万)	151
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	38

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年9月27日收市价为标准

相关研究报告

《北新建材》 20190820

《北新建材》 20150821

《北新建材一季报点评》 20150424

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料: 其他建材

田世欣

(8621)20328519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

*余斯杰为本报告重要贡献者

北新建材

成本与渠道优势明显, 现金优秀的抗周期龙头

公司是石膏板龙头, 其规模与渠道优势无可替代。后续进军防水行业, 业绩仍有增长预期, 是不可多得的现金流优秀的抗周期建材龙头。

支撑评级的要点

- **产能 27 亿平的全球石膏板龙头:** 公司是全球石膏板行业龙头, 目前已投产石膏板产能超过 27 亿平, 2018 年销量 18.7 亿平, 市场占有率接近 60%。石膏板业务占收入比重接近 85%。公司近期将规划建成 30 亿平产能, 中长期规划 50 亿平产能, 并与涂料、防水构成公司重要业务板块。
- **参照公司市占率与销量, 石膏板行业规模不超过 200 亿元:** 公司自成第一梯队, 外资三强构成第二梯队。我们认为行业需求来自于办公楼、商业、家庭装修为主。上游原料主要是石膏与护面纸, 石膏供应相对充足, 护面纸价格受废纸影响, 外废进口配额缩减将支撑废纸价格保持高位。
- **美国诉讼和解费低于预期成利好, 收购蜀羊进军防水:** 近期公司美国诉讼案落地, 和解费 2.48 亿美元低于预期, 某种程度上形成公司利好。公司收购西南防水龙头四川蜀羊。蜀羊防水产能建设完备, 后续有望借助公司渠道优势协同快速增长, 成为公司重要业绩增长点。
- **现金流优秀的抗周期建材龙头:** 公司在石膏板行业内的规模成本与渠道优势无可替代, 未来占有率有望进一步提升。与建材行业其他龙头相比, 公司在现金流、应收账款、资产周转等方面均有明显优势。是建材行业为数不多能保持优质现金流同时不受地产周期明显影响的行业龙头。

估值

- 考虑 2019H1 石膏板增速放缓, 但后续有望稳健增长, 我们小幅下修 2019 年预期。预计 2019-2021 年, 公司营收为 129.28、146.21、162.10 亿元; 净利润 8.39、29.09、31.62 亿元; EPS 0.50、1.72、1.87 元。维持公司 **买入** 评级。

评级面临的主要风险

- 行业景气下滑, 市场需求不振, 防水收购不及预期, 美国案件仍在收尾。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	11,164	12,565	12,928	14,621	16,210
变动(%)	37	13	3	13	11
净利润(人民币 百万)	2,344	2,466	839	2,909	3,162
全面摊薄每股收益(人民币)	1.387	1.460	0.497	1.722	1.872
变动(%)	65.3	5.2	(66.0)	246.6	8.7
市场预期每股收益(人民币)			0.560	1.630	1.830
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.543	1.649	1.776
调整幅度(%)			(8.5)	4.4	5.4
全面摊薄市盈率(倍)	12.9	12.3	36.1	10.4	9.6
价格/每股现金流量(倍)	36.7	1.9	16.3	7.7	7.1
每股现金流量(人民币)	0.49	9.36	1.10	2.34	2.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	9.1	16.7	7.2	6.7
每股股息(人民币)	0.37	0.49	0.15	0.52	0.56
股息率(%)	2.1	2.7	0.8	2.9	3.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

目录

一、全球石膏板龙头，产品量价齐升驱动公司业绩	5
1. 中国建材旗下企业，深耕石膏板步步为营	5
2. 石膏板量价齐升带动公司业务稳步增长	6
二、外废配额逐年缩减，废纸价格预计再涨	8
1. 成本影响因素众多，护面纸首当其冲	8
2. 石膏行业：供应充分，需求增长平稳，公司卡位优势明显	9
3. 护面纸行业：废纸价格仍有上升空间，公司成本管控能力更强	10
4. 石膏板行业：需求增长趋稳，公司市占率有望提升	11
5. 他山之石：集中度提升是行业主要趋势	14
三、成本优势显著，议价能力更强，外延扩张迅速	16
1. 公司优势：规模巨大成本优势明显，布局完善议价能力较强	16
2. 产能建设更进一步，进军海外拥抱国际市场	17
3. 价格控制能力强，护面纸影响公司毛利	18
四、收购四川蜀羊防水，打开千亿防水市场	20
1. 防水行业：市场大公司小，行业集中度加速提升	20
2. 四川蜀羊：西南龙头，渠道协同业绩放量希望大	21
五、财务分析与估值测算	23
1. 财务分析：应收账款控制好，业绩增长质量高	23
2. 盈利预测：石膏板业绩稳健，防水有望成为另一增长极	24
3. 估值分析：纵向横向比较估值水平较为合理	25
投资建议	26
风险提示	27

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司历史沿革.....	5
图表 2. 中国建材旗下上市公司.....	5
图表 3. 公司产品示意图 1.....	6
图表 4. 公司产品示意图 2.....	6
图表 5. 多年以来业绩稳步增长.....	6
图表 6. 公司市场关注度提升.....	6
图表 7. 石膏板是收入的主要构成.....	7
图表 8. 石膏板销量逐年增长.....	7
图表 9. 石膏板产业链示意图.....	8
图表 10. 石膏板生产线示意图.....	8
图表 11. 石膏板成本主要影响因素.....	8
图表 12. 脱硫石膏产量理论上限.....	9
图表 13. 脱硫石膏渗透率逐步提升.....	9
图表 14. 2016 年石膏板行业石膏来源占比.....	9
图表 15. 废纸进口相关政策梳理.....	10
图表 16. 国废与外废价格背道而驰.....	10
图表 17. 进口配额逐年递减.....	10
图表 18. 国废与外废价格背道而驰.....	11
图表 19. 进口配额逐年递减.....	11
图表 20. 公司在绝大多数区域占有率高于 50%.....	11
图表 21. 公司主要产能集中在冀鲁苏鄂皖五省.....	11
图表 22. 石膏板更适用于办公室装修.....	12
图表 23. 一二线城市办公楼租赁景气度下滑.....	12
图表 24. 石膏板三大需求均有下滑.....	12
图表 25. 护面纸占石膏板成本结构大头.....	13
图表 26. 废纸原料是护面纸成本主要构成.....	13
图表 27. 钢结构推进相关政策.....	13
图表 28. 日本石膏板龙头近年业绩增速趋缓.....	14
图表 29. 日本石膏板行业同样经历行业集中.....	14
图表 30. 石膏板销量数据与建筑数据契合较好.....	14



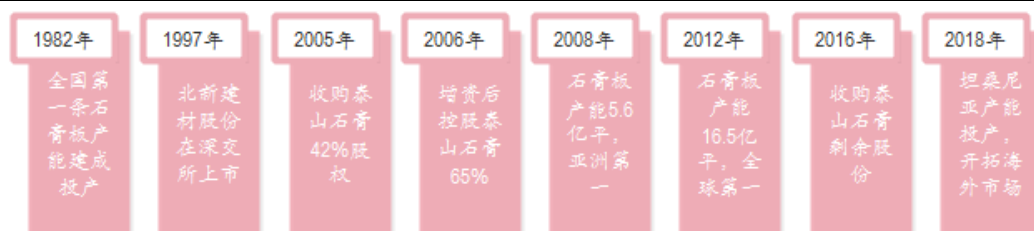
图表 31. 美国市场同样存在显著的市场集中现象	15
图表 32. 美国人均用量更高	15
图表 33. 美国需求以翻新为主	15
图表 34. 原料与燃料相比同行均有明显优势	16
图表 35. 单方费用减少但人员工资提升	16
图表 36. 公司旗下品牌齐全	16
图表 37. 完善的渠道布局使公司维持较高产销率	17
图表 38. 当前石膏板市场格局	17
图表 39. 预计未来北新建材份额将达到 80%	17
图表 40. 收购万佳股份后新增产能	18
图表 41. 护面纸占公司成本大头	18
图表 42. 公司单方毛利于护面纸成本高度相关	18
图表 43. 防水产业链示意图	20
图表 44. 防水行业与建筑相关产值增速高度同步	20
图表 45. 防水行业市场高度分散	20
图表 46. 2016 年以来防水行业相关提质与环保政策	21
图表 47. 2014-2016 年凯伦股份经营数据参考	22
图表 48. 业绩长期保持平稳较快增长	23
图表 49. 公司负债率低, 应收账款控制能力突出	23
图表 50. 首轮产能投资高峰已过	23
图表 51. 应收账款保持稳定, 周转率提升明显	23
图表 52. 2019 年中报建材板块龙头财务指标比较	24
图表 53. 公司石膏板业务预测	24
图表 54. 公司主营业务预	24
图表 55. 公司估值与市场预期高度一致	25
图表 56. 近期公司估值稍高于可比公司平均水平	25
图表 57. 可比公司主要数据比较	25
附表 58. 公司石膏板产能明细	28
续附表 58. 公司石膏板产能明细	29
损益表(人民币 百万)	30
资产负债表(人民币 百万)	30
现金流量表(人民币 百万)	30
主要比率 (%)	30

一、全球石膏板龙头，产品量价齐升驱动公司业绩

1. 中国建材旗下企业，深耕石膏板步步为营

全球石膏板龙头，深耕行业 40 年：公司是一家专注石膏板的研发、生产、销售、服务以及配套龙骨等产品的生产的综合性建材产业集团，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等节能环保新型建材全套解决方案。从 1982 年公司第一条石膏板产能投产开始，公司深耕石膏板至今已有 37 年。1997 年公司在深交所上市，借助上市公司平台开始培育发展各类新型建材，2004 年公司提出聚焦石膏板主业，2005 年收购泰山石膏 42% 股权，开始逐步以石膏板为主打产品。2006 年至 2016 年，公司陆续收购泰山石膏剩余股份；期间石膏板产能稳步扩张，分别在 2009 年和 2012 年产能达到亚洲第一和全球第一。2018 年公司坦桑尼亚产能投产，开始开拓海外市场。

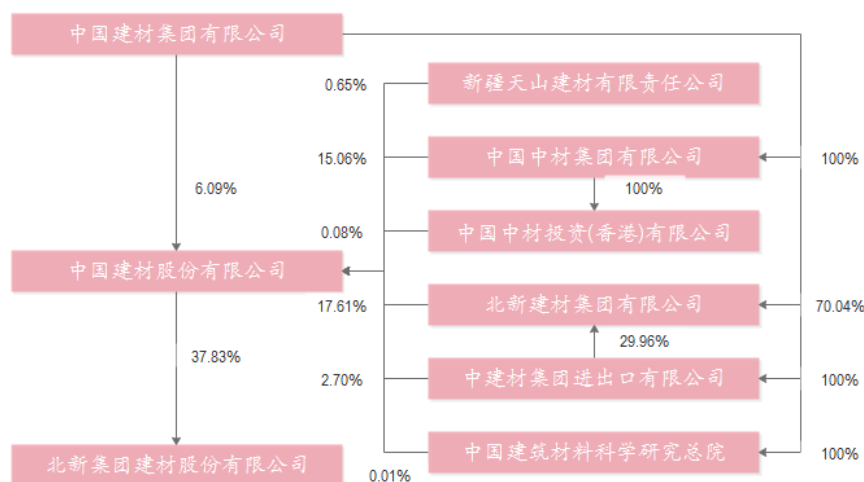
图表 1. 公司历史沿革



资料来源：公司公告，中银国际证券

中国建材企业石膏板上市平台，产能遍布全国，开始品类拓展之路：公司是中国建材股份旗下石膏板上市公司平台，2018 年中国建材与中国中材合并后，中国建材上市公司平台对公司持股份额有小幅提升。截止至 2019 年 6 月底，公司超过 27 亿平产能集中在山东、安徽、江苏等地，遍布全国。预计 2020-2021 年，公司有望顺利完成 30 亿平石膏板产能的规划，并后续通过拓展海外市场与深耕国内市场向 50 亿平石膏板产能的中长期目标发展。近期，公司更是收购四川蜀羊防水材料有限公司，开始产品品类拓展的道路。

