



买入 (首次)

所属行业: 建筑材料/其他建材
当前价格(元): 37.73
合理区间(元): 55.4-60.94

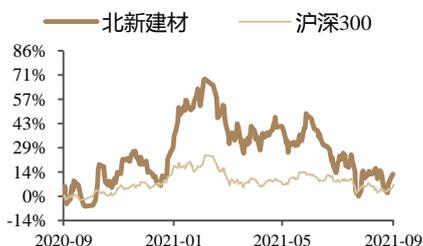
证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	2.17	-1.79	-23.25
相对涨幅(%)	0.72	-0.02	-17.77

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

北新建材 (000786.SZ): 深耕石膏板领域四十载, “一体两翼” 战略开启新篇章

投资要点

- 打造石膏板行业制造标杆, 高市占率支撑强定价权。**北新建材深耕石膏板行业四十余载, 通过联合并购与内生发展不断扩张产能, 截止21年H1, 公司石膏板产能达到28.24亿平米, 市占率超过60%, 高市占率打造超强定价权, 今年以来公司通过提价成功转移成本波动带来的影响, 盈利水平处于高位且稳定; 同时公司稳步推进50亿产能规划, 随着行业供给侧改革不断落地, 落后产能淘汰, 龙头企业市占率将进一步提升, 稳定与成长并存。
- 成本优势突出, 构建超强护城河。**与竞争对手相比, 公司在护面纸及脱硫石膏均具有资源及采购优势, 随着泰和纸业新产能投产, 公司护面纸产能自给率提升至约75%, 并与其他各大纸厂合作良好, 发挥集采优势; 脱硫石膏方面, 公司抢占区位优势, 产能基地多布局在火电厂附近, 占据脱硫石膏资源优势, 公司基地趋于完善, 覆盖全国大部分地区, 节约物流成本提升配送销量。同时, 公司通过不断投入研发, 单位石膏板的原材料消耗和煤耗电耗持续下降, 构建成本护城河。
- 短期房屋装修+装配式建筑推行提供需求支撑。**随着消费者对石膏板认知观念的改进及政策推动, 住宅吊顶及墙体应用渗透率有望进一步提升。我们测算, 未来3年新房屋装修和二次重装或带来近1400亿左右的市场空间, 而装配式建筑渗透率提升将带来新的需求增量, 按照23个省市十四五规划, 预计2025年装配式建筑的建筑面积将至少达到5.99亿平米, 拉动石膏板需求约120亿平米, 市场空间巨大。
- 防水和涂料业务打开未来成长空间。**2020年, 公司推出“一体两翼, 全球布局”的新战略, 巩固石膏板龙头地位, 同时产业链延伸至防水及涂料领域, 未来防水和涂料业务占比将分别达到20%。目前公司防水业务已经跃居行业前三, 成为防水行业新的破局者; 而涂料业务今年有望迎突破性进展, 根据公司产能和研发双布局的举措, 防水和涂料更重视产品技术创新, 尤其涂料将高端装备用工业涂料作为重点发展方向, 顺应国内大力发展高端制造业的市场需求, 市场空间十分广阔。
- 投资建议:**我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为39.7、46.8和53.9亿元, 同比增长38.8%、17.7%和15.3%, EPS分别为2.35、2.77和3.19元, 对应PE估值分别为16.1、13.6和11.8倍; 给予公司基于22年业绩预测20-22倍的PE估值, 对应目标价区间为55.4-60.94元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:**地产投资大幅下滑, 装配式建筑推广不及预期, 原材料价格大幅上涨, 竞争对手高强度石膏板技术突破。

股票数据

总股本(百万股):	1,689.51
流通A股(百万股):	1,689.51
52周内股价区间(元):	30.54-54.82
总市值(百万元):	61,971.15
总资产(百万元):	25,143.96
每股净资产(元):	10.23

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,323	16,803	21,241	23,889	26,781
(+/-)YOY(%)	6.0%	26.1%	26.4%	12.5%	12.1%
净利润(百万元)	441	2,860	3,971	4,675	5,391
(+/-)YOY(%)	-82.1%	548.3%	38.8%	17.7%	15.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.26	1.69	2.35	2.77	3.19
毛利率(%)	31.9%	33.7%	34.9%	35.6%	36.1%
净资产收益率(%)	3.2%	17.2%	19.2%	18.5%	17.6%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润



投资五要素

驱动因素

第一、公司作为石膏板龙头,打造石膏板行业制造标杆,公司市占率超过 60%,高市占率支撑强定价权。公司稳步推进 50 亿产能规划,随着行业供给侧改革不断落地,落后产能淘汰,龙头企业市占率将进一步提升,稳定与成长并存。

第二、与竞争对手相比,公司在护面纸及脱硫石膏均具有资源及采购优势,成本优势突出,构建超强护城河。

第三、短期房屋装修+装配式建筑推行提供需求支撑。随着消费者对石膏板认知观念的改进及政策推动,住宅吊顶及墙体应用渗透率有望进一步提升,未来有望打开市场空间。

第四、防水和涂料业务打开未来成长空间。2020 年,公司推出“一体两翼,全球布局”的新战略,巩固石膏板龙头地位,同时产业链延伸至防水及涂料领域,未来防水和涂料业务占比将分别达到 20%。目前公司防水业务已经跃居行业前三,成为防水行业新的破局者;而涂料业务今年有望迎突破性进展,根据公司产能和研发双布局的举措,防水和涂料更重视产品技术创新,尤其涂料将高端装备用工业涂料作为重点发展方向,顺应国内大力发展高端制造业的市场需求,市场空间十分广阔。

盈利预测与投资建议

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 39.7、46.8 和 53.9 亿元,同比增长 38.8%、17.7%和 15.3%,EPS 分别为 2.35、2.77 和 3.19 元,对应 PE 估值分别为 16.1、13.6 和 11.8 倍;考虑竣工后周期和绿色建筑趋势影响以及公司规模优势和新业务成长空间,给予公司基于 22 年业绩预测 20-22 倍的 PE 估值,对应目标价区间为 55.4-60.94 元,首次覆盖给予“买入”评级。

区别于市场的观点

一是市场担忧石膏板增速放缓,缺乏成长性;二是市场担忧公司防水业务占比逐步提升,现金流恶化;我们认为,公司作为石膏板绝对龙头,成本优势明显,高市占率支撑强定价权,可以充分传导成本压力,而产能稳步扩张及泛石膏板产品的快速发展,依旧保持稳定成长;而防水业务的快速发展,为公司提供增长动能,公司对应收账款严管控,移植石膏板优秀管理经验,应收款风险整体可控。

股价表现的催化因素

公司作为石膏板行业龙头,成本优势突出,随着供给侧改革深入,行业落后产能进一步出清,市占率仍有增长趋势。绿色节能建筑时代,装配式建筑渗透率提升有望带来新的需求增量;同时,在“一体两翼”新战略推动下,公司向综合类建材企业发展,防水和涂料业务将打开未来成长空间。

主要风险

地产投资大幅下滑,装配式建筑推广不及预期,原材料价格大幅上涨,竞争对手高强度石膏板技术突破。

内容目录

1. 深耕石膏板四十年，进入“一体两翼”新战略阶段	7
2. 石膏板：龙头地位突出，绿色建筑有望打开需求空间	10
2.1. 生产基地遍布全国，渠道助力产能转换市占率	10
2.2. 抢占成本制高点，规模化生产突出成本优势	14
2.2.1. 外废进口叫停，护面纸自供比例提升优势尽显	15
2.2.2. 生产基地毗邻火电厂，坐拥脱硫石膏资源	17
2.3. 需求端：绿色建筑发展迅速，装配式建筑打开未来需求空间	20
2.3.1. 短期建筑市场石膏板需求稳定	23
2.3.2. 中长期装配式建筑有望带来新增量	25
2.4. 供给端：供给侧改革加速淘汰落后产能，集中度有望继续提升	27
3. 加码防水和涂料，“两翼”业务扩展迅速	28
3.1. 防水行业破局者，开启扩品类之路	28
3.2. 进军涂料领域，工业涂料业务或迎突破	31
4. 盈利预测	33
5. 风险提示	34

图表目录

图 1: 公司发展历程	7
图 2: 公司及部分关联方股权结构.....	7
图 3: 泰山石膏股权结构	8
图 4: 万佳石膏股权结构	8
图 5: 公司石膏板产销量趋势.....	8
图 6: 公司石膏板全国市占率.....	8
图 7: 公司营业收入走势	8
图 8: 公司净利润走势.....	8
图 9: 公司毛利率走势.....	9
图 10: 石膏板毛利率走势.....	9
图 11: 公司主营业务收入分布	10
图 12: 石膏板营收占比.....	10
图 13: 石膏板产业链	10
图 14: 公司石膏板产能.....	12
图 15: 公司已投产产能分布	13
图 16: 公司在建/拟建产能分布.....	13
图 17: 生产纸面石膏板成本拆分	15
图 18: 北新建材石膏板营业成本拆分.....	15
图 19: 废纸进口数量走势.....	16
图 20: 废纸总消耗量及进口数量占比.....	16
图 21: 再生纸浆进口走势.....	16
图 22: 国废价格走势	16
图 23: 石膏制品消耗石膏量比例	17
图 24: 2019 年生产脱硫石膏上游行业占比	19
图 25: 全国火电装机容量分布图	19
图 26: 2020 年全国十大电力装机省份分布	19
图 27: 公司研发投入	20
图 28: 单位石膏板成本.....	20
图 29: 石膏板应用对比—结构.....	20
图 30: 石膏板应用对比—下游建筑类型	20
图 31: 各地区人均石膏消耗量对比.....	21
图 32: 全国商品房销售面积 (累计值)	24

图 33: 全国房屋竣工面积 (累计值)	24
图 34: 石膏板行业市占率分布	27
图 35: 北新防水营收规模 (亿元)	30
图 36: 2020 年上市公司防水业务营收	30
图 37: 工业涂料市场占比	31
图 38: 高端装备制造业稳步向好	32
表 1: 泰山石膏石膏板产能情况	11
表 2: 万佳产能分布	11
表 3: 目前公司与子公司在建石膏板产能	12
表 4: 海外产能投资分布	13
表 5: 公司全渠道销售模式	14
表 6: TOP500 房地产企业首选供应商-石膏板	14
表 7: 进口纸废相关政策	15
表 8: 泰和纸业产能	17
表 9: 天然石膏与脱硫石膏应用对比	18
表 10: 泰山石膏能耗和原材料采购成本	20
表 11: 各种吊顶材料对比	21
表 12: 石膏板墙体性能优势	22
表 13: 新型墙体材料相关政策	22
表 14: 预计未来三年新房装修带来石膏板市场规模约 603 亿元	23
表 15: 预计未来三年旧房装修带来石膏板市场规模约 785 亿元	24
表 16: 装配式建筑种类介绍	25
表 17: 十四五期间各省市已出台装配式建筑政策	25
表 18: 十四五期间装配式建筑新建规模	26
表 19: 泰山石膏生产线产能划分	27
表 20: 公司防水业务收购进程	28
表 21: 防水业务产能布局	29
表 22: 2021 年公司防水业务对外合作	29
表 23: TOP500 房地产企业首选供应商-防水材料	30
表 24: 防水材料 TOP100 房企战略合作落地率	31
表 25: 公司近期成立涂料领域研究中心	31
表 26: 2020 年工业涂料前 20 强	32

表 27: 国内工业涂料领域市占率 TOP1 企业.....	33
表 28: 可比公司估值	33
表 29: 公司业绩预测	34

1. 深耕石膏板四十年，进入“一体两翼”新战略阶段

北新建材成立于1979年，以纸面石膏板为主营产品，自1997年于深交所上市以来，公司通过一系列收购及新建石膏板基地扩大产能规模，2005年收购泰山石膏42%的股权，成为国内最大的石膏板生产企业，经过四十余年的发展，公司已成长为石膏板为主体，配套龙骨等产品；同时产业链扩张至防水及涂料领域，积极践行“一体两翼”战略。

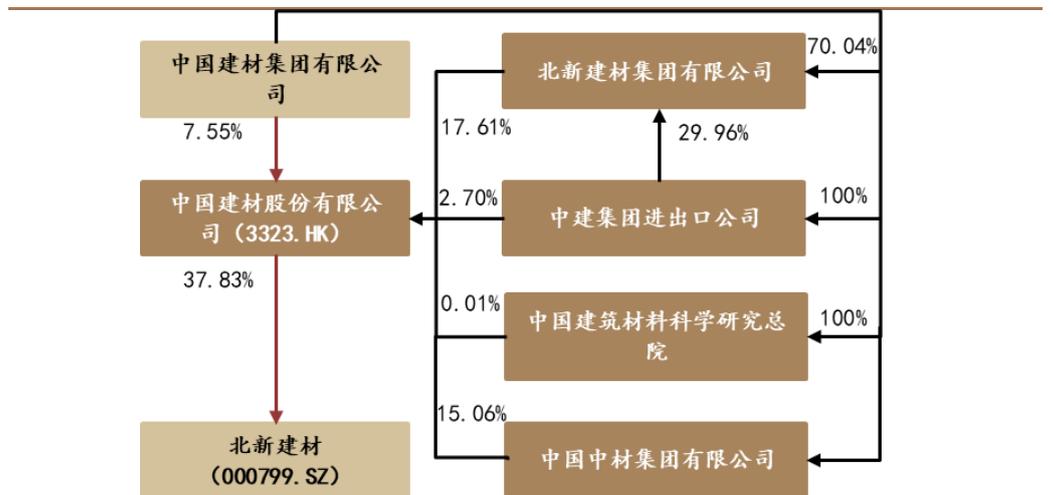
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，德邦证券研究所

