资源与环境研究中心

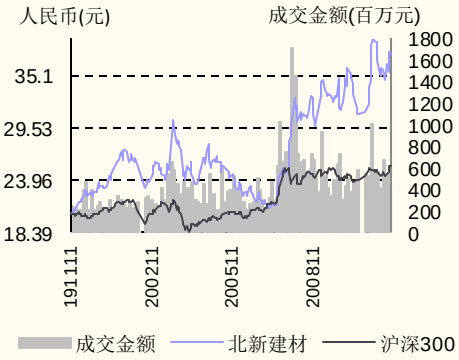
北新建材 (000786.SZ) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：37.15 元
目标价格（人民币）：46.43 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	16.90
已上市流通 A 股(亿股)	16.90
总市值(亿元)	630.19
年内股价最高最低(元)	38.99/20.34
沪深 300 指数	4886
深证成指	13838



发展战略指引方向，石膏板龙头再启航

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,565	13,323	16,798	19,192	22,127
营业收入增长率	12.55%	6.03%	26.08%	14.25%	15.29%
归母净利润(百万元)	2,466	441	2,758	3,230	3,854
归母净利润增长率	5.20%	-82.11%	525.30%	17.11%	19.31%
摊薄每股收益(元)	1.460	0.261	1.633	1.912	2.281
每股经营性现金流净额	1.65	1.16	0.70	1.56	2.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.27%	3.16%	17.35%	17.78%	18.50%
P/E	9.43	97.47	22.75	19.43	16.28
P/B	1.63	3.08	3.95	3.45	3.01

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全球石膏板龙头，盈利保持高水平。**19 年公司石膏板产能达到 27.52 亿平米，产量 19.94 亿平米，是全球最大的石膏板生产企业，国内市场占有率超过 60%。基于“价-本-利”的经营理念，公司利润复合增速高于收入复合增速 8 个百分点。剔除 19 年诉讼费用一次性影响，公司净利润维持高位。
- **发展战略指明方向，打开成长空间。**公司提出“一体两翼，全球布局”的发展战略，以石膏板为核心，做好轻钢龙骨等“石膏板+”配套延伸，并全球布局，向防水和涂料拓展。根据规划，石膏板产能将从 27.52 亿平米增至 50 亿平米、国内市场份额从 60%增至 80%，龙骨产能将从 42 万吨增至 50 万吨、配套率从 10%增至 80%，防水业务位列行业前三。
- **深挖石膏板潜力，布局海外市场。**14 年中国石膏板产量 34.4 亿平米，19 年中国石膏板产量 33.2 亿平米，我国石膏板行业进入存量时代。公司凭借在上游脱硫石膏和下游经销渠道的布局，市场份额将进一步提升。近年来，公司陆续在坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、埃及布局产能，向全球龙头迈进。
- **龙骨发展迅速，配套率提升。**龙骨行业进入门槛低，行业集中度低。由于龙骨常与石膏板配套使用，客户资源具有较高重合度。随着公司对龙骨业务重视度的提升，龙骨业务实现快速增长。19 年实现营收 15.52 亿元，较 15 年增长 197%。20 年上半年，在石膏板收入下滑 12%的背景下，龙骨收入逆势增长 14%，配套率进一步提升。
- **并购进入防水领域，成长潜力大。**19 年公司通过收购三家防水企业进入防水行业，仅经历了 20 年上半年的初步整合，在原有产能和渠道基础上，防水业务实现收入 13.87 亿元、毛利率 35.09%，提前实现三年规划。未来三年，公司防水生产基地存在进一步扩张的可能，防水业务成长潜力大。

投资建议与估值

- 预计公司 20-22 年 EPS1.63 /1.91 /2.28 元，对应 PE 23/19/16X。采用市盈率相对估值法，参考可比公司 21 年 24X 估值水平，按照 21 年 EPS1.91 元计算，给予未来 6-12 个月目标价 46.43 元。首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- 房地产行业下行；原材料价格变动；业务拓展进度低于预期；环保、安全等不确定因素；汇率波动；疫情反复；减持和质押风险。

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

冯孟乾 联系人
fengmengqian@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

1) 石膏板销量：2019 年公司石膏板产能 27.52 亿平米、产量 19.94 亿平米，产能利用率 72%。随着在建项目的陆续投产，预计 2020-2022 年公司石膏板销量增速 1%/5%/5%。
2) 石膏板售价：受疫情影响，2020 年公司石膏板售价略有回落。随着进口废纸原料的短缺及疫情后装修的启动，凭借着公司 60%的市占率，预计 2020-2022 年公司石膏板价格变动-2%/2%/2%。
3) 石膏板生产成本：受人工成本和其他成本上涨影响，预计 2020-2022 年公司石膏板生产成本变动 0%/1%/1%。
4) 龙骨收入和毛利率：龙骨是公司近年来大力发展的业务，与石膏板配套使用，客户重叠性高，公司也加大了对龙骨配套率的考核，预计 2020-2022 年公司龙骨产品收入增速 30%/30%/30%。参考 2020 年中报龙骨业务毛利率 26.18%，预计 2020-2022 年龙骨业务毛利率 26.18%/26.18%/26.18%。
5) 防水收入和毛利率：随着整合的推进及现有客户和渠道资源的共享，预计 2020 年公司防水收入 33.84 亿元，2021-2022 年公司防水业务收入增速 30%/30%。参考 2020 年中报防水业务毛利率 35.09%，预计 2020-2022 年防水业务毛利率 35.09%/34%/34%。

■ 我们区别于市场的观点

市场认为石膏板后期需求仍有较高增速。我们认为，石膏板行业已经进入存量时代，短期竣工修复会给需求带来增量。从长期看，随着中国房地产行业黄金时代的结束和国内装修习惯的偏好，石膏板需求将保持较低增速。

市场担心山东地区跨界进入石膏板行业的企业将导致市场竞争加剧，影响北新建材的盈利能力。我们认为，北新建材的石膏板产品线丰富，高、中、低端产品均有布局。与大宗产品销售不同，石膏板需要有品牌和渠道的积累，短期内新进入者难以撼动公司的行业地位。跨界进入石膏板的企业凭借着自身全产业链布局、具有竞争优势的生产成本，对于行业内的中小企业构成较大冲击，会促使行业集中度的提升，对北新建材或许构成利好。

■ 股价上涨的催化因素

1) 地产调控阶段性放松
2) 防水产能扩张、涂料布局落地，多品类扩张持续推进

■ 估值和目标价格

我们选取东方雨虹、伟星新材、亚士创能、三棵树、科顺股份、兔宝宝等国内 A 股上市的综合建材企业作为可比公司，根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年平均估值为 24 倍。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.63 元/1.91 元/2.28 元，采用市盈率相对估值法进行估值。参考可比公司 2021 年平均估值 24 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 46.43 元（24X）的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

■ 投资风险

2020 年三季度以来，地产调控趋严，三条红线政策、部分房企融资问题加剧了市场对于地产行业和 B 端客户回款的担忧，这将对板块和公司估值产生冲击。

内容目录

投资要件 2
1. 全球石膏板龙头，规模稳步扩张 5
1.1 深耕行业四十年 5
1.2“石膏板”+“防水”，经营规模不断壮大 5
2.石膏板行业：存量竞争格局下，强者恒强 7
2.1 上游是原材料和能源，下游以地产需求为主 7
2.2 行业告别高速增长，头部企业竞争优势明显 8
2.3 产业政策叠加行业资源属性，龙头企业将强者愈强 9
2.4 短期需求看竣工，长期需求看政策 10
2.5 装配式建筑趋势与产品提标，利好长期需求 11
3. 石膏板为“盾”，防水和龙骨为“矛” 12
3.1 一体两翼战略发布，成长逻辑清晰 12
3.2 石膏板业务：渠道和成本优势突出 14
3.3 龙骨业务：借助现有渠道，实现规模增长 16
3.4 防水业务：新的利润增长点 17
4.盈利预测与投资建议 20
4.1 盈利预测 20
4.2 投资建议与估值 21
5. 风险提示 22

图表目录

图表 1：公司成立于 1979 年 5
图表 2：中国建材为实际控制人 5
图表 3：公司营业收入稳定增长 6
图表 4：一次性因素导致 2019 年利润下滑 6
图表 5：公司毛利率和净利率相对稳定 6
图表 6：2020 年防水业务收入占比增加 6
图表 7：石膏板生产工序主要分为四个步骤 7
图表 8：中国石膏板下游以公共建筑装修为主 7
图表 9：2014 年前中国石膏板产量快速增长 8
图表 10：国内石膏板市场的主要参与者可分为三个梯队 8
图表 11：脱硫石膏优势突出 9
图表 12：脱硫石膏主要来源于火力发电厂 10
图表 13：火电设备容量增速放缓 10
图表 14：2016 年以来非住宅竣工面积回落 10
图表 15：2016 年以来住宅竣工面积回落 10
图表 16：2015 年起非住宅新开工增速持续下滑 11

图表 17：2015 年起住宅新开工保持较高增速.....11
图表 18：建安投资维持高位.....11
图表 19：玻璃厂商库存持续减少.....11
图表 20：装配式建筑受到国家政策的大力推动.....12
图表 21：“三、五、八”计划提供成长空间.....13
图表 22：公司石膏板市占率达到 60%.....13
图表 23：公司负债率低、应收账款周转快.....13
图表 24：龙牌和泰山石膏是 500 强房企首选石膏板品牌.....14
图表 25：2018-2019 年石膏板生产成本稳定.....15
图表 26：原材料是石膏板最主要的成本构成.....15
图表 27：2017 年以来废纸进口量大幅下滑.....16
图表 28：2020 年国废价格再次出现上涨.....16
图表 29：轻钢龙骨示意图.....16
图表 30：轻钢龙骨应用场景.....16
图表 31：轻钢龙骨生产工艺简单.....16
图表 32：龙骨业务收入快速增长.....17
图表 33：龙骨业务毛利率相对稳定.....17
图表 34：2017-2019 年防水行业收入增速在 10%以上.....17
图表 35：龙头企业市占率持续提升.....17
图表 36：按照销售金额计算龙头地产公司集中度提升.....18
图表 37：按照销售面积计算龙头地产公司集中度提升.....18
图表 38：2020 年上半年公司收入规模位列第三.....19
图表 39：公司位列 500 强房企首选防水品牌第三位.....19
图表 40：2019 年以来应收账款规模快速上升.....19
图表 41：2020 年上半年公司资产负债率低于可比公司.....19
图表 42：未来三年公司主要假设参数.....21
图表 43：可比公司估值情况.....22

1. 全球石膏板龙头，规模稳步扩张

1.1 深耕行业四十年

北新建材成立于 1979 年，并于 1997 年成功登陆深交所。经过 40 余年的发展，公司已成为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。公司旗下“龙牌”和“泰山”产品拥有极高的品牌知名度和美誉度。截至 2019 年末，公司品牌价值达到 698.68 亿元，位居中国 500 最具价值品牌第 71 位，并连续多年入选“亚洲品牌 500 强”，位居亚洲品牌建材行业前三强。

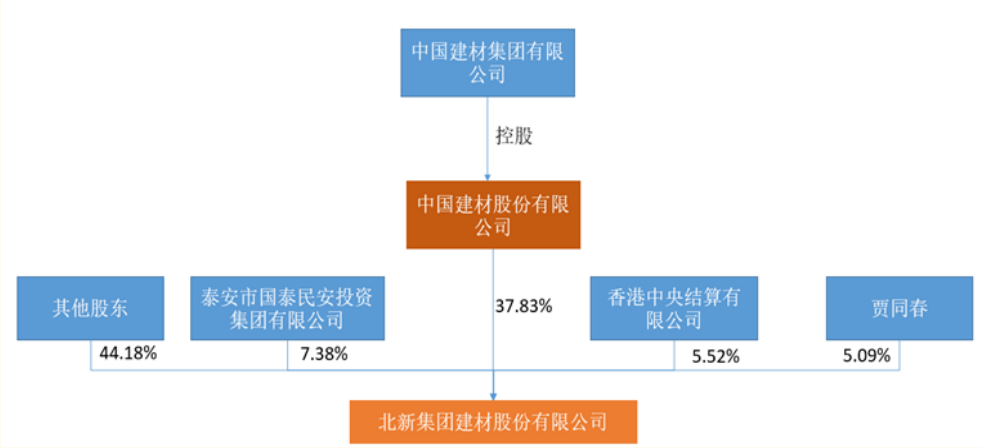
图表 1：公司成立于1979 年



来源：公司官网，国金证券研究所

截至 2020 年 6 月 30 日，公司总股本为 16.9 亿股。中国建材股份有限公司持有公司 37.83%的股份，为公司控股股东，中国建材集团为公司实际控制人。泰山石膏董事长贾同春持股比例为 5.09%，是公司第四大股东。