图表 2. 中国建材旗下上市公司

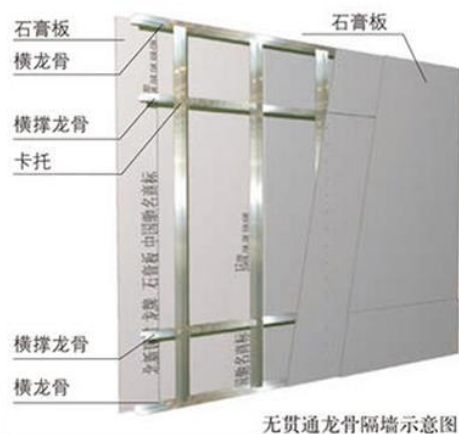


资料来源：公司公告，中国建材公告，中银国际证券

2. 石膏板量价齐升带动公司业务稳步增长

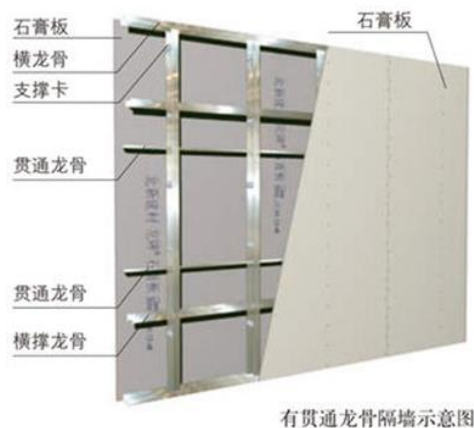
石膏板是公司主营产品，具有环保轻质等多项优点：石膏板具有良好的装饰效果和较好的吸音性能，价格较其它屋顶装饰材料低廉，常被用于制作吊顶和隔墙，是一种节能、节材、可回收、无污染的轻质建材。是目前政府积极推广的新型建材。其主要品种有纸面石膏板、装饰石膏板等，其中普通纸面石膏板销量达到石膏板总体销量的 80% 左右。而石膏板销售额也常年达到公司营收规模的 85% 以上。

图表 3. 公司产品示意图 1



资料来源：公司官网，中银国际证券

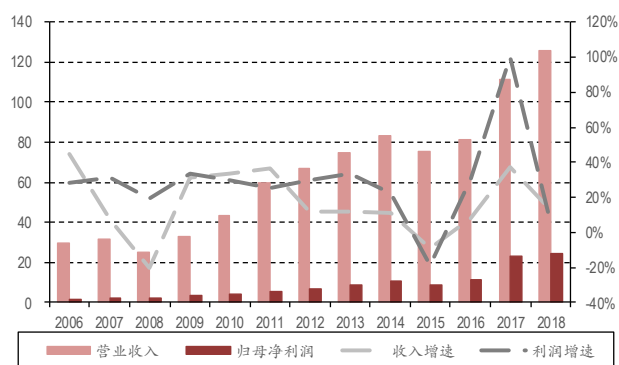
图表 4. 公司产品示意图 2



资料来源：公司官网，中银国际证券

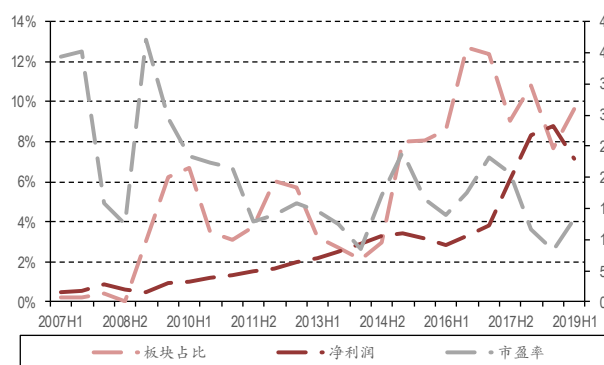
石膏板产能稳步增长，行业景气驱动产品量价齐升：2004 年以来，公司逐步把业务重心放在石膏板及其配套产品，15 年以来公司通过收购、自建等方式新增生产线，石膏板产能稳步增长。2017 年以来受益于环保趋严与护面纸价格上涨，石膏板迎来一波量价齐升的行情，公司率先受益。目前尽管护面纸和煤炭价格高位回落，但由于石膏板需求日益提升以及公司对产品价格有较强的控制力，目前石膏板价格依然在历史较高水平运行，驱动公司业绩持续高增。2016-2018 年，公司归母净利从 11.71 亿元增长至 24.66 亿元，年均复合增长率超过 45%。

图表 5. 多年以来业绩稳步增长



资料来源：万得，中银国际证券

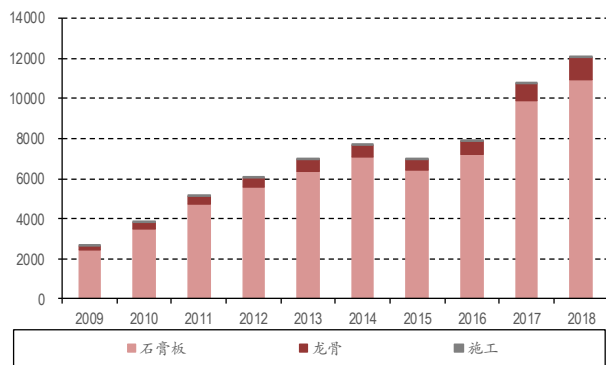
图表 6. 公司市场关注度提升



资料来源：万得，中银国际证券

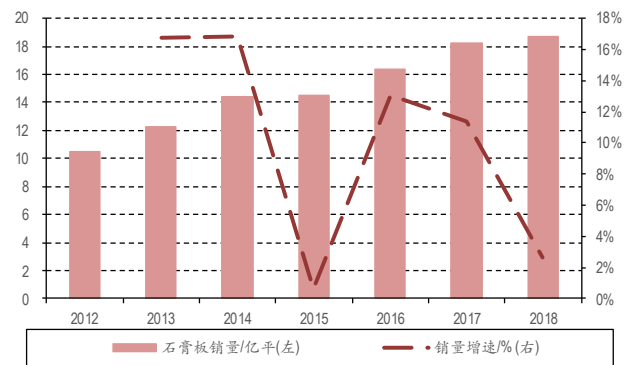
轻钢龙骨是公司另外的重要业务，未来随着配套销售龙骨业务规模仍有提升空间：轻钢龙骨一般与石膏板安装施工时配套使用。目前公司石膏板和龙骨配套销售占比还比较低。2018 年，石膏板、龙骨业务营收规模分别为 109.33 亿元、11.39 亿元。石膏板是收入的主要部分，销量达到 18.69 亿平，平均单价为 5.62 元/平。龙骨业务占比不到 10%，近年来公司收缩施工业务，占比持续下降。近期随着公司逐步推行轻钢龙骨与石膏板配套销售，预计未来公司轻钢龙骨业务还有进一步提升的空间。

图表 7. 石膏板是收入的主要构成



资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 石膏板销量逐年增长



资料来源：万得，中银国际证券

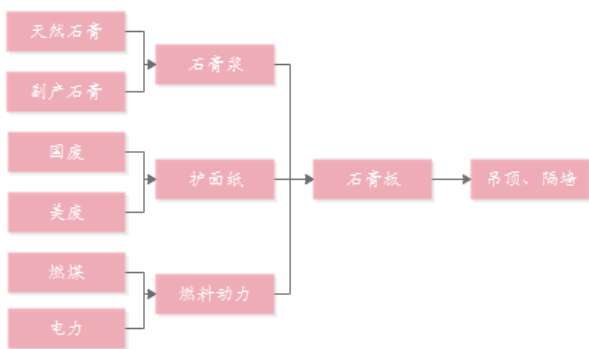
业绩稳步提升，公司成为建材板块市场关注度最高个股之一：随着公司深耕石膏板业务，对应业务规模稳步提升，行业景气驱动下公司产品量价齐升。在稳定的业绩增长以及稳健的财务指标背后，公司已经变为建材板块最受关注的上市公司之一。2007 年一季度公募基金持有公司股份仅为 63 万股，占机构持有建材板块股份仅为 0.09%；2019 年年中，公募基金持有公司股份达到 2.30 亿股，占机构持有建材板块股份比重达到 9.51%，与海螺水泥、中国巨石、伟星新材、东方雨虹等并列为建材板块机构关注度最高个股。

二、外废配额逐年缩减，废纸价格预计再涨

1. 成本影响因素众多，护面纸首当其冲

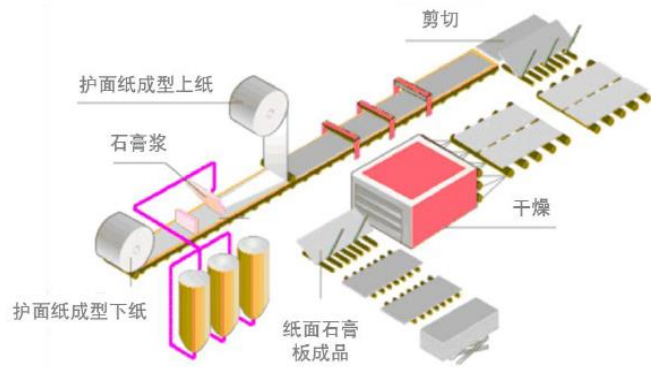
副产石膏、护面纸是主要原料，燃煤、电力是主要能源：纸面石膏板主要原材料为石膏和护面纸，主要燃料动力为燃煤和电力。其中天然石膏和工业副产石膏经过煅烧后成为建筑用石膏，加入少量水等添加剂成为石膏浆，后浇筑于两层护面纸之间，再经凝固成型、干燥即制成成品。其中燃煤主要用于石膏煅烧，电力主要用于生产线自身运作，产能规模可以显著减少燃料动力的消耗形成规模效应。

图表 9. 石膏板产业链示意图



资料来源：mybusiness.org，中银国际证券

图表 10. 石膏板生产线示意图



资料来源：mybusiness.org，中银国际证券

护面纸对石膏板影响较大：石膏、护面纸、电力、燃煤几种原料和燃料中，护面纸对石膏板成本影响相对较大。其中电力价格相对稳定，煤炭为大宗商品，成本占比不超过 15%，而且电力和煤炭可以通过规模效应摊薄，因此对成本影响较小。石膏目前供需较为稳定，且脱硫石膏逐步替代天然石膏，成本有望下降。护面纸占石膏板成本超过 40%，其原材料是废纸，随着 2018 年国内减少废纸进口，废纸价格提升直接导致护面纸成本提升进而影响其价格。

图表 11. 石膏板成本主要影响因素

	供给	需求	定价
石膏	天然矿山山东最多；副产石膏以水泥混凝土需求占比 70%，剩余供需两端均较为平稳，价格稳定，火电厂脱硫为主，运输半径短	以石膏板为主，需求增长平稳	脱硫石膏更为便宜
废纸	2018 年起进口大幅减少，供应持续紧张，价格有所提升	箱板纸、瓦楞纸、白板纸需求占比超过 95%，增长稳定	供给侧推动价格废纸价格提升，存在季节性波动
护面纸	国内产能 100 万吨，被博汇、强伟、华润、泰和分割	需求以石膏板为主，北新建材需求最大，有一定自给率	供需两端均较为平衡，受废纸成本影响较大，占 70%-80%
煤炭	大宗商品，市场参与者众多，占石膏板成本不超过 15%，价格随行就市，对石膏板成本影响较小		

资料来源：万得，中银国际证券

2. 石膏行业：供应充分，需求增长平稳，公司卡位优势明显

天然石膏储量充足，脱硫石膏优势明显但产量提升有限，磷石膏利用率较低：石膏供应主要来自天然石膏和工业副产石膏，其中副产石膏主要有脱硫石膏和磷石膏。参考国土资源部数据，2017 年我国石膏探明储量超过 980 亿吨，按照当前国内年消耗量约 2 亿吨的水平，天然石膏供应充足。脱硫石膏相比天然石膏有明显成本优势，平均单吨天然石膏综合利用成本达到 130 元，脱硫石膏成本不到 70 元；尽管有含水多，易粘挂等缺点，脱硫石膏应用技术逐步成熟以及在国家环保政策驱动下，其渗透率迅速提升。但上溯到主要含硫污染源煤炭与石油，2018 年我国原煤产量约为 30 亿吨，石油消费量约为 6.5 亿吨，按照单吨原煤生产含水石膏上限 21.5 公斤，单吨石油含硫量 2.0%(一般 1%-2%)来测算，脱硫含水石膏上限约为 9,700 万吨，脱水后可使用量为 8,250 万吨。参照中国产业信息网 2014 年数据，脱硫石膏产量已达到 7,390 万吨，利用率达到 72.3%，2017 年以来环保监管加强，其产量与利用率肯定有所提升，因此我们认为脱硫石膏产量进一步提升空间有限。而磷石膏由于不具备成本优势，预处理成本高，利用率低，目前还难以替代脱硫石膏。

