

杨东森
 010-88087428
 yangds@cmschina.com.cn

2008年3月16日

北新建材(000786.SZ)/7.02元

朝阳产业龙头蓄势蓬勃(节能建材专题报告之二)

原材料·建材

目标估值: 10.1-11.8元

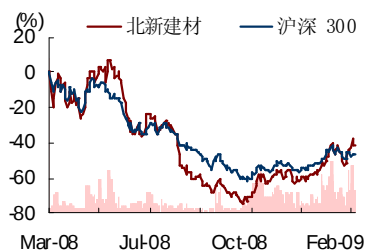
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2134
总股本(万股)	57515
已上市流通股(万股)	33116
总市值(亿元)	40
流通市值(亿元)	23
每股净资产(MRQ)	3.2
ROE(TTM)	11.1
资产负债率	56.3%
主要股东	中国建材股份有限公司
主要股东持股比例	52.4%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	62	-47
相对表现	16	55	2



相关报告

- 1、《建筑节能系列报告之一_节能建材面临广阔发展前景》2009/02/16
- 2、《建材行业 2009 年度投资策略_水泥工业步入新时代》2008/12/04
- 3、《塔牌集团——区域整合潜力带来中期成长性》2008/11/19

在《建筑节能系列报告之一_节能建材面临广阔发展前景》的深度报告中,我们强调了节能建材行业面临的广阔发展空间,首次给予北新建材强烈推荐-A 的投资评级。供给和需求的四大动力将共同推动纸面石膏板行业的高速发展。北新建材综合竞争优势显著,作为朝阳产业龙头具有显著的长期投资价值。预计 08、09、10 年的 EPS 分别为 0.32、0.47、0.69 元,维持“强烈推荐-A”的投资评级。

- **北新建材**是亚洲和我国最大的石膏板制造企业,主要应用工业废弃材料生产石膏板,成本低,节能降耗效果显著,受到政策大力扶持。
- **火电脱硫带来的朝阳产业:** 05 年以来,我国火电厂脱硫进入高速发展阶段,预计 10 年全国火电厂烟气脱硫的比例将达到 80%左右。作为废渣的脱硫石膏年产量从 200 万吨急剧增长到 4600 万吨的水平,亟需下游产业高速发展。
- **纸面石膏板在我国面临飞跃式发展:** 纸面石膏板性能优良,在发达国家民用建筑领域获得了广泛使用,而我国传统上主要用于公用建筑。三大因素正推动纸面石膏板在我国民用建筑领域的普遍应用,行业面临高速发展的前景。
- **公司综合竞争优势明显:** 纸面石膏板行业存在一定进入门槛,市场竞争格局相对良好。公司技术领先、质量稳定可靠、拥有两大品牌均声誉卓著、中高端市场全面覆盖、生产销售覆盖全国、规模优势明显,同时公司加快布局,抢占优质资源,这些因素共同构成了公司的核心竞争力。
- **投资价值分析:** 公司经营稳健,主业日益突出,具有良好的长期投资价值,存在成为 tenbagger 的可能。08 年公司盈利水平大幅下降,09 年开始公司进入产能集中释放时期,毛利率明显回升,业绩将出现高速增长。
- **盈利预测与估值.** 预计 08、09、10 年营业收入分别为 23.3、32.5 和 39.8 亿, EPS 分别为 0.32 元、0.47 元和 0.69 元,维持“强烈推荐-A”的投资评级。
- **风险提示:** 宏观经济严重下滑及假冒伪劣产品的冲击可能会给公司经营带来风险,存在不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	2935	3143	2330	3245	3980
同比增长	45%	7%	-26%	39%	23%
营业利润(百万元)	215	287	252	352	530
同比增长	115%	33%	-12%	40%	50%
净利润(百万元)	154	202	187	268	398
同比增长	247%	31%	-7%	43%	48%
每股收益(元)	0.27	0.35	0.32	0.47	0.69
PE	25.8	19.7	21.3	14.9	10.0
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源:招商证券

正文目录

一、火电脱硫带来的朝阳产业	4
1、电厂强制脱硫步入高峰	4
2、脱硫石膏产量迅速增长	4
3、脱硫石膏下游产业情况	5
4、国家对脱硫石膏下游产业的扶持	6
5、脱硫石膏下游产业亟需发展	6
二、纸面石膏板行业在我国面临飞跃式发展	7
1、脱硫石膏优于天然石膏	7
2、纸面石膏板性能优良	7
3、纸面石膏板在发达国家获得广泛应用	8
4、纸面石膏板在我国的应用情况	9
5、三大需求因素拉动石膏板行业进入飞跃式发展时期	10
6、纸面石膏板行业将进入快速成长周期	12
三、公司综合竞争优势明显	14
1、国内纸面石膏板行业的竞争格局	14
2、北新建材综合竞争优势明显	15
四、长期投资价值显著——一个 tenbagger?	19
1、央企重要成员，经营稳健	19
2、主业向板材业务集中	19
3、财务状况良好	20
4、长期投资价值显著——会否成为彼得林奇的 tenbagger?	21
五、中短期内业绩将高速增长	22
1、经营情况简介	22
2、08 年业绩下滑原因探析	22
3、公司经营受宏观经济形势影响相对较小	23
4、09 年开始进入产能集中释放期	24
5、毛利率开始明显回升	25
6、对公司盈利趋势的判断	26
六、风险分析	27
1、主要风险源于需求的增长速度	27
2、其它风险因素	27
七、盈利预测与估值	28
1、盈利预测	28
2、估值分析与投资建议	29
3、估值总结：合理估值区间 10.1 ~ 11.8 元	30

图表目录

图 1: 火电发电量.....	5
图 2: 美国石膏板消费情况.....	8
图 3: 主要国家石膏板人均消费量情况.....	9
图 4: 我国石膏板产量情况.....	9
图 5: 我国城镇化率.....	10
图 6: 主要国家城镇化水平.....	10
图 7: 主要建材 1 平米隔墙能耗情况比较.....	11
图 8: 房地产开发形势急遽下滑.....	13
图 9: 主要建材 2008 年产量同比增速.....	13
图 10: 我国主要石膏板生产企业产能比较.....	14
图 11: 北新建材西部地区收入比例持续增长.....	17
图 12: 北新建材主要生产销售网络分布.....	17
图 13: 北新建材销售收入情况.....	19
图 14: 石膏板收入比例情况.....	20
图 15: 公司期间费用率情况.....	20
图 16: 销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比率.....	20
图 17: 公司资产负债率情况.....	20
图 18: 公司有息负债率情况.....	20
图 19: 北新建材营业收入变化情况.....	22
图 20: 纸面石膏板生产成本分析.....	25
图 21: 美废价格走势.....	26
图 22: 北新建材 PE-Band	30
图 23: 北新建材 PB-Band	30
表 1: 国家关于电厂脱硫的主要政策.....	4
表 2: 国家及地方关于脱硫石膏再利用得主要政策.....	6
表 3: 天然、脱硫石膏化学成分及细度.....	7
表 4: 天然、脱硫石膏颗粒粒径分布.....	7
表 5: 市场销售的部分隔墙系统的技术参数.....	8
表 6: 几种非承重内隔墙的造价比较.....	11
表 7: 石膏板与其它墙体单位质量比较.....	12
表 8: 北新建材产品主要应用工程列表.....	16
表 9: 北新建材 EPS 变动分析.....	23
表 10: 北新建材主要生产线情况.....	24
表 11: 北新建材产能及产量预测.....	25
表 12: 北新建材主要产品产量预测.....	28
表 13: 2009 年 EPS 敏感性分析.....	29
表 14: 北新建材 FCF 预测.....	29
表 15: 公司内在价值的敏感性分析.....	30
附: 财务预测表.....	32

一、火电厂脱硫带来的朝阳产业

1、电厂强制脱硫步入高峰

二氧化硫排放是造成我国大气环境污染及酸雨不断加剧的主要原因。火电厂排放的二氧化硫占我国全部二氧化硫排放的一半以上。

04 年底,我国仅有 2000 万千瓦的火电机组安装了烟气脱硫装置,不足全部装机容量的 10%。05 年以来,在环境保护和节能减排的压力下,中央和地方政府出台了多项政策、措施,我国电厂烟气脱硫力度明显增强。

表 1: 国家关于电厂脱硫的主要政策

法规名称	核心内容	发布机构	发布时间
《国家酸雨和二氧化硫污染防治“十一五”规划》	重点控制火电厂的二氧化硫排放,新(扩)建燃煤电厂除国家规定的燃用特低硫煤的坑口电厂外,必须同步建设脱硫设施。超过国家和地方二氧化硫排放标准或总量控制要求的现役燃煤发电机组,必须安装烟气脱硫设施或采取其他减排措施。到 2010 年底,现役燃煤机组 50%以上采取脱硫措施,全国脱硫燃煤机组装机容量达到 4.6 亿千瓦左右,约占当年燃煤机组装机容量的三分之二。	国家环保总局 国家发改委委	2008.1.3
《燃煤发电机组脱硫电价及脱硫设施运行管理办法》(试行)	安装脱硫设施后,其上网电量执行在现行上网电价基础上每千瓦时加价 1.5 分钱的脱硫加价政策。 电厂使用的煤炭平均含硫量大于 2%或者低于 0.5%的省(区、市),脱硫加价标准可单独制定。 安装烟气脱硫装置的在线监控设备,省级环保部门和省级电网负责监测,脱硫投运率低的企业将受到严厉处罚。	国家发改委委 国家环保总局	2007.5.29
《关于加快火电厂烟气脱硫产业化发展的若干意见》	提出了加快火电厂烟气脱硫产业发展的主要任务,即通过三年的努力,建立健全火电厂烟气脱硫产业化市场监管体系,完善火电厂烟气脱硫技术标准体系和主流工艺设计、制造、安装、调试、运行、检修、后评估等技术标准、规范;主流烟气脱硫设备的本地化率达到 95%以上,烟气脱硫设备的可用率达到 95%以上;建立有效的中介服务体系和行业自律体系。	国家发改委委	2005.5.19

数据来源:招商证券研发中心

07 年,国家发展改革委、国家环保总局关于印发《燃煤发电机组脱硫电价及脱硫设施运行管理办法》(试行)的通知要求电厂烟气脱硫装置必须安装烟气自动在线监控系统,并明确了相关奖惩措施,电厂实际脱硫比例开始大幅提高。

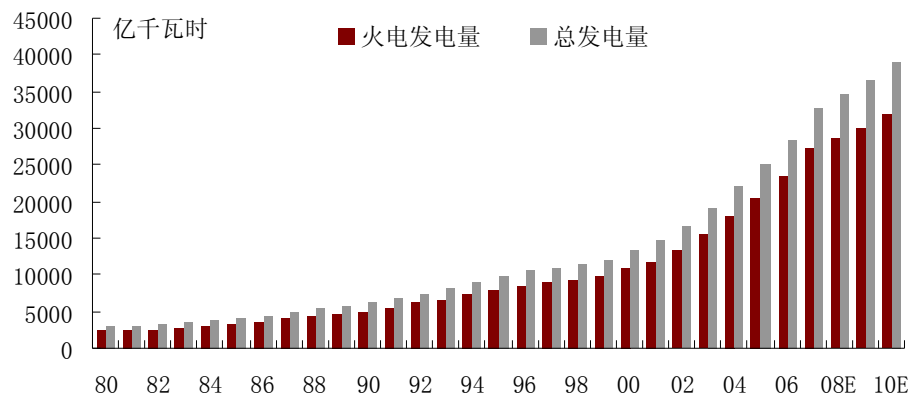
2008 年底,我国火电厂烟气脱硫装机容量超过 3.79 亿千瓦,约占煤电装机总容量的 66%。

