

北新建材 (000786)

证券研究报告

2020年03月05日

涨价逐步兑现，龙头蓄势成长

行业近期变化:

- ①泰山石膏通知自2020年3月6日起，非泰山牌产品提价0.2-0.3元/平。
- ②梦牌新材料通知自2020年3月5日起，全系列产品提价0.3元/平。
- ③部分民营石膏板企业通知自2020年3月6日起，石膏板产品提价0.3元/平。

产业链近期变化:

- ①上游废纸持续提价，例如2月28日，华东地区上调20-100元/吨，华南地区上调50-70元/吨，华北地区上调50-100元/吨，西北地区上调50-80元/吨。
- ②上游护面纸多轮涨价，例如强伟纸业2月25日、28日、3月2日连续3轮，分别提价300元、300元、400元/吨。
- ③下游房地产因城施策。

观察护面纸涨价动机，判断全年角度趋势向上。淡旺季价格波动难免，但较为确定的是，进口废纸数量减少，产生缺口导致国废涨价。废纸是护面纸原材料之一，护面纸是石膏板原材料之一（占比40%以上），看好原材料推动型上涨。

重视周期产品提价，重视需求端支撑。一是即将迎来行业需求复苏，短期看淡旺季切换，全年看竣工回暖，与2017年的旺季需求高点推涨不同，今年提价对业绩的贡献是全年角度，而2017年主要为三、四季度（暂不考虑次年影响）。二是废纸迅速补缺短期可能性小，而疫情影响导致2、3月正常需求向剩下3个季度挤压，后期供需关系依然偏紧，我们更看好本次提价的连续性，以及全年角度释放业绩弹性。

“涨价”对周期品的意义不可忽视：（1）隐含的话语权验证。（2）具备需求支撑，分为五个方面：①淡旺季交替；②竣工回暖趋势；③因城施策；④集采趋势；⑤资金面相对宽松。（3）产品结构升级贡献盈利弹性。

投资建议：海外+防水+龙骨均打开成长空间，关注盈利弹性与防水贡献。
 ①受益原材料推动型涨价，虽有淡旺季干扰，涨价趋势可看全年；②高集中度的供给格局在消费建材领域较为少见，经历行业磨底龙头扩张，市占率有望继续攀升；③主观推动产品结构高端化，增强盈利能力，精装趋势有利高端产品渗透，同时可快速对接过往销售模式，适应成本低；④竣工回暖趋势持续，单平净利向上弹性大；⑤现金流稳定资产质量优质；⑥防水+海外+龙骨，多点开花成长可期。考虑到原材料端推动产品价格上涨以及需求回升、防水贡献等，我们将2019-2021年归母净利润从4.3、28.5、33.3亿调整为4.3、31、37.2亿，对应PE分别为117.8X、16.3X、13.6X。

风险提示：地产竣工增长不及预期；国外废纸浆替代废纸加快；高端占比提升速度不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,164.34	12,564.91	13,067.51	16,987.76	19,196.17
增长率(%)	36.88	12.55	4.00	30.00	13.00
EBITDA(百万元)	3,595.69	3,843.04	2,800.31	4,154.23	4,897.27
净利润(百万元)	2,343.99	2,465.98	429.43	3,096.40	3,724.18
增长率(%)	100.16	5.20	(82.59)	621.05	20.27
EPS(元/股)	1.39	1.46	0.25	1.83	2.20
市盈率(P/E)	21.57	20.51	117.75	16.33	13.58
市净率(P/B)	4.07	3.54	3.47	3.02	2.61
市销率(P/S)	4.53	4.02	3.87	2.98	2.63
EV/EBITDA	11.07	5.57	17.33	10.98	8.83

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑材料/其他建材
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	29.93元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,689.51
流通A股股本(百万股)	1,689.51
A股总市值(百万元)	50,566.97
流通A股市值(百万元)	50,566.97
每股净资产(元)	7.99
资产负债率(%)	27.66
一年内最高/最低(元)	30.25/15.55

作者

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

李阳 分析师
 SAC执业证书编号: S1110519060001
 yanglitf@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《北新建材-季报点评:淡季毛利率提升，行业底部盈利能力超预期》 2019-10-26
- 2 《北新建材-半年报点评:价值龙头，扬帆出海》 2019-08-20
- 3 《北新建材-季报点评:产能加快扩张，继续关注市占率与竣工逻辑》 2019-04-29

1. 行业近期变化

石膏板行业近期变化:

- ①泰山石膏通知自 2020 年 3 月 6 日起, 非泰山牌产品提价 0.2-0.3 元/平。
- ②梦牌新材料通知自 2020 年 3 月 5 日起, 全系列产品提价 0.3 元/平。
- ③部分民营石膏板企业通知自 2020 年 3 月 6 日起, 石膏板产品提价 0.3 元/平。

石膏板产业链近期变化:

