

000786.SZ

买入

市场价格：人民币 29.79

板块评级：中性

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	15.1	38.4	16.3	63.0
相对深证成指	(8.2)	23.6	(8.2)	22.0

发行股数(百万)	1,690
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	50,330
3 个月日均交易额(人民币 百万)	382
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
中国建材股份有限公司	38

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 7 月 17 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

证券分析师：余斯杰
(8621)20328217
sijie.yu@bocichina.com.cn
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060001

北新建材

成本与渠道优势明显，现金优秀的抗周期龙头

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

支撑评级的要点

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

估值

- 预计 2020-2022 年，公司营收为 160.58、190.64、216.98 亿元；净利润 26.52、31.50、35.73 亿元；EPS1.57、1.86、2.12 元。给予公司**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 行业景气下滑，市场需求不振，防水收购不及预期，美国案件仍收尾。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	12,565	13,323	16,058	19,064	21,698
变动 (%)	13	6	21	19	14
净利润(人民币 百万)	2,466	441	2,652	3,150	3,573
全面摊薄每股收益(人民币)	1.460	0.261	1.570	1.864	2.115
变动 (%)	5.2	(82.1)	501.1	18.8	13.4
全面摊薄市盈率(倍)	20.4	114.1	19.0	16.0	14.1
价格/每股现金流量(倍)	65.7	3.0	12.1	10.8	9.7
每股现金流量(人民币)	0.45	10.06	2.47	2.75	3.09
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	42.2	12.4	10.7	9.7
每股股息(人民币)	0.37	0.46	0.47	0.56	0.63
股息率(%)	1.2	1.5	1.6	1.9	2.1

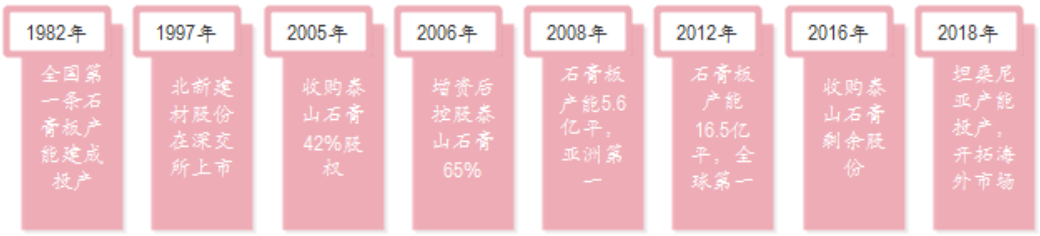
资料来源：公司公告，中银证券预测

一、全球石膏板龙头，产品量价齐升驱动公司业绩

1. 中国建材旗下企业，深耕石膏板步步为营

全球石膏板龙头，深耕行业 40 年：公司是一家专注石膏板的研发、生产、销售、服务以及配套龙骨等产品的生产的综合性建材产业集团，为各类建筑提供石膏板墙体、吊顶系统，矿棉板吊顶吸声系统等节能环保新型建材全套解决方案。从 1982 年公司第一条石膏板产能投产开始，公司深耕石膏板至今已有 37 年。自创建以来，石膏板产能稳步扩张，分别在 2009 年和 2012 年产能达到亚洲第一和全球第一。2018 年公司坦桑尼亚产能投产，开始开拓海外市场。