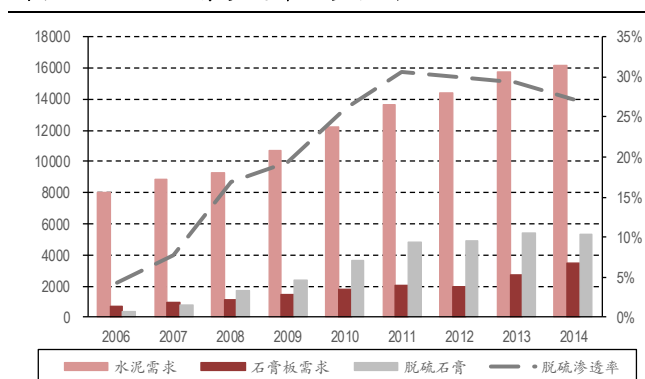
图表 12. 脱硫石膏产量理论上限

	2018 年消费量/亿吨	平均含硫量	单吨转化上限/公斤	脱硫石膏产量上限/万吨
煤炭	30.00	4.30 公斤/吨	21.50	6,450.00
石油	6.50	1%-2%	40.00	3,250.00
合计	36.50			9,700.00

资料来源：国家统计局，万得，中银国际证券

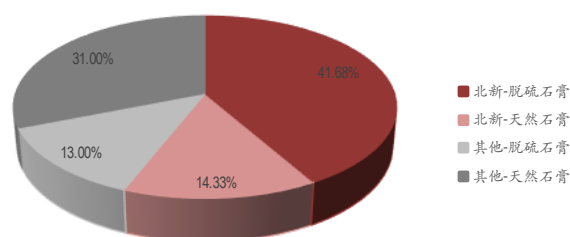
石膏需求增长平缓，预计价格不会有明显波动：石膏的主要需求端来自水泥和石膏板，其中水泥主要来自于缓凝剂的使用。按照单吨水泥石膏掺量 65 公斤，单平石膏板石膏用量 10 公斤，我们认为当前石膏需求约为 1.9-2.0 亿吨。水泥需求与建筑施工关联性高，石膏板需求与竣工关联性高，我们认为随着未来建筑行业逐步步入个位数增长，未来石膏需求增长将保持平稳。在供给充足，需求增长平稳条件下，石膏价格不会有明显波动。

图表 13. 脱硫石膏渗透率逐步提升



资料来源：龙源石膏，万得，中银国际证券

图表 14. 2016 年石膏板行业石膏来源占比



资料来源：公司公告，同花顺，万得，中银国际证券

公司产能卡位优势明显，石膏成本显著低于同行：脱硫石膏成本优势明显，且供应相对有限，公司在产能及早布局，卡位优势明显。中国产业信息网显示，2016 年，全国石膏板行业使用脱硫石膏 2,108.37 万吨，公司使用量达到 1,607 万吨，占比达到 76.22%。北新石膏板市占率约为 55%，却消耗了行业 76.22% 的脱硫石膏，说明公司在产能布局卡位优势明显，“就近建厂”起到了抢占脱硫石膏的作用。从这一方面来说，公司在石膏方面的成本相比其他同行要低 24%。

3. 护面纸行业：废纸价格仍有上升空间，公司成本管控能力更强

国废回收率低，2017 年国务院陆续出台政策限制废纸进口：我国造纸行业对废纸需求量大，对外依存度高，国内回收利用率低。参考中国造纸年鉴数据，2018 年，国内纸制品产量共计 10,435 万吨，其中“废纸系”产量 6,465 万吨，耗用废纸原料达到 7,027 万吨，国废消费 5,324 万吨，自给率仅为 75.76%。从回收率的角度来看，国废回收率仅为 51.02%，要达到完全自给自足，回收率要达到 67.34%，还差 16.32pct，2005 年至今，该指标仅提高 12.5pct。为提升国废回收率，国务院 2017 年起陆续出台政策，禁止进口未经分拣的废纸，同时提升进口废纸企业的门槛以及进口废纸的品质要求，从供给与需求端同时限制废纸进口，力争 2020 年外废实现零进口。

图表 15. 废纸进口相关政策梳理

日期	部委	文件	内容
2014 年 12 月 30 日	商务部等	进口废物管理目录	2015 年起实行全品类废纸申报配额制度，并设立申请资格门槛
2017 年 7 月 28 日	环保部	正式通知世界贸易组织	2017 年以后禁止进口未经分拣的废纸
2017 年 8 月 23 日	国务院	禁止洋垃圾入境推进固废进口管理	2017 年以后禁止进口未经分拣的废纸
2017 年 12 月 14 日	环保部	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低于 5 万吨/年，并具有与加工能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备
2017 年 12 月 14 日	环保部	进口可作原料的固废环保控制标准	规定进口废纸含杂率从 1.5% 下调至 0.5%

资料来源：国务院、环保部、发改委、商务部，中银国际证券

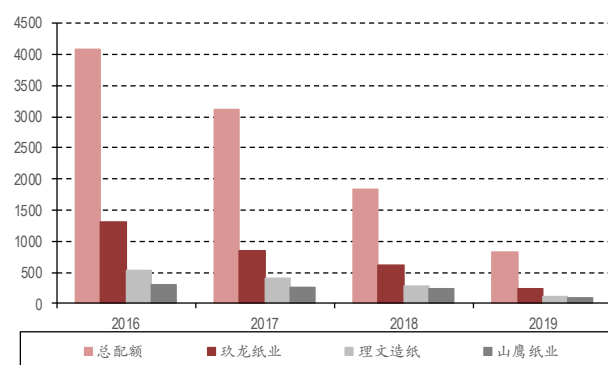
造纸龙头进口配额优势不可持续，护面纸原料成本未来两年将有提升：限制废纸进口政策效果相当明显，2018 年当年国废回收率直接提升了 4.99pct，按照这样的速度，2021 年基本可以实现外废零进口。从供给侧来看，目前外废进口实行严格的配额，且主要集中在行业龙头，有明显逐年递减的态势。大概率 2020-2021 年后不再会有配额。当前外废价格依然明显低于国废，造纸龙头有进口配额，在成本方面有优势，但未来配额逐步减少，从平均成本的角度来看，护面纸等原料成本在未来 2 年内仍有增长空间。

图表 16. 国废与外废价格背道而驰



资料来源：万得，同花顺，中银国际证券

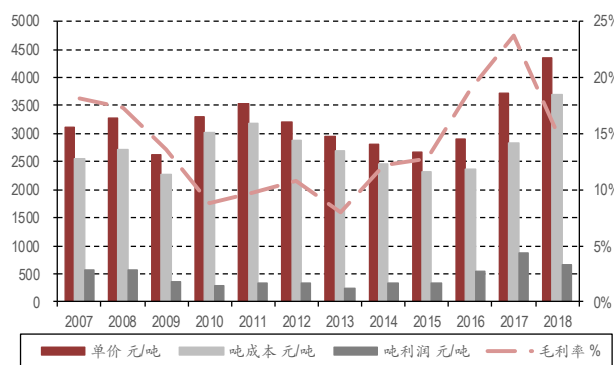
图表 17. 进口配额逐年递减



资料来源：中国固废化学品管理网，中银国际证券

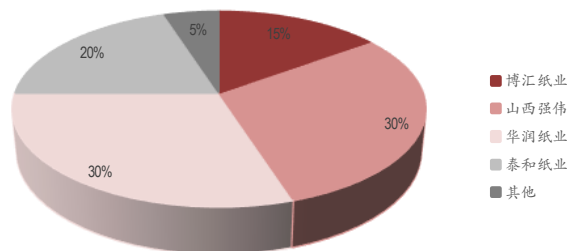
造纸行业格局变动，长期国废价格有望下降：造纸业本身也面临变革，一方面政策进一步限制排污许可证、自备电厂建设、工业用地等的报批，造纸行业自身面临落后产能出清。同时纸制品需求趋于稳定，环保成本提升，龙头利润率被压缩，海外投资明显提升。总体来看，国内造纸业对废纸需求未来将呈稳中小降的态势。随着国废回收率进一步提升，长期看国废价格将逐步下降。

图表 18. 国废与外废价格背道而驰



资料来源：万得，同花顺，中银国际证券

图表 19. 进口配额逐年递减



资料来源：中国固废化学品管理网，中银国际证券

预计未来两年护面纸价格仍有提升空间，但毛利率将趋稳：目前护面纸行业产能基本为博汇纸业、山西强伟、华润纸业、泰和纸业所垄断。其中泰和纸业是北新建材子公司泰山石膏旗下的护面纸生产工厂。参考博汇纸业经营数据，随着近两年废纸原料价格逐步提升，护面纸价格逐步提升，平均出厂价达到 4,345.64 元，2018 年毛利率有所回落。我们认为未来两年废纸价格继续看涨，护面纸价格预计仍将提升，但毛利率预计趋稳。

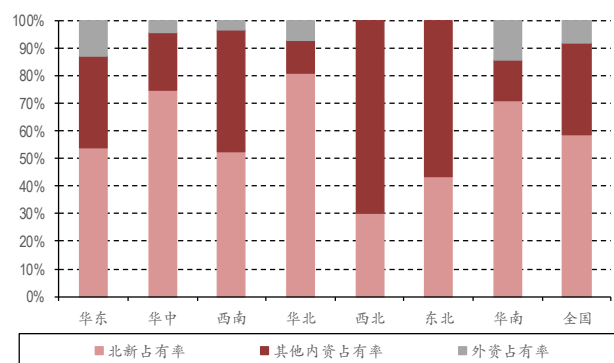
进口配额+自建产能，护面纸成本管控能力更上一层楼：2018 年，泰和纸业与华东造纸机械签约，拟新建 40 万吨护面纸产能，加上泰和纸业原有产能，新投产后护面纸产能将超过 50 万吨，市占率接近全国一半。因为泰和产能达到 5 万吨以上，因此其具有进口外废配额，成本优势优于同行。参考博汇纸业数据，我们认为新产能投产后，公司护面纸自给率将超过 45%，单方石膏板的护面纸成本将下降接近 4%。

4. 石膏板行业：需求增长趋稳，公司市占率有望提升

1. 公司产能供给优势明显，石膏板主要需求增速有所下滑

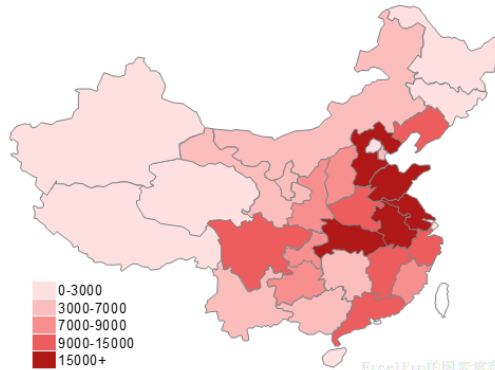
公司产能卡位优势明显，在绝大多数区域市场占有率均超过 50%：山东、湖北、江苏三省是国内天然石膏主要产区，公司产能卡位优势明显，主要产能集中在山东、湖北、江苏、河北、安徽五省，占公司全部产能达到 49.13%。目前国内石膏板供给相对较为集中，截至 2019 年一季度，全国石膏板产能约为 43.11 亿平，其中公司产能接近 27 亿平，市场占有率接近 60%。在全国绝大多数区域市场占有率超过 50%。行业第二梯队为外资企业，国内有圣戈班、可耐福、优时吉波罗三家，合计产能 3.35 亿平，占全国产能 7.77%，对公司地位难以构成威胁。其他为国内中小型企业，其中闲置产能和落后产能合计 9.84 亿平。未来公司仍有新增产能计划，石膏板供给仍将保持稳定增长。

图表 20. 公司在绝大多数区域占有率高于 50%



资料来源：万得，公司公告，中银国际证券

图表 21. 公司主要产能集中在冀鲁苏鄂皖五省



资料来源：万得，公司公告，中银国际证券

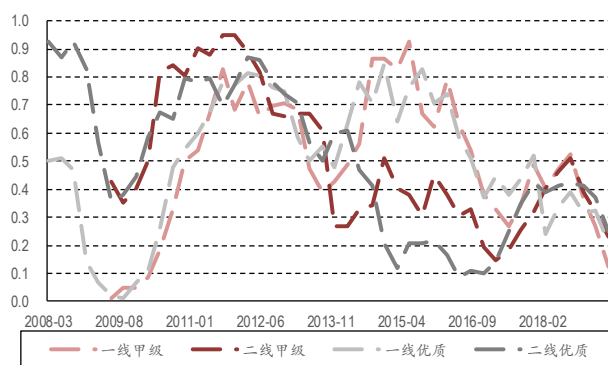
不同于市场观点，我们认为写字楼租赁市场景气度才是反映石膏板需求最重要的指标：目前市场主流观点认为，石膏板的需求主要和房地产竣工有关。我们认为石膏板需求受到地产周期影响相对较小。根据我们草根调研的结果，目前中国石膏板仅有 30%-40% 用于住宅装修，其余主要用于新建公用住宅，占比不到 10%，建筑翻新需求达到 50%-60%；且在中国石膏板主要用于吊顶安装，占比达到 80%，隔墙需求仅为 20%。传统地产竣工主要反应的是普通住宅的周期，仅能反映石膏板 30%-40% 的需求。石膏板主要应用于建筑翻新和吊顶，最主要需求来自于办公楼装修。因为办公楼装修频率更高，装修工期要求更短，对产品耐久性要求更低，因此轻质廉价的石膏板成为写字楼吊顶、隔墙最好的材料。从这个角度来看，写字楼租赁市场景气度或者写字楼租赁成交量才是反应石膏板需求最重要的指标。

