

建筑材料

北新建材(000786.SZ)/12.29 元

关于纸面石膏板市场容量和发展路径的交流纪要

研究员：高利

联系人：张弛

Tel: 010-59370823

Email: zhangchi@hczq.com

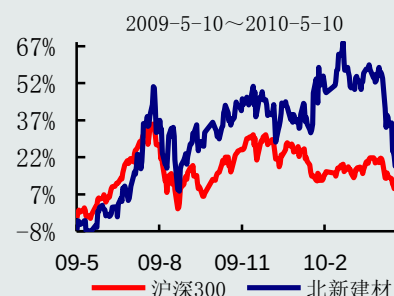
投资评级

投资评级：未评级
评级变动：

公司基本数据

总股本(万股)	57515
流通 A 股/B 股(万股)	57509/0
资产负债率(%)	54.39
每股净资产(元)	3.89
市盈率(倍)	21.96
市净率(倍)	3.16
12 个月内最高/最低价	18.92/9.89

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

事项

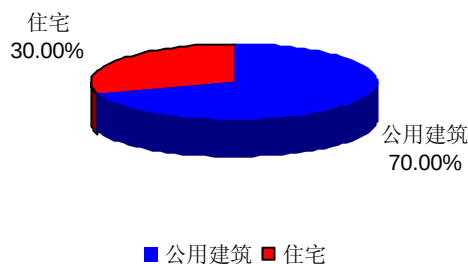
石膏板具有安全、节能、快速、环保、施工效率高等特点，在国外市场获得了比较广泛的市场认可，而我国石膏板应用于住宅的比例远低于发达国家，资本市场对公司主力产品纸面石膏板在住宅市场的推广充满了期待。就此，我们与房地产开发商设计部门的同事进行交流，了解他们对于石膏板在住宅领域应用的想法。

主要观点

- 开发商在普通住宅建设市场拥有墙体材料的选择权，并可以进行设计变更。具体材料的选择需要考虑多方因素，而不仅仅是单方面的因素，石膏板的使用需要因地制宜。
- 主要问题是隔音。普通的高层、小高层或者多层住宅后期装修用材通常情况下会使用石膏板，但是与主体结构同时施工的则会选择空心砖等。石膏板的主要问题是隔音。
- 成本优势并不起主导作用。由于可供选择的性质材料并不只有石膏板一种，因此开发企业主要还是要照顾到下游顾客的使用习惯。另一方面，填充墙在住宅中所占成本比例较小，成本优势不起主导作用。
- 我们认为纸面石膏板市场的增长更多还是趋势性的增长，而不是结构性的增长。实际制约其结构性爆发增长(如在住宅市场突飞猛进)的根本性因素还是消费习惯。石膏板未来的主要市场仍然将会是公用建筑领域，包括酒店、写字楼、大型公建等。整体而言，石膏板市场容量的增速未来几年可能会在 10%-25%之间波动。
- 石膏板能否在未来的几年从公建市场成功突破到住宅市场，我们认为主要取决于政府在保障性住房市场的推广、以及建材下乡政策在农村市场的推广。而城市普通住宅（非装修市场）将会是石膏板市场待开垦的最后处女地，人们会在有先例的情况下，对石膏板变得熟悉和接受。比较可能的石膏板渗透路线图将会是：公建/装修——保障性住房/农村住房——普通商品房。
- 对于北新建材而言，我们认为投资者的主要关注点是农村市场和建材下乡的政策，以及公司自身的内生增长。

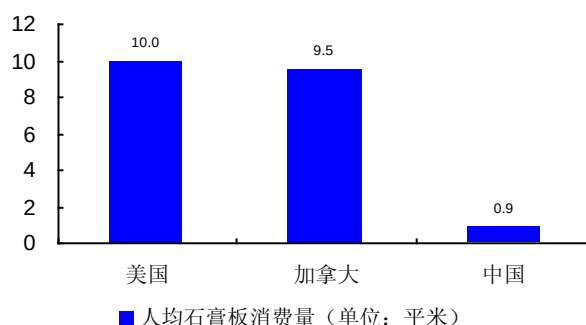
石膏板具有安全、节能、快速、环保、施工效率高等特点，在国外市场获得了比较广泛的市场认可。国外石膏消费量的 80%来自住宅装修市场，其余 20%应用于公建筑；而目前国内石膏板总消费量的 80%来自于公建（数据位估计书记，非精确统计），其余为住宅。我国人均石膏板的消费量只有发达国家的 10%，美国的住宅更是接近 100%使用了纸面石膏板作为隔墙材料。资本市场对公司主力产品纸面石膏板在住宅市场的推广充满了期待。