图表 2：中国建材为实际控制人



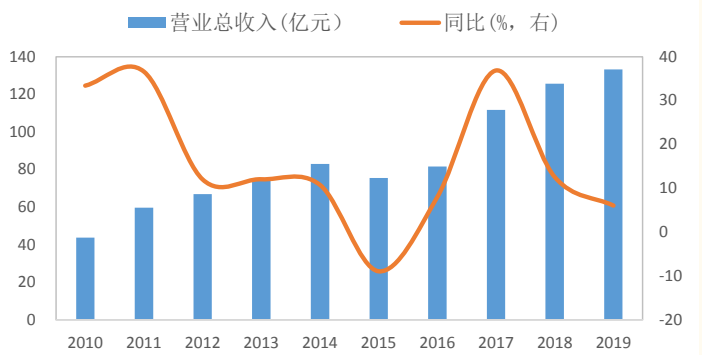
来源：Wind，国金证券研究所

1.2 “石膏板”+“防水”，经营规模不断壮大

伴随销售规模的不断扩大，公司营业收入整体呈逐年上升趋势。2015 年受房地产行业影响，公司收入出现小幅下滑。过去十年（2010-2019 年），公司收入复合增速 12%。

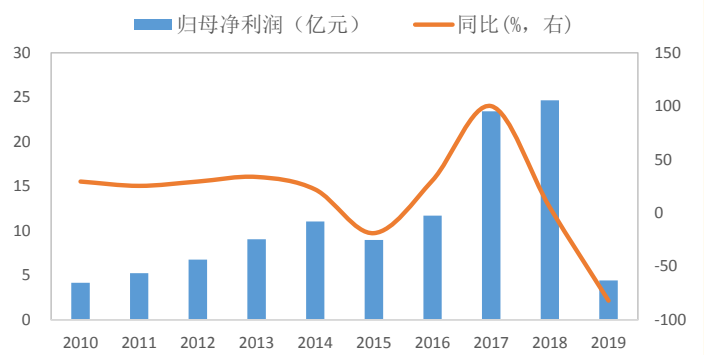
从利润情况看，公司利润增速高于收入增速，过去十年（2010-2019 年）扣非后归母净利润复合增速 20%，这与公司奉行的“价格-成本-利润”理念有关。2015 年受房地产行业下行影响，公司利润增速出现下滑。2019 年受美国石膏板诉讼事项影响（减少净利润 17.94 亿元），公司利润出现大幅下滑。该事件对利润的影响为一次性，剔除该事件影响后，公司净利润水平依然处于高位。

图表 3：公司营业收入稳定增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：一次性因素导致 2019 年利润下滑

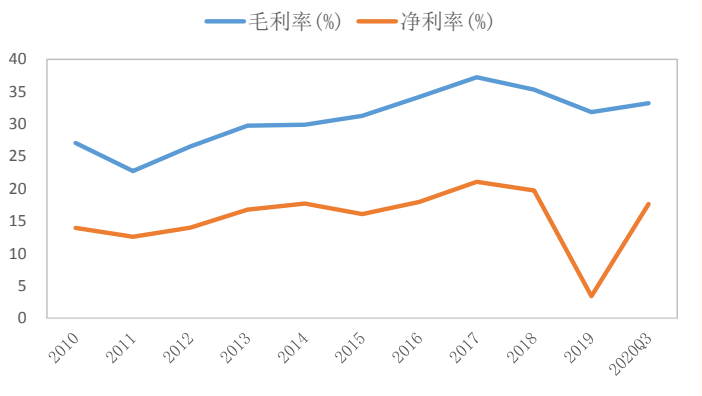


来源：Wind，国金证券研究所

从公司盈利能力看，公司的毛利率和净利率整体呈现增长的趋势。2019 年公司销售毛利率为 31.86%，同比减少 3.46 个百分点，主要是根据新收入准则要求，自 2019 年开始公司将发生的与销售商品有关的运费调整到营业成本所致。2020 年前三季度毛利率为 33.21%，较 2019 年回升 1.35 个百分点，显示出主业盈利能力强劲，会计科目调整对毛利率为一次性影响。2019 年公司销售净利率为 3.43%，同比降低 16.31 个百分点，主要由于美国石膏板诉讼事项影响有关。2020 年前三季度，公司销售净利率为 17.66%，销售净利率较 2018 年下降的原因主要与 2019 年收购防水企业导致期间费用上涨有关。

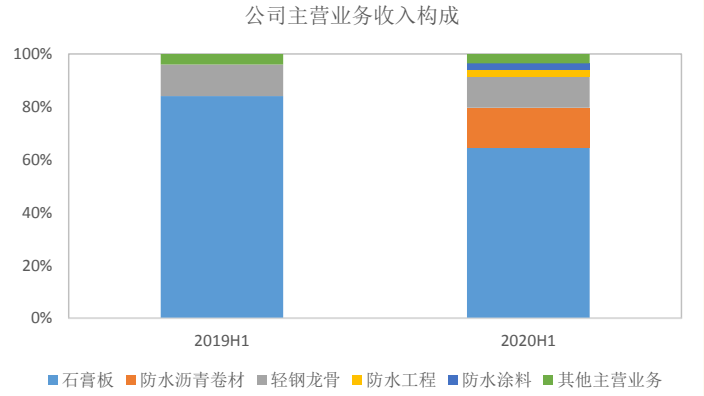
公司主营业务分为四大类：石膏板、龙骨、防水以及其他。随着 2019 年公司完成对蜀羊、金拇指、禹王三家防水企业的收购，防水业务（防水卷材、防水涂料以及防水工程）已成为仅次于石膏板的另一大支柱业务。2020 年上半年公司实现营业收入 69.22 亿元，其中：石膏板 44.72 亿元，占比 64.61%；龙骨 8.21 亿元，占比 11.85%；防水卷材 10.41 亿元，占比 15.04%；防水涂料 1.71 亿元，占比 2.47%；防水工程 1.74 亿元，占比 2.51%；其他业务 2.43 亿元，占比 3.52%。

图表 5：公司毛利率和净利率相对稳定



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2020 年防水业务收入占比增加



来源：Wind，国金证券研究所

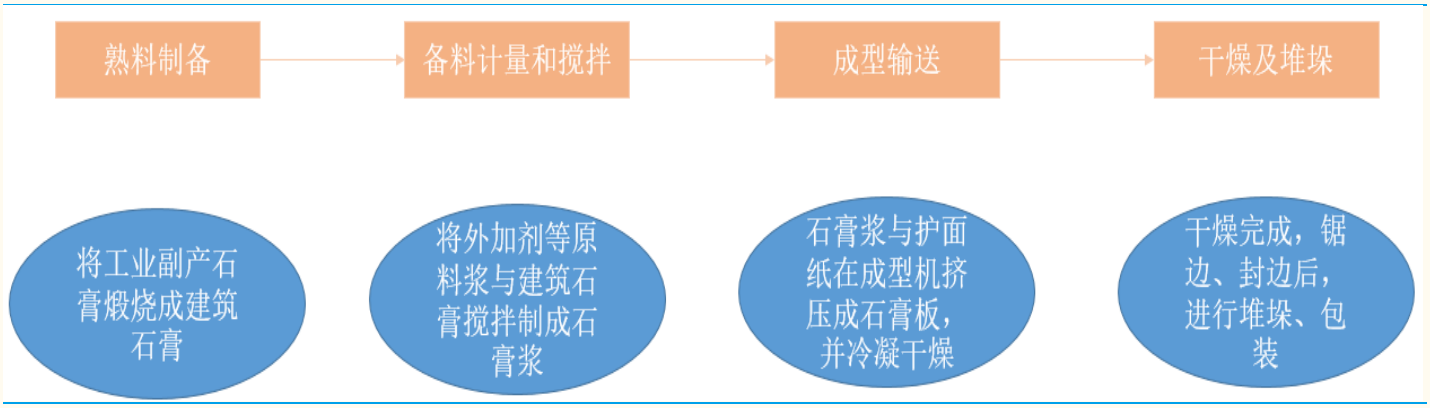
2.石膏板行业：存量竞争格局下，强者恒强

2.1 上游是原材料和能源，下游以地产需求为主

石膏板作为一种新型建材，具有重量轻、强度高、厚度薄、加工方便以及隔音、绝热和防火等优良性能，在住宅、商业和公共建筑领域被广泛用作内隔墙、墙体覆面板、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。

根据泰山石膏板生产工艺，生产程序可分为四个步骤：（1）熟料制备：将工业副产石膏经过回转窑煅烧后得到以 β 型半水石膏为主的建筑石膏，冷却备用；（2）备料计量及搅拌：将干料外加剂、湿料外加剂定量计量后搅拌成原料浆，并与建筑石膏在搅拌机混合制成石膏浆；（3）成型输送：石膏浆与护面纸进入成型机，挤压成合规的石膏板，上下护面纸粘合后在凝固皮带上完成初凝、在输送辊道上完成终凝，经分配机分配进入干燥机干燥；（4）干燥及堆垛：在干燥机完成后，石膏板进行定长切边和全自动包边，成品进行堆垛和检验包装。

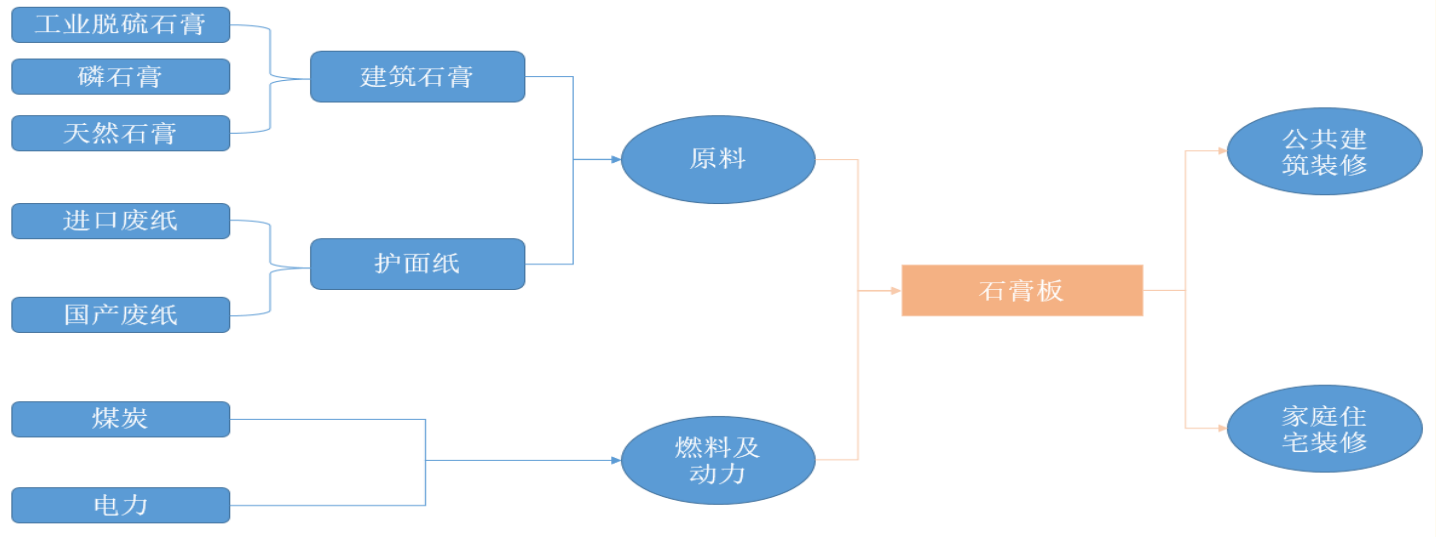
图表 7：石膏板生产工序主要分为四个步骤



来源：公司公告，国金证券研究所

石膏板行业上游可分为两大类：原材料与燃料动力。原材料主要包含由工业脱硫石膏等制成的建筑石膏和废纸制成的护面纸；燃料动力主要为煤炭/蒸汽/天然气和电力。石膏板行业下游市场与房地产关联较大，应用场景为公共建筑和家庭住宅的装修装饰。与海外需求以家庭装修为主不同，中国的石膏板需求主要以公共建筑为主，需求占比约 70%，家庭装修占比约 30%。