图表 22. 石膏板更适用于办公室装修

	优点	缺点
石膏板	质轻、阻燃、加工性能好，便宜	强度差、韧性差
塑料扣板	质轻、防水防潮、强度好、然型号、耐酸碱	承重小、隔音差、不美观、易变形、燃烧有毒
铝扣板	质轻、防火、隔热、防潮、隔音、美观	安装工艺高、价格贵

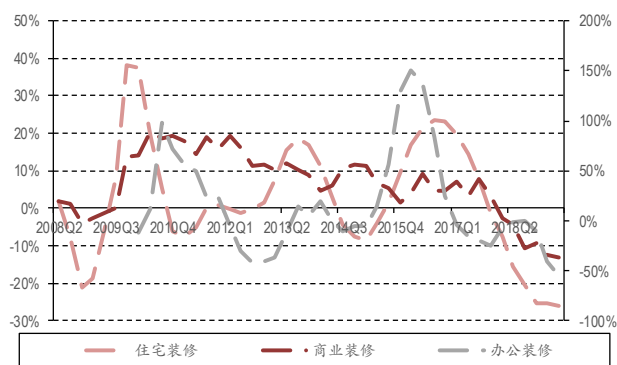
资料来源：装修公司调研，中银国际证券

图表 23. 一二线城市办公楼租赁景气度下滑



资料来源：戴德梁行，高力国际，仲量联行，中银国际证券

图表 24. 石膏板三大需求均有下滑



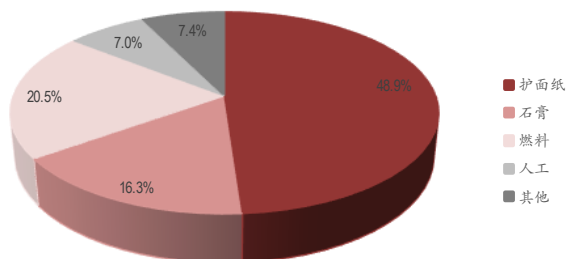
资料来源：万得，仲量联行，戴德梁行，高力国际，中银国际证券

写字楼租赁景气度下行，石膏板主要需求增速近年均有所下滑：根据地产五大咨询公司报告我们可知，2018 年以来国内一二线城市写字楼租赁市场景气度均有所下滑，其中 2018 年后有一波小高峰，主要原因是经济下滑压力加大，一二线城市大量企业“以大换小”带来一波租赁需求。近期这波需求已经接近尾声。而商业地产与住宅装修更多参考商品房竣工与销售，以上两个数据今年均不乐观，因此商业地产与住宅装修需求也有所下滑。

2. 护面纸是成本大头，预期成本提升利好市占率提升

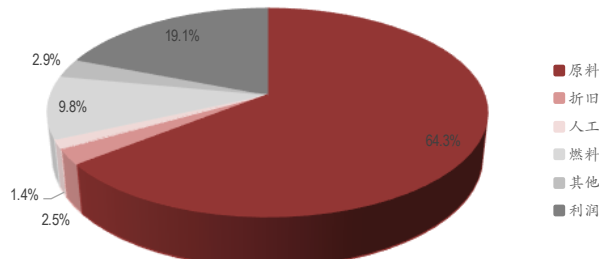
护面纸是石膏板成本主要构成：参考公司 2017 年底以来的数据，石膏板主要成本集中在护面纸上，占比接近 50%，单方护面纸成本约为 1.8 元。石膏成本其次，占比为 16%；燃料、人工等其他成本占比相对较低，在公司规模产能作用下，已经降到相对较低的水平。参考另一个 A 股造纸龙头博汇纸业，其护面纸产品毛利率达到 19%，原料为废纸，占销售价格为 64.3%，即废纸实际上占石膏板成本占比达到 31%，单方石膏板中废纸占比达到 0.56 元，是占比相对较高的部分。

图表 25. 护面纸占石膏板成本结构大头



资料来源：万得，公司公告，中银国际证券

图表 26. 废纸原料是护面纸成本主要构成



资料来源：万得，博汇纸业公司公告，中银国际证券

废纸价格短期看涨，长期回落：根据上文分析，我们认为，当前造纸产能趋于稳定，稳中有降；但外废配额逐年减少，极有可能 2020-2021 年进口配额减少为零，带来原材料缺口，带动废纸涨价。因此我们认为废纸价格短期两年内看涨，但长期随着造纸需求趋稳，国内废纸回收率提升，部分产能外溢，供需缺口逐步弥补，价格逐步下降。事实上公司成本端走势也在验证我们的观点，2017 年底至今，废纸价格逐步上行，公司成本端稳步向上并没有明显的回撤。

成本提升将进一步挤压中小企业空间，利好公司扩大市场占有率：近期公司提出 50 亿平产能的中长期规划，其中国内至少新增 10 亿平产能。我们认为目前国内石膏板需求增长趋于平稳，供给侧随着成本提升以及落后产能限制和淘汰，中小企业的生存空间进一步挤压。落后产能逐步出清为公司提供了新增产能的空间。

3. 政策推进钢结构普及，石膏板需求有望提升

石膏板耐久性较低，目前国内渗透率较低：目前石膏板在国内渗透率相对较低，主要内容来自于公装和吊顶，住宅和隔墙的需求明显少于外国。国内家装市场中防水要求比较高的洗手间、厨房等大多用铝扣板吊顶，卧室、客厅等大多用硅钙板吊顶，室内隔墙主要采用红砖或者加气混凝土砌块，隔墙板材也以硅钙板为主。石膏板材料在家装市场渗透率较低的原因主要是建筑结构一直采用秦砖汉瓦，居民观念没有改变；二是对石膏板应用目前存在一定误区。而国外居民搬迁频率较高，对石膏板耐久性需求较低，其普及度相对国内较高。石膏板轻质、价廉等优点，在国内较好的契合了公装市场快速、方便、便宜等需求。

图表 27. 钢结构推进相关政策

日期	部委	文件	内容
2016 年 2 月	国务院	关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	结合棚户区改造、危房改造、抗震安居等工程，开展钢结构建筑推广试点，大幅提升钢结构应用比例
2017 年 1 月	住建部	“十三五”节能减排综合工作方案	2020 年城镇绿色建筑面积占新建建筑比重达到 50%
2017 年 2 月	国务院	关于促进建筑业持续健康发展的意见	花 10 年左右时间，装配式建筑占新建建筑面积达到 30%
2017 年 5 月	住建部	建筑业发展“十三五”规划	大力发展钢结构建筑，引导新型公共建筑优先采用钢结构，积极稳妥推广钢结构住宅
2019 年 3 月	住建部	关于印发住建部建筑市场监管司 2019 年工作要点通知	开展钢结构装配式住宅试点，推动试点项目落地，明确一定比例项目采用钢结构装配式建造

资料来源：国务院，住建部，中银国际证券

钢结构逐步推进或有利于石膏板渗透率提升：国家政策陆续出台鼓励装配式建筑发展，相比预制混凝土结构，钢结构在抗震性能方面有明显的优势。钢结构本身安装更为方便，同时其结构在于龙骨隔墙安装在一起后可以形成更为坚固的“板肋结构体系”，更有利于抗震。因此我们认为随着钢结构建筑乃至钢结构住宅的普及，石膏板在家装市场渗透率有望提升。

5. 他山之石：集中度提升是行业主要趋势

日本人均消耗量达到 4-5 平，集中度逐步提升：参考日本石膏板行业数据，日本居民屋装配式建筑比例更高，木结构建筑占比也更高，均有利于石膏板的大规模普及。日本人均年石膏板消耗量自 1997 年达到 5.41 平后小幅回落，一直稳定在 4-5 平的水平内。随着日本石膏板行业需求趋于稳定，行业集中度也有明显提升，目前市场主流企业逐步减少为 9 家，单线产能稳定在 3,000 万平的水平上。

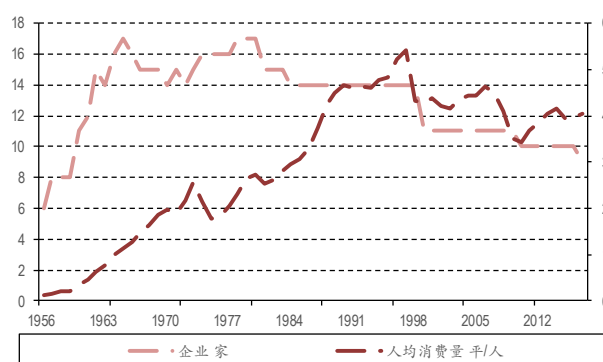
图表 28. 日本石膏板龙头近年业绩增速趋缓

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
营业收入/百万美元	2,025.76	2,136.28	1,860.13	1,861.97	1,561.30	1,720.37	1,906.22
归母净利/百万美元	(105.10)	23.03	(68.29)	(4.68)	20.73	54.13	26.54
收入增速/%	8.85	5.46	(12.93)	0.10	(16.15)	10.19	10.80
利润增速/%	(28.77)	121.91	(396.53)	93.15	542.95	161.12	(50.97)

资料来源：公司公告，中银国际证券

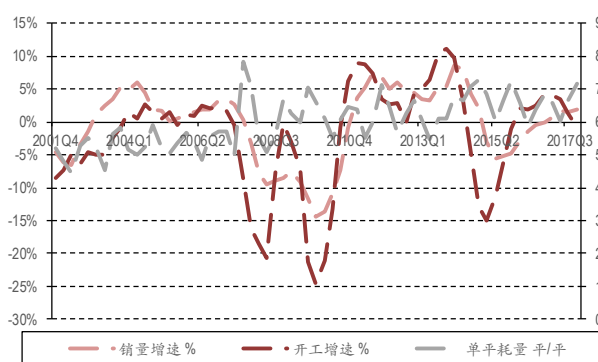
石膏板行业需求与建筑行业数据契合度高，行业进入低速发展阶段：日本石膏板行业的另一个特点是其销量数据与建筑数据契合度较好，因为石膏板普及率更高，且单平方建筑面积使用石膏板稳定在 6-7 平方的水平，日本石膏板行业销量数据和建筑数据拟合程度较好。需要指出的是，目前日本石膏板行业已经进入低速发展阶段，国内石膏板龙头千代田 2010 至 2016 年 7 年间收入并未有明显增长，利润波动也相对较大，业绩未有明显提升。

图表 29. 日本石膏板行业同样经历行业集中



资料来源：日本石膏板协会，中银国际证券

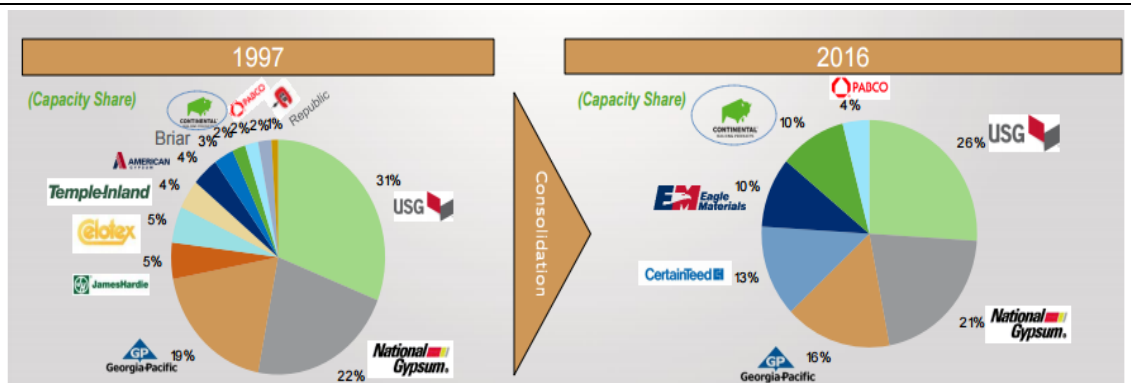
图表 30. 石膏板销量数据与建筑数据契合较好



资料来源：日本石膏板协会，中银国际证券

美国人均使用量更高，同样经历了行业集中度提升的过程：美国同样建筑装配率较高，住宅木结构占比也相对较高，因此相比日本，美国人均石膏板用量更高。高峰时期人均年消耗量可达到 12 平米，目前也稳定在 7-8 平米的水平。1997 年以来，美国石膏板行业同行经历了集中度提升的过程，1997 年行业主要企业有 13 家，2016 年主要企业仅剩 7 家。由于龙头优时吉波罗业务重心转移到海外，其在国内市场占有率有所下降。从需求结构来看，美国石膏板需求主要以建筑翻新和住宅装修为主，两者合计占比超过 80%。

