

强烈推荐-A (维持)

北新建材 000786.SZ

目标估值: 20.00-22.00 元

当前股价: 15.58 元

2011 年 3 月 7 日

稳健增长价值终将被再挖掘

基础数据

上证综指	2879
总股本(万股)	57515
已上市流通股(万股)	57509
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	84
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	15.6
资产负债率	58.4%
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	22	9	-15
相对表现	15	-3	-13



相关报告

- 1、《北新建材-朝阳产业龙头，蓄势蓬勃》，2009/3
- 2、《北新建材-有估值修复的需要》，2010/11
- 3、《北新建材-问题石膏板事件正面进展，估值偏低》，2011/2

王晶晶

0755-82943246

wangjj@cmschina.com.cn

S1090209090314

我们在调研了公司及泰山石膏之后，在翻阅美国、日本石膏板发展历史的基础上，继续坚定行业龙头空间仍有 3-5 倍，石膏板防火、易施工、舒适的认识及建筑结构变化是重要的推动力。泰山石膏是当之无愧具备低成本快速扩张能力的龙头企业，而北新致力于品牌建设、行业推广的努力将为行业发展取得更广阔的空间。北新房屋的大单或许是该业务向上拐点的开始。维持“强烈推荐-A”的投资评级。

- **北新建材：致力于新型节能环保建材，石膏板业务为主。**目前拥有三大业务体系：（1）墙体及吊顶系统-石膏板（2）住宅部品及建筑节能系统（3）新型房屋及建筑外围护系统。其中石膏板收入占比 75% 以上，目前拥有 10 亿平米的产能规模，是亚洲最大的石膏板集团。石膏板由高端北新龙牌和中低端泰山石膏两大主品牌系列构成，泰山石膏占比北新合并利润 70% 以上。
- **石膏板行业仍有 2-3 倍容量，龙头企业有 3-5 倍空间，并远快于地产销量增长，周期性不明显。**2010 年石膏板产量 18.5 亿平，人均 1.3 平。从历史和国外经验看，石膏板行业增长总是大大快于房地产销量增长。我们认为是石膏板防火、舒适、易施工（人工少）、适用于钢结构等特点导致了其是未来墙材的良好选择。而这些在美日石膏板发展历史上得到了验证。我们按人均用量、每平米完工用量等推测市场容量。
- **石膏板行业目前阶段以快速扩张取胜。**脱硫石膏的出现为企业异地扩张打开了原材料的瓶颈，凭借着技术和成本优势，公司近几年迅猛扩张，每年保持 20-30% 的产能增长，迅速抢占其他投资者份额，成为行业龙头，市场占有率 35% 左右，基于还有一半的市场由小企业所占领，我们相信未来公司有能力将市场份额提升至 50% 以上。我们也看到泰山石膏具备显著的成本领先优势。
- **维持“强烈推荐-A”投资评级：**北新去年以来受“问题石膏”、地产调控、石膏板空间等问题困扰，今年 2 月报告《问题石膏正面进展，估值偏低》，而本次北新房屋 6 个亿的重大合同也给我们带来了惊喜，我们认为市场将重新认识到公司的稳健成长价值。预测 2010-2012 年 EPS 为 0.71、1.0、1.28 元，目前估值为 2011 年 15 倍，处于偏低水平。给予六个月目标价 20-22 元。

风险提示：美废价格暴涨，房地产销量长期萎缩

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	2496	3275	4284	5853	7430
同比增长	-21%	31%	31%	37%	27%
营业利润(百万元)	284	532	612	943	1211
同比增长	-1%	87%	15%	54%	28%
净利润(百万元)	241	322	408	575	739
同比增长	19%	34%	27%	41%	28%
每股收益(元)	0.42	0.56	0.71	1.00	1.28
PE	35.9	26.8	21.1	15.0	11.7
PB	4.4	3.9	3.4	2.5	2.2

资料来源：招商证券

正文目录

引言	4
一、北新建材：致力于新型节能环保建材	4
1、公司基本介绍	4
2、公司石膏板业务：保持平稳较快增长	6
3、北新房屋业务：向上拐点或将出现	8
二、石膏板行业仍处于蓬勃向上趋势中	10
1、石膏板特点	10
2、行业容量判断	11
2、行业竞争情况：龙头份额存在继续提升的空间	15
3、美国石膏板行业的发展	16
4、日本石膏板行业发展情况	17
三、公司竞争优势	19
1、公司战略：快速扩张——平滑行业周期性	19
2、成本优势	21
3、行销策略：抢占制高点	21
4、双品牌价值	22
四、盈利预测与估值	22
1、公司历史上持续增长	22
2、盈利预测假设	23

图表目录

图 1: 公司石膏板收入占比	5
图 2: 北新建材股权结构、主要子公司	5
图 3: 泰山石膏股权结构	8
图 4: 泰山石膏利润和北新合并报表利润	8
图 5: 北新薄板钢骨体系	9
图 6: 北新房屋股权结构	9
图 7: 北新房屋收入和利润情况	10
图 8: 中国石膏板产量增速	11
图 9: 石膏板需求周期性要弱于商品房销售, 最差时期也能维持 15%左右增长	12
图 10: 美国每平米完工对应石膏板面积	12
图 13: 石膏板人均用量对比	13
图 14: 钢结构应用类别	14
图 15: 建筑钢结构应用类别	14
图 16: 法国内外保温系统	15
图 18: 美国石膏板消费上升趋势中的几个重要事件点	17
图 19: 日本石膏板原材料	17
图 20: 2003 年吉野石膏市场份额 78%	17
图 21: 每平米建筑面积石膏板用量和火宅烧损面积	18
图 23: 美国石膏板单价走势	19
图 24: 北新建材产能增长情况	20
图 25: 北新建材 10 亿平米基地布局	20
图 26: 石膏板成本结构	21
图 27: 公司收入、EBIT、净利润增长率	23
图 28: 美废价格指数: 同比在上涨; 人民币在升值	23
图 29: 北新建材历史 PE Band	25
图 30: 北新建材历史 PB Band	25
表 1: 电厂脱硫相关法规	6
表 1: 不同脱硫工艺的比较	7
表 3: USG 下游拆分情况	16
表 4: USG 行业地位	16
表 5: 董事会最新公告拟建新线	20
表 6: 公司主要产品分结构收入	22
表 7: 盈利预测简表	24