- ①上游废纸持续提价, 例如 2 月 28 日, 华东地区上调 20-100 元/吨, 华南地区上调 50-70 元/吨, 华北地区上调 50-100 元/吨, 西北地区上调 50-80 元/吨。
- ②上游护面纸多轮涨价, 例如强伟纸业 2 月 25 日、28 日、3 月 2 日连续 3 轮, 分别提价 300 元、300 元、400 元/吨。
- ③下游房地产因城施策, 例如温州本科学历七折买房政策, 马鞍山首套普通住房交易购房补贴政策再延长 1 年等。

2. 原材料多轮推涨, 提价预期逐步兑现

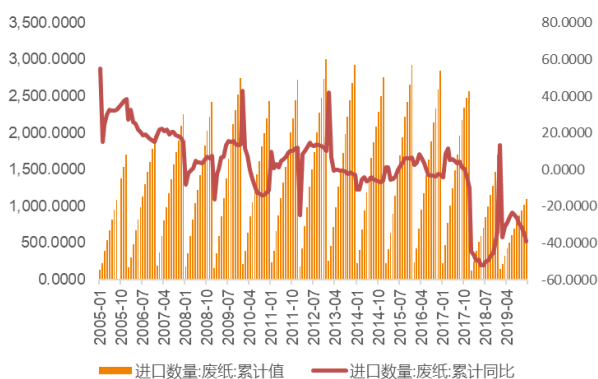
原材料推动型涨价再现。近 3 个月内石膏板第二次涨价。第一次上涨在 2019 年 12 月中旬及今年年初, 主要是龙牌、泰山牌、外资品牌等高端产品推涨, 本次涨价多为中低端品牌。两次主因皆为原材料价格上涨。2019 年 12 月初, 护面纸纸厂华润、强伟等纷纷调价 300 元/吨, 以及 2020 年 2 月 25 日至 3 月, 强伟、华润等上调三轮, 分别提价 300 元、300 元、400 元/吨, 10 天累计上调 1000 元/吨, 增幅接近 30% (预计涨完 3 轮价格约 4700 元/吨, 对应涨价前 3700 元/吨, 提高 27%)。

观察护面纸涨价动机, 判断全年角度趋势向上。淡旺季价格波动难免, 但较为确定的是, **进口废纸数量减少, 产生缺口导致国废涨价。**废纸是护面纸原材料之一, 护面纸是石膏板原材料之一 (占比约 40%), 看好原材料推动型上涨。

2019 年底涨价受到以下因素影响: ①2020 年废纸进口许可大幅缩水预期, 2019 年累计进口废纸已经同比下降 39.1%; ②年底冲量, 进入淡季前通过涨价刺激下游提前备库。

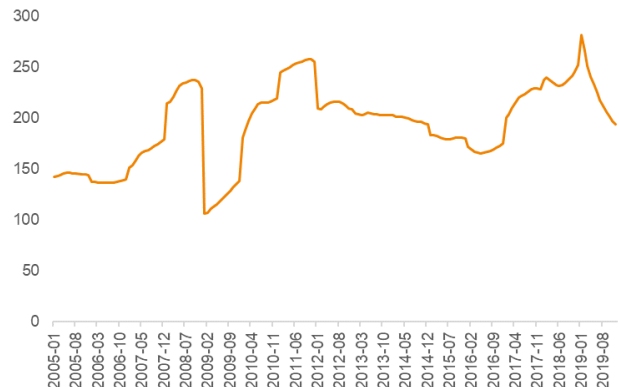
本阶段旺季将至, 原材料呈现紧缺状态, 一方面疫情加大废纸回收难度,各纸厂到货量不足废纸价格上调, 同时纸厂开机延后供应延缓。2 月 28 日, 华东地区上调 20-100 元/吨, 华南地区上调 50-70 元/吨, 华北地区上调 50-100 元/吨, 西北地区上调 50-80 元/吨。另一方面, **进口废纸缩水预期可持续,**2020 年第一批废纸进口许可, 总共核准 278.35 万吨废纸进口量, 相对 2019 年头批下降 45%。此外, 同属于成品纸类, 护面纸定价也会跟随其他纸品价格波动。

图 1: 进口废纸累计数量及同比 (万吨, %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 进口废纸价格变化 (美元/吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

回顾 2017 年石膏板涨价过程，废纸价格短期波动更为剧烈。从 2017 年 7 月中旬至 10 月中旬，3 个月内山东废纸（统货）市场价格提高 90%，山东废纸（旧报纸：80%含量以上）市场价格提高 41%。涨价背景也较为突出，2017 年 7 月国务院发布《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》，要求年底前全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物，2019 年底逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物。相关管制具备突发性，引起废纸价格大幅波动，“清零”预期也开始形成，随后 2018 年 6 月明确 2020 年底前基本实现外废零进口目标，2019 年 7 月明确国家逐步基本实现固体废物零进口。废纸进口逐年下降，逐步实现“清零”目标，2017-2019 年废纸进口量分别下滑 9.8%、33.8%、39.1%。上游原材料波动幅度大，叠加环保整顿+需求旺季，导致 2017 年 9-10 月护面纸和石膏板提价幅度同样较大。

2019 年底-2020 年初，价格上涨稍显温和，一方面淡季需求尚未开启，另一方面人员、交通等管制解除后回收难度下降、废纸供应预期增加。

图 3：山东废纸（统货）市场价格（元/吨）

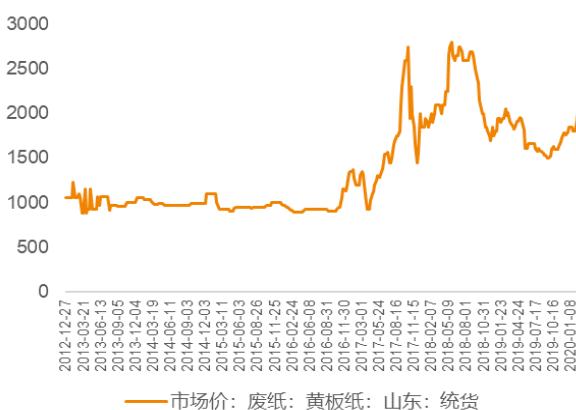
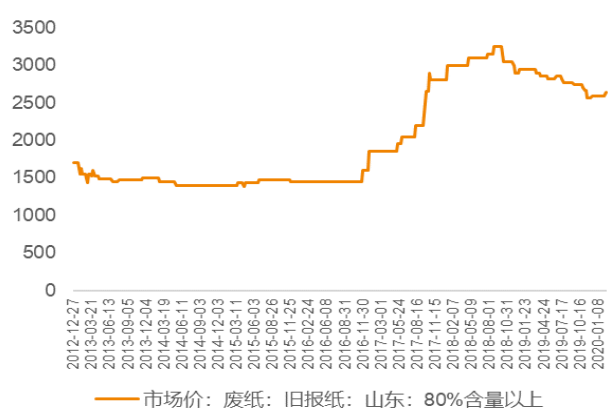


图 4：山东废纸（旧报纸：80%含量以上）市场价格（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 重视周期产品提价，重视需求端支撑

我们认为需重视周期产品提价。一是即将迎来行业需求复苏，短期看淡旺季切换，全年看竣工回暖，与 2017 年的旺季需求高点推涨不同，今年提价对业绩的贡献是全年角度，而 2017 年主要为三、四季度（暂不考虑次年影响）。二是废纸迅速补缺短期可能性小，而疫情影响导致 2、3 月正常需求向剩下 3 个季度挤压，后期供需关系依然偏紧，我们更看好本次提价的连续性，以及全年角度释放业绩弹性。

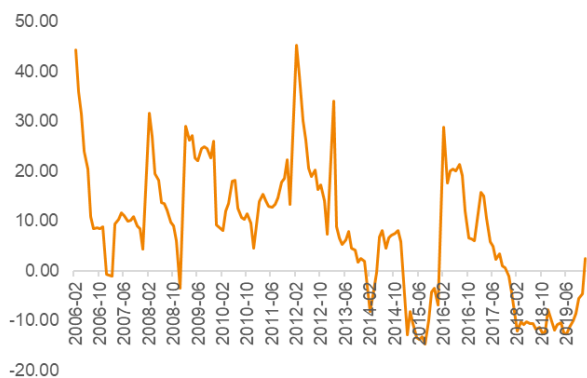
“涨价”对周期品的意义不可忽视：

（1）隐含的话语权验证。在泰山石膏提出非泰山牌提价后（非泰山牌多为中低端产品），市场开始出现其他品牌的中低端产品涨价，呈现出龙头提价、市场跟随的状态。

（2）具备需求支撑，分为五个方面：①淡旺季交替；②竣工回暖趋势；③因城施策；④集采趋势；⑤资金面相对宽松。

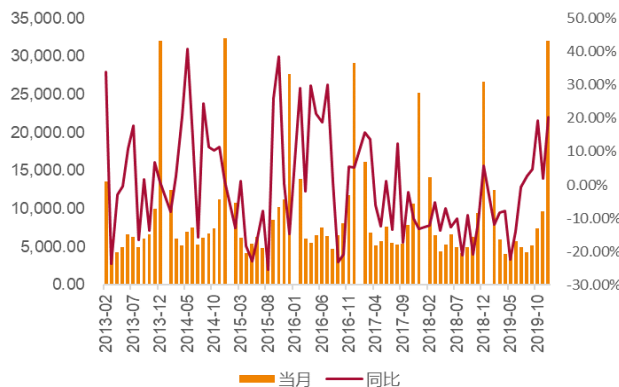
- 与 2017 年的节奏有所不同，当时正值旺季需求高点，接下来是 11-12 月淡季，而 2020 年为淡季提价，即将迎来供需旺季，逻辑角度并不会立刻面临“淡季回落”。
- 竣工端只是暂受疫情影响，原本存在的回暖趋势不会改变，2019 年最后一个月竣工面积累计增速由负转正，同比增长 2.6%，当月竣工值早于 2019 年 8 月转正，12 月单月同比大幅增长 20.23%。

图 5：房地产竣工面积累计同比（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：房地产当月竣工面积及当月同比增速（单位：万平方米）



资料来源：wind，天风证券研究所

- 因城施策，部分城市房产政策边际宽松，对冲“疫情”影响。通过引导信贷合理适度增长、缓缴土地出让金等方式缓解房企压力，通过购房补贴政策、提升公积金贷款额度等方式提振地产销售，从而带动下一步的装修需求。针对下游消费端，例如温州市本科生可七折买房首批 1700 多套将于 3 月 15 日启动申领；衡阳市对购买新建商品房（含住宅和非住宅，非住宅不含车位、车库、杂物间）和存量住房，签订网签协议并缴纳契税，所缴契税税率为 1%的，由市财政按所交契税对购房人予以全额补贴；驻马店将住房公积金贷款额度由 45 万元上升到 50 万元；南宁市职工个人及家庭只拥有一套住房，且该住房建筑面积在 120 平方米（含）以内，可在南宁购买建筑面积为 144 平方米（含）以内的第二套住房时，使用公积金贷款，购房首付款比例都应不低于 40% 等。针对上游土地供应端，例如天津对因疫情影响，已供应项目用地的土地出让金缴纳和开工、竣工期限，可自动延期，不再办理续期手续；杭州经申请可顺延 21 天缴纳土地出让金；西安疫情防控期间可分期缴纳土地出让价款允许变更缴纳期限；无锡疫情防控期间可分期缴纳土地出让价款允许变更缴纳期限，上海免除疫情期间土地出让金违约责任等。

表 1：针对需求端部分地区房地产相关政策变动

地区	时间	相关文件	内容
温州	2020/3/3	《2020 年温州市首批人才住房配售公告》	温州本科生可七折买房，首批 1700 多套将于 3 月 15 日启动申领，共计约 18 万平方米。此次申领人才按层次类别享受相应面积和折扣优惠。其中经市委人才工作领导小组办公室认定的 B 类和 C 类人才配售面积为 140 平方米，购买价格为备案价（核定价）50%；D 类和 E 类人才配售面积为 120 平方米，购买价格为备案价（核定价）60%；符合本公告其他条件的人才配售面积为 90 平方米，购买价格为备案价（核定价）70%。
衡阳	2020/2/15	《关于促进房地产市场平稳健康发展的若干政策》	对购买新建商品房（含住宅和非住宅，非住宅不含车位、车库、杂物间）和存量住房，签订网签协议并缴纳契税，所缴契税税率为 1%的，由市财政按所交契税对购房人予以全额补贴；所缴契税税率为 1.5%的，由市财政按所交契税的 2/3 对购房人予以补贴；所缴契税税率为 2%以上（含 2%）的，由市财政按所交契税的 50%对购房人予以补贴。新建商品房项目地下车位首次出售的，由市财政按 1000 元/个的标准对购买人予以补贴。
驻马店	2020/2/21	《关于进一步规范促进房地产业平稳健康发展的意见》	将住房公积金贷款额度由 45 万元上升到 50 万元；首套房公积金贷款最低首付比例由 30%下调为 20%；大力推广住房公积金组合贷款业务。同时，除了各类人才购房，大中专毕业生、农民工购房都有相应的购房补助。
防城港	2020/2/21	《关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情促进房地产行业平稳发展的若干意见（暂行）》	个人住房贷款最高额度由原来的 48 万元提高至 55 万元。
南宁	2020/2/23	《关于调整住房公积金贷款有关	职工个人及家庭只拥有一套住房，且该住房建筑面积在 120 平方米（含）以

		政策的通知》	内,可在南宁购买建筑面积为144平方米(含)以内的第二套住房时,使用公积金贷款,购房首付款比例都应不低于40%。
东莞	2020/2/25	《东莞市住房公积金个人住房贷款管理办法》	放宽异地贷款,可贷额度在计算公式计算额度的基础上最高可上浮20%,并规定,公积金最短期限为1年,最长期限为30年。
马鞍山	2020/2/21	《关于继续实行首套普通住房交易购房补贴有关事项的通知》	首套普通住房交易购房补贴政策再延长1年,延期至2021年2月28日。最高补贴总房款的1.5%。
杭州	2020/2/24	“战疫引才、杭向未来”八大举措	对于应届毕业生,杭州将在发放本科1万元、硕士3万元、博士5万元一次性生活补助的基础上,再给予每年1万元租房补贴,最多可享受6年。
宜宾	2020/2/21	《宜宾市促进农民工就业创业八条政策措施》	对农民工在20个中心镇购买新建商品房的,一次性给予每平方米200元购房补贴;对获得高级职称的农民工,在中心城区、县城购买新建商品房的,一次性给予每平方米300元、最高3万元的购房补贴,所需资金均由各县(区)财政承担。

资料来源:衡阳市雁峰区人民政府等,天风证券研究所

表 2: 针对供给端部分地区房地产相关政策变动

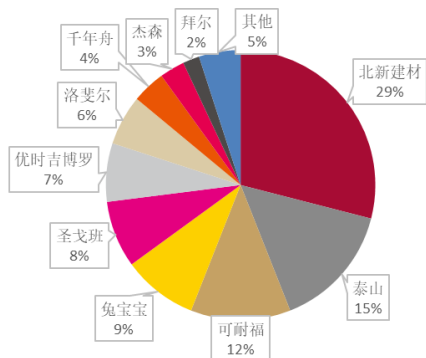
地区	时间	相关文件	内容
天津	2020/2/10	《天津市打赢新型冠状病毒感染肺炎疫情防控阻击战进一步促进经济社会持续健康发展的若干措施》	天津出台措施:允许延缓土地出让金缴纳,对因疫情影响,已供应项目用地的土地出让金缴纳和开工、竣工期限,可自动延期,不再办理延期手续。
杭州	2020/2/11	杭州市规划和自然资源局印发《关于做好疫情防控保障服务企业稳定发展的通知》	已签订《土地出让合同》的地块,按合同约定应在2020年1月31日至2020年2月20日期间缴纳土地出让金的,经申请可顺延21天缴纳;已交付尚未开工或竣工的地块,疫情持续期间不计入企业自身原因的开竣工违约责任。
西安	2020/2/12	西安市人民政府印发《西安市人民政府关于有效应对疫情促进经济平稳发展若干措施》	疫情防控期间可分期缴纳土地出让价款允许变更缴纳期限,通知称,疫情防控期间,新出让土地原则上可按起始价的20%确定竞买保证金,出让合同签订后一个月内缴纳土地出让价款的50%,用地单位出具承诺书后,余款可按合同约定分期缴纳,缴款期限最长不超过一年。2019年11月1日之后出让,已签订《国有建设用地使用权出让合同》的,在2020年3月31日前,用地单位出具承诺书,可按程序与资源规划部门签订变更协议,约定自签订变更协议之日起一个月内缴纳土地出让价款的50%,余款分期缴纳,缴款期限最长不超过原合同签订之日起一年。缴纳50%土地出让金后:1)可先行办理《建设用地规划许可证》《建设工程规划许可证》;2)可预办理不动产登记手续;
无锡	2020/2/12	无锡市人民政府印发《关于应对新型冠状病毒感染的肺炎疫情保障城乡有序建设的政策意见》	无锡政府出台通知:企业可申请延迟缴纳出让金直至一级响应。接触我市实施疫情防控一级响应措施期间无法现场交付土地和按期缴纳出让金的,企业可申请延迟交地和延期缴纳出让金,最迟可于我市疫情防控一级响应措施解除后5个工作日内办理。引导银行信贷适度增长;预售条件放宽;开竣工期限自动延期;组织网上房交会促成成交;简化审批。
上海	2020/2/12	上海市规划和自然资源局印发《关于全力应对疫情支持服务企业发展的若干土地利用政策意见》	上海市规划资源局出台通知,免除疫情期间土地出让金违约责任,允许顺延或分期缴付调整土地价款缴付方式和期限。受疫情影响,未能按土地出让合同约定缴付土地价款和交付土地的,不作为违约行为,不计滞纳金和违约金,受让人可以向出让人申请延期缴付或分期缴付,疫情解除后签订补充出让合同调整土地价款缴付方式和期限,交地时间相应顺延。
南昌	2020/2/12	南昌市自然资源局发布《关于防控疫情期间适当调整土地供应工作支持企业稳定发展的通知》	南昌市自然资源厅发布,防控疫情期间适当调整土地供应工作支持企业稳定发展。对已签订《国有建设用地使用权出让合同》的宗地,允许延期缴纳出让金;对已签订《国有建设用地使用权出让合同》的宗地,受疫情影响不能按时开竣工的,受让人可申请延期开竣工;土地出让竞买保证金比例全部调整为20%;土地出让金缴纳期限全部调整为:商品住宅或商住混合用地出让

			金缴纳期限为 6 个月，其他项目用地出让金缴纳期限为 12 个月，但签订土地出让合同一个月内须缴纳 50%。
合肥	2020/2/13	合肥市自然资源和规划局出台《关于有效应对疫情支持企业履行土地出让合同有关事项的通知》	适当调整土地出让金缴纳期限。适当调整项目开竣工期限。
福州	2020/2/15	福州市人民政府办公厅印发《关于有效应对疫情促进城市开发建设平稳发展措施的通知》	1、顺延项目开竣工期限；2、顺延项目预售期限；3、调整土地出让金缴纳期限；4、调整土地履约监管协议；5、调整商品房预售条件；6、拓展房地产销售模式；7、支持安置型商品房建设；8、加大住房公积金支持力度；9、优化行政许可审批；10、落实财税金融扶持政策。
沈阳	2020/2/17	沈阳市房产局发布关于联合印发《沈阳市应对新型冠状病毒肺炎疫情保障房地产市场平稳健康发展政策措施》	一、推进项目有序复工复产。二、保障土地供应完善管理服务。三、积极促进商品房入市和销售。四、稳妥释放商品房预售监管资金。五、做好住房公积金缴存及使用工作。六、稳妥实施税费支持政策。七、全面做好水电气等要素保障。八、进一步提高行政审批效率。
苏州	2020/2/19	苏州市自然资源和规划局发布《关于做好土地出让相关工作有效应对疫情的通知》	住宅（商住）地块不统一要求设置竣工预售许可调整价，超过市场指导价的，不统一要求项目工程结构封顶后申请预售许可；进入一次报价的，不统一要求工程竣工验收后申请预售许可。

资料来源：无锡市人民政府网等，天风证券研究所

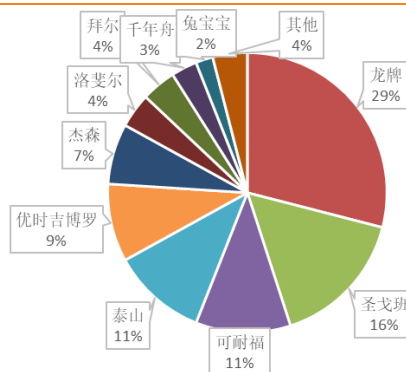
- **精装集采趋势。**公司①无需面对零售转工程的商业模式切换，原有渠道对接方式可持续；②产品本身相对同质，B 端采购（地产商或装修公司）更关注质保能力、供应能力，甚至垫资能力，龙头企业受益产能规模、资质背书、经销体系健全，具备一定溢价能力。③品牌认可度高，从新浪地产公布的 500 强房企品牌首选率来看，2019 年北新建材整体首选率高达 44%，且榜单一般年初公布，对于全年地产行业的品牌选择有较大参考意义，有利企业订单。细分看，北新建材（龙牌等）稳居第一，泰山石膏品牌首选率提升较快，从 2018 年的 11%提至 2019 年的 15%。

图 7：2019 年中国房开商 500 强石膏板品类品牌首选率



资料来源：新浪地产，天风证券研究所

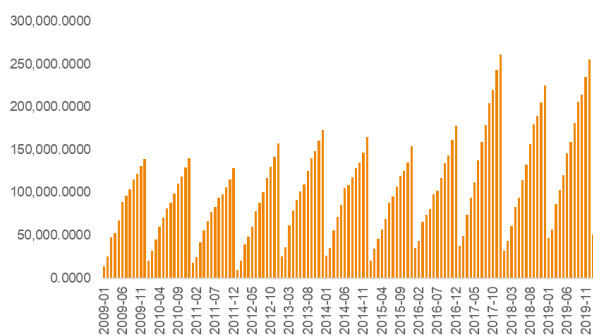
图 8：2018 年中国房开商 500 强石膏板品类品牌首选率



资料来源：新浪地产，天风证券研究所

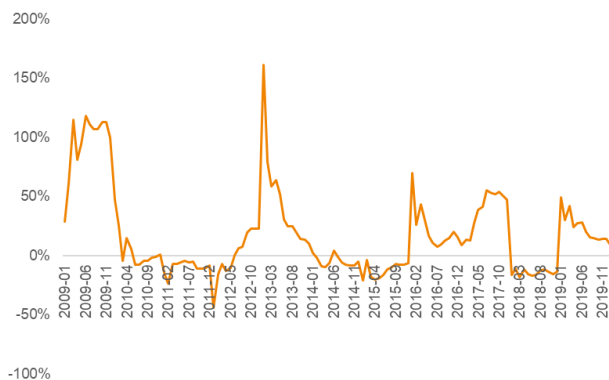
- 当前资金面相对 2018 年“去杠杆”时期更为宽松，2018 年下游需求普遍受困于“资金不足”，导致工程停滞，同时，经销商应收风险增加降低进货意愿。

图 9：社会融资规模:累计值（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：社会融资规模:累计同比



资料来源：wind，天风证券研究所

（3）产品结构升级是未来经营着力点。关注产品结构性变化，盈利能力持续提升。高端产品毛利率更高，业绩贡献能力更强。去年底高端产品已提价一次，**未来有两种可能提升高端产品贡献，一是高端产品再次提价，二是高端销售比例明显提升。**

4. 增长空间打开，关注盈利弹性与防水贡献

海外+防水+龙骨均打开成长空间。公司制定 50 亿平全球产能规划，加快落实“国际化”战略，诉讼案大范围和解有利市场信心和公司国际化进程，目前已在坦桑尼亚合资设立石膏板生产企业，开业当年即实现盈利，2019 年乘胜追击将原 600 万平拓展为 1500 万平，此外，2019 年 12 月、8 月积极拓展埃及、乌兹别克斯坦项目。

收购防水与提高龙骨配套，是龙头在家装行业发生跨行业、多品类趋势下做出的迅速反应，更快布局甚至有望改变行业生态。公司通过收购四川蜀羊、金拇指、禹王切入防水领域，并在 2019 年以来增加龙骨配套销售，多点开花贡献业绩。

假设：首先梳理防水行业上市公司 2019-2021 年业绩平均增速，考虑到 2019 年是收购整合年，设定收购资产的业绩增速低于行业平均，假定 30%，2020-2021 年业务净利润增速参考可比上市公司平均。

表 3：公司防水业务盈利预测（此处未考虑 70%持股比例）

名称	受让价（万）	2018	2019E		2020E	2021E
		营收（万）	净利润（万）	净利润（万）	净利润（万）	净利润（万）
禹王防水	14,192.50	87.99	-261.88			
四川禹王	9,800.00	13,106.52	1,218.77			
安徽禹王	31,500.00	34,433.66	5,630.41			
湖北禹王	5,922.00	12,577.12	1,510.03			
广东禹王	4,900.00	1,735.46	-187.98			
金拇指	27,300.00	54,614.16	6,015.74			
四川蜀羊	34,650.00	61,141.74	6,911.24			
合计	128,264.50	177,696.65	20,836.33	27,087.23	39,357.75	54,837.15

资料来源：wind，天风证券研究所

具备需求支撑，原材料推动型的石膏板价格上涨有望贯穿全年，短期复工加快推进需求，关注后续价格表现贡献业绩弹性。截止 2019H1，石膏板产能 27 亿平，假设 2020-2021 年销量增速均为 5%的情况下，销量有望实现 20.5 亿平、21.5 亿平，全口径单平净利润分别假设 1.38、1.55 元，对应石膏板（含龙骨等其他）全口径净利润 28.3、33.3 亿元，叠加防水业务（考虑 70%股权），2020-2021 年归母净利分别对应 31、37.2 亿元，对应 PE 分别为 16.3X、13.6X。

表 4: 公司全口径业绩预测

全口径预测	2019E	2020E	2021E
销量 (亿平)	19.5	20.5	21.5
YOY		5%	5%
单平净利 (元)	1.3	1.38	1.55
石膏板净利润 (亿元)	25.4	28.3	33.3
防水 (亿元)	不考虑	2.76	3.84
合计 (亿元)	25.35	31.01	37.16

资料来源: wind, 天风证券研究所

估值方面, 参考 2020 年消费建材公司 PE 平均为 19.9X, 我们给予公司 20X 估值, 对应 2020 年目标市值 589 亿。

表 5: 根据 wind 一致预测测算 PE 水平

	2020	2021
伟星新材	16.8	14.7
东方雨虹	19.6	15.8
坚朗五金	37.2	28.1
帝欧家居	15.1	12.1
蒙娜丽莎	17.1	13.0
科顺股份	19.8	15.2
兔宝宝	13.6	11.6
平均	19.9	15.8

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资建议: ①受益原材料推动型涨价, 虽有淡旺季干扰, 涨价趋势可看全年; ②高比例市占率在消费建材领域较为少见, 经历行业磨底龙头扩张, 市占率有望继续攀升; ③主观推动产品结构高端化, 增强盈利能力, 精装趋势有利高端产品渗透, 同时可快速对接过往销售模式, 适应成本低; ④竣工回暖趋势持续, 单平净利向上弹性大; ⑤现金流稳定资产质量优质; ⑥防水+海外+龙骨, 多点开花成长可期。考虑到原材料端推动产品价格上涨以及需求回升、防水贡献等, 我们将 2019-2021 年归母净利润从 4.3、28.5、33.3 亿调整为 4.3、31、37.2 亿, 对应 PE 分别为 117.6X、16.3X、13.6X。

风险提示: 地产竣工增长不及预期; 国外废纸浆替代废纸加快; 高端占比提升速度不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	614.00	489.99	2,150.18	8,493.88	17,276.55	营业收入	11,164.34	12,564.91	13,067.51	16,987.76	19,196.17
应收票据及应收账款	210.13	217.69	145.30	326.58	206.64	营业成本	7,007.91	8,127.56	8,624.55	10,957.10	12,285.55
预付账款	311.62	144.66	601.74	232.69	663.49	营业税金及附加	155.26	179.82	169.88	233.40	262.67
存货	1,259.56	1,278.75	2,057.54	1,805.14	2,863.06	营业费用	343.83	380.35	588.04	679.51	767.85
其他	3,135.46	3,520.77	3,193.84	2,890.12	2,620.72	管理费用	519.80	587.64	614.17	764.45	806.24
流动资产合计	5,530.77	5,651.86	8,148.61	13,748.42	23,630.47	研发费用	254.55	365.58	378.96	492.65	537.49
长期股权投资	122.38	170.53	170.53	170.53	170.53	财务费用	94.27	36.24	45.48	50.77	83.80
固定资产	7,330.16	7,589.84	8,048.15	8,125.19	7,960.28	资产减值损失	26.00	5.30	50.00	20.00	5.00
在建工程	1,108.76	2,302.73	1,417.64	898.58	569.15	公允价值变动收益	(6.08)	3.49	(389.93)	(300.00)	(300.00)
无形资产	1,621.49	1,688.90	1,647.34	1,605.79	1,564.23	投资净收益	48.96	82.80	20.00	50.00	80.00
其他	397.13	504.17	503.80	497.44	489.08	其他	(21.00)	(233.71)	739.87	500.00	440.00
非流动资产合计	10,579.91	12,256.18	11,787.46	11,297.53	10,753.28	营业利润	2,740.86	3,029.83	2,226.50	3,539.88	4,227.57
资产总计	16,110.68	17,908.04	19,936.07	25,045.94	34,383.74	营业外收入	78.99	53.06	100.00	50.00	80.00
短期借款	800.10	891.00	1,000.00	3,037.52	6,688.67	营业外支出	130.87	267.65	1,846.47	50.00	50.00
应付票据及应付账款	895.97	812.38	1,514.74	1,112.30	1,835.30	利润总额	2,688.98	2,815.25	480.02	3,539.88	4,257.57
其他	1,200.42	609.95	582.31	813.10	690.55	所得税	334.09	334.58	48.00	424.79	510.91
流动负债合计	2,896.49	2,313.33	3,097.04	4,962.92	9,214.52	净利润	2,354.90	2,480.67	432.02	3,115.09	3,746.66
长期借款	287.47	534.40	1,500.00	2,557.82	5,007.48	少数股东损益	10.91	14.69	2.59	18.69	22.48
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,343.99	2,465.98	429.43	3,096.40	3,724.18
其他	431.04	621.40	600.00	600.00	607.13	每股收益(元)	1.39	1.46	0.25	1.83	2.20
非流动负债合计	718.52	1,155.80	2,100.00	3,157.82	5,614.62						
负债合计	3,615.01	3,469.13	5,197.04	8,120.75	14,829.14	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	80.22	156.02	158.62	177.31	199.79	成长能力					
股本	1,788.58	1,689.51	1,689.51	1,689.51	1,689.51	营业收入	36.88%	12.55%	4.00%	30.00%	13.00%
资本公积	3,042.06	3,141.13	3,141.13	3,141.13	3,141.13	营业利润	63.60%	10.54%	-26.51%	58.99%	19.43%
留存收益	10,625.03	12,590.30	12,890.90	15,058.38	17,665.31	归属于母公司净利润	100.16%	5.20%	-82.59%	621.05%	20.27%
其他	(3,040.21)	(3,138.05)	(3,141.13)	(3,141.13)	(3,141.13)	获利能力					
股东权益合计	12,495.67	14,438.91	14,739.03	16,925.20	19,554.61	毛利率	37.23%	35.32%	34.00%	35.50%	36.00%
负债和股东权益总	16,110.68	17,908.04	19,936.07	25,045.94	34,383.74	净利率	21.00%	19.63%	3.29%	18.23%	19.40%
						ROE	18.88%	17.27%	2.95%	18.49%	19.24%
						ROIC	23.28%	22.54%	16.46%	25.21%	32.22%
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
净利润	2,354.90	2,480.67	429.43	3,096.40	3,724.18	资产负债率	22.44%	19.37%	26.07%	32.42%	43.13%
折旧摊销	443.74	477.82	528.34	563.58	585.90	净负债率	8.43%	6.68%	2.58%	-16.95%	-28.39%
财务费用	98.24	40.14	45.48	50.77	83.80	流动比率	1.91	2.44	2.63	2.77	2.56
投资损失	(48.96)	(82.80)	(80.00)	(50.00)	(80.00)	速动比率	1.47	1.89	1.97	2.41	2.25
营运资金变动	(1,051.26)	763.67	(574.13)	278.61	(783.01)	营运能力					
其它	857.54	(896.83)	(387.34)	(281.31)	(277.52)	应收账款周转率	56.00	58.74	72.00	72.00	72.00
经营活动现金流	2,654.19	2,782.68	(38.23)	3,658.05	3,253.35	存货周转率	8.89	9.90	7.83	8.80	8.22
资本支出	1,333.84	1,852.17	81.40	80.00	42.87	总资产周转率	0.73	0.74	0.69	0.76	0.65
长期投资	(16.96)	48.15	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
其他	(3,147.49)	(3,959.49)	718.47	490.00	587.13	每股收益	1.39	1.46	0.25	1.83	2.20
投资活动现金流	(1,830.61)	(2,059.16)	799.87	570.00	630.00	每股经营现金流	1.57	1.65	-0.02	2.17	1.93
债权融资	1,667.46	1,454.07	2,530.00	5,625.34	11,725.72	每股净资产	7.35	8.45	8.63	9.91	11.46
股权融资	(94.12)	(34.67)	(48.55)	(50.77)	(83.80)	估值比率					
其他	(2,614.88)	(2,192.71)	(1,582.90)	(3,458.92)	(6,742.60)	市盈率	21.57	20.51	117.75	16.33	13.58
筹资活动现金流	(1,041.54)	(773.30)	898.55	2,115.65	4,899.32	市净率	4.07	3.54	3.47	3.02	2.61
汇率变动影响	0.00	0.00	(60.00)	0.00	0.00	EV/EBITDA	11.07	5.57	17.33	10.98	8.83
现金净增加额	(217.95)	(49.79)	1,600.19	6,343.70	8,782.67	EV/EBIT	12.62	6.35	21.36	12.70	10.03

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

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