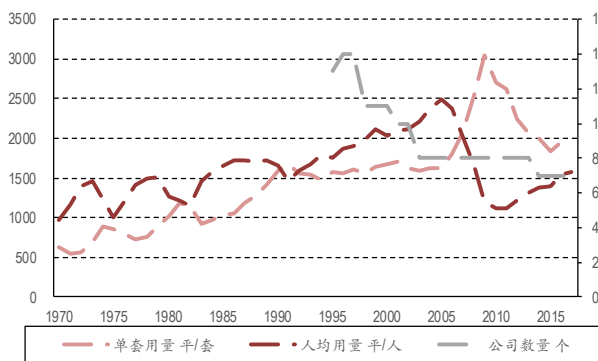
图表 31. 美国市场同样存在显著的市场集中现象



资料来源: Gypsum Association, 中银国际证券

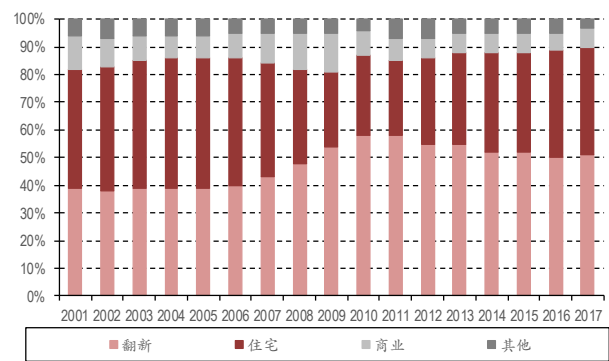
预计中国石膏板市场增速放缓，行业集中是未来主要趋势：比较日本和美国市场，我们认为中国尽管未来以钢结构为代表的装配式建筑渗透率有望提升，但混凝土框架结构依然是主要的结构体系。因此，石膏板很难替代铝扣板等其他产品成为主要的隔墙或吊顶装饰材料；同时，由于国内石膏板主要用途是办公楼租赁装修，因此石膏板需求基本与地产周期相关性较弱。参照目前行业产能明细，假设产能利用率为 80%，我们预计 2018 年全国石膏板产量约为 35 亿平，人均年消耗量约为 2.5 平，相当于日本七十年代末，日本市场正是由七十年代末开始加速集中。我们不认为中国人均石膏板消耗量能够达到日本 4-5 平的水平，因此我们认为石膏板行业增速大概率趋缓，行业集中度继续提升是主要趋势。

图表 32. 美国人均用量更高



资料来源: Gypsum Association, 中银国际证券

图表 33. 美国需求以翻新为主



资料来源: Gypsum Association, 中银国际证券

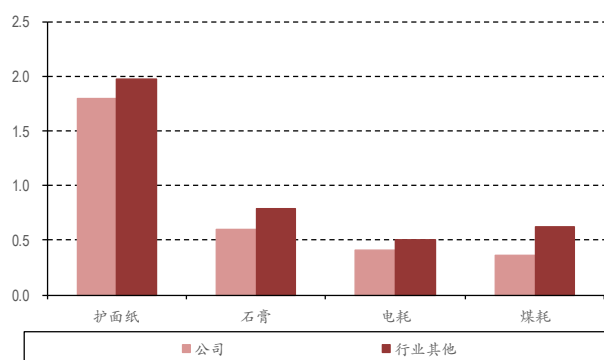
估算未来行业规模达到 50 亿平，公司市占率达到 75%-80%：假设中国稳定状态是人均消耗量 3.5 平左右，则全国市场规模约为 50 亿平，还有 15 亿平的提升空间。按照公司未来新增 20 亿平产能，10 亿平在国内，10 亿平在国外的中长期规划；我们认为落后产能淘汰以及公司成本方面的绝对优势将占据一部分落后产能退出后的市场真空，市场份额进一步提升。预计未来公司国内拥有 38-40 亿平产能，市占率达到 75%-80%；3 大外企合计产能接近 5 亿平，占有率达到 20%；剩余市场由极少数公司占有，不超过 5%。

三、成本优势显著，议价能力更强，外延扩张迅速

1. 公司优势：规模巨大成本优势明显，布局完善议价能力较强

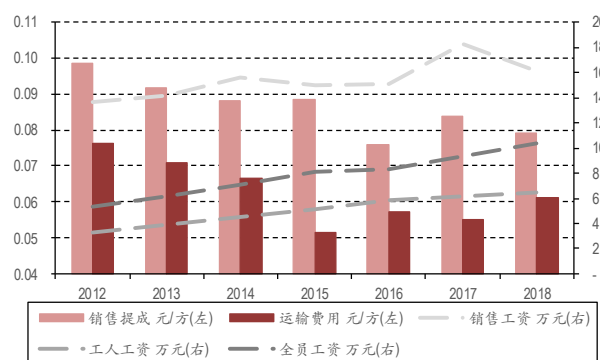
原材料优势地位不可撼动，石膏与护面纸均有明显优势：石膏板是标准品，单价较低，进行成本控制是提升毛利率最为有效的战略。公司作为行业龙头，成本是公司最明显的优势。公司在各个环节做好降本控费。首先在石膏资源上提前布局好各地主要火电站，率先抢占优先的脱硫石膏资源。石膏单价低，运输费用相对较为高昂，公司布局兼顾了原料产地与主要消费地，降低了运输费用；抢占脱硫石膏资源，降低了原材料成本。预计公司在石膏板方面相比同行要节省 24% 成本。其次是护面纸，公司旗下泰和纸业自建护面纸产能，同时拥有外废进口配额，有效地降低护面纸成本。预计泰和纸业产能投产后，公司在护面纸方面相比同行将节省成本 9.2%。

图表 34. 原料与燃料相比同行均有明显优势



资料来源：万得，同花顺，龙源石膏，公司公告，中银国际证券

图表 35. 单方费用减少但人员工资提升



资料来源：万得，公司公告，中银国际证券

除去原材料，公司在煤耗、电耗、乃至人员工资等各个方面都充分发挥公司的规模效用：公司在各个环节将成本控制做到极致。公司进军石膏板行业以来，单方电耗从 0.49 度降为 0.40 度，单方煤耗从 2.14 公斤下降到 0.57 公斤。按照这些指标来计算，按照上述指标来算，单平方石膏板公司材料与燃料成本比其他公司低 0.73 元，按照 6 元/平计算，毛利率高于同行超过 10pct。2012 年以来，公司产品单方销售提成、运输费用都有明显下降，分别从 0.10 元下降至 0.08 元，0.08 元下降至 0.06 元。而销售人员工资、生产工人工资、公司全体工资均有明显提升，公司通过控制人员与成本，扩大规模，实现了单耗降低，员工福利增加。

图表 36. 公司旗下品牌齐全



资料来源：公司公告，中银国际证券

品牌布局完善，有效填补市场空间提升市场占有率：2018 年，公司新开辟梦牌石膏板，定位中低端市场，单方销量低于原有龙牌和泰山石膏板。目前公司石膏板产品有龙牌、泰山、梦牌三大品牌，分别定位高中低端市场，不同产品能有效匹配不同客户群体需求，进一步提升市场占有率。

图表 37. 完善的渠道布局使公司维持较高产销率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量/亿平	10.44	12.53	14.23	14.71	16.32	18.26	18.83
销量/亿平	10.53	12.30	14.37	14.46	16.35	18.21	18.69
产销率/%	100.91	98.17	100.96	98.35	100.21	99.73	99.26

资料来源：公司公告，中银国际证券

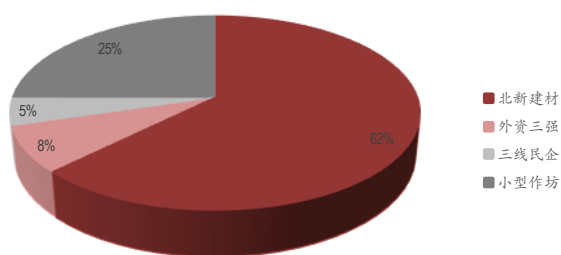
遍布全国的产能与渠道为公司提供较强的定价能力与渠道协同处理能力：公司遍布全国的产能和渠道进一步为公司提供了更强的定价能力。目前，子公司泰山石膏在 23 个省市设立超过 40 家分公司进行销售管理，拥有 200 多个销售办事处，经过多年培育，公司销售体系基本完善，后续产能扩张出货无忧。公司基本按照成本加成法，分区域定价，由于相比同行有绝对的成本优势和市场份额优势，公司定价可以保证兼顾自身盈利与防止竞争对手进行价格竞争。后续随着石膏板在装修中渗透率逐步提升，公司将着手进行龙骨和石膏板的配套销售，进一步实现已有渠道价值。

2. 产能建设更进一步，进军海外拥抱国际市场

1. 规划中长期新增产能，未来发展方向明确

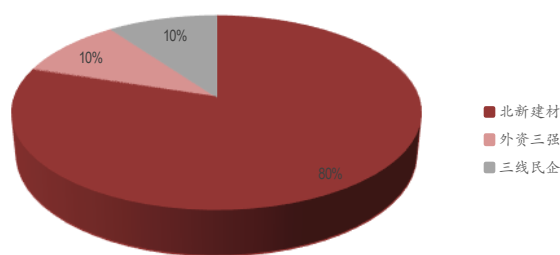
近期，公司发布中长期规划，拟在完成 30 亿平石膏板产能规划的前提下，规划再新增 20 亿平产能，其中 10 亿平新增产能在国内市场，10 亿平新增产能在国外市场。根据我们上文分析，我们认为中国石膏板市场规模将稳定在 50 亿平左右的规模，公司实现 40 亿平产能，市场占有率将达到 80%。目前国内产能为超过 43 亿平，公司产能超过 27 亿平，除去公司外市场仍有 16 亿平产能，其中有 3.3 亿平是外企产能，竞争能力相对较强。公司未来要达成 40 亿平产能的目标，意味着需要挤占部分市场参与者的份额，或者通过产能淘汰，或者通过收购，或者通过自建产能来达到中长期规划的目标。

图表 38. 当前石膏板市场格局



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 39. 预计未来北新建材份额将达到 80%



资料来源：公司公告，中银国际证券

2. 开启外延并购，新增公司盈利增长点

与山东万佳成立梦牌新材料收购万佳系企业，进一步完善产品线：2018 年，公司与山东万佳共同出资成立合资公司，由其对安徽万佳、平邑万佳增资，并由其收购宣城万佳全部股权。万佳系企业安徽万佳、平邑万佳、宣城万佳合计年产能达到 1.9 亿平，营销渠道辐射全国。公司新成立梦牌石膏板，进一步完善公司石膏板产品线。

图表 40. 收购万佳股份后新增产能

所属公司	产能大小/万平	权益产能/万平
宣城万佳	2,500	1,750
平邑万佳	3,000	1,050
	3,000	1,050
	1,250	437.5
	1,250	437.5
安徽万佳	4,000	2,520
	4,000	2,520
合计	19,000	9,765

资料来源：公司公告，中银国际证券

收购四川蜀羊防水正式进军防水行业：近期，公司拟出资 3.465 亿元收购骆晓彬、高伟两人合计持有的四川蜀羊防水 70% 股权。进行联合重组后，公司持有蜀羊防水 70% 股权，原股东持有 30% 股权。至此北新建材正式进军防水行业。根据中国产业信息网数据，防水行业赛道更大，行业规模达到 2,000 亿元，是建材行业中仅次于水泥和瓷砖的细分板块。相比于石膏板行业 200 亿元不到的行业天花板（从公司收入与市占率推算），预计后续公司石膏板业务最多能够做到 150-200 亿元。防水行业市场空间超过 2,000 亿元，市场高度分散，目前正处于加速集中的战略机遇期，进军防水行业，公司业务将有更大的增长空间。

3. 进军海外，拥抱国际市场

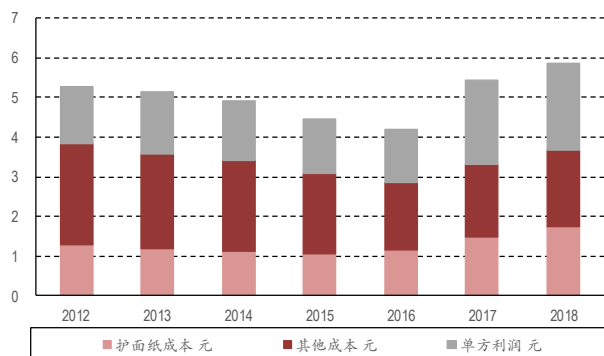
出资海外成立坦桑尼亚合资公司：2017 年，公司与 Sunshine Group Limited 合资在坦桑尼亚设立石膏板生产企业，最新产能规划达到 1,800 万平。未来公司规划结合国家“一带一路”倡议，推进国际化布局，捕捉沿线国家高经济增长产生的需求，提高国际市场份额。