中国建材集团为公司控股股东。公司控股股东是中国建材股份有限公司，中国建材股份有限公司是央企中国建材集团的核心业务平台，而中国建材集团是全球最大的水泥、商品混凝土、石膏板、风机叶片及玻纤生产商，横跨基础建材、新材料、工程技术服务三大业务板块，具有丰富的产业资源，未来公司有望依托控股股东的资源优势，实现跨越发展。

图2：公司及部分关联方股权结构



资料来源：公司2020年年报，德邦证券研究所

目前公司拥有龙牌、泰山和梦牌三个主要的石膏板品牌，实现高中低端市场全覆盖。龙牌是公司自主设立品牌，随着陆续收购山东泰山和万佳的石膏板业务

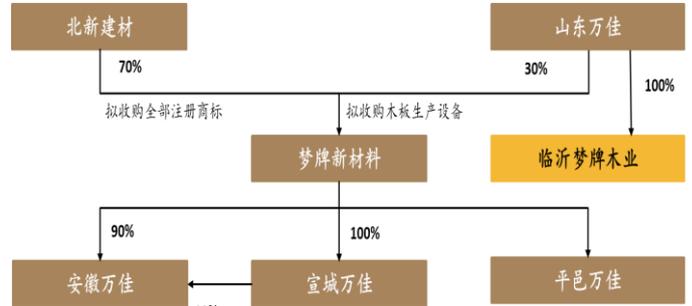
后,泰山石膏、梦牌和龙牌组成完整的石膏板产品系列,满足下游不同客户需求。从价格端来看,龙牌石膏板定位高端市场,主要和外资品牌竞争;泰山石膏和梦牌定位更追求性价比的市场。

图 3: 泰山石膏股权结构



资料来源:泰山石膏债券跟踪评级报告,德邦证券研究所

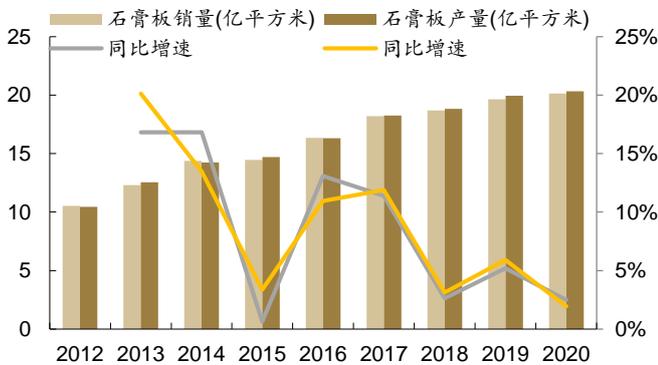
图 4: 万佳石膏股权结构



资料来源:公司公告,德邦证券研究所

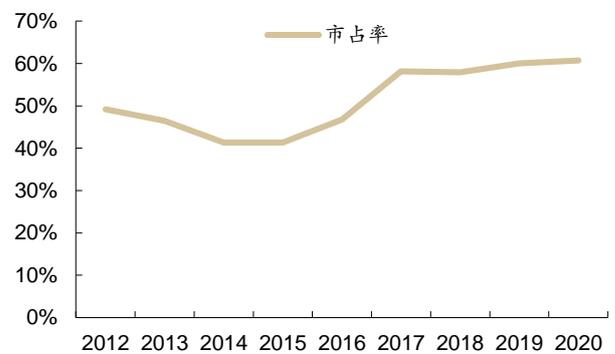
公司市占率稳步提升。2020 年末公司石膏板销量 20.15 亿平方米,产量 20.33 亿平方米,而行业整体产销量 33.5 亿平方米,根据产量计算,公司石膏板业务市占率超过 60%,公司市占率稳步提升,巩固龙头地位。

图 5: 公司石膏板产销量趋势



资料来源:WIND,德邦证券研究所

图 6: 公司石膏板全国市占率

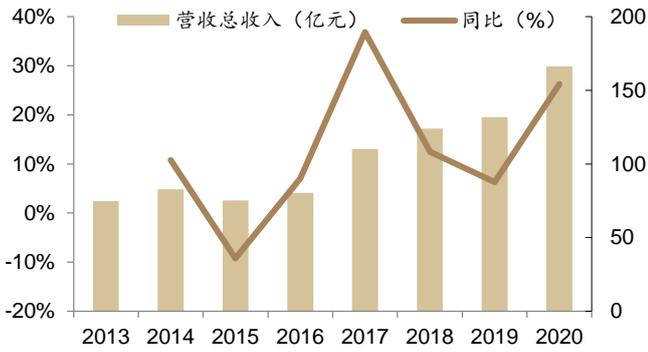


资料来源:WIND,国家统计局,中国建筑材料产业协会,德邦证券研究所

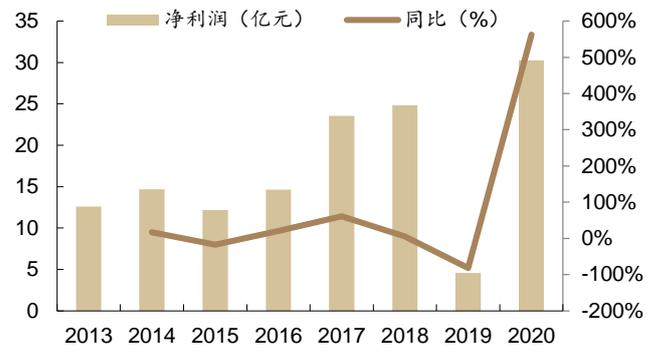
营收保持稳健增长,诉讼和解再出发。公司作为石膏板龙头企业,营收始终保持稳健增长,2016-2020 年营收复合增速达到 19.9%,随着防水业务的逐步放量,未来成长趋势确定。2019 年公司美国诉讼案和解,相关费用支出影响当年利润,但从中长期来看,卸下包袱轻装上阵,未来将更加从容。2016-2020 年公司归母净利润复合增速达到 19.86%,盈利能力稳定且突出。

图 7: 公司营业收入走势

图 8: 公司净利润走势



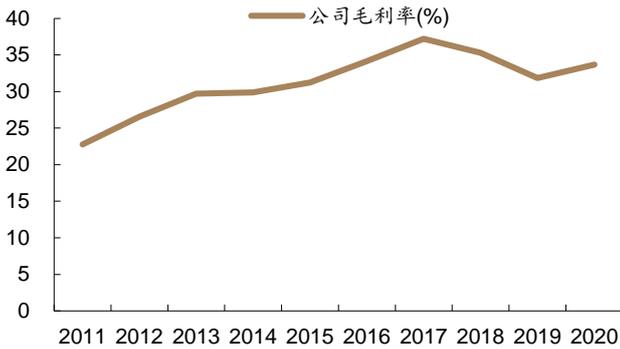
资料来源: WIND, 德邦证券研究所



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

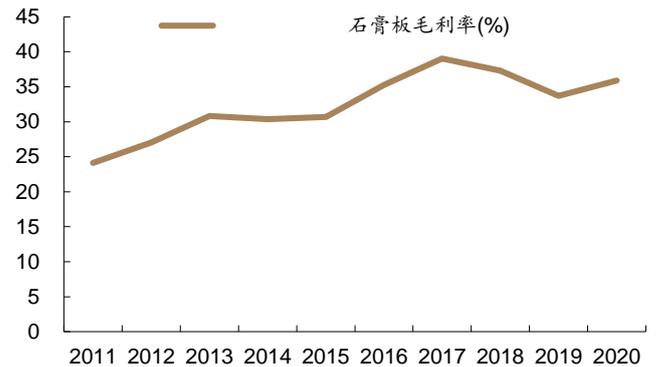
毛利率呈现震荡上升趋势。近两年公司石膏板毛利率波动,主要是受石膏板价格下降和疫情以来原材料价格阶段性上涨影响,我们认为,公司市占率超过60%,高市占率支撑强定价权,公司有足够的能力向下游传导成本压力;2021年以来随着护面纸等原材料上涨,公司石膏板价格已提价2-3次,成功向下游传导成本压力,2021年上半年公司石膏板毛利率为39.86%,环比继续提升,未来公司盈利水平有望保持高位。

图 9: 公司毛利率走势



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

图 10: 石膏板毛利率走势



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

2020年,公司发布“一体两翼,全球布局”的全新战略规划。一体即以石膏板业务为核心,延伸轻钢龙骨、粉料砂浆、岩棉、金邦板等配套产品业务。两翼即涂料和防水材料两大业务。全球布局是以石膏板为龙头产品,逐步开展全产品系列的全球布局。十四五期间,公司计划将石膏板全球业务产能布局扩大至50亿平方米左右(国内40亿平方米,海外10亿平方米),配套进行100万吨龙骨产能布局,将粉料砂浆业务产能扩大至400万吨,将防水材料产业基地发展至30个、涂料产业基地发展至20个。

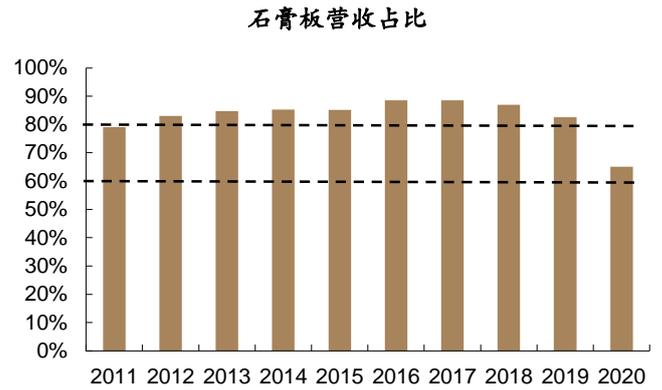
随着新战略的推行,公司营收结构有所变化,目前石膏板业务收入占比依旧最高,但是防水材料和轻钢龙骨快速发展,近两年收入占比有较大幅度提升。2020年石膏板业务占总营业收入比例降至65.12%,而防水业务占比升至19.53%,轻钢龙骨业务占比为11.69%,随着涂料业务在今年展开,“一体两翼”格局雏形初现,我们认为,随着产业链延伸,未来公司产品结构更加优化,更具成长性。

图 11: 公司主营业务收入分布



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

图 12: 石膏板营收占比

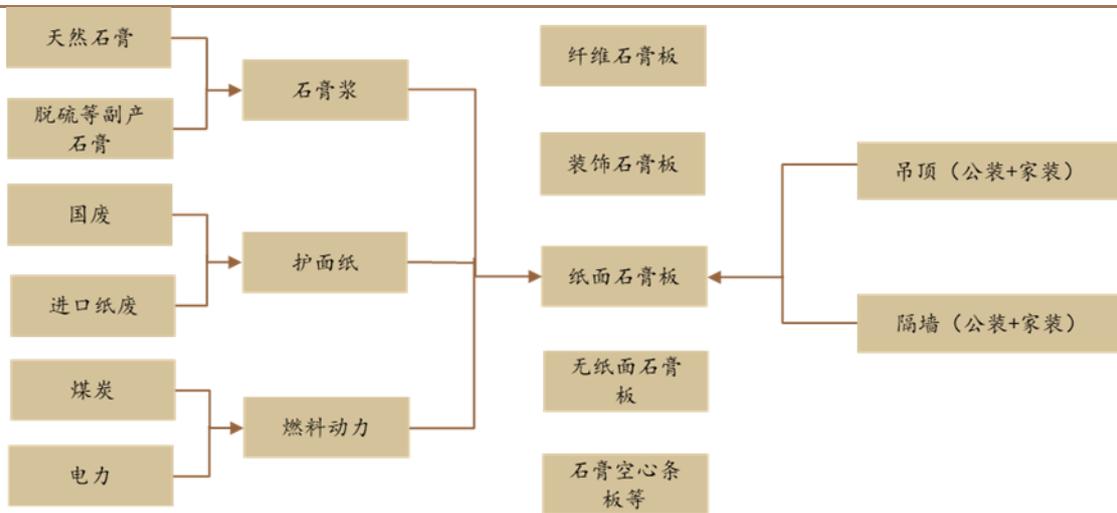


资料来源: WIND, 德邦证券研究所

2. 石膏板: 龙头地位突出, 绿色建筑有望打开需求空间

目前石膏板可分为纸面石膏板、无纸面石膏板、装饰石膏板、石膏空心条板、纤维石膏板、石膏吸音板、定位点石膏板等多种品类, 其中我们通常说的石膏板指纸面石膏板, 占比约 80% 以上。纸面石膏板上游主要原材料为石膏浆、护面纸和少量添加剂, 生产过程中还需要煤电等燃料动力。下游主要应用于公共或民用建筑隔墙体系和吊顶装饰。

图 13: 石膏板产业链



资料来源: WIND, 公开资料整理, 德邦证券研究所

2.1. 生产基地遍布全国, 渠道助力产能转换市占率

自建+收购产能, 跃居全国石膏板龙头。公司通过自建生产基地和一系列收购兼并措施, 公司石膏板业务规模和产能提升明显。2005 年公司收购山东泰山石膏 42% 股权, 之后分别于 2006 年、2016 年收购剩余股权, 实现 100% 控股。截至 2020 年末, 泰山石膏产能为 21.1 亿平方米/年, 全国石膏板生产线有 57 条, 收购泰山石膏后, 公司产能规模得以快速增长, 产品品类更加丰富。

表 1: 泰山石膏石膏板产能情况

单线产能规模 (单位: 万平方米/年)	条数 (单位: 条)
1500	1
2000	1
3000	24
3500	7
4000	10
5000	13
6000	1
合计	57

资料来源: 泰山石膏债券跟踪评级报告, 德邦证券研究所

联合收购万佳, 高中低端产品线齐全。2018 年, 公司与山东万佳共同出资设立梦牌新材料有限公司, 并收购安徽万佳、宣城万佳、平邑万佳等公司多数股权, 将全国第二大石膏板产业集团收入麾下。梦牌产品线进一步丰富公司的产品结构, 同时收购万佳后, 优化竞争格局, 公司产能进一步扩张, 有助于持续提升市占率。收购完成后, 梦牌新增已投产和在在建产能共计 1.9 亿平方米, 新的产线主要集中在山东、安徽等地, 其中公司权益产能新增 1.03 亿平米, 占截至 2020 年底产能的 3.6% 左右。