图表 8：中国石膏板下游以公共建筑装修为主

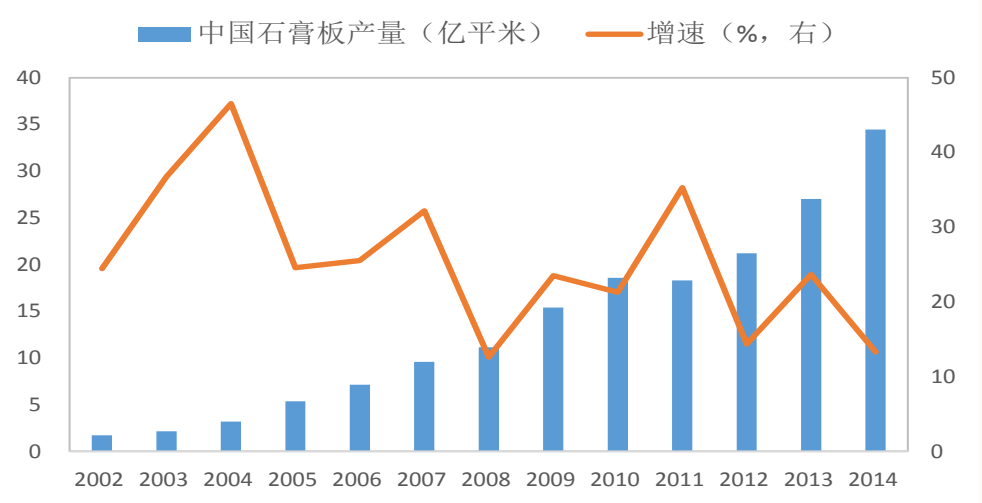


来源：公司公告，国金证券研究所

2.2 行业告别高速增长，头部企业竞争优势明显

进入 21 世纪，我国石膏板行业经历过一段高速发展时期。根据国家统计局数据，2000 年我国石膏板产量仅为 1.09 亿平米，2014 年增长至 34.44 亿平米，复合增速 26%。近年来由于下游需求增长放缓，我国石膏板产量整体保持平稳。截至 2019 年，我国石膏板总产能约 46 亿平米，2019 年产销量约 33.2 亿平米，较 2018 年增长 3.4%。我国石膏板行业逐渐告别增量时代，存量属性已开始显现。

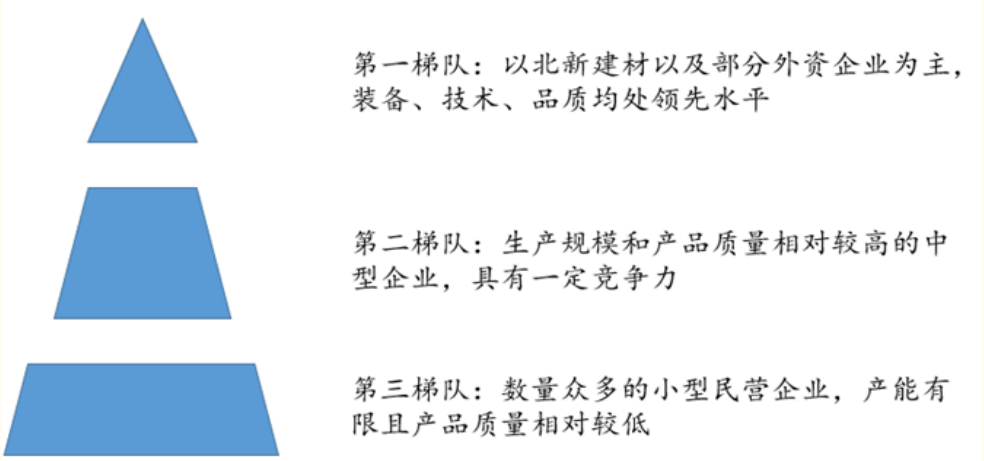
图表 9：2014 年前中国石膏板产量快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

石膏板虽为充分竞争行业，参与者众多，但北新建材一家独大，并与部分外资企业一起成为市场的主导者。北新建材年产能位居世界第一，代表生产工艺先进性的单机年产量已可达到 5000 万平方米，国内市占率超过 60%，行业领先地位稳固。可耐福、圣戈班和博罗三家国际知名企业在华石膏板合计产能约为 4 亿平方米，其在华单机年产量可达 3000 万平方米。国内石膏板市场的主要参与者可分为三个梯队：第一梯队为北新建材、可耐福、圣戈班和博罗等国际知名企业，此梯队企业的生产装备、技术研发、产品质量均为国际水平，为目前我国石膏板市场的主要参与者；第二梯队为单机年产量 1000 万平方米以下的民营企业，该类企业主要分布于山东临沂、河北晋州及湖南常德等区域，共计逾 20 家；第三梯队为数量众多的小型民营企业，其产品质量、环保标准等不能达到国家有关标准。

图表 10：国内石膏板市场的主要参与者可分为三个梯队



来源：北新建材短融募集书，国金证券研究所

2.3 产业政策叠加行业资源属性，龙头企业将强者愈强

■ 产业政策推动行业集中度提高

石膏板行业的技术、资金门槛并不高，因此在行业快速发展时期涌入大量小型企业，对市场竞争秩序造成较大冲击。根据 2019 年国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，1000 万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线被列为淘汰类，3000 万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线（西藏除外）被列为限制类。根据中国建筑材料联合会石膏建材分会数据，2017 年全国共有 198 条石膏板生产线，总产能 43 亿平米，其中：属于淘汰类的有 77 条，对应产能 5.54 亿平方米，占总产能的 13%；单线规模在 1000-2000 万平米之间的为 7 条，对应产能 1.3 亿平方米。此外随着环保政策持续加码，环保标准的提升也将加速部分落后产能出清。

■ 脱硫石膏成为石膏板生产的主流原料

早年间石膏板企业生产主要使用天然石膏，然而我国天然石膏资源虽然储量大，但可开采利用的优质石膏资源却较少。近年来，由于环保影响，天然石膏开采更是受到很大的限制。目前石膏板生产主要采用脱硫石膏，由于其是火电厂 FGD 过程（脱硫）的副产品，价格要比天然石膏便宜，并且纯度更高。从资源综合利用的角度，政府也在鼓励工业副产石膏的应用。2015 年财政部出台政策，对纳税人销售列入《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（限自产产品），实行增值税即征即退 50%的政策，使用工业副产石膏为原料的石膏板位列其中。根据中国无机盐工业协会数据，2018 年用于纸面石膏板生产的脱硫石膏达到 2310 万吨，按照每平米石膏板耗用 8kg 石膏计算，可以生产 28.8 亿平米石膏板，而当年石膏板总产量为 32.1 亿平方米，脱硫石膏资源供给趋近。

图表 11：脱硫石膏优势突出

石膏种类	天然石膏	脱硫石膏	磷石膏
资源途径	天然化学沉淀形成	火电厂等燃煤企业对烟气脱硫形成的副产品	磷肥生产的废弃物
应有优势	储量丰富，最先得到应用	纯度较高，贴近消费市场且价格较低	供应充足，价格较低
应用缺陷	分布集中，远离消费市场且价格较高	品质不稳定、含水量较高不易运输	分布集中，远离消费市场，有害杂质较难去除

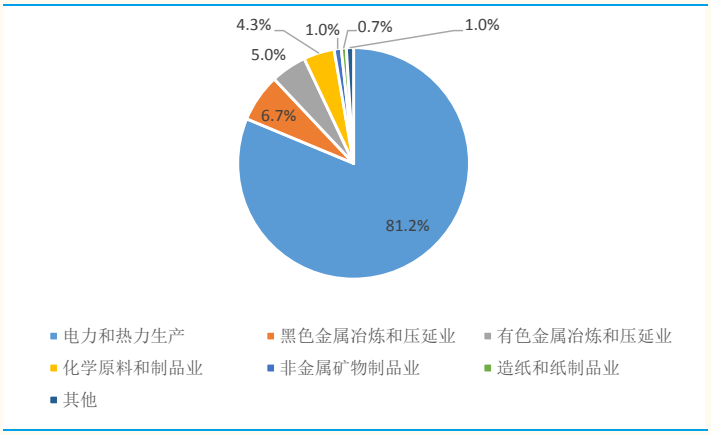
来源：北新建材短融募集书，国金证券研究所

我国脱硫石膏供应主要来源于火力发电厂，根据《2019 年全国大、中城市固体废物污染环境防治年报》数据，2018 年电力、热力生产和供应业产生脱硫石膏 8488.5 万吨，占全国脱硫石膏总产量 81.20%。然而近年来，全国火电设备容量增速逐渐放缓，2019 年总容量为 11.91 亿千瓦时，同比增长 4.1%。

脱硫石膏依托的火电厂一般紧邻石膏板终端消费市场，而天然石膏资源则地理位置较为偏远且分布集中。由于货值较低，石膏和石膏板的运输半径均较短，因此采用脱硫石膏的生产企业，不仅受益于其低廉的价格，并且选址建厂可同时兼顾生产和消费需求，有效节省原材料和产品的运输费用，将在竞争中占有更大的优势。因此，对于石膏板企业而言，存量火电厂的脱硫石膏资源显得更加珍贵。

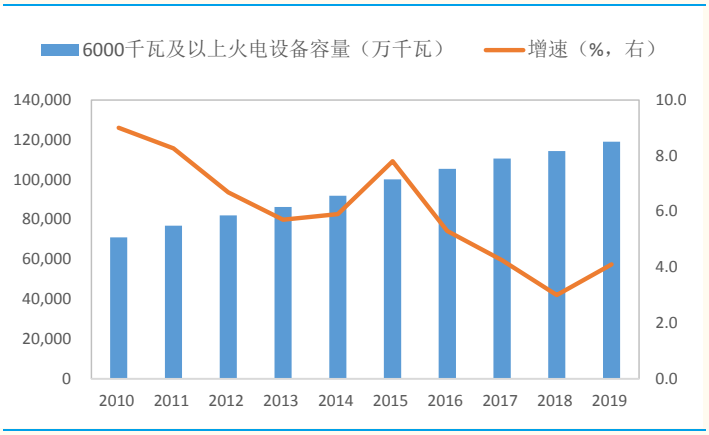
我们认为，随着脱硫石膏的广泛应用，石膏板行业显现出较强的资源属性，掌握脱硫石膏资源的生产企业具有明显成本优势，依靠天然石膏的传统企业的竞争力则被大幅削弱，并有望在竞争中逐渐退出。此外由于脱硫石膏资源增量有限，无形中也给新进入者设置了壁垒。现有龙头企业可凭借先发优势，通过抢占资源进一步提升市场份额，并获得业绩的持续增长。

图表 12：脱硫石膏主要来源于火力发电厂



来源：智研资讯，国金证券研究所

图表 13：火电设备容量增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

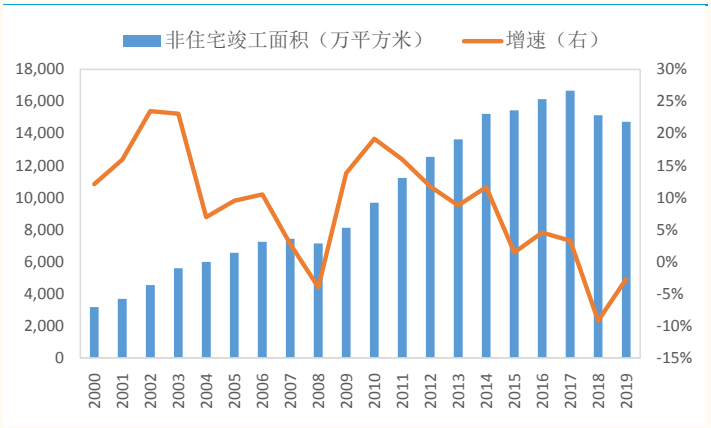
2.4 短期需求看竣工，长期需求看政策

目前我国 70%的石膏板需求集中在商业和公共建筑装饰装修领域，如写字楼、商场等，用于吊顶和隔墙；而住宅装饰装修仅占 30%，且主要用于吊顶。由此可见，石膏板需求与房地产竣工密切相关。