图表 77. 公司历史发展沿革



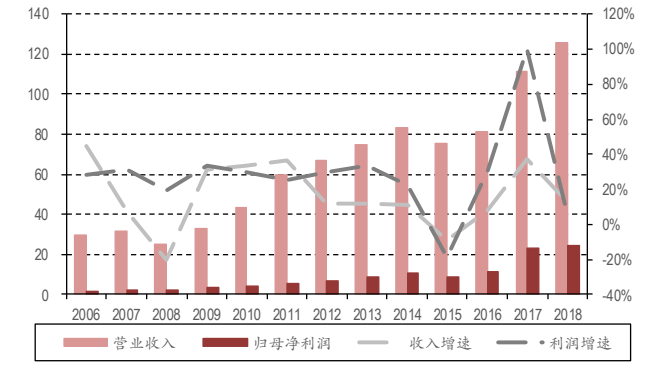
资料来源：公司公告，中银证券

中国建材企业石膏板上市平台，产能遍布全国，开始品类拓展之路：截止至 2019 年 6 月底，公司超过 27 亿平产能集中在山东、安徽、江苏等地，遍布全国。预计 2020-2021 年，公司有望顺利完成 30 亿平石膏板产能的规划，并后续通过拓展海外市场与深耕国内市场向 50 亿平石膏板产能的中长期目标发展。近期，公司更是收购四川蜀羊防水材料有限公司，开始产品品类拓展的道路。

2. 石膏板量价齐升带动公司业务稳步增长

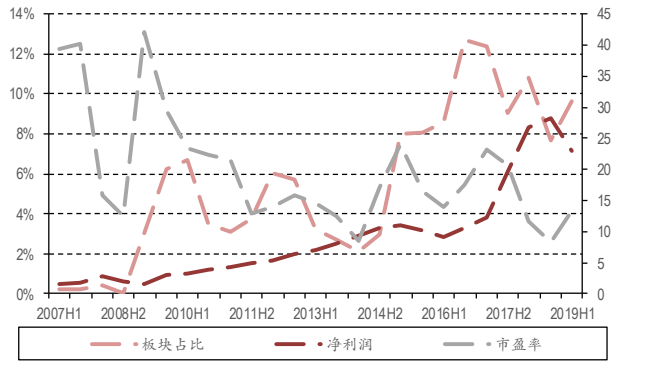
石膏板产能稳步增长，行业景气驱动产品量价齐升：石膏板是公司主营产品，是目前政府积极推广的新型建材。其主要品种有纸面石膏板、装饰石膏板等，其中普通纸面石膏板销量达到石膏板总体销量的 80%左右。而石膏板销售额也常年达到公司营收规模的 85%以上。由于石膏板需求日益提升以及公司对产品价格有较强的控制力，目前石膏板价格依然在历史较高水平运行，驱动公司业绩持续高增。2016-2018 年，公司归母净利从 11.71 亿元增长至 24.66 亿元，年均复合增长率超过 45%。

图表 78. 多年以来业绩稳步增长



资料来源：万得，中银证券

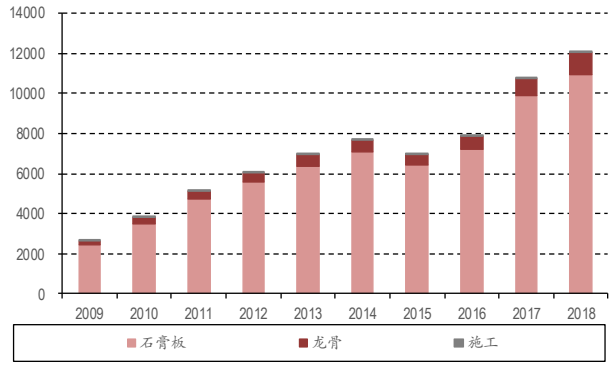
图表 79. 公司市场关注度提升



资料来源：万得，中银证券

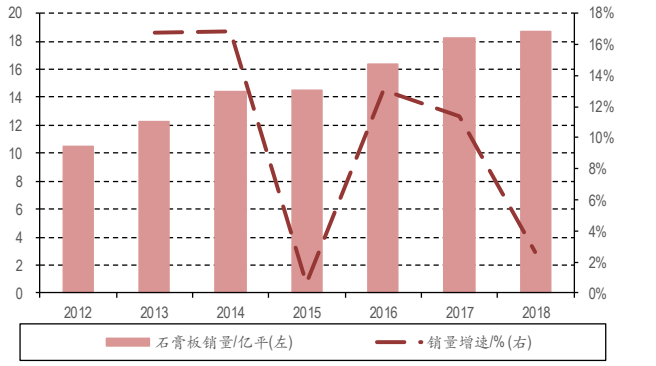
轻钢龙骨是公司另外的重要业务，未来随着配套销售龙骨业务规模仍有提升空间：轻钢龙骨一般与石膏板安装施工时配套使用。目前公司石膏板和龙骨配套销售占比还比较低。龙骨业务占比不到 10%。近期随着公司逐步推行轻钢龙骨与石膏板配套销售，预计未来公司轻钢龙骨业务还有进一步提升的空间。