进军“一带一路”沿岸发展中国家是未来公司海外发展的主要战略：根据公司中长期规划，计划在 10 年内达到 50 亿平产能，其中海外产能达到 10 亿平。石膏板是标准品，附加值低，单价低，因此其运输半径较短。参照公司财务附注运输费用，我们预计在国内公司产品运输半径为 300-500 公里。海外发达国家石膏板行业发展增速趋缓，行业集中度高，行业较为成熟，公司进入发达国家市场并无明显优势。结合国家“一带一路”倡议，进军发展中国家，占据优势区位，有利于公司在海外形成先发优势；同时借助海外援建项目，为公司海外产品销售形成一定协同作用。

3. 价格控制能力强，护面纸影响公司毛利

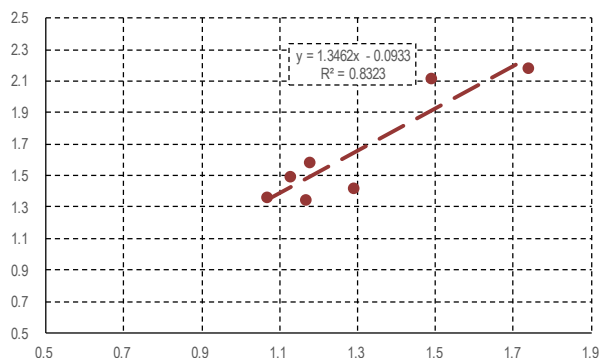
销量跟着产能走，单方利润指标更重要：公司产能利用率常年稳定在 80% 左右的水平，产销率稳定 100%，因此销量基本随着产能的稳定增长而增长。单方利润成为影响公司利润的关键变量，其中护面纸成本占公司成本的大头，因此护面纸价格对公司利润影响作用最大。

图表 41. 护面纸占公司成本大头



资料来源：万得，公司公告，中银国际证券

图表 42. 公司单方毛利于护面纸成本高度相关



资料来源：万得，公司公告，中银国际证券



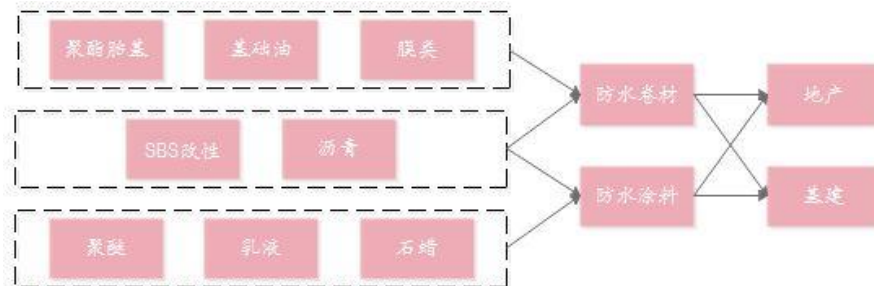
护面纸成本是公司成本主要构成，公司单方毛利与护面纸价格高度相关：护面纸成本始终是公司成本大头，2012 年以来，公司石膏板单方成本不断下降。除去护面纸成本，公司单方制造成本也大幅下降。由于 2017 年以来护面纸涨价，单方护面纸成本比 2015 年提高了 60% 多。公司市占率高，产品质量更好，对终端价格控制能力相对较强，可以完全转嫁护面纸上涨带来的成本压力，石膏板提价幅度比护面纸提价幅度更大。近期护面纸价格小幅下滑，公司石膏板价格稳重小降，降幅小于护面纸。从 2012 年到 2018 年的数据来看，公司单方利润与护面纸价格呈明显正相关关系。

四、收购四川蜀羊防水，打开千亿防水市场

1. 防水行业：市场大公司小，行业集中度加速提升

收购四川蜀羊防水正式进军防水行业：近期，公司拟出资 3.465 亿元收购骆晓彬、高伟两人合计持有的四川蜀羊防水 70% 股权。进行联合重组后，公司持有蜀羊防水 70% 股权，原股东持有 30% 股权。至此北新建材正式进军防水行业。

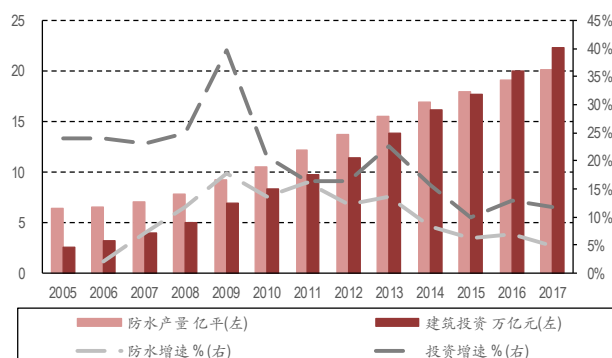
图表 43. 防水产业链示意图



资料来源：中商产业研究院，中银国际证券

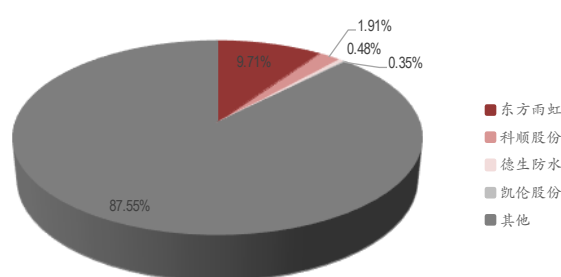
防水行业上游与石油系化工原料，下游需求与建筑行业紧密相关：防水材料主要在建筑表面形成防水层，达到防水抗渗漏的作用，对提高建筑使用寿命起到重要作用。防水材料主要分为防水卷材和防水涂料。防水卷材分为改性沥青系和高分子系；防水涂料分为水性涂料和溶剂型涂料。防水材料主要原材料包括沥青、聚酯胎基、SBS 改性剂等一系列石化系化工原料，其价格与原油价格关联度较大，防水企业无议价能力，原料基本随行就市。下游需求主要来自建筑行业，包括地产与基建。我们将基建投资（不含电力）和地产投资（不含拿地）数据合并后，可以发现建筑行业相关投资增速与防水行业增速高度同步。一般防水企业渠道分为直销和分销，直销主要对接大型地产和重点项目，占收入比重较高；分销主要用于对接普通装修和中小型企业，以品牌推广为主。防水工程花费占建安工程比例并不高，但对建筑使用寿命却有至关重要的影响，因此下游对价格敏感度相对较低，但总体看，防水企业对下游特别是政府与地产商居于较弱势地位。

图表 44. 防水行业与建筑相关产值增速高度同步



资料来源：建筑防水协会，万得，中银国际证券

图表 45. 防水行业市场高度分散



资料来源：建筑防水协会，万得，中银国际证券



行业空间大，但市场分散竞争激烈，中小企业进入门槛低：目前防水材料总产量预计达到 20 亿平，总产值超过 2,000 亿元，是建材行业中仅次于水泥和瓷砖的细分行业。2018 年规模以上企业共 784 家，合计营收 1,147.37 亿元，利润 79.49 亿元。大行业小公司，进入门槛低是防水行业的主要特点。行业龙头东方雨虹市场份额为 9.7%；四巨头雨虹、科顺、德生、凯伦合计市场份额仅为 12.5%。大量中小企业生产非标和假冒伪劣产品扰乱市场，甚至达到劣币驱逐良币的情况，市场竞争非常激烈，未来市场整合的空间也相对广阔。

图表 46.2016 年以来防水行业相关提质与环保政策

日期	部委	文件	内容
2016 年 7 月	工信部	关重点行业挥发性有机物削减行动计划	到 2018 年低 VOC 涂料产品比例达到 60%，重点推广水性涂料等
2016 年 10 月	质检总局	建筑防水建材生产许可实施细则	缩短发证时间，限制许可机关公权力，强化企业主体责任
2017 年 9 月	环保部	“十三五”挥发性有机物污染整治方案	提出到 2020 年全国工业涂装 VOC 排放减少 20%，重点区域达到 30%。
2018 年 1 月	国税局	中华人民共和国环境保护税法	环保税正式开征，化工等 14 个高污染行业列入重点监控对象
2018 年 3 月	质检总局	2018 年“质检利剑”行动工作方案	深入开展以涂料、防水材料为重点的建材产品打假行动。以钢材、水泥、玻璃等为重点，依法严查无证生产，配合有关部门去产能工作
2018 年 6 月	国务院	打赢蓝天保卫战三年行动计划	全面执行大气污染物排放限制，到 2020 年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15% 以上。PM2.5 未达标城市浓度下降 18% 以上，空气质量优良天数比例达到 80%，重度污染天数比例下降 25%。
2018 年 7 月	发改委	关于创新和完善促进绿色发展价格机制的意见	对污水处理、固废处置、节能减排等多个领域价格形成机制做出指导。强点环保服务的市场价格要覆盖成本，合理盈利，差别化收费。

资料来源：工信部，质检总局，环保部，国税局，国务院，发改委，中银国际证券

多重因素共同作用下，防水行业走向快速整合，行业集中度提升：当前地产行业政策趋紧，资金条件分化加速地产行业走向集中；精装房比例提升则加速了家装建材集中采购的比例；地产政策趋紧对上游材料供应商提出了更为严格的条件。三重因素放大，对防水企业的资金、质量、服务质量等提出了更高的要求，驱动行业快速走向集中。而环保整治趋严，以及政策对产品质量要求提升，则提升了中小企业假冒伪劣的成本，提高了行业门槛，加速了落后产能的出清。多重条件作用下，防水行业将快速走向整合，未来行业有望出现若干家营收规模 100 亿以上的企业。

2. 四川蜀羊：西南龙头，渠道协同业绩放量希望大

立足四川，辐射西北，西南地区的二线龙头：四川蜀羊防水是西南地区防水龙头，立足西南地区，辐射西北市场，目前正逐步向华东、华中、华南地区开发。蜀羊防水营收规模在全国同行中第 9，稍弱于凯伦、科顺等上市公司，在全国处于弱二线龙头的地位。公司成立于 1997 年，2005 年开始，蜀羊防水进入快速发展阶段，相继成立西南五省办事处并中标南溪垃圾填埋场项目，进入基建市场。2008 年起，公司崇州基地投产，公司基建项目规模进一步扩大，并开始进军家装防水市场。2013 年起，公司咸阳基地投产，并开始与各大地产商合作，开拓 2B 渠道。2016 年以来，公司进入加速发展阶段，崇州、眉山、咸阳、九江、山东五大基地雏形基本形成，基建、地产、家装渠道体系布局完善。

目前四川蜀羊五大基地布局轮廓初现，营收增长潜力大：四川蜀羊有崇州、眉山、咸阳、九江四大生产基地，产能规模较大。参考上市防水材料公司数据，四川蜀羊产品线分类和凯伦股份比较接近。参照凯伦股份数据，沥青基卷材单价平均为 13.7 元，高分子卷材单价为 30.8 元，防水涂料单价为 10.5 元。按照这个价格来估算，若满产能运作四川蜀羊沥青基卷材、高分子卷材、防水涂料分别贡献年收入 28.12 亿、17.54 亿、9.58 亿；合计营收达到 55.25 亿元，毛利超过 20 亿元，净利润超过 6 亿元，是凯伦股份的 10 倍。这显然明显超过当前蜀羊的业务规模，全行业除了东方雨虹没有第二家公司达到这个规模。参考防水行业平均市盈率以及蜀羊股权的收购价格，我们认为四川蜀羊营收规模在约为 3-4 亿元，市占率不超过 0.2%，与目前公司产能规模相差较大，未来营收增长潜力巨大。

图表 47.2014-2016 年凯伦股份经营数据参考

	总收入	总成本	毛利润	销量	单价	单耗	单利
	百万元	百万元	百万元	百万平(万吨)	元/平(元/公斤)	元/平(元/公斤)	元/平(元/公斤)
沥青基	325.62	203.28	122.34	23.74	13.72	8.56	5.15
高分子	227.20	129.62	97.58	7.38	30.77	17.56	13.22
涂料	107.01	72.12	34.89	1.02	10.53	70.98	34.34
合计	659.83	405.02	254.81				