根据环保部公布的减排目标,09 年我国二氧化硫排放比 08 年下降 2%,比 05 年下降 9%,全年新增燃煤电厂脱硫装机容量 5000 万千瓦以上。

预计到 2010 年底,全国火电厂烟气脱硫的比例将达到 80%左右。

2、脱硫石膏产量迅速增长

同期,我国火电装机容量高速增长,预计 10 年火电发电量将达到 3.2 万亿千瓦时。

图 1： 火电发电量


数据来源：国家统计局、招商证券研发中心

从技术角度看，国内外电厂烟气脱硫普遍使用了石灰石—石膏湿法脱硫技术，我国投运、在建和已经签订合同的火电厂烟气脱硫工艺中，石灰石-石膏湿法占 90% 以上。国家政策也对石灰石—石膏湿法给予了高度支持，根据 05 年国家发改委《关于加快火电厂烟气脱硫产业化发展的若干意见》的要求，“燃煤煤含硫量大于 1%（含 1%），容量大于 200MW（含 200MW）的机组，建设脱硫设施应采用石灰石—石膏湿法脱硫工艺技术，脱硫效率应达到 95% 以上”。

目前，在烟气脱硫领域，石灰石-石膏湿法、烟气循环流化床、海水脱硫法、脱硫除尘一体化、半干法、旋转喷雾干燥法、炉内喷钙尾部烟气增湿活化法、活性焦吸附法、电子束法等十多种烟气脱硫工艺技术得到应用。从已知的技术发展程度，没有能够取代石灰石—石膏湿法的技术出现，石灰石—石膏湿法将长期处于主流地位。

1 台 30 万千瓦燃煤火力发电机组，按燃煤硫分 1%，一年发电 5000 小时计算，每年排出的脱硫石膏在 3 万吨左右。04 年底，我国脱硫石膏的产量不足 200 万吨。08 年，脱硫石膏产能约在 3000 万吨左右，产量约在 2500 万吨左右。预计 10 年我国火力发电量 3.2 万亿千瓦时，80% 火电厂烟气脱硫，90% 采用石灰石—石膏湿法工艺，则当年的脱硫石膏产量将达到 4600 万吨左右。05 年到 10 年，脱硫石膏年产量平均增速接近 400%。

3、脱硫石膏下游产业情况

大量的脱硫石膏形成工业废渣，如果做抛弃处理，则常年累积，不仅浪费大量的土地，而且会污染环境。发达国家在采用石灰石—石膏湿法进行烟气脱硫后，对脱硫石膏进行了充分的再利用。

脱硫石膏的用途主要包括制造纸面石膏板、用作水泥缓凝剂、制造腻子石膏和粉刷石膏、制造石膏砌块、制造石膏模具等。从国内外的实践看，脱硫石膏主要用途是制造纸面石膏板，国外的比例普遍在 70%-100%，其它用途较少。这是因为水泥企业对石膏价格相对不敏感，且脱硫石膏用作水泥缓凝剂存在一定的技术障碍；脱硫石膏的其它用途也普遍存在用量过小、工艺不够成熟等问题，难以大范围推广。

05 年以来，我国脱硫石膏产量急剧增长，其用途基本上是制造纸面石膏板或做抛弃处理，形成工业废渣，其它用量很少。

4、国家对脱硫石膏下游产业的扶持

国家部委和地方政府，对脱硫石膏的再利用，给予了多方扶持政策。

表 2：国家及地方关于脱硫石膏再利用得主要政策

法规名称	核心内容	发布机构	发布时间
《财政部国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》	对销售对燃煤发电厂及各类工业企业产生的烟气、高硫天然气进行脱硫生产的副产品实现的增值税实行即征即退 50% 的政策。	财政部 国家税务 总局	2008.12
《我委同意“利用电厂脱硫石膏生产纸面石膏板高技术产业化示范工程”列入国家高技术产业发展项目计划》	同意“利用电厂脱硫石膏生产纸面石膏板高技术产业化示范工程”列入国家高技术产业发展项目计划。该项目由北新集团建材股份有限公司组织实施。项目利用自主研发的电厂脱硫石膏生产纸面石膏板技术，实现含硫石膏高效利用，解决燃煤电厂烟气脱硫污染，使废弃脱硫石膏全部得到资源化利用，消除脱硫石膏占用土地和污染问题。	国家发改 委	2008.1
《国家鼓励发展的资源节约综合利用和环境保护技术》	鼓励脱硫石膏再利用	国家发展 改革委、 科技部、 国家环保 总局	2005.10
地方政策，如： 《关于加快推进燃煤电厂脱硫工作的意见》	对脱硫副产物要妥善处置，综合利用，防止产生二次污染。各电厂所在地政府要出台鼓励使用脱硫石膏的政策措施，限制石灰石矿产资源的开采，切实保证脱硫石膏的优先消化、优先利用。	山东省人 民政府	2006.12

数据来源：招商证券研发中心

5、脱硫石膏下游产业亟需发展

电厂强制脱硫实施进程的快速实施，将从环保、电厂、地方政府实际需求的角度，强迫纸面石膏板等下游行业加快发展，跟上电厂脱硫的进程。同时，脱硫石膏属于工业废渣，价格低廉，远低于天然石膏，也将大大促进脱硫石膏下游产业的繁荣。

二、纸面石膏板行业在我国面临飞跃式发展

纸面石膏板发达国家普遍将脱硫石膏制成纸面石膏板用作建筑物非承重墙和吊顶，欧洲 50%以上，美国 70%以上的墙体是脱硫石膏制作的纸面石膏板。

1、脱硫石膏优于天然石膏

脱硫石膏主要成分和天然石膏一样，为二水硫酸钙。脱硫石膏二水硫酸钙含量较高一般都在 90%以上，天然石膏仅在 80%左右；脱硫石膏杂质一般为飞灰、有机碳、碳酸钙、亚硫酸钙及部分可溶性盐等，天然石膏的杂质以粘土矿物为主，磨细后颗粒较大，在水化时一般不能参加反应。总体来看，脱硫石膏与天然石膏化学组成相差不大，品质基本相当；但在有效成分含量、性能上，天然石膏在一定程度上不及脱硫石膏。

表 3：天然、脱硫石膏化学成分及细度

项目	CaO	SiO ₂	Al ₂ O ₃	SO ₃	Fe ₂ O ₃	MgO	Loss	筛余 (45 μm)/%
天然石膏	31.5	4.3	1.7	41.1	1.2	1.3	17.2	8.8
脱硫石膏	31.6	2.7	0.7	42.4	0.5	1.0	19.2	1.0

数据来源：招商证券研发中心

表 4：天然、脱硫石膏颗粒粒径分布

粒度/μm	80	60	50	40	30	20	10	5
天然石膏筛余/%	10.9	4.7	9.5	4.9	14.4	15.5	20.0	12.7
脱硫石膏筛余/%	5.0	15.5	8.3	21.9	31.0	15.7	1.7	0.4

数据来源：招商证券研发中心

注释：天然石膏中未计入 8.8%大于 80 μm 的颗粒。

2、纸面石膏板性能优良

纸面石膏板是以石膏为基材，掺入少量添加剂及增强纤维，并在板面、板背各粘结一层护面纸而成。纸面石膏板性能优良，是优秀的墙体材料。

- ✧ 生产能耗低，生产效率高。生产同等单位的纸面石膏板的能耗约为水泥的 1/4，且投资少生产能力大，便于大规模生产。
- ✧ 轻质，抗震。用纸面石膏板作隔墙，重量仅为同等厚度砖墙的 1/15，砌块墙体的 1/10，有利于结构抗震，并可有效降低建筑物重量，减少基础及结构主体造价。
- ✧ 保温隔热。由于石膏板的多孔结构，其导热系数约约为 0.16W/(M²·K)，与灰砂砖砌块 1.1W/(M²·K) 相比，保温隔热性能突出。
- ✧ 防火性能。由于石膏不具有可燃性，且遇火时在释放化合水的过程中会吸收大量的热，可以延迟周围环境温度的升高，纸面石膏板具有良好的防火阻燃性能。
- ✧ 隔音性能好。纸面石膏板隔墙具有独特的空腔结构，系统隔声性能好，如果填充矿棉等物质，隔音性能进一步提高。
- ✧ 装饰功能好，美观大方。纸面石膏板表面平整，明显优于传统墙体，板与板之间通过接缝处理形成无缝表面，表面可直接进行装饰。

- ◇ 可施工性好。熟练掌握纸面石膏板隔墙、吊顶的设计、施工技术后，施工效率高于传统建筑材料，施工成本下降。
- ◇ 舒适的居住功能。由于石膏板具有独特的“呼吸”性能，可在一定范围内调节室内湿度，使居住舒适。
- ◇ 绿色环保。纸面石膏板采用石膏及纸面作为原材料，不含对人体有害的物质，绿色环保性能良好。
- ◇ 节省空间。采用纸面石膏板作墙体，墙体厚度最小可达 74mm，能明显的增加室内实用面积。

其中，纸面石膏板作为隔墙的隔音效果有时会被质疑，但从实践和统计数据看，纸面石膏板隔墙隔音效果良好。根据《民用建筑隔声设计规范》（GBJ118-88）规定，建筑物普通隔墙的隔音效果应大于 40db，即使在隔墙中不填充其他隔音材料的情况下，市场上销售的大部分石膏板隔墙的隔音效果都可满足要求。

与传统砖墙对比，“双面两层石膏板+轻钢龙骨”的结构隔音效果低于传统砖墙，“双面四层石膏板+轻钢龙骨”的结构隔音效果与传统砖墙相仿，“双面四层石膏板+轻钢龙骨+隔音材料（矿棉等）”结构的隔音效果能达到专业级的要求。

表 5：市场销售的部分隔墙系统的技术参数

板类	厚度 (mm)	墙厚 (mm)	自重 (kg/m ²)	最大高度 (m)	隔声指数 (db)
标准板	12	74	18	2.5	43
防火板	12	74	22	2.5	44
标准板	12	98	35	3.4	48