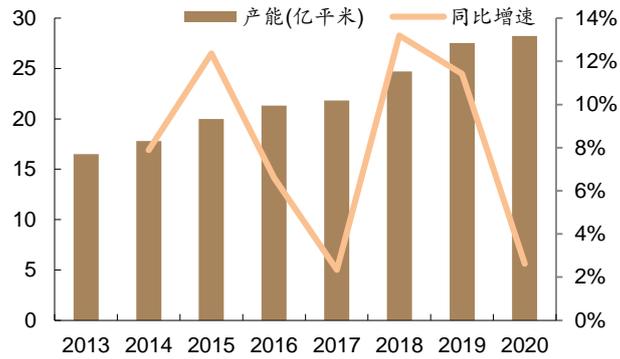
表 2: 万佳产能分布

地点	生产线状态	产能 (万平方米/年)	公司持股	权益产能 (万平方米/年)
安徽万佳	投产	4000	70%	2800
	投产	4000	70%	2800
宣城万佳	投产	2500	70%	1750
平邑万佳	投产	3000	35%	1050
	投产	3000	35%	1050
	投产	1250	35%	437.5
	投产	1250	35%	437.5
合计		19000		10300

资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

石膏板产能稳步增长, 生产基地遍布全国。2020 年末公司石膏板产能达到 28.24 亿平方米/年, 同比增长 2.6%, 2014 年-2020 年石膏板产能年复合增长率为 8%。目前公司石膏板产能较集中于中、东部地区, 2020 年底, 公司联合重组了新建佰昌建材、北泰建材和北建建材三家公司, 填补了公司在新疆地区的石膏板产业布局空白。新的产能建设计划里, 公司在内蒙古投资 3500 万平方米/年的生产基地, 并通过重组在新疆拥有 2700 万平方米/年已投产基地和 3000 万平方米/年的在建基地, 产能逐渐向西北部蔓延。截至 2020 年末, 公司在建和拟建产能总计为 4.8 亿平方米/年。

图 14: 公司石膏板产能



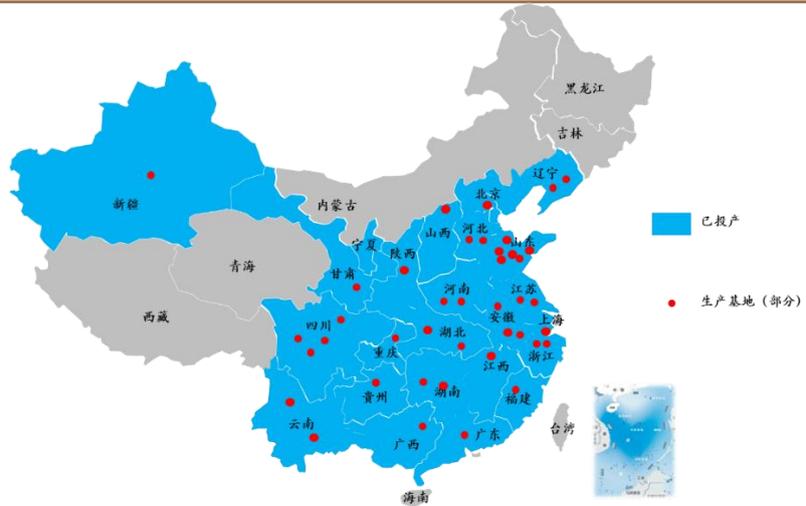
资料来源: 公司年报, 德邦证券研究所

表 3: 目前公司与子公司在建石膏板产能

公司	地点	产能 (万平方米)	项目进度
北新建材	湖南	3000	前期准备
	山西朔州	4000	前期准备
	海南东方	3000	前期准备
	山东滨州	6000	前期准备
	山东惠民	6000	拟建
	广西贺州	3000	前期准备
	新疆	3000	在建
泰山石膏	宜昌	5000	前期准备
	内蒙古丰镇	3500	前期准备
	山东邹平	10000	前期准备
再将拟建合计 (亿平方米)		4.65	
现有产能 (亿平方米)		28.24	
收购产能 (亿平方米)		1.9	
总计产能 (亿平方米)		34.79	

资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

图 15: 公司已投产产能分布



资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

图 16: 公司在建/拟建产能分布



资料来源: 公司公告, 德邦证券研究所

全球石膏板产能规划 50 亿 m^2 , 目标海外石膏板年产能达到 10 亿 m^2 。按照公司石膏板扩张战略, 海外产能扩张是公司全球布局中重要一环, 公司计划石膏板海外产能达到年产 10 亿平方米, 目前已宣布在坦桑尼亚、乌兹别克斯坦和埃及建设共计年产 9300 万平方米生产线, 目前坦桑尼亚和乌兹别克斯坦的生产基地已部分或全部投产。公司开启国际化征程, 凭借成熟的石膏板生产及运营管理经验, 有望快速提升海外市场份额。

表 4: 海外产能投资分布

区域	产能	项目拟投资金额
坦桑尼亚	收购 300 万 m^2/a 石膏板生产线, 新建 1500 万 m^2/a 纸面石膏板生产线	1520 万美元
乌兹别克斯坦	新建 4000 万 m^2/a 纸面石膏板生产线; 配套 3000t/a 轻钢龙骨生产线; 400 万 m^2/a 装饰石膏板生产线	3197.5 万美元
埃及	新建 3500 万 m^2/a 纸面石膏板生产线; 配套 1 万 t/a 轻钢龙骨生产线; 600 万 m^2/a 装饰石膏板生产线	1200 万美元

资料来源: 公司公告、德邦证券研究所

公司积极实行“渠道制高点”战略,有效将产能优势转化为市占率。公司的营销网络遍布全国的各大城市和发达地区的县乡城市,经销商网络较为密集。近年来,公司加大渠道建设,开始实施全渠道策略,从增加渠道数量、丰富渠道类型、渠道下沉至三四线城市入手,与装修公司和房地产公司进行深度合作,取得不错的效果,公司营销网络遍布各大中城市及发达地区县级市。公司通过先进的管理理念、双赢的合作思路吸引和巩固了一大批有实力有经验的经销商,确保将产能优势转化为市占率。

表 5: 公司全渠道销售模式

渠道	具体情况
经销商分销	公司主要销售方式,几千家经销商,形成密集分销布局
装修公司合作	与各地主要的建筑公司和装修公司结为战略合作伙伴
房地产公司合作	与房地产公司签订战略合作协议,如:华润置地、当代置业
渠道下沉,拓展新市场	销售渠道逐渐延伸至县一级乃至乡镇一级市场

资料来源:公司公告,德邦证券研究所

在下游 B 端房地产客户中,公司产品首选比例保持行业第一。根据中国房地产协会披露的 TOP500 房地产企业首选供应商榜单,龙牌和泰山石膏整体首选率维持在 40%左右,在行业中稳居第一。虽然 2020 年泰山石膏首选率小幅下降,但龙牌首选率在近四年来维持在 29%水平,龙头地位十分稳固。

表 6: TOP500 房地产企业首选供应商-石膏板

2017	首选率	2018	首选率	2019	首选率	2020	首选率
龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%	龙牌	29%
Gyproc 杰科(圣戈班)	16%	泰山石膏	15%	泰山石膏	16%	Gyproc 杰科(圣戈班)	16%
KNAUF 可耐福	11%	KNAUF 可耐福	12%	KNAUF 可耐福	12%	KNAUF 可耐福	12%
泰山石膏	11%	兔宝宝 TUBAO	9%	兔宝宝 TUBAO	9%	泰山石膏	10%
UsgBoral 优时吉博罗	9%	Gyproc 杰科(圣戈班)	8%	Gyproc 杰科(圣戈班)	8%	兔宝宝 TUBAO	8%
杰森 JASON	7%	UsgBoral 优时吉博罗	7%	UsgBoral 优时吉博罗	7%	洛斐尔 LUOFEIER	7%
洛斐尔 LUOFEIER	4%	洛斐尔 LUOFEIER	6%	洛斐尔 LUOFEIER	6%	UsgBoral 优时吉博罗	6%
拜尔 BAIER	4%	千年舟 TREEZO	4%	千年舟 TREEZO	4%	千年舟 TREEZO	4%
千年舟 TREEZO	3%	杰森 JASON	3%	杰森 JASON	3%	杰森 JASON	3%
兔宝宝 TUBAO	2%	拜尔 BAIER	2%	拜尔 BAIER	2%	拜尔 BAIER	2%
合计	40%		44%		45%		39%

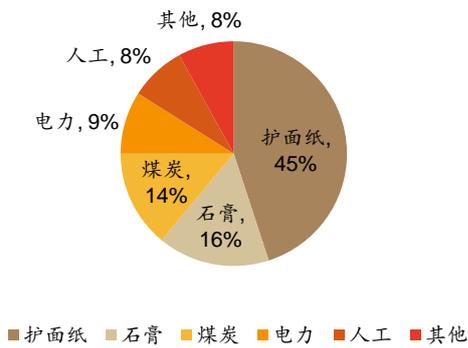
资料来源:中房网,德邦证券研究所

2.2. 抢占成本制高点,规模化生产突出成本优势

纸面石膏板的主要原材料为石膏、护面纸和少量添加剂。根据北新建材年报显示,2020 年公司生产成本约 63.8%用于采购原材料,燃料动力占比约 20.5%,人工和其他成本占比约 15.7%,原材料和煤电的成本合计约 84%,是影响石膏板成本的主要因素。根据中国无机盐协会报告,石膏板原材料中护面纸成本占比约 45%、石膏占比约 16%,护面纸价格波动对石膏板成本影响较大。北新建材原材料通过自供和集采的方式,同时产能规模以及生产效率优势明显,因此公司生产

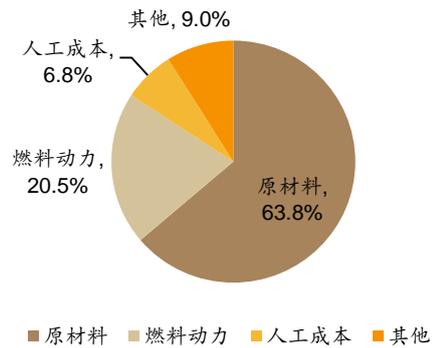
成本上相较于行业竞争者具备明显优势。

图 17: 生产纸面石膏板成本拆分



资料来源: 中国无机盐工业协会, 德邦证券研究所

图 18: 北新建材石膏板营业成本拆分



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

2.2.1. 外废进口叫停, 护面纸自供比例提升优势尽显

环保政策趋严, 废纸进口难度大幅增加。护面纸的原材料是废纸, 约占护面纸成本的 80%。废纸主要分为国废和进口废纸, 进口废纸纤维较长、且强度高, 因此市场需求较大。然而近几年来, 出于保护生态环境的目的, 国内对废纸等“固体废物”进口活动逐步收紧。2017 年 8 月, 环保部公布的《进口废纸环境保护管理规定》规定国内造纸企业产能大于 30 万吨方可申请外废进口额度, 并且禁止贸易单位代理进口废纸。2018 年 6 月, 国务院出台《中共中央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》, 进一步提出“全面禁止洋垃圾入境, 力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口”。2020 年 11 月, 生态环境部、商务部、发改委、海关总署四部门联合发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》, 正式明确“自 2021 年 1 月 1 日起, 禁止以任何方式进口固体废物”。

表 7: 进口纸废相关政策

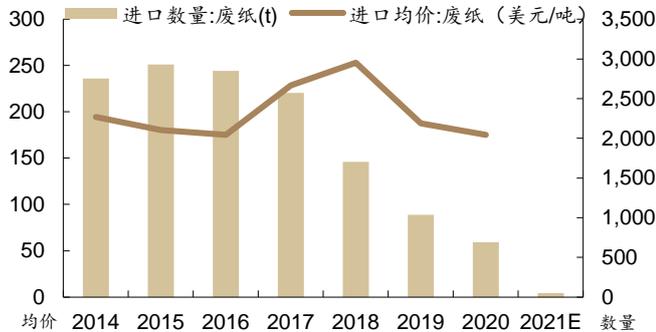
日期	部门	政策名称	政策主要内容
2017.1	环保部	《进口废纸环境保护管理规定》	进口的造纸企业的要求: 生产能力应不小于 5 万吨/年, 并具有与加工利用能力相适应的制浆、造纸等生产加工设备; 依法取得排污许可证等
2017.7	国务院	《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	2017 年年底, 全面禁止进口环境危害大、群众反映强烈的固体废物; 2019 年年底, 逐步停止进口国内资源可以替代的固体废物; 提出禁止进口未经分拣的废纸及加严固废夹杂物控制指标等措施
2017.12	环保部	《进口可用作原料的固废环境保护控制标准: 废纸、纸板》	进口废纸中其他夹杂物总重量不应超过进口废纸重量的 0.5%
2018.6	国务院	《中共中央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》	强化固体废物污染防治, 全面禁止洋垃圾入境, 严厉打击走私, 大幅减少固体废物进口种类和数量, 力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口
2018.8	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 时起对进口美废加征 25% 关税
2019.6	国常会	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(修订草案)》	国家逐步实现固体废物零进口; 海关发现疑似固体废物的进口货物, 可以委托专业机构开展属性鉴别, 并根据鉴别结论依法管理
2020.4	全国人大常委会	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	国家逐步实现固体废物零进口, 违反本法规定, 将中华人民共和国境外的固体废物输入境内的, 由海关责令退运该固体废物, 处五十万元以上五百万元以下的罚款。
2020.11	生态环境部、商务部、发改委、海关总署	《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》	自 2021 年 1 月 1 日起, 禁止以任何方式进口固体废物