资料来源：凯伦股份招股说明书，中银国际证券

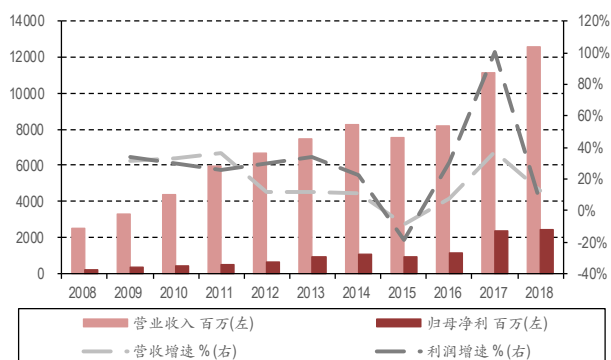
北新建材渠道优势显著，渠道协同作用有望充分放大：我们认为，四川蜀羊在产能建设方面较为领先，但或许在渠道建设或者品牌运营方面没有明显的优势，在销量或价格方面未能达到应有的水平，结果导致营收规模与产能规模相差较大。北新建材有布局全国的渠道，优势非常明显，且国企背景加持下，重点基建项目承接能力加强。未来收购完成后，渠道协同作用充分放大，公司防水业务有望迎来快速增长。

五、财务分析与估值测算

1. 财务分析：应收账款控制好，业绩增长质量高

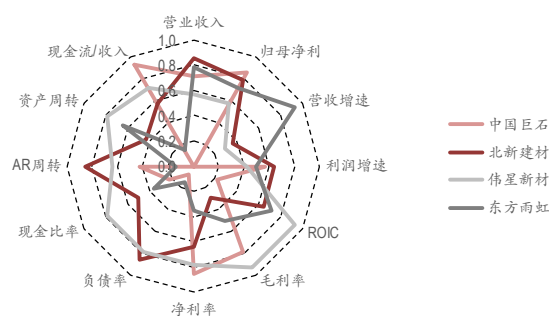
业绩长期保持平稳较快增长：公司自 2005 年正式进军石膏板行业以来，业绩增速持续保持平稳较快增长，平均每年新增产能 1-2 亿平。2015 年受建筑行业增速下滑影响业绩有所放缓，2017 年受护面纸涨价影响公司石膏板产品提价业绩利润增速超过 100%。目前公司产能已经超过 27 亿平，市占率接近 60%，未来石膏板业务将逐步趋于平稳。

图表 48. 业绩长期保持平稳较快增长



资料来源：万得，中银国际证券

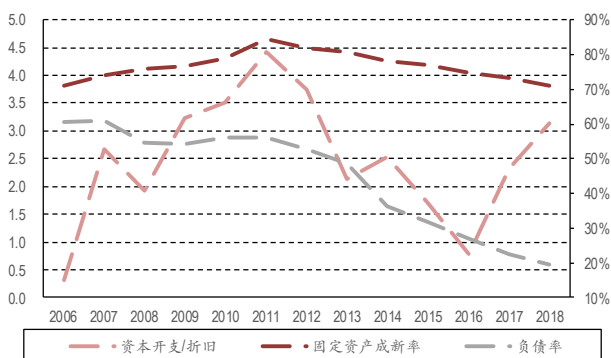
图表 49. 公司负债率低，应收账款控制能力突出



资料来源：万得，中银国际证券

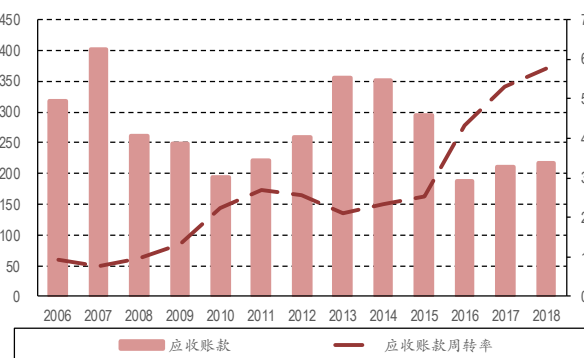
应收账款保持稳定，首轮产能投资高峰已过：2005 年以来，公司应收账款保持稳定水平，应收账款周转率从 5.01 提升到 57.72，账期控制在众多建材板块龙头中表现突出。总资产周转率稳定在 0.6-0.7 的水平之间。相比其他企业处于中游水平。公司产能遍布全国，产能投资巨大，本属于重资产的运营模式，但由于石膏板单位资本开支较低，因此资产周转率处于行业中游水平。目前公司产能投资高峰期已过，负债率逐步下降，进入业绩稳定释放期。资本开支折旧比有所提升，说明公司进入另一个投资周期，重点或在海外扩张与品类拓展。

图表 50. 首轮产能投资高峰已过



资料来源：万得，中银国际证券

图表 51. 应收账款保持稳定，周转率提升明显



资料来源：万得，中银国际证券

未来公司业绩将持续释放，盈利质量较高：将北新建材各项重要财务数据与其他建材龙头项目，公司主要优势在于负债率低，现金充足，应收账款周转率高。表明公司销售账期控制较好，市场掌控能力较强。目前已完成石膏板大部分产能投资布局，未来业绩将持续释放，盈利质量较高。

图表 52. 2019 年中报建材板块龙头财务指标比较

证券简称	企业规模		成长能力		ROIC	盈利能力		负债水平		现金周转		
	营业收入	归母净利	营收增速	利润增速		毛利率	净利率	负债率	现金比率	AR 周转	资产周转	收现比
	百万元	百万元	%	%	%	%	%	%	%	次	次	%
海螺水泥	71,643.83	15,259.70	56.63	17.91	11.69	32.45	21.80	19.00	227.28	57.25	0.48	20.25
中国巨石	5,062.38	1,053.79	0.89	(16.83)	4.70	40.44	20.84	53.71	25.12	3.19	0.16	20.06
东方雨虹	7,907.89	915.95	40.89	48.11	7.50	36.58	11.69	56.01	42.99	1.52	0.40	(14.63)
伟星新材	2,105.28	443.53	11.58	14.91	12.37	46.36	21.11	21.39	127.47	7.19	0.47	11.28
北新建材	6,038.46	(691.44)	0.84	(153.24)	(4.48)	33.29	(11.35)	29.25	74.40	24.93	0.33	11.39

资料来源：万得，中银国际证券

2. 盈利预测：石膏板业绩稳健，防水有望成为另一增长极

未来石膏板销量增长平稳，成本总体下降，仍可保持较高毛利水平：我们认为公司石膏板产能建设有望在 2020 年完成 30 亿平的建设目标，未来将以每年 2 亿平的速度分别在海内外进行扩产。销售总体保持平稳增长。护面纸价格一两年内随着外废进口配额减少预计仍将保持高位，长期随着国内回收水平提升将逐步下降。公司泰和纸业产能投产后，将有效对冲短期护面纸高位带来的成本压力，未来公司石膏板总体呈下降趋势，销售单价对应小幅下调，石膏板仍能保持较高的毛利水平。

图表 53. 公司石膏板业务预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
产能	亿平	21.32	21.82	24.70	27.00	30.00	32.00	34.00	36.00
销量	亿平	16.35	18.21	18.69	19.71	22.50	25.60	27.20	28.80
单价	元/平	4.21	5.43	5.85	5.55	5.45	5.24	5.12	5.00
单耗	元/平	2.86	3.31	3.67	3.61	3.50	3.39	3.31	3.23
护面纸成本	元/平	1.17	1.49	1.74	1.72	1.65	1.58	1.54	1.50
其他成本	元/平	1.70	1.82	1.93	1.89	1.85	1.81	1.77	1.73
收入	百万元	6,887.73	9,883.37	10,932.96	10,939.05	12,263.31	13,414.35	13,923.55	14,394.02
成本	百万元	4,681.59	6,025.06	6,856.06	7,117.12	7,878.13	8,683.16	9,008.26	9,307.76
毛利	百万元	2,206.14	3,858.31	4,076.90	3,821.93	4,385.18	4,731.19	4,915.29	5,086.26

资料来源：万得，中银国际证券

未来龙骨与防水将保持较高业绩增速：未来公司将逐步减少施工业务，龙骨与防水将成为公司业务重点。龙骨随着公司进行配套销售，销量预计有所增长；防水业务随着四川蜀羊并表，公司渠道优势协同，同样将有较高业绩增速。我们认为未来 3-5 年内，公司龙骨与防水业务均可保持 20%-30% 的较高增速。

图表 54. 公司主营业务预

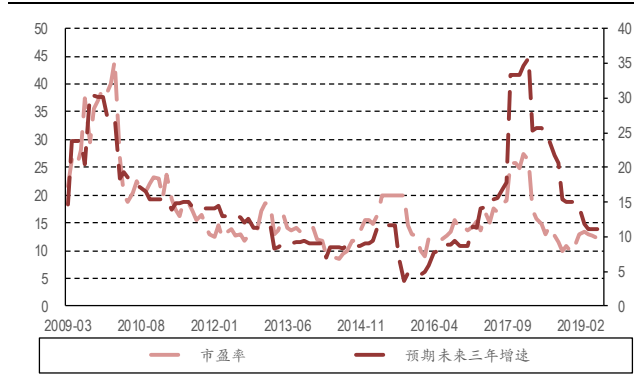
(百万元)		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
石膏板	收入	6,887.73	9,883.37	10,932.96	10,939.05	12,263.31	13,414.35	13,923.55	14,394.02
	成本	4,681.59	6,025.06	6,856.06	7,117.12	7,878.13	8,683.16	9,008.26	9,307.76
	毛利	2,206.14	3,858.31	4,076.90	3,821.93	4,385.18	4,731.19	4,915.29	5,086.26
龙骨	收入	609.37	891.20	1,130.49	1,413.11	1,695.74	2,034.88	2,441.86	2,930.23
	成本	457.03	668.40	847.87	1,059.83	1,271.80	1,526.16	1,831.39	2,197.67
	毛利	152.34	222.80	282.62	353.28	423.93	508.72	610.46	732.56
防水	收入					624.00	811.20	1,054.56	1,370.93
	成本					374.40	486.72	632.74	822.56
	毛利					249.60	324.48	421.82	548.37
合计	总收入				12,352.16	14,583.04	16,260.43	17,419.97	18,695.18
	总成本				8,176.96	9,524.33	10,696.04	11,472.39	12,327.99
	毛利润				4,175.20	5,058.71	5,564.39	5,947.58	6,367.19

资料来源：万得，中银国际证券

3. 估值分析：纵向横向比较估值水平较为合理

纵向比较，静态市盈率与市场一致预期高度同步：追溯公司股票历史表现，我们发现公司的静态市盈率和市场对公司未来三年业绩增速预期有高度同步性。不考虑美国诉讼案件对公司利润影响，市场预期未来三年公司平均利润增速为 11.5% 左右，参照以往公司静态市盈率和市场预期业绩增速的关系，我们认为当前公司合理的静态市盈率为 13 倍。

图表 55. 公司估值与市场预期高度一致



资料来源：万得，中银国际证券

图表 56. 近期公司估值稍高于可比公司平均水平



资料来源：万得，中银国际证券

横向对比，公司目前动态市盈率稍高于可比公司平均市盈率：公司目前是石膏板行业唯一一家上市公司，在接下来一段时间内石膏板行业出现第二家上市公司概率很小。我们通过市场预期增速、分红比例、持有收益等指标在相近行业板块筛选可比公司。从横向比较的角度来看，公司动态市盈率和可比公司的平均估值大部分时间较为接近。横向对比，公司目前估值水平稍高于可比公司平均市盈率，我们认为不考虑美国诉讼案影响，目前公司合理动态市盈率是 11-12 倍的水平。

图表 57. 可比公司主要数据比较

		预期增速	分红比例	超额收益	归母净利	市盈率
600801.SH	华新水泥	7.21	17.43	59.20	57.05	7.79
002302.SZ	西部建设	29.38	30.41	57.61	3.38	47.14
600585.SH	海螺水泥	2.84	24.21	41.75	306.36	7.47
000786.SZ	北新建材	47.19	27.52	40.13	24.81	12.55
603899.SH	晨光文具	23.65	38.41	36.52	8.08	49.62
002271.SZ	东方雨虹	27.32	18.66	35.95	15.11	20.69
000877.SZ	天山股份	17.40	33.41	34.76	12.38	8.97
002080.SZ	中材科技	25.06	29.14	24.66	9.92	18.50
002511.SZ	中顺洁柔	28.99	15.35	23.08	4.07	40.98
600352.SH	浙江龙盛	16.39	23.97	22.32	42.13	11.18
600176.SH	中国巨石	7.71	35.01	21.65	23.85	12.05
002597.SZ	金禾实业	9.36	30.39	19.95	9.12	11.89
000546.SZ	金圆股份	27.18	31.41	19.72	4.45	18.49
600486.SH	扬农化工	15.88	28.81	16.13	9.39	17.29
300576.SZ	容大感光	23.39	28.28	15.47	0.42	62.79
300073.SZ	当升科技	29.22	19.36	15.37	3.16	35.56