图表 1 公司石膏板产品的客户比例



资料来源：华创证券研究所

图表 2 人均消费量对比(08 年)



资料来源：华创证券研究所

由于在施工方法、施工条件、房屋结构、消费习惯、气候等方面存在巨大差异，我们认为单纯的国际对比无法消除结构性差异，因此，我们与石膏板的下游客户（或者说是潜在下游客户）房地产开发商进行交流，了解他们对于石膏板在住宅领域应用的想法。

以下是与两家北京房地产开发企业设计部门同事交流的纪要，谈话基本印证了我们对于石膏板市场和产品本身的看法。

问：是否要设计院设计成轻质隔墙，建设单位才能够选择石膏板隔墙，填充墙是否可以使用石膏板隔墙。

答：一般来说，如果设计院把墙体设计成填充墙的话，我们主要还是会采用多孔砖，当然材料的选择还要考虑其他很多因素，比如是施工的速度，如果是赶进度的话，我们可能就会采用混凝土隔墙板，因为隔墙板不需要砌筑，可以直接安装。但是一般来说，填充墙不会采用石膏板隔墙。轻质隔墙可以用石膏板隔墙。这一块的话，决定权基本还是在开发商手里的，因为设计院是要按照甲方的设计任务书设计的，即使设计院设计成隔墙，我们也还是可以变更设计，至于品牌的话，设计院有建议权，但是决定权还是在开发商手里。

问：什么情况下会用纸面石膏板？

答：要分结构。如果是普通的高层、小高层或者多层住宅的话，跟结构整体浇注的一般都会是混凝土材质的或者是多孔砖，像填充墙；后期装修用材通常情况下会使用石膏板。比如说现在比较流行的 LOFT 户型，LOFT 一般都是商业或者办公立项，都是大开间，开发商建造的时候会使用混凝土材料，但是作为住宅，业主可能就要自己加一些隔墙，这都是在交房以后了，加的这些隔墙石膏板的就比较多，一来是施工方便，不需要拌合水泥什么的，二来本身设计也没有这堵墙，太重了不行。

敬请阅读正文之后的免责声明

如果是别墅的话，石膏使用量就会大很多。一方面，如果别墅是采用轻钢结构，像纳帕溪谷，隔墙肯定就是轻质的，主要就是石膏板。如果是框架结构的话，别墅本身装修材料也会比较多，用到石膏板的地方也会比较多。

问：石膏板隔墙具有成本低、节能、轻质（从而又进一步节约结构成本），填充墙为什么主要采用砌块和混凝土材质的，而不采用石膏板隔墙？

答：主要问题还是隔音，石膏板隔墙的隔音不是太好。所以装修和吊顶用的会比较多些。至于轻质的话，这个实际影响不是太大的，具体要看情况。因为作为填充来说，窄的一看荷载确实是作用在楼板上，但是楼板的配筋不一定会加大，因为它存在改善受力的可能。另一个方面，有些业主喜欢在墙上钉些钉子什么的，石膏板强度可能对比较重的东西还是不够。

问：石膏板的成本优势你们怎么看？

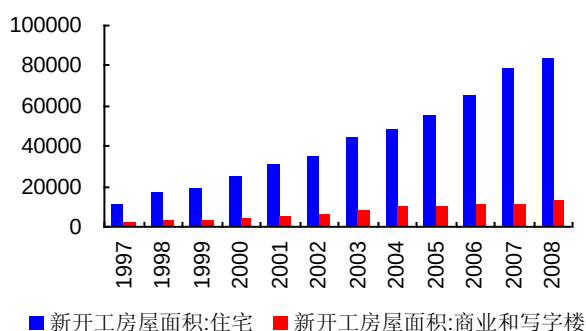
答：确实是要便宜一些，但是作为开发商来说，主要还是要考虑到下游客户的需求，也就是买房人。虽然有些墙体是非承重墙，只是起一个隔断的效果，但是老百姓不管承重不承重，老百姓认为墙就应该是很结实的，所以我们也还是主要用砌块和空心砖作为填充墙的材料。另外一个，填充墙的成本本来也不占大头，高层架构通常是剪力墙占的比例比较大，填充墙也不算很多。这个东西一般都不是甲供材，施工单位可以自行采购。而且我们招标的话，我们也一般不倾向于用最便宜的东西。

关于纸面石膏板市场容量和发展路径的判断

我们认为纸面石膏板市场的增长更多还是趋势性的增长，而不是结构性的增长。实际制约其结构性爆发增长(如在住宅市场突飞猛进)的根本性因素还是消费习惯。石膏板未来的主要市场仍然将会是公用建筑领域，包括酒店、写字楼、大型公建等。

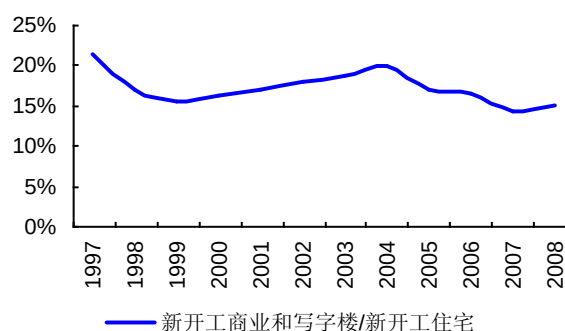
从新开工面积来看，尤其是近 5 年，住宅的新开工面积增速高于公建，从过去的“先生产后生活”，变为了“先生活后生产”、虽然公建的新开工面积也在逐年增长，但是新开工公建面积/新开工住宅面积仍然呈现出下降的趋势。

图表 3 住宅和公建的新开工面积（万平米）



资料来源: wind, 华创证券研究所

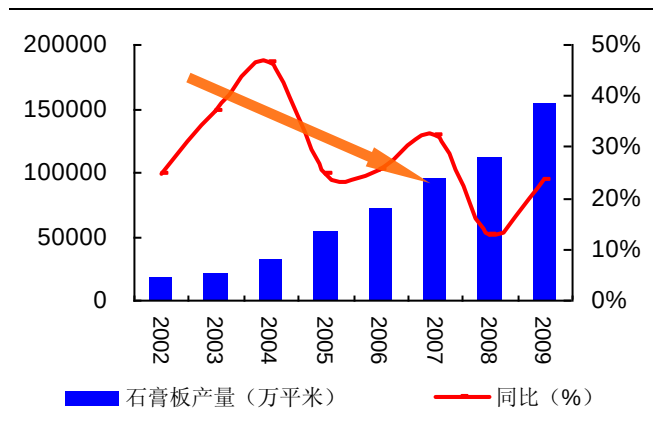
图表 4 新开工公建面积/新开工住宅面积



资料来源: wind, 华创证券研究所

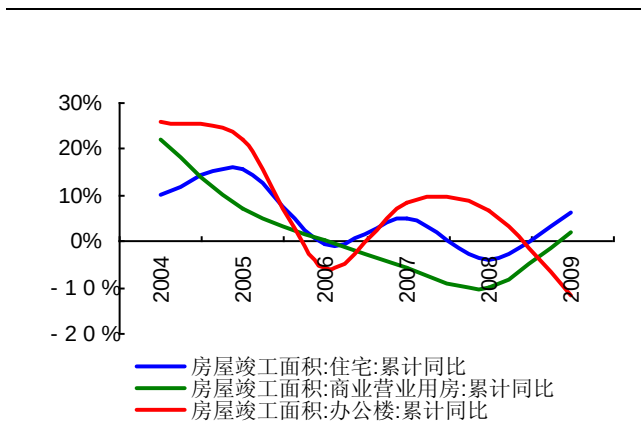
我们注意到过去的 8 年石膏板的产量呈现出周期性，每个周期是 4 年左右，增速虽然有波动，但是趋势在逐渐向下，并且和办公物业的竣工面积同比增速比较贴合。我们认为在农村市场没有大的突破的假设下，石膏板市场容量的增速未来几年可能会在 10%-25%之间波动。

图表 5 石膏板产量



资料来源: Wind, 华创证券研究所

图表 6 住商办竣工面积累计同比



资料来源: Wind, 华创证券研究所

石膏板能否在未来的几年从公建市场成功突破到住宅市场我们认为主要基于几个方面:

- 保障性住房。政府在保障性住房建设上具有强大的话语权。使用石膏板隔墙的理由主要是节能环保。
- 建材下乡和农村住宅。政府可以在建材下乡的政策中推广使用石膏板隔墙，甚至石膏板外墙。这种可能性比较大，因为目前农村普遍使用的仍然是高耗能的粘土砖，不符合节能减排的结构调整方向。

而城市普通住宅（非装修市场）将会是石膏板待开垦的最后处女地，人们会在有先例的情况下，对石膏板变得熟悉和接受。比较可能的石膏板渗透路线图将会是：公建/装修——保障性住房/农村住房——普通商品房。

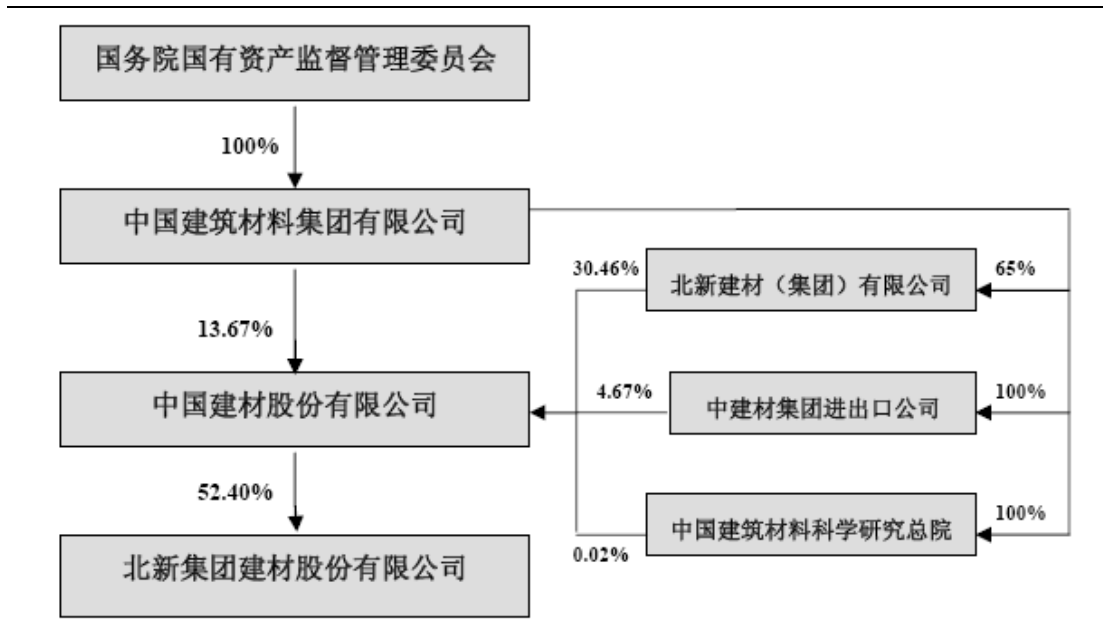
对于北新建材而言，我们认为投资者的主要关注点是：

- 农村市场和建材下乡的政策。农村市场是纸面石膏板最有可能大规模进入的市场。
- 公司自身的内生增长。大规模的产能扩张和市场占领带来的超行业的增长速度。

背景资料

北新建材是全国最大的新型建材综合性产业集团，也是亚洲最大的纸面石膏板生产企业，在建石膏板产能达到 10 亿平米。主营业务新型材料生产和销售，产品包括轻质墙体材料系列、保温吸声材料系列、卫浴产品系列等十大系列产品。龙牌产品应用于北京人民大会堂、香格里拉饭店、上海东方明珠、金茂大厦等，市场占有率位居国内第一。

图表 7 北新建材股权结构



资料来源：公司年报，华创证券研究所

图表 8 全资和控股子公司

子公司全称	子公司类型企业类型	注册地	注册资本	持股比例
北新建塑有限公司	控股子公司有限责任	北京市	10,000 万	55.00%
北新房屋有限公司	控股子公司中外合资	北京市	20,000 万	64.00%
北新晨龙装饰工程有限公司	全资子公司有限责任	北京市	700 万	100.00%
北京新材料孵化器有限公司	控股子公司有限责任	北京市	500 万	60.00%
泰山石膏股份有限公司	控股子公司有限责任	山东泰安市	15562 万	42.00%
苏州北新矿棉板有限公司	全资子公司有限责任	江苏苏州市	2,000 万	100.00%
太仓北新建材有限公司	全资子公司有限责任	江苏太仓市	6,000 万	100.00%
成都北新建材有限公司	全资子公司有限责任	四川成都市	100 万	100.00%
宁波北新建材有限公司	全资子公司有限责任	浙江宁波市	1,500 万	100.00%
北京东联投资有限公司	全资子公司有限责任	北京市	3579 万	100.00%
肇庆北新建材有限公司	全资子公司有限责任	广东肇庆市	2,000 万	100.00%
广安北新建材有限公司	全资子公司有限责任	四川广安市	1,500 万	100.00%
湖北北新建材有限公司	全资子公司有限责任	湖北武汉市	1,500 万	100.00%
苏州北新建材有限公司	全资子公司有限责任	江苏苏州市	8,000 万	100.00%
北新住宅产业有限公司	全资子公司有限责任	北京市密云	5,000 万	100.00%
镇江北新建材有限公司	全资子公司有限责任	江苏镇江	1,500 万	100.00%
平邑北新建材有限公司	全资子公司有限责任	山东省平邑	2,000 万	100.00%
故城北新建材有限公司	控股子公司有限责任	河北省故城	1,500 万	85.00%
泰山石膏（邳州）有限公司	全资子公司有限责任	江苏邳州市	1,000 万	100.00%

子公司全称	子公司类型企业类型	注册地	注册资本	持股比例
秦皇岛泰山建材有限公司	控股子公司有限责任	河北秦皇岛	1,500 万	70.00%
湖北泰山建材有限公司	全资子公司有限责任	湖北荆门市	1,500 万	100.00%
泰安泰立珠宝有限公司	控股子公司有限责任	山东泰安市	60 万	70.00%
徐州法斯特建材有限责任公司	全资子公司有限责任	江苏徐州市	1,880 万	100.00%
泰山石膏(潍坊)有限公司	全资子公司有限责任	山东安丘市	1,000 万	100.00%
泰山石膏(江阴)有限公司	控股子公司有限责任	江苏江阴市	4800 万	97.50%
泰山石膏(重庆)有限公司	全资子公司有限责任	重庆江津市	2,875 万	100.00%
泰山石膏(衡水)有限公司	全资子公司有限责任	河北衡水市	500 万	100.00%
泰安泰山纸面石膏板有限公司	全资子公司有限责任	山东泰安市	2,200 万	100.00%
阜新泰山石膏建材有限公司	全资子公司有限责任	辽宁阜新市	2,000 万	100.00%
泰山石膏(温州)有限公司	控股子公司有限责任	浙江乐清市	770 万	64.94%
泰山石膏(平山)有限公司	控股子公司有限责任	河北平山县	2,000 万	70.00%
泰山石膏(河南)有限公司	全资子公司有限责任	河南师偃市	3,000 万	100.00%
泰山石膏(湘潭)有限公司	控股子公司有限责任	湖南湘潭市	1,200 万	70.00%
泰山石膏(铜陵)有限公司	控股子公司有限责任	安徽省铜陵	1,000 万	65.00%
泰山石膏(包头)有限公司	控股子公司有限责任	内蒙古包头	500 万	65.00%
泰安泰山环保建材有限公司	控股子公司有限责任	山东省泰安	400 万	75.00%
泰安市泰和广告有限公司	全资子公司有限责任	山东省泰安	50 万	100.00%
泰山石膏(南通)有限公司	全资子公司有限责任	江苏省南通	1 亿	100.00%
泰山石膏(江西)有限公司	控股子公司有限责任	江西丰城	1,500 万	70.00%
山东泰和光能有限公司	控股子公司有限责任	山东省泰安	600 万	55.00%
泰山石膏(广东)有限公司	全资子公司有限责任	广东博罗县	3,000 万	100.00%
贵州泰福石膏有限公司	控股子公司有限责任	贵州福泉市	5,000 万	60.00%
泰山(银川)石膏有限公司	全资子公司有限责任	兰州银川	600 万	100.00%
泰山石膏(陕西)有限公司	全资子公司有限责任	陕西渭南市	2,000 万	100.00%
泰山石膏(云南)有限公司	全资子公司有限责任	云南省易门	1,000 万	100.00%
泰安市金盾建材有限公司	全资子公司有限责任	山东省泰安	500 万	100.00%

资料来源：公司年报，华创证券研究所

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。未经授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801