我们通过分析非住宅商品房（办公楼+商业营业用房）、商品住宅竣工面积与石膏板产量的关系，得出如下信息：2008-2014 年，我国非商品住宅竣工面积复合增速为 12%，商品住宅竣工面积复合增速为 9%，在二者支撑下，石膏板产量复合增速达到 20%；2014-2019 年，非商品住宅竣工面积复合增速为-0.64%，商品住宅竣工面积复合增速为-3.4%，随着房屋竣工面积增速下滑，石膏板的产量也陷入增长瓶颈，复合增速为-0.73%。

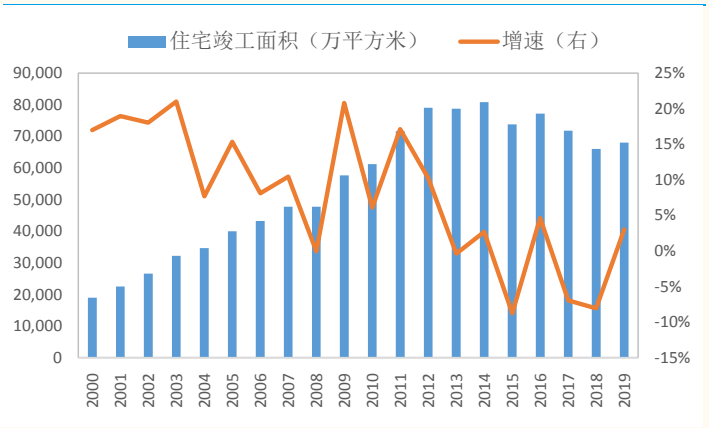
我们认为，房屋竣工面积与石膏板产量高度相关，决定石膏板需求大趋势的仍将是新建房屋的竣工情况。市场上部分观点认为，根据翻新周期，存量的公装、家装翻新将会给石膏板消费带来增量。然而根据 2014-2019 年数据来看，2008-2014 年房屋竣工面积的高速增长对石膏板的二次装修需求贡献有限。

图表 14：2016 年以来非住宅竣工面积回落



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：2016 年以来住宅竣工面积回落

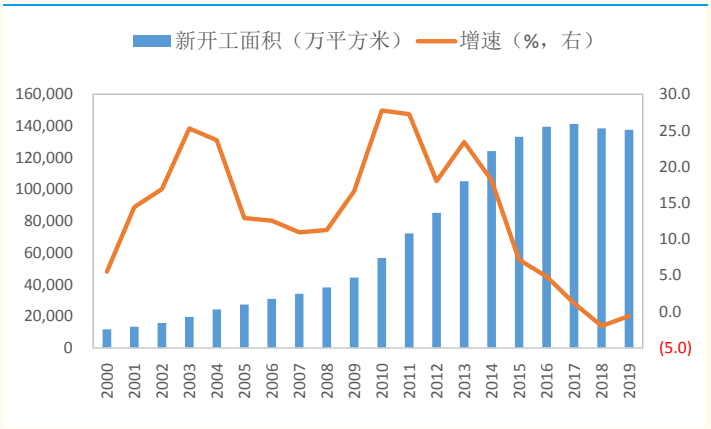


来源：Wind，国金证券研究所

从新开工数据看，2015 年后非住宅新开工面积增速持续下滑，住宅新开工数据保持高位。地产商为了缓解资金压力，以及在房地产下行周期加紧推盘，住宅新开工面积保持高增速，但是受到资金约束影响，有意放缓施工节奏，导致 2017-2019 年竣工面积增速均较为低迷。不过在期房交房的刚性约束下，2019 年下半年开始房企施工节奏加快，2019 年全国房屋竣工面积为 9.59 亿平方米，同比增长 2.6%，近三年首次实现正增长。从房企的建筑工程投资完成额看，建筑工程完成额保持较高增速，2020 年在疫情的影响下，实现了正增长。玻璃安装一般在房屋交房前 3-6 个月进行，可以认为是地产竣工的领先指标。2020 年以来，玻璃厂商库存持续下降，社会库存也在持续减少中。在玻璃产量

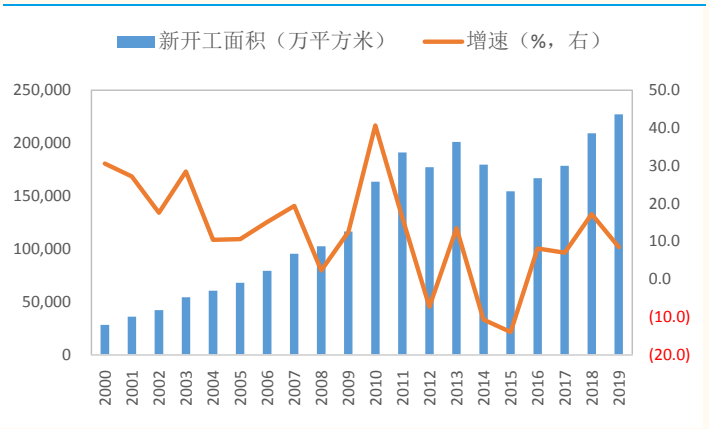
增加的背景下，库存减少预示地产竣工需求旺盛。因此，我们判断短期地产竣工需求的修复有望带来石膏板需求的增长。

图表 16：2015 年起非住宅新开工增速持续下滑



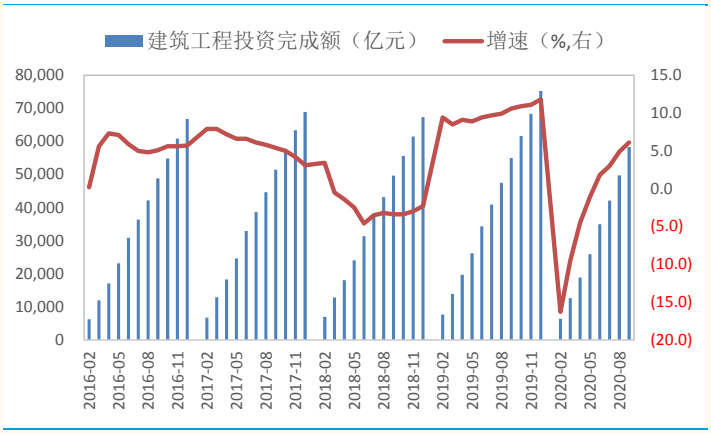
来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：2015 年起住宅新开工保持较高增速



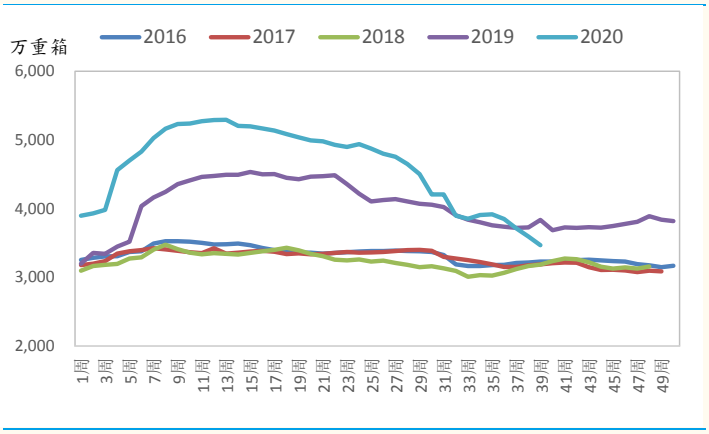
来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：建安投资维持高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：玻璃厂商库存持续减少



来源：Wind，国金证券研究所

2.5 装配式建筑趋势与产品提标，利好长期需求

自 2014 年开始，政府不断出台相关政策推动装配式建筑发展。2017 年，国务院国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，明确要求：到 2020 年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 20%；到 2025 年，比例达到 30%以上。根据前瞻研究院数据，2018 年，我国新建装配式建筑面积占比不足 9%，提升空间巨大。

高强度石膏墙板具有质量轻、成型快、节能环保、保温性能好、便于机械化安装等优点，可广泛用于装配式建筑。但目前我国石膏板多为 9.5mm 厚的中低档薄板产品，难以满足装配式建筑需求。2020 年 6 月，中国新型建材设计研究院在杭州召开“《纸面石膏板》国家标准修订第二次工作会议”，会议内容包括取消 9.5mm 厚的石膏板等内容。由于 9.5mm 厚的石膏板产品占 80%，取消 9.5mm 厚的石膏板意味着单位用量将会提升。石膏板厚度的增加，将提高产品的强度、隔声、防火等应用性能，将有利于提高石膏板在装配式建筑中的应用。

图表 20：装配式建筑受到国家政策的大力推动

时间	政策	内容
2014.4	《绿色建筑评价标准》	建立绿色建筑评价标准的指标体系。
2016.2	《中共中央 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》	大力推广装配式建筑，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。
2016.9	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》	以京津冀、长三角、珠三角三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%。
2017.2	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》	推广智能和装配式建筑；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%。
2017.3	《“十三五”装配式建筑行动方案》	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。
2017.6	《建筑产业现代化发展纲要》	到2020年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 20%，到2025年，比例达到30%以上。
2018.12	全国住房和城乡建设工作会议	大力发展钢结构等装配式建筑，绿色建筑占城镇新建建筑的比例达到 40%。
2020.9	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	大力发展钢结构建筑，鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构，积极推进钢结构住宅和农房建设，推广装配式混凝土建筑，推进建筑全装修。

来源：政府网站，国金证券研究所

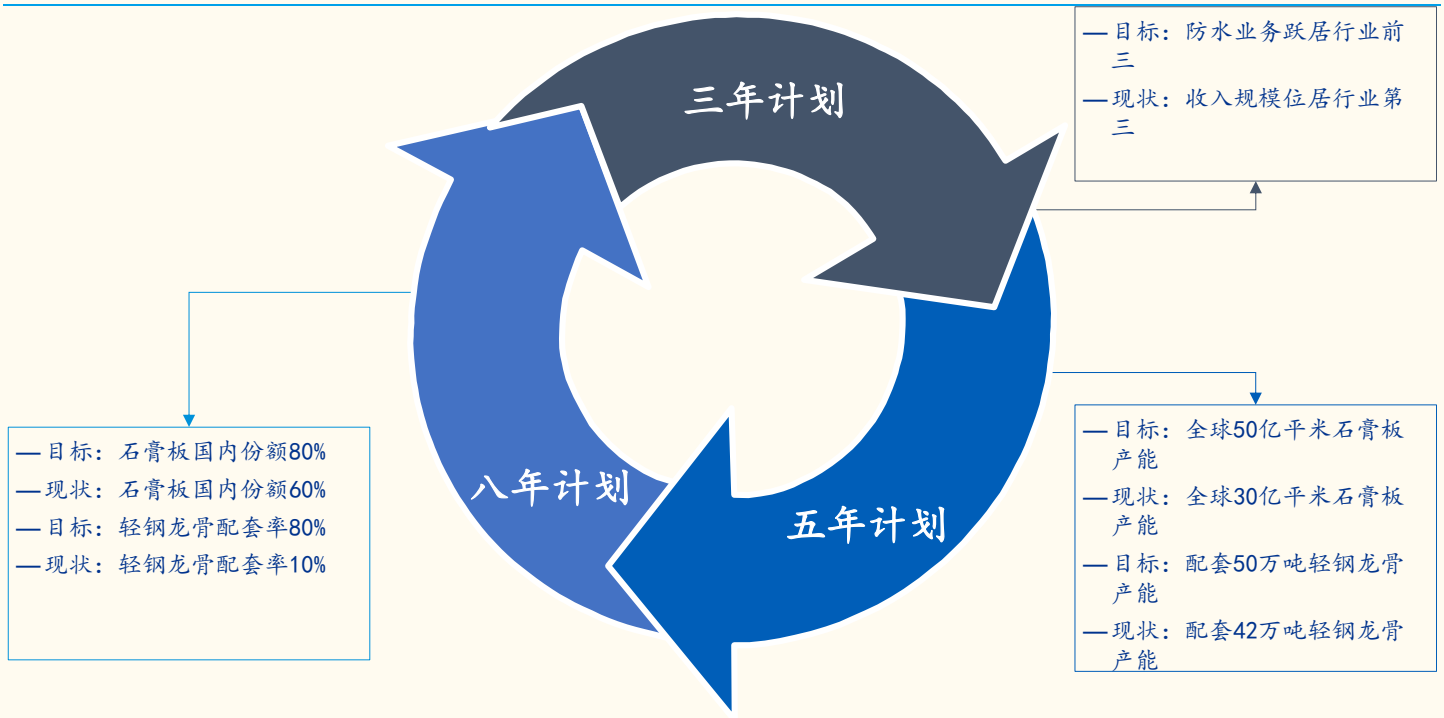
3. 石膏板为“盾”，防水和龙骨为“矛”