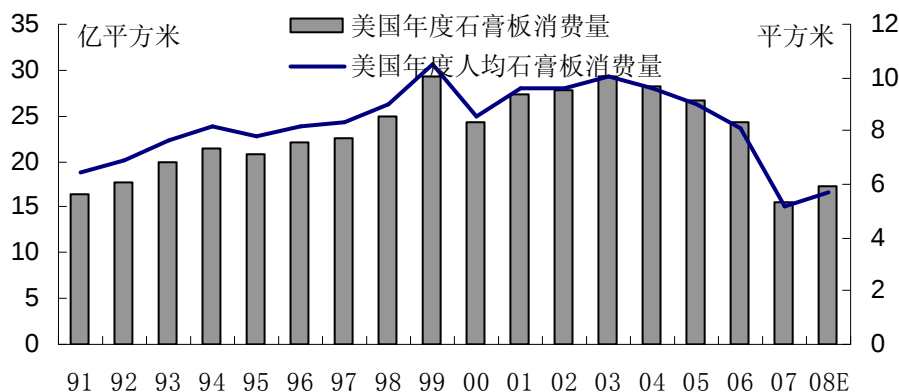
数据来源：招商证券研发中心

3、纸面石膏板在发达国家获得广泛应用

纸面石膏板最初在 1890 年由美国发明生产，1917 年传入欧洲。由于性能良好，在 100 多年的历史中，纸面石膏板获得了广泛的应用。

早在 1997 年，美国纸面石膏板年产量已达 19 亿平方米，约有 80% 墙体材料应用纸面石膏板，且在美国接近 100% 的住宅建筑均采用纸面石膏板作为内部隔墙材料。

图 2：美国石膏板消费情况

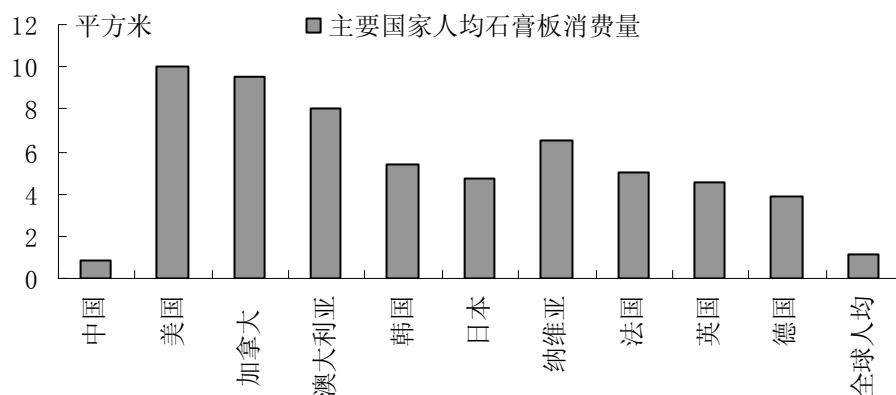


数据来源：《USGS 矿物信息年报》，美国国家统计局、招商证券研发中心

注释：美国 07、08E 石膏板消费量的下滑主要源于次贷危机和地产泡沫的破灭。

从历史数据看，加拿大、美国年人均石膏板消费量在 10 m^2 左右，日本、法国在 4 m^2 左右，英国在 3 m^2 左右。08 年，我国人均年消费量仅为 0.8 m^2 。

图 3：主要国家石膏板人均消费量情况



数据来源：《USGS 矿物信息年报》，招商证券研发中心

注释：中国为 2008 年数据，其余国家为 2004 年数据

比较中美两国主要建材产品的生产消费情况，如钢铁、水泥、玻璃等，石膏板是美国大幅超过我国的少数产品之一。

4、纸面石膏板在我国的应用情况

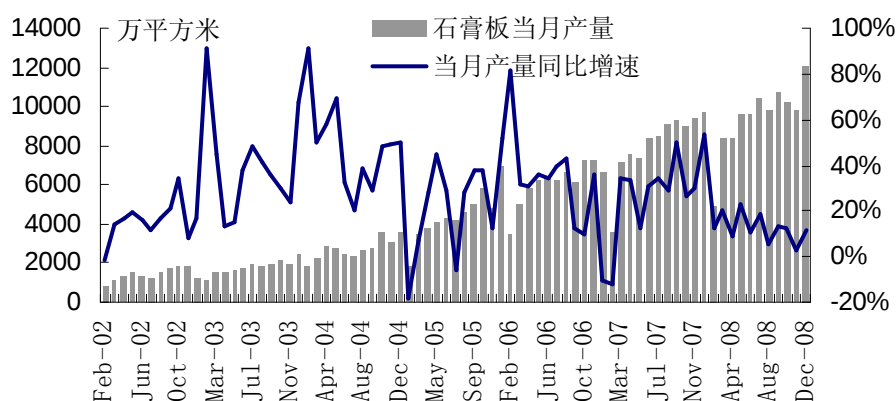
传统上，我国把石膏板主要用于建筑吊顶的装饰装修，仅有不到 30% 用于建筑隔墙体系。而从国外情况来看，80% 以上的纸面石膏板用于建筑隔墙体系，用于吊顶装饰装修的纸面石膏板不到 20%。

我国建筑隔墙体系石膏板的应用主要集中在公用建筑领域，如办公楼、学校、医院、酒店、机场、车站、体育及展览场馆等，民用建筑领域将石膏板用作隔墙的数量微乎其微。

从对市场实地调研了解的情况看，我国公用建筑领域使用纸面石膏板作非承重墙的情况已经非常普遍。

08 年，全国石膏板产量 11.1 亿平方米，同比增速 12.6%。

图 4：我国石膏板产量情况



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

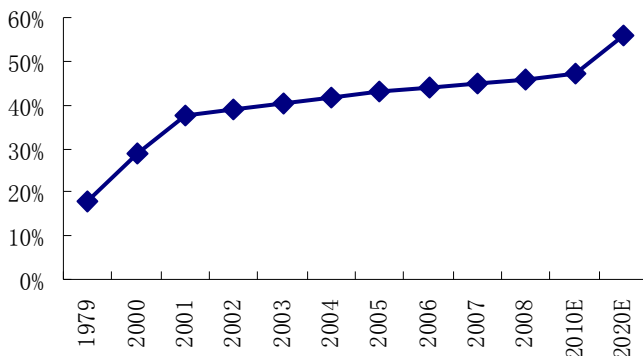
5、三大需求因素拉动石膏板行业进入飞跃式发展时期

我们认为，从需求的角度看，有三个原因促使纸面石膏板即将在我国的民用建筑领域获得飞跃式的发展。

（1）城镇化拉动建材行业的长期发展

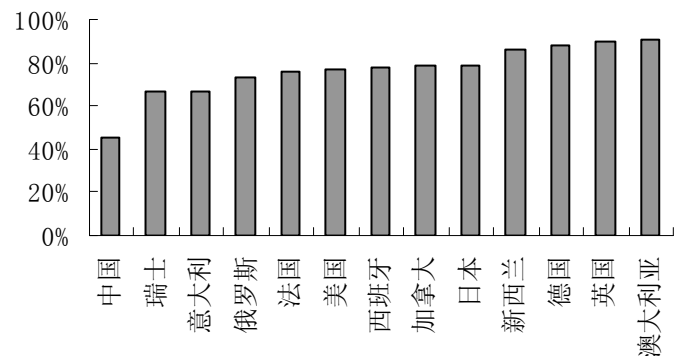
从宏观角度看，我国经济发展模式面临由外到内的重大转型，加快城镇化进程是我国未来经济发展的主要推动力。我国城镇人口的比例已经由 1978 年的 17.9% 提高到 2008 年的 45.7%，平均每年提高 0.93 个百分点。假定今后 20 年，我国城镇化率每年提高 1 个百分点，到 2010 年将达到 47%，到 2020 年将达到 56%。

图 5：我国城镇化率



数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 6：主要国家城镇化水平



数据来源：招商证券研发中心

高速城镇化将推动我国建材行业的高速发展，受制于节能的需要，会更加强化对节能建材的需求，节能建材将因为城市规模越来越庞大，能耗越来越高，而得到更加广泛的普及。

（2）节能减排需要新型墙体材料的大发展

我国建筑能耗占全社会能耗的 25%-30%，建筑节能是节能减排的重要组成部分。

我国房屋建筑材料中 70% 是墙体材料，其中粘土砖占据主导地位。我国每年生产粘土砖耗能 6000 万吨左右标准煤，破坏耕地 50 万亩左右。

2005 年，国务院办公厅发出《关于进一步推进墙体材料革新和推广节能建筑的通知》，通知提出，“2010 年底，全国所有城市都要禁止使用实心粘土砖”。发展新型墙体材料替代大量的实心黏土砖，具有保护耕地、节约能源、利用废渣、治理环境污染、改善建筑功能等重大社会效益。随后，国家和各地方政府加大了淘汰实心粘土砖的力度，08 年以来，全国多个省份又陆续出台了禁止或限制使用空心粘土砖的政策。

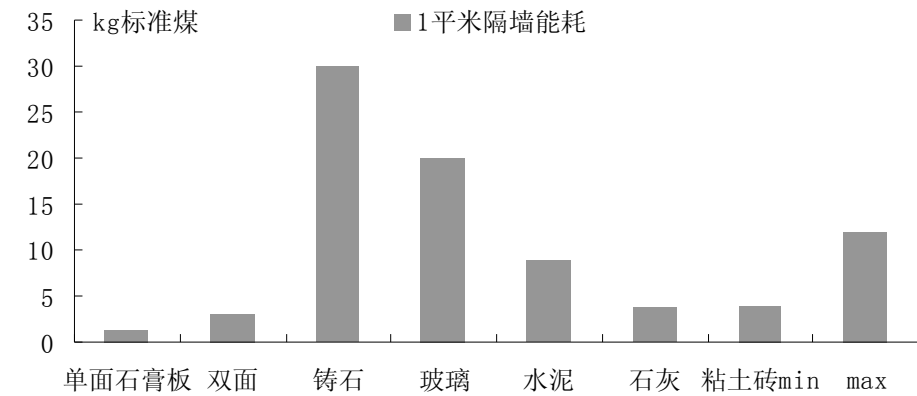
石膏板在节能降耗、环境保护方面性能卓越，是取代实心粘土砖最理想、最经济的墙体材料之一。

1) 生产能耗低

石膏板的生产能耗很低，在年产 2000 万平方米的生产线上，每平方米石膏板的综合能耗（包括用电）不超过 1.5KG 标煤，每平方米双面单层石膏板隔墙，其生产能耗不超

过 3 公斤标煤，而每平方米单砖黏土砖墙的生产能耗是 4~12 公斤标准煤（取决于不同窑型）。石膏板的生产耗能仅为铸石的 1/10，玻璃的 1/6~1/7，水泥煅烧能耗的 1/4，石灰的 1/3，节约了大量能源。

图 7：主要建材1平米隔墙能耗情况比较



数据来源：招商证券研发中心

2) 施工成本低

一些科研单位对上海地区框架结构工程的统计结果显示，轻钢龙骨石膏板隔墙与采用三孔粘土砖相比：楼面设计荷载减轻 9.92%~19.27%，建筑总重减轻 11%，结构楼板厚度减薄 10mm，梁的宽度减小 50mm，柱截面尺寸减小 100mm，部分主要砼剪力墙的断面尺寸减小 50~100mm，基础地板厚度减小 100mm，基础砼灌注桩的长度缩短 3500mm，节约工程直接费用 2.87%，节约工程全部费用 15.04%。国外施工经验也得出了类似结论。

表 6：几种非承重内隔墙的造价比较

墙体材料	单层石膏板 轻钢龙骨墙	双层石膏板 轻钢龙骨墙	单层加气砌块 墙（双面抹灰）	实心砖墙 （双面抹灰）
总厚（mm）	125	150	100	145
材料	100	121	112	142
费用%	100	115	131	192
总计	100	118	120	163