引言

关于北新建材这个公司，要感谢我的前任杨东森在价值挖掘上所作的贡献，从 2009 年初开始，他持续阐述、深化公司的投资逻辑：

- 电厂强制脱硫、国家大力发展循环经济和禁止使用实心粘土砖、发展新型墙体材料的产业政策推动了纸面石膏板行业的大规模发展。
- 纸面石膏板呈现出从高档酒店、办公楼向普通公用建筑普及，从公用建筑向民用建筑普及，从沿海城市向三四线城市普及的大趋势。

过去的一年，股价以盘整的形态来表现，动态估值从 25 倍下降至目前的 15 倍，而公司的盈利增速仍保持在 30% 左右的增长，我们猜测市场是对行业顶部产生了怀疑，以及公司是否能在 30% 市占率基础上持续提升产生了质疑。在调研公司及泰山石膏的基础上，在翻阅美国、日本石膏板发展历史的基础上，我们得到如下结论：

- (1) 行业空间仍然有 3-5 倍。民众对石膏板防火性能的认识、以及建筑结构的变化是重要的推动力。
- (2) 石膏板行业以扩张制胜，以低成本为竞争优势，品牌特性强于一般原材料
- (3) 在行业仍有 50% 是小企业的前提下，龙头企业的市场占有率将进一步提升

我们认为泰山石膏是行业中当之无愧具备低成本扩张能力的龙头企业，并且这一趋势还在持续中，而北新致力于品牌建设、行业推广的努力将为行业发展取得更广阔的空间。

此外，北新房屋作为公司的另一业务，公司近期公告在赞比亚获得 6 亿人民币大单，或将标志着公司新领域的开拓进入实质性的进展。

在今年 2 月 10 日《北新建材—问题石膏板事件正面进展，估值偏低》的点评之后，我们重申北新建材“强烈推荐-A”的投资评级。

一、北新建材：致力于新型节能环保建材

1、公司基本介绍

北新建材是中国建材旗下新型建材的核心企业，是亚洲最大的石膏板产业集团公司。北新建材是中国新型节能环保建材规模化生产和应用的引领者，大力发展循环经济、建筑节能和住宅产业化，致力于为公共建筑和家庭客户提供一揽子应用解决方案，目前拥有三大业务体系：

- (1) 墙体及吊顶系统---由石膏板、龙骨、矿棉板、岩棉及配套产品构成的墙体及吊顶系统解决方案；
- (2) 住宅部品及建筑节能系统---由门窗、暖气片、龙牌漆、静音管等住宅部品构成的建筑节能环保系统；
- (3) 新型房屋及建筑外围护系统---轻钢结构新型房屋、木结构新型房屋及金邦板、金邦瓦建筑装饰外围护系统。

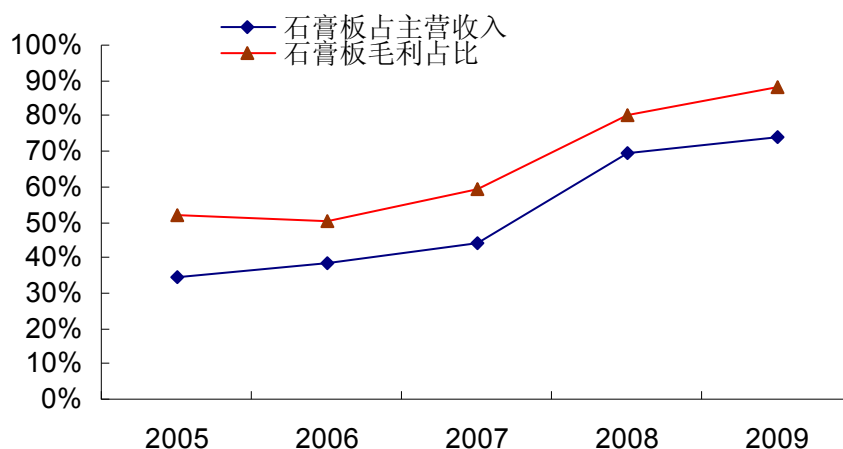
公司目前拥有的产能包括：

- 石膏板 43 条生产线、10 亿平米的业务规模，配套轻钢龙骨

- 矿棉吸声板：年生产能力 1600 万平米
- 岩棉：年生产岩棉制品 4 万吨，粒状棉 6 万吨，是国内目前最大的生产厂家。岩棉是无机防火材料的主要品种。
- 北新建材门窗年加工能力达到 120 万平方米
- 各类乳胶漆 6 万吨
- 散热器、金邦板等

事实上，这三大产业中，任何一项的发展都是复合产业转型方向的，也就是说更长的时间来说，公司都是可持续关注的。目前公司以石膏板为主的业务收入占比为 75%左右，石膏板毛利占比 88%。短期内石膏板业务仍是发展的主要方面。