3.1 一体两翼战略发布，成长逻辑清晰

2019 年 8 月 28 日，公司在建厂 40 周年之际，提出“一体两翼，全球布局”发展战略。“一体”是以石膏板业务为核心，做好轻钢龙骨、粉料砂浆、矿棉板、岩棉、金邦板等“石膏板+”配套延伸产品业务，依靠全球原创鲁班万能板全屋装配体系，构建一个完整的产品技术解决方案；“两翼”为涂料和防水材料；“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。

公司发展战略的第一阶段将实施“三、五、八计划”。“三”—即从零开始，用 3 年左右时间实现防水业务跃居行业前 3 名；“五”—启动全球 50 亿平方米石膏板产业布局和配套 50 万吨轻钢龙骨产业布局；“八”—石膏板全国市场份额增至 80%，轻钢龙骨全国配套率增至 80%。截至 2020 年 6 月底，公司石膏板投产产能 27.52 亿平米（2020 年底达到 30 亿平米），轻钢龙骨产能 42 万吨，防水收入规模 13.86 亿元、收入规模位列行业第 3 名。

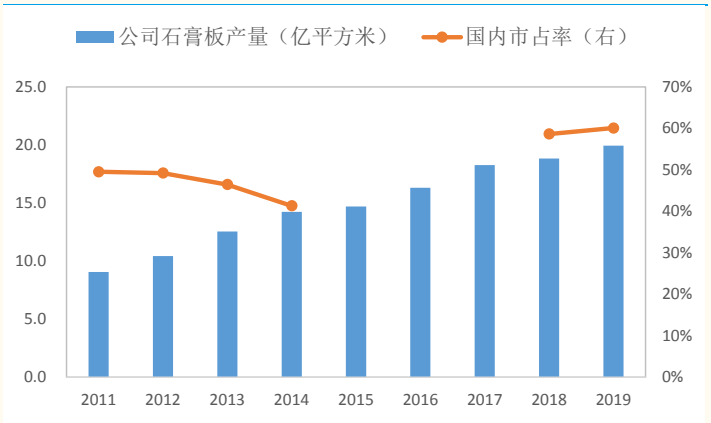
图表 21：“三、五、八”计划提供成长空间



来源：国金证券研究所

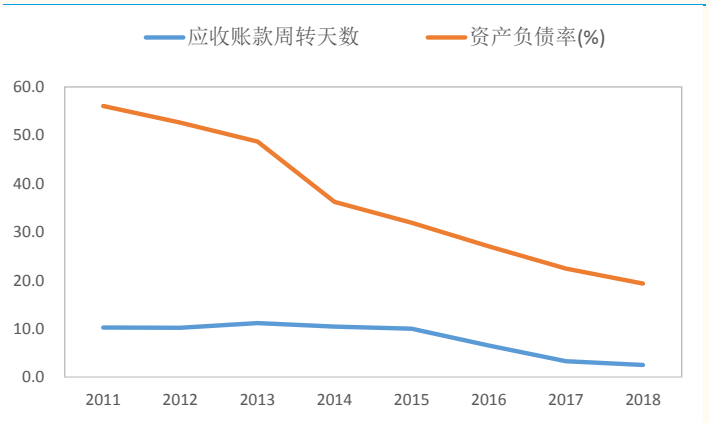
我们认为，公司未来发展战略与公司现状匹配度高。公司石膏板市占率已经达到 60%，国内市场进一步增长空间有限。因此，公司将石膏板发展重点放在海外市场，为主业提供增长空间。公司石膏板主要采取经销商模式，销售模式导致公司应收账款比例低，现金流情况良好，2018 年公司应收账款周转天数仅为 2.53 天、资产负债率 19.37%、经营活动净现金流量 27.83 亿元。因此，公司介入行业空间大、现金流略差的防水领域，通过适当的增加杠杆，来提高业绩弹性。防水的下游包括基建和地产客户，公司作为央企，可以加强与央企建筑工程公司和央企地产公司的合作。公司经销商渠道丰富，利用现有的渠道优势，布局与石膏板共同使用的龙骨，进行多品类扩张，提供成长空间。

图表 22：公司石膏板市占率达到 60%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：公司负债率低、应收账款周转快



来源：Wind，国金证券研究所

3.2 石膏板业务：渠道和成本优势突出

■ **内外双修，产能扩张**

2000 年以来公司通过并购与自建，大力发展石膏板业务，实现了全国化的产能布局。2006 年公司将泰山石膏纳入麾下（持股 65%），将原有的 1.25 亿平米石膏板产能大幅扩张至 3.6 亿平米，并于 2016 年实现对泰山石膏的全资控股。2018 年，公司完成收购山东万佳（国内第二大石膏板生产商），新增产能 1.9 亿平米。根据公司规划，石膏板产能力争在 2020 年底达到 30 亿平米。

公司实行差异化、多品牌的布局，已成功覆盖国内高、中、低端市场。公司拥有的自主品牌“龙牌”，在高端市场中与外资品牌竞争不落下风；泰山石膏旗下“泰山”品牌主要针对中高端消费群体；重组山东万佳后创立“梦牌”，致力于辐射中低端市场。因此，公司石膏板产品可满足不同层次客户需求，有助于市场份额的拓展，并增强在市场中的话语权。2020 年，在中国房地产 500 强企业首选石膏板品牌榜单中，北新建材（龙牌）首选率为 29%、排名第一，泰山石膏首选率为 16%、排名第二。

图表 24：龙牌和泰山石膏是 500 强房企首选石膏板品牌

2019年			2020年		
排名	公司	首选率	排名	公司	首选率
1	龙牌（北新建材）	29%	1	龙牌（北新建材）	29%
2	泰山石膏	15%	2	泰山石膏	16%
3	可耐福	125	3	可耐福	12%
4	兔宝宝	9%	4	兔宝宝	9%
5	圣戈班	8%	5	圣戈班	8%
6	优时吉博罗	7%	6	优时吉博罗	7%
7	洛斐尔	6%	7	洛斐尔	6%
8	千年舟	4%	8	千年舟	4%
9	杰森	3%	9	杰森	3%
10	拜尔	2%	10	拜尔	2%

来源：中房协，国金证券研究所

鉴于国内市场整体需求多年未见明显提升，公司将目光瞄向海外，推进石膏板业务国际化。2018 年，北新建材工业（坦桑尼亚）有限公司正式注册，产销两旺，当年开业当年盈利，实现全球布局开门红。2019 年，公司在坦桑尼亚已收购的 300 万平米石膏板产线的基础上，新建一条 1500 万平米产线（原计划 600 万平米）。此外，公司还决定在乌兹别克斯坦建设年产 4000 万平米纸面石膏板生产线及配套年产 3000 吨轻钢龙骨生产线，泰山石膏决定在埃及建设年产 3500 万平方米纸面石膏板生产线及配套年产 1 万吨轻钢龙骨生产线。

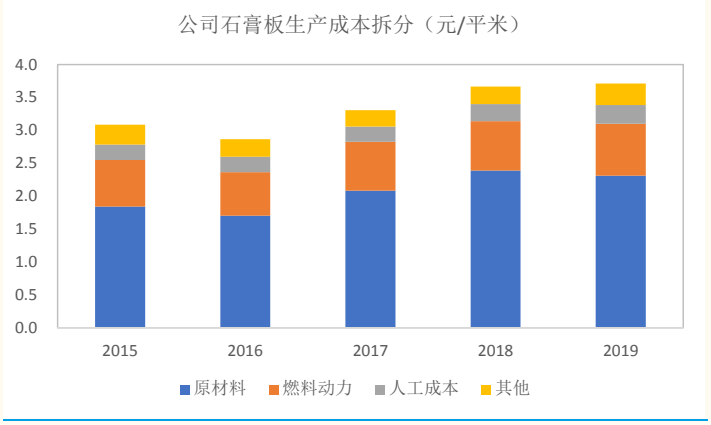
根据公司提出的“全球 50 亿平方米石膏板产业布局”战略，我们认为在国内需求放缓的背景下，海外市场开拓有望成为石膏板业务的重要发力点，助力主业打开成长空间。

■ **布局原料，成本优势突出**

根据公司 2019 年年报，石膏板生产成本中，原材料、燃料动力、人工成本和其他的占比分别为 62.28%、21.29%、7.69%和 8.74%。以工业副产石膏（占比 20%左右）和护面纸（占比 40%左右）为主的原料价格对成本影响大。

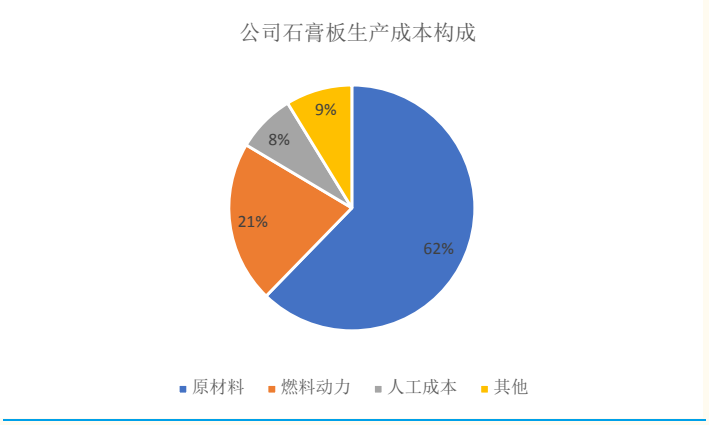
工业副产石膏是石膏板生产的主流原料，供应依托于城市附近的火电厂。通常情况下，一家石膏板企业掌握本地脱硫石膏资源并占领当地市场后，由于资源有限，很难有竞争者介入，使得石膏板的生产具有一定区域垄断性质。公司从 2006 年开始，抢先布局脱硫石膏资源，与华能、华电等五大发电集团保持了稳固的合作关系，有助于保证脱硫石膏的稳定供应。目前公司石膏板生产线已全部使用工业副产石膏（绝大部分为脱硫石膏），竞争优势明显。

图表 25：2018-2019 年石膏板生产成本稳定



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 26：原材料是石膏板最主要的成本构成



来源：公司年报，国金证券研究所

2017 年之前，我国废纸进口量整体稳定。自 2017 年开始，由于我国加强了固废进口管理，当年出台了《关于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》等政策，使得废纸进口量大幅减少。2019 年，我国废纸进口量仅为 1093 万吨，较 2016 年减少 62%。