图表 80. 石膏板是收入的主要构成



资料来源：万得，中银证券

图表 81. 石膏板销量逐年增长



资料来源：万得，中银证券

业绩稳步提升，公司成为建材板块市场关注度最高个股之一：在稳定的业绩增长以及稳健的财务指标背后，公司已经变为建材板块最受关注的上市公司之一。2019 年年中，公募基金持有公司股份达到 2.30 亿股，占机构持有建材板块股份比重达到 9.51%，与海螺水泥、中国巨石、伟星新材、东方雨虹等并列为建材板块机构关注度最高个股。

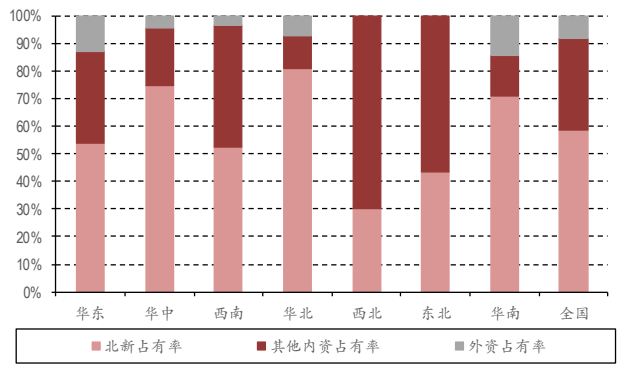
二、石膏板行业：需求增长趋稳，集中度趋于提升

1. 石膏板行业：需求增长趋稳，公司市占率有望提升

1. 公司产能供给优势明显

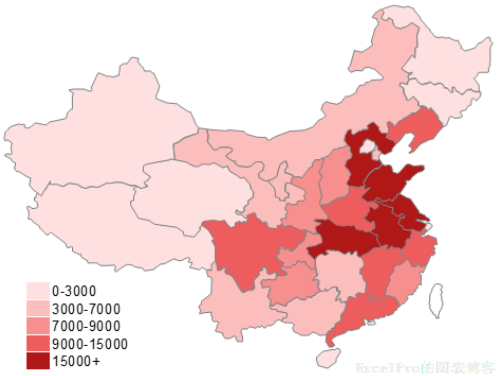
公司产能卡位优势明显，在绝大多数区域市场占有率均超过 50%：山东、湖北、江苏三省是国内天然石膏主要产区，公司产能卡位优势明显，主要产能集中在山东、湖北、江苏、河北、安徽五省，占公司全部产能达到 49.13%。目前国内石膏板供给相对较为集中，截至 2019 年一季度，全国石膏板产能约为 43.11 亿平，其中公司产能接近 27 亿平，市场占有率接近 60%。在全国绝大多数区域市场占有率超过 50%。

