

分析师： 苏雪晶	(8621)68751757	zouge@cjsc.com.cn
联系人： 邹戈	(8621) 63217917	zouge@cjsc.com.cn

石膏板具备替代优势——北新建材草根调研

事件描述

近日我们走访了北京某建材市场，就石膏板市场目前销售状况和前景进行了草根调研。

事件评论

第一，石膏板做隔墙价格比传统材料便宜

我们询问了几家石膏板经销商，综合得出石膏板目前的市价：一张石膏板尺寸长×宽为 1.2 m×3.0 m，厚度一般分为两种规格：0.95cm 和 1.2cm，以 0.95cm 厚度的板为例，目前龙牌一般 32 元/张，泰山 24 元/张，泰和泰山 15 元/张，可耐福 28 元/张；普通岩棉 3 平方米一片，价格约为 14 元，龙牌岩棉 7.2 平方米一片，价格约为 140 元；普通龙骨（长 3m）约 10 元一根，品牌龙骨（长 3m）约 20 元一根，龙牌龙骨（长 3m）约 30 元一根；以此测算，1 平方米隔墙（龙牌石膏板+一般龙骨+一般岩棉）的所有费用（包括施工费用）约为 70 元。

而传统空心砖 1 平方米需耗用 120 块砖，每块砖约 0.4 元；内外墙抹灰工料约 26 元/平方米；砌筑人工费大概 150 元/砖工（日），一个砖工 1600 块/日，力工 60 元/日，力工砖工合计约 16 元/平方米；脚手架约 6 元/平方米，再加上机械费，水电费，运输费，土方等费用，以此测算，1 平方米隔墙所有费用合计约为 100 元。

这里还没有考虑石膏板重量远小于空心砖重量，如果在设计前确定该材料，在设计中即可充分考虑减小基础和梁、柱的截面尺寸，从而节省了钢筋混凝土的用量。如果将此节省的费用摊销到每一平米墙体上，其平米造价远不止单纯的材料价格的对比。

第二，石膏板可大幅节省空间

两层石膏板加轻钢龙骨的厚度约为 10cm，而传统空心砖的厚度约为 24cm，如果按照长×高为 4m×3m 的墙来算，1 面墙至少可以节约 1.7 立方米的空間。

第三，石膏板产品多样化

上述提到的石膏板价格是普通石膏板的报价，普通石膏板具备防潮和一定的防火效果，里面再填充普通的岩棉，隔音效果良好（目前大部分 KTV 均采用普通的岩棉），但是也有特殊石膏板：耐火石膏板、防水石膏板，它们造价要比普通石膏板贵一倍，定位于高端市场；品牌来看，目前龙牌定位于高端，泰山牌定位中端，泰和泰山定位中低端，可耐福、拉法基基本上和泰山处在同一级别。

石膏板的购买主要有两种情况：一是总包或分包商或装修公司等采购，他们基于自身利润最大化，在质量有一定保障的情况下，对价格很敏感；二是最终用户自己采购或是指定品牌，由于建材材料在建筑装饰里面价值占比很小，用户会更多考虑质量和品牌，对价格不太敏感；两类用户中以第一类居多，这也是泰山牌在公司产品中占到主流的原因。

第四，石膏板运用越来越广泛

目前耗用石膏板基本上还是以公用建筑为主（酒店、写字楼、办公场所、医院、机场、工厂等约占 70%），而且越来越多的写字楼、办公场所和工厂都选用石膏板作为隔墙，**主要因为一施工方便，还可省去内外墙抹灰、脚手架、现场建筑垃圾清理等，二价格便宜，三缩短工期约 40%的时间**；由于石膏板推广力度的加大，越来越多的用户了解到石膏板这种做隔墙的新型材料，前来购买石膏板做家装隔墙的人也逐渐增加。

第五，产能布局有利于抢占空白市场

我们走访了几家石膏板经销商，全都是只销售泰山牌、泰和泰山和龙牌石膏板，其他国内外品牌的石膏板基本上没有见到。据了解，北京建材市场基本上也以泰山牌、泰和泰山和龙牌为主，而可耐福由于只有在天津有生产线，在天津市场上较多，北京市面上很少。这和我们之前在上海建材市场草根调研的结果比较一致，由于三家外企（可耐福、拉法基、圣戈班）在长三角有生产线，所以在上海的建材市场我们看到较多的经销商在销售三家外企的石膏板，这之中也有泰山牌。我们认为由于石膏板存在运输半径（块大价廉、易撞损），产能布局对下游市场的抢占非常重要（这点和水泥有相似之地），在三家外企受金融危机冲击较大、疲于应付自身问题的同时，公司在全国各地加速布局产能和渠道建设，占领空白市场，将进一步提高公司的市场份额。

第六，我们维持看好石膏板行业和公司的成长性，分别用 PEG 和 PE 对公司进行估值，公司目标价 18-22 元，维持“推荐”评级。

详情请参阅前期报告：

《北新建材深度报告：朝阳行业领头羊加速领跑》

《北新建材中报点评：成长正当时》

附表：公司财务报表及指标预测

利润表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2496	3073	4061	5098	货币资金	460	307	406	510
营业成本	1940	2181	2835	3494	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	556	892	1227	1603	应收账款	324	399	528	662
% 营业收入	22.3%	29.0%	30.2%	31.5%	存货	525	589	766	944
营业税金及附加	6	8	10	13	预付账款	188	212	275	339
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	155	200	264	331	流动资产合计	1517	1531	2005	2494
% 营业收入	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	160	197	252	316	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.4%	6.4%	6.2%	6.2%	长期股权投资	250	250	250	250
财务费用	67	118	117	108	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	3.8%	2.9%	2.1%	固定资产合计	2867	3167	3599	3730
资产减值损失	15	4	7	7	无形资产	308	293	327	310
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	24	24	24	24
投资收益	131	0	0	0	递延所得税资产	19	0	0	1
营业利润	284	366	577	828	其他非流动资产	22	22	22	22
% 营业收入	11.4%	11.9%	14.2%	16.2%	资产总计	5006	5287	6227	6830
营业外收支	38	49	65	80	短期贷款	1774	1708	2012	1745
利润总额	322	416	642	908	应付款项	355	399	519	639
% 营业收入	12.9%	13.5%	15.8%	17.8%	预收账款	39	48	63	79
所得税费用	30	38	65	99	应付职工薪酬	35	40	52	64
净利润	291	378	577	809	应交税费	-1	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	240.6	336.0	512.7	718.0	其他流动负债	37	42	55	68
少数股东损益	51	42	64	91	流动负债合计	2239	2237	2700	2595
EPS（元/股）	0.42	0.58	0.89	1.25	长期借款	391	311	211	111
现金流量表（百万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	应付债券	0	0	0	0
经营活动现金流净额	305	701	853	1130	递延所得税负债	15	0	0	0
取得投资收益					其他非流动负债	85	85	85	85
收回现金	155	0	0	0	负债合计	2730	2633	2996	2791
长期股权投资	0	0	0	0	归属于母公司	1944	2280	2793	3511
无形资产投资	0	0	-50	0	所有者权益				
固定资产投资	-655	-591	-791	-551	少数股东权益	332	374	438	529
其他	228	0	0	0	股东权益	2277	2654	3231	4040
投资活动现金流净额	-427	-591	-841	-551	负债及股东权益	5006	5287	6227	6830
债券融资	0	0	0	0	基本指标	2008A	2009E	2010E	2011E
股权融资	9	0	0	0	EPS	0.418	0.584	0.891	1.248
银行贷款增加（减少）	173	-146	204	-367	BVPS	3.38	3.96	4.86	6.10
筹资成本	153	-118	-117	-108	PE	31.77	22.75	14.91	10.65
其他	-306	0	0	0	PEG	0.72	0.52	0.34	0.24
筹资活动现金流净额	29	-264	87	-475	PB	3.93	3.35	2.74	2.18
现金净流量	-93	-153	99	104	EV/EBITDA	20.17	11.85	8.85	6.55
					ROE	12.4%	14.7%	18.4%	20.4%

资料来源：长江证券研究所

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。