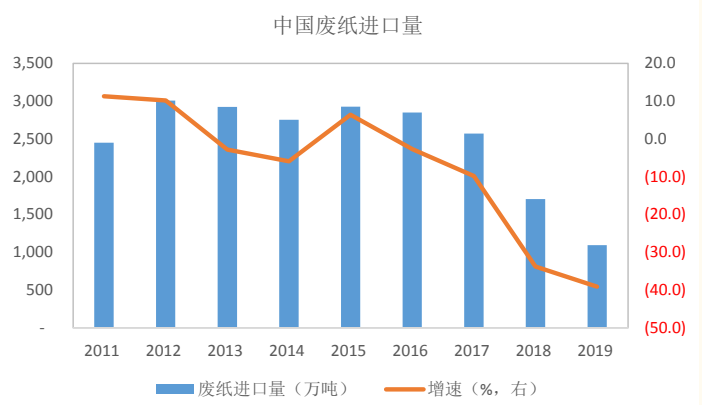
护面纸的原材料一般由进口废纸或者国产废纸构成，我国护面纸行业呈现寡头垄断格局，博汇纸业、山西强伟、华润纸业和泰和纸业等四家企业合计产能占比超过 90%。在原材料废纸涨价的背景下，护面纸企业有意愿且有能力对产品提价，以达到转嫁成本的目的。2017 年，废纸价格大幅上涨的时候，博汇纸业护面纸单价达到 3654 元/吨，同比上涨 28%。

应对护面纸涨价，石膏板行业同样可凭借较高集中度，将成本向下游传导。石膏板以经销渠道为主，在原材料价格发生变化后，产品价格可快速进行调整。尤其是身为行业龙头的北新建材，凭借 60%的市占率，享有较高的定价权。2017 年，在废纸和护面纸涨价的背景下，公司龙牌系列产品上涨 0.8 元/平米、非龙牌系列上涨 1.3 元/平米。根据公司 2017 年年报，公司石膏板单位生产成本为 3.3 元/平米、涨幅 13%，石膏板售价为 5.41 元/平米、涨幅 18%，售价涨幅高于成本涨幅，毛利率也由 2016 年的 34.18%上涨至 37.23%。我们认为，由于公司较高的市占率，在护面纸价格上涨向石膏板价格传导的过程中，公司盈利能力将进一步提升。

2020 年，受新冠疫情以及进口限制的影响，废纸供应有所承压，护面纸与石膏板价格均出现一定上涨。梦牌石膏自 2020 年 3 月 5 日起，全系列产品提价 0.3 元/平方米；泰山石膏自 2020 年 3 月 6 日起，非泰山牌产品提价 0.2-0.3 元/平方米。此外，根据生态环境部新闻发言人刘友宾的介绍，我国将力争在 2020 年年底基本实现固废零进口，废纸供应紧张，不排除护面纸与石膏板继续提价的可能。

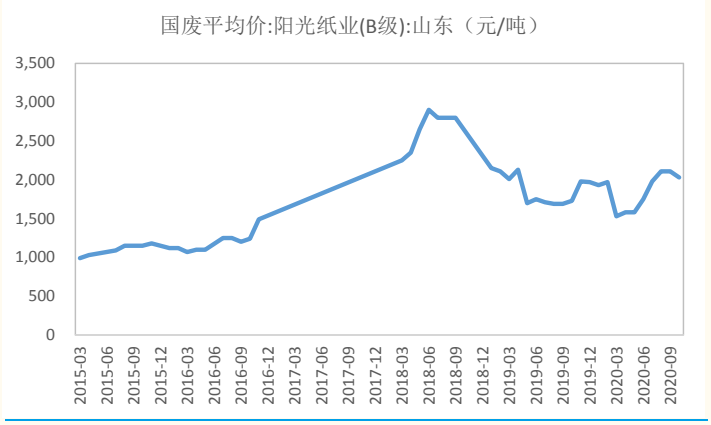
2020 年 4 月，公司旗下泰和纸业年产 40 万吨护面纸生产线顺利投产，总产能达到 66 万吨/年，成为国内最大的石膏板专用护面纸生产企业。参照 1 平米石膏板需 0.4 千克护面纸计算，公司对护面纸的年需求量约为 80 万吨，自给率将超过 80%，有效降低原材料价格波动对成本的影响。

图表 27：2017 年以来废纸进口量大幅下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：2020 年国废价格再次出现上涨

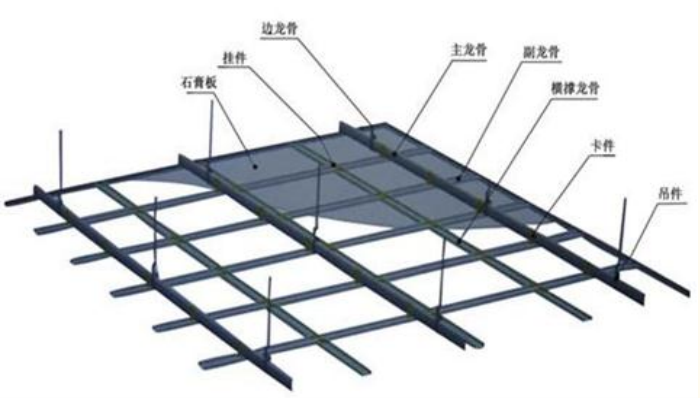


来源：Wind，国金证券研究所

3.3 龙骨业务：借助现有渠道，实现规模增长

轻钢龙骨是以优质的连续热镀锌板带为原材料，经冷弯工艺轧制而成的建筑用金属骨架，通常用来支撑和固定石膏板并起到一定装饰作用，按照应用场景可分为吊顶龙骨与隔墙龙骨。轻钢龙骨通常与石膏板配套使用，客户资源具有较高重合度。由于终端客户相同，石膏板企业拓展轻钢龙骨业务具有先天优势，可借助现有销售渠道，实现快速放量。

图表 29：轻钢龙骨示意图



来源：装修保障网《轻钢龙骨吊顶安装步骤及注意事项》，国金证券研究所

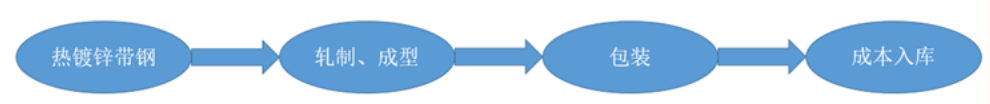
图表 30：轻钢龙骨应用场景



来源：装修之家《轻钢龙骨吊顶流程》，国金证券研究所

轻钢龙骨生产工艺简单，进入门槛较低。目前行业集中度低，参与者主要为国内众多中小企业。由于各界对龙骨质量重视程度不够，产品质量监管也较为宽松，极少出现在政府抽检名录中，这使得市场上充斥着大量价格低廉的非标产品。与国标产品相比，其厚度薄、镀锌量少，使用寿命明显缩减。“劣币驱逐良币”极大扰乱了市场的正常竞争秩序。

图表 31：轻钢龙骨生产工艺简单



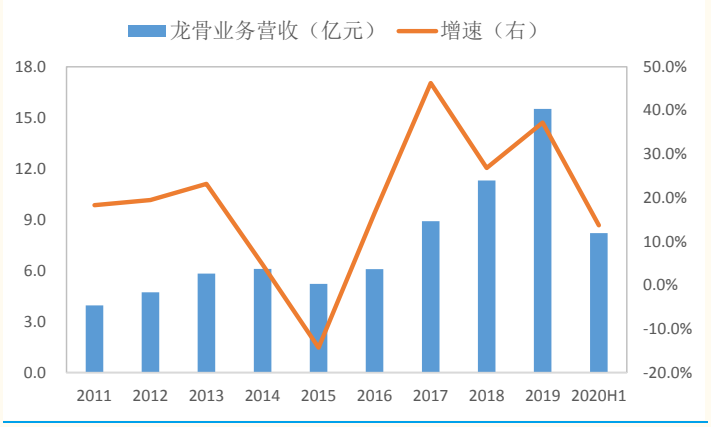
来源：公司公告，国金证券研究所

“龙牌”石膏板定位高端，下游客户对龙骨质量更加重视，可形成较好的协同效应，龙骨与石膏板的配套率一直较高。2015 年，公司石膏板产量为 14.71 亿平米，其中：泰山石膏为 12.43 亿平米，非泰山运营主体为 2.28 亿平米；轻钢龙骨总收入 5.23 亿元，其中：泰山石膏为 1.74 亿元，非泰山运营主体为 3.49 亿元。“龙牌”2.28 亿平米的石膏板销量，支撑了 3.49 亿元的轻钢龙骨销售收入，远高于“泰山”石膏板。

近年来，随着公司对龙骨业务重视度的提升，该项业务快速增长。2019 年营业收入达到 15.52 亿元，较 2015 年的 5.23 亿元，增长 196.75%。目前公司轻钢龙骨产能约为 42 万吨，其中：龙牌（北新建材）30 万吨，泰山石膏 12 万吨，而在 2015 年泰山石膏的龙骨产能已达到 10 万吨。这也说明，公司龙骨收入的增长主要源于高端石膏板产品配套率的提升。

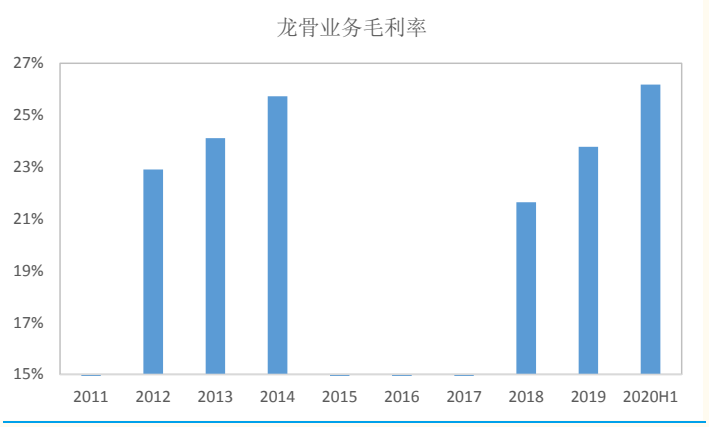
2020 年上半年，公司石膏板营收同比减少 11.89%，但龙骨业务却同比提升 13.79%，我们判断龙骨业务的快速增长源于龙牌配套率的继续提升和泰山石膏龙骨业务的突破。根据公司战略规划，未来将配套 50 万吨轻钢龙骨产业布局，相较当前拥有 8 万吨的产能提升空间。我们认为，无论是龙牌配套率的提升，还是泰山石膏龙骨业务的突破，公司龙骨业务均会保持较高增速。

图表 32：龙骨业务收入快速增长



来源：Wind，国金证券研究所

图表 33：龙骨业务毛利率相对稳定



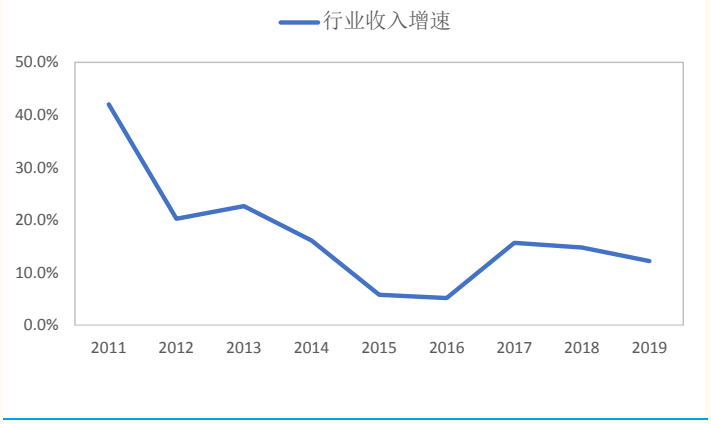
来源：Wind，国金证券研究所

3.4 防水业务：新的利润增长点

■ **行业空间大，龙头集中度提升**

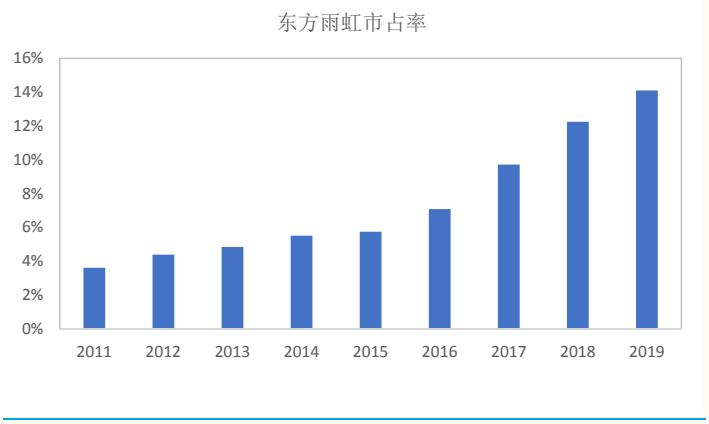
我国防水材料行业市场空间超过 2000 亿元，但竞争格局较为分散。随着市场准入条件的提高、监管的逐渐规范以及环保压力的不断加大，行业落后产能的生存空间正在缩小。未来集中度提升是大势所趋，头部企业由于资金重组，产能布局合理，市场份额也将逐渐提升。一方面，企业要扩大市场份额，需要较大的资本开支去增加产能；另一方面，在应收账款偏高的市场业态下，充足的营运资金是拓展和维护客户的基础，并能支撑产能得到充分释放，从而形成“强者愈强”的局面。防水市场的快速发展不断吸引着众多实力企业跨界进入，这将加速行业集中度的提升。由于消费者对防水产品品牌和质量的重视，以及精装修、房企战略集采模式的普及，具备品牌、质量、资金、服务优势于一体的防水行业头部企业逐渐成为大型房企的主要供应商，大型房企市占率的提升也是防水行业集中度提升的重要催化因素。