图表 82. 公司在绝大多数区域占有率高于 50%



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 83. 公司主要产能集中在冀鲁苏鄂皖五省

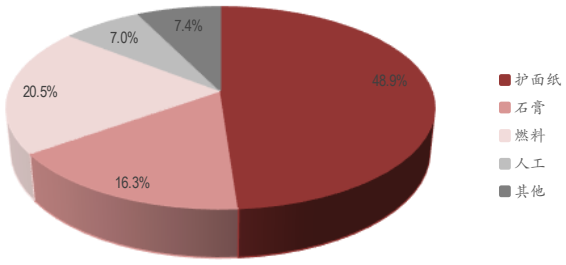


资料来源：万得，公司公告，中银证券

2. 护面纸是成本大头，预期成本提升利好市占率提升

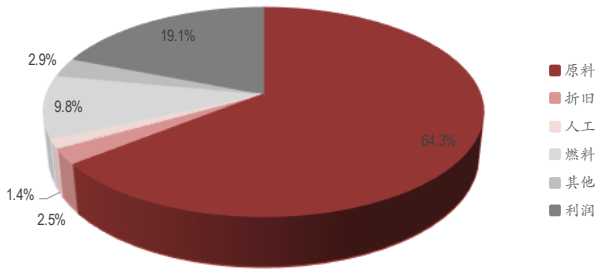
护面纸是石膏板成本主要构成，废纸价格短期看涨，长期回落：参考公司 2017 年底以来的数据，石膏板主要成本集中在护面纸上，占比接近 50%，单方护面纸成本约为 1.8 元。当前造纸产能趋于稳定，但外废配额逐年减少。因此我们认为废纸价格短期两年内看涨，但长期随着造纸需求趋稳，国内废纸回收率提升，部分产能外溢，供需缺口逐步弥补，价格逐步下降。

图表 84. 护面纸占石膏板成本结构大头



资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 85. 废纸原料是护面纸成本主要构成



资料来源：万得，博汇纸业公司公告，中银证券

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

图表 86.废纸进口相关政策梳理

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

资料来源：国务院、环保部、发改委、商务部，中银证券

3. 政策推进钢结构普及，石膏板需求有望提升

石膏板耐久性较低，目前国内渗透率较低，钢结构逐步推进或有利于石膏板渗透率提升：目前石膏板在国内渗透率相对较低，主要内容来自于公装和吊顶，住宅和隔墙的需求明显少于外国。国家政策陆续出台鼓励装配式建筑发展，相比预制混凝土结构，钢结构在抗震性能方面有明显的优势。钢结构本身安装更为方便，同时其结构在于龙骨隔墙安装在一起后可以形成更为坚固的“板肋结构体系”，更有利于抗震。因此我们认为随着钢结构建筑乃至钢结构住宅的普及，石膏板在家装市场渗透率有望提升。

2.集中度提升是行业主要趋势

日本、美国均经历了行业集中度提升的过程：参照国外行业协会数据，日本人均年石膏板消耗量自 1997 年达到 5.41 平后小幅回落，一直稳定在 4-5 平的水平内。随着日本石膏板行业需求趋于稳定，行业集中度也有明显提升，目前市场主流企业逐步减少为 9 家，单线产能稳定在 3,000 万平的水平上。1997 年以来，美国石膏板行业同行经历了集中度提升的过程，1997 年行业主要企业有 13 家，2016 年主要企业仅剩 7 家。

预计中国石膏板市场增速放缓，行业集中是未来主要趋势：比较日本和美国市场，我们认为中国尽管未来以钢结构为代表的装配式建筑渗透率有望提升，但混凝土框架结构依然是主要的结构体系。我们不认为中国人均石膏板消耗量能够达到日本 4-5 平的水平，因此我们认为石膏板行业增速大概率趋缓，行业集中度继续提升是主要趋势。

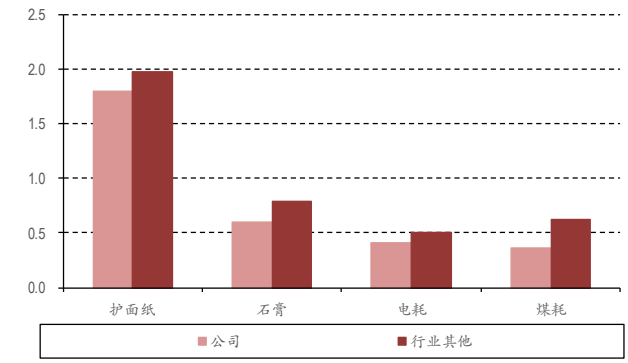
估算未来行业规模达到 50 亿平，公司市占率达到 75%-80%：假设中国稳定状态是人均消耗量 3.5 平左右，则全国市场规模约为 50 亿平，还有 15 亿平的提升空间。按照公司未来新增 20 亿平产能，10 亿平在国内，10 亿平在国外的中长期规划；我们认为落后产能淘汰以及公司成本方面的绝对优势将占据一部分落后产能退出后的市场真空，市场份额进一步提升。预计未来公司国内拥有 38-40 亿平产能，市占率达到 75%-80%；3 大外企合计产能接近 5 亿平，占有率达到 20%；剩余市场由极少数公司占有，不超过 5%。

三、成本优势显著，议价能力更强，外延扩张迅速

1. 公司优势：规模巨大成本优势明显，布局完善议价能力较强

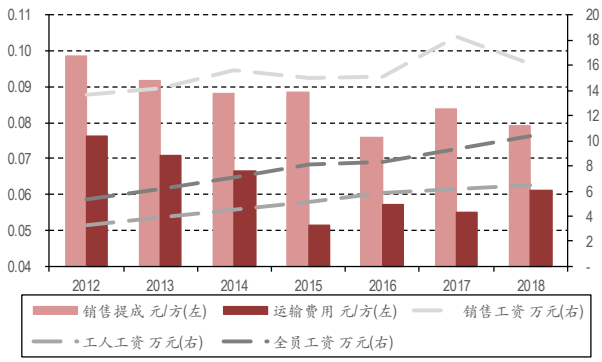
原材料优势地位不可撼动，石膏与护面纸均有明显优势：石膏板是标准品，单价较低，进行成本控制是提升毛利率最为有效的战略。公司在各个环节做好降本控费。预计公司在石膏板方面相比同行要节省 24%成本，预计泰和纸业产能投产后，公司在护面纸方面相比同行将节省成本 9.2%。除去原材料，公司在煤耗、电耗、乃至人员工资等各个方面都充分发挥公司的规模效用：公司在各个环节将成本控制做到极致。

图表 87. 原料与燃料相比同行均有明显优势



资料来源：万得，同花顺，龙源石膏，公司公告，中银证券

图表 88. 单方费用减少但人员工资提升



资料来源：万得，公司公告，中银证券

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

图表 89. 公司旗下品牌齐全



资料来源：公司公告，中银证券

遍布全国的产能与渠道为公司提供较强的定价能力与渠道协同处理能力：公司遍布全国的产能和渠道进一步为公司提供了更强的定价能力。目公司基本按照成本加成法，分区域定价，由于相比同行有绝对的成本优势和市场份额优势，公司定价可以保证兼顾自身盈利与防止竞争对手进行价格竞争。后续随着石膏板在装修中渗透率逐步提升，公司将着手进行龙骨和石膏板的配套销售，进一步实现已有渠道价值。

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**12,565**	**13,323**	**16,058**	**19,064**	**21,698**
销售成本	8,128	9,079	10,943	13,006	14,826
经营费用	1,148	1,190	1,927	2,288	2,604
息税折旧前利润	**3,315**	**1,191**	**4,046**	**4,697**	**5,183**
折旧及摊销	478	524	1,005	1,109	1,143
经营利润(息税前利润)	**2,837**	**668**	**3,041**	**3,588**	**4,040**
净利息收入/(费用)	(36)	(26)	(12)	11	44
其他收益/(损失)	(128)	(1,987)	22	22	22
税前利润	**2,801**	**641**	**3,029**	**3,599**	**4,084**
所得税	335	200	377	449	511
少数股东权益	15	15	112	140	177
净利润	**2,466**	**441**	**2,652**	**3,150**	**3,573**
核心净利润	**2,594**	**2,428**	**2,630**	**3,128**	**3,551**
每股收益 (人民币)	1.460	0.261	1.570	1.864	2.115
核心每股收益 (人民币)	1.536	1.437	1.557	1.851	2.102
每股股息 (人民币)	0.371	0.460	0.470	0.560	0.630
收入增长(%)	13	6	21	19	14
息税前利润增长(%)	2	(76)	355	18	13
息税折旧前利润增长(%)	3	(64)	240	16	10
每股收益增长(%)	5	(82)	501	19	13
核心每股收益增长(%)	8	(6)	8	19	14

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	490	632	3,965	7,331	11,430
应收帐款	290	1,433	1,486	1,717	1,763
库存	1,279	1,612	1,877	2,209	2,451
其他流动资产	3,332	3,593	2,476	2,476	2,476
流动资产总计	**5,652**	**6,154**	**9,804**	**13,731**	**18,119**
固定资产	7,590	9,055	10,063	9,696	8,798
无形资产	1,689	2,034	1,967	1,922	1,854
其他长期资产	2,977	3,774	1,842	1,489	1,314
长期资产总计	**12,256**	**14,864**	**13,872**	**13,107**	**11,965**
总资产	**17,908**	**21,018**	**23,676**	**26,839**	**30,085**
应付帐款	812	1,598	1,802	2,122	2,321
短期债务	891	1,580	1,580	1,657	1,657
其他流动负债	610	2,652	3,018	3,220	3,446
流动负债总计	**2,313**	**5,830**	**6,400**	**6,999**	**7,425**
长期借款	534	236	236	242	242
其他长期负债	621	409	527	691	825
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
储备	12,749	12,853	14,823	17,218	19,904
股东权益	**14,439**	**14,542**	**16,512**	**18,907**	**21,593**
少数股东权益	156	591	703	894	1,071
总负债及权益	**17,908**	**21,018**	**23,676**	**26,839**	**30,085**
每股帐面价值 (人民币)	8.45	8.26	9.36	10.66	12.15
每股有形资产 (人民币)	10.13	11.02	12.63	14.39	16.36
每股净负债/(现金)(人民币)	0.98	0.94	(0.96)	(2.81)	(5.15)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,801	641	3,029	3,599	4,084
折旧与摊销	478	524	1,005	1,109	1,143
净利息费用	36	26	12	(11)	(44)
运营资本变动	(478)	(2,006)	(252)	(37)	(138)
税金	851	687	249	539	631
其他经营现金流	(1,862)	(1,899)	(418)	(697)	(854)
经营活动产生的现金流	**2,783**	**1,985**	**4,129**	**4,576**	**5,099**
购买固定资产净值	1,557	2,109	13	4	1
投资减少/增加	490	(721)	(22)	272	(22)
其他投资现金流	(12)	16,398	36	354	95
投资活动产生的现金流	**(2,059)**	**15,010**	**45**	**78**	**116**
净增权益	74	(8)	0	0	0
净增债务	(213)	385	0	0	0
支付股息	591	777	794	946	1,064
其他融资现金流	(43)	(52)	(34)	(45)	(49)
融资活动产生的现金流	**(773)**	**(452)**	**(829)**	**(991)**	**(1,113)**
现金变动	(48)	97	3,333	3,366	4,100
期初现金	614	490	632	3,965	7,331
公司自由现金流	724	16,995	4,174	4,654	5,214
权益自由现金流	467	17,328	4,139	4,610	5,165

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	26.4	8.9	25.2	24.6	23.9
息税前利润率(%)	22.6	5.0	18.9	18.8	18.6
税前利润率(%)	22.3	4.8	18.9	18.9	18.8
净利率(%)	19.7	3.4	17.2	17.3	17.3
流动性					
流动比率(倍)	2.4	1.1	1.5	2.0	2.4
利息覆盖率(倍)	91.5	45.1	332.6	432.0	118.1
净权益负债率(%)	10.8	11.0	(9.8)	(25.1)	(40.3)
速动比率(倍)	1.9	0.8	1.2	1.6	2.1
估值					
市盈率 (倍)	20.4	114.1	19.0	16.0	14.1
核心业务市盈率(倍)	19.4	20.7	19.1	16.1	14.2
市净率 (倍)	3.5	3.6	3.2	2.8	2.5
价格/现金流 (倍)	65.7	3.0	12.1	10.8	9.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.2	42.2	12.4	10.7	9.7
周转率					
存货周转天数	37.1	44.2	42.7	42.3	41.2
应收帐款周转天数	8.4	39.3	33.8	32.9	29.7
应付帐款周转天数	36.5	64.2	60.1	59.6	57.2
回报率					
股息支付率(%)	25.4	176.2	29.9	30.0	29.8
净资产收益率 (%)	17.2	3.1	16.7	17.4	17.4
资产收益率 (%)	13.9	2.2	11.7	12.3	12.5
已运用资本收益率(%)	15.2	2.7	14.1	14.6	14.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

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

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

评级体系说明

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

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

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