资料来源：德国 PREUSSAG 公司资料，招商证券研发中心

3) 使用过程能耗低

纸面石膏板板芯 60% 左右是微小气孔，导热系数很小，约为 0.16W/M2.K，与灰砂砖砌块（1.1W/M2.K 相比），其隔热性能具有显著的优势，拥有良好的轻质保温性能。

100mm 厚石膏板隔墙系统的隔声性能相当于传统 240mm 砖墙的效果，重量仅为同等厚度砖墙的 1/20，砌块墙体的 1/10，有利于高层化发展和结构抗震，因墙体变薄可增加套内使用面积约 7~12%。

表 7: 石膏板与其它墙体单位质量比较

材料类型	墙体厚度 (mm)	墙体质量 (kg/m ²)
实心粘土砖	240	507
空心粘土砖	120	279
粉煤灰加气混凝土切块 1	250	203
粉煤灰加气混凝土切块 2	200	173
粉煤灰加气混凝土切块 3	150	141
钢丝网夹聚苯夹心板	120	130
纸面石膏板 (夹轻钢龙骨)	240	45
纸面石膏板	120	12

资料来源: 招商证券研发中心

这一方面的详细内容, 可以参考我们在 09 年 2 月 19 日发布的深度报告《建筑节能系列报告之一_节能建材面临广阔发展前景》相关部分。

(3) 消费升级拉动纸面石膏板走向家庭

如前所述, 纸面石膏板具有十大优点, 这也正是其在发达国家和我国公用建筑领域获得普遍应用的原因。或者说, 纸面石膏板作非承重墙能更好的满足人的实际生理需要。

纸面石膏板的生产成本大约比粉煤灰加气转等墙体材料高出 5%-10% 的水平, 视各地具体情况不同而不等。但纸面石膏板施工便捷, 在施工成本方面低于其它墙体材料。综合来看, 纸面石膏板的总体成本与其它墙体材料相差不大, 高出幅度有限。

我国纸面石膏板在民用领域应用的落后状况, 主要在于我国的房地产商建设习惯、居民的使用习惯和民间建筑装修队伍的施工意识、技术及水平问题。

6、纸面石膏板行业将进入快速成长周期

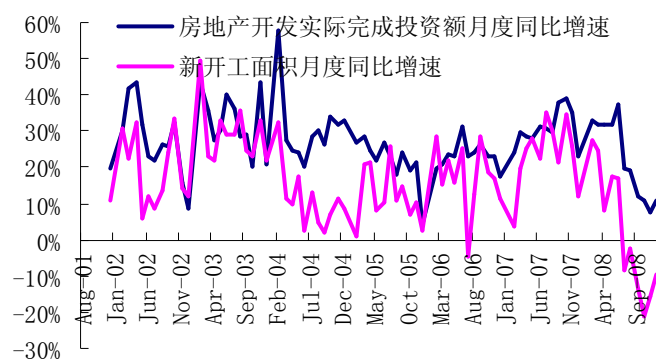
综合来看, 纸面石膏板行业的发展在供给和需求角度, 共有四大动力。

- ✧ 供给层面: 脱硫石膏行业高速发展, 推动纸面石膏板行业高速发展。
- ✧ 城镇化带来建材行业的长期发展, 节能建材尤其受益。
- ✧ 节能减排、保护耕地需要淘汰传统墙体材料, 发展新型墙体材料。
- ✧ 消费升级从需求角度拉动纸面石膏板从公用领域走向民用。

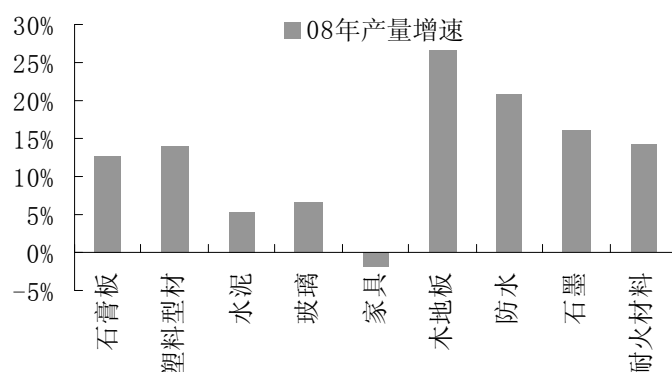
产业周期上看, 纸面石膏板产业在国外属于成熟期, 在我国正在逐步进入快速成长周期, 属于建材行业中的朝阳产业。

从脱硫石膏的供给角度看, 作为下游的纸面石膏板行业需要成倍的速度加速发展。

从消费需求的角度看, 公用建筑领域受拉动内需政策的刺激, 需求保持旺盛, 短期内纸面石膏板的需求将保持稳定。08 年, 在房地产行业急速下滑的形势下, 石膏板行业的产量增速明显高于水泥、玻璃等传统建材行业。

图 8：房地产开发形势急遽下滑


数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

图 9：主要建材2008年产量同比增速


数据来源：国家统计局，招商证券研发中心

在城市化、节能减排发展新型墙体材料、消费升级拉动的综合作用下，我们认为从长期来看，纸面石膏板行业将最低保持 10%以上的增速。如果消费升级趋势逐渐增强，则纸面石膏板行业的增长会有加速的动力，实际增速可能大大高于我们的预期。

从发达国家使用情况、公用设施的普遍采用、实际技术指标对比看，我国民用建筑普遍使用纸面石膏板只是时间问题。北京、上海等一些大城市已经出现了家装使用纸面石膏板的趋势。

纸面石膏板是我国的朝阳产业，前景非常广阔。

三、公司综合竞争优势明显

1、国内纸面石膏板行业的竞争格局

(1) 市场竞争格局相对良好

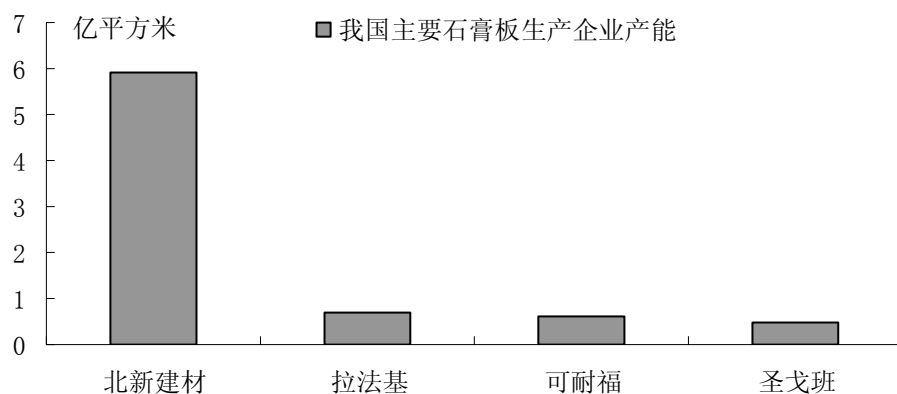
中国生产石膏板的企业大致分为三类。

第一类是北新建材，居于市场的主导地位，产销范围覆盖全国，尤其是 05 年北新建材和山东泰和合并以后，公司市场占有率达到 30%-40% 左右的水平，对市场有重大影响。截至 08 年底，北新建材共有生产线 26 条，产能为 5.6 亿平方米，是亚洲最大的石膏板制造企业，代表了我国石膏板行业的总体水平。

第二类是以法国拉法基、德国可耐福、英国杰科、平邑中兴、拜尔、南乐津华和华泰等为代表的区域性中型企业，其单机年产量能达到 2000 万平方米以上。这类企业从生产装备、技术研发、产品质量上都具有较高水平。

第三类是作坊式的小企业，单机产量小、技术不过关，产品质量、环境保护都存在问题。

图 10：我国主要石膏板生产企业产能比较



数据来源：招商证券研发中心

我国的石膏板行业具有较高的集中度，07 年北新建材市场占有率约为 33%，08 年约为 36%。一、二类企业的总市场份额在 60% 左右，市场竞争结构相对良好。但小企业及作坊假冒伪劣、以次充好的情况也较多。

(2) 存在较高进入门槛

纸面石膏板行业存在相对较高的进入门槛，一是 2000 万平方米以上的生产线投资成本在亿元左右，二是生产线需要临近天然石膏矿或大型火电厂，三是制造高档石膏板、使用脱硫石膏制造纸面石膏板需要较高的技术含量。

(3) 市场价格体系相对稳定

较高的市场集中度有利于维持良好的价格体系。08 年 11 月份高档石膏板出厂价格平均每平方米 7.69 元，比去年同期上涨 0.45 元；11 月份中档石膏板出厂价格平均每平方

米 5.26 元，比去年同期上涨 0.49 元；11 月份低档石膏板出厂价格平均每平方米 3.98 元，比去年同期上涨 0.23 元。

2、北新建材综合竞争优势明显

在纸面石膏板行业，北新建材具有多方面的综合竞争优势。

（1）技术领先，质量稳定可靠

北新建材是国家级高新技术企业，在石膏板、矿面板、纤维板领域，北新建材技术先进，截至 2007 年底，公司拥有国家专利 515 项，位居建材行业全国第一，其中大部分属于纸面石膏板领域。

公司组织承办了纸面石膏板国家标准的制定。08 年初，国家发改委将“利用电厂脱硫石膏生产纸面石膏板高技术产业化示范工程”列入国家高技术产业发展项目计划。该项目由北新集团建材股份有限公司组织实施。项目利用自主研发的电厂脱硫石膏生产纸面石膏板技术，实现含硫石膏高效利用，解决燃煤电厂烟气脱硫污染，使废弃脱硫石膏全部得到资源化利用，消除脱硫石膏占用土地和污染问题。

较高的技术水平，保证了公司产品质量的稳定、可靠，明显优于中小石膏板厂，从而建立起了一定的技术门槛。

（2）两个品牌均声誉卓著，高中端市场全面覆盖

北新建材的石膏板有“龙牌”和“泰山”牌两个品牌，均是中国驰名商标，在业内均声誉卓著，得到了市场的普遍认可。

“龙牌”是我国新型建材行业的龙头品牌，一直以来，在品牌、质量、技术、规模等方面引领着我国石膏板行业的发展，获得的主要荣誉有：中国驰名商标、中国名牌产品、中国石膏板市场用户满意第一品牌、北京市著名商标、中国最具影响力纸面石膏板品牌排列第一、中国优秀建材产品（石膏板）、中国建筑应用创新大奖、诚信战略合作伙伴证书、北京名牌产品、百佳放心企业等。

“泰山牌”也是国内的领军品牌，“泰山”牌系列石膏板赢得了中国环境标志认证产品、中国绿色建材名优品牌、中国名牌产品等称号，被国家建设部指定为“国家康居示范工程选用部品与产品”。

其中，龙牌产品主要覆盖高端市场，泰山牌主要覆盖中端市场。

上海是外资石膏板品牌的主要集中地，08 年底，北新建材成功中标世博会一期。

表 8: 北新建材产品主要应用工程列表

国家项目		
人民大会堂	公安部大楼	中南海小礼堂
毛主席纪念堂	国家大剧院	上海世博园
国家会议中心	上海国际会议中心	中央电视台新址
首都机场三号航站楼	白云机场	世博会一期
体育馆项目		
北京奥运大厦	奥林匹克水上公园	北京射击馆
国家游泳中心	清华大学体育馆	国家体育场（鸟巢）
首都体育馆	工人体育馆	国奥村
写字楼项目		
中国银行总行	中国工商银行总行	天津塘沽开发区金融街
长航油运大厦	中国海洋石油办公楼	上海环球金融中心
中青旅大厦	北京东方广场	国贸三期
银河国际	韩国三星总部大楼	财贸中心
白云国际会议中心	青岛国际金融中心	中兴大厦
武汉国际广场	中国电子大厦	震旦国际大厦
中环世贸中心	武汉国际广场	世茂滨江
酒店项目		
澳门威尼斯人酒店	青岛香格里拉大饭店	紫鑫国际酒店
青岛王朝大酒店	重庆市万豪酒店	戴斯酒店
乌鲁木齐华凌大酒店	重庆市希尔顿酒店	武汉江城明珠豪生大酒店
学校及图书馆项目		
清华大学生命科学馆	武汉大学	西安交通大学图书馆
人民大学明德楼	南京图书馆	大连理工大学
南开大学	清华大学经管学院	中国政法大学
商场项目		
卓展购物中心	世纪金源购物中心	北京西单商场
北京新东安市场	北京西单赛特商场	新世界百货
昆明美辰百货	沈阳商业城	卓展购物中心

数据来源：互联网、招商证券研发中心

（3）行业第一、第二合并，规模优势明显

05 年以前，北新建材和山东泰和东新股份有限公司是国内最大的两家石膏板制造商。其中，当时的山东泰和东新股份有限公司是国家重点新型建筑材料生产企业，中国最大的纸面石膏板生产企业，中国建材百强企业、世界同行业十强之一。

2005 年 4 月，北新建材以每股人民币 1.8 元的价格认购泰和公司发行的 6,536.25 万股新股，认购总价款为人民币 11,765.25 万元。本次新股认购完成后，泰和公司总股本为 15,562.5 万股，公司持有其 42% 的股份，为泰和公司控股股东。

2006 年 8 月，北新建材通过进一步的收购，使其对泰和的股权由 42% 增至 65%。

行业第一、第二企业的合并，整合了市场资源、提高了市场份额和控制力，使得纸面石膏板行业没有其它企业可以和北新建材并列，规模优势日益明显。

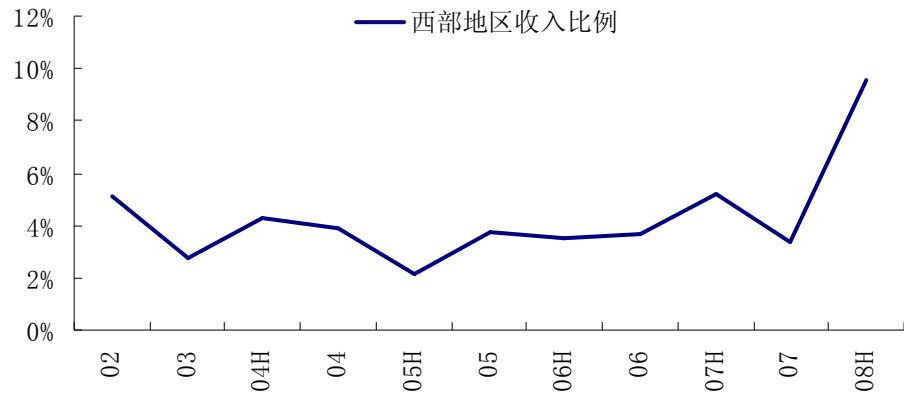
（4）生产覆盖全国、销售网络覆盖全国大中小城市

通过三十年的发展，北新建材与山东泰和东新股份有限公司的合并，公司实现了生产、营销网络对全国范围的覆盖，营销网络逐渐遍布全国大中小城市。广泛的销售网络，有

助于分散区域市场的风险。

08 年以来，公司来自西部地区的收入连续上升，08 年 3 季度达到 9.6%。

图 11：北新建材西部地区收入比例持续增长



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

图 12：北新建材主要生产销售网络分布



数据来源：公司网站，招商证券研发中心

注释：部分在建、已建生产线未列示在图中。

（5）加快布局，抢占优势资源

脱硫石膏的成本远低于天然石膏。我国天然石膏主要分布在西北、山东、河北等地，开采、运输成本高。脱硫石膏作为工业废渣，产量的大幅增加，导致其价格相当低廉，甚至免费供应。

主要消费市场周边的燃煤电厂，具有运输距离短、物流成本低，脱硫石膏供应量大、供应稳定的特点，是建设纸面石膏板生产线的优质资源。

对电厂而言，北新建材是央企，规模远大于中小企业，下游市场规模大，消化能力强，能够长期、稳定的消耗大量脱硫石膏，能够有效解决电厂工业废渣的处理问题。大型电厂及所在地政府对北新建材在当地建厂高度重视和欢迎，都给予了土地、税收等多方面的实质性支持。

对北新建材而言，得到优质的电厂资源，相当于控制了纸面石膏板的上游资源。从国外纸面石膏板产业的发展过程看，控制脱硫石膏资源是企业的核心竞争力之一。

北新建材和优质电厂资源的长期合作，实际上构成了潜在的行业进入门槛。也正是基于脱硫石膏产量迅速增长的现实，北新建材加快了生产线的建设步伐，加快抢占优质电厂资源。

四、长期投资价值显著——一个 tenbagger?

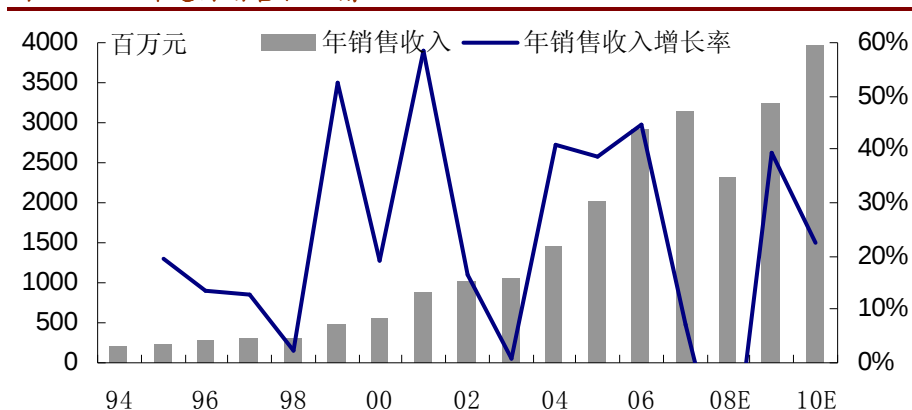
综合来看，北新建材是朝阳产业龙头，在纸面石膏板面临广阔发展的大背景下，公司竞争优势非常显著，未来 10 年或更长的时期，是公司价值长期持续提升的黄金时期，公司具有显著的长期投资价值。

1、央企重要成员，经营稳健

中国建材股份有限公司持有公司 52.4% 的股权，公司不存在其它非流通股东。中国建材股份有限公司是中国建筑材料集团公司的子公司，在香港上市。

公司是 1979 年原国家建材总局投资兴建的国内规模最大的新型建筑材料生产基地，1997 年上市。30 年来，作为央企的重要成员，公司经营相对稳健，实现了生产、销售的持续增长。

图 13：北新建材销售收入情况

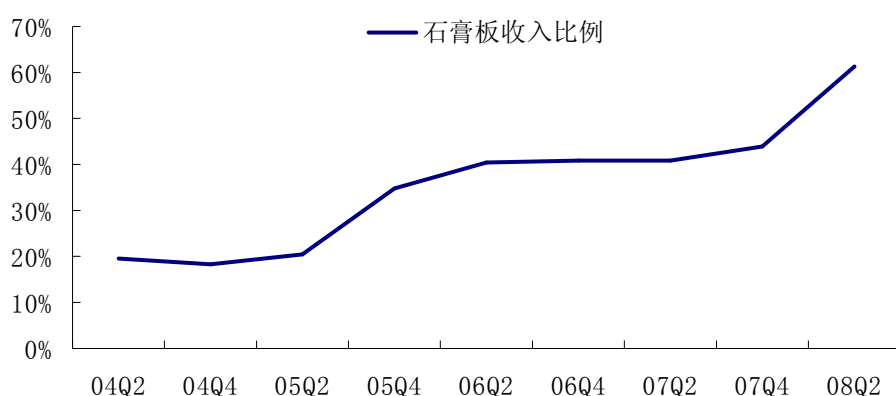


数据来源：公司公告，招商证券研发中心

注释：08 年销售收入的大幅下降是因为公司出售了非主业的中国建材投资有限公司所致。

2、主业向板材业务集中

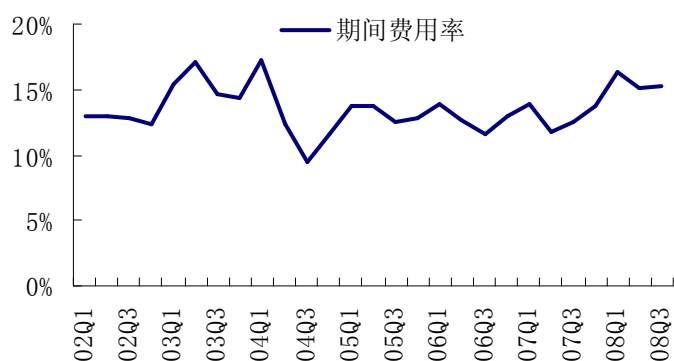
北新建材在经营过程中，曾出现了盲目多元化的情况。自 05 年以来，公司主业向板材业务集中，将纸面石膏板、矿面板和纤维板作为公司的主要业务方向。08 年初，向集团转让中国建材投资有限公司后，石膏板业务在公司销售收入中的比例进一步提高。08 年，板材业务占公司全部销售收入的比例约在 80% 左右，石膏板的销售收入比例在 08 年中期约为 61.3%。随着公司石膏板生产线的大规模扩张，石膏板业务的销售收入比例预计还会有大幅增长，主业日益突出。

图 14: 石膏板收入比例情况


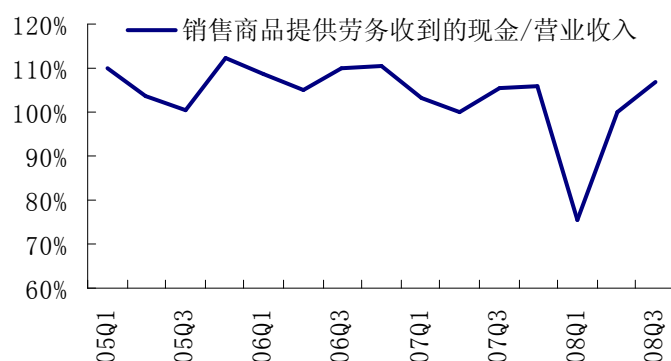
数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

3、财务状况良好

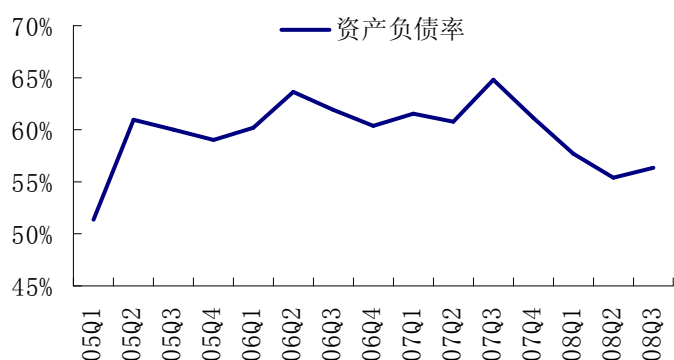
公司经营、财务状况相对良好, 具备良好的发展潜力。

图 15: 公司期间费用率情况


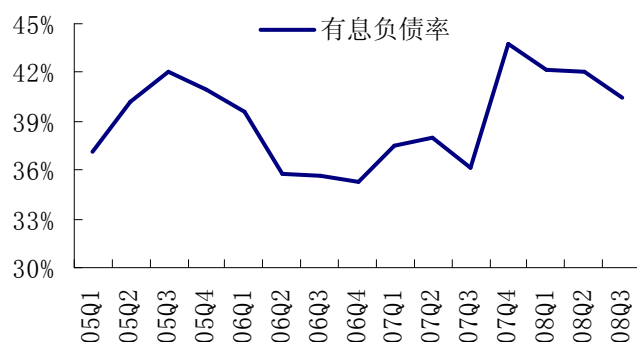
数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图16: 销售商品提供劳务收到的现金与营业收入的比率


数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 17: 公司资产负债率情况


数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

图 18: 公司有息负债率情况


数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

4、长期投资价值显著——会否成为彼得林奇的 tenbagger?

综合来看，北新建材具有显著的长期投资价值。

- ✧ 处于废渣再利用的行业，废渣的产生和堆积推动行业发展，受到政策大力扶持；
- ✧ 享受国家和地方政府的多项税收优惠政策，增值税免征、先征后返或减半征收；
- ✧ 明显受益于中国城市化进程；
- ✧ 是新型墙体材料，可替代粘土砖、空心粘土砖，节能减排效果显著；
- ✧ 在发达国家公用、民用、我国公用建筑领域获得了普遍使用，经受了实际检验；
- ✧ 作为墙体材料各方面性能优越，更符合人们需求，在民用市场具有消费升级的前景；
- ✧ 公司历史悠久，技术先进，产品质量稳定、可靠；
- ✧ 公司产品声誉显著，在公用建筑领域深入人心；
- ✧ 两个驰名品牌，覆盖高中低端市场；
- ✧ 生产网络遍布全国主要地区，销售网络覆盖全国大中小城市。
- ✧ 行业存在较高竞争门槛，公司市场占有率、规模优势明显，处于有利竞争地位；
- ✧ 典型央企，长期以来经营稳健，财务状况健康；
- ✧ 主业日益突出，纸面石膏板业务比例正迅速提高。

在长期的范畴内，北新建材最大的发展空间是在民用建筑非承重墙领域的应用。在上海、北京及华东部分城市已有初步兴起的迹象，如果纸面石膏板在民用建筑领域获得普及，那么北新建材的长期投资价值将非常显著。

公司能否成为一个 tenbagger? 我们认为核心观察指标是：**电厂强制脱硫进程、纸面石膏板在民用建筑领域兴起及普及的进程。**

五、中短期内业绩将高速增长

1、经营情况简介

公司自 79 年成立以后，主营业务集中在石膏板领域。在 97 年上市以后，公司较快发展，但随后进行的多元化经营并不成功。公司在 05 年和山东泰和东新股份有限公司合并后，石膏板业务得到明显增强，占营业收入和利润的比例持续提高。同期，我国电厂烟气脱硫进程逐步加快，公司则大大加快了以脱硫石膏生产纸面石膏板的步伐。在过去三年产能没有大规模扩张的情况下，05、06、07 年营业收入分别为 20.3、29.4、31.4 亿元，EPS 分别为 0.21、0.27、0.35 元，年均增速超过 30%，呈持续高速增长态势。

2、08 年业绩下滑原因探析

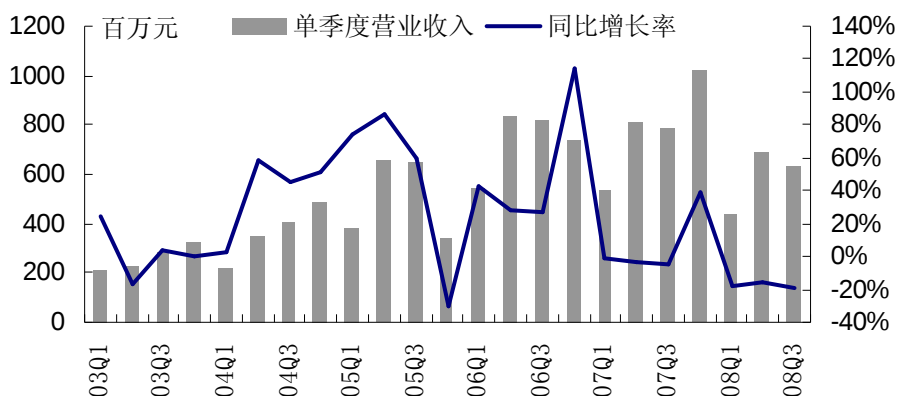
（1）出售中建材投资有限公司的影响

公司在 08 年初向母公司出售了中建材投资有限公司。该公司注册资本 21,567.81 万元人民币，北新建材持有其 80% 的股权，主要从事投资兴办实业；物流业务；电子商务服务。07 年底，其总资产为 12.0 亿元；净资产为 2.8 亿元；07 年，营业收入为 8.3 亿元，净利润为 5,760.3 万元。

出售中建材投资有限公司对北新建材财务报表形成了一次性的重大影响。一方面，增加了 1.07 亿的投资收益；另一方面，由此导致 08 年的营业收入相对减少了 6.6 亿左右，对扣除非经常性损益的净利润的影响在 4600 万左右。

前者，增加 08 年 EPS 约 0.16 元，后者减少 08 年 EPS 约 0.08 元。出售中建材投资有限公司对公司 EPS 总的影响为增加 EPS 约 0.08 元。

图 19：北新建材营业收入变化情况



数据来源：公司公告，招商证券研发中心

（2）宏观经济形势对公司业绩的影响

在假定公司没有出售中建材投资有限公司的情况下，可以较好的还原公司主营业务利润的变化情况，反映在 EPS 上，则是公司 1 季度盈利水平增长 5.1%，二季度出现急剧下降，三四季度出现好转，全年约下降了 31.1%。

表 9：北新建材 EPS 变动分析

	Q1	Q2	Q3	Q4	全年
06 年 EPS	0.033	0.058	0.086	0.077	0.254
07 年 EPS	0.039	0.095	0.090	0.127	0.351
08 年 EPS	0.179	0.012	0.042	0.090	0.320
08 年扣除投资收益后的 EPS	0.021	0.012	0.042	0.090	0.162
假定未出售中建材投资下的 EPS	0.041	0.032	0.062	0.110	0.242
公司主营业务 EPS 真实下降水平	5.1%	-66.3%	-31.1%	-13.4%	-31.1%

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

08 年盈利水平的急剧下降，反映了宏观经济形势对公司业绩的深刻影响，尤其是纸面石膏板与传统墙材存在竞争关系，涨价幅度不大，但原材料价格大幅上涨，导致毛利率迅速下降。三季度以来，盈利水平同比已有所好转，我们认为，这应该反映了公司的核心竞争力。如前所述，公司的核心竞争力有助于公司开拓市场、降低成本、参与竞争，通过适应形势变化，公司在恶劣环境下，仍可以维持较好的盈利水平。

出售中建材投资有限公司后，公司 08 年的实际 EPS，我们预计在 0.16 元附近。

3、公司经营受宏观经济形势影响相对较小

（1）主业受地产开发形势影响相对较小

受次贷危机和房地产泡沫破灭的共同影响，美国 07、08 年人均石膏板消费量下降了 40% 左右。与美国 70% 的纸面石膏板应用于民用建筑领域不同，我国的纸面石膏板主要应用于公用建筑领域。北新建材的产品大约 80% 以上应用于公用建筑领域，受国内房地产开发形势影响相对较小。

同时，纸面石膏板用作隔墙和吊顶，不仅仅是用作新建建筑，而且还用作存量建筑的装修改造。我国存量公共建筑面积 70 亿平方米左右，城市存量住宅在 140-150 亿平方米左右。随着存量建筑的增加，存量建筑装修改造的比例会持续增长。

（2）受益于拉动内需政策和灾后重建

机场、火车站、学校、医院、各类场馆等公用设施对纸面石膏板的应用较为普遍，4 万亿投资政策将带动这些建筑物的建设，进而拉动纸面石膏板的需求。

公司广安生产线临近四川地震灾区，会受益于灾区重建。

尤其是，从当前情况看，地方政府普遍存在大规模的城市建设计划，预计从下半年开始，会拉动纸面石膏板行业需求的迅速增长。

（3）遍布全国大中小城市的营销网络

我国存在广泛的经济水平差异，北新建材的营销网络遍布全国大中小城市，可以有效分散出口下降、宏观经济下滑对市场需求的影响。

（4）核心竞争力明显，促进行业洗牌

与水泥行业产品同质化的情况不同，在石膏板行业，北新建材在技术、品牌声誉、营销网

络、规模优势、电厂资源等方面存在明显的竞争优势，在宏观经济下滑、行业竞争激烈的情况下，核心竞争力方面的明显优势，可以推进行业洗牌，进一步扩大公司的影响。

08 年，全国石膏板产量同比增长 12.6%，预计公司石膏板产量同比增速 30% 左右，高出全国水平 1 倍以上。反映出宏观经济形势较差的情况下，公司核心竞争力优势仍然推动了产销量的高速增长，明显快于行业平均水平。

4、09 年开始进入产能集中释放期

顺应电厂强制脱硫和市场需求增长的形势，公司 07 年以来加快了生产线的建设步伐。预计 2010 年公司纸面石膏板产能将达到 10 亿平方米，09、10 年大约会有 15 条新建生产线投产。

表 10：北新建材主要生产线情况

生产地点	产能	附注	生产地点	产能	附注
纸面石膏板生产线（万平方米）					
北京	2000		邳州	2500	
铁岭	3000	在建	江阴	6000	
武汉	3000	在建	荆门	2000	
涿州	5000		潍坊	3000	
枣庄	3000		重庆	2000	
	3000	拟建	曲靖	2000	
太仓	3000	在建	潞城	2200	扩建
	3000		大阪城	1000	
宁波	3000		阜新	4000	在建
肇庆	3000		洛阳	5000	在建
广安	3000		湘潭	3000	
成都	3000	在建	温州	3000	在建
平山	3000		铜陵	5000	在建
嘉兴	3000	在建	重庆江津	3000	
秦皇岛	2000		包头	3000	在建
新疆	1000				
轻钢龙骨生产线（万吨）					
北京	1.5		济南	1.5	
广州	0.5		成都	0.3	
太仓	0.5		苏州	2	
涿州	0.5				
矿棉板生产线（万平方米）					
苏州	1600				
金邦板生产线（万平方米）					
苏州	180				
其它生产线					
型材（万吨）	2		涂料（万吨）	6	

数据来源：公司公告，招商证券研发中心

石膏板生产线的建设周期大约在 18 个月，09、10、11 年公司进入产能释放高峰期。08 到 10 年公司产能年均增速在 50% 左右。

表 11: 北新建材产能及产量预测

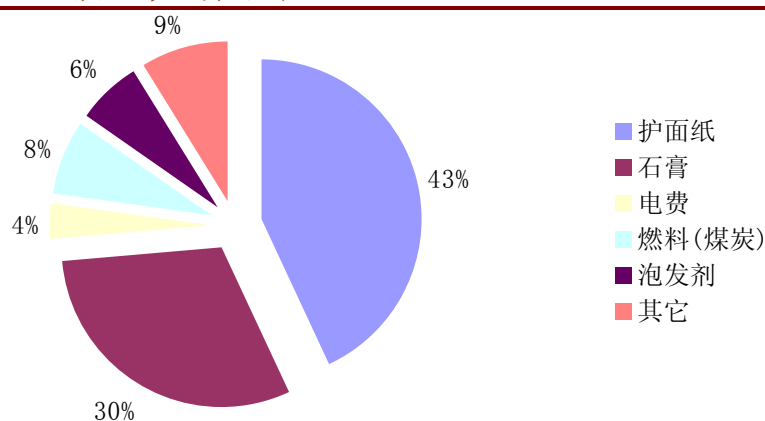
产品		2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
石膏板	产能	3.60	4.10	4.10	5.60	7.90	10.00
(亿平方米)	产量	1.64	2.87	3.16	4.00	5.64	7.14
轻钢龙骨	产能	5.50	5.80	6.30	6.80	6.80	7.60
(万吨)	产量	2.57	3.03	3.82	4.01	4.61	5.30
矿棉板	产能	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
(亿平方米)	产量	0.12	0.14	0.11	0.12	0.13	0.14

数据来源: 公司公告, 招商证券研发中心

5、毛利率开始明显回升

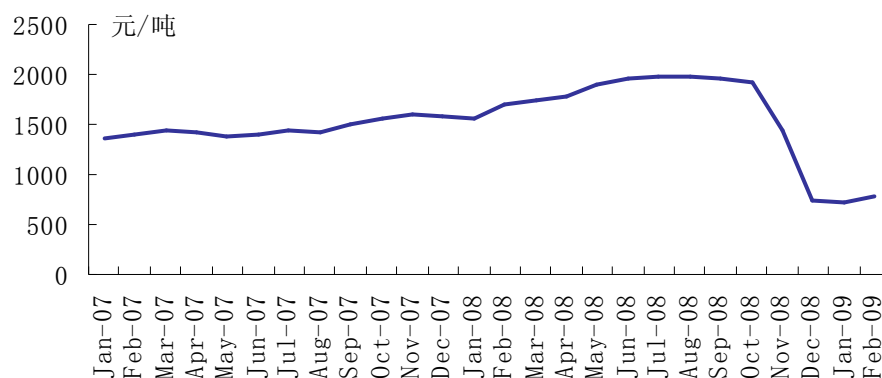
顺应电厂强制脱硫和市场需求增长的形势, 公司 07 年以来加快了生产线的建设步伐。预计 2010 年公司纸面石膏板产

08 年, 公司石膏板业务毛利率预计下降 5 个百分点左右。主要原因是成本上涨, 而粉煤灰加气砖等墙体材料价格上涨有限, 制约纸面石膏板的价格上涨幅度。

图 20: 纸面石膏板生产成本分析


数据来源: 招商证券研发中心

08 年四季度, 美废价格暴跌, 煤炭价格大幅下降, 纸面石膏板生产成本下降, 而纸面石膏板价格相对平稳。废纸占护面纸成本的 80%左右。由于护面纸生产企业和公司都有库存, 从废纸价格到纸面石膏板的成本传递需要时间。09 年 1 季度, 护面纸的成本较高点下降了 20%左右。预计公司毛利率水平在 09 年 1 季度、2 季度将会有明显提升, 恢复到 25%左右的水平。

图 21：美废价格走势


数据来源：Bloomberg，招商证券研发中心

6、对公司盈利趋势的判断

随着规模优势进一步发挥、脱硫石膏带来的成本进一步下降、纸面石膏板市场的相对稳定，以及北新建材纸面石膏板业务的比例增加，预计公司在长期内的毛利率水平将有较为稳定的增长。

在短期内，公司盈利水平的变化主要取决于毛利率和产能释放。其中，产能能否顺利释放，取决于下游需求带来的增量和公司凭借竞争优势对现有存量的竞争。如前文所述，公用建筑领域的需求受宏观经济影响相对较小，且存在着大规模增长的可能；而公司凭借竞争优势，即使在较差的市场状况下，依然可以取得较高速的增长，08 年公司产量的增速超出市场平均水平一倍以上。

六、风险分析

1、主要风险源于需求的增长速度

（1）短期内市场需求增速放缓的风险

中短期内，公司的毛利率恢复至正常水平存在较大的确定性，但宏观经济严重下滑会对公司销售造成不利影响。公用建筑的增长、国家拉动内需的政策、公司遍布全国大中小城市的销售网络、对粘土砖等传统墙材的替代作用、公司强大的竞争优势等，有助于将公司的产品销售保持在高位，实现销售的高速增长。

我们认为，宏观经济是否会继续严重下滑及其程度，存在较大不确定性，其将影响到纸面石膏板需求的增长速度，进而影响到公司的产能释放。

（2）长期内，民用市场大发展的的问题

在长期，公司能否持续高速成长主要取决于纸面石膏板在民用建筑领域能否得到普及。从不同文化、地域发达国家都普遍使用纸面石膏板作非承重墙的经验，国内公用建筑的普及，以及纸面石膏板必须大力发展的形势、竞争优势等多重因素看，我们对公司纸面石膏板在民用建筑领域兴起、普及的前景持乐观态度。

2、其它风险因素

（1）假冒伪劣产品的冲击

在市场上，“龙牌”纸面石膏板的价格较中小企业或作坊生产的纸面石膏板价格高出一倍以上，“泰山”牌约高出 30%-50%的水平。部分中小生产、销售商假冒“龙牌”或“泰山”牌的动力较大，容易对公司的生产经营造成不利影响。

（2）政策、技术风险

国家产业政策变化、新技术出现，可能会对公司造成影响。但从已知范围，这方面的风险非常小。

七、盈利预测与估值

1、盈利预测

(1) 产量预测

脱硫石膏激增，将促使国家推动纸面石膏板生产与普及的速度；城市化长期拉动纸面石膏板需求；纸面石膏板代替传统墙材，具有节能减排的重要意义；纸面石膏板符合民用建筑需求，将在民用建筑领域兴起与普及，北京、上海、华东一些城市已经出现了兴起的趋势。因而，综合来看，我们对纸面石膏板的长期需求持乐观态度。

当前的经济危机，导致国民经济各个行业普遍出现了需求不足的问题。公用建筑领域，办公楼等商用建筑开发面积出现萎缩，但 4 万亿及进一步的刺激政策，增加了机场、车站、学校、医院、各类场馆对纸面石膏板的需求；同时，北新建材新投产的生产线广泛分布在全国各个地区，有利于产能在当地市场的竞争与消化，且公司竞争优势显著，销售能力强，因此，我们对北新建材中短期的市场需求情况谨慎乐观。

表 12：北新建材主要产品产量预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
纸面石膏板（亿平方米）					
新增产能	-	1.50	2.30	2.10	-
年底产能	4.10	5.60	7.90	10.00	10.00
新增产能当年投产率*	-	20%	25%	20%	-
产量预测	3.16	4.00	5.64	7.14	8.50
轻钢龙骨（万吨）					
产能	6.30	6.80	6.80	7.60	7.60
产量预测	3.82	4.01	4.61	5.30	6.08
矿面板（亿平方米）					
产能	0.16	0.16	0.16	0.16	0.16
产量预测	0.11	0.12	0.13	0.14	0.15

资料来源：招商证券研发中心

(2) 盈利预测

05、06、07、08 年中期，公司纸面石膏板的毛利率水平分别为 25%、26%、27%和 23%，预计 08 年全年毛利率在 22%左右。由于护面纸、煤炭成本下降，预计石膏板业务毛利率在 09 年 1、2 季度明显回升，09、10 年分别为 25%、26%。

08 年底及 09 年初，公司投产的 6 条生产线，全部生产高端的“龙牌”石膏板，会导致公司销售均价的提升。同时，考虑到宏观经济下滑和竞争需要，销售价格有下调的压力，综合考虑，我们预计公司石膏板的销售均价基本持平。

预计 08、09、10 年公司石膏板业务的销售收入分别为 18.7，27.0，33.8 亿。

09 年初将投产的 GRC 外墙板系统，预计在 09、10 年公司带来的盈利均在 1000-2000 万之间。

中建材投资有限公司的毛利润水平明显低于公司主营业务，出售后，公司的毛利率出现了明显提高，同时石膏板业务急剧扩张，在销售收入中的比重迅速提高，公司 EPS 对

石膏板业务的敏感性显著增强。

表 13: 2009 年 EPS 敏感性分析

石膏板销量 (亿平方米)		石膏板业务毛利率水平						
		23.5%	24.0%	24.5%	25.0%	25.5%	26.0%	26.5%
6.20	+10%	0.46	0.48	0.49	0.51	0.53	0.55	0.57
5.92	+5%	0.44	0.45	0.47	0.49	0.51	0.53	0.54
5.64	0	0.41	0.43	0.45	0.47	0.48	0.50	0.52
5.36	-5%	0.39	0.41	0.43	0.44	0.46	0.48	0.49
5.08	-10%	0.37	0.39	0.40	0.42	0.43	0.45	0.47

资料来源：招商证券研发中心

考虑到美废价格及煤炭价格主要是在 08 年四季度开始大幅下跌,从废纸价格到护面纸,再到纸面石膏纸成本,成本下降效应的传递时间较长,公司毛利率的提高应主要发生在 09 年 1、2 季度,所以我们适度下调 08 年的盈利预测。我们预计 08、09、10 年公司的营业收入分别为 23.3、32.5 和 39.8 亿, EPS 分别为 0.32 元、0.47 元和 0.69 元。

2. 估值分析与投资建议

(1) DCF 估值

我们采用三阶段 FCFF 方法。第一阶段为显性期 (2008~2010), 第二阶段为半显性期 (2011~2017), 第三阶段 (2018 年及以后) 为永续阶段。

基于以上分析,我们预测,显性期 (2008~2010), 公司营业收入增速分别为 -25.9%、39.3%和 22.7%; 我们假设: 半显性期 (2011~2017), 随着新建产能的全部达产, 全国纸面石膏板生产线布局趋于稳定, 营业收入增长速度逐步降至 2%; 永续阶段 (2018 年及以后): 永续增长率为 1%。