图表 34：2017-2019 年防水行业收入增速在 10%以上



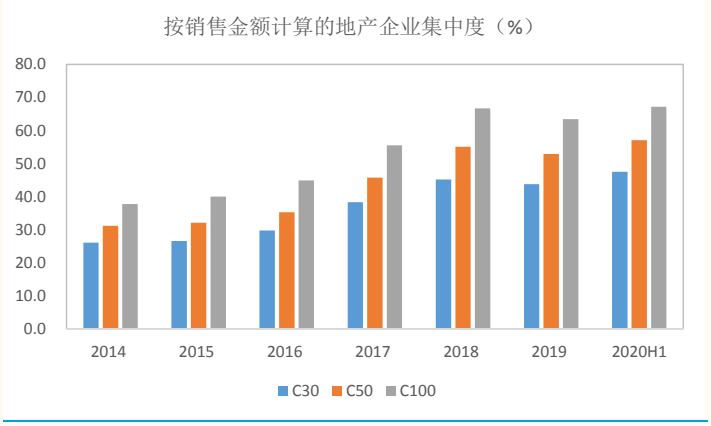
来源：Wind，国金证券研究所

图表 35：龙头企业市占率持续提升



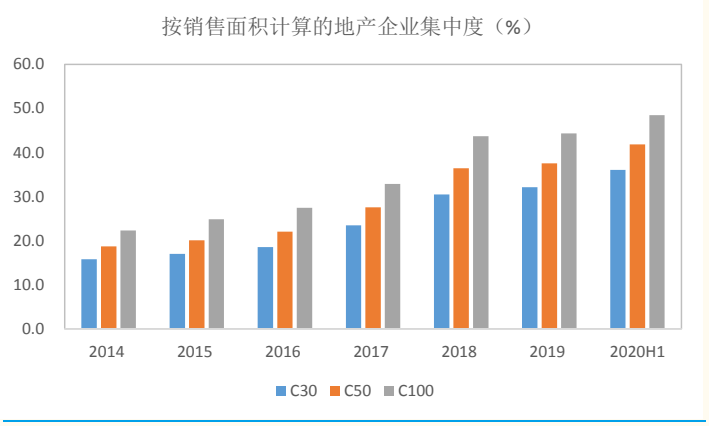
来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：按照销售金额计算龙头地产公司集中度提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 37：按照销售面积计算龙头地产公司集中度提升



来源：Wind，国金证券研究所

■ **通过并购，实现十大防水基地布局**

2019 年公司进入防水材料行业，以联合重组的方式，将四川蜀羊防水、辽宁禹王防水和河南金拇指防水纳入麾下。公司目前已形成覆盖全国的十大防水产业基地布局，分别位于：四川成都、四川眉山、陕西咸阳、江西九江、辽宁盘锦、安徽滁州、广东清远、湖北仙桃和河南郑州，为全国客户提供高品质材料和工程服务，成为行业领军企业之一。

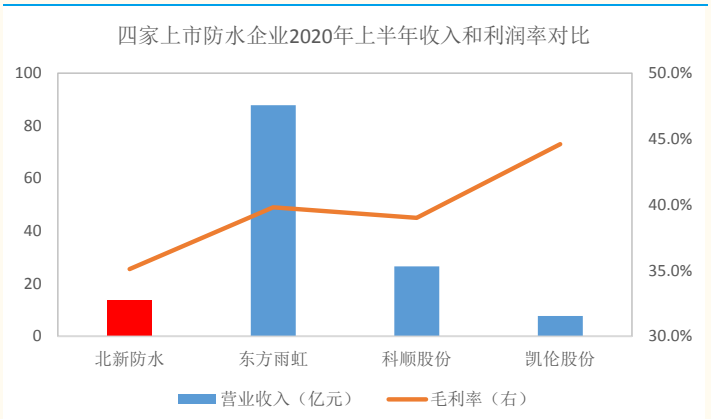
收购完成后，公司开始对三个防水品牌进行内部整合。2020 年 5 月 15 日，北新防水集团整合发展誓师大会在北京举行，宣布以北新禹王系、北新蜀羊系、北新金拇指系防水公司为基础进行整合优化，成立统一的经营管理平台，并实行“一体化管理+区域化运营”。根据此前王兵董事长在 2019 年中国建筑防水行业年会上的表态，3 年之内公司防水生产基地或将从目前的 10 个扩展至 20 个基地。我们认为，公司未来将会持续加大在防水业务的投入，业务规模提升空间大。

■ **整合完成后，业绩表现靓丽**

进入 2020 年，仅仅经历了初步整合的防水业务，在原有产能和渠道基础上，凭借央企强大的资金实力和信用背书，充分发挥客户资源优势，收入规模、盈利能力以及品牌影响力均获得提升。2018 年，整合前的三家防水企业合计营业收入 18.13 亿元，毛利率为 31.14%；2020 年上半年，整合后的防水业务营业收入 13.87 亿元，毛利率升至 35.09%。

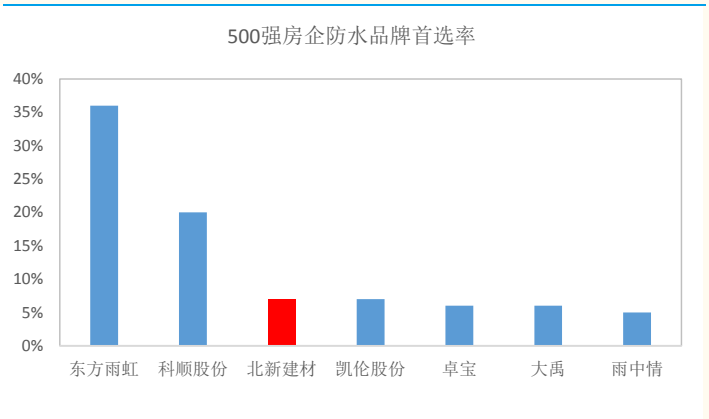
从 2020 年上半年经营情况来看，公司防水业务无论是在规模还是盈利能力方面，与东方雨虹和科顺股份仍有差距，但营收规模已稳列行业前三。此外，我们要强调的是，这只是公司进入防水领域不足一年所交出的成绩单。未来随着业务的持续整合和拓展，整体规模将继续扩张。在 2020 中国房地产开发企业 500 强首选防水材料品牌中，北新防水位列第三，仅次于东方雨虹和科顺股份。公司在 2019 年制定的“358 计划”，要求“用 3 年左右时间实现防水业务跃居行业前 3 名”，这一目标已提前实现。

图表 38：2020 年上半年公司收入规模位列第三



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：公司位列 500 强房企首选防水品牌第三位



来源：Wind，国金证券研究所

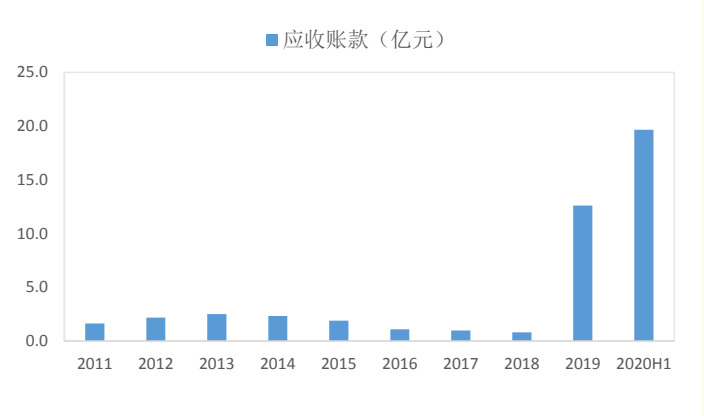
我们认为，公司发展防水业务的优势以及快速取得阶段性成功的原因，主要有三个方面：

1、央企雄厚的资金实力。防水行业应收账款问题一直较为突出，企业对下游话语权相对较弱，通常会给予客户一定账期，而且扩产也需要较大的资本支出。截至 2020 年 6 月 30 日，公司应收账款达到 19.67 亿元，未增加防水业务时的 2019 年 6 月 30 日为 4.05 亿元，反映了防水业务对资金的高要求。因此，防水企业要扩大业务规模，必须要有充足的资金。公司盈利能力一直较强，具备充足的现金流，同时作为上市央企，融资渠道多样化，并且更容易得到金融机构的资金支持。整体而言，相对于同行业竞争者来说，公司更具有资金优势。根据业务需要，2020 年上半年公司短期借款增至 23.18 亿元，但整体资产负债率仅为 31.15%，未来仍然具备较大的“加杠杆”空间。

2、品牌和信用背书。公司深耕建材行业几十年，产品拥有极高的品牌知名度和美誉度。防水材料作为基础设施工程和各类房屋建筑的功能性材料，其质量也越来越受到公众重视。北新建材“出品”的防水材料，更容易获得客户信赖和支持。

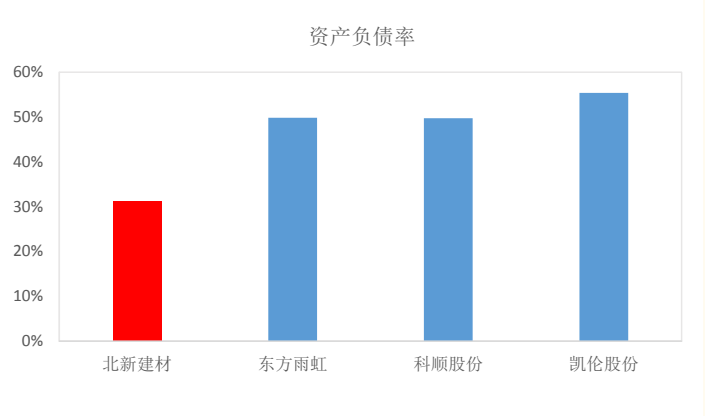
3、丰富的客户资源：防水材料销售渠道大致可分为直销和经销。在直销方面，公司此前虽然没有直接的客户积累，然而依托央企平台，在基建和房地产领域客户开发更加具备优势。在经销方面，公司石膏板业务在全国拥有丰富的销售网络，防水与石膏板下游客户具有重叠性，未来协同效应有望逐渐显现。

图表 40：2019 年以来应收账款规模快速上升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 41：2020 年上半年公司资产负债率低于可比公司



来源：Wind，国金证券研究所

4.盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

1) 石膏板销量：2019 年公司石膏板产能 27.52 亿平米、产量 19.94 亿平米，产能利用率 72%。随着在建项目的陆续投产，预计 2020-2022 年公司石膏板销量增速 1%/5%/5%。

2) 石膏板售价：受疫情影响，2020 年公司石膏板售价略有回落。随着进口废纸原料的短缺及疫情后装修的启动，凭借着公司 60%的市占率，预计 2020-2022 年公司石膏板价格变动-2%/2%/2%。

3) 石膏板生产成本：受人工成本和其他成本上涨影响，预计 2020-2022 年公司石膏板生产成本变动 0%/1%/1%。

4) 龙骨收入和毛利率：龙骨是公司近年来大力发展的业务，与石膏板配套使用，客户重叠性高，公司也加大了对龙骨配套率的考核，预计 2020-2022 年公司龙骨产品收入增速 30%/30%/30%。参考 2020 年中报龙骨业务毛利率 26.18%，预计 2020-2022 年龙骨业务毛利率 26.18%/26.18%/26.18%。