资料来源: 各部门官方网站, 德邦证券研究所

在政策影响下, 2015 年以来, 进口废纸数量逐年下滑。2017-2020 年, 进口

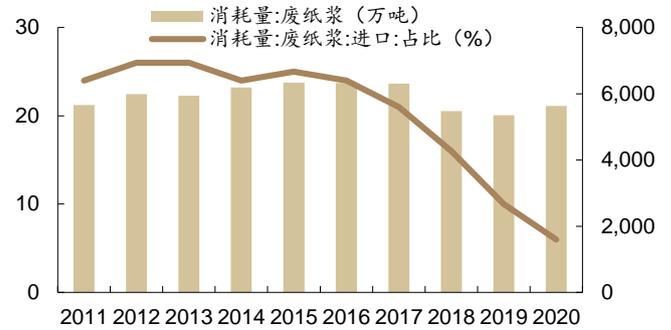
废纸数量从 2572 吨下降至 689 吨，降幅高达 73.2%。2021 年，除开放对香港废纸接收外，废纸全面禁止入境。2020 年香港废纸共进口约 50 万吨，占比 2020 年全年废纸进口量 7%。预计 2021 年全年废纸进口量约等于 2020 年香港废纸进口量 50 万吨。

图 19：废纸进口数量走势



资料来源：WIND，中国造纸年鉴，德邦证券研究所

图 20：废纸总消耗量及进口数量占比

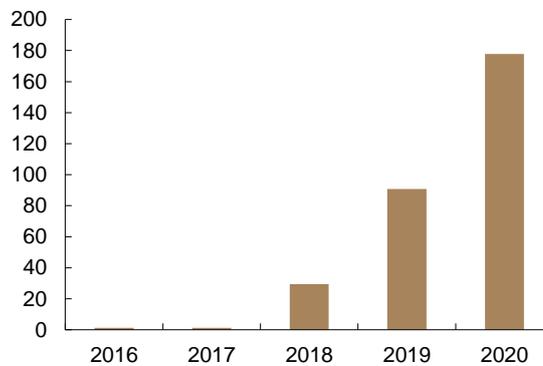


资料来源：WIND，中国造纸年鉴，德邦证券研究所

再生纸浆进口将补充部分国内废纸需求缺口。全面禁止固废进口后，进口废纸数量锐减，部分海外厂商将废纸加工成半成品再生纸浆，然后销售给国内造纸厂。由于进口废纸禁令带来的需求缺口，再生纸浆进口量大幅增长，由 2017 年 1.2 万吨攀升至 2020 年 178 万吨，2020 年同比上涨 93.5%。

图 21：再生纸浆进口走势

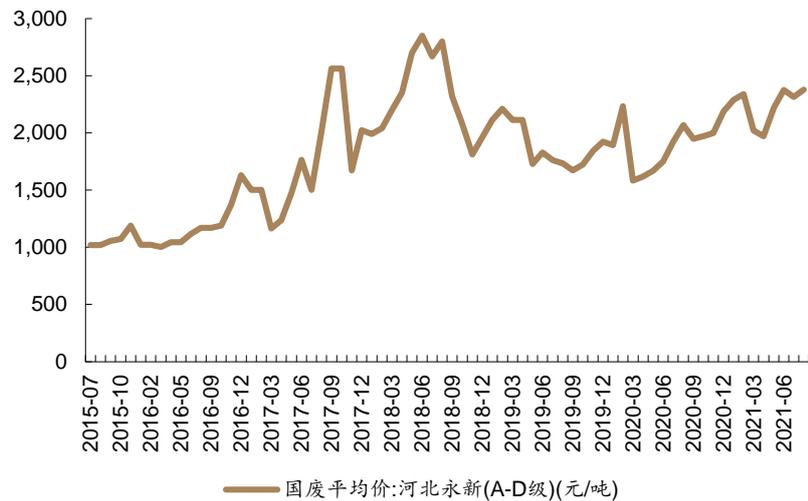
2016-2020 中国再生纤维浆进口量（万吨）



资料来源：中国海关总署，德邦证券研究所

下游成品纸需求不振，废纸价格难返 18 年巅峰。2017 年政策加强对固废进口限制后，国内纸废价格经历一波涨价潮，平均价格上涨至 3000 元/吨。然而近两年下游成品纸市场需求疲软，疫情后半程，虽然短期通胀和供应链推动原材料价格上涨，但是在需求难提振的背景下，预计国废价格长期保持平稳水平。

图 22：国废价格走势



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

采购价格低于市场价, 护面纸成本优势明显。目前国内护面纸行业主要由华润纸业、强伟纸业、泰和纸业和博汇纸业四家企业所垄断, 占据约 90% 的市场份额。公司与护面纸大型生产厂家建立了战略合作关系, 由于公司规模较大, 可以做到集中采购, 因此上游议价权较高, 采购成本远低于竞争对手。

护面纸自供比例提升至 75%。2020 年底, 泰和纸业 40 万吨新建护面纸产能投产, 加上原有 28 万吨产能, 现有共计 68 万吨护面纸产能。根据《纸面石膏板生产工艺技术》, 每平方米石膏板护面纸消耗量下降, 单位面积石膏板需要 150 克的上护面纸和 170 克的下护面纸, 根据公司 2020 年 28.24 亿平方米的产能, 泰和纸业护面纸产能供给率达到 75% 水平, 比例大幅增长。公司集采效应+自给比例提升, 公司护面纸材料成本低于竞争对手, 有助于公司进一步抢占市场份额。

表 8: 泰和纸业产能

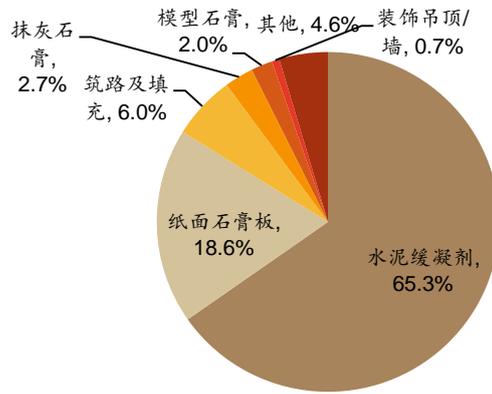
投产时间	产能
2006	8 万吨/年
2011	20 万吨/年
2020	40 万吨/年
共计	68 万吨/年

资料来源: 公司公告, 中国纸业网, 德邦证券研究所

2.2.2. 生产基地毗邻火电厂, 坐拥脱硫石膏资源

生产石膏板的另一主要原料是二水石膏 ($\text{CaSO}_4 \cdot 2\text{H}_2\text{O}$), 包括天然石膏和工业副产石膏, 后者市场上应用较广的是脱硫石膏和磷石膏。根据中国无机盐工业协会, 石膏的各种下游制品包括水泥缓凝剂、纸面石膏板、筑路及填充等用品, 前两项用量占比超过 80%, 其中用于纸面石膏板的比例约为 20%。

图 23: 石膏制品消耗石膏量比例



资料来源：中国无机盐工业协会，德邦证券研究所

脱硫石膏在生产中较其他石膏品类优势明显。从环保和资源保护来看，天然石膏属于不可再生资源，其探明储量逐步减少。据 2020 年中国建筑材料联合会数据，天然石膏矿储量严重不足，全国每年有 70% 的石膏原料，需要从工业副产石膏中补充。而脱硫石膏通过处理电厂排放的废气得来，脱硫石膏杂质较少，一方面可以处理废气，保护环境；另一方面，节约能源，受国家政策扶植。磷石膏是生产磷肥的副产物，其所含氟化物、游离磷酸等会造成环境污染。

从使用效果来看，脱硫石膏杂质较少，粒径较细，作为原料产出的建筑石膏强度高于天然石膏；而磷石膏残留较多磷、氟、放射物等杂质，应用于建筑材料严重影响石膏基建筑材料的力学性能，同时对建筑内人员身体有潜在危害性。

从经济效益来看，脱硫石膏是燃煤电厂烟气脱硫的重要副产品，与天然石膏相比，出厂价格要低至少 30% 左右，去除 15% 附着水后，价格仍低于天然石膏，且公司使用脱硫石膏生产石膏板可以享受税收优惠，例如享受增值税即征即退 50% 或 70% 以及免除部分所得税等税收优惠，经济效益显著。

表 9：天然石膏与脱硫石膏应用对比

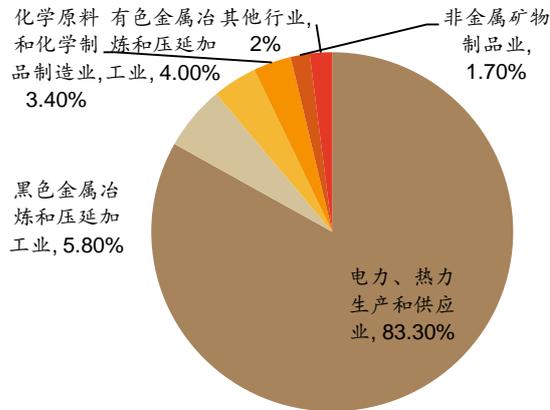
	天然石膏	脱硫石膏
应用可行性	天然石膏资源有限，近几年储量已严重不足	根据国家建筑材料工业装饰装修材料质量监督检验测试中心检测，脱硫石膏纸面石膏板各项指标均符合技术要求，部分指标还优于天然石膏纸面石膏板
材质	生产石膏建材采用的天然石膏一般为二级，与一脱硫石膏杂质少，品位高，相当于天然石膏一级标准；粒径较细，生产出的建筑石膏强度级相比杂质较多，但仍较脱硫石膏含湿量较小	高于天然建筑石膏，且标准稠度相差不大，凝结时间接近
价格	天然石膏价格在 100-120 元/吨	脱硫石膏价格在 70-80 元/吨，去除 15% 左右附着水后，仍低于天然石膏价格
加工成本	天然石膏需破碎粉磨，增加电力消耗	脱硫石膏需脱除附着水，增加热能消耗，两者相抵，加工成本基本持平
政策优惠	无明确政策优惠	利用脱硫石膏生产纸面石膏板享有税收优惠：公司石膏板生产子公司增值税即征即退 70%；企业所得税 15%；纸面石膏板销售收入应减按 90% 计入应纳税所得额

资料来源：公开资料整理，知网，德邦证券研究所

脱硫石膏兼具区域性与资源属性，企业产能布局具有排他性。由于纸面石膏板具有面积大、价格低、运费占比大的特点，其具有经济性的运输半径一般 300-500 公里左右，因此石膏板生产的区域性特征较为明显。而脱硫石膏主要来自火电厂石灰石-石膏湿法烟气脱硫工艺，其产量受火电厂规模及运行情况限制，且实际操作中部分脱硫装置或因运行不正常导致脱硫石膏品质波动较大，进一步限制

了可用且具有经济性的脱硫石膏资源总量，强化了其资源属性。受原材料资源属性和自身区域性特征影响，纸面石膏板工厂主要聚集在能生产出脱硫石膏的城市大型火电厂附近。

图 24：2019 年生产脱硫石膏上游行业占比



资料来源：生态环境部，德邦证券研究所

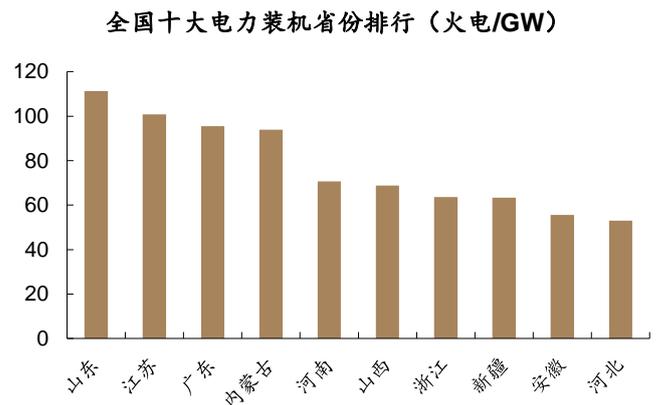
公司产能布局完善，抢占脱硫石膏资源。脱硫石膏生产石膏板技术需要解决一些技术问题，如脱硫石膏含水率高问题，脱硫石膏煅烧工艺，脱硫石膏可溶性杂质的去除等，否则会影响到生产出的石膏板的质量，所以国内仅大型石膏企业和其他几家外资企业可完全使用脱硫石膏进行生产。目前，北新已实现 100% 使用脱硫石膏为原料生产石膏板，技术优势明显；其次，公司产能实现全国布局，毗邻大型电厂，区位及规模优势明显，在全国十大火电装机省份中公司拥有已投产或筹备中的产能基地。目前公司已与各地大型发电厂签订合作协议，拥有丰富的脱硫石膏资源，形成一定资源壁垒。

图 25：全国火电装机容量分布图



资料来源：中国电力知库，德邦证券研究所

图 26：2020 年全国十大电力装机省份分布



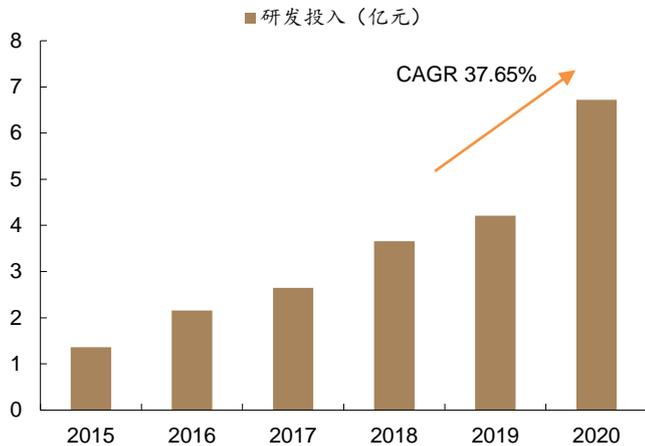
资料来源：中国电力知库，德邦证券研究所

加大研发投入，单位产量原材料及能耗降低。近年来公司不断加大研发投入，不断改进生产工艺，提升生产效率。15-20 年研发费用复合增速为 37.65%，在专利研发及生产工艺改善上取得明显效果。例如，公司拥有自主知识产权的轻板制