资料来源：万得，中银国际证券



投资建议

石膏板优势无可替代，未来公司份额仍将提升，为公司提供稳定而高质量的业绩增长：公司作为石膏板行业龙头，在行业内规模优势与渠道优势非常明显。未来 1-2 年内预计护面纸价格依然将保持高位，公司护面纸产能投产后成本优势将进一步凸显。随着上游成本提升与行业标准提升，行业落后产能将逐步淘汰，中长期公司业内占有率有望达到 75%-80% 的水平，石膏板行业将保持稳定增长，为公司贡献稳定盈利。

防水与龙骨有望成为公司另一重要业绩增长点：龙骨作为石膏板配套产品，未来公司将逐步推进配套销售比例，推动龙骨业务板块较高速增长。公司收购四川蜀羊，进军防水行业；防水业务有望通过渠道协同，借助行业整合的东风，成为公司另一重要的业绩增长点。

负债率低，应收账款少，周期性弱是公司区别于建材板块其他标的的投资价值：公司各项财务指标稳健，在应收账款和资产周转等指标表现显著优于建材同行，负债率低于同行，石膏板需求与地产周期同步性相对较弱。公司是建材板块中难得的低负债同时现金流表现又比较好的标的，能有效规避地产周期。未来公司仍将保持稳中较快的增长，依然是建材板块中较有投资价值的标的。



风险提示

- 1. 市场景气度下降，石膏板销量下滑：**目前公司产能建设逐步完善，但办公楼租赁景气度下滑，预计将对石膏板需求形成冲击。
- 2. 石膏板在家装中渗透率未能提升：**中国房屋以秦砖汉瓦为传统，无论是钢结构还是石膏板短期内都难以取代砌体或钢混成为主要结构体系，因此长期看石膏板市场规模难有明显增长。
- 3. 防水业务协同不及预期：**公司收购四川蜀羊目前尚在进行中，未来尚有不不确定性。且公司已有渠道以经销为主，防水材料放量主要依靠直销，渠道协同存在一定不确定性。
- 4. 美国诉讼案仍有收尾手续：**目前公司美国诉讼案和解基本达成，但尚有后续收尾流程。

附表 58. 公司石膏板产能明细

区域	省份	城市	公司	持股比例(%)	品牌	产能数量	产能大小	建成时间
华北	天津	天津	天津北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2015-09
		河北	故城北新建材	85.00	龙牌	1	3,000.00	
		涿州	涿州北新建材	--	龙牌	1	3,000.00	
		衡水	衡水-泰山石膏	100.00	泰山	1	2,000.00	2018-04
		石家庄	平山-泰山石膏	70.00	泰山	1	3,000.00	2006-06
		承德	承德-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2009-06
		秦皇岛	秦皇岛-泰山建材	70.00	泰山	1	3,000.00	2002-04
	山西	忻州	忻州-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,500.00	2018-04
		长治	潞城-泰山石膏		泰山	1	2,000.00	2000-07
		朔州	朔州北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2019-04
东北	内蒙古	包头	包头-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2008-03
		绥中	辽宁-泰山石膏	100.00	泰山	1	4,000.00	2012-08
	辽宁	阜新	阜新-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2006-09
		铁岭	辽宁北新建材	--	龙牌	1	3,000.00	2009-01
	吉林	四平	吉林-泰山石膏		泰山	1	4,000.00	2013-08
华东	江苏	太仓	太仓北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2008-11
		句容	镇江北新建材	100.00	龙牌	2	6,000.00	2009-12
		江阴	江阴-泰山石膏	30.00	泰山	1	6,000.00	2004-04
		邳州	邳州-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2000-06
		南通	南通-泰山石膏	70.00	泰山	2	6,000.00	2011-12
	浙江	宿迁	宿迁-泰山石膏	100.00	泰山			
		宁波	宁波北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2008-09
		宁波	宁波-泰山石膏		泰山			
		嘉兴	嘉兴北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2015-09
		温州	温州-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2006-10
	安徽	淮南	淮南北新建材	100.00	龙牌	1	5,000.00	2012-08
		铜陵	铜陵-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2008-04
		巢湖	巢湖-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2012-08
		宣城	宣城-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2014-03
		宣城	宣城-梦牌建材	70.00	其他		2,500.00	
	福建	涡阳	涡阳-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2018-04
		宁国	宁国-梦牌建材	75.00	其他		4,000.00	
		泉州	泉州北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2013-06
		龙岩	福建-泰山石膏	60.00	泰山	1	4,000.00	2013-08
		龙岩	龙岩-泰山石膏添加剂	100.00	其他			
	江西	吉安	井冈山北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2017-08
		丰城	江西-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2009-03
		上饶	弋阳-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,500.00	2018-08
	山东	临沂	平邑北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2010-12
		临沂	平邑万佳	70.00	梦牌	4	8,500.00	
		泰安	泰山石膏总部	100.00	泰山	2	1,500.00	1998-05
		泰安	泰安-泰山石膏	100.00	泰山	.	6,000.00	2001-11
		安丘	潍坊-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2004-07
		聊城	聊城-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2013-06
		乳山	威海-泰山石膏	70.00	泰山	1	4,000.00	2014-03
		利津	东营-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2016-12
		菏泽	菏泽-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,500.00	2018-04
		鲁南	鲁南-泰山石膏	100.00	泰山			
		枣庄	枣庄北新建材		龙牌	1	3,000.00	

资料来源：万得，中银国际证券

续附表 58. 公司石膏板产能明细

区域	省份	城市	公司	持股比例(%)	品牌	产能数量	产能大小	建成时间
华中	河南	济源	济源-泰山石膏	85.00	泰山	1	5,000.00	2014-10
		卫辉	新乡北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2011-04
		偃师	河南-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2007-07
	湖北	武汉	湖北北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2007-12
		荆门	湖北-泰山建材	100.00	泰山	2	6,000.00	2003-08
		武穴	湖北-泰山石膏	100.00	泰山	2	6,000.00	2011-04
		襄阳	襄阳-泰山石膏	100.00	泰山	1	4,000.00	2015-09
		宜昌	宜昌-泰山石膏	100.00	泰山		5,000.00	2019-03
	湖南	长沙	湖南北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2015-08
		湘潭	湘潭-泰山石膏	70.00	泰山	1	3,000.00	2007-01
华南	广东	肇庆	肇庆北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2008-12
		博罗	广东-泰山石膏	100.00	泰山	2	6,000.00	2009-05
	广西	来宾	广西-泰山石膏	100.00	泰山	1	4,000.00	2015-09
西南	重庆	重庆	重庆-泰山石膏	100.00	泰山			
		重庆	綦江-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,500.00	2018-03
		重庆	江津-泰山石膏		泰山	1	5,000.00	2005-09
	四川	成都	成都北新建材					
		广安	广安北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2007-05
		什邡	四川-泰山石膏	100.00	泰山	1	5,000.00	2010-04
		宜宾	宜宾-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,500.00	2016-12
	贵州	福泉	贵州泰福石膏	60.00	泰山	1	3,000.00	2013-03
		金沙	贵州皇冠新型建材	--	其他	1	4,000.00	2015-06
	云南	昆明	昆明北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2015-09
		易门	云南-泰山石膏	100.00	泰山	1	2,000.00	2006-12
西北	陕西	富平	陕西北新建材	100.00	龙牌	1	3,000.00	2017-08
		渭南	陕西-泰山石膏	100.00	泰山	2	4,500.00	2006-02
	甘肃	白银	甘肃-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2014-10
	宁夏	银川	银川-泰山石膏	100.00	泰山	1	3,000.00	2010-03
	新疆	五家渠	新疆-龙牌建材	100.00	其他			
海外	坦桑尼亚		坦桑尼亚北新建材	100.00	龙牌			

资料来源：万得，中银国际证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	11,164	12,565	12,928	14,621	16,210
销售成本	7,008	8,128	8,523	9,547	10,666
经营费用	1,273	1,148	1,526	1,725	1,913
息税折旧前利润	3,216	3,315	1,808	4,229	4,519
折旧及摊销	444	478	835	914	940
经营利润(息税前利润)	2,772	2,837	974	3,315	3,579
净利息收入/(费用)	(94)	(36)	(19)	(6)	21
其他收益/(损失)	(9)	(128)	(1,867)	33	33
税前利润	2,678	2,801	955	3,310	3,599
所得税	334	335	116	401	438
少数股东权益	11	15	9	32	46
净利润	2,344	2,466	839	2,909	3,162
核心净利润	2,353	2,594	2,706	2,876	3,129
每股收益(人民币)	1.387	1.460	0.497	1.722	1.872
核心每股收益(人民币)	1.393	1.536	1.602	1.702	1.852
每股股息(人民币)	0.371	0.487	0.150	0.520	0.560
收入增长(%)	37	13	3	13	11
息税前利润增长(%)	58	2	(66)	241	8
息税折旧前利润增长(%)	49	3	(45)	134	7
每股收益增长(%)	65	5	(66)	247	9
核心每股收益增长(%)	15	10	4	6	9

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,678	2,801	955	3,310	3,599
折旧与摊销	444	478	835	914	940
净利息费用	94	36	19	6	(21)
运营资本变动	582	(478)	(44)	92	48
税金	649	851	256	549	645
其他经营现金流	(630)	(1,862)	(296)	(799)	(958)
经营活动产生的现金流	2,654	2,783	1,812	3,887	4,158
购买固定资产净值	886	1,557	9	3	1
投资减少/增加	932	490	(33)	261	(33)
其他投资现金流	(12)	14,210	22	331	65
投资活动产生的现金流	(1,831)	12,163	46	67	97
净增权益	(52)	74	0	0	0
净增债务	(586)	(213)	0	0	0
支付股息	626	777	253	879	946
其他融资现金流	222	143	(31)	(39)	(43)
融资活动产生的现金流	(1,042)	(773)	(284)	(918)	(989)
现金变动	(219)	(48)	1,564	2,740	3,265
期初现金	783	614	490	2,054	4,794
公司自由现金流	824	14,946	1,858	3,954	4,255
权益自由现金流	460	14,875	1,827	3,915	4,212

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	614	490	2,054	4,794	8,059
应收帐款	325	290	296	508	543
库存	1,260	1,279	1,293	1,493	1,636
其他流动资产	2,419	3,332	3,593	3,593	3,593
流动资产总计	5,531	5,652	7,236	10,388	13,832
固定资产	7,330	7,590	8,264	7,933	7,182
无形资产	1,621	1,689	1,633	1,600	1,543
其他长期资产	1,628	2,977	1,534	1,329	1,198
长期资产总计	10,580	12,256	11,431	10,861	9,922
总资产	16,111	17,908	18,667	21,249	23,754
应付帐款	896	812	856	1,062	1,184
短期债务	800	891	891	968	968
其他流动负债	1,200	610	631	669	677
流动负债总计	2,896	2,313	2,377	2,698	2,829
长期借款	287	534	534	541	541
其他长期负债	431	621	721	863	975
股本	1,789	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	10,707	12,749	13,344	15,457	17,720
股东权益	12,496	14,439	15,034	17,147	19,409
少数股东权益	80	156	165	248	295
总负债及权益	16,111	17,908	18,667	21,249	23,754
每股帐面价值(人民币)	7.35	8.45	8.80	10.00	11.31
每股有形资产(人民币)	8.55	10.13	10.05	11.46	12.98
每股净负债/(现金)(人民币)	0.54	0.98	0.05	(1.43)	(3.30)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.8	26.4	14.0	28.9	27.9
息税前利润率(%)	24.8	22.6	7.5	22.7	22.1
税前利润率(%)	24.0	22.3	7.4	22.6	22.2
净利率(%)	21.1	19.7	6.6	20.1	19.8
流动性					
流动比率(倍)	1.9	2.4	3.0	3.8	4.9
利息覆盖率(倍)	34.1	91.5	95.9	760.7	216.9
净权益负债率(%)	7.2	10.8	0.6	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.5	1.9	2.5	3.3	4.3
估值					
市盈率(倍)	12.9	12.3	36.1	10.4	9.6
核心业务市盈率(倍)	12.9	11.7	11.2	10.5	9.7
市净率(倍)	2.4	2.1	2.0	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	36.7	1.9	16.3	7.7	7.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.0	9.1	16.7	7.2	6.7
周转率					
存货周转天数	41.2	37.1	36.5	37.3	36.8
应收帐款周转天数	10.6	8.4	8.3	12.7	12.2
应付帐款周转天数	46.7	36.5	36.6	40.6	40.5
回报率					
股息支付率(%)	26.7	33.4	30.2	30.2	29.9
净资产收益率(%)	18.8	17.2	5.6	17.2	16.5
资产收益率(%)	14.6	13.9	4.5	13.8	13.5
已运用资本收益率(%)	17.3	15.2	5.0	14.9	14.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371