5) 防水收入和毛利率：防水是公司 2019 年并购的业务，2020 年上半年克服疫情影响，防水收入保持了较高增速。未来随着整合的推进及现有客户和渠道资源的共享，预计 2020 年公司防水收入 33.84 亿元，2021-2022 年防水业务收入增速 30%/30%。参考 2020 年中报防水业务毛利率 35.09%，预计 2020-2022 年防水业务毛利率 35.09%/34%/34%。

图表 42：未来三年公司主要假设参数

产品	项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
石膏板	产销量和售价								
	产能（亿平米）			21.82	24.7	27.52			
	产量（亿平米）	14.71	16.35	18.26	18.83	19.94			
	倍数		*1.11*	*1.12*	*1.03*	*1.06*			
	销量（亿平米）	14.46	16.32	18.21	18.69	19.66	19.86	20.85	21.89
	倍数		*1.13*	*1.12*	*1.03*	*1.05*	*1.01*	*1.05*	*1.05*
	售价（元/平米）	4.45	4.43	5.43	5.85	5.60	5.49	5.60	5.71
	倍数		*1.00*	*1.23*	*1.08*	*0.96*	*0.98*	*1.02*	*1.02*
	单位成本								
	原材料（元/平米）	1.84	1.70	2.08	2.39	2.31	2.30	2.31	2.32
	倍数		*0.93*	*1.22*	*1.15*	*0.97*	*1.00*	*1.00*	*1.00*
	燃料动力（元/平米）	0.71	0.66	0.74	0.75	0.79	0.77	0.77	0.77
	倍数		*0.93*	*1.13*	*1.01*	*1.05*	*0.98*	*1.00*	*1.00*
	人工成本（元/平米）	0.24	0.23	0.23	0.26	0.29	0.30	0.31	0.32
	倍数		*0.99*	*0.99*	*1.11*	*1.11*	*1.05*	*1.03*	*1.03*
	其他（元/平米）	0.30	0.27	0.25	0.27	0.32	0.33	0.34	0.35
	倍数		*0.90*	*0.93*	*1.08*	*1.20*	*1.02*	*1.03*	*1.03*
	单位成本（元/平米）	3.09	2.87	3.31	3.67	3.71	3.70	3.73	3.76
	倍数		*0.93*	*1.15*	*1.11*	*1.01*	*1.00*	*1.01*	*1.01*
	毛利率								
	毛利（元/平米）	1.36	1.56	2.12	2.18	1.89	1.78	1.87	1.95
	毛利率	30.70%	35.23%	39.04%	37.29%	33.70%	32.51%	33.35%	34.17%
龙骨	营业收入（亿元）	5.23	6.09	8.91	11.30	15.52	20.18	26.23	34.10
	倍数		*1.16*	*1.46*	*1.27*	*1.37*	*1.30*	*1.30*	*1.30*
	毛利率				21.57%	23.78%	26.18%	26.18%	26.18%
防水	营业收入（亿元）					2.05	33.84	44.00	57.19
	倍数							*1.30*	*1.30*
	毛利率						35.09%	34.00%	34.00%

来源：公司年报，国金证券研究所

4.2 投资建议与估值

我们选取东方雨虹、伟星新材、亚士创能、三棵树、科顺股份、兔宝宝等国内 A 股上市的综合建材企业作为可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 2021 年平均估值为 24 倍。

预计公司 2020-2022 年 EPS 为 1.63 元/1.91 元/2.28 元，采用市盈率相对估值法对北新建材进行估值。参考可比公司 2021 年平均估值 24 倍计算，给予公司未来 6-12 个月 46.43 元（24X）的目标价。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 43：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	每股收益					市盈率				
			2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E
002271.SZ	东方雨虹	38.08	1.01	1.44	1.25	1.52	1.85	38	26	30	25	21
002372.SZ	伟星新材	19.06	0.75	0.63	0.67	0.77	0.87	25	30	28	25	22
603378.SH	亚士创能	54.65	0.30	0.59	1.64	2.39	3.42	182	93	33	23	16
603737.SH	三棵树	144.11	1.67	2.18	2.16	3.21	4.20	86	66	67	45	34
300737.SZ	科顺股份	23.54	0.31	0.60	1.25	1.57	2.03	76	39	19	15	12
002043.SZ	兔宝宝	9.60	0.41	0.51	0.55	0.74	0.92	23	19	17	13	10
平均								72	46	33	24	19
000786.SZ	北新建材	37.15	1.46	0.26	1.63	1.91	2.28	25	143	23	19	16

来源：Wind，国金证券研究所

5. 风险提示

- 房地产行业下行：石膏板行业下游主要为商业和住宅地产，若需求大幅下滑，公司业绩将受到冲击。
- 原材料价格变动：石膏板和防水材料生产过程中，原材料成本占比均较高，其价格变化直接影响公司盈利能力。
- 业务拓展进度低于预期：在“一体两翼，全球布局”的战略指引下，公司开展多品类业务扩张，若项目推进受阻，将影响公司成长性。
- 环保、安全等不确定因素：公司产品生产过程中涉及环保、安全等因素，这些因素可能会对公司的正常生产经营产生较大影响。
- 汇率波动：公司在海外有一定业务布局，若因当地汇率波动造成汇兑损失，将侵蚀公司部分利润。
- 疫情反复：疫情反复将影响国内装修进展，对公司产品需求产生负面影响，并影响公司海外布局进度。
- 减持和质押风险：2020 年 8 月公司公告，第三大股东泰安市国泰民安投资集团有限公司拟在未来 6 个月内通过集合竞价和大宗交易的方式减持公司不超过 1000 万股股份；同时，泰安市国泰民安投资集团有限公司持有的未解质押股份数量 2216 万股，占总股本的 1.31%。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**11,164**	**12,565**	**13,323**	**16,798**	**19,192**	**22,127**
增长率		12.5%	6.0%	26.1%	14.3%	15.3%
主营业务成本	-7,008	-8,128	-9,079	-11,425	-13,002	-14,904
%销售收入	62.8%	64.7%	68.1%	68.0%	67.7%	67.4%
毛利	4,156	4,437	4,244	5,373	6,190	7,223
%销售收入	37.2%	35.3%	31.9%	32.0%	32.3%	32.6%
营业税金及附加	-155	-180	-157	-185	-211	-243
%销售收入	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	-344	-380	-377	-511	-583	-673
%销售收入	3.1%	3.0%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用	-774	-588	-657	-899	-998	-1,128
%销售收入	6.9%	4.7%	4.9%	5.4%	5.2%	5.1%
研发费用	0	-366	-421	-581	-633	-708
%销售收入	0.0%	2.9%	3.2%	3.5%	3.3%	3.2%
息税前利润（EBIT）	2,883	2,924	2,633	3,198	3,764	4,471
%销售收入	25.8%	23.3%	19.8%	19.0%	19.6%	20.2%
财务费用	-94	-36	-26	-80	-113	-114
%销售收入	0.8%	0.3%	0.2%	0.5%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-26	-5	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-6	3	-10	15	15	15
投资收益	49	83	64	0	0	0
%税前利润	1.8%	2.9%	9.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,741	3,030	2,698	3,179	3,713	4,418
营业利润率	24.6%	24.1%	20.3%	18.9%	19.3%	20.0%
营业外收支	-52	-215	-2,041	-55	-55	-55
税前利润	2,689	2,815	657	3,124	3,658	4,363
利润率	24.1%	22.4%	4.9%	18.6%	19.1%	19.7%
所得税	-334	-335	-200	-350	-410	-489
所得税率	12.4%	11.9%	30.5%	11.2%	11.2%	11.2%
净利润	2,355	2,481	457	2,774	3,248	3,874
少数股东损益	11	15	15	16	18	20
归属于母公司的净利润	**2,344**	**2,466**	**441**	**2,758**	**3,230**	**3,854**
净利率	21.0%	19.6%	3.3%	16.4%	16.8%	17.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,355	2,481	457	2,774	3,248	3,874
少数股东损益	11	15	15	16	18	20
非现金支出	470	483	525	578	628	690
非经营收益	168	-46	117	125	166	170
营运资金变动	-338	-135	860	-2,297	-1,414	-599
经营活动现金净流	**2,654**	**2,783**	**1,959**	**1,180**	**2,628**	**4,135**
资本开支	-886	-1,557	-2,109	-1,609	-2,064	-2,164
投资	-996	-584	650	588	15	15
其他	52	82	22	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,831**	**-2,059**	**-1,436**	**-1,021**	**-2,049**	**-2,149**
股权募资	0	75	0	0	0	0
债权募资	-586	-213	385	1,189	658	-493
其他	-457	-633	-837	-901	-1,090	-1,314
筹资活动现金净流	**-1,043**	**-772**	**-452**	**288**	**-432**	**-1,806**
现金净流量	**-219**	**-48**	**70**	**447**	**147**	**180**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	614	490	623	1,070	1,217	1,396
应收款项	325	290	1,587	2,797	4,247	4,897
存货	1,260	1,279	1,612	2,035	2,315	2,654
其他流动资产	3,332	3,593	2,536	2,189	2,277	2,383
流动资产	5,531	5,652	6,358	8,091	10,056	11,330
%总资产	34.3%	31.6%	29.7%	33.6%	36.6%	37.6%
长期投资	347	399	415	415	415	415
固定资产	8,439	9,893	11,979	12,537	13,749	14,902
%总资产	52.4%	55.2%	56.0%	52.0%	50.1%	49.4%
无形资产	1,655	1,731	2,382	2,747	2,917	3,184
非流动资产	10,580	12,256	15,036	16,017	17,399	18,819
%总资产	65.7%	68.4%	70.3%	66.4%	63.4%	62.4%
资产总计	**16,111**	**17,908**	**21,394**	**24,108**	**27,455**	**30,149**
短期借款	1,380	920	1,879	3,133	3,591	2,898
应付款项	1,237	1,190	3,715	2,139	2,432	2,786
其他流动负债	279	204	613	1,750	1,861	2,002
流动负债	2,896	2,313	6,207	7,022	7,884	7,687
长期贷款	287	534	236	216	416	616
其他长期负债	431	621	409	364	364	364
负债	3,615	3,469	6,852	7,602	8,664	8,666
普通股股东权益	12,415	14,283	13,952	15,899	18,167	20,838
其中：股本	1,789	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
未分配利润	7,032	8,873	8,511	10,458	12,725	15,397
少数股东权益	80	156	591	607	625	645
负债股东权益合计	**16,111**	**17,908**	**21,394**	**24,108**	**27,455**	**30,149**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.311	1.460	0.261	1.633	1.912	2.281
每股净资产	6.942	8.454	8.258	9.411	10.753	12.334
每股经营现金净流	1.484	1.647	1.159	0.699	1.556	2.448
每股股利	0.355	0.460	0.082	0.480	0.570	0.700
回报率						
净资产收益率	18.88%	17.27%	3.16%	17.35%	17.78%	18.50%
总资产收益率	14.55%	13.77%	2.06%	11.44%	11.77%	12.78%
投入资本收益率	17.82%	16.20%	10.99%	14.30%	14.66%	15.88%
增长率						
主营业务收入增长率	36.88%	12.55%	6.03%	26.08%	14.25%	15.29%
EBIT增长率	67.13%	1.42%	-9.96%	21.46%	17.71%	18.76%
净利润增长率	100.16%	5.20%	-82.11%	525.30%	17.11%	19.31%
总资产增长率	12.27%	11.16%	19.47%	12.68%	13.89%	9.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.4	2.6	18.4	50.0	70.0	70.0
存货周转天数	65.4	57.0	58.1	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	35.4	33.9	45.5	49.0	49.0	49.0
固定资产周转天数	239.6	220.5	248.1	198.0	181.1	163.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.04%	-10.57%	1.05%	5.70%	7.72%	3.62%
EBIT利息保障倍数	30.6	80.7	99.6	39.9	33.3	39.1
资产负债率	22.44%	19.37%	32.03%	31.53%	31.56%	28.74%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH