

2020年03月13日

北新建材 (000786.SZ)

## 兼具稳健性和成长性,全球龙头再起航

■石膏板主业龙头地位稳固,收购10大生产基地实现防水产能全国布局,高成长性可期。根据公告,公司是中国建材旗下唯一的石膏板生产商,是全球最大的石膏板生产商,截至2019年中报石膏板产能27亿平方米,国内/全球市占率约60%/40%,公司2019年会议提出实现全球30亿平方米产能布局,计划进一步提升市占率,实现国内/全球市占率80%/50%。2019年随着竣工回暖,预计石膏板需求小幅回升,公司ROE水平领先国际,成本和规模具备绝对优势,工装渠道稳固、品牌影响力加强,有望继续挤出中小产能扩大市占率。同时防水板块有望利用石膏板渠道协同发力。

■成本+渠道构建护城河,高回报龙头成长潜力巨大。公司发展前期通过自建和收购的模式扩大产能,规模优势和成本优势明显,后期通过渠道下沉和品牌优势牢牢占据市场。公司毛利率、ROE领先国际水平,主要受益于公司强大的成本控制能力,具体体现在:(1)通过提前布局占据副产石膏和煤电热源;(2)自建+收购迅速实现全国布局,降低运输成本;(3)凭借自建石膏板产能降低原材料护面纸价格,预计产能释放后将满足50%以上的护面纸需求;(4)优化管理制度,改善运营效率。此外,公司工装渠道稳固,凭借高中低档产品全品牌覆盖和强大的研发能力,有望进一步提升市占率,随着产品升级和渗透率进一步提升,提价放量可期。2018年公司ROIC/WACC为2.3,收现比达到111.9,34%的生产基地实现了“投资1亿,年税后净利润5000万”的六星标杆企业目标。

■目前石膏板市场实际需求约250亿元,逐渐逼近需求上限。2019年竣工增速改善,预计2020年竣工继续回暖,释放石膏板需求空间。公司石膏板需求70%来自工装领域,翻新周期较短,预计工装领域增长稳健,家装领域随着产品更新升级有望提升渗透率,装配式建筑的推广将提升石膏板隔墙用量。同时,公司10亿平米海外产能正在规划中,有望凭借中建材渠道优势打开广阔市场。我们判断2020年需求主要来自增量房屋竣工市场229亿元和存量翻新市场21亿元,长期期待行业集中度提升和产品结构转型升级,渗透率有望进一步提升。

■新增长极:首家防水国企,协同发力成长可期。目前防水市场规模逾千亿元,然而市场集中度不高,目前市占率排名前两位的东方雨虹/科顺股份市占率约为8%和2%。随着公司全球生产布局及销售渠道建立,规模效应迅速增强,借助北新品牌优势和渠道能力,有望嫁接北新工装渠道加速进入下游供应名单,同时积极争取小B端及C端客户。我们认为,北新入局防水将有助于防水行业结构优化,重新构建区域布局和行业竞争关系,行业集中度有望进一步提升,同时北新凭借极低的负债比率和充裕的现金流,有望避开防水行业固有的回款难题,

## 公司深度分析

证券研究报告

新型建材及非金属新材料

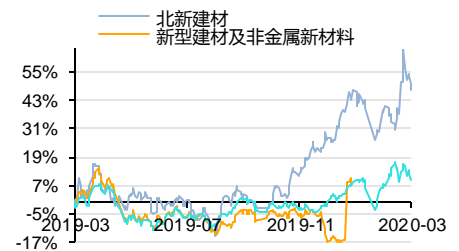
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价: **33元**  
股价(2020-03-13) **27.20元**

### 交易数据

总市值(百万元)	45,954.61
流通市值(百万元)	45,954.61
总股本(百万股)	1,689.51
流通股本(百万股)	1,689.51
12个月价格区间	15.73/30.34元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.27	4.95	36.93
绝对收益	7.13	16.09	44.17

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080002  
shaoli@essence.com.cn  
021-35082107

马丁

报告联系人

mading@essence.com.cn  
010-83321051

### 相关报告

北新建材: 18年归母净利润同比增长5.2% 全国产能布局加速/邵琳琳 2019-03-20

■**投资建议：**买入-A 投资评级，预计公司 2019 年-2021 年的收入增速分别为 3.3%、28.8%、12.3%，考虑到 2019 年公司净利润受泰山石膏诉讼费用影响约 18.46 亿元，我们预计 2019、2020 及 2021 年公司归母净利润分别为 4.2 亿元、28.1 亿元和 34.5 亿元，EPS 分别为 0.25 元、1.66 元和 2.04 元，PE 分别为 109、16 和 13 倍。我们看好公司防水板块成长性，对应 2021 年盈利预测和公司及可比公司 PE 给出 20x 估值，目标价为 33 元/股。

■**风险提示：**地产竣工改善不及预期、原材料及燃料价格上涨、防水板块业绩不及预期、石膏板产品结构升级不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	11,164.3	12,564.9	12,974.5	16,716.5	18,777.5
净利润	2,344.0	2,466.0	419.9	2,807.8	3,451.0
每股收益(元)	1.39	1.46	0.25	1.66	2.04
每股净资产(元)	7.35	8.45	8.25	9.45	11.03

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	19.6	18.6	109.4	16.4	13.3
市净率(倍)	3.7	3.2	3.3	2.9	2.5
净利润率	21.0%	19.6%	3.2%	16.8%	18.4%
净资产收益率	18.9%	17.3%	3.0%	17.6%	18.5%
股息收益率	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
ROIC	23.3%	22.5%	18.1%	20.6%	24.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 历史回顾：前期成本优势提升规模+后期渠道品牌掌控市场</b> .....	<b>7</b>
1.1. 公司概况.....	7
1.2. 规模复盘：产能和效率同步提升，满产满销巩固龙头.....	9
1.3. 股价复盘：前期成本优势提升规模+后期渠道品牌掌控市场.....	12
<b>2. 建材行业的成本控制标杆，市占率伴随强议价能力提升</b> .....	<b>14</b>
2.1. 成本管控为先，龙头强者恒强.....	14
2.1.1. 自建护面纸产能，降低原材料成本上升压力.....	15
2.1.2. 就近设厂，提前布局脱硫石膏及煤电热源.....	16
2.1.3. 运输：全国布局降低运输成本，巩固区域议价权.....	19
2.1.4. 优化管理制度，提高运营效率.....	20
2.2. 品牌制高点战略，促产转销.....	22
2.2.1. 构建产能扩张背后的品牌护城河.....	22
2.2.2. 研发领先，加固品牌护城河.....	22
2.3. 强成本管控和议价权提升，ROE 水平国际领先.....	24
<b>3. 后地产时代石膏板业务稳健，需求下降风险可控</b> .....	<b>25</b>
3.1. 2020 年竣工有望回暖，利好石膏板龙头.....	26
3.2. 存量建筑迎来翻新周期，需求市场有望打开.....	29
3.3. 产品结构升级，长期渗透率有望提升.....	29
3.4. 石膏板“走出去”，海外增量空间广阔.....	30
<b>4. 防水国企入市，协同发展高成长可期</b> .....	<b>32</b>
4.1. “十倍+”防水行业，央企入市、行业洗牌.....	32
4.2. 千亿元市场规模，看好大地产精装领域渗透率.....	34
4.2.1. 嫁接石膏板 B 端渠道，积极争取小 B 端、C 端市场.....	34
4.2.2. 偿债优势缓解防水业回款普遍难题.....	35
4.2.3. 内生增长能力强，现金流充裕提供产能扩张资金基础.....	35
4.3. 细分行业绝对龙头，适配全屋装配战略规划.....	36
<b>5. 估值和盈利预测</b> .....	<b>37</b>
5.1. 市场预期乐观，外资持仓增加.....	37
5.2. 关键假设.....	37
5.2.1. 石膏板业务.....	37
5.2.2. 防水材料业务.....	37
5.2.3. 龙骨及其他业务.....	37

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	7
图 2：公司股权结构（截至 2019 年 11 月）.....	7
图 3：1997-2019Q3 公司营收及增速（亿元，%）.....	8
图 4：2010-2018 年公司分产品收入占比.....	8
图 5：1997-2019Q3 扣非归母净利润及增速（亿元，%）.....	8
图 6：2010-2018 年公司毛利率（%）.....	8
图 7：2010-2018 年公司分地区收入占比.....	8

图 8: 2010-2018 年公司分地区毛利率.....	8
图 9: 2010-2018 年石膏板收入增速及毛利率.....	9
图 10: 2010-2018 年龙骨收入增速及毛利率.....	9
图 11: 2005-2018 年公司产能、产量及产业利用率.....	9
图 12: 2011-2018 年石膏板产销量及增速 (亿平方米) .....	10
图 13: 2011-2018 年石膏板接近满产满销.....	10
图 14: 北新石膏板产销量及增速 (百万平方米) .....	10
图 15: 泰山石膏板产销量及增速 (百万平方米) .....	10
图 16: 近年来公司产销率控制力度加强.....	10
图 17: 2007-2018 年公司石膏板单价 (单位: 元/平方米) .....	10
图 18: 国内石膏板行业竞争格局.....	11
图 19: 2016 年国内石膏板行业市占率.....	12
图 20: 2002 年以来公司超额收益率及股价对比 (单位: %, 元) .....	13
图 21: 2018 年以来公司超额收益率及股价对比 (单位: %, 元) .....	13
图 22: 公司石膏板产业链.....	14
图 23: 2018 年公司石膏板成本拆分.....	14
图 24: 2013-2018 年公司每平方米石膏板成本 (元) .....	14
图 25: 国内护面纸行业 CR4 产能.....	15
图 26: 公司石膏板单价与单位成本 (单位: 元/平方米) .....	15
图 27: 2005-2019 年进口废纸数量及增速 (万吨, %) .....	16
图 28: 2016-2019 年 3 月国废及进口废纸价格.....	16
图 29: 我国石膏矿产资源分布.....	17
图 30: 我国天然石膏产量.....	17
图 31: 发达国家天然石膏消费结构.....	17
图 32: 发展中国家天然石膏消费结构.....	17
图 33: 国内脱硫石膏利用情况.....	18
图 34: 国内工业副产脱硫石膏主要来源.....	18
图 35: 国内磷石膏利用情况.....	18
图 36: 国内磷矿产量及增速.....	18
图 37: 国内磷石膏利用领域.....	18
图 38: 国内磷石膏分省份产量.....	18
图 39: 公司公告投资建设情况 (统计产线 23.4 亿平方米) .....	19
图 40: 1997-2018 年公司及其可比公司资产周转率.....	20
图 41: 1997-2018 年公司资产周转天数.....	20
图 42: 1997-2018 年公司及其可比公司固定资产周转天数.....	20
图 43: 1997-2018 年公司及其可比公司现金周转天数.....	20
图 44: 1997-2018 年公司及其可比公司应收账款周转天数.....	21
图 45: 1997-2018 年公司及其可比公司存货周转天数.....	21
图 46: 2018 年公司及其可比公司资产结构.....	21
图 47: 2018 年公司及其可比公司存货结构.....	21
图 48: 1997-2018 年公司及其可比公司期间费用率.....	21
图 49: 1997-2018 年公司及其可比公司销售费用率.....	21
图 50: 1997-2018 年公司及其可比公司管理费用率.....	22
图 51: 1997-2018 年公司及其可比公司财务费用率.....	22
图 52: 2010-2018 年公司及其可比研发支出/营收比例.....	23



图 53: 2017-2018 年研发费用拆分 (单位: 元/平方米) .....	23
图 54: 1997-2018 年北新及可比公司 ROE.....	24
图 55: 1997-2018 年北新及可比公司销售净利率.....	24
图 56: 1997-2018 年公司 & 可比公司资产周转率.....	24
图 57: 1997-2018 年北新及可比公司权益乘数.....	24
图 58: 1997-2018 年公司净利润增速及营收增速.....	25
图 59: 1997-2018 年北新及可比公司毛利率.....	25
图 60: 公司石膏板销量增速与房屋竣工面积增速正相关 (单位: %) .....	25
图 61: 2002-2018 年石膏板产量及房屋竣工面积增速.....	25
图 62: 石膏板渗透率有望进一步提升.....	25
图 63: 2011-2019 年房屋竣工及新开工 (滞后 2.5 年) 面积增速.....	26
图 64: 1999-2018 年房屋竣工面积结构.....	27
图 65: 中国与欧美国家石膏板应用场景差别较大.....	27
图 66: 2016 年以来精装房规模快速增长.....	27
图 67: 中国房地产企业 500 强首选石膏板供应商.....	27
图 68: 2000-2018 年房屋累计竣工面积及增速 (单位: 万平方米) .....	29
图 69: 中国和欧美的石膏板用途差距较大.....	30
图 70: 中材国际海外营收占比逾 70%.....	31
图 71: 全球石膏板市场分区域份额 (截至 2018 年) .....	32
图 72: 2019-2024 年全球石膏板市场分区域增速预测.....	32
图 73: 第一阶段公司防水产业基地布局完成.....	33
图 74: 2018 年国内防水市场竞争格局 (按收入规模分类) .....	33
图 75: 规模以上防水企业的营收增速与房屋新开工面积增速正相关 (单位: %) .....	34
图 76: 2019 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌供应商.....	34
图 77: 连续三年位列中国房地产防水材料供应商竞争力十强.....	34
图 78: 公司资产负债率明显低于其他防水龙头.....	35
图 79: 公司及可比公司 EBITDA/带息负债比例.....	35
图 80: 1997-2018 年北新及可比公司权益乘数.....	36
图 81: 公司投资活动现金净流量及与营业收入比例.....	36
图 82: 沪港深通持股情况 (截至 2019 年 3 月 12 日) .....	37
表 1: 公司与全球石膏板主要生产厂商对比.....	11
表 2: 2017 年以来限制废纸进口的相关政策.....	15
表 3: 天然石膏、工业副产石膏特性及工艺对比.....	16
表 4: 天然石膏、工业副产石膏特性及工艺对比.....	17
表 5: 关于推动利用工业副产石膏的相关政策.....	19
表 6: 公司在建石膏板生产线 (截至 2019 年 6 月底) .....	20
表 7: 公司品牌家族的系列产品.....	22
表 8: 早期国内石膏板生产技术升级情况.....	23
表 9: 2014 年至今公司研发成果.....	23
表 10: 2016 年以来装配式建筑相关政策.....	27
表 11: 装配式房屋优势明显.....	28
表 12: 北新房屋的装配式房屋产品优势.....	28
表 13: 雄安新区运输半径内公司石膏板及龙骨产线.....	29

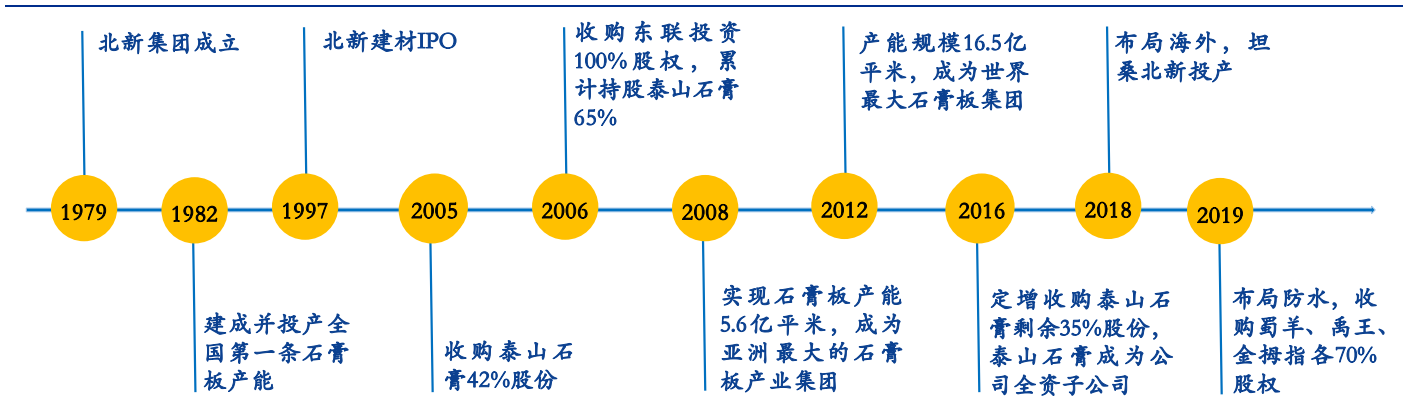
表 14: 12mm 厚板品质优于 9.5mm 薄板.....	30
表 15: 公司海外投资建设项目 (截至 2019 年底) .....	30
表 16: 收购防水材料产能 (截至 2019 年底各公司部分已公告产能) .....	32
表 17: 收购公司估值相对较低.....	33
表 18: 可比公司未到期融资规模及利率.....	35
表 19: 公司募投项目情况.....	36
表 20: 建材龙头的跨界业务.....	36
表 21: 与可比公司估值对比.....	37

## 1. 历史回顾：前期成本优势提升规模+后期渠道品牌掌控市场

### 1.1. 公司概况

北新集团建材股份有限公司（简称“北新建材”）是央企中国建材集团旗下企业，于1979年成立，1997年在深交所挂牌上市。公司是中国最大的绿色建筑新材料集团、亚洲最大的轻钢龙骨产业集团和全球最大的石膏板产业集团。根据公告，截至2019年中报，公司共投产石膏板产能27亿平方米，正向着实现全球50亿平方米产能（国内40亿平方米，国外10亿平方米）和全球50%市占率的目标前进。

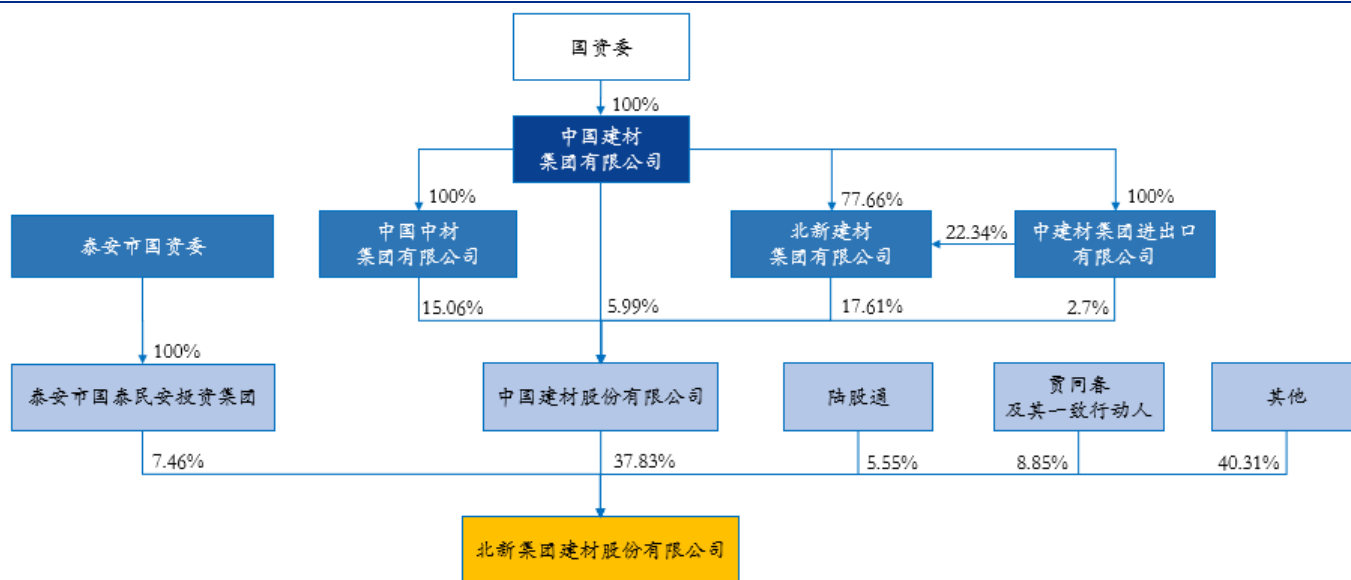
图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司实控人是中国建材集团。根据公告，截至2019年11月，公司实控人为中国建材集团有限公司（持股37.83%），泰山石膏董事长、总经理贾同春及其一致行动人合计持股8.85%。

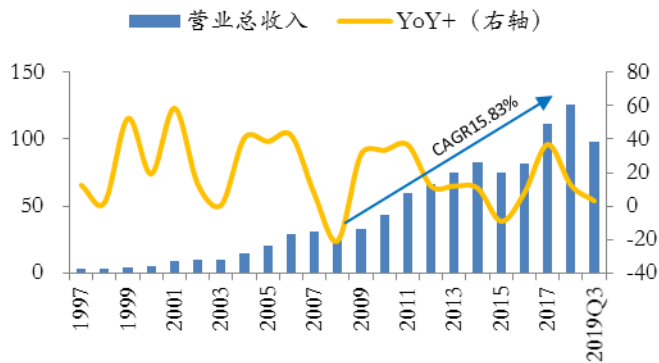
图2：公司股权结构（截至2019年11月）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

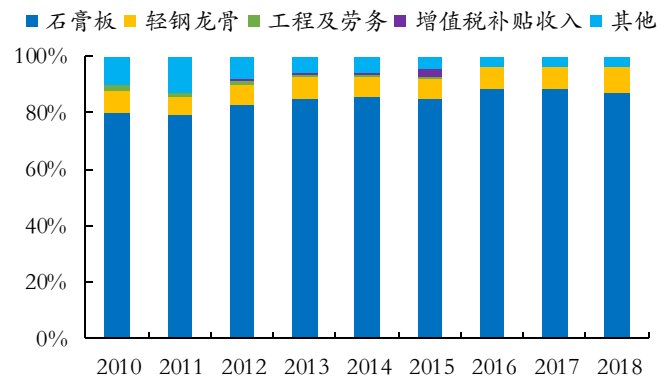
聚焦石膏板和轻钢龙骨主业，业绩稳步增长。根据公告，公司营收CAGR（2008-2018）约15.8%，石膏板及轻钢龙骨的合计收入占比由2010年的88%增至2018年的96%。2018年，石膏板业务营收109.3亿元（占87%），同比增长10.6%；轻钢龙骨业务营收11.3亿元（占9%），同比增长26.8%。公司2019年前三季度营业收入98.2亿元，同比增长3.2%，营收增速较去年同期下降14.1个百分点。

图 3：1997-2019Q3 公司营收及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

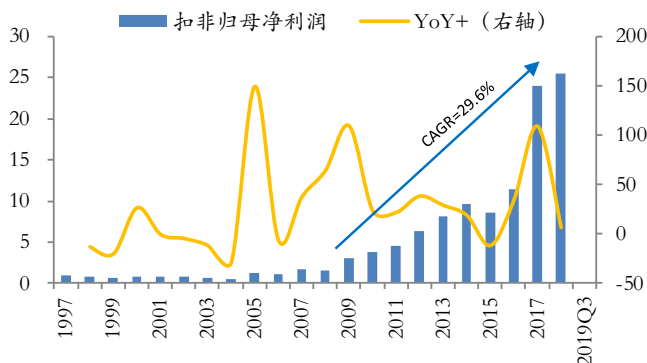
图 4：2010-2018 年公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

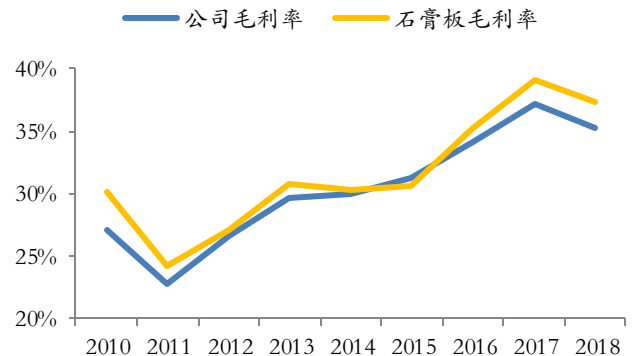
公司业绩表现优异，2019 年前三季度扣除诉讼费用后净利润可观。根据公告，公司扣非归母净利润 CAGR（2008-2018）约 23.5%。2019Q3 公司扣非归母净利润 18.42 亿元，同比增速为 -7.46%，主要系报告期内支出泰山石膏诉讼案和解费用 18.46 亿元。2008 及 2015、2016 年，公司业绩出现负增长，主要系金融危机及股灾导致房地产下滑。公司毛利率波动上升，2018 年石膏板业务毛利率为 31.7%，较 2017 年下降 2pct，主要受原材料废纸涨价和煤价上涨影响，但部分已被石膏板提价抵消。

图 5：1997-2019Q3 扣非归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

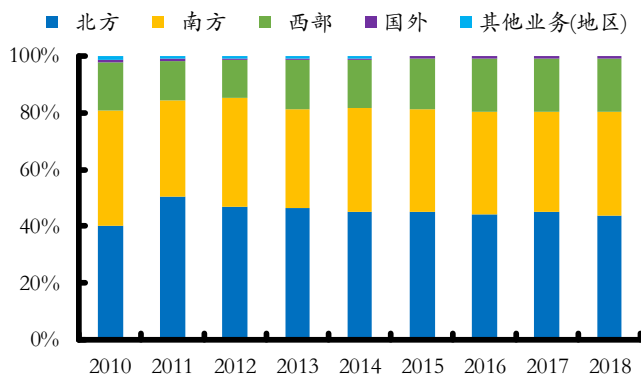
图 6：2010-2018 年公司毛利率 (%)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

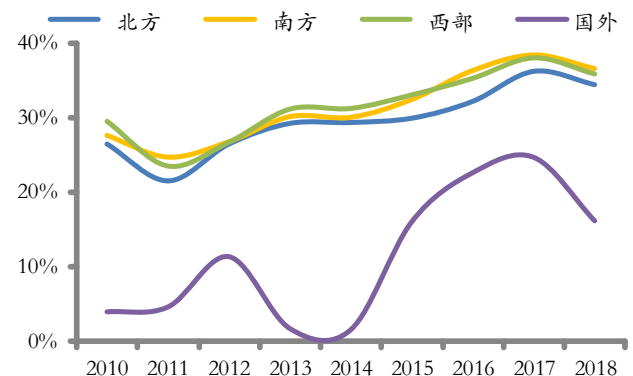
国内盈利水平稳健，区域分布均衡。2015 年以来，公司国内营收占比达 99%，2018 年国内北方/南方/西部地区占比分别为 43.8%/36.5%/18.8%。同时，国内各地区的毛利率水平平均稳健增长，国外毛利率在 2013、2014 及 2018 年有所跌落，主要受 2011 年泰山石膏诉讼案影响，海外销量逐年下滑。

图 7：2010-2018 年公司分地区收入占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：2010-2018 年公司分地区毛利率

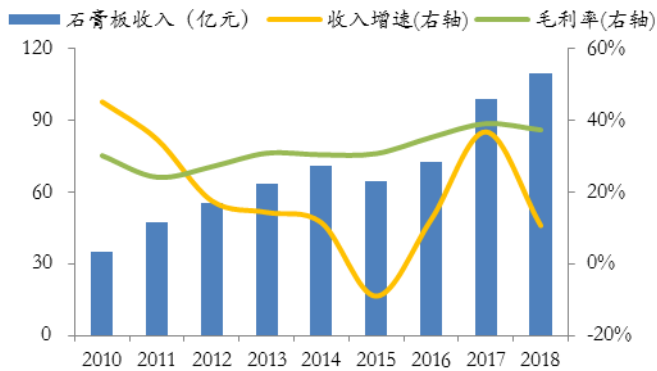


资料来源：公司公告，安信证券研究中心



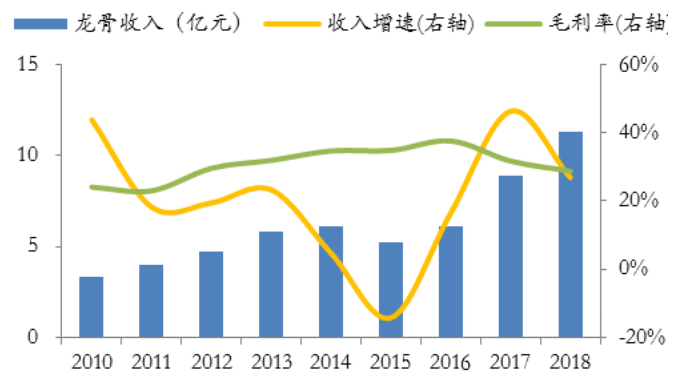
根据 2018 年年报数据，公司 96% 以上的营业收入来自于石膏板和龙骨销售收入。由于石膏板和龙骨存在配套销售的情况，二者收入增速呈相似趋势。石膏板毛利率接近 40%，龙骨毛利率中枢保持在 30% 以上，未来有望受益于公司石膏板市占率提升叠加龙骨配套率提升，龙骨业务的盈利能力存在较大提升空间。

**图 9：2010-2018 年石膏板收入增速及毛利率**



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 10：2010-2018 年龙骨收入增速及毛利率**

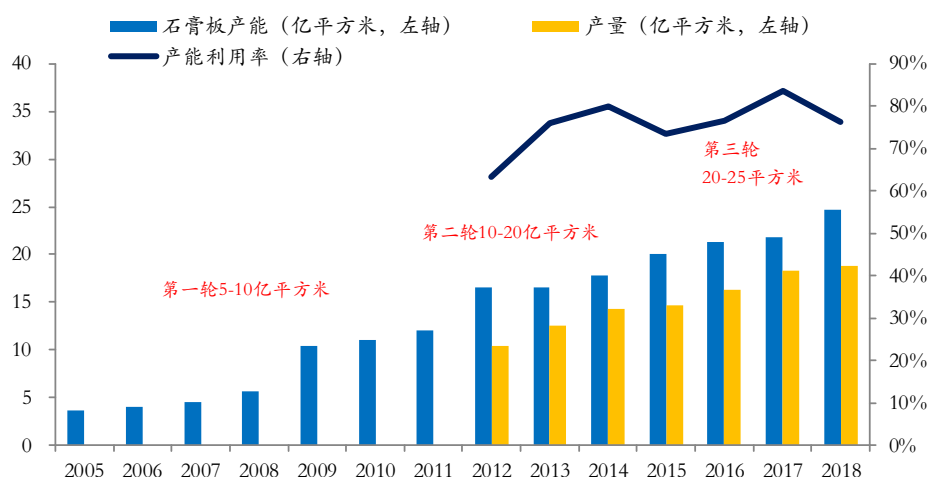


资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 1.2. 规模复盘：产能和效率同步提升，满产满销巩固龙头

**三轮扩张来势凶猛，产能利用率接近 80%。**公司于 2005 年开始推动第一轮产能扩张。2005 年，公司增资控股山东泰和（今泰山石膏前身）和苏州天丰，石膏板产能扩大至 3.6 亿平方米/年。2006 年，公司对山东泰和的控股权提升至 65%，全资控股苏州天丰。截至 2009 年底，随着石膏板产能释放，石膏板产能从 4.8 亿平方米提升至 10.4 亿平方米。2012 年开始，第二轮产能扩张大幕开启。随着淮南 5000 万平方米纸面石膏板建成，公司以 16.5 亿平方米的规模跃居世界石膏板产能第一。截至 2015 年底，公司通过收购控股泰山石膏，石膏板产能达到 20 亿平方米。“十三五”期间，公司稳步推进第三轮扩张。截至 2019 年 6 月底，公司已实现 27 亿平方米石膏板布局，正推进 2021 年建成 30 亿平方米石膏板的战略目标，有望将石膏板全球产能扩大到 50 亿平方米。

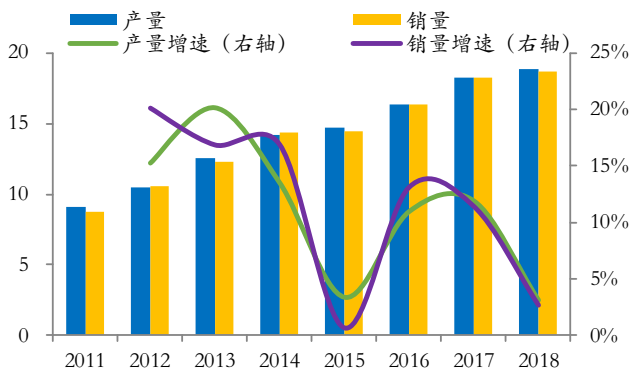
**图 11：2005-2018 年公司产能、产量及产业利用率**



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

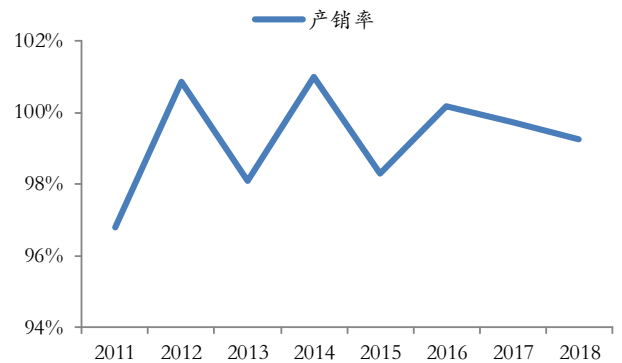
**产销量持续增长，满产满销凸显龙头地位。**受益于前两轮石膏板产能扩张，公司石膏板产量持续提升。根据公告，2018 年公司石膏板产量/销量分别为 18.8/18.7 亿平方米。2011 年以来，石膏板产销率始终高于 96%，产销率中枢位于 98% 以上。石膏板的满产满销，充分凸显行业较好的供需格局和公司的行业龙头地位。

图 12: 2011-2018 年石膏板产销量及增速 (亿平方米)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

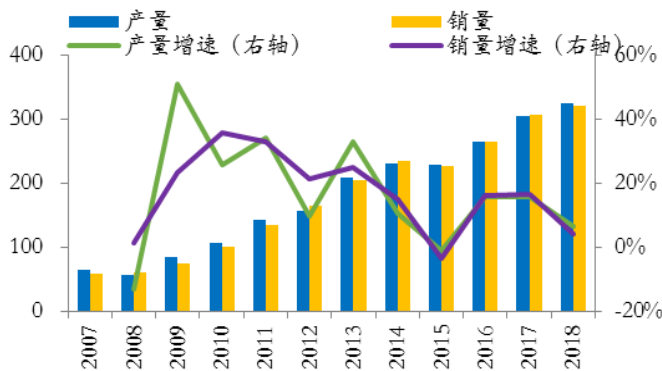
图 13: 2011-2018 年石膏板接近满产满销



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

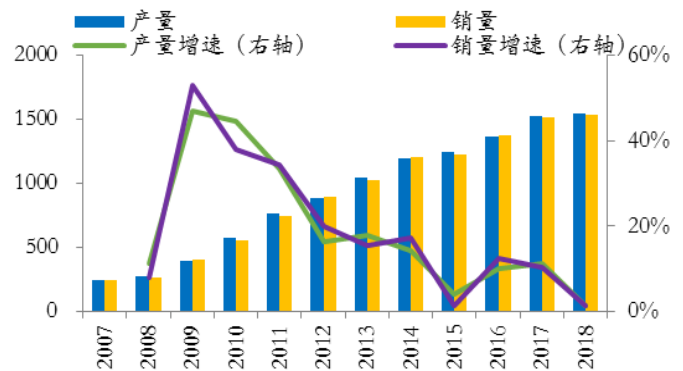
高端产品占比持续提升, 行业结构升级发展可期。根据公告, 公司旗下有“北新”、“龙牌”两大石膏板品牌, 北新石膏板产量约占泰山石膏板产量的 1/5, 但过去 10 年产销增速高于泰山石膏板, 二者价差约 2 元/平方米。

图 14: 北新石膏板产销量及增速 (百万平方米)



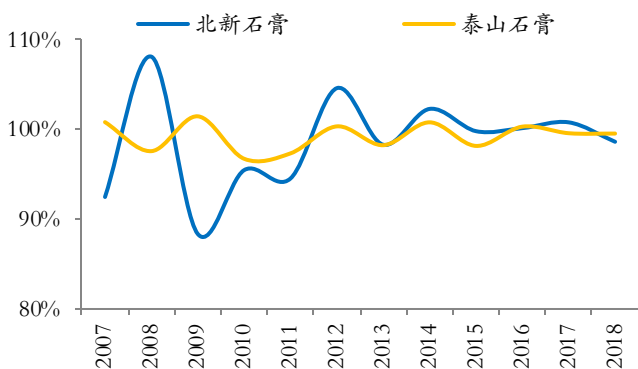
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 15: 泰山石膏板产销量及增速 (百万平方米)



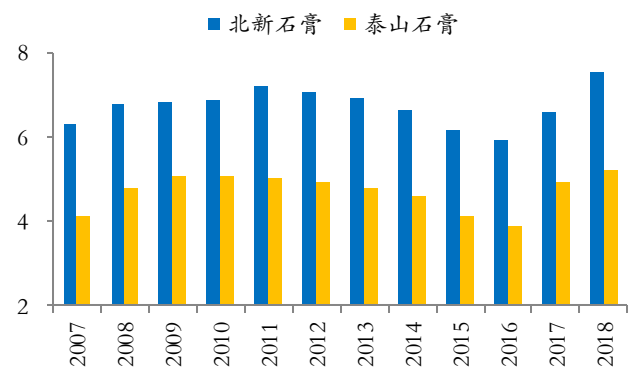
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 16: 近年来公司产销率控制力度加强



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 17: 2007-2018 年公司石膏板单价 (单位: 元/平方米)

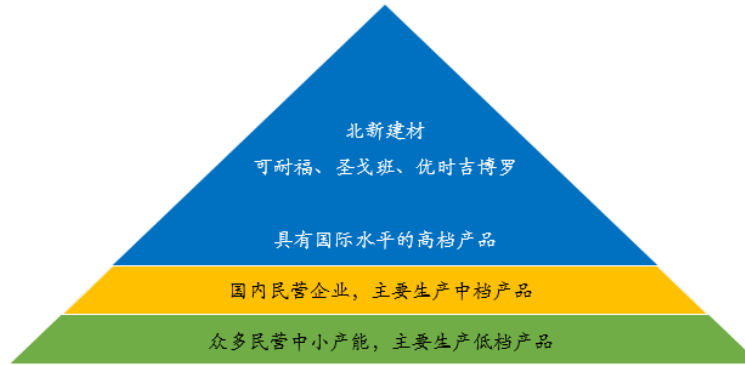


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

石膏板龙头在国内市占率接近 60%，行业有望再集中，议价能力再增强。石膏板具有节能、环保、耐火、抗震等优点，属于政府重点推广的新型建筑材料。在现阶段，公装建筑（办公楼、酒店、商场等）的吊顶和隔墙、家装吊顶是石膏板的主要消费市场，分别占石膏板消费量的 70%、30%。随着消费者节能环保观念加强及装修理念进步，家装隔墙、新型装配式建筑也有望成为石膏板消费的新市场。国内石膏板行业竞争格局呈金字塔形结构，行业竞争格局优异。第一层是高端产品生产商，包括北新建材——龙牌、德国可耐福 (KNAUF)、法国

圣戈班 (Saint-Gobain) 和新加坡优时吉博罗 (UsgBoral) 等企业, 生产规模、研发实力、产品质量均为国际领先水平。根据公告, 截至 2018 年底, 北新建材石膏板产能 24.7 亿平方米, 在国内市占率接近 60%, 三家外资公司合计在华产能约 4 亿平方米, 市占率不到 10%, 北新建材居于寡头垄断地位。第二层为国内区域龙头, 以民企为主, 主要分布在河北晋州、湖南常德等地, 以生产中档产品为主, 公司旗下的泰山石膏占据较大市场份额。第三层以中小企业为主, 主要生产低档产品, 受供给侧改革影响较大, 市场份额和议价能力均较低。

**图 18: 国内石膏板行业竞争格局**



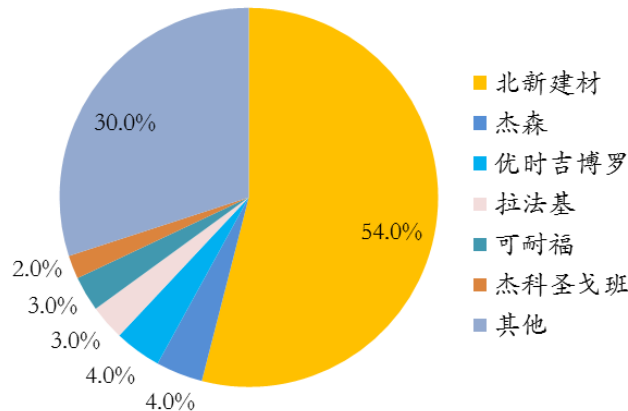
资料来源: 公开资料整理, 公司年报, 安信证券研究中心

**表 1: 公司与全球石膏板主要生产商对比**

	北新建材	Saint-Gobain Gyproc 圣戈班杰科	KNAUF 可耐福	UsgBoral 优时吉博罗
国家	中国	法国	德国	新加坡
公司简介	集建材产业投资、房屋业务、木业业务、全球贸易服务为一体的综合性企业, 是世界 500 强中国建材成员企业, 是中国最大的绿色建筑新材料集团、全球最大的石膏板产业集团。	创立于 1665 年, 是世界工业集团百强之一, 2019 年财富全球 500 强名列 226 位, 建材百强名列世界首位, 旗下所有业务均居国际领先地位。已在多国交易所上市, 集团业务遍及全球 68 个国家。2006 年圣戈班以 38.9 亿英镑收购英国 BPB 集团石膏业务。目前为全球石膏板份额第一, 全球石膏粉份额第一, 全球天花板份额第三。	成立于 1932 年, 是世界领先的建筑系统与绿色建材的制造商。可耐福为中国引入了第一条石膏板产线, 在中国仍然保持着石膏板为主业, 多种材料及配套系统共同发展的格局, 为建筑提供全系统解决方案。	Usg 公司 1902 年在美国成立, 收购英国 Sackett 石膏板, 最早将石膏板引入美国市场。Boral 公司于 1946 年在澳大利亚成立, 1978 年以 5500 万美元收购澳大利亚石膏工业公司, 2000 年与拉法基共同出资成立拉法基博罗亚洲石膏建材集团, 2011 年 Boral 收购拉法基持有股份。2014 年 Boral 石膏分支和 Usg 成立合资企业 UsgBoral
主营业务	1.石膏板及其他板材 2.龙骨 3.涂料 4.石膏粉料 5.保温材料 6.弹性地材 7.辅材工具	1.石膏板系统 2.石膏粉 3.保温材料 4.多孔板	1.纸面石膏板及其他特殊板材 2.龙骨 3.喷涂石膏 4.地坪 5.辅料 6.机器	1.石膏板 2.轻钢龙骨 3.墙面基层解决方案 (石膏粉) 4.饰面天花 5.基板 6.辅料 7.工业石膏
业务布局		在全球 50 多个国家拥有 130 多家工厂, 销售服务网络遍及全球五大洲	销售网络遍布 86 个国家和地区, 220 个生产基地。近年来, 战略重心转向亚太地区。2018 年, 约 70 亿美元收购 UsgBoral 的 USG 部分股权	美国石膏板巨头 (25%, 2016), 澳大利亚石膏板龙头 (产能占比 41%, 2016), 24 家制造厂, 3 座石膏矿, 销售网络遍布亚洲、大洋洲和中东
石膏板销量	18.69 亿平方米	全球超过 10 亿平方米	全球超过 10 亿平方米 在华提供 1.5 亿平方米	2016 全美石膏板出货量 23.23 亿平
全球占比	全球第一	全球市占率 20%	全球市占率 20%	全美市占率 25%
收入规模 (亿元)	125.65 亿元	2018 年在华营业收入 94.71 亿元, 全球营业收入 417 亿元	2016 年 424.34 亿元	营业总收入 272.31 亿元
国内产线年产能	24.7 亿平方米	在中国拥有约 40 家生产基地。1999 年上海年产 2000 万平方米石膏板; 2005 年常州年产 3000 万平方米纸面石膏板; 2005、2013 年上海研发中心。2013 年葫芦岛年产 3700 万平方米纸面石膏板; 2015 年常州年产 16 万吨建筑石膏粉; 2017 年浙江长兴年产 46 吨新型建材基地。	每年为中国提供超过 1 亿平米的绿色建材产品, 在国内高端板材市场中占有 1/4 份额。 1995 年安徽芜湖 2500 万平 1996 年天津 2000 万平 1998 年广东东莞 2500 万平 2013 年江苏太仓 3000 万平	主要布局长三角、西南和北方区域 1998 上海 3000 万平石膏板 2001 重庆 3000 万平石膏板 2008 成都 1500 万平石膏板 2009 上海宝山 4500 万平石膏板 2011 山东泰安 3500 万平石膏板

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

图 19：2016 年国内石膏板行业市占率



资料来源：中国石膏协会，安信证券研究中心

落后产能淘汰释放供给缺口，龙头直接受益。2011 年 3 月，国家发改委发布《产业结构调整目录（2011 年本）》，将产能在 1000 万平米/年以下的石膏生产线列为淘汰类别。根据中国石膏板协会统计，2018 年国内石膏板行业待淘汰落后产能约 5.5 亿平米（约公司产能的 20%）。公司生产线规模均为 1000 万平米/年以上，没有关停淘汰风险。落后产能退出。北新建材作为行业龙头，有望依托成本优势，获得更大的市场份额和更强的定价权。

### 1.3. 股价复盘：前期成本优势提升规模+后期渠道品牌掌控市场

公司自 1979 年成立，引入国内第一条石膏板产线，并于 1997 年 6 月上市。截至 2020 年 1 月 10 日，后复权价增长 15.8 倍，2018 年净利润增至上市当年的 30.3 倍，累计收益率与股价趋势基本相同。按照公司的发展战略，我们将公司成长历程分为四个阶段，可以看到公司在不同阶段都具有与生命周期相匹配的重大思路调整。

**第一阶段（1997.06-2005.03）：多元化布局应对白热化价格竞争。**上世纪 90 年代，我国石膏板行业进入蓬勃发展阶段，公司生产的“龙牌”石膏板在海内外具备较强竞争力。随着国外大型石膏板厂商纷纷在中国设厂，同时山东泰和集团凭借产能扩张迅速崛起，手工作坊型的小型石膏生产线不断涌现，市场竞争激烈。公司于 2001 年采取多元化布局，股价小幅上升，但新业务盈利偏弱，后劲不足。

**第二阶段（2005.04-2012.05）：回归主业产能扩张，受益于工程投资利好，股价首次翻倍。**随着外资退出中国市场，公司放弃多元化布局，着力发展石膏板主业。2005-2006 年，公司先后收购山东泰山石膏（原山东泰和集团，国内第二大产能）65%股权，正式确立国内石膏板龙头地位，2008 年公司产能首次达到亚洲第一。受益于北京奥运与四万亿投资工程项目利好，公司龙牌石膏板、轻钢龙骨、龙牌矿棉板吊顶体系、龙牌漆等纷纷中标国家大型建筑项目，叠加公司产能释放，股价首次翻倍。

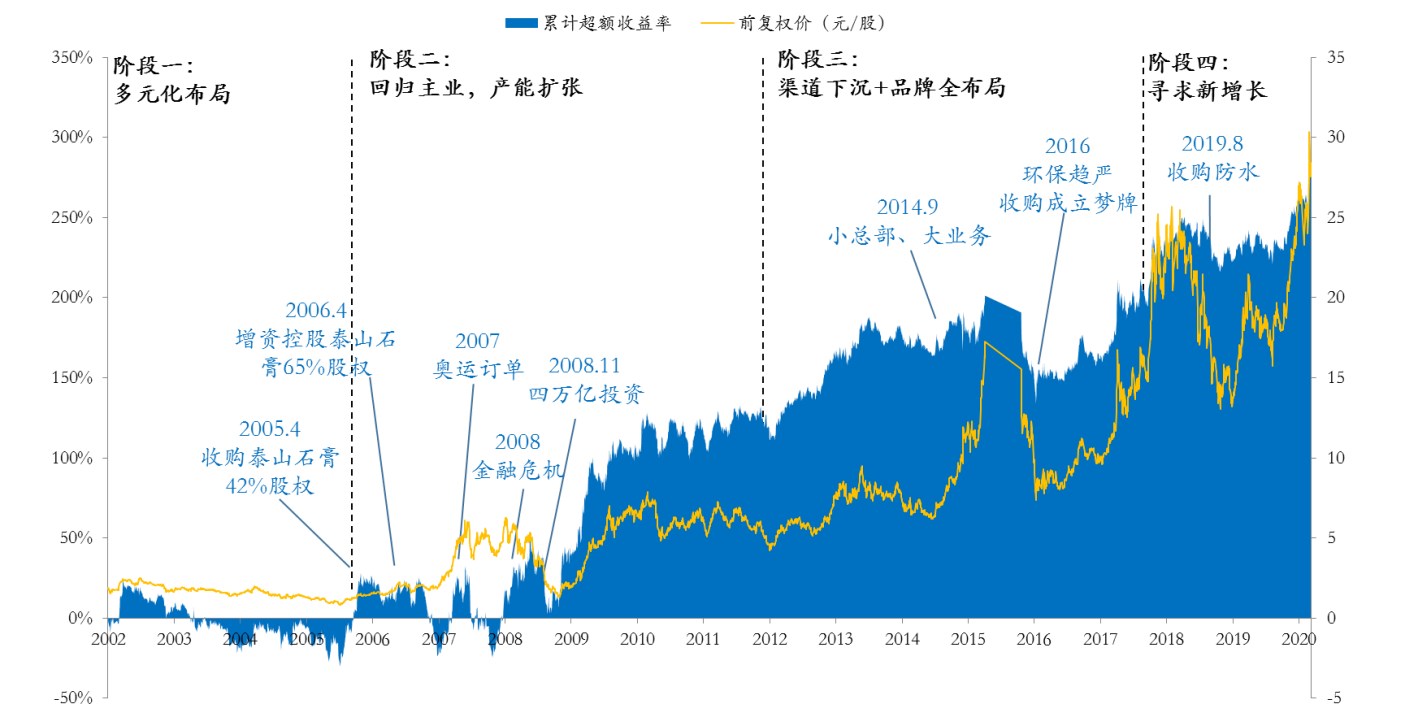
**第三阶段（2012.06-2017.12）：渠道下沉+品牌全布局，股价再次翻倍。**渠道方面，凭借第二阶段的成本和规模优势，公司利用全国生产基地布局销售网络，不断提高市占率。2012 年，公司聚焦主业、聚焦一线、聚焦区域，在全国建立四个区域经营总部作为决策总部；2014 年，公司进行新一轮战略调整，成立五家区域公司（北方、华东、淮南、南方、西南），实现“全产品+全业务”布局，建设“小总部+大业务”。2016 年，公司全资控股泰山石膏，拥有中高端品牌“泰山”；收购万佳（当时中国第二大石膏板生产商）70%股权，拥有中端品牌“梦牌”，加上公司自有的高端自主品牌“龙牌”，差异化品牌布局有利于占领市场。尽管受房地产调控、环保趋严、中小产能置换等因素影响，公司凭借渠道下沉实现多品牌布局，扩大 C 端销量，实现股价第二次翻倍。

**第四阶段（2018.01 至今）：寻找全新增长极，全球龙头再起航。**2017 年公司股价迅速上涨，2018 年有所回落。进入 2019 年，受益于公司积极寻找全新增长极，布局坦桑尼亚、埃及设



立石膏板产线，大举收购三家区域性防水龙头公司，正式涉足防水领域，公司股价再次走高，逼近历史最高位。根据年报，公司发展目标是实现全球 50 亿平方米石膏板产能，全球市占率达到 50%。同时，北新集团子公司北新房屋利用公司自产石膏板和龙骨材料，发展装配化房屋，实现吊顶装配化、内墙装配化、外墙装配化同步发展，打开新的市场空间。全球龙头有望再度起航。

图 20：2002 年以来公司超额收益率及股价对比（单位：%、元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2018 年以来公司股价表现主要受下游数据及收购重组公告影响。2018/2019 年初，公司分别受益于雄安新区规划利好装配式建筑及新开工数据超预期，超额收益率逆市上行。此外的短期业绩高点则分别来自于出资成立梦牌、联合重组蜀羊/禹王/金拇指、公告海外布局。

图 21：2018 年以来公司超额收益率及股价对比（单位：%、元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

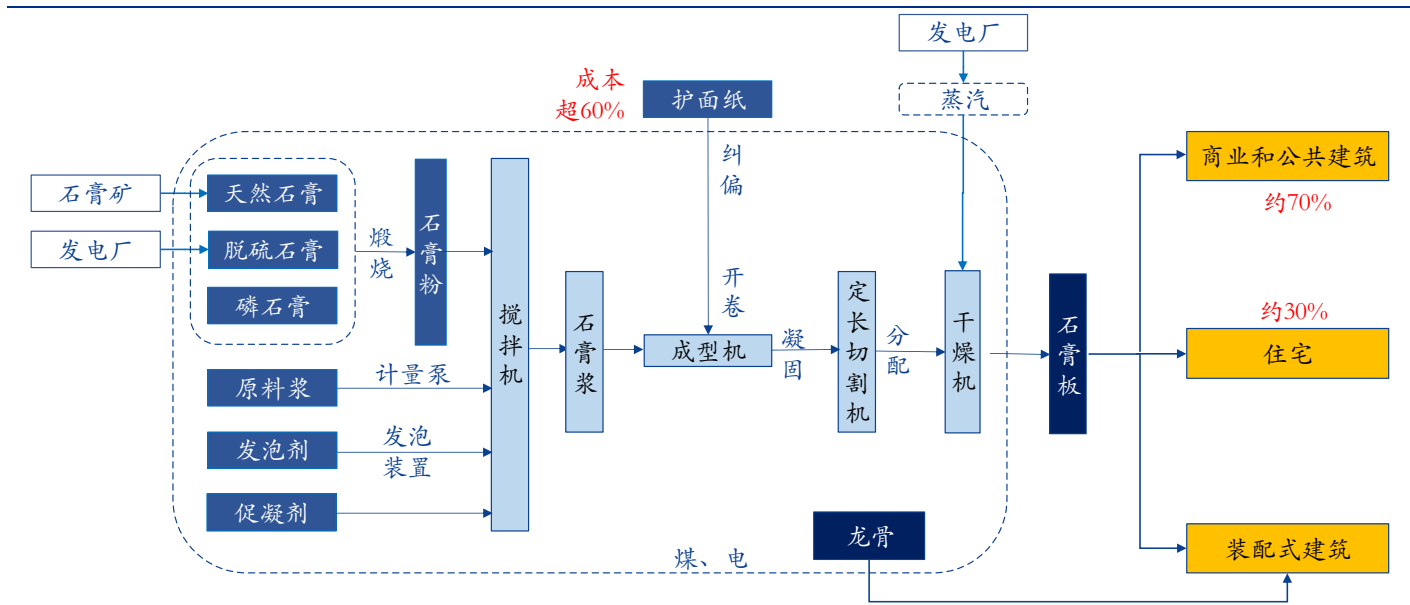


## 2. 建材行业的成本控制标杆，市占率伴随强议价能力提升

### 2.1. 成本管控为先，龙头强者恒强

全产业链实现贯通，打造绿色循环产业。纸面石膏板是以煅烧后的熟石膏为主要原料，掺入添加剂和纤维剂作为芯材，表面粘贴覆盖专用的护面纸，制成的新型轻质建筑材料。公司以“绿色建筑未来”为产业理念，大力推进建筑节能和装配式建筑，从绿色原料、绿色生产、绿色应用、绿色回收等环节打造全生命周期绿色建筑产业链。原材料采用工业副产石膏；生产环节注重节能减排，做到零排放；应用和回收环节通过装配式建筑研发使用，实现建筑建造和运行过程节能减排，建筑拆除时还可以回收石膏板，打造全生命周期绿色循环产业。

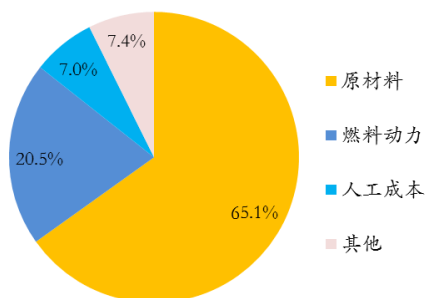
图 22：公司石膏板产业链



资料来源：《新型建筑材料》，公司公告，安信证券研究中心

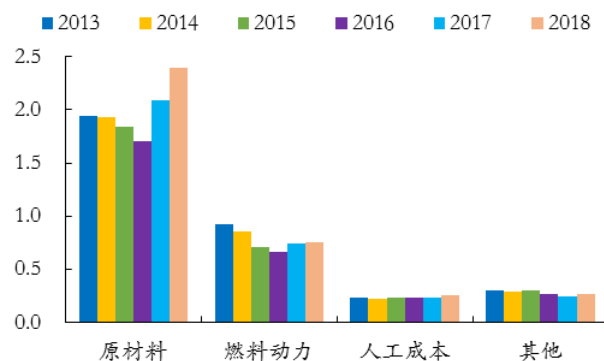
成本控制能力强大，突破行业低壁垒。石膏板的生产成本主要包括原材料（护面板、熟石膏等）成本、燃料动力成本、人工成本等。其中，护面板、燃料动力和熟石膏分别占到营业成本的 45%、20%和 15%左右。公司能在石膏板行业发展成业内寡头，主要得益于公司的成本控制能力。公司的成本管控，主要体现在四点：（1）自建护面纸产能，提升原材料议价能力；（2）就近设厂，提前占领脱硫石膏及低价热源；（3）全国布局降低运输成本；（4）优化管理制度，提高运营效率。

图 23：2018 年公司石膏板成本拆分



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：2013-2018 年公司每平方米石膏板成本（元）

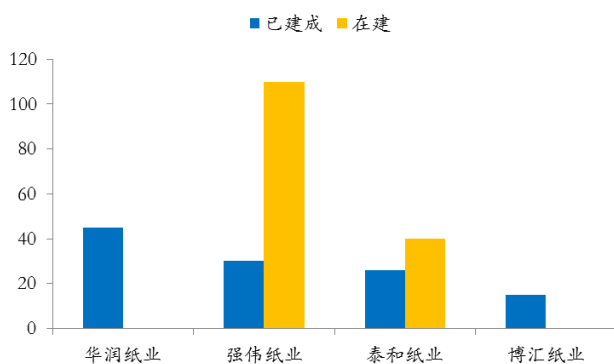


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.1.1. 自建护面纸产能，降低原材料成本上升压力

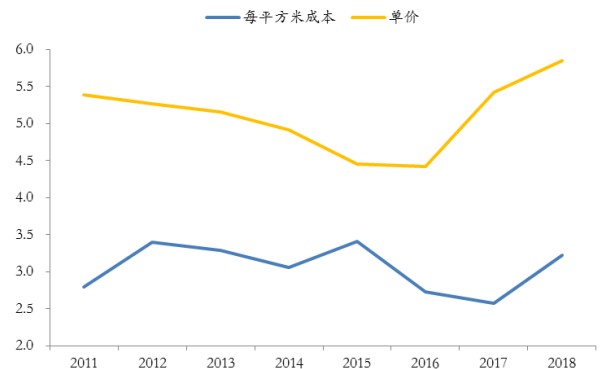
护面纸自给率有望升至 58%。护面纸是生产纸面石膏板的主要原材料，纸面石膏板的强度 60%以上来自上下两层护面纸。截至 2017 年，国内护面纸年产量约 95 万吨，行业集中度较高，CR4 分别是枣庄华润纸业（45 万吨），山西强伟纸业（30 万吨，在建 110 万吨，预计 2020 年底投产）、公司旗下泰山石膏子公司泰和纸业（26 万吨，2020 年拟投产 40 万吨）、山东博汇纸业（15 万吨，公司于 2019 年建成投产 150 万吨高档包装纸项目，其中包含一条世界上单机产能最大的石膏板护面纸生产线，具体产能未公布），合计产能市占率约 90%。公司自有护面纸产线 2 条（合计产能 26 万吨），在建产线 1 条（40 万吨，拟于 2019 年 12 月底投产），合计产能 66 万吨，根据测算，可满足约 17.5 亿平方米纸面石膏板使用。2018 年公司护面纸需求量约 70 万吨，泰和纸业护面纸产量 18.8 万吨，自给率约 27%。随着护面纸和石膏板产能提升，未来自给率有望提升至 58%（就 30 亿平方米石膏板产能布局而言）；外购护面纸约 51 万吨，与 CR4 均有长期合作关系，对上游供应商具有一定的议价能力。

图 25：国内护面纸行业 CR4 产能



资料来源：各公司公告，公司网站，安信证券研究中心

图 26：公司石膏板单价与单位成本（单位：元/平方米）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

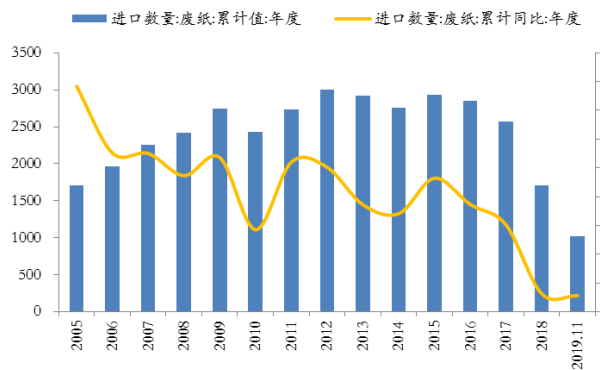
固废提价触发“废纸—护面纸—石膏板”连锁反应对公司影响有限。2017 年上半年，限制废纸进口政策频出，废纸进口量大幅下降，废纸价格攀升。2017 年 10 月，废纸价格一度升至 3050 元/吨，同比增长 138%。近期受国内外疫情影响，国内废纸回收量和海外进口量均承压，护面板企业持续多轮涨价，对石膏板成本影响显著。根据 2020 年固废零进口目标判断，2020 年护面纸价格中枢可能再次抬升。公司护面纸自给率高，不仅降低了外购原材料的占比，还依托高市占率，具备持续提价的能力，相对竞争优势凸显。

表 2：2017 年以来限制废纸进口的相关政策

时间	发布单位	名称	具体内容
2017/7/18	国务院	禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施办法	2017 年年底前，全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物；2019 年年底前，逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物
2017/12/14	环保部	进口废纸环境保护管理规定	进口废纸企业生产额度不少于 5 万吨/年
2017/12/29	环保部	进口可用作原料的固体废物环境保护控制标准—废纸或纸板	进口废纸含杂率从 1.5% 降至 0.5%
2018/6/24	国务院	关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见	力争 2020 年年底前基本实现固体废物零进口
2018/8/8	商务部	关于对原产于美国的部分商品加征关税的公告	自 2018 年 8 月 23 日 12 时 01 分起，对进口美国实施加征 25% 关税

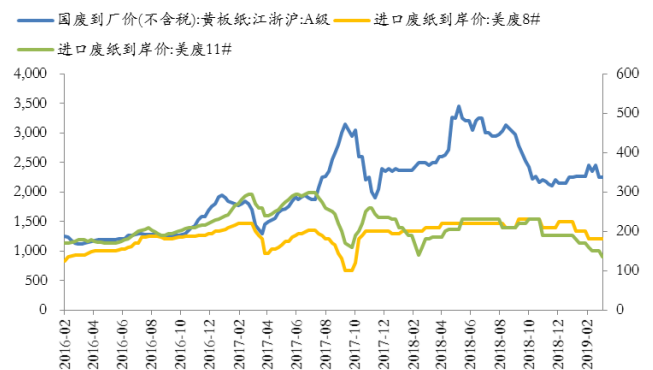
资料来源：国务院、环保部、商务部，安信证券研究中心

图 27：2005-2019 年进口废纸数量及增速（万吨，%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 28：2016-2019 年 3 月国废及进口废纸价格



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 2.1.2. 就近设厂，提前布局脱硫石膏及煤电热源

**提前占领电厂资源，获得优质工业副产石膏资源及低价热源。**公司同时掌握天然石膏、脱硫石膏、磷石膏等工艺技术。自 2006 年起，公司开始布局脱硫石膏，是国内最早使用脱硫石膏作为原材料进行生产的企业。从产能扩张初期，公司就着重于靠近石膏资源布局，迅速占领电厂的优质脱硫石膏资源，占据先发优势，有效减少区域内竞争者。目前全部采用工业副产石膏，原材料成本优势显著。热源方面，蒸汽作为石膏煅烧设备和石膏板干燥设备的热源，不可或缺。公司直接采购电厂低价蒸汽，进一步降低生产成本。

**国内优质天然石膏储量匮乏，采用工业副产石膏是大势所趋。**国内石膏资源主要来自两方面，天然石膏矿和工业副产石膏。虽然我国是天然石膏大国，已探明的石膏保有储量约 570 亿吨，居世界首位，但优质石膏匮乏。分地区看，全国 23 个省市有石膏矿，其中山东石膏矿储量最多，约占全国储量的 65%，内蒙古、青海、湖南次之。近年来，石膏富集区域往往每年都能发现新矿床，而资源相对匮乏的地区难以有所突破。根据中国建筑材料联合会石膏建材分会资料，过去 10 年，国内石膏板由以天然石膏为主要原材料转变为工业副产石膏为主。随着技术进步，过去天然石膏因白度优势而占据的市场份额将会被工业副产石膏产品取代。

表 3：天然石膏、工业副产石膏特性及工艺对比

	天然石膏		工业副产石膏	
		脱硫石膏	磷石膏	
<b>资源特点</b>	化学沉积作用产物，储量丰富，分布集中，优势石膏占比较低	主要是对煤燃烧后产生的烟气进行脱硫净化而得到	磷石膏	磷肥工业的固体废弃物
<b>优势</b>	优势石膏杂质较少	物化性能与天然石膏基本一致，纯度较高，不含有害杂质，资源分散且靠近消费市场，价格低廉	磷石膏	物化性能与天然石膏接近，价格较低
<b>缺点</b>	分布不均匀，资源有限，开采效率低且破坏环境，价格高	品质不稳定，白度较低，杂质浓度较低时影响产品强度，含水量较高不易运输	磷石膏	分布集中，远离消费市场，有害杂质难以去除
<b>杂质种类</b>	粘土状矿物	石灰石中伴生的其他矿物（如碳酸钙、未完全氧化的亚硫酸钙及钠、镁、钾的硫酸盐或氯化物的可溶性盐等），对石膏的建筑性能基本无影响	磷石膏	含有少量未完全分解的磷矿、可溶性磷酸类盐、氟化物等杂质，会腐蚀设备，降低石膏的强度
<b>处理工艺</b>	干燥、煅烧	干燥、煅烧、冷却、调性	磷石膏	常用预处理方法有水洗、湿筛旋流工艺、浮选、石灰中和处理、闪烧、球磨、陈化等，对于品质相差较大的磷石膏还需进行预均化处理。处理过程能耗大，设备投资成本高，易造成二次污染

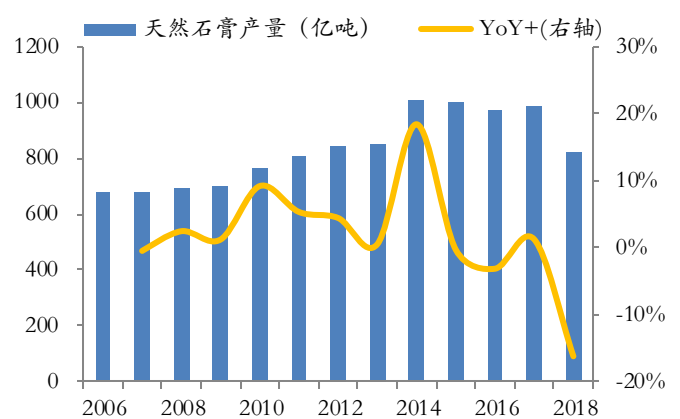
资料来源：中国知网等，安信证券研究中心

图 29：我国石膏矿产资源分布



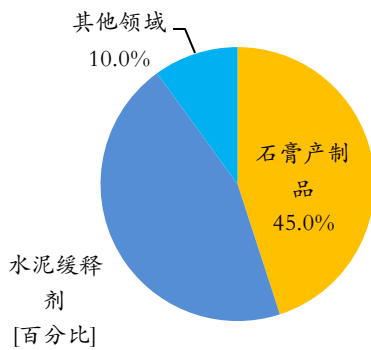
资料来源：《砂浆与保温》，安信证券研究中心

图 30：我国天然石膏产量



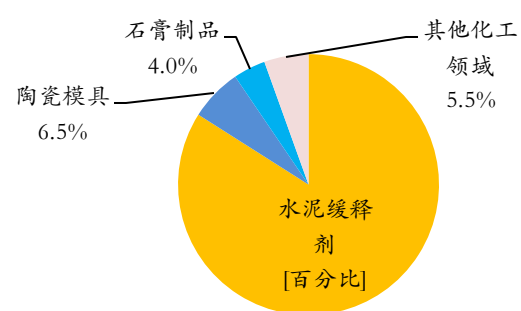
资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

图 31：发达国家天然石膏消费结构



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

图 32：发展中国家天然石膏消费结构



资料来源：智研咨询，安信证券研究中心

优质天然石膏供给有限，价低质优的副产石膏成为原材料主力。随着工业的发展，脱硫石膏大量堆积，其中，大部分（84%，2018）脱硫石膏来自燃煤电厂在利用“湿式石灰石—石膏法”进行脱硫时产生的副产品。脱硫石膏主要成分与天然石膏、磷石膏类似，但二水硫酸钙含量约 85%，高于天然石膏（约 70%-75%），杂质少于磷石膏，在预处理环节更加方便。公司于 2006 年开始抢先布局脱硫石膏，2011 年已实现全部使用脱硫石膏生产。2016 年全国石膏板使用脱硫石膏 2108.4 万吨，公司脱硫石膏使用量达到 1607 万吨，占比约 76%，2016 年公司市占率约 56%，可以看出，公司就近布局战略有效占据了国内优质脱硫石膏资源。

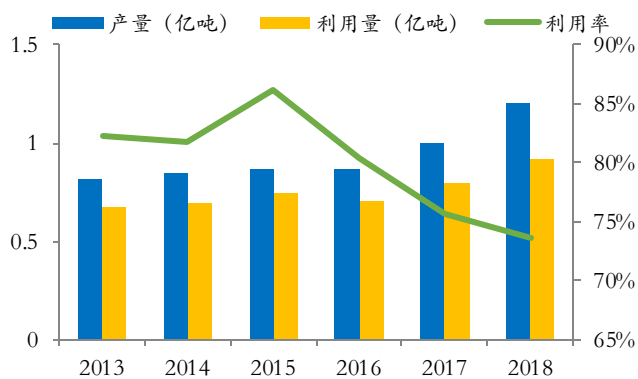
表 4：天然石膏、工业副产石膏特性及工艺对比

分类	划分标准	特级	一级	二级	三级	四级
石膏	CaSO <sub>4</sub> · 2H <sub>2</sub> O 为主	≥95				
品位 (CaSO <sub>4</sub> 和 CaSO <sub>4</sub> · 2H <sub>2</sub> O 的质量分数) / %	硬石膏	—	≥85	≥75	≥65	≥55
	混合石膏	≥95				
用途	-	多用于特种石膏产品的生产，如食用、医用、艺术品、模型和化工填料等			多用于建材、建筑等领域	

资料来源：天然石膏标准，安信证券研究中心

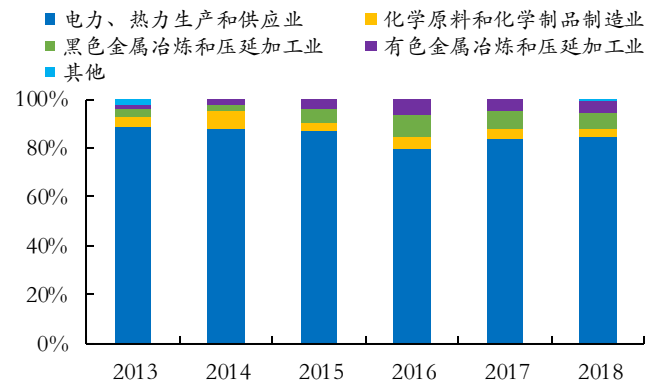


图 33：国内脱硫石膏利用情况



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

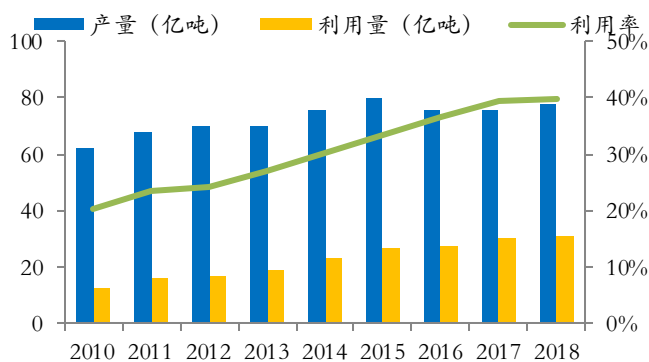
图 34：国内工业副产脱硫石膏主要来源



资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

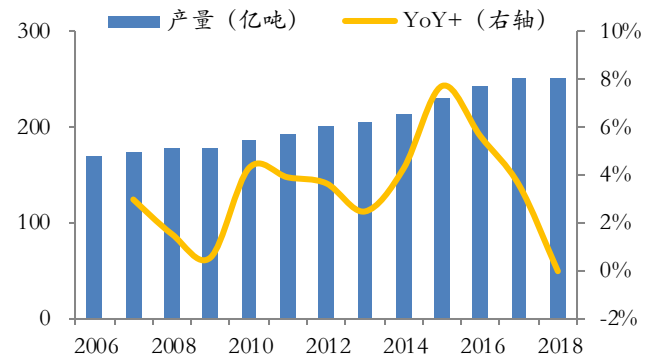
**磷石膏生产石膏制品尚处于起步阶段。**磷石膏是生产磷肥和磷酸过程中产生的固体废弃物。根据中国产业信息网资料，我国每年新增磷石膏堆存量约 5000 万吨。经测算，生产每平方米纸面石膏板约消耗 9 公斤磷石膏。磷石膏利用率由 2020 年的 20.3% 上升到 2018 年的 39.7%，其中约 20% 用于生产石膏建材。日本磷石膏利用率极高，75% 以上的磷石膏被用于生产石膏建材。中国磷石膏在建材领域利用率较低，主要是以下三方面约束：(1) 成分复杂，工业废弃物石膏由于生产工艺、原料不同造成磷石膏的成分不同、杂质不同，加工处理成本高、难度大；(2) 杂质难以去除，磷石膏杂质常常含有镭等对人体有害的放射性物质，与电厂脱硫石膏相比预处理过程更加复杂；(3) 运输成本高，磷石膏主要分布在湖北、云南和贵州的偏远地区，产地分散，远离消费市场，运输半径长。因此我国磷石膏尚处于初级利用阶段，近 30% 用作水泥缓释剂，25% 用于外售或外供，14% 用于生产石膏板。

图 35：国内磷石膏利用情况



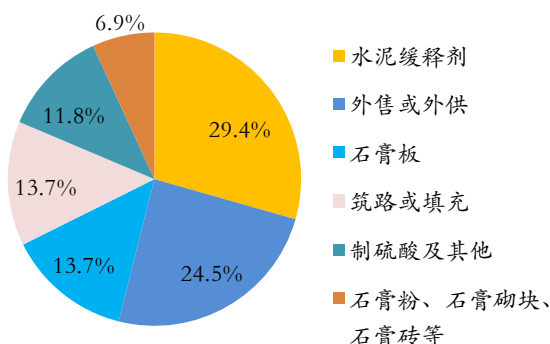
资料来源：生态环境部，安信证券研究中心

图 36：国内磷矿产量及增速



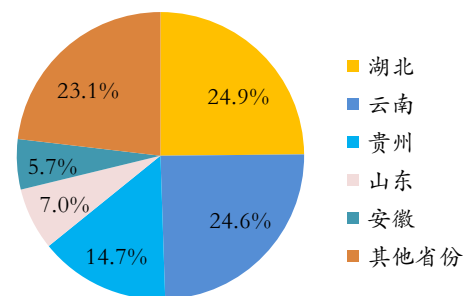
资料来源：自然资源部，安信证券研究中心

图 37：国内磷石膏利用领域



资料来源：华经咨询，安信证券研究中心

图 38：国内磷石膏分省份产量



资料来源：华经咨询，安信证券研究中心



为避免环境污染和土地侵占问题，政策出台系列措施，鼓励磷石膏用于建材行业。目前采用磷石膏作为原材料生产石膏板，主要有两类企业。一类是磷肥厂为处理工厂废弃物磷石膏，自建小型石膏板生产线；另一类是生产低端石膏板的小厂家，该类小厂家为享受 70% 的增值税退税优惠政策，压缩生产成本，采用磷石膏生产石膏板。这两类企业主要分布在磷石膏资源丰富地带，市场占有率较低，售价也远低于中高端石膏板。

目前公司主要使用脱硫石膏进行石膏板生产，同时也较早形成了磷石膏战略布局。公司的磷石膏战略布局受地方政府政策影响较大，公司积极与各地政府、产业园区、磷肥生产商等协同合作，如与司尔特肥业内引外联，泰山宣城和万佳产线以接近免费的价格获得磷石膏。根据知网数据，截至 2017 年，国内磷石膏制纸面石膏板总产能 8000 万平方米/年，泰山石膏主要利用磷石膏生产水泥缓释剂，或副掺其他副产石膏作为纸面石膏板使用，是国内综合利用磷石膏量最大的企业。截至 2015 年，泰山石膏已在国内签下超过 50 个磷石膏环保利用项目。随着政策利好和技术升级，未来磷石膏或迎来广阔利用空间。

**表 5：关于推动利用工业副产石膏的相关政策**

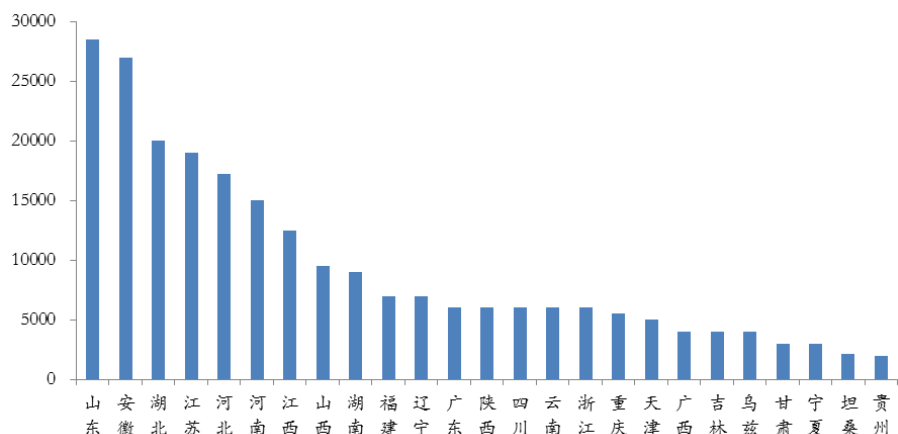
发布日期	部门	名称	具体内容
2009/7/19	国务院	2009 年节能减排工作安排	发展矿产资源领域循环经济，推进矿产资源综合利用，加快脱硫石膏、磷石膏、农作物秸秆等资源化重点建设工程
2010/7/1	发改委等	中国资源综合利用技术政策大纲	推广脱硫石膏、磷石膏制水泥缓释剂、纸面石膏板、建筑石膏、粉刷石膏、砌块等建材产品的综合利用技术
2011/2/21	工信部	关于工业副产石膏综合利用的指导意见	到 2015 年底，磷石膏综合利用率由 2009 年的 20% 增至 40%；脱硫石膏综合利用率由 2009 年的 56% 提高到 80%。引导工业副产石膏综合利用企业向多途径、大规模、高附加值综合利用方向发展
2011/12/10	发改委	大宗固体废物综合利用实施方案	在全国建设 20-30 个脱硫石膏、磷石膏代替天然石膏生产新型建筑材料综合利用基地
2011/12/20	发改委	“十二五”资源综合利用指导意见	建设一批工业副产石膏替代天然石膏生产新型建材项目
2018/12/29	国务院	“无废城市”建设试点工作方案	以磷石膏等为重点，探索实施“以用定产”政策，实现固体废物产销平衡
2019/10/24	财政部	关于资源综合利用增值税政策的公告	自 2019 年 9 月 1 日起，纳税人销售自产磷石膏资源综合利用产品，可享受增值税即征即退政策，退税比例 70%

资料来源：国务院、国家发改委、工信部、财政部，安信证券研究中心

### 2.1.3. 运输：全国布局降低运输成本，巩固区域议价权

石膏板具有体积大、易碎、不易保存、质量大、价格便宜等特点，合理运输半径约 300-500 公里。考虑到电厂往往布局在大中城市郊区附近，脱硫石膏保存周期短、质量大而价格低，且石膏板产品以城市建筑装饰为主，合理选址有助于节约运输费用。北新建材通过收购重组民营区域龙头企业，实现全国产能布局，大大降低运输成本。

**图 39：公司公告投资建设情况（统计产线 23.4 亿平方米）**



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

**表 6: 公司在建石膏板生产线 (截至 2019 年 6 月底)**

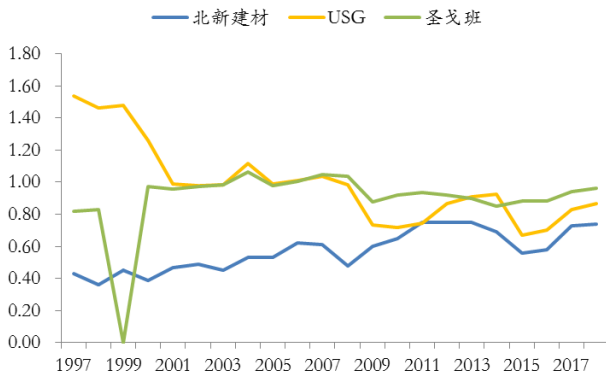
公告时间	公司	地点	纸面石膏板产能 (万平方米)	装饰石膏板产能 (万平方米)	项目进度	持股比例	投资额 (亿元)
2014/8/20	北新建材	湖南望城	3000	-	前期准备	100%	1.18
2017/12/30	北新建材	坦桑尼亚	600	-	前期准备	70%	0.38
2018/4/27	泰山石膏	山西忻州	3500	-	前期准备	100%	1.17
2019/3/20	泰山石膏	湖北宜昌	5000	-	前期准备	100%	1.46
2019/4/29	北新建材	山西朔州	3000	-	前期准备	100%	1.39
2019/8/20	泰山石膏	内蒙古丰镇	3500	-	-	100%	1.45
2019/8/20	北新建材	乌兹别克斯坦	4000	400	-	100%	2.05
2019/8/20	北新建材	坦桑尼亚	1500	-	-	70%	0.91
2019/12/21	泰山石膏	埃及	3500	600	-	100%	1.86

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心 注: 海外产线的投资额按照 2020 年 3 月 4 日美元汇率换算

### 2.1.4. 优化管理制度, 提高运营效率

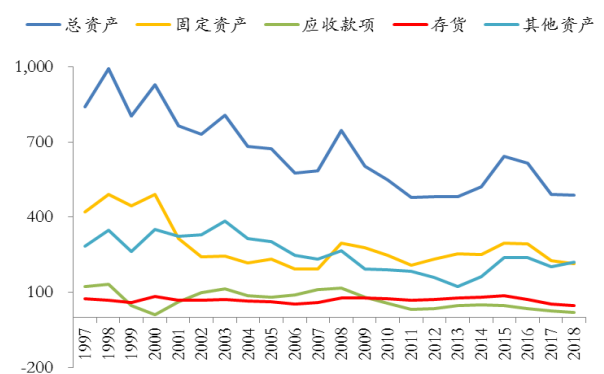
运营效率提升主要来自固定资产和现金周转天数的减少。通过对比可以看出, 公司运营效率不断提升, 资产周转率低于可比公司, 2015 年资产周转率降低主要受 2014 年融资影响。其中, 固定资产周转天数由 1997 年的 422 天下降至 2018 年的 213 天, 这是因为公司具有重资产属性, 2018 年固定资产/总资产约 42%。公司其他资产周转天数约为 222 天, 主要系公司可交易金融资产占比较高。

**图 40: 1997-2018 年公司及其可比公司资产周转率**



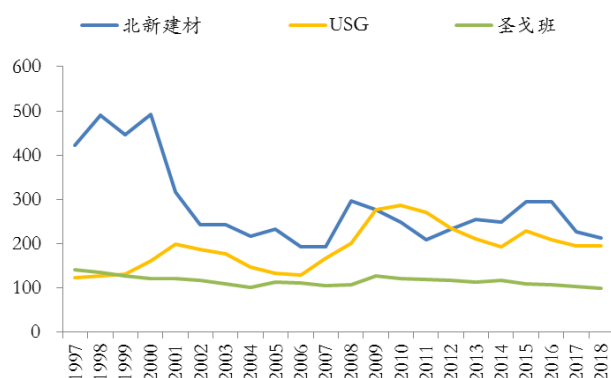
资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

**图 41: 1997-2018 年公司资产周转天数**



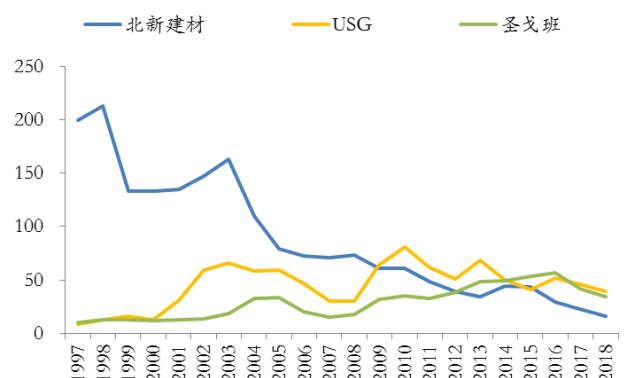
资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

**图 42: 1997-2018 年公司及其可比公司固定资产周转天数**



资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

**图 43: 1997-2018 年公司及其可比公司现金周转天数**

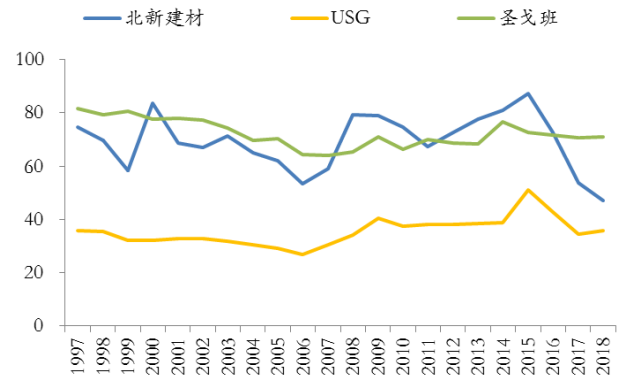
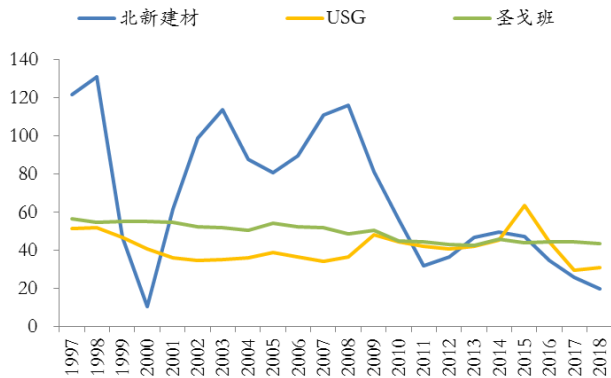


资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

公司对应收账款和存货的控制能力显著加强。根据年报，2018 年应收账款和存货的周转天数分别为 20 天和 47 天，主要系行业龙头地位稳固，议价能力强，同时公司加强对应收账款和存货管理，2018 年周转天数分别较 2014 年下降 29 和 34 天。

图 44: 1997-2018 年公司 & 可比公司应收账款周转天数

图 45: 1997-2018 年公司 & 可比公司存货周转天数

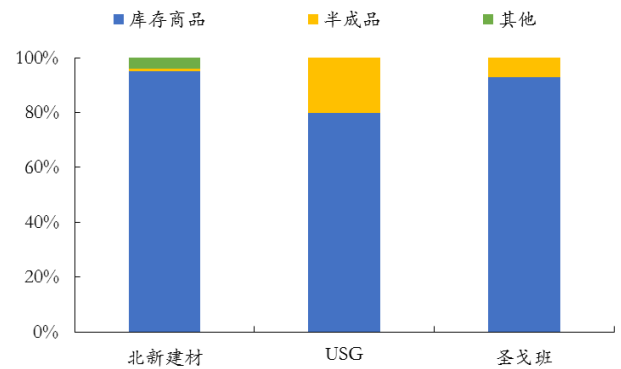
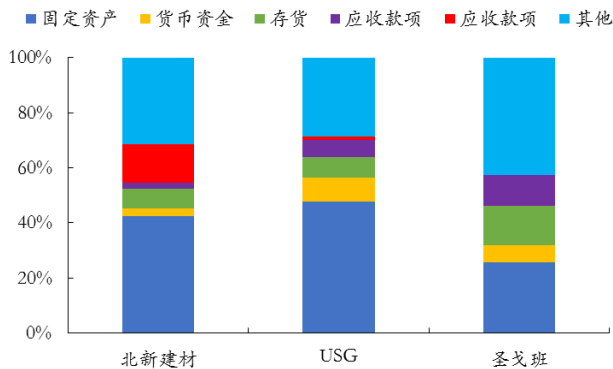


资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

图 46: 2018 年公司 & 可比公司资产结构

图 47: 2018 年公司 & 可比公司存货结构



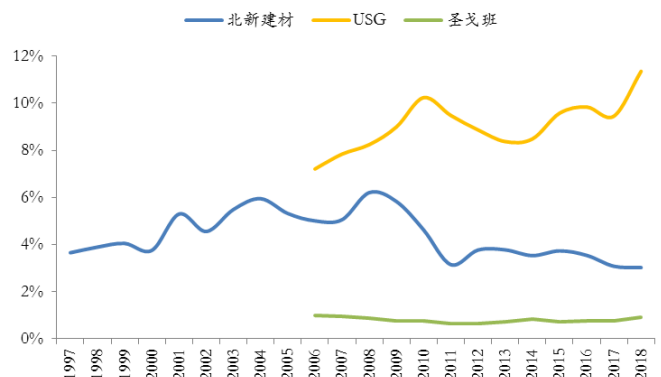
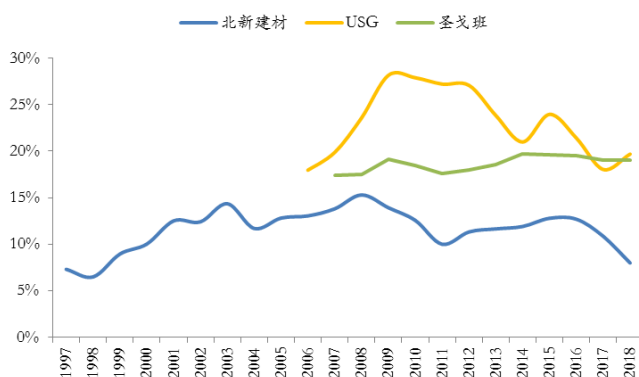
资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

公司三费费率均处于行业较低水平。根据年报，2018 年公司期间费用率约 8%，较去年下降 2.8pct，期间费用主要来自销售费用和管理费用，这与公司需要大量销售管理人员的扁平化销售方式有关。2018 年，公司销售/管理/财务费用率分别下降 0.05pct/2.26pct/0.56pct，主要系公司收入增速较快及管理所用物料减少。

图 48: 1997-2018 年公司 & 可比公司期间费用率

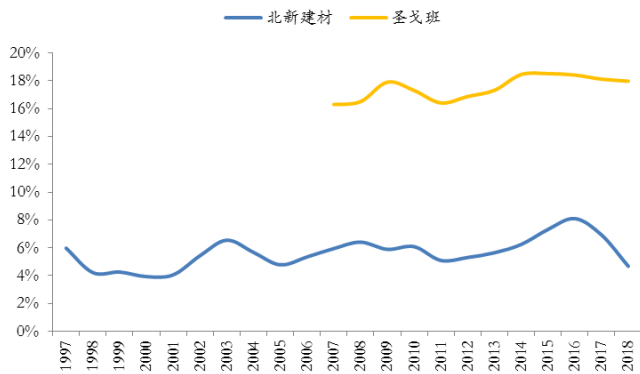
图 49: 1997-2018 年公司 & 可比公司销售费用率



资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

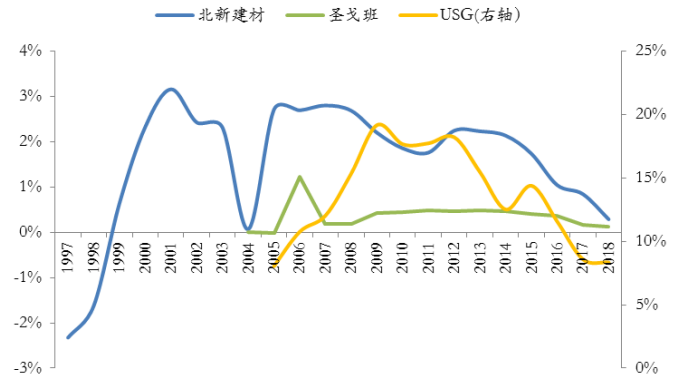
资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

图 50: 1997-2018 年公司及可比公司管理费用率



资料来源: 彭博, 安信证券研究中心 注: USG 报表无披露管理费用

图 51: 1997-2018 年公司及可比公司财务费用率



资料来源: 彭博, 安信证券研究中心

## 2.2. 品牌制高点战略, 促产转销

### 2.2.1. 构建产能扩张背后的品牌护城河

产能扩张背后的品牌扩张, 全面占领细分市场。公司自主研发的“龙牌”石膏板主要覆盖高端产品市场。2005 年, 公司增资控股山东泰和, 拥有覆盖中高端市场的“泰山”石膏板, 优势互补实现全国一、二线城市布局。2018 年, 重组万佳建材, 组建“梦牌”, 主要辐射山东、安徽及毗邻地区, 主要针对中低端消费市场。公司的“北新”和“龙牌”作为母品牌, 为其他子品牌背书。借助落后产能出清契机, 进一步提高公司市占率, 全面提高产品知名度和影响力。

表 7: 公司品牌家族的系列产品

名称	主要产品	特征	logo
北新	石膏板、轻钢龙骨、矿棉板、金邦板及型材	产品名称与企业名称统一使用	
龙牌	石膏板	1980 年即确定主产品商标为“龙”牌	
泰山	石膏板	主要针对中低端消费群体, 知名度较高	
梦牌	石膏板、轻钢龙骨、装饰板等	主要面向山东、安徽及周边城市	
鲁班	鲁班万能板	全面替代木板等各类室内墙体和吊顶装饰材料, 免油漆、免壁纸、免墙布, 即装即住	
金邦	金邦板	集功能性、装饰性为一体的外墙装饰材料	
筑根	石膏板	低端市场	

资料来源: 公司官网, 安信证券研究中心

**品牌构建护城河。**业务复盘发现, 在经历前期的快速扩张后, 公司采用品牌公共宣传方法, 促进新增产量迅速转换为利润, 有效提高市占率。北新建材提出以“品牌建设”和“技术创新”为战略引擎, 高举高打的制高点策略, 以全面应用地标性建筑为突破口, 抢占工程项目的制高点。公司通过为重点工程项目提供定制化解决方案, 成为国家重点工程、地标性建筑、五星级酒店等高端建筑项目的独家供应商或主要供应商。

### 2.2.2. 研发领先, 加固品牌护城河

石膏板产品技术壁垒较低, 公司拥有相对较高的集中度, 主要得益于研发技术领先, 加固“成本+品牌”护城河。公司上市以来, 研发能力提升和研发支出不断增长, 给公司带来显著的

经营效益，一方面是降能耗和材耗，提高产品利润率，一方面是提高生产效率，完善产品体系。根据市场需求，不断研发新的复合性能产品，推动石膏板市场产品升级，占领增量市场。

**表 8：早期国内石膏板生产技术升级情况**

时间	代表事件	原料	燃料	制板线速度
1978	我国自主研发的第一条年产 400 万平方米纸面石膏板自动化生产线建成	天然石膏	重油	10m/min
1981	我国第一代纸面石膏板生产技术及装备			
1983	北新建材集团从德国可耐福公司引进的年产 2000 万平方米纸面石膏板投产	天然石膏	煤	
1990s	我国第二代纸面石膏板技术及装备			
1997	我国第三代纸面石膏板工艺技术及生产装备——北新建材年产 2000 万平方米纸面石膏板产线（北新二线）投产		块煤	43m/min
2004	我国第四代纸面石膏板技术及装备形成——北新年产 3000 万平方米纸面石膏板生产线（北新三线）建成投产		热电厂蒸汽	60m/min
2006	我国第五代纸面石膏板技术及装备形成	副产石膏	蒸汽	

资料来源：《中国建筑材料》，安信证券研究中心

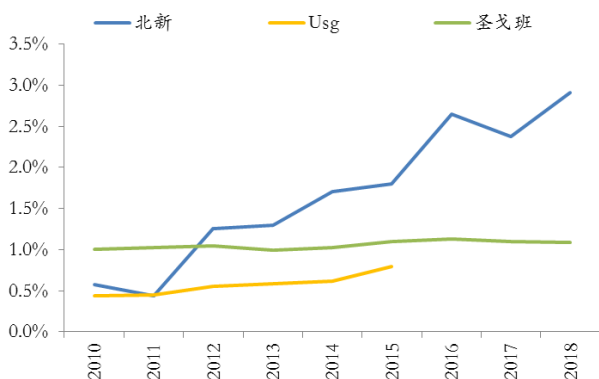
**表 9：2014 年至今公司研发成果**

主要效果	分类	具体介绍
降能耗		2014 年北新建材和泰山石膏自主研发高强低密度石膏板，大大节约能耗成本； 2015 年全面推广节能降耗新技术，石膏板单位煤耗进一步下降；
节约成本	降材耗	2014 年北新建材和泰山石膏自主研发成功的高强低密度石膏板大大节约原料成本； 2015 年公司轻板技术取得突破，解决了降低单重但保持板强度和握钉力的关键技术； 2016 年公司本部研发高强轻板，泰山石膏研发低密度板，产品单重降低 13% 以上；
提效率		2017 年公司提升石膏板生产线速度，进一步降低生产成本；
创新产品	提价	2014 年研发了双防板（防裂缝、防下陷）、“净醛”系列石膏板、钢霸系列高强龙骨等； 2015 年研发了净醛石膏板新产品、抗菌防霉石膏板、高隔声防辐射石膏板； 2017 年净醛石膏板升级迭代创新，相变石膏板实现商业化生产； 2018 年泰山石膏开发分解甲醛石膏板、硅藻泥石膏板、玻璃纤维石膏板、抹灰石膏等，研发北新鲁班万能板，打造全屋装配体系增加了石膏板应用场所，扩展了石膏板增量需求
	放量	2017 年公司持续推动技术创新和应用创新，如石膏板复合墙体替代砖头砌块、金邦板替代石材、赛木板替代木材、矿棉板替代金属材料等。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

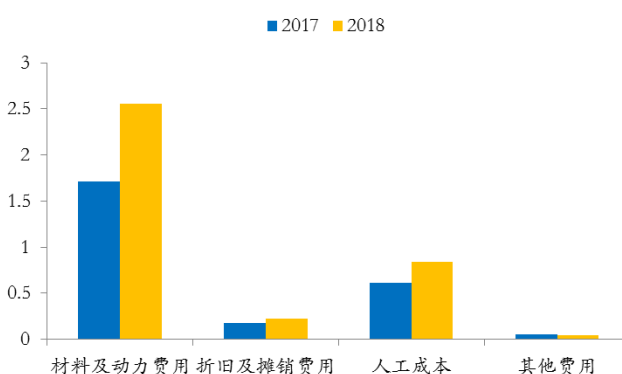
公司研发投入比重大幅领先，兼具增长趋势。公司研发支出占营业收入的比例持续上升，2018 年占比约 3%，较去年提升 0.6pct。研发费用的增长主要来自材料及动力费用/人工成本的增长，较去年费用结构相对稳定。

**图 52：2010-2018 年公司及其可比研发支出/营收比例**



资料来源：彭博，安信证券研究中心

**图 53：2017-2018 年研发费用拆分 (单位：元/平方米)**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

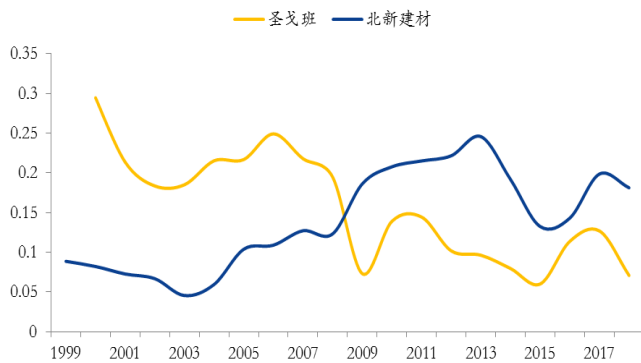


销售渠道以经销商为主，议价权提升。北新建材的石膏板销售以经销商渠道为主，前五大客户的收入占比在 2%左右。石膏板销售客户比较分散，以签订中短期合同为主，在护面板等原材料价格波动时，可以及时的根据合同约定与客户调整销售价格，成本传导速度快。同时，石膏板销售具有一定的区域性，价格主要取决于区域内供需格局和寡头的定价策略，公司国内市占率超过 50%，拥有护面板产能，可以根据原材料价格的波动及区域供需调整销售价格。

### 2.3. 强成本管控和议价权提升，ROE 水平国际领先

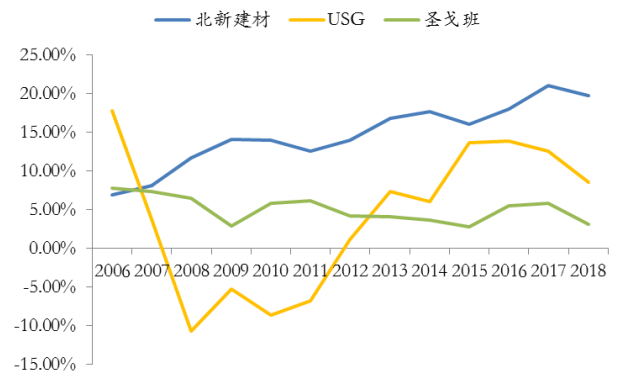
**ROE 提升主要受益于销售净利率提升。**公司是典型的“生产型”企业，核心竞争力来自于低成本费用优势。与行业可比公司相比，公司 ROE 中枢处于相对稳健高位，收益水平远高于 USG 和圣戈班。公司全球龙头地位稳固，主要得益于公司稳健提升的销售净利率，以及市占率提升带来的高议价权。2005 年收购泰山石膏 42%的股权后，公司产能进一步优化，ROE 稳步提升 15pct 至 2013 年的 23%；2014 年 ROE 下滑主要系增发 21 亿元扩大产能，导致资产周转率和权益乘数降低；2018 年 ROE 再次下跌，主要受竣工增速放缓叠加原材料涨价影响。USG 的 ROE 波动较大主要是由于濒临破产和收购时间，销售利润率和权益常数波动幅度均较大，故剔除 ROE 数据；圣戈班持续下滑的净利率水平成为拉低其 ROE 水平的主要原因。

图 54：1997-2018 年北新及可比公司 ROE



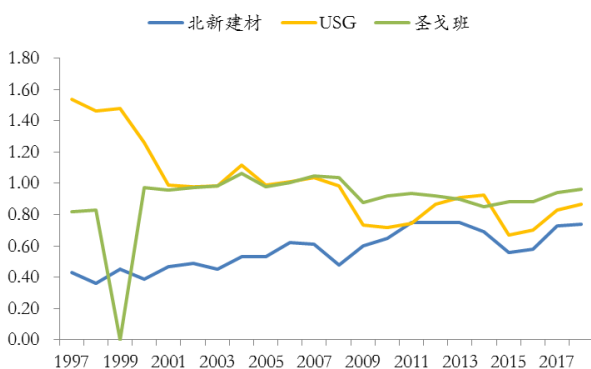
资料来源：彭博，安信证券研究中心

图 55：1997-2018 年北新及可比公司销售净利率



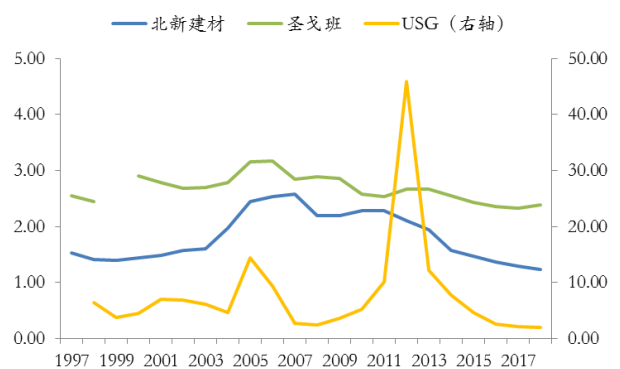
资料来源：彭博，安信证券研究中心

图 56：1997-2018 年公司及其可比公司资产周转率



资料来源：彭博，安信证券研究中心

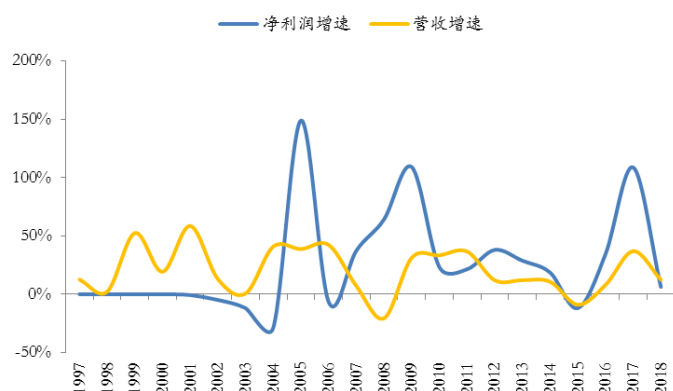
图 57：1997-2018 年北新及可比公司权益乘数



资料来源：彭博，安信证券研究中心

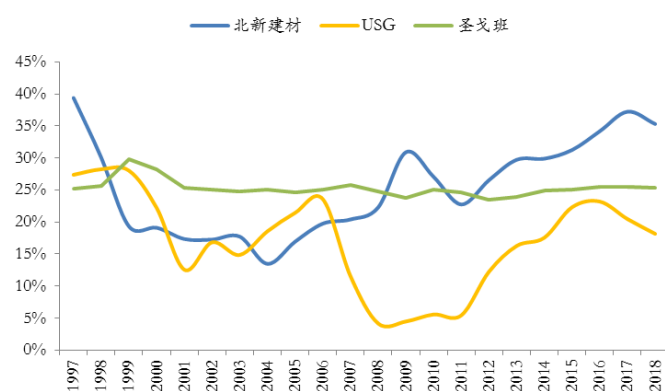
**盈利能力持续提升，主要受益成本控制强化和定价权提升。**2007 年以来，公司盈利能力明显高于可比公司，2018 年公司销售净利率约 20%，分别高于 USG/圣戈班约 11.2/16.7pct，主要系公司规模效应和成本效应。2004 年以来，公司毛利率始终保持稳定增长（除 2009 年受“四万亿”影响猛增），2018 年公司毛利率约 35%，较 USG/圣戈班高出 17/10pct。2004 年以来，公司净利润增速高于营收增速，公司业绩增长健康。

图 58：1997-2018 年公司净利润增速及营收增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 59：1997-2018 年北新及可比公司毛利率

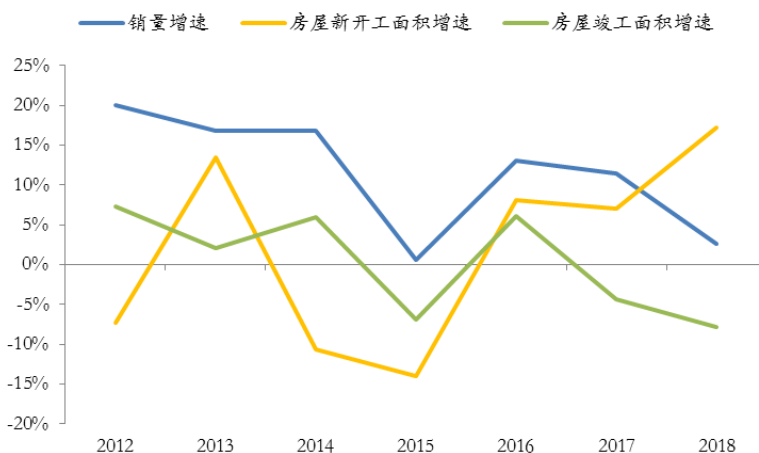


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 后地产时代石膏板业务稳健，需求下降风险可控

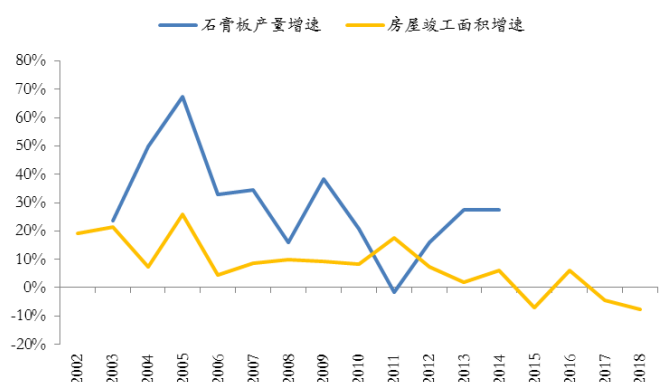
石膏板销量增速与房屋竣工面积增速高度相关，市场容量具备提升空间。石膏板主要应用于商业营业用房、办公楼、公司等内部装饰。我国石膏板约 70% 的应用空间在房屋吊顶，30% 用于墙面。近十年，公司石膏板销量增速明显高于房屋竣工面积增速，可见公司石膏板的渗透率在持续提升。即使在 2015 年周期底部，公司石膏板销量增速仍保持正增长，产品抗周期性显著，未来市场容量具备提升空间。

图 60：公司石膏板销量增速与房屋竣工面积增速正相关（单位：%）



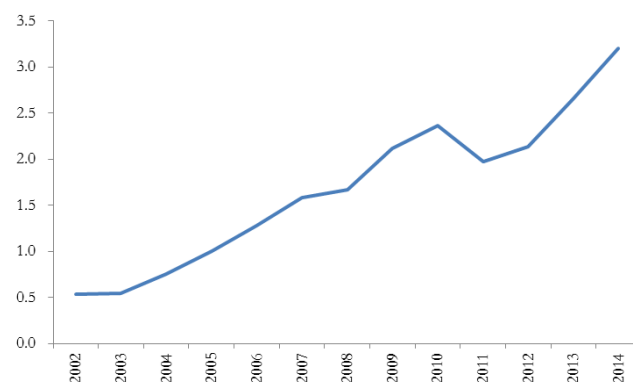
资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

图 61：2002-2018 年石膏板产量及房屋竣工面积增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 62：石膏板渗透率有望进一步提升



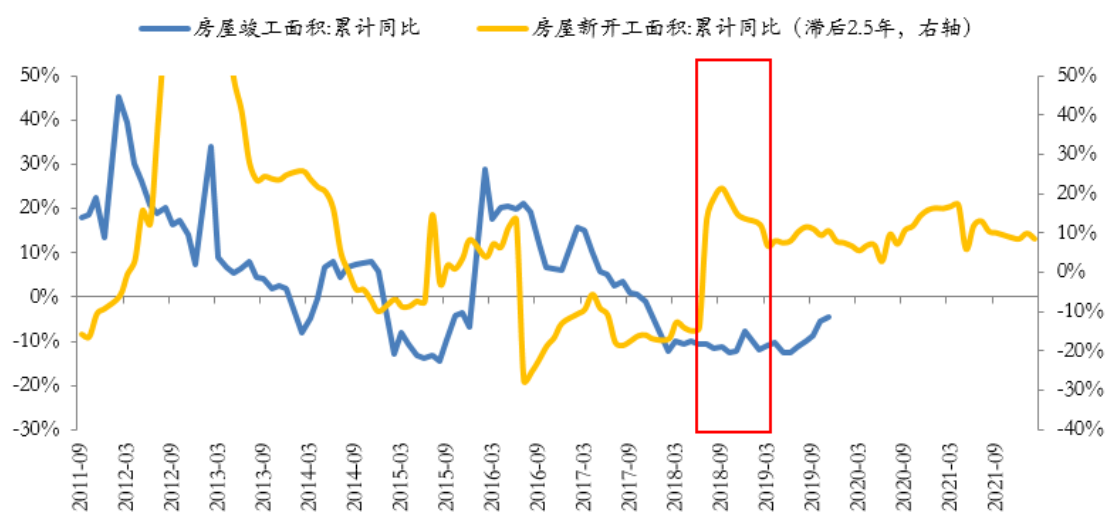
资料来源：Wind，安信证券研究中心

未来石膏板需求增长点主要来自四方面：(1) 地产回暖引致的房地产竣工面积增速回升，中长期有望受益于雄安新区建设和装配式建筑普及；(2) 存量房屋翻新带来的重新装修需求；(3) 石膏板产品性能创新、应用创新，长期渗透率提升带来的增量需求；(4) 公司石膏板海外拓展带来的增量需求。

### 3.1. 2020 年竣工有望回暖，利好石膏板龙头

**2019Q3 迎来竣工回暖，预计 2020-2021 年迎来竣工修复，利好石膏板需求。**2017 年竣工增速下行至负增长区间，主要系 2015 年新开工意愿不强。2018Q3 竣工增速与新开工增速走出明显剪刀差，2016Q1 棚改推进、销售走强叠加资金面回暖使新开工陡峭上行，但并未传导至竣工段，主要系精装修比例提升，拖慢竣工进度以及去杠杆导致房地产企业资金紧缩。2019 年 7 月，竣工显示出向好态势、资金面改善，考虑到竣工交付合约对时间的限制，预计 2020-2021 年将迎来竣工修复。

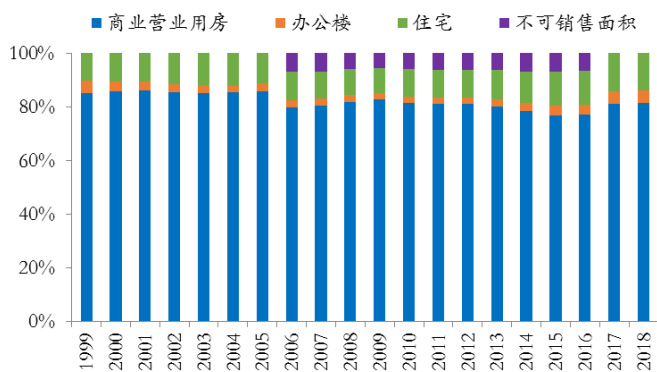
图 63：2011-2019 年房屋竣工及新开工（滞后 2.5 年）面积增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

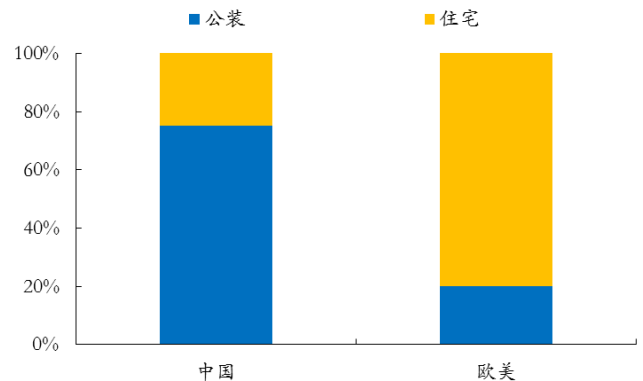
**C 端产品渗透率有望提升，B 端增量可期。**根据中国产业信息网数据，我国房屋竣工面积以商业营业用房为主（81.3%，2018），其次为住宅（13.9%，2018）。国内石膏板约 70% 应用于工装领域，30% 应用于住宅，竣工回暖有望产生确定性 B 端增量需求。此外，欧美发达国家的石膏板需求有 80% 来自住宅领域，随着公司石膏板性能品质和应用场景创新发展，国内石膏板在住宅方面的渗透率有望进一步提升。根据国家统计局数据，2019 年房屋竣工面积 9.6 亿平方米，增长 2.6%，2020 年资金面向好将迎来竣工修复。根据 2016 年以来的新开工面积滞后 3 期并与当期竣工面积进行比较，本报告保守预计 2020 年累计增速达到 7%，竣工面积约 9.8 亿平方米。根据公告，公司石膏板渗透率（按照公司石膏板销量/房屋竣工面积计算）从 2011 年的 0.94 增长到 2018 年的 2.00，保守估算 2020-2021 年在国内增量建筑市场，行业需求有望达到 39.2 亿平方米。根据公告，2018 年公司石膏板单价约为 5.85 元/平方米，则增量规模约 229.3 亿元。假设公司市占率为 60%，公司石膏板需求约 23.5 亿平方米，市场规模约 137.5 亿元。

图 64：1999-2018 年房屋竣工面积结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

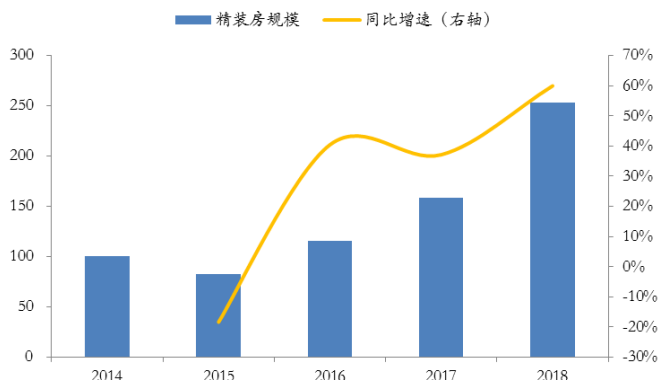
图 65：中国与欧美国家石膏板应用场景差别较大



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

**国内地产集中度提升及精装房占比增长，利好龙头。**2018 年以来，去杠杆和紧信用对地产商的约束不断加深，融资压力增加。受上游人工成本提升、原材料价格上涨、下游限价等因素影响，地产商利润空间进一步压缩。头部房企凭借拓宽融资渠道及低成本的融资将进一步巩固规模优势，行业集中度有望提升。同时，精装房占比不断提升，由于精装房较 B 端采购商更关注建材的质保能力、供应能力、资金实力，直接利好在集采商备受青睐的龙头公司。**乘精装房之风，发力小 B 端，进一步提升市占率。**2019 年泰山石膏与白云集团、深圳瑞和、深圳广田、上海景泰、上海境佳五家建筑装饰公司签订战略合作协议，用布局全国、品质卓越的泰山石膏保证合作公司打造精品工程，充分发挥协同效应。

图 66：2016 年以来精装房规模快速增长



资料来源：奥维云网，安信证券研究中心

图 67：中国房地产企业 500 强首选石膏板供应商

2019 排序	品牌名称	品牌首选率	2018 排序
1	龙牌	29%	1
2	泰山石膏	15%	4
3	可耐福	12%	3
4	兔宝宝	9%	10
5	圣戈班杰科	8%	2
6	优时吉博罗	7%	5
7	洛斐尔	6%	7
8	千年舟	4%	9
9	杰森	3%	6
10	拜尔	2%	8

资料来源：中国房地产业协会，安信证券研究中心

**政策加码推广装配式建筑，增量渗透率有望进一步推升。**2016 年以来，国家对装配式建筑要求加码，到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例要超过 15%，到 2026 年左右，这一比例达到 30%。随着装配式建筑的行业标准不断完善，叠加宅基地等土地政策放宽因素，装配式建筑的石膏板需求有望成为新的需求增长点。

表 10：2016 年以来装配式建筑相关政策

公告时间	单位	名称	具体内容
2016-02	国务院	关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见	加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达 30%，积极稳妥推广钢结构建筑
2016-09	国务院	国常会	大力发展装配式建筑，推动产业结构调整升级
2016-09	国务院	关于大力发展装配式建筑的指导意见	以京津冀、长三角、珠三角大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑，力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%



2016-12	国务院	“十三五”节能减排综合工作方案	到2020年，城镇绿色建筑面积占新建建筑面积比重提高的50%。实施绿色建筑全产业链发展计划，推行绿色施工方式，推广节能绿色建材、装配式和钢结构建筑
2017-02	国务院	关于促进建筑业持续健康发展的意见	大力发展装配式混凝土和钢结构建筑，在具备条件的地方倡导发展现代木结构建筑，不断提高装配式建筑在新建建筑中的比例
2017-03	住建部	“十三五”装配式建筑行动方案、装配式建筑示范城市管理办法、装配式建筑产业基地管理办法	到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，其中重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上；培育50个以上装配式建筑示范城市，200个以上装配式建筑产业基地，500个以上装配式建筑示范工程，建设30个以上装配式建筑科技创新基地
2017-04	住建部	建筑业发展“十三五”规划	到2020年，城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求。城镇绿色建筑占新建建筑比重达到50%，新开工全装修成品住宅面积达到30%，绿色建材应用比例达到40%。到2020年装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到15%
2017-12	住建部	装配式建筑评价标准	主体结构部分的评价分值不低于20分；围护墙和内隔墙的评价分值不低于10分；采用全装修；装配率不低于50%
2018-03	住建部	关于印发2018年工作要点的通知	力争到2018年底，城镇绿色建筑占新建建筑比例达到40%；积极探索推动既有建筑装配式装修改造，开展装配式超低能耗高品质绿色建筑示范

资料来源：国务院、住建部，安信证券研究中心

**装配式房屋优势突出。**北新房屋的产品是以轻钢结构为主的完整高效节能型绿色建筑产品，根据使用场景分为内墙装配化、外墙装配化和吊顶装配化。北新房屋拥有完整的新型房屋产业链，已形成全国性布局，完全实现了材料房屋一体化和设计生产施工一体化。北新房屋的产品和服务覆盖国内近30个省市自治区和全球60多个国家及地区，服务范围不断扩大。

**表 11：装配式房屋优势明显**

墙体类别	墙体厚度 (mm)	墙体面密度 (kg/m <sup>2</sup> )	隔声性能 (dB)	传热系数 (W/(m <sup>2</sup> *K))	施工效率 (m <sup>2</sup> /工*日)
黏土砖墙	100	210	43	5.6	9
加气砌块墙	100	70	42	2.3	16
水泥条板墙	100	60	42	2.02	16
石膏板龙骨建造墙体	100	30	43	0.6	25
装配式自配合墙体	100	31	43	0.5	60

资料来源：《中国建筑材料》，安信证券研究中心

**表 12：北新房屋的装配式房屋产品优势**

优势	性能	具体介绍
安全	抗震防风	采用柔性结构，用专用配件可靠牢固链接，满足9度烈度抗震设防要求，抵御12级台风
	防火安全	复合型围护墙体，A级不燃性防火材料，满足建筑体的防火设计标准
	经久耐用	95年结构安全设计，采用高性能防腐工艺，具备防腐层自修复功能
舒适	通风防潮	开放式通气层设计，加设单向呼吸纸，高寒地区亦不会结露
	隔音降噪	内外墙体及楼板内填充隔声材料，人耳最敏感的音频区域着重进行专业性加强处理
节能	能源利用	最新研发“加能源”5.0产品，自给自足而且可以对外输出电源，实现并网储能
	保温隔热	双保温+双隔热墙体保温节能技术，满足建筑节能75%以上要求，确保室内冬暖夏凉
高效	安装便捷	200平方米独立住宅，5-7日即可完成主体结构安装，2个月即可完成室内外精装修，北方冬季也可施工
	布局灵活	墙体厚度约为传统结构的1/2，套内面积增加10%以上，外墙承重为主，室内空间可灵活布局

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

**北新房屋专业从事装配式房屋业务，充分发挥材料一体化优势。**公司持有北新房屋19%的股



权，北新建材集团有限公司持有北新房屋 81% 的股权，公司与北新房屋实际控制人一致。  
**受益雄安新区建设，装配式建筑的用武之地。**公司在雄安新区合理运输半径内布局超过 2 亿平方米石膏板产能、8000 吨轻钢龙骨产能，具有区域垄断地位。2017 年 11 月，公司与华润置地签订战略合作协议，在雄安新区联合创办绿色建筑研究院，继续深化合作。考虑到雄安新区广阔的公装需求，公司有望凭借自身寡头垄断地位，争取增量需求。

表 13：雄安新区运输半径内公司石膏板及龙骨产线

所属公司	产线地点	石膏板产能 (万平方米)	轻钢龙骨 (吨)	与雄安新区距离 (km)
北新建材	河北涿州	5000		40
	河北故城	3000	3000	210
	天津滨海新区	5000	5000	208
泰山石膏	河北衡水	400		180
	河北平山	3000		212
	秦皇岛	3500		402

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

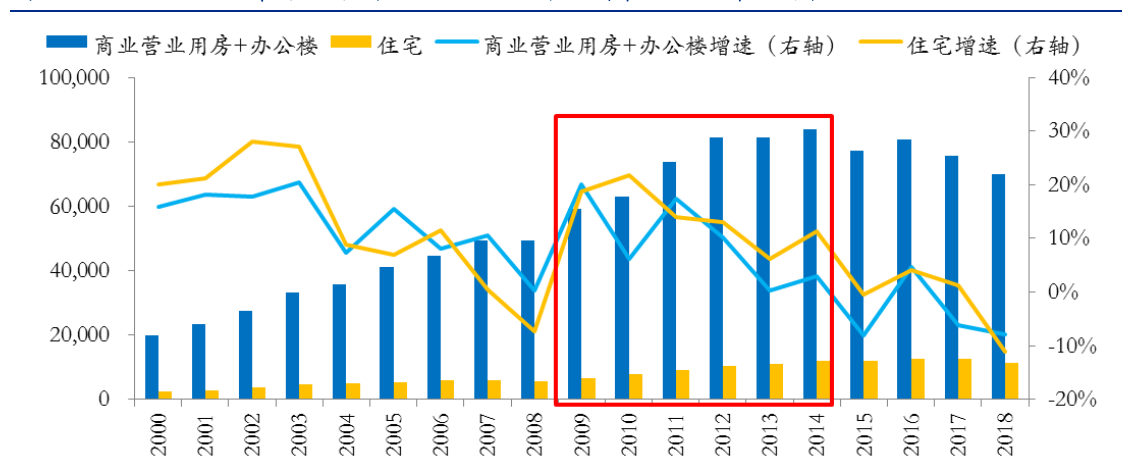
### 3.2. 存量建筑迎来翻新周期，需求市场有望打开

公装要求快捷、方便、便宜，因此尽管石膏板的使用寿命有限，但仍然可被广泛用于公装市场，而在以耐用为主要考量的家装市场需求有限。

**受益于 2009-2012 年竣工面积，存量房翻新需求有望迎来增长。**贸易地产粉饰的翻新周期一般为 5-8 年，家装翻新周期一般为 10-15 年。考虑到房屋竣工面积在 2009 年进入高速增长期，2009-2014 年商业营业用房及办公室和住宅的竣工增速中枢均处于 10% 以上，公装及家装需求进入高速增长期。2015 年及以后，竣工面积小幅下行。假设贸易地产和家装翻新周期分别为 6 年、13 年，根据中国产业信息网数据，公装房石膏板使用面积比例为 2:1（包含吊顶和墙面），住宅石膏板使用面积为 1:2（主要应用于客厅和厨房），预计 2020 年行业的存量翻新需求规模约 21 亿元。

**二手房重装修和老旧小区改造，利好住宅装修幅度有望增加。**石膏板在住宅装饰中主要用于吊顶及墙面。对于非新房屋的保温性能不强、隔音效果差、墙面发霉、墙面开裂等问题，往往通过满贴 9.5mm 纸面石膏板解决以上问题。从国内情况来看，重装修对石膏板利用率有限，而根据 2018 年 USG 年报，美国石膏板在翻修市场占比达到 50%，渗透率有待提升。

图 68：2000-2018 年房屋累计竣工面积及增速（单位：万平方米）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.3. 产品结构升级，长期渗透率有望提升

石膏板行业门槛较低，但中高端市场具有一定技术壁垒。公司产品结构提升有望扩大品牌效

应，使全系列产品的均价提升，进而增厚利润空间。

**从薄板走向厚板。**根据《中国建筑材料》，国内石膏板产品以中低档产品为主，9.5mm 厚的薄石膏板占据 85% 的市场份额，超过 12.5mm 的厚石膏板只占 3%—4%，而美国/日本 12.5mm 以上的厚石膏板使用率分别超过 90%/70%。未来公司产品将向高厚度、大尺寸发展。

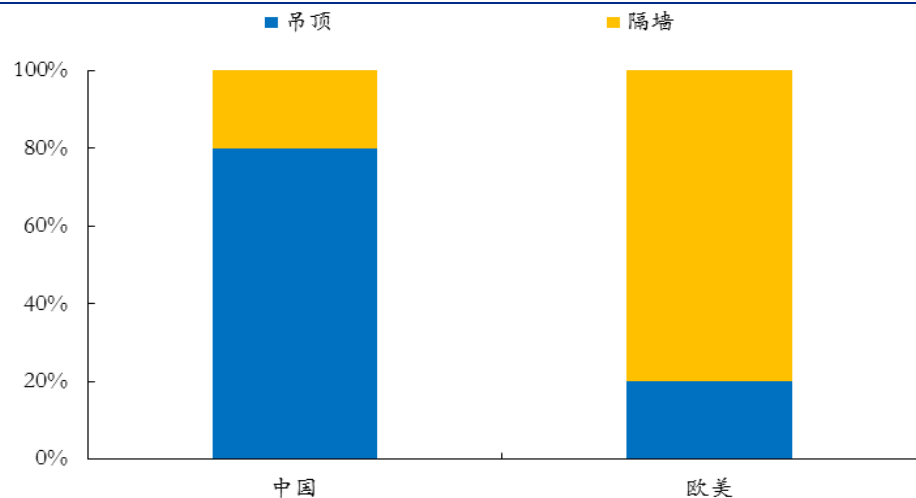
表 14：12mm 厚板品质优于 9.5mm 薄板

尺寸 (mm)					主要参数					
厚度	宽度	长度	包装规格 (张/架)	密度 (kg/m <sup>2</sup> )	纵向断裂荷载 N		横向断裂荷载 N		硬度	
					平均值	最小值	平均值	最小值	端头	棱边
9.5	1200	2400/3000	100	6.5	433	414	202	180	121	109
12	1200	2400/3000	88	8.2	575	557	256	220	248	223

资料来源：可耐福官网，安信证券研究中心

**从吊顶走向隔墙。**根据中国产业信息网，国内石膏板主要用于吊顶装修工程（占比约 70%），欧美国家的石膏板多用于隔墙（占比约 80%），吊顶用途产品不足 20%。国内石膏板在墙体上应用量小，与我国建筑以砌筑材料为主有关，除此之外也与石膏板隔墙的应用技术和配套材料跟不上、隔音性能差以及以加气混凝土为主的新型墙材的竞争等有关。随着石膏板应用技术的不断完善，保温隔音等性能优化，产品标准修改规范，叠加装配式建筑的发展，都将极大地促进纸面石膏板在内外墙体的应用。

图 69：中国和欧美的石膏板用途差距较大



资料来源：中国建筑材料，安信证券研究中心

### 3.4. 石膏板“走出去”，海外增量空间广阔

**顺应一带一路，海外增量空间广阔。**2018 年公司推进石膏板业务国际化，坦桑北新开业当年，产销两旺。2019 年公司公告乌兹北新、泰山埃及产能投资，坦桑北新产能继续扩张，公司石膏板的全球市占率有望继续提升，符合公司战略规划（全球 50% 市占率）。

表 15：公司海外投资建设项目（截至 2019 年底）

公告时间	地点	简称	销售范围	纸面石膏板 (万平方米)	轻钢龙骨 (吨)	装饰石膏线 (万平方米)	持股比 例	总投资 (万美元)	IRR (税后)	其他
2017/12/30	坦桑尼亚	坦桑北新		300			50%	700		收购产能
2017/12/30	坦桑尼亚	坦桑北新		600				550		新建产能

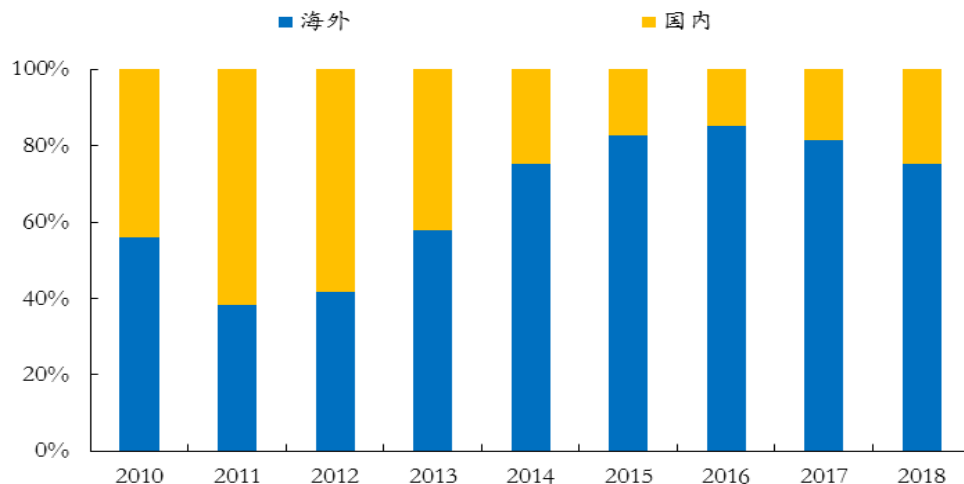
2019/8/20	乌兹别克斯坦	乌兹北新	乌兹别克斯坦	4000	3000	400	100%	2965	15.77%	
2019/8/20	坦桑尼亚	坦桑北新		1500			100%	1320	15.02%	公司 2017 公告年收购年产 300 万平方米石膏板产线,考虑到坦桑北新运营良好,故将原计划投资 600 万平方米产能变更为 1500 万平方米
2019/12/21	埃及	泰山埃及	埃及和周边市场	3500	10000	600	100%	1200	20.78%	新建产能,位于埃及苏伊士省因苏哈那苏伊士湾西北经济区,预计建设期 18 个月

资料来源:公司公告,安信证券研究中心

公司是全球最大的石膏板生产商。根据彭博数据,2018 年全球石膏板市场规模约 372.5 亿美元,预计 2019-2025 年复合增长率为 11.4%。通过与国际巨头对标,住宅需求上升及建筑材料消费升级是海外石膏板市场增长的主要驱动力,国际巨头往往通过收购产线打开新市场。公司初步布局坦桑尼亚、乌兹别克斯坦和埃及,未来有望通过收购和自建产线实现全球市占率达到 50% 的目标(目前约 40%)。

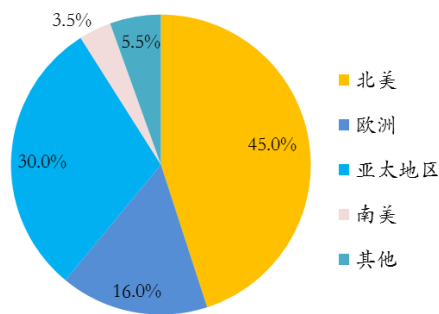
受益两材合并福利,参考国际石膏板公司常用方式,未来有望通过收购/自建产线打开新市场。截至 2019 年 11 月,公司实控人为中国建材集团有限公司,通过中国建材股份有限公司持股 37.83%。集团旗下中材国际主营水泥业务,截至 2018 年年报中材国际已经在全球 74 个国家和地区承接了 226 条产线。公司是集团内唯一一家主营石膏板的企业,未来有望受益于海外渠道和丰富的管理经验,与集团内海外子公司合作前行。公司初步布局坦桑尼亚、乌兹别克斯坦和埃及,未来有望通过收购和自建产线实现全球市占率达到 50% 的目标(目前约 40%),经测算海外增量超过 60 亿元人民币。

图 70: 中材国际海外营收占比逾 70%



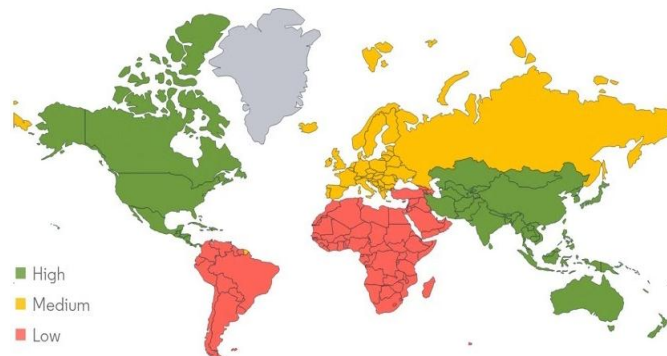
资料来源:公司公告,安信证券研究中心

图 71：全球石膏板市场分区域份额（截至 2018 年）



资料来源：grandinterviewresearch，安信证券研究中心

图 72：2019-2024 年全球石膏板市场分区域增速预测



资料来源：grandinterviewresearch，安信证券研究中心

## 4. 防水国企入市，协同发展高成长可期

### 4.1. “十倍+”防水行业，央企入市、行业洗牌

**整合四地产能，全国防水行业大洗牌。**2019 年下半年，公司发布公告，联合重组四川蜀羊防水、盘锦禹王防水和河南金拇指防水，打造第一家央企防水公司。目前公司成为全国第二大防水材料生产商，规模仅次于东方雨虹。公司将防水业务与石膏板业务放到同等重要的战略地位，计划三年左右实现防水业务跃居行业前三。四川蜀羊是中国防水行业西南领军企业，拥有四大生产基地和六大运营中心，产品业务涵盖工程防水品牌“蜀羊”、家装防水品牌“固得邦”、防水修缮品牌“碧顿”等品牌；禹王是北方乃至全国防水行业龙头企业，现拥有五大防水材料生产基地、禹王化纤和橡胶制品等原材料生产基地，同时拥有防水材料关键原材料高品质胎基布生产线等完整的产业链，拥有 32 家营销分公司、700 余家经销商，营销网络覆盖全国 32 个省市自治区；金拇指防水是中原地区防水行业龙头，河南省市占率第一位。

表 16：收购防水材料产能（截至 2019 年底各公司部分已公告产能）

公告时间	收购公司	地点	改性沥青防水卷材 (万平米)	高分子防水卷材 (万平米)	自粘防水卷材 (万平米)	防水涂料 (吨)	防水砂浆 (吨)	沥青瓦 (万平米)	化纤 (万吨)	聚酯无纺布类 (万吨)	收购价格 (亿元)	持有股权 (%)
2019/8/26	蜀羊	四川崇州	7500	4000		50000						
		四川眉山	4000	4000		30000						
		陕西咸阳	4000	700		5000					3.47	70%
		江西九江	5000	1000		6000						
		河北(筹建)										
2019/10/31	禹王	辽宁盘锦、安徽滁州	23500	5700	1000	177400	10000	1000	0.5	2	1.42	70%
		广东清远										
		湖北仙桃										
		四川眉山										
2019/10/31	金拇指	河南许昌	4000	700		25000					2.73	70%
合计产能			48000	16100	1000	293400	10000	1000	0.5	2		
权益产能			33600	11270	700	205380	7000	700	0.35	1.4		

资料来源：公司公告，公司官网，安信证券研究中心

**业务高起点，成长犹可期。**通过联合重组三家区域性防水龙头，省去自建投资和获取新品牌认可度的时间，迅速占领防水市场。公司通过收购 70% 的股权，保留了原有生产经营团队的管理权，同时将公司作为 40 年央企的全球行业第一的先进管理经验和优势资源带入防水板



块，通过强强联合进一步提升研发能力和经营水平，增强市场竞争力和行业影响力。

表 17：收购公司估值相对较低

公告时间	被收购公司	收购价格 (亿元)	2018 年收入 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	2018 年资产总额 (亿元)	2018 年净资产 (亿元)	持有股权	PE
2019/8/26	蜀羊	3.47	6.11	0.69	5.61	2.74	70%	7.16
2019/10/31	禹王	1.42	0.01	-0.03	1.67	0.22	70%	-
2019/10/31	金拇指	2.73	5.77	0.60	6.29	3.35	70%	6.55

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

布局全国十大防水材料生产基地，预计 3 年内扩展到超过 20 家。公司通过联合重组，实现北新系防水材料全国布局。第一阶段联合重组完成后，生产基地辐射北方、南方、华东、华中、西南、西北等地区，充分发挥防水材料集群优势，迅速提升市场地位。目前国内仅公司和东方雨虹实现了全国布局，东方雨虹拥有覆盖 7 大区域市场的 28 家生产基地。

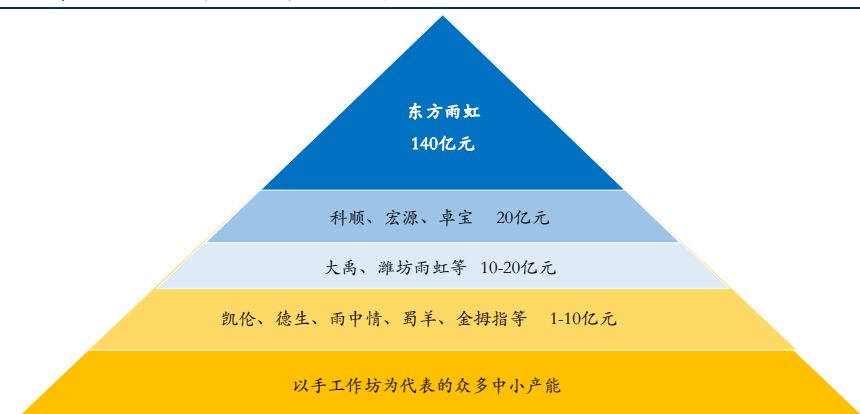
图 73：第一阶段公司防水产业基地布局完成



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

小龙头，大行业。当前，我国防水市场面临集中度不高和质量参差不齐、中小企业恶性竞争等问题。根据中国产业信息网，国内防水行业规模达到 2000 亿元，龙头东方雨虹市占率约 7%，CR10 合计市占率不足 20%。国内防水产品质量差距较大，导致建筑渗漏率居高不下，渗漏导致的翻新返工成本约为建筑物新增防水成本的 2-10 倍，甚至影响施工进度。随着环保趋严和淘汰落后产能的措施频出，行业有望走向规范。公司在当前时点进入防水行业，作为该领域第一家央企，有望借助平台优势，使行业加速集中、进入高质量发展阶段。

图 74：2018 年国内防水市场竞争格局（按收入规模分类）



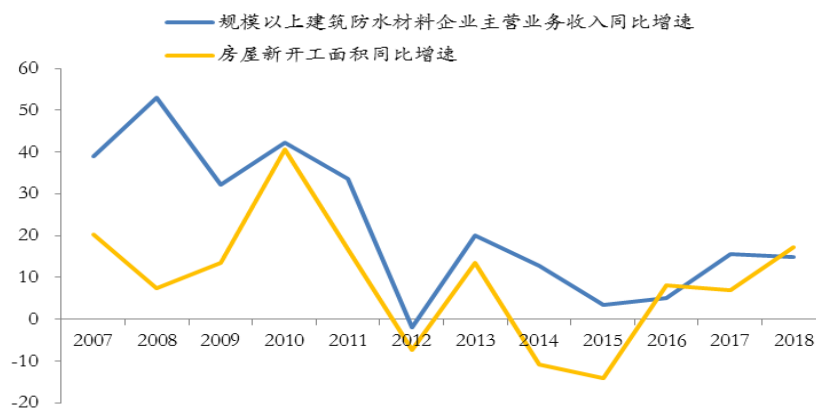
资料来源：Wind，安信证券研究中心



## 4.2. 千万亿元市场规模，看好大地产精装领域渗透率

防水行业增速与房屋新开工面积增速正相关。防水材料在房屋建造中主要用于室内、外墙、屋顶、地下防水，在基础设施建设中主要用于铁路、轨道交通、水库等防水领域。2019年1-11月，648家规模以上（主营业务收入在2000万元以上）建筑防水材料企业的主营业务收入累计约690亿元，YoY+16.3%。根据中国产业信息网，国内防水行业规模达到2000亿元，行业集中度不高。国内龙头东方雨虹目前市占率约7%，CR10合计市占率不足20%。

图 75：规模以上防水企业的营收增速与房屋新开工面积增速正相关（单位：%）



资料来源：中国建筑防水协会，统计局，安信证券研究中心

### 4.2.1. 嫁接石膏板 B 端渠道，积极争取小 B 端、C 端市场

目前国内防水行业的销售渠道正在由 B 端向 C 端拓展，C 端渠道占比逐年提升。以防水行业龙头东方雨虹为例，截至 2017 年，东方雨虹零售渠道一级经销商超过 1000 家、全国网点超过 2 万家，2018 年东方雨虹进行组织结构调整，组建工程建材集团，积极发展员工合伙人，渠道继续下沉。

联合重组打破地域限制，看好品牌 B 端规模效应。禹王、金拇指和蜀羊连续三年位列防水材料竞争力十强，其中，金拇指/蜀羊分别为河南/四川省市占率第一，首选率略显弱势主要系规模限制，客户数量在全国占比较小，而禹王受益于已经实现的全国布局，所获开发商推荐率达 53.4%，三年来排名逐渐提升。

图 76：2019 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌供应商

排名	品牌名称	品牌首选率
1	东方雨虹	36%
2	科顺	20%
3	宏源	8%
4	蓝盾	8%
	卓宝	8%
5	凯伦	6%
	大禹	6%
6	雨中情	2%
7	金拇指	2%
8	蜀羊	2%
9	禹王	1%
10	大禹九鼎	1%

资料来源：中国房地产业协会，安信证券研究中心

图 77：连续三年位列中国房地产防水材料供应商竞争力十强

2019 排名	品牌	开发商推荐率	2018 排名	2017 排名
1	东方雨虹	87.2%	1	1
2	卓宝	68.9%	2	2
3	科顺	68.3%	3	3
4	北新禹王	53.4%	6	8
5	雨水情	49.4%	5	5
	蓝盾防水	49.4%	-	-
6	三棵树防水	31.4%	-	-
7	北新金拇指	21.9%	8	7
8	蜀羊	21.1%	7	6
9	宏恒达防水	15.9%	-	-
10	新三亚	13.8%	-	-

资料来源：明源云采购，安信证券研究中心

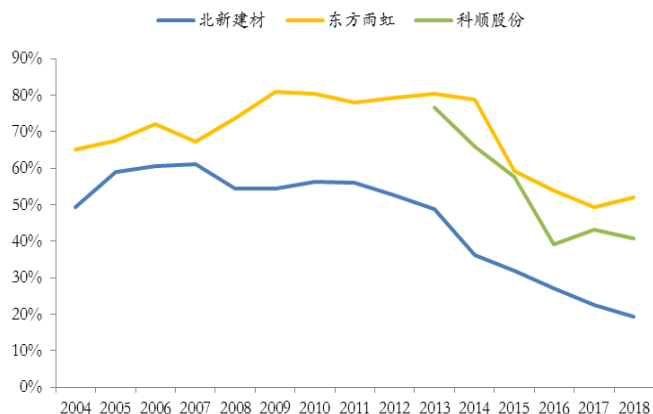
石膏板和防水业务有望实现“双向”协同。随着地产规模化、产业集中化程度不断提高，大地产公司的供应商集中度也不断提升，龙头企业渠道优势明显。考虑到防水和石膏板业务在

客户拓展方面具有协同性，防水板块有望嫁接公司石膏板客户优势，尤其是 B 端客户放量，同时，具备前置效应的防水业务带来的客户粘性将进一步提升公司石膏板业绩。

#### 4.2.2. 偿债优势缓解防水业回款普遍难题

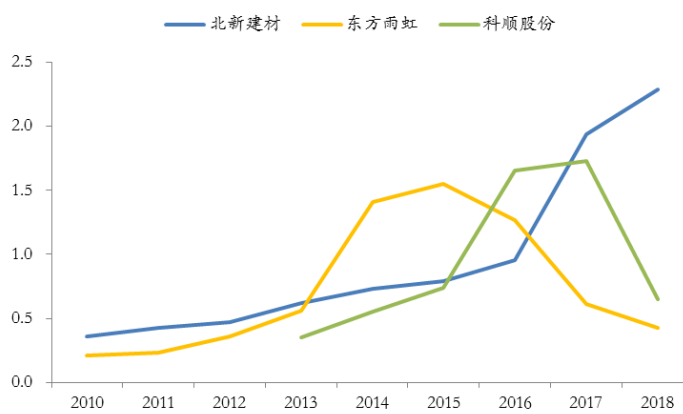
公司现金流充裕、融资能力较强，明显优于其他专营防水的厂商。防水行业上游原材料为沥青，下游为以地产、基建为主的工程商，防水企业普遍定价权偏弱，应收账款占比较高，往往现金流较差。2018 年公司资产负债率 19.37%，分别低于东方雨虹/科顺股份 32.6/21.5 个百分点，资本结构良好。公司 EBITDA 达到带息负债的 2.3 倍，未来可以通过融资继续布局防水业务，且公司央企背景使公司融资成本相对较低。以中建材子公司玻纤龙头中国巨石为例，其票面利率明显低于东方雨虹的票面利率。

图 78：公司资产负债率明显低于其他防水龙头



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 79：公司及可比公司 EBITDA/带息负债比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 18：可比公司未到期融资规模及利率

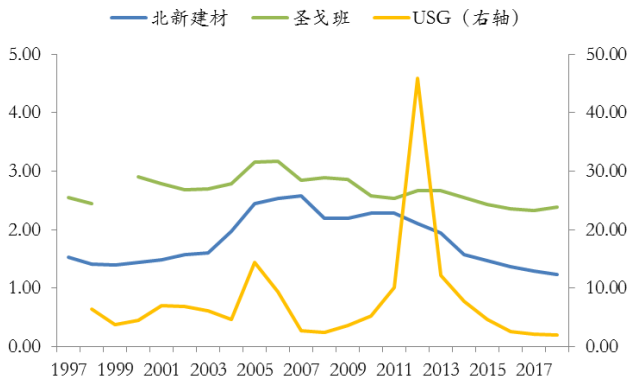
公司名称	类型	融资规模	票面利率
东方雨虹	可转债	18.4	1
	ABN	5.84	6.8
	ABN	0.06	0
中国巨石	超短融	0.33	2.8
	超短融	0.38	2.9
	中票	1.31	5
	中票	1.91	4
	中票	2.16	3.85
	中票	2.52	3.75
	中票	2.9	3.68

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.2.3. 内生增长能力强，现金流充裕提供产能扩张资金基础

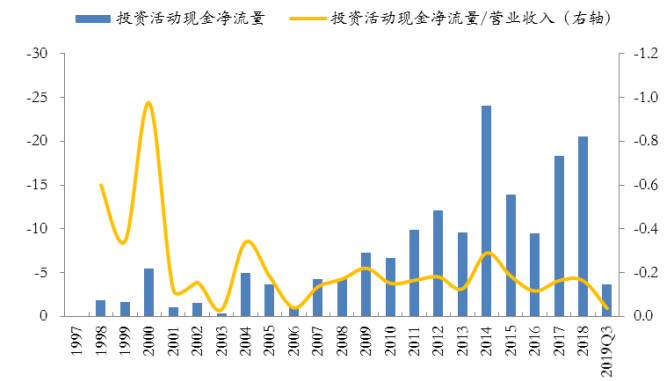
定向增发明显优化资产结构，内生增长能力强。2001-2011 年公司处于产能快速扩张期，公司权益乘数明显由 2003 年的 1.61 上升至 2007 年的 2.57，2014 及 2016 年公司分别定向增发 24.98 及 41.95 亿元用于建设产线，系 14 年来首次募投，2014 年公司权益乘数即下降 0.38 至 1.57，2018 年进一步降至 1.24。公司投资活动现金净流出不断增加，而资产结构不断优化，主要是因为公司内生增长能力强，营收可以覆盖投资活动规模，2001 年以来，公司投资活动现金净流量/营业收入基本保持在 20% 以下。

图 80: 1997-2018 年北新及可比公司权益乘数



资料来源: 彭博, 安信证券研究中心注: 剔除圣戈班 1998 异常值

图 81: 公司投资活动现金净流量及与营业收入比例



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 19: 公司募投项目情况

时间	类型	募投项目名称	计划投资额(亿元)
2016	定向增发	发行股份购买泰山石膏 35%的股权	41.95
		建设 2 条年产 3000 万平方米纸面石膏板生产线	2.04
2014	定向增发	研发及其他基地建设项目	14.83
		偿还银行贷款及补充流动资金	8.11
		合计	24.98
2000	配股	投资建设产线及其他基地项目	20.53
1998	配股	投资建设产线及其他基地项目	1.36
1997	IPO	收购及建设产线及其他基地项目	4.96

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 4.3. 细分行业绝对龙头, 适配全屋装配式战略规划

涂料龙头纷纷跨界防水, 并购之举强强联手优势凸显。近年来, 防水市场受到众多行业龙头青睐。除北新建材大举并购外, 三棵树也重点布局年产 3000 万平方米防水卷材产线集团, 凭借“六位一体”产品+服务集成系统迅速为三棵树防水打开天地, 三棵树防水迅速占领市场, 已获 2019 年防水材料竞争力第六位。通过跨界可以完善公司的产品和服务体系, 利用已有营销渠道和品牌效应, 培养崭新的利润增长点。考虑到其他建材细分行业集中程度较低, 公司凭借在石膏板领域的寡头垄断地位, 利用密集的 B 端渠道, 有望凭借未来地产和基建回暖趋势顺利提升防水行业市占率。

表 20: 建材龙头的跨界业务

公司	主业	新增业务	具体介绍
北新建材	石膏板	防水、涂料	2019 年发布“一体两翼”发展战略, 发展防水材料和涂料领域。公司计划 3 年内进入防水行业前三, 先后收购蜀羊、禹王、金拇指三家区域性防水龙头, 成为防水领域的第一家国企。
三棵树	涂料	防水	2019 年收购大禹 70% 股权, 重点布局年产 3000 万平方米防水卷材产线
伟星新材	管材	防水、净水	2017 年设立防水材料子公司, 力争将防水业务培养成第二主业
亚士创能	保温	防水、涂料	石家庄投资 12 亿元建设生产基地和华中区域总部, 新增防水卷材产能 3000 万平方米、功能性水性建筑涂料 30 万吨等
东方雨虹	防水	涂料	2016 年与得多 DAWSE 集团签订战略合作协议, 简历德爱威涂料生产基地

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

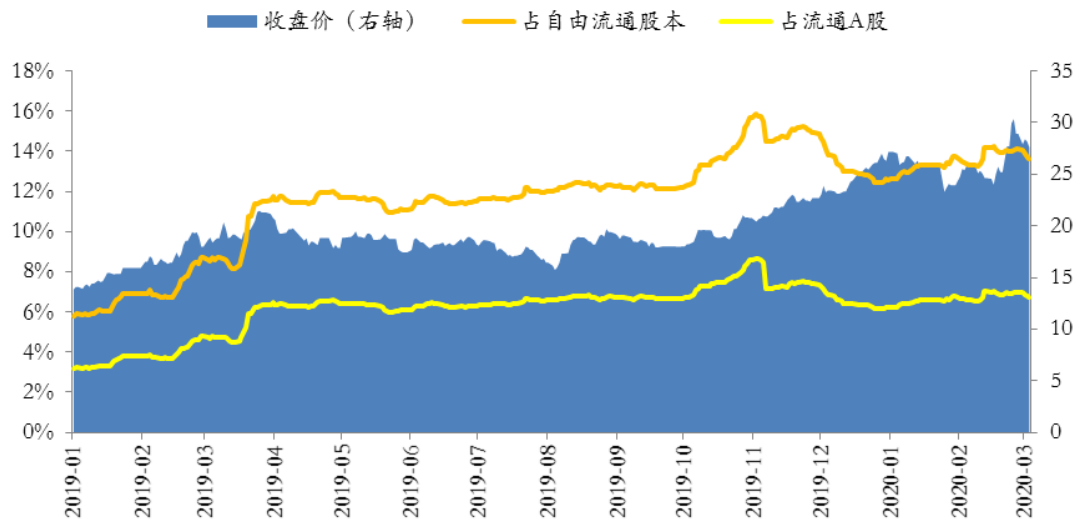
打造“四位一体”全屋装配式体系。与其他消费建材子行业龙头公司类似, 公司同样提出了四位一体的系统解决方案, 即围绕主业石膏板按照“紧密协同和互相增强”原则构建新“四位一体”绿色建筑新材料解决方案: (1) 石膏板龙骨万能板全屋装配室内系统; (2) 粉料涂料砂浆系统; (3) 外墙节能保温系统; (4) 防水系统, 打造“10 倍+”级别的新产品, 拓展“10 倍+”市场的新业务。

## 5. 估值和盈利预测

### 5.1. 市场预期乐观，外资持仓增加

根据 Wind 数据，截至 2020 年 3 月 12 日，沪港深通持股占自由流通股本的 13.64%，占流通 A 股的 6.74%，较 2019 年初分别上升 7.86 和 3.57 个百分点。

图 82：沪港深通持股情况（截至 2019 年 3 月 12 日）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 5.2. 关键假设

#### 5.2.1. 石膏板业务

根据公司在建工程及实现公司全球 30 亿平方米布局的战略目标，假设公司继续保持满产满销状态，考虑到公司在国内市占率已经接近 60%，同时需求端除竣工改善外缺乏明显利好，产能释放需要时间，加之后市公司迎来 50 亿平方米产能布局，预计产能利用率小幅下落并保持稳定。根据公司 19Q3 公告，报告期内公司产品价格下降，考虑到后市公司在高端市场发力、石膏板厚度增加、产品更新换代可期，我们认为石膏板价格仍有上升空间。

#### 5.2.2. 防水材料业务

2019 年公司收购蜀羊、禹王、金拇指三家防水公司共 10 家防水生产基地，防水卷材的合计权益产能为 4.6 亿平方米、防水涂料的合计权益产能为 20.5 万吨。公司计划未来 3 年内扩展超过 20 家防水基地，我们合理假设 2022 年公司产能翻番。我们看好未来三年公司防水板块的成长性，受益于全国布局的规模效应，产品毛利率将有效提升。

#### 5.2.3. 龙骨及其他业务

龙骨业务近三年毛利率水平相对稳定，假设龙骨及其他业务毛利率水平与前值相同。

表 21：与可比公司估值对比

代码	公司	营业收入 (百万元)			净利润 (百万元)			P/E		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002271.SZ	东方雨虹	18138	22951	27966	2085	2686	3280	19	18	14
002372.SZ	伟星新材	4894	5565	6362	1041	1185	1350	20	17	15
603737.SH	三棵树	5565	7535	9932	412	561	766	43	31	23
600585.SH	海螺水泥	150645	157291	162556	33032	33951	34287	8.8	8.6	8.5

资料来源：Wind，安信证券研究中心（截至 2020 年 3 月 12 日 Wind 一致预期）

考虑到 2019 年公司净利润受泰山石膏诉讼费用影响约 18.46 亿元，我们预计 2019、2020 及 2021 年公司归母净利润分别为 4.2 亿元、28.1 亿元和 34.5 亿元，EPS 分别为 0.25 元、1.66 元和 2.04 元，PE 分别为 109、16 和 13 倍。我们看好公司防水板块成长性，对应 2021 年盈利预测和公司及可比公司 PE 给出 20x 估值，目标价为 33 元/股。

风险提示：地产竣工改善不及预期、原材料及燃料价格上涨、防水板块业绩不及预期、石膏板产品结构升级不及预期。

(1) 若地产竣工改善不及预期，全市场石膏板需求增速承压，公司作为行业龙头，产能利用率、营收与利润均受到影响。

(2) 原材料（主要是护面板）成本占比高，若受国内外疫情影响，废纸成本大幅提升，直接影响石膏板主业的毛利率。若燃料价格上涨，直接影响主营业务成本。

(3) 公司积极推进防水业务，若推进进度不及预期，或并购公司业绩低于预期，直接影响公司盈利水平。

(4) 石膏板未来需求的一大增长点来自于产品结构升级，若进度低于预期，石膏板需求及主业收入、盈利均受到影响。



## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	11,164.3	12,564.9	12,974.5	16,716.5	18,777.5	<b>成长性</b>					
减:营业成本	7,007.9	8,127.6	8,580.8	10,906.4	12,010.7	营业收入增长率	36.9%	12.5%	3.3%	28.8%	12.3%
营业税费	155.3	179.8	185.7	239.2	268.7	营业利润增长率	63.6%	10.5%	-15.6%	38.3%	21.5%
销售费用	343.8	380.4	519.0	668.7	751.1	净利润增长率	100.2%	5.2%	-83.0%	568.7%	22.9%
管理费用	774.3	587.6	1,118.9	1,336.2	1,455.9	EBITDA 增长率	54.3%	15.0%	-16.2%	33.8%	18.8%
财务费用	94.3	36.2	81.6	98.0	62.0	EBIT 增长率	64.7%	16.2%	-21.7%	37.7%	19.9%
资产减值损失	26.0	5.3	13.2	13.2	13.2	NOPLAT 增长率	60.4%	8.8%	-17.0%	37.7%	19.9%
加:公允价值变动收益	-6.1	3.5	-	-	-	投资资本增长率	12.3%	3.7%	20.6%	0.6%	13.1%
投资和汇兑收益	49.0	82.8	82.8	82.8	82.8	净资产增长率	19.4%	15.6%	-2.4%	14.5%	16.7%
<b>营业利润</b>	2,740.9	3,029.8	2,558.0	3,537.6	4,298.7	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-51.9	-214.6	-2,061.1	-214.6	-214.6	毛利率	37.2%	35.3%	33.9%	34.8%	36.0%
利润总额	2,689.0	2,815.2	497.0	3,323.0	4,084.1	营业利润率	24.6%	24.1%	19.7%	21.2%	22.9%
减:所得税	334.1	334.6	74.5	498.4	612.6	净利润率	21.0%	19.6%	3.2%	16.8%	18.4%
净利润	2,344.0	2,466.0	419.9	2,807.8	3,451.0	EBITDA/营业收入	29.9%	30.6%	24.8%	25.8%	27.3%
						EBIT/营业收入	26.0%	26.8%	20.3%	21.7%	23.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	228	214	234	213	211
货币资金	614.0	490.0	1,038.0	1,337.3	1,502.2	流动营业资本周转天数	65	50	51	43	42
交易性金融资产	1,183.4	2,489.9	2,493.4	2,496.9	2,500.4	流动资产周转天数	166	160	189	168	158
应收帐款	211.7	152.1	361.0	227.9	421.3	应收帐款周转天数	7	5	7	6	6
应收票据	113.0	137.9	122.3	196.9	173.1	存货周转天数	40	36	46	41	40
预付帐款	311.6	144.7	598.0	232.6	643.5	总资产周转天数	491	487	546	468	443
存货	1,259.6	1,278.8	2,040.6	1,804.2	2,406.2	投资资本周转天数	365	350	380	324	308
其他流动资产	1,837.4	958.5	1,312.1	1,369.3	1,213.3	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	182.6	176.6	185.2	181.5	181.1	ROE	18.9%	17.3%	3.0%	17.6%	18.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.6%	13.9%	2.0%	12.8%	14.4%
长期股权投资	122.4	170.5	225.3	225.3	225.3	ROIC	23.3%	22.5%	18.1%	20.6%	24.6%
投资性房地产	42.1	51.4	51.4	51.4	51.4	<b>费用率</b>					
固定资产	7,330.0	7,590.0	9,296.9	10,516.7	11,506.2	销售费用率	3.1%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%
在建工程	899.7	2,066.0	1,694.4	1,456.4	1,337.4	管理费用率	6.9%	4.7%	8.6%	8.0%	7.8%
无形资产	1,621.0	1,689.0	1,757.5	1,749.9	1,741.3	财务费用率	0.8%	0.3%	0.6%	0.6%	0.3%
其他非流动资产	382.1	512.7	249.6	227.2	203.8	三费/营业收入	10.9%	8.0%	13.3%	12.6%	12.1%
资产总额	16,110.7	17,908.0	21,425.6	22,073.7	24,106.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	800.1	891.0	2,629.2	2,356.6	1,884.5	资产负债率	22.4%	19.4%	34.2%	26.9%	21.9%
应付帐款	892.4	994.3	1,133.5	1,473.1	1,405.9	负债权益比	28.9%	24.0%	52.1%	36.8%	28.0%
应付票据	170.4	27.5	549.4	248.9	300.5	流动比率	1.91	2.44	1.63	1.58	2.13
其他流动负债	1,033.7	400.5	565.0	787.5	566.5	速动比率	1.47	1.89	1.21	1.20	1.55
长期借款	287.5	534.4	1,788.2	500.0	500.0	利息保障倍数	30.76	93.00	32.34	37.10	70.37
其他非流动负债	431.0	621.4	670.5	574.3	622.1	<b>分红指标</b>					
负债总额	3,615.0	3,469.1	7,335.9	5,940.4	5,279.4	DPS(元)	0.38	0.46	0.46	0.46	0.46
少数股东权益	80.2	156.0	158.5	175.3	195.8	分红比率	27.1%	31.5%	185.1%	27.7%	22.5%
股本	1,788.6	1,689.5	1,689.5	1,689.5	1,689.5	股息收益率	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
留存收益	10,625.0	12,590.3	12,241.7	14,268.5	16,942.0						
股东权益	12,495.7	14,438.9	14,089.7	16,133.3	18,827.3						

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	2,354.9	2,480.7	419.9	2,807.8	3,451.0
加:折旧和摊销	443.7	477.8	580.8	674.1	760.2
资产减值准备	26.0	5.3	-	-	-
公允价值变动损失	6.1	-3.5	-	-	-
财务费用	98.2	40.1	81.6	98.0	62.0
投资损失	-49.0	-82.8	-82.8	-82.8	-82.8
少数股东损益	10.9	14.7	2.5	16.7	20.6
营运资金的变动	-1,037.9	715.2	-1,152.2	800.5	-1,136.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	2,654.2	2,782.7	-150.2	4,314.3	3,074.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,830.6	-2,059.2	-1,809.5	-1,513.0	-1,516.4
<b>融资活动产生现金流量</b>	-1,041.5	-773.3	2,507.7	-2,502.0	-1,393.1

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	1.39	1.46	0.25	1.66	2.04
BVPS(元)	7.35	8.45	8.25	9.45	11.03
PE(X)	19.6	18.6	109.4	16.4	13.3
PB(X)	3.7	3.2	3.3	2.9	2.5
P/FCF	104.1	25.4	37.5	42.0	49.5
P/S	4.1	3.7	3.5	2.7	2.4
EV/EBITDA	11.9	5.6	14.6	10.5	8.7
CAGR(%)	6.2%	11.9%	-33.9%	6.2%	11.9%
PEG	3.1	1.6	-3.2	2.6	1.1
ROIC/WACC	2.4	2.3	1.9	2.1	2.5
REP	1.4	0.7	1.7	1.4	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034