按 DCF 方法, 北新建材每股合理价值为 11.4 元。

我们取 1 年期定期存款利率为无风险利率, 设定风险溢价为 7%; 公司的观测贝塔值为 1.32, 行业平均资产贝塔值为 1.06。

表 14: 北新建材 FCFF 预测

项目	年份	基期	显性预测期			半显性预测期						
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EBIT		375	314	417	595	755	867	928	974	993	1013	1034
	所得税税率	0.17	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
NOPLAT		310	267	355	506	641	737	789	828	844	861	879
	折旧与摊销	97	151	170	182	188	188	188	185	179	174	169
	坏账准备	9	-16	4	6	7	3	2	1	1	1	1
	营运资本增加	-523	233	-82	-146	56	-59	-32	107	-14	-15	-15
	资本支出	-246	-100	-400	-400	-200	-200	-200	-100	-100	-100	-100
FCF		(354)	536	47	148	692	669	746	1,020	910	922	934
	现金流增长率			-91%	218%	367%	-3%	12%	37%	-11%	1%	1%
FCF 现值			543	42	121	507	439	440	540	432	393	357

资料来源：招商证券研发中心

表 15: 公司内在价值的敏感性分析

		WACC				
初始股价=	11.42	9.7%	10.2%	10.7%	11.2%	11.7%
	1.0%	13.6	12.7	11.9	11.1	10.5
	1.5%	14.2	13.2	12.3	11.5	10.8
Growth	2.0%	14.8	13.7	12.7	11.9	11.1
	2.5%	15.5	14.3	13.3	12.3	11.5
	3.0%	16.4	15.0	13.8	12.8	11.9

资料来源：招商证券研发中心

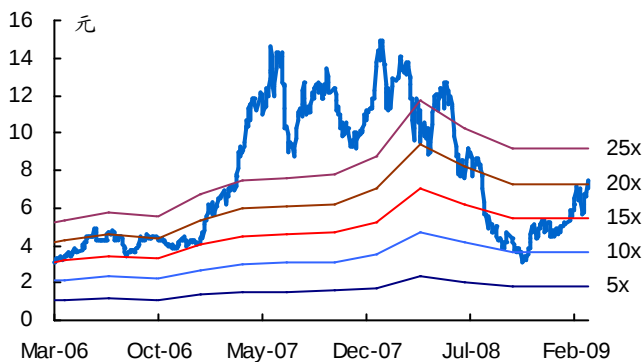
(2) 相对估值法

市盈率法

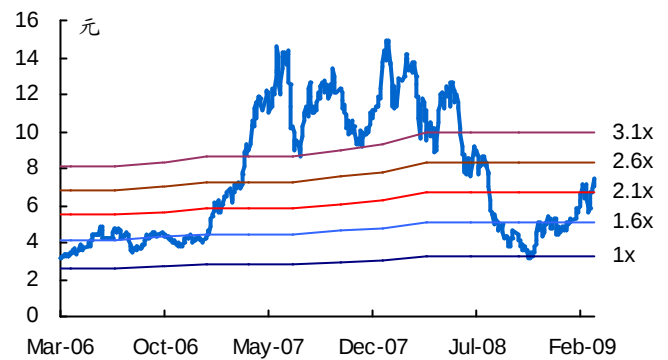
建材行业主要上市公司 08 年市盈率在 20-37 倍之间，平均为 26.5 倍，09 年动态市盈率在 17-38 倍之间，平均为 23.2 倍，考虑到北新建材属于朝阳产业龙头，以及将由此带来的高成长性，我们给予北新建材 09 年 23-25 倍的市盈率，估值区间为 10.8—11.8 元。

市净率法

建材行业主要上市公司 08 年市净率在 2.3-3.3 倍之间，平均 2.8 倍，考虑到北新建材属于朝阳产业龙头，以及公司实际上潜在的大量土地资源被低估，我们给予北新建材 3.0-3.2 倍的市净率，估值区间为 10.1—10.7 元。

图 22: 北新建材PE-Band


资料来源：招商证券研发中心

图 23: 北新建材PB-Band


资料来源：招商证券研发中心

3. 估值总结：合理估值区间 10.1~11.8 元

综合三种估值结果，我们认为北新建材的合理估值区间为“10.1~11.8 元”。

我们认为，考虑到公司作为朝阳产业强势龙头的行业地位，国家产业政策的大力扶持、市场的高成长性、产能的高速增长和毛利率提升的前景，北新建材具有良好的长期投资价值，具备成为 tenbagger（10 年 10 倍）的可能，我们维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级。

参考报告:**1、《建筑节能系列报告之一_节能建材面临广阔发展前景》2009/02/16**

我国节能建材行业面临着广阔的发展空间，未来每年仍将至少保持 10% 以上的增速。北新建材、海螺型材、南玻 A 分别是石膏板、塑钢门窗和节能玻璃行业的龙头，投资价值显著。首次给予北新建材“强烈推荐-A”的投资评级。

2、《建材行业 2009 年 1 月月报_玻璃行业面临短暂复苏》2009/02/09

08 年建材产量低速增长。09 年 1 月份，华东、中南地区水泥价格再度大幅跳水。上游行业的价格反弹，增加了建材行业的成本。09 年，水泥行业的需求形势不容乐观，同时面临着产能严重过剩的局面，全行业盈利水平难以大幅增长。玻璃行业进入最坏的时期，将出现短暂的复苏。建材子行业龙头值得关注。

3、《建材行业 2009 年度投资策略_水泥工业步入新时代》2008/12/04

09 年水泥需求面临零增长的局面，在产能迅速扩张的情况下，水泥行业供需失衡的局面难以逆转。从长期看，水泥行业面临长期拐点，在发展阶段上将有重大转折。水泥行业新的时代将以“成本控制”和“区域市场控制力”作为衡量企业价值的核心指标，兼并收购将成为新时代的主旋律。玻璃行业产能过剩局面更为严峻，但也为优势企业的大发展提供了历史机遇。09 年的投资机会将体现在成本控制优势明显、区域控制力强、兼并收购有重大进展的企业上。

4、《塔牌集团_区域整合潜力带来中期成长性》2008/11/19

塔牌集团在粤东市场具有相对垄断优势。在珠三角市场不景气和产能过剩的情况下，公司短期存货较多，在近期公司业绩面临较大的下滑风险。但从中期角度来看，公司在粤东市场竞争优势非常突出，将有较大可能实现对粤东市场的整合，从而带来公司中期的较好成长性。我们提出，除了 EPS，公司在粤东市场的市场占有率将成为公司投资价值的先导信号。

5、《探寻黑夜中的星星之火_建材行业 2008 年四季度投资策略报告》2008/10/13

在全球市场动荡，宏观经济下滑和房地产市场不景气的大背景下，建材行业经过 06 年以来的大规模产能扩张，产能过剩问题变得异常严峻，进入了长期的下降周期，意味着建材行业产量扩张阶段的终结。尽管如此，中国建材行业企业众多、充分竞争的市场格局，为具有较强区域控制力和发展潜力的水泥公司提供了历史发展机遇，看好“三家小水泥白马股+塔牌集团”的潜力。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2015	2138	1292	1558	1852
现金	680	554	200	200	200
交易性投资	19	97	0	0	0
应收票据	5	12	5	6	8
应收款项	313	390	214	299	366
其它应收款	212	219	186	260	318
存货	468	505	455	491	594
其他	319	361	232	302	365
非流动资产	2886	3199	2843	3073	3291
长期股权投资	285	283	245	245	245
固定资产	1549	1835	2291	2546	2786
无形资产	86	262	236	212	191
其他	967	819	71	70	69
资产总计	4901	5337	4135	4631	5143
流动负债	2159	2432	1178	1465	1658
短期借款	948	1537	372	561	599
应付账款	234	330	276	370	447
预收账款	66	106	92	123	149
其他	911	459	439	411	463
长期负债	805	830	709	679	649
长期借款	780	800	680	650	620
其他	25	31	29	29	29
负债合计	2964	3262	1886	2144	2307
股本	575	575	575	575	575
资本公积金	490	490	492	492	492
留存收益	520	676	807	994	1273
少数股东权益	351	334	375	426	496
母公司所有者权益	1585	1741	1874	2062	2340
负债及权益合计	4899	5337	4135	4631	5143

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	266	143	556	476	576
净利润			187	268	398
折旧摊销			151	170	182
财务费用			62	65	65
投资收益			(101)	0	0
营运资金变动			233	(82)	(146)
其它			23	55	76
投资活动现金流	(117)	(428)	309	(400)	(400)
资本支出			(100)	(400)	(400)
其他投资			409	0	0
筹资活动现金流	(3)	161	(1219)	(76)	(176)
借款变动			(1204)	69	9
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			2	0	0
股利分配			(56)	(80)	(119)
其他			39	(65)	(65)
现金净增加额	146	(125)	(354)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	2935	3143	2330	3245	3980
营业成本	2355	2502	1837	2464	2979
营业税金及附加	7	8	5	6	8
营业费用	147	159	140	178	199
管理费用	157	187	135	178	199
财务费用	79	88	62	65	65
资产减值损失	37	25	0	0	0
公允价值变动收益	1	17	0	0	0
投资收益	62	95	101	0	0
营业利润	215	287	252	352	530
营业外收入	13	31	23	32	32
营业外支出	7	10	7	9	11
利润总额	221	308	268	375	551
所得税	17	53	40	56	83
净利润	204	255	228	319	468
少数股东损益	49	53	41	51	70
母公司所有者净利润	154	202	187	268	398
EPS (元)	0.27	0.35	0.32	0.47	0.69

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	45%	7%	-26%	39%	23%
营业利润	115%	33%	-12%	40%	50%
净利润	247%	31%	-7%	43%	48%
获利能力					
毛利率	19.8%	20.4%	21.2%	24.1%	25.2%
净利率	5.3%	6.4%	8.0%	8.3%	10.0%
ROE	9.7%	11.6%	10.0%	13.0%	17.0%
ROIC	7.4%	7.0%	7.8%	9.5%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	60.5%	61.1%	45.6%	46.3%	44.8%
净负债比率	35.5%	44.5%	28.3%	26.8%	24.3%
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
存货周转率	5.7	5.1	3.8	5.2	5.5
应收帐款周转率	8.4	8.9	7.7	12.7	12.0
应付帐款周转率	11.2	8.9	6.1	7.6	7.3
每股资料(元)					
每股收益	0.27	0.35	0.32	0.47	0.69
每股经营现金	0.46	0.25	0.97	0.83	1.00
每股净资产	2.76	3.03	3.26	3.58	4.07
每股股利	0.18	0.14	0.10	0.14	0.21
估值比率					
PE	25.8	19.7	21.3	14.9	10.0
PB	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	18.9	17.2	17.4	13.8	10.4

分析师简介

杨东森：中国人民银行研究生部金融学硕士，中国科学技术大学管理科学学士，四年金融从业经验，三年证券从业经验。主要从事建材行业研究，重点研究公司包括海螺水泥、冀东水泥、华新水泥、天山股份、赛马实业、青松建化、塔牌集团、南玻 A、金晶科技、福耀玻璃、北新建材及海螺型材等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。