造技术，使单板重量降低 10%，干燥机能耗降低 10%，单位成本降低 2.5%。

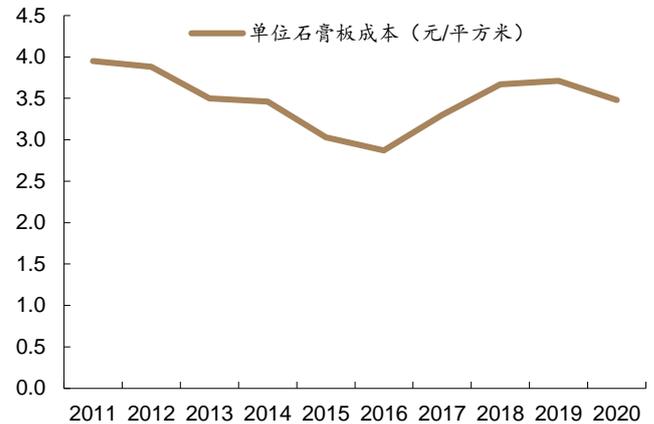
根据泰山石膏 2020 年债券评级跟踪报告，2019 年，由于降低单位原材料消耗，工业副产石膏采购量同比下降 9.72%。近年来公司生产石膏板的能耗效率也显著提升，标煤单耗从 2.7kg/平方米下降为 0.68kg/平方米，电耗降低 20%左右，成本下降幅度明显，竞争力逐步提升。

图 27：公司研发投入



资料来源：WIND，德邦证券研究所

图 28：单位石膏板成本



资料来源：WIND，公司年报，德邦证券研究所

表 10：泰山石膏能耗和原材料采购成本

	2017	2018	2019	2020 (1-9 月)
护面纸 (元/kg)	4.2	4.6	4.0	3.7
工业副产石膏 (元/吨)	51.6	51.2	65.5	70.6
煤炭 (元/kg)	0.71	0.73	0.74	0.67
电力 (元/kWh)	0.6	0.6	0.6	0.6

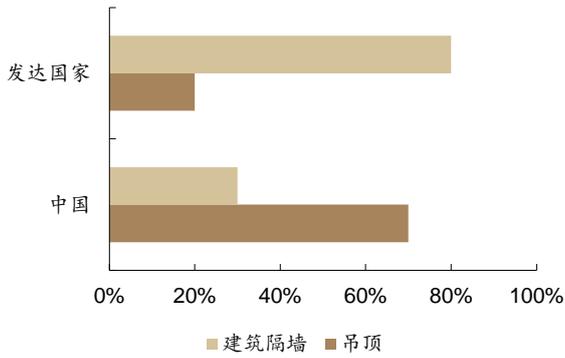
资料来源：泰山石膏债券跟踪评级报告，德邦证券研究所

2.3. 需求端：绿色建筑发展迅速，装配式建筑打开未来需求空间

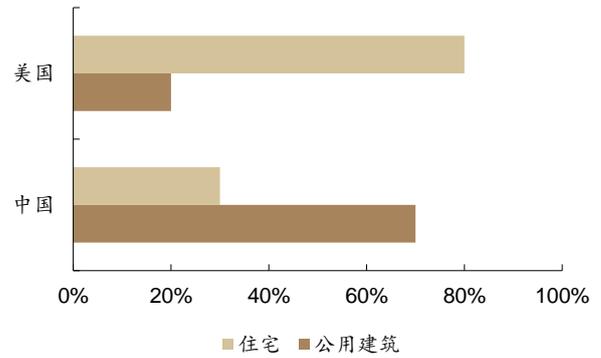
石膏板主要应用于吊顶装饰和墙体结构中，国内石膏板消费特征与发达国家不同。首先在应用结构上，在发达国家，80%以上的石膏板用于建筑隔墙体系，不到 20%的石膏板则用于吊顶装饰装修；而国内与国外恰好相反，用于吊顶装饰装修的石膏板占据绝大部分，占比超过 70%，不到 30%的石膏板用于建筑隔墙体系。在下游建筑类型上，我国石膏板 70%以上用于医院、工厂、办公楼、酒店等公用建筑，而在美国 80%以上的石膏板用于民用住宅。

图 29：石膏板应用对比—结构

图 30：石膏板应用对比—下游建筑类型



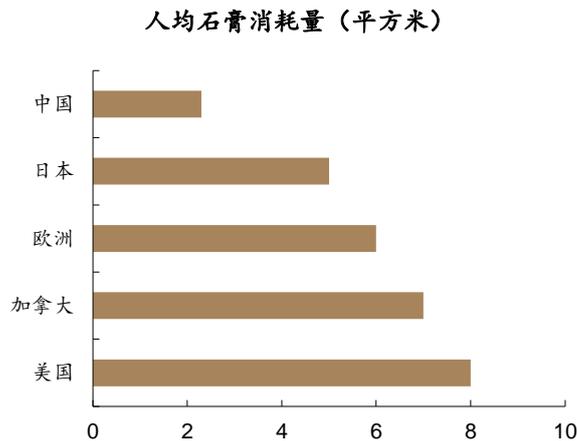
资料来源：泰山石膏债券跟踪评级报告，德邦证券研究所



资料来源：泰山石膏债券跟踪评级报告，德邦证券研究所

对标国外成熟市场，我国人均石膏板产量仍有差距。美国人均石膏板消费量为 8 平方米左右，加拿大约为 7 平方米，欧洲约为 6 平方米，日本约为 5 平方米，而中国使用量目前只有 2.3 平方米/人左右。

图 31：各地区人均石膏消耗量对比



资料来源：泰山石膏债券跟踪评级报告，德邦证券研究所

我们认为，国内与国外石膏板消费特征的不同有以下几个原因，一是受居住习惯影响，国内消费者更倾向于砖瓦房结构；二是消费者对石膏板定位存在偏差，认为只能应用于板房、工厂及公租房等，品质较差，不适合作为住宅隔墙使用；三是对石膏板的特性缺乏了解，传统观念认为石膏板具有承重差、不防火、隔音差等缺点。随着石膏板性能提升，消费者认知观念的转变以及政策推动，我们认为石膏板在吊顶及住宅隔墙市场的渗透率有望进一步提升。

石膏板较其他吊顶材料价格优势明显，未来渗透率有望继续提升。随着石膏板生产工艺的进步，在承重、防火以及隔音方面改善明显，并且材料均价约 10-20 元/平方米，性价比极高。同时，石膏板施工方便，可满足各种装修需求，随着新型防水型石膏板问世后，整体优势更加突出，应用场景有望从厨卫扩展到其他空间。

表 11：各种吊顶材料对比

种类	优点	缺点	主要应用区域	价格区间 (元/平方米)
石膏板	重量轻、性价比高、隔音绝热和防火性能好、可满足各种装修需求	防潮性能一般，容易沾染油渍，拆卸相对麻烦	公共场所、客厅、卧室，防潮防水石膏板可用于厨卫	10-20

矿棉板	吸音、隔热效果好、较美观	强度及耐久性一般，防污能力差	大型公共场所，如宾馆、剧场等	20-50
PVC板	重量轻、防潮、隔热	寿命短，耐高温性能差，质感一般，价格较高	厨房、卫生间	20-80
铝扣板	重量轻、防潮、防腐、吸音隔音、易拆卸	价格较高、质量参差不齐	厨房、卫生间	60-200
PS板	色彩丰富且透光性好	抗污性差，价格高	客厅和卧室	100-200
集成吊顶	具备整体协调性、不易变形、变色，使用寿命长	价格高、拼接处缝隙明显	厨房、卫生间	125-175

资料来源：中国建材联合会石膏分会，家装网，德邦证券研究所；注：数据摘自家装网站，可能与现行市场价有出入

石膏板可以用于建筑内隔墙、墙体覆面板(代替抹灰层)、吸音板等墙体结构，是替代实心黏土砖的新型绿色墙体材料。石膏板墙体材料具备能耗小、重量轻但强度高、施工方便、防火隔热、装饰效果好等多种优势，综合性能优势突出。

表 12：石膏板墙体性能优势

优势	具体情况
重量轻、强度高	每平方米重量 23 Kg，仅为普通砖墙的 1/10 左右；厚度 12 mm 的纸面石膏板纵向断裂载荷可达 500 N 以上
装饰效果好	石膏板隔墙造型多样，装饰方便，面层可兼容多种面层装饰材料满足绝大部分建筑物使用功能的装饰要求
经济合理	具有防止因水电预留预埋形成的剔凿，防止因面层装饰做法而进行的抹灰找平作业，在装饰面层作业中省略了粉刷作业，降低了造价，缩短了工期
收缩小	化学物理性能稳定，干燥吸湿过程中伸缩率较小，有效克服其他轻质板材由于伸缩较大引起接缝开裂的缺陷
呼吸性能	可以自动调节室内的环境湿度，如果室内湿度较高，可以自动吸湿
施工方便	干作业，施工方便、快捷，按需组合，灵敏划分空间，可有效节约人工，加快进度

资料来源：建筑与室内设计师网，德邦证券研究所

在碳中和背景下，发展绿色建材是行业趋势。作为传统墙材，实心黏土砖生产过程毁损土地资源，对煤炭资源消耗较大并产生大量烟尘粉尘。据北京青联报道，与传统黏土砖墙生产相比，生产 10 亿平方米石膏板可实现节约 70 万吨标准煤，减排 190 万吨二氧化碳，吸收 4.5 万吨二氧化硫，节电 25000 万度。而石膏板用于建筑墙体表面替代水泥时，这种高强胶凝石膏材料生产能耗仅为水泥的 60%，碳排放仅为生产水泥的 1/5。

墙体改革利于石膏板在隔墙市场渗透率提升。近十年，国家各相关部委不断推出相关政策，要求各县市落实禁止实心黏土砖的政策，不断提高新型墙材在新建建筑中的应用。石膏板作为最具发展前景的板材之一，充分受益政策红利，渗透率将不断提升。

表 13：新型墙体材料相关政策

日期	部门	政策名称	政策主要内容
2011.1	发改委	“十二五”墙体材料革新指导意见	到 2015 年，全国 30% 以上的城市实现“限粘”、50% 以上县城实现“禁实”。全国实心粘土砖产量控制在 3000 亿块标准砖（折合）以下，新型墙体材料产量所占比重达 65% 以上，建筑应用比例达 75% 以上。
2011.1	工信部	新型建筑材料工业“十二五”发展规划	十二五期间，要求新型墙体材料占墙体材料比重提升至 65%，其中建筑板材占墙体材料比重应提高到 2015 年 20% 以上。
2013.1	发改委、住建部	绿色建筑行动方案	城市城区限制使用粘土制品，县城禁止使用实心粘土砖。
2015.6	财政部、国家税务总局	新型墙体材料税收优惠政策	对纳税人销售自产的列入本通知所附《享受增值税即征即退政策的新型墙体材料目录》的新型墙体材料，实行增值税即征即退 50% 的政策。
2016.1	工信部	建材工业发展规划（2016-2020）	传统建材升级换代，在墙体材料上，发展轻质、高强、耐久、自保温、部品化产品。开展尾矿、粉煤灰、煤矸石、副产石膏、矿渣、电石渣等大宗工业固废的综合利用。
2017.2	发改委、工信部	新型墙体材料推广应用行动方案	推进工业副产品石膏等固废在墙材中的综合利用；到 2020 年，全国县级（含）以上城市禁止使用实心粘土砖，地级城市及其规划区限制使用粘土制品，副省级及以上城市及其规划区禁止生产、使用粘土制品。

		新型墙体材料产量在总墙材产量中占比达 80%，其中装配式墙板部品占比达 20%；新建建筑中新型墙材应用比例达 90%。	
2019.1	发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	鼓励“适用于装配式建筑的部品化建材产品；低成本相变储能墙体材料及墙体部件；功能型装饰装修材料及制品”
2020.1	财政部、住建部	《关于政府采购支持绿色建材促进建筑品质提升试点工作的通知》	到 2022 年，基本形成绿色建筑和绿色建材政府采购需求标准，政策措施体系和工作机制逐步完善，政府采购工程建筑品质得到提升，绿色消费和绿色发展的理念进一步增强。
2020.8	住建部等 9 部门	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	提出要加快新型建筑工业化发展，以新型建筑工业化带动建筑业全面转型升级，打造具有国际竞争力的“中国建造”品牌，推动城乡建设绿色发展和高质量发展。
2021.5	住建部等 15 部门	关于加强县城绿色低碳建设的意见	县城新建建筑要落实基本级绿色建筑要求，鼓励发展星级绿色建筑。加快推行绿色建筑和建筑节能节水标准，加强设计、施工和运行管理，不断提高新建建筑中绿色建筑的比例。推广应用绿色建材，发展装配式钢结构等新型建造方式，全面推行绿色施工。

资料来源：各部门官方网站，德邦证券研究所

2.3.1. 短期建筑市场石膏板需求稳定

经测算，预计未来三年新房装修对石膏板需求约 542 亿元。目前我国石膏板在住宅与非住宅应用比例约为 3:7，根据中国建筑材料联合会石膏建材分会资料显示，一般墙体与吊顶面积之比在 2.5~3.5 之间，未来随着新型建材的推广，住宅墙体应用比例或提升，市场空间依旧广阔。

计算基于：

1) 2019、2020 年全国住宅竣工面积增速分别为 3.0%、-3.1%，随着交房周期的到来，预计未来地产新开工将加速向竣工传导，我们假设 21-23 年全国住宅竣工面积增速分别为 10%、5%、5%；受疫情影响，2020 年全国非住宅竣工面积增速为-21%，部分建筑滞后竣工，假设 21-23 年全国非住宅竣工面积增速分别为 5%，3%，3%。

2) 据公司年报显示，2019、2020 年的全国石膏板产量分别是 33.2、33.5 亿平方米。

3) 我们测算，20 年单位住宅和非住宅竣工面积对应的石膏板产量（单位商品房销售面积石膏板年用量=全国石膏板产量/商品房销售面积）分别为 1.53 平米和 20.22 平米，考虑新型建材的不断推广，石膏板渗透率有望提升，保守情况下，假设 2021-2023 年单位住宅和非住宅竣工面积对应的石膏板产量与 20 年相同，分别为 1.53 和 20.22 平米；

4) 2020 年，公司石膏板业务实现收入 109.42 亿元，对应销量达到 20.15 亿平方米，由此计算公司石膏板整体出厂价格为 5.43 元/平米。由于公司石膏板市占率达到 60%，因此假定石膏板市场价格为 5.43 元/平米。保守情况下，假设未来三年石膏板价格保持稳定，价格维持在 5.43 元/平方米。

表 14：预计未来三年新房装修带来石膏板市场规模约 603 亿元

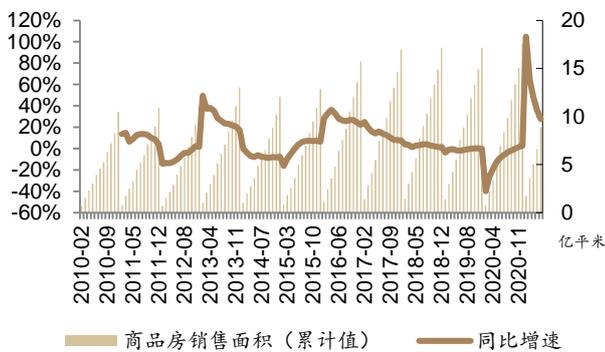
	2020	2021E	2022E	2023E
全国房屋竣工面积：住宅（亿平米）	6.59	7.25	7.61	7.99
增速	-3.10%	10.00%	5.00%	5.00%
住宅单位竣工面积石膏板年用量（平米）	1.53	1.53	1.53	1.53
住宅石膏板用量（亿平米）	10.08	11.09	11.65	12.23
全国房屋竣工面积：商业用房+办公楼（亿平米）	1.16	1.22	1.25	1.29
增速	-21%	5%	3%	3%
商业用房+办公楼单位竣工面积石膏板年用量（平米）	20.22	20.22	20.22	20.22
商业用房+办公楼石膏板用量（亿平米）	23.46	24.63	25.37	26.13

石膏板总用量 (亿平米)	33.54	35.72	37.01	38.36
石膏板单价(元/平米)	5.43	5.43	5.43	5.43
合计 (亿元)	182.11	193.95	200.98	208.27

资料来源: WIND, 国家统计局, 德邦证券研究所

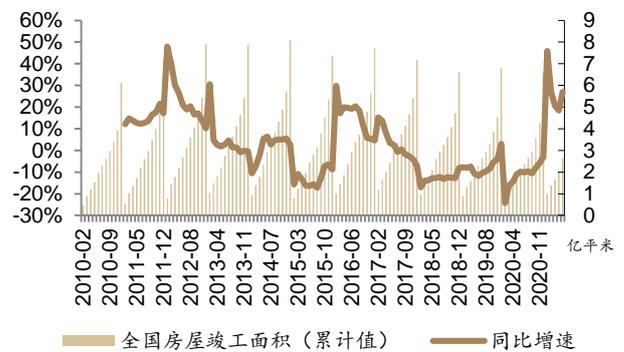
2021-2023 年二次重装修市场规模有望达到 785 亿元。中国涂料高峰论坛上专家表示, 我国公共建筑装饰更新周期大约为 5~8 年, 进行二次装修的比例为 80%~100%; 家庭住宅装饰装修更新周期为 8~10 年, 进行二次装饰装修的比例为 50%~80%。二次装修时, 消费者对装修进度和装修质量有更高的需求, 石膏板安装方便, 且环保节能, 二次装修有望拉动石膏板新的需求。

图 32: 全国商品房销售面积 (累计值)



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

图 33: 全国房屋竣工面积 (累计值)



资料来源: WIND, 德邦证券研究所

计算基于:

1) 对于非住宅房屋, 装修周期为 5-8 年, 假设 21-23 年每年可装修面积为 5-8 年前竣工面积平均值, 选择进行二次装修的比例为 90%; 同理, 住宅房屋装修周期为 8~10 年, 则假设 21-23 年住宅的二次装修面积分别为之前 8~10 年非住宅竣工面积的平均值, 进行二次装修的比例为 65%; 根据住建部十四五规划, 2021-2025 年全国老旧小区改造的面积平均每年约为 8 亿平方米。

2) 假设 21-23 年住宅和非住宅单位竣工面积对应石膏板用量与 20 年基本持平, 其他假设同上述新装修石膏板需求测算一致。

表 15: 预计未来三年旧房装修带来石膏板市场规模约 785 亿元

	2020	2021E	2022E	2023E
全国商品房住宅二次装修预计面积 (亿平米)	6.26	6.74	6.92	7.22
住宅单位竣工面积石膏板年用量 (平米)	1.53	1.53	1.53	1.53
全国商品房非住宅二次装修预计面积 (亿平米)	1.02	1.12	1.26	1.37
非住宅单位竣工面积石膏板年用量 (平米)	20.22	20.22	20.22	20.22
全国老旧小区二次装修面积 (亿平方米)	8	8	8	8
老旧小区单位装修面积石膏板年用量 (平米)	1.53	1.53	1.53	1.53
石膏板总用量 (亿平米)	42.44	45.20	48.30	50.99
石膏板单价 (元/平米)	5.43	5.43	5.43	5.43
合计 (亿元)	230.46	245.43	262.30	276.86

资料来源: WIND, 国家统计局, 德邦证券研究所

2.3.2. 中长期装配式建筑有望带来新增量

相比于发达国家, 我国装配式建筑渗透率依旧较低, 仍处于起步发展阶段。随着我国工业化和城镇化进程的推进以及人口老龄化的到来, 装配式建筑凭借生产效率快、节省资源、降低劳动力以及提高房屋整体性能等优点有望逐渐代替传统建筑工程, 从而推动石膏板在家装隔墙领域的渗透率提升。

装配式建筑增长显著。2020年, 全国新开工装配式建筑共计 6.3 亿 m², 占新建建筑面积比例约为 20.5%, 较 2019 年新开工装配式建筑面积同比增长 50%。而在京津冀、长三角、珠三角等经济发达区域, 2020 年新开工装配式建筑占全国的比重为 54.6%, 上海市新开工装配式建筑占新建建筑的比例达到 91.7%, 江苏省、浙江省、湖南省和海南省均超过 30%; 从结构形式看, 新开工装配式混凝土结构建筑 4.3 亿 m², 占新开工装配式建筑的比例为 68.3%; 装配式钢结构建筑 1.9 亿 m², 占新开工装配式建筑的比例为 30.2%。其中, 新开工装配式钢结构住宅 1206 万 m²; 装配式建筑渗透率快速提升, 有望拉动石膏板作为隔墙的需求。

表 16: 装配式建筑种类介绍

装配式建筑种类	主要内容要求
	材料种类、连接构造、板缝构造、内外面层做法符合《木骨架组合墙体技术规范》;
装配式钢结构、混凝土结构	内侧墙面材料宜采用普通型、耐火性或防潮型纸面石膏板, 外侧墙面材料宜采用防潮型纸面石膏板或水泥纤维板材等材料; 隔声吸声材料宜采用岩棉、玻璃棉或石膏板材等;
装配式木结构	宜选用易于安装、拆卸且隔声性能良好的轻质材料; 用于潮湿房间的内隔墙板的面层应采用防水、易清洗的材料。

资料来源: 建标库, 德邦证券研究所

各省十四五规划中装配式建筑比例提升。各省市住建部、住建委陆续发布十四五时期建筑规划, 明确装配式建筑在规划期内占新建建筑比例, 较十三五期间要求明显提升。按照各省市和自治区十三五期间规划, 2020 年装配式建筑面积超过当期新开工面积的 30% 有 8 个, 在 15%~20% 范围内的有 11 个, 剩余小于 15% 或没有公布具体比例。而目前公布十四五规划的 23 个省市和自治区中, 到 2025 年, 装配式建筑面积达到当期新建建筑面积比例在 30% 以下的只有一个省份, 7 个省份要求占比超过 30%, 7 个省份要求占比超过 40% 或以上。

表 17: 十四五期间各省市已出台装配式建筑政策

地区	装配式建筑比例/规划
北京	2022 年实现装配式建筑占新建建筑面积比例达到 40% 以上, 2025 年实现装配式建筑占新建建筑比例达到 55%
天津	十四五期间, 全市范围内国有建设用地新建居住建筑和公共建筑 100% 实施装配式建筑
雄安	装配式建筑占新建建筑比例 80% 以上
上海	2020 年, 装配式建筑约占全市新开工地上建筑面积的 91.7%
江苏	到 2025 年, 装配式建筑占同期新开工建筑面积比达 50%, 装配化装修建筑占同期新开工成品住房面积比达 30%
安徽	到 2025 年, 装配式建筑占到新建建筑面积的 30%, 全省培育 50 个以上省级装配式建筑产业基地、3-5 个国家级装配式建筑产业园区
浙江	到 2025 年, 全省装配式建筑占新建建筑比例 35% 以上
重庆	预制装配式楼板应用面积不低于单体建筑地上建筑面积的 60%

广东	到 2025 年, 装配式建筑占城镇新建建筑的比例达到 30%, 珠三角城市群装配式建筑占新建建筑面积比例达到 35% 以上
辽宁	2021 年装配式建筑占城镇新建建筑面积比例达到 21%
吉林	到 2025 年, 全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30% 以上
黑龙江	2021 年年度计划推广装配式建筑不低于 80 万平方米
山西	2021 年新开工装配式建筑 500 万平方米, 装配率不低于 30%; 设区城市装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 18%, 其中太原市、大同市达到 25%
四川	到 2025 年, 全省新开工装配式建筑占新建建筑 40%, 装配式建筑单体建筑装配率不低于 50%
宁夏	2021 年内城镇新建建筑中绿色建筑占比达 65% 以上, 新建建筑节能标准执行率达到 100%
陕西	到 2025 年, 新型建筑工业化政策体系和产业体系基本建立, 装配式建筑占新建建筑的比例 30% 以上。
湖南	2025 年, 城镇新建建筑中装配式建筑比例目标 40%
海南	到 2025 年末, 装配式建筑占新建建筑比例大于 80%
福建	到 2025 年, 全省城镇每年新开工装配式建筑占当年新建建筑的比例达到 35% 以上
江西	到 2022 年底, 装配式建筑新开工面积占新建建筑总面积的比例突破 30%; 到 2025 年, 装配式建筑新开工面积占新建建筑面积的比例力争达到 40%
广西	到 2025 年, 城镇新建建筑中装配式建筑比例 30%
新疆	力争 2021 年装配式建筑占新建建筑面积比例达到 15%
西藏	到 2025 年, 当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 60%, 全区装配式建筑占新建建筑比例达到 30% 以上
内蒙古	2022 年, 全区城镇绿色建筑占新建建筑比例达到 60%; 装配式建筑占比力争达到 15%; 到 2025 年, 全区城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准, 装配式建筑面积占比力争达到 30%。

资料来源: 装配式建筑网, 各省市住建部、住建委, 德邦证券研究所

按照已披露的 23 个省市十四五装配式建筑规划, 预计到 2025 年装配式建筑的建筑面积将达到 5.99 亿平米。我们假设 21-25 年全国新开工面积增速分别为-3%、1%、1%、1%、1%。根据 23 个省市和自治区已出台的十四五期间规划, 预计 2025 年装配式建筑的建筑面积至少达到 5.99 亿平米, 假设装配式建筑单位面积对应石膏板需求为 20 平米 (由于使用量较大, 与非住宅单位面积对应石膏板产量相当), 2025 年将新增 119.8 亿平米需求, 若线性测算 34 个省市直辖市的规模, 有望达到 177 亿平米。石膏板作为装配式建筑隔墙、吊顶较为契合的产品, 应用比例较高, 未来随着装配式建筑发展带来新的需求增量。公司新开发的石膏板龙骨万能板矿棉板“全屋装配”室内系统满足装配式建筑的节能和模块整装需求, 在绿色建筑时代具备较强的市场竞争力。

表 18: 十四五期间装配式建筑新建规模

地区	2020 年新开工面积 (万平方米)	2025 年新开工面积 (万平方米)	装配式建筑比例	2025 年装配式建筑 面积 (万平方米)
北京	3006.62	3034.8	55%	1669.2
天津	1,566.7	1581.4	100%	1581.4
上海	3440.62	3472.9	92%	3184.7
江苏	17672.82	17838.7	50%	8919.3
山东	20204.08	20393.7	—	2000.0
安徽	11785.64	11896.3	30%	3568.9
浙江	15875.49	16024.5	35%	5608.6
重庆	5,947.7	6003.5	60%	3602.1
广东	18407.77	18580.5	30%	5574.2
辽宁	4404.14	4445.5	21%	933.6
吉林	2662.39	2687.4	30%	806.2
黑龙江	2221.97	2242.8	—	80.0
山西	5795.65	5850.0	18%	1053.0
四川	13939.74	14070.6	40%	5628.2
陕西	5796.94	5851.3	30%	1755.4
湖南	10916.16	11018.6	40%	4407.4

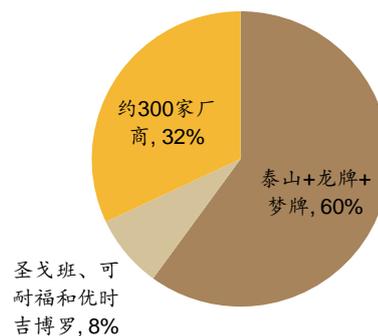
海南	1064.95	1074.9	80%	860.0
福建	6637.99	6700.3	35%	2345.1
江西	5301.79	5351.6	40%	2140.6
广西	7877.62	7951.6	30%	2385.5
新疆	4525.97	4568.5	15%	685.3
西藏	222.83	224.9	30%	67.5
内蒙古	3287.84	3318.7	30%	995.6
共计				59851.7

资料来源：WIND，各省市住建部、住建委，德邦证券研究所

2.4. 供给端：供给侧改革加速淘汰落后产能，集中度有望继续提升

纸面石膏板产品大致分为高中低端三类。其中低端线主要依靠成本优势来取得盈利，缺乏品牌和渠道的积累，而高端线石膏板具有消费属性，国内石膏板高端产品市场由公司和三大外资企业（圣戈班、可耐福、优时吉博罗）瓜分。北新建材石膏板规模在中国石膏板市场占比约 60%，其他三家规模较大的外资企业圣戈班、可耐福和优时吉博罗占据 8%左右市场，剩余 300 家厂商共占约 32%。

图 34：石膏板行业市占率分布



资料来源：公司年报，泰山石膏债券跟踪评级报告，德邦证券研究所

去产能政策加速落后产能淘汰。国内石膏板小规模产能存在效率低、氮氧化物及硫化物排放高的特点，对环境的影响较大，随着环保趋严以及去产能政策不断落地，落后产能加速出清。延续 2013 年版的《产业结构调整指导目录》，发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》表明，除西藏除外，仍然限制“3,000 万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线”；仍然淘汰“1,000 万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线”。中国建材联合会发布了《建材行业淘汰落后产能指导目录（2019）》再次重申，淘汰“1000 万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线”。

近几年公司新建生产线产能规模均在 3000 万平方米以上。落后产能的淘汰对公司影响较小，而一些非标的中小企业将被加速淘汰，公司市占率及产能利用率有望进一步提升，巩固龙头地位。

表 19：泰山石膏生产线产能划分

项目	生产线数量（条）	产能（万平方米/年）	产能占比
<1,000 万平方米/年	-	-	-

1,000 万平方米/年 (含) -3,000 万平方米/年 (不含)	2	3,500	2%
>3,000 万平方米/年 (含)	55	207,500	98%

资料来源：泰山石膏债券跟踪评级报告，德邦证券研究所

供给侧改革提高了行业准入门槛，行业集中度有望继续提升。随着行业标准不断提升，对于生产规模小、技术实力落后、产品档次低、无自主品牌的小型厂家将加速被市场淘汰，市场集中度和行业壁垒不断提高，龙头企业望进一步抢占市场份额。

3. 加码防水和涂料，“两翼”业务扩展迅速

在“一体两翼”的整体战略指引下，未来公司将会以“20%防水+20%涂料”协同发展两项业务，2020年防水业务先行发力，预计2021年涂料业务将实现战略性突破，公司通过收购或自建布局生产基地的扩张业务版图，技术研发上，公司与防水和涂料领域权威研究院或协会开展合作，并牵头建设绿色低碳建材和高端装备用涂料产学研中心，公司重视创新与原创，通过研发投入实现防水和涂料新材料领域的技术突破，力争解决行业内痛点。

3.1. 防水行业破局者，开启扩品类之路

2019年，北新建材陆续收购禹王、蜀羊、金拇指等十余家防水公司股权，并成立北新防水公司，正式进入防水行业。除收购经营防水材料制造和销售的公司外，公司于2020年12月30日收购关联方中国建材苏州防水研究院有限公司100%股权。其前身为中国建筑材料科学研究总院苏州防水研究院，并于2020年10月27日改制为有限责任公司。在交易公告中，公司表明苏州防水院是中国建筑防水行业中唯一的专业科研服务机构，本次交易意在进一步完善公司防水业务产业链，加强产研结合，从技术研发和装备方面提升公司防水业务竞争力。苏州防水院加入公司后，定位于公司防水产业的中央研究院，公司将通过苏州防水院加强新产品研发与科技创新，推动公司防水业务高质量发展。

表 20：公司防水业务收购进程

时间	收购公司	股权比例	拟收购价(万元)
2019/8/26	四川蜀羊防水材料有限公司	70%	34,650
	禹王防水建材集团有限公司	70%	14193
	四川禹王防水建材有限公司	70%	9,800
	安徽禹王防水建材有限公司	70%	31,500
2019/10/31	湖北禹王防水建材有限公司	70%	5,922
	广东禹王防水建材有限公司	70%	4,900
	辽宁禹王防水工程有限公司	70%	1,582
	禹王防水橡胶制品有限公司	70%	7
	盘锦禹王化纤有限公司	70%	8,956.50
2019/10/31	河南金拇指防水科技股份有限公司	70%	27,300
2020/12/30	中建材苏州防水研究院	100%	6,921.32
2021/2/9	上海台安实业集团有限公司	70%	22,253
	禹王防水建材集团有限公司	30%	
2021/3/30	四川禹王防水建材有限公司	30%	
	安徽禹王防水建材有限公司	30%	58000
	湖北禹王防水建材有限公司	30%	

广东禹王防水建材有限公司	30%
辽宁禹王防水工程有限公司	30%
禹王防水橡胶制品有限公司	30%
盘锦禹王化纤有限公司	30%
合计	225,984

资料来源：公司公告，德邦证券研究所

防水业务产能迅速扩张。在迅速完成防水业务收购及整合后，北新防水目前拥有 12 个防水材料生产基地（包括在建），产能分布在西南、西北、华东、东北及华南等地，按照公司十四五期间防水材料生产基地达到 30 个的规划，预计后续将不断有新的产能建设项目公布。

表 21：防水业务产能布局

子公司	地点	产能
北新蜀羊	四川眉山	改性沥青防水卷材生产线 6 条，产能达 6500 万 m ² /年；高分子防水卷材生产线 15 条（建设中），产能达 4000 万 m ² /年；防水涂料生产线 5 条（已建 2 条、在建 3 条），产能达 50000 吨/年
	四川崇州	目前具备年产 7500 万平方米防水卷材，年产 50000 吨防水涂料的产能
	陕西咸阳	年产改性沥青防水卷材 4000 万平方米、高分子防水卷材 700 万平方米、防水涂料 6000 吨
	江西九江	年产改性沥青防水卷材 5000 万平方米、高分子防水卷材 1000 万平方米、防水涂料 5000 吨
北新禹王	辽宁盘锦	年产 2 万吨聚酯无纺布类产品
	安徽滁州	年产 4.94 万吨涂料生产装置，年设计生产改性沥青卷材 6000 万平方米，高分子片材 2500 万平方米
	广东清远	年设计产能卷材 3500 万 m ² 、涂料 2.8 万吨
	湖北仙桃	年设计产能 3000 万平方米改性沥青防水卷材，防水涂料 2.2 万吨
北新金拇指	四川眉山	一期年设计产能 3500 万平方米防水卷材，2.8 万吨防水涂料，0.5 万吨化纤材料；二期新增设计产能 1500 万平方米高分子防水卷材，15000 吨防水涂料
	河南许昌	现拥有 6 条国内领先的全自动卷材生产线、3 条高分子生产线、2 个涂料生产车间，2019 年底年产 700 万 m ² 高分子生产线投产
北新月皇（原上海台安）	上海嘉定	年产 300 万平米橡胶类高分子卷材生产线；年产 2300 万平方米多功能改性沥青卷材生产线
	安徽安庆	在建年产 3000 万平米的各类新型防水卷材，年产 3 万吨新型涂料

资料来源：公司公告，子公司官网，涂界，中国建筑防水杂志社，德邦证券研究所

2021 年 7 月 5 日，北新防水宣布与科顺股份和凯伦股份共同出资成立北新科顺凯伦供应链管理有限公司，合资公司成立后，将负责股东各方通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购。

在现阶段原材料持续上涨背景下，通过集中采购，合作企业将受益于规模效应，有效降低采购成本，可以有效对冲原材料大幅涨价带来的压力，另外，集中采购更高品质的原材料，提升产品品质，有利于行业规范化发展。

2021 年 7 月 8 日，北新防水再次宣布与科顺股份、凯伦股份和天龙新材共同出资设立新公司，后续计划收购盘锦禹王化纤有限公司拥有的 4 条无纺布生产线及配套设备。合资公司将从事防水卷材原材料胎基布（即防水卷材用非织造布）的研发、生产及销售业务。此次合作是三家防水行业公司在提升供应链效率的进一步尝试，在行业快速变革阶段，合资公司可以整合各自优势，取长补短，形成规模效应，助力公司降低经营风险，提高竞争力。

表 22：2021 年公司防水业务对外合作

公告日期	合作公司	注册资本	合作形式	合作领域
2021.07	科顺股份、凯伦股份	5 千万	北新/科顺/凯伦各出资 51%/29%/20% 成立合资公司	负责股东各方通用共性原材料、设备、备品备件的统一采购
2021.07	科顺股份、凯伦股份、天龙新材	3 亿元	北新/科顺/凯伦/天龙各出资 70%/10%/10%/10% 成立合资公司	涤纶纺粘针刺油毡基布的研发/加工/销售；无纺布/帘子布的研发/生产/销售
2021.07	中国建材、中国石化		中建材与中石化签署战略合作协议	在防水材料和涂料产业、高性能碳纤维等新材料领域等方面共同深度推进发展

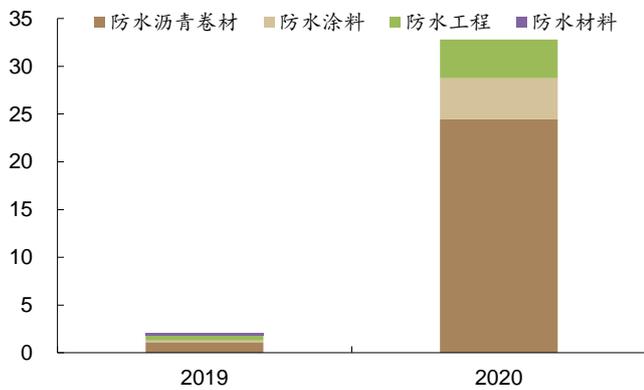
资料来源：公司公告，中国建筑防水协会，德邦证券研究所

除与防水行业公司通过竞合来提升供应链规模效应外，公司股东中国建材为北新防水业务发展提供助力。2021年7月11日，中国建材集团和中国石油化工集团有限公司签署战略合作协议，会议上中建材董事长周育先先生表示，“希望双方在在防水材料和涂料产业共同深度推进发展”。

防水材料主要原材料为石油化工类产品，原材料采购成本在生产成本中占比约85%，此次股东方与上游重要供应商在防水业务的合作对于稳定原材料供应，降低生产成本具有重要意义。

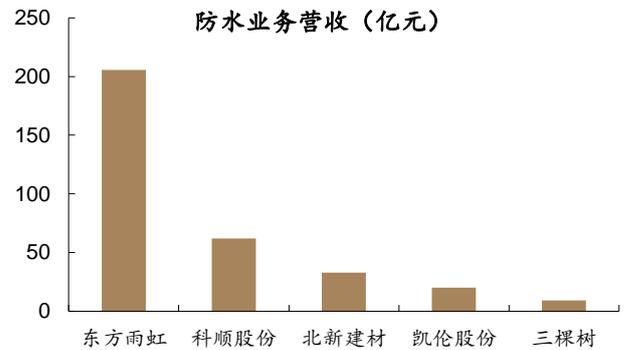
在成立一年多的时间里，北新防水迅速赶超同业竞争者。2020年，公司在防水业务实现营收28.76亿，超过凯伦股份，成为上市公司中防水业务规模第三大公司。目前防水业务主要营收来自防水沥青卷材销售，占比约为75%。

图 35：北新防水营收规模（亿元）



资料来源：WIND，德邦证券研究所

图 36：2020 年上市公司防水业务营收



资料来源：WIND,德邦证券研究所

防水业务渠道网络迅速结成。借助原收购公司的销售渠道和公司石膏板业务积累的渠道资源，北新防水在成立第一年就下游 B 端市场拥有不俗表现。在 TOP500 房企首选供应商榜单防水材料板块，2019 年北新防水首选率 7%，与凯伦股份并列第三名，2020 年首选率保持行业第三的水平。在大 B 端客户市场，北新防水表现突出，在 TOP100 房企战略合作落地率的榜单上，北新防水合作落地率为 45%，同样与凯伦股份并列第三，与第二名科顺股份差距为 9 个 pct。

表 23：TOP500 房地产企业首选供应商-防水材料

2018	首选率	2019	首选率	2020	首选率
东方雨虹	36%	东方雨虹	36%	东方雨虹	36%
科顺股份	20%	科顺股份	20%	科顺股份	21%
宏源	8%	北新防水	7%	北新防水	7%
蓝盾	8%	凯伦股份	7%	凯伦股份	7%
卓宝	8%	卓宝	6%	卓宝	6%
凯伦股份	8%	大禹	6%	雨中情	6%
大禹	6%	雨中情	5%	三棵树防水	5%
雨中情	2%	蓝盾	5%	大禹防水	5%
金拇指	2%	三棵树	3%	蓝盾	2%
蜀羊	2%	宏源	2%	远大洪雨	2%

资料来源：中房网，德邦证券研究所

表 24：防水材料 TOP100 房企战略合作落地率

品牌	合作落地率
东方雨虹	62%
科顺股份	54%
北新防水	45%
凯伦股份	45%
卓宝	32%
雨中情	26%

资料来源：中房网，德邦证券研究所

3.2. 进军涂料领域，工业涂料业务或迎突破

2021 年 7 月 30 日，北新涂料有限公司正式注册，注册资本为 20 亿元，并且由北新建材党委书记及董事长王兵先生亲自担任北新涂料董事长，北新建材总工程师担任总经理，表明涂料市场开拓成为北新建材现阶段重点战略方向之一。

公司目前拥有主营建筑涂料研发生产和销售的自主品牌“龙牌漆”，其设计产能为 10 万吨。2021 年 4 月，公司在湖南长沙铜官工业园入驻，新生产基地产能包括 10 万吨水性建筑涂料。随着在涂料领域布局深入，产能建设将同步跟进，按照公司计划，未来涂料生产基地将达到 20 个。

在涂料业务方面，除了市场较成熟的建筑涂料外，公司将着眼于工业涂料，尤其是高端装备用涂料领域。在集团发展绿色建材战略和北新涂料目标攻克高端工业涂料市场的背景下，公司近期在涂料研发上不断蓄能。2020 年于中国涂料工业协会合作成立中国涂料科学研究院。2021 年，公司与北京昌平区政府签署协议，中国涂料科学研究院及其他两个国家级研究院将落地北京未来科学城，公司将牵头建设绿色低碳建筑新材料技术创新中心、关键装备涂层新材料技术创新中心两个产学研合作中心；并打造两个北新防水和北新涂料两个新材料产业集团。

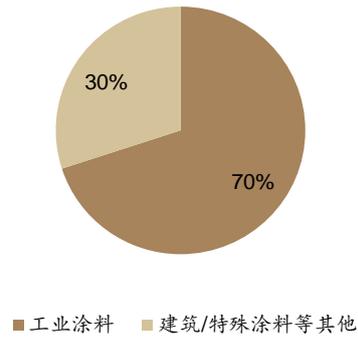
表 25：公司近期成立涂料领域研究中心

名称	合作协议方	成立目的
中国涂料科学研究院	中国涂料工业协会	依托北新建材国家级企业技术中心、院士工作站等创新平台，建设一流的涂料科学研究院
绿色低碳建筑新材料技术创新中心、关键装备涂层新材料技术创新中心	北京市昌平区政府	工业涂料还面临着卡脖子风险和技术创新投入不足的问题；国家战略装备和大国重器的涂层新材料还需要研发攻关突破瓶颈，北新将承担作为央企的使命责任

资料来源：公司公告，公开资料整理，德邦证券研究所

据涂界测算，目前中国涂料市场规模约为 4000 亿，而工业涂料占比超 70%；同时行业集中度较低，前 10 强企业的工业涂料市占率也仅 11.82%。工业涂料细分领域较多，包括汽车涂料、轨道交通涂料、船舶涂料、集装箱涂料、风电涂料、航空航天涂料等。

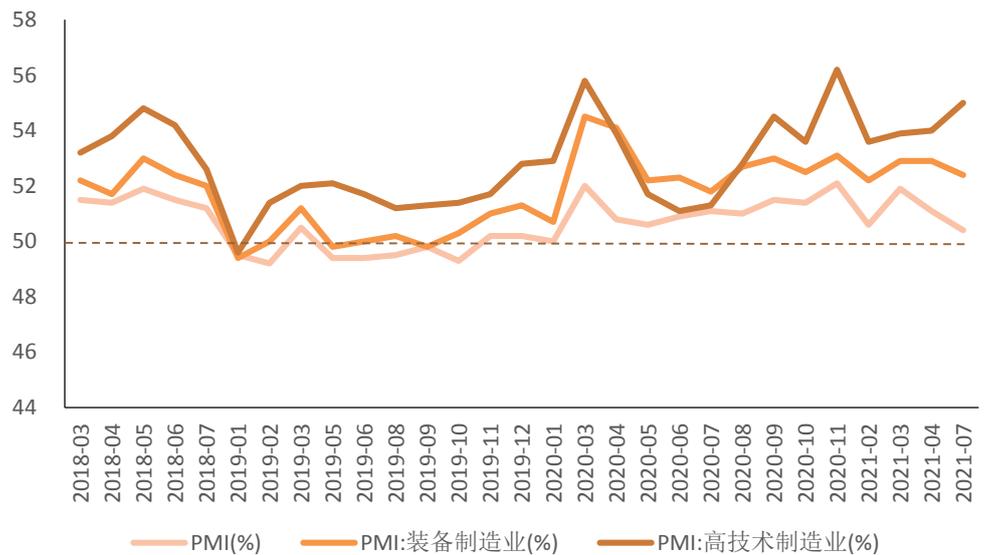
图 37：工业涂料市场占比



资料来源：涂界，德邦证券研究所

随着我国大力发展高端制造的路线明确，相关产业配套的工业涂料细分领域将迎来巨大需求。2019年以来，高技术制造业 PMI 保持在 50% 以上景气区间，并且整体呈增长趋势，装备制造业 PMI 值略小于高技术制造业，然而两者走势相似，而且都在综合 PMI 指数之上。

图 38：高端装备制造业稳步向好



资料来源：国家统计局，WIND，德邦证券研究所

工业涂料自身技术含量和附加值都较高，加之研发需要大规模资金投入，高端工业涂料自身即为高端制造产业的一类。因此，发展高端工业涂料是实现“中国智造”道路上不可或缺的一个环节。

然而高端工业涂料技术和市场目前主要掌握在外资企业手中，根据涂界 2020 年中国市场工业涂料规模榜单，前十企业中只有湘江涂料一家本土企业。在涂料市场上，国内厂商需加大研发投入实现国产技术替代，提高在高端涂料市场占比。

表 26：2020 年工业涂料前 20 强

排名	品牌	属性	销售收入(亿)	市占率
1	PPG	外资	94	2.94%
2	阿克苏诺贝尔	外资	45	1.41%
3	佐敦	外资	44	1.38%

4	巴斯夫	外资	38.63	1.21%
5	湘江涂料	本土	35	1.09%
6	立邦	外资	34.71	1.08%
7	艾仕得	外资	28.14	0.88%
8	宣伟	外资	25	0.78%
9	海虹老人	外资	18.65	0.58%
10	永记造漆	外资	15	0.47%

资料来源：涂界，德邦证券研究所；注：统计口径下港澳台暂时归为外资

工业涂料中，轨道交通涂料、风电涂料、核电涂料、航空涂料、海洋工程涂料和防腐涂料等都属于技术水平较高的工业涂料品类。国内相关细分领域市占率排名第一均为外资涂料企业。其中，汽车涂料和航空涂料领域 TOP1 是 PPG，风电涂料 TOP1 是海虹老人，船舶和工业防护涂料的 TOP1 是佐敦。

表 27：国内工业涂料领域市占率 TOP1 企业

细分领域	市占率 TOP1
汽车涂料	PPG
航空涂料	PPG
风电涂料	海虹老人
包装涂料	阿克苏诺贝尔
船舶涂料	佐敦
工业防护涂料	佐敦

资料来源：涂界，德邦证券研究所

公司单独设立“关键装备涂层新材料技术创新中心”，意味着攻克高端工业装备用涂料核心技术将是公司未来重点研发投入，具体包括“关键装备”相关的航空航天、船舶、海工装备、轨道交通以及军工类装备等高端工业涂料关键核心技术上加大力度。

4. 盈利预测

根据 5 家可比消费建材公司的盈利预测数据，当前北新建材估值低于行业平均水平。公司作为石膏板行业龙头，成本优势突出，随着供给侧改革深入，行业落后产能进一步出清，市占率有望进一步提升。绿色节能建筑时代，石膏板、龙骨、万能板、矿棉板等“全屋装配”的绿色建筑解决方案带来新的增量。同时，在“一体两翼”新战略下，公司向综合类建材企业发展，防水和涂料业务打开新的成长空间，整体估值有望提升。

表 28：可比公司估值

公司名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
东方雨虹	50.0	1262.8	43.8	56.5	71.7	28.8	22.3	17.6
科顺股份	18.8	214.9	11.5	15.9	21.3	18.7	13.5	10.1
三棵树	131.6	495.5	8.0	12.4	17.0	61.6	40.0	29.2
凯伦股份	29.3	114.3	3.9	5.8	8.0	29.1	19.8	14.3
坚朗五金	153.2	492.5	11.9	16.5	21.8	41.4	29.9	22.6
平均						35.9	25.1	18.8
北新建材	37.7	637.5	39.7	46.8	53.9	16.1	13.6	11.8

资料来源：WIND，德邦证券研究所；注：除北新建材、东方雨虹、科顺股份，其余皆采用 WIND 一致预测；收盘价日期为 2021 年 9 月 7 日

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 39.7、46.8 和 53.9 亿元，同比增长 38.8%、17.7% 和 15.3%，EPS 分别为 2.35、2.77 和 3.19 元，对应 PE 估值分别为 16.1、13.6 和 11.8 倍；考虑竣工后周期和绿色建筑趋势影响以及公司规模优势和新业务成长空间，给予公司基于 22 年业绩预测 20-22 倍的 PE 估值，对应目标价区间为 55.4-60.94 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 29：公司业绩预测

报告期	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	13323.01	16802.63	21240.70	23888.81	26780.90
增速	6%	26%	26%	12%	12%
营业成本 (百万元)	9078.69	11142.76	13823.61	15377.82	17116.37
增速	12%	23%	24%	11%	11%
毛利率	32%	34%	35%	36%	36%
石膏板+收入 (百万元)	13117.86	13521.13	17138.83	18884.53	20775.76
石膏板+成本 (百万元)	8927.90	8984.79	11034.33	12024.95	13152.98
石膏板+业务毛利率(%)	32%	34%	36%	36%	37%
防水业务收入 (百万元)	205.15	3281.50	4101.88	5004.29	6005.15
防水业务成本 (百万元)	143.61	2157.97	2789.28	3352.87	3963.40
防水业务毛利率(%)	30%	34%	32%	33%	34%

资料来源：公司年报，WIND，德邦证券研究所；注：其他主营业务归为“石膏板+”业务板块

5. 风险提示

- 地产投资大幅下滑
- 装配式建筑推广不及预期
- 原燃料价格大幅上涨超预期
- 竞争对手高强度石膏板技术突破

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)					营业总收入	16,803	21,241	23,889	26,781
每股收益	1.69	2.35	2.77	3.19	营业成本	11,143	13,824	15,378	17,116

每股净资产	9.87	12.22	14.98	18.17	毛利率%	33.7%	34.9%	35.6%	36.1%
每股经营现金流	1.09	2.73	3.13	3.59	营业税金及附加	184	233	262	293
每股股利	0.55	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
价值评估(倍)					营业费用	586	741	834	935
P/E	22.29	16.05	13.64	11.82	营业费用率%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
P/B	3.82	3.09	2.52	2.08	管理费用	856	1,082	1,217	1,364
P/S	3.79	3.00	2.67	2.38	管理费用率%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
EV/EBITDA	16.33	11.87	9.65	7.79	研发费用	672	850	956	1,071
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	研发费用率%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
盈利能力指标(%)					EBIT	3,361	4,511	5,243	6,001
毛利率	33.7%	34.9%	35.6%	36.1%	财务费用	75	6	-73	-139
净利润率	17.0%	18.7%	19.6%	20.1%	财务费用率%	0.4%	0.0%	-0.3%	-0.5%
净资产收益率	17.2%	19.2%	18.5%	17.6%	资产减值损失	-3	0	0	0
资产回报率	12.5%	15.0%	14.7%	14.2%	投资收益	28	35	40	45
投资回报率	15.8%	18.5%	17.6%	16.6%	营业利润	3,303	4,601	5,424	6,260
盈利增长(%)					营业外收支	38	38	38	38
营业收入增长率	26.1%	26.4%	12.5%	12.1%	利润总额	3,341	4,639	5,462	6,298
EBIT 增长率	27.7%	34.2%	16.2%	14.5%	EBITDA	3,974	5,130	5,896	6,688
净利润增长率	548.3%	38.8%	17.7%	15.3%	所得税	317	440	519	598
偿债能力指标					有效所得税率%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
资产负债率	23.8%	18.1%	16.3%	14.9%	少数股东损益	164	228	268	309
流动比率	1.4	2.3	3.1	3.9	归属母公司所有者净利润	2,860	3,971	4,675	5,391
速动比率	1.0	1.7	2.5	3.3					
现金比率	0.1	0.8	1.6	2.4					
经营效率指标					资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
应收帐款周转天数	41.9	41.9	41.9	41.9	货币资金	590	3,269	7,273	12,049
存货周转天数	57.2	57.2	57.2	57.2	应收账款及应收票据	1,970	2,490	2,801	3,140
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.7	存货	1,746	2,166	2,410	2,682
固定资产周转率	1.6	1.8	1.8	2.0	其它流动资产	2,549	1,768	1,844	1,928
					流动资产合计	6,856	9,694	14,328	19,799
					长期股权投资	184	197	197	197
					固定资产	10,830	12,008	12,938	13,708
					在建工程	1,930	1,383	1,055	858
					无形资产	2,145	2,251	2,353	2,450
					非流动资产合计	16,060	16,757	17,460	18,130
					资产总计	22,915	26,451	31,788	37,929
					短期借款	1,329	0	0	0
					应付票据及应付账款	1,589	1,972	2,193	2,441
					预收账款	0	0	0	0
					其它流动负债	1,967	2,251	2,424	2,616
					流动负债合计	4,885	4,223	4,617	5,058
					长期借款	120	120	120	120
					其它长期负债	455	455	455	455
					非流动负债合计	575	575	575	575
					负债总计	5,461	4,798	5,192	5,633
					实收资本	1,690	1,690	1,690	1,690
					普通股股东权益	16,667	20,638	25,313	30,703
					少数股东权益	788	1,015	1,284	1,593
					负债和所有者权益合计	22,915	26,451	31,788	37,929

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为9月7日
 资料来源：公司年报（2019-2020），德邦证券研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获 2019 年金牛奖建筑材料第二名；2019 年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名；2020 年 Wind 金牌分析师建筑材料第一名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。