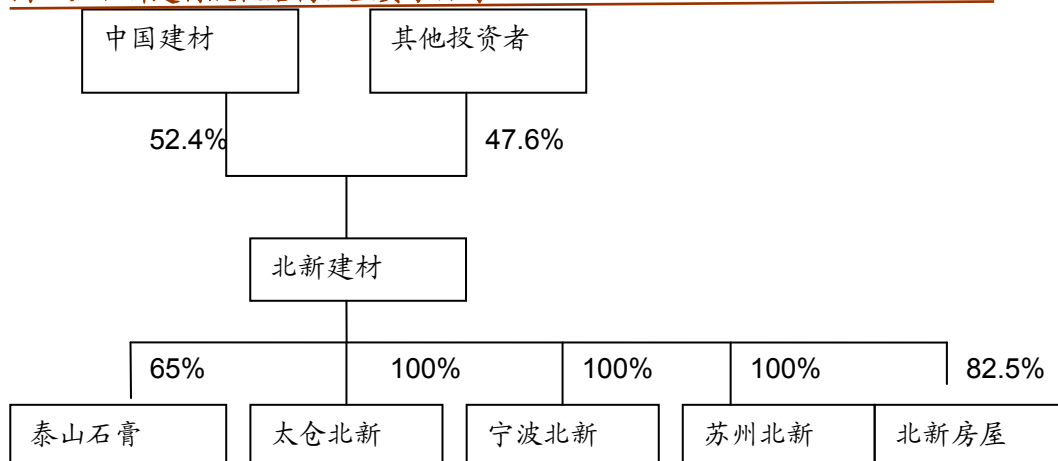
图 1：公司石膏板收入占比



资料来源：公司公告，招商证券

北新建材的控股股东是央企中国建材，石膏板事业部主要子公司有泰山石膏、太仓北新等。其中泰山石膏利润占比最大。

图 2：北新建材股权结构、主要子公司



资料来源：公司公告，招商证券

2、公司石膏板业务：保持平稳较快增长

1979 年公司引进我国第一条年产 2000 万平方米大型现代化石膏板生产线。通过自主创新，2004 年建设了中国最先进的年产 3000 万平方米石膏板生产线，2006 年建设了中国第一条 100% 以电厂废弃物脱硫石膏为原料的年产 3000 万平方米石膏板生产线。目前拥有遍布全国的 43 条生产线、10 亿平米的业务规模。未来的目标是到 2015 年达到 20 亿平米的规模，成为全球最大的石膏板企业。

2005 盈利情况逐步好转，连续五年的利润增长在 30% 以上。除了公司剥离非主业外，另外有两个重要的原因：

（1）脱硫石膏的出现解决了异地扩张重要的原材料问题。

2005 年以来燃煤电厂陆续开始进行烟气脱硫，产生大量的工业副产品脱硫石膏，公司预见了这一重要机遇，与各大火电厂建立战略合作关系，占领上游资源。

表 1：电厂脱硫相关法规

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，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。	国家发改委，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，2005.5.19

资料来源：互联网，招商证券

根据中电联的数据，截至 2009 年底，全国燃煤电厂烟气脱硫机组容量 4.7 亿千瓦，比上年增长 29.5%；烟气脱硫机组容量占煤电机组的比例约为 78%，比上年提高 12 个百分点。我们电力组预测今年发电 3.4 万亿千瓦时，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，“燃用煤含硫量大于 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”。产生脱硫石膏约 4600 万吨左右。

从已有的技术水平看，烟气脱硫法是最成熟的技术。（见下表）。

- **目前脱硫石膏所采用的处置方式：**一是出售给石膏板厂；二是加工成石膏球，出售给水泥厂代替天然石膏作水泥缓凝剂；三是加工成建筑石膏；四是贮存或填埋。
- **国外的发展经验：**日本：脱硫石膏利用率 90% 以上，其中纸面石膏板利用率占比 40%，另外为水泥；美国，脱硫石膏利用率不高，但其中纸面石膏板占比 49%；英国和德国，诞生了 BPB（原先世界最大，后被圣戈班收购），可耐福。

- **一个简单测算：**预计 2010 年火电发电量 3.4 万亿千瓦时，脱硫石膏达到 4600 万吨；按 2010 年的预测数据，如果脱硫石膏利用率 90%，其中 40% 用来做石膏板，按 8kg（脱硫石膏）/m²（石膏板）经验用量，则可以生产 21 亿平方米的石膏板。
- **相关鼓励政策：**国家发展改革委经过组织专家审理，于 2008 年 1 月原则同意“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；增值税即增即退 50%

表 2：不同脱硫工艺的比较

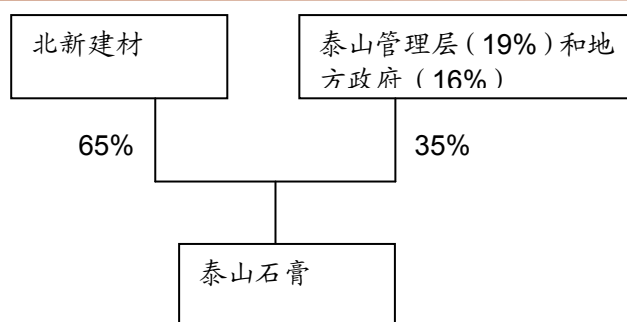
项 目	石灰石/石膏湿法 脱硫工艺	双碱法脱 硫工艺	海水脱硫 工艺	喷雾干燥法 脱硫工艺	氨法脱硫 工艺	循环流化床 脱硫工艺	电子束法 脱硫工艺
工 艺 型 式	湿 法	湿 法	湿法	半干法	干法	干法	干法
脱硫剂	石 灰 石	镁基和钠 基石灰	海水	石灰	氨	石灰石	氨
副产品 状 态	湿 态	湿 态	湿态	干态	干态	干态	干态
燃 煤 含 硫 量	无 限 制	可适用高 硫煤	1%左右 低硫煤	中、低硫煤	高硫煤	中、低硫煤	中、低硫 煤
脱硫率	高	高	一般	一般	高		一般
适 用 范 围	大容量 最大装机容量 1000MW	中等容量	试验	中等 容量	最大 200MW 机组	中、小容量	小型工业 试验阶段
投 资	中	中	低	中	低	中	中
运行费	中	低	低	高	低	中	高

资料来源：互联网，招商证券

（2）收购泰山石膏

- 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。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。
- 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%。
- 泰山石膏成为北新建材的控股子公司后，获得了扩张的资金、得到了央企在市场、上游资源上的优势，从股权结构来看，泰山管理层持股 19%，是保证其被央企收购后继续保持领先的重要因素之一。

图 3：泰山石膏股权结构

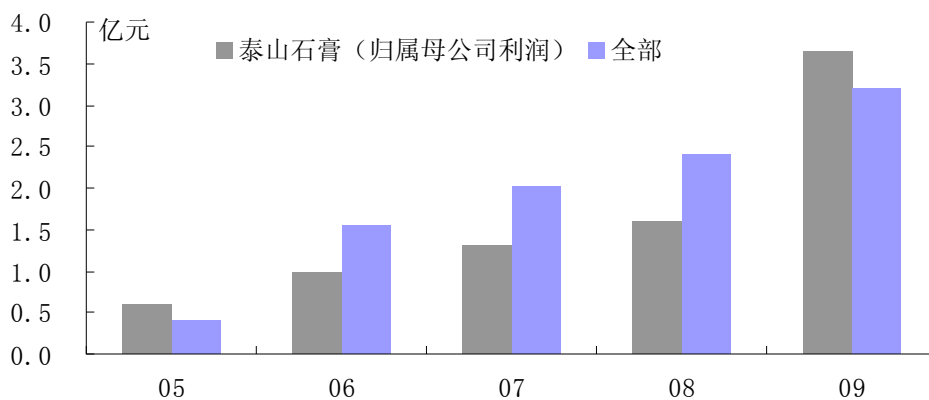


资料来源：公司公告，招商证券

泰山石膏目前石膏板年生产能力 7 亿平方米，石膏粉生产能力 400 万吨，石膏板护面纸 20 万吨，轻钢龙骨 2 万吨。公司拥有资产 35 亿元，24 个分公司分布于山东、山西、江苏、江西、河北、河南、湖北、湖南、重庆、云南、四川、浙江、辽宁、陕西、安徽、内蒙古、广东、贵州、宁夏、新疆等省（自治区）。

泰山石膏目前是北新建材盈利占比最大的子公司，按 2009 年的数据，仅是公布的泰山石膏归属于母公司利润为 3.6 亿元，则占比北新合并利润的 73%。在如此一个竞争性的行业中，公司保持了连续十二年 30% 以上的规模增长，即使是在 2008 年，行业增长 6% 的情况下，泰山石膏也保持了 31% 的增长。

图 4：泰山石膏利润和北新合并报表利润



资料来源：公司公告，招商证券

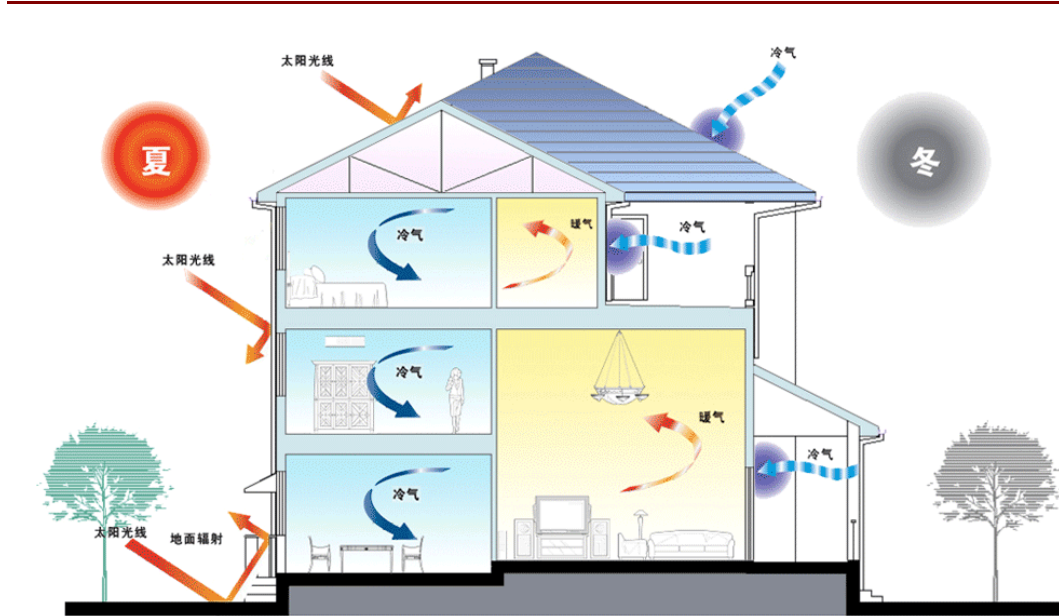
3、北新房屋业务：向上拐点或将出现

北新房屋成立于 2001 年 7 月 20 日，公司充分利用自己在材料生产、配套方面的强大优势，引进日本新日铁的房屋制造先进技术，建设了中国第一条工厂化房屋生产线，推出了适合中国国情的新型住宅体系——薄板钢骨住宅系统，力求成为我国新型节能环保型住宅的主导产品。

北新薄板钢骨体系是一套完整的工业化房屋技术体系。它在结构技术的基础上，涵盖建筑、内外装饰、保温隔热、设备集成、水暖电配套等各方面，使房屋的设计、制造、安装及使用品质得到了全面提升。

北新薄板钢骨体系是一种轻钢结构体系，主要由墙板、楼板、屋面及围护结构组成，采用 0.4 至 3.2mm 厚的热镀锌钢板，辊轧成 C 型和 U 型的龙骨，通过规模生产，组合成墙板、楼板、屋架等构件，现场进行快速组装的装配式墙体承重体系。

图 5：北新薄板钢骨体系

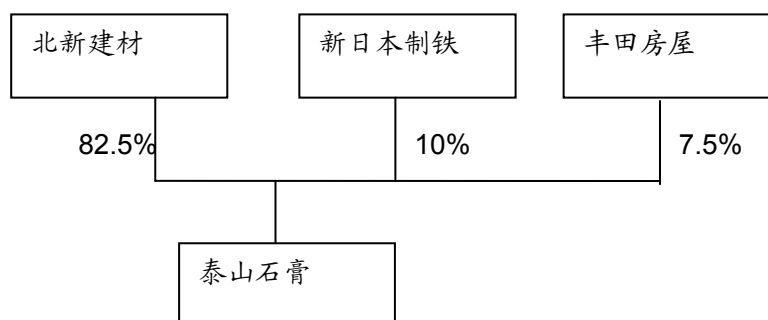


资料来源：公司网站，招商证券

北新薄板钢骨体系结构自重轻(约为传统砖混结构的 30%)，可大幅减少基础造价，尤其适用于地质条件较差的地区；地震反应小，用于结构抗震措施的费用少，适用于地震多发区；制作、运输、安装、维护方便，降低人工和机械费用。

目前的股权结构情况为：北新建材持有 82.5%，新日铁和丰田房屋持有剩下的份额。

图 6：北新房屋股权结构

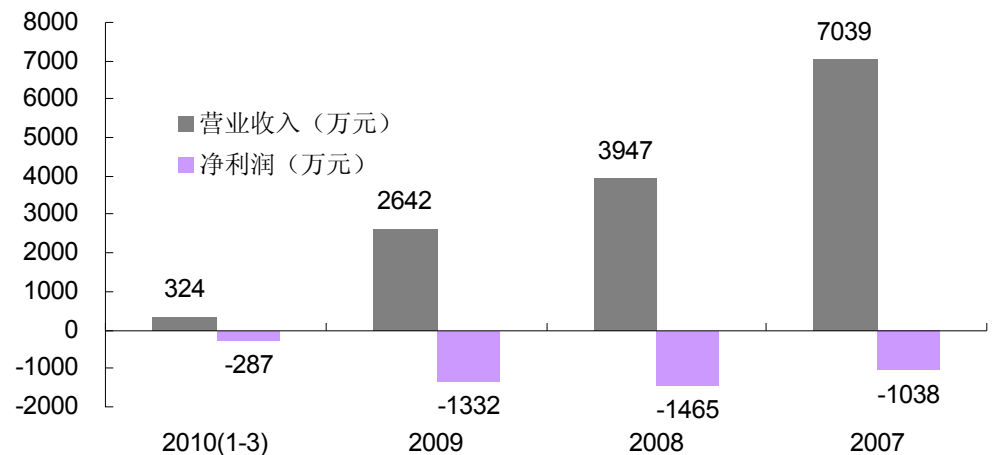


资料来源：公司公告，招商证券

虽然北新房屋各种优势明显，但受限于国内产业化住宅推广的缓慢，在过去几年该业务出现连续亏损，拖累了公司整体业绩增长。

2011 年 3 月 1 日，北新房屋有限公司与中国机械工业成套工程总公司签署了就赞比亚房建工程项目房屋主体结构和板材等材料的设计、供货和服务业务的供货合同，合同金额人民币 6.64 亿元，占 2009 年收入的 20.55%。该合同金额远远大于过去几年公司所获得的收入总额，我们判断公司该业务将迎来良好发展，而该业务的发展将同时带来石膏板、油漆等配套材料的同步增长。

图 7：北新房屋收入和利润情况



资料来源：公司公告，招商证券

二、石膏板行业仍处于蓬勃向上趋势中

1、石膏板特点

相对于其他墙材和吊顶材料，石膏板具有以下特点

- (1) 防火：石膏板在受火燃烧时，因其板芯内结晶水的释放从而达到防火的效果。
- (2) 隔音：石膏板具有良好的隔音性，故被广泛使用于有安静要求的建物之中，如宾馆、图书馆、医院等。（中间加上矿物棉等做隔离）
- (3) 防震：石膏板隔墙属于轻质材料，能够有效减轻结构的静荷载，配合其轻钢龙骨骨架为柔性设计，能满足建物防震设计的要求。
- (4) 施工方便：石膏板隔墙施工为干作业，操作简单且施工。**这对于人工成本上升的国家中优势会越来越明显。**
- (5) 呼吸功能。由于石膏板的孔隙率较大，并且孔结构分布适当，所以具有较高的透气性能。当室内湿度较高时，可吸湿，而当空气干燥时，又可放出一部分水分，因而对室内湿度起到一定的调节作用，国外将纸面石膏板的这种功能称为“呼吸”功能，正是由于石膏板具有这种独特的“呼吸”性能，可在一定范围内调节室内湿度，使居住条件更舒适。

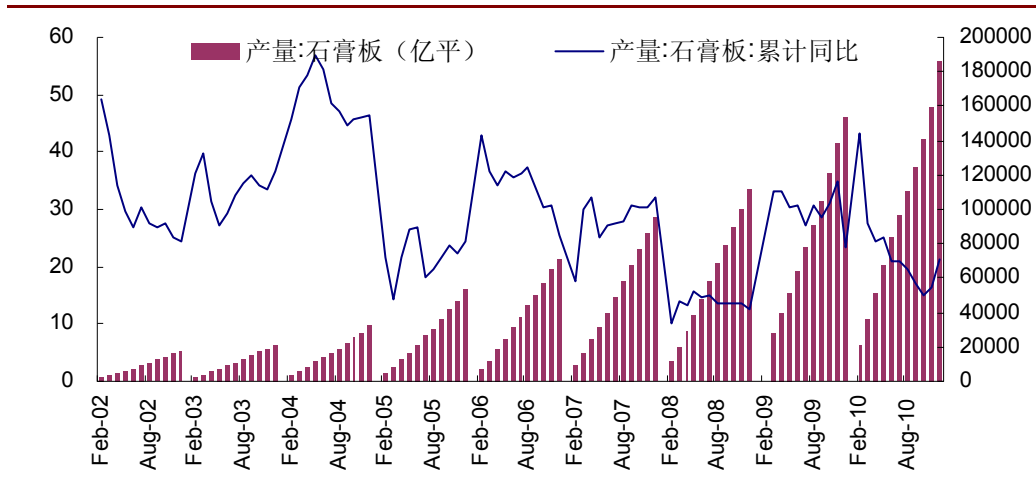
其他的特点还有：生产能耗低，生产效率高。生产同等单位的纸面石膏板的能耗约为水泥的 1/4，且投资少生产能力大，便于大规模生产；保温隔热。由于石膏板的多孔结构，其导热系数约约为 0.16W/（M2. K），与灰砂砖砌块 1.1W/（M2. K）相比，保温隔热性能突出。

而这些特点，在国外石膏板发展中也是有迹可循的（见下文）。

2、行业容量判断

中国目前的情况：过去十年增长了十倍。2010 年中国实现石膏板产量 18.5 亿平，同比增长 21%。

图 8：中国石膏板产量增速

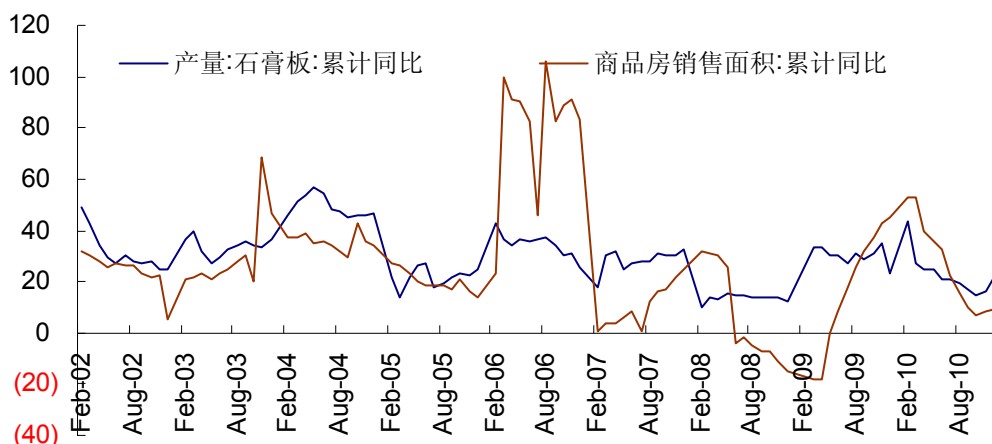


资料来源：CEIC，招商证券研发中心

下游：地产相关，周期弱于地产。住宅与公共建筑：北新龙牌的比例为 2：8；泰山的比例约为 7:3。这与品牌的定位以及渠道相关。但从历史数据来看，稳定增长情况下其增速相对于商品房销售的弹性系数约为 1.3，也就是说增长的情况下石膏板增长快于地产，而停滞的情况下石膏板依然能取得增长。

所用部位：吊顶与隔墙持续增长，家装隔墙市场还很大。从泰山销售调研来看，吊顶方面用得更多，这个吊顶不仅仅是我们平常所说的狭义的吊顶，而是一个广义的概念，包括了顶部及其他造型、装修内衬、做壁橱、包暖气管道、影视墙等等，而隔墙仅指用来制作房间与房间之间的隔断墙，但近几年家装隔墙的用量也在增大，隔墙的增大并不意味着广义吊顶用量的减少。就家装和公共建筑装修（写字楼、酒店、商场等）来看，公共建筑隔墙的用量要大大高于家装隔墙的用量。具体比例没有统计，但估计广义吊顶用量要超过 60%。

图 9: 石膏板需求周期性要弱于商品房销售, 最差时期也能维持 15% 左右增长

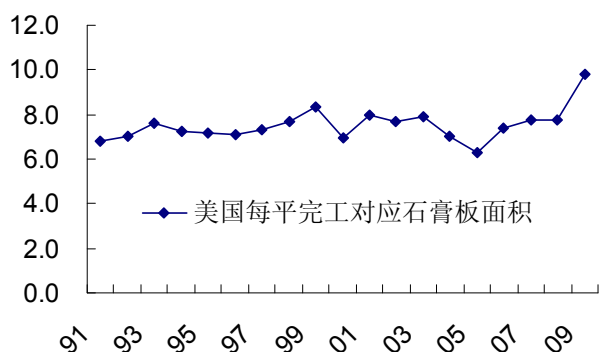


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

需求预测

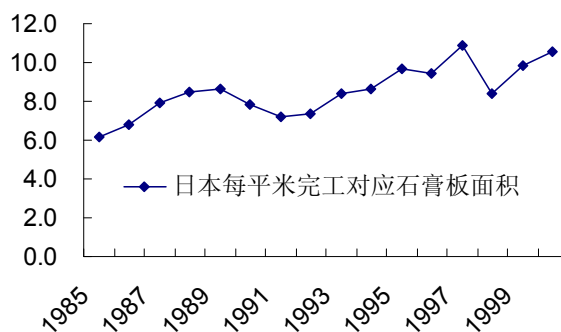
- (1) 情形一: 在住房结构不发生变化的前提下, 随着城市化进程的推进, 房屋建筑面积的增加, 假设十年 10% 的增长, 石膏板用量会自然增长至 40-50 亿平, 即还有 2.5 倍的空间。而从泰山石膏调研的情况看, 他们倾向于认为十二五还能保持 10-15% 的复合增长率。假设北新的市场份额从目前 35% 提升至 50%, 即从 7 亿平提升至 23 亿平, 还有三倍的空间。
- (2) 情形二: 从每平米完工面积对应石膏板用量来看, 美国均值在 7, 日本均值在 8, 如果剔除翻修需求 40%, 则该数字分别为 4.2 和 4.8。中国为 2, 假设中国只是上升到 3, 不考虑翻新需求。则未来十年还有 3.8 倍空间。龙头企业还有 5 倍的空间。而从过往数据来看, 我们发现该比例也基本都维持一个上升的趋势, 说明石膏板的使用是被越来越多的消费者所认可的。

图 10: 美国每平米完工对应石膏板面积



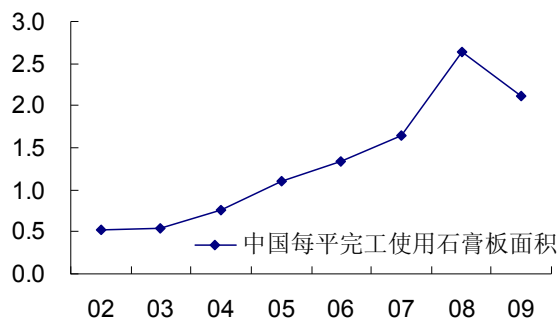
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 11: 日本每平米完工对应石膏板面积



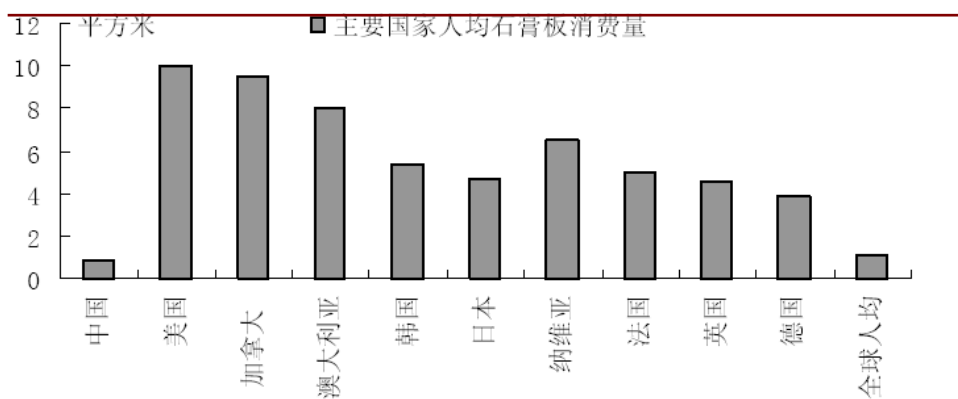
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 12: 中国每平米完工对应石膏板面积



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

图 13: 石膏板人均用量对比



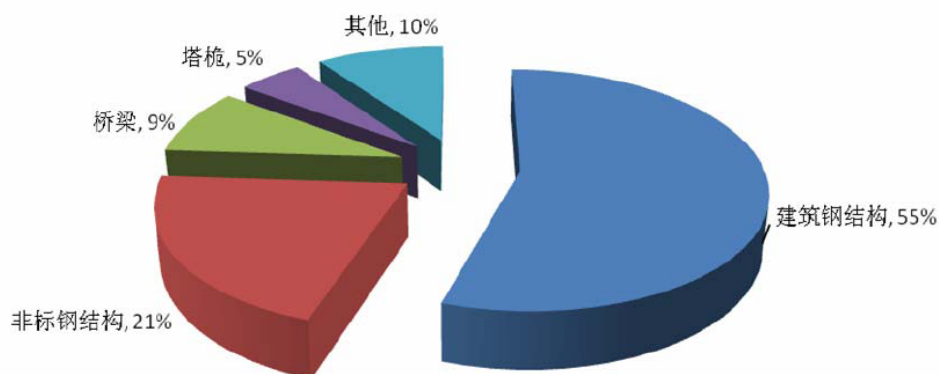
资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

有两个值得关注的因素: 这两个因素在美日的石膏板发展史中有迹可循。

一是关于建筑结构的转变, 如传统混凝土结构向钢结构转变。为减轻自重、干法施工, 钢结构房屋的贴面、隔墙使用会大面积使用石膏板, 按经验数据, 每平米建筑面积至少使用 3 平米石膏板以上。

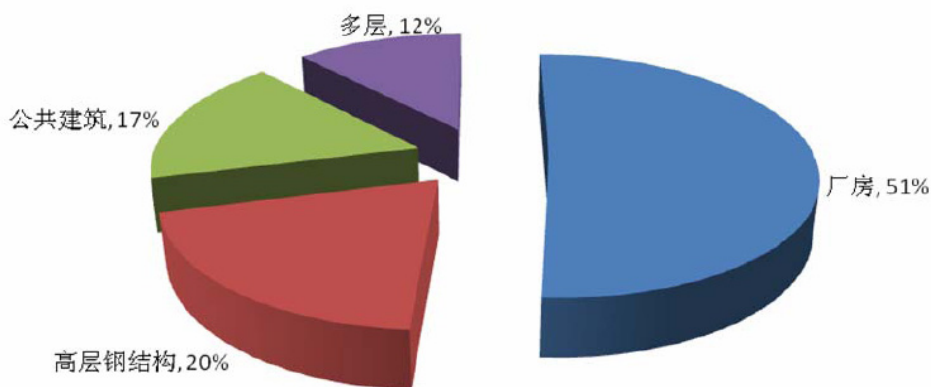
- 钢结构在制作、施工和建成后的使用过程中, 具有优越的节能、环保、安全、抗震等诸多方面的特征, 符合人类可持续发展的原则。钢材的“容重与强度比”一般小于木材、混凝土和砖石, 因此钢结构与同样强度的钢筋混凝土结构相比要轻 30%~50%。与混凝土结构的住宅相比, 轻钢结构住宅自重仅是前者的 1/4。
- 从成本来看, 一般钢结构成本高出普通结构成本 20% 左右。
- 我国钢结构应用尚有大空间。目前, 发达国家钢结构建筑在整个建筑中所占比重达到 30%~50%, 在西方主要发达国家以及日本等国, 其钢结构建筑占建筑总面积的比重已达到甚至超过 50%, 韩国这一比重也达到 20% 左右。在我国, 钢结构建筑在总建筑规模中的比重不到 5%。

图 14: 钢结构应用类别



资料来源：钢结构行业协会，招商证券研发中心

图 15: 建筑钢结构应用类别

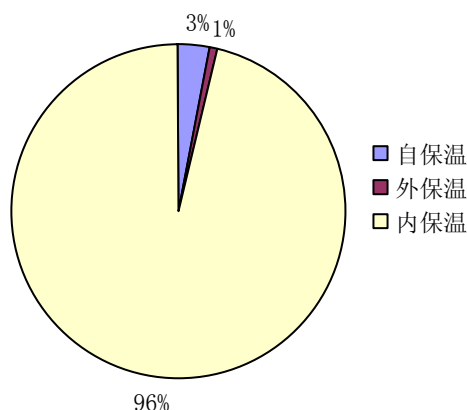


资料来源：钢结构行业协会，招商证券研发中心

二是关于石膏板防火和保温性能的认识。燃烧时板芯内结晶水的释放从而达到防火的效果。由于石膏板的多孔结构，其导热系数约约为 $0.16W/(M2 \cdot K)$ ，与灰砂砖砌块 $1.1W/(M2 \cdot K)$ 相比，保温隔热性能突出。

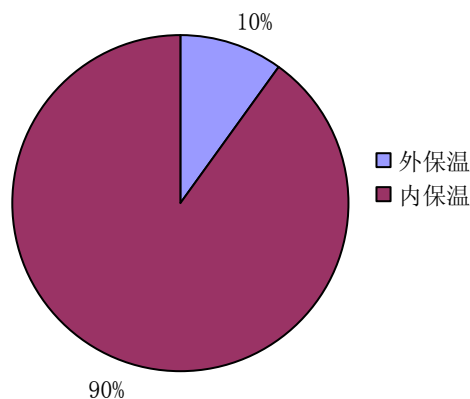
- 去年北新建材双层 12.5mm 厚耐火石膏板吊顶系统的耐火极限测试在中国建筑科学研究院建筑工程检测中心完成，按照英国 BS476 标准，该系统耐火时间达到 47 分钟之久(国内《建筑设计防火规范》吊顶最高耐火要求为 15 分钟)
- 而在不少发达国家中，以石膏板为主的内保温系统占据多数份额（见下图）。我们看到外墙保温上我们陆续碰到关于材料燃烧的问题。

图 16: 法国内外保温系统



资料来源: 拉法基, 招商证券研发中心

图 17: 日本韩国英国内外保温系统



资料来源: 拉法基, 招商证券研发中心

2、行业竞争情况：龙头份额存在继续提升的空间

- **完全竞争行业:** 产品同质性强, 十年来石膏板价格未有大的波动。初始投资成本低, 进入门槛相对不高。但同样产品具有半消费品属性, 公司可以通过品牌的塑造来提升影响力。
- **一般能生存的只有三个层次:** 拉法基等大集团; 北新建材; 泰山走技术进步的路线; 这由产业特性和税收政策决定: 行业不执行许可证政策; 100 个小厂未超过 2000 万平的产能。石膏板行业是征收增值税, 下游建筑商不是增值税, 卖石膏板不提供发票, 小厂就不需要。所以大企业不占优。泰山和北新增值税减免、规模效应、品牌优势、先进劳动生产率来取胜。
- **北新 (包含泰山)、拉法基、圣戈班占比一半。**北新的市场占有率在 **35%左右**, 远远超出第二和第三。但感觉目前市场控制力还是不强, 主要有大量小公司。在泰山每平石膏板盈利 1 元的时候, 小企业中, 管理好的去年的情况是盈利 0.5-0.6 元。占 30%, 还有 30%, 0.2 元, 剩下 30%微利。外资在中国扩张的步伐不够快, 小企业在跨区域扩张上又不具备实力, 因此给北新 (包含泰山) 提供了占据资源优势 (中国的脱硫石膏资源也存在质量层次的问题, 需要挑选) 的先发优势。
- **可耐福布点情况:** 天津、芜湖、东莞、太仓。拉法基布点情况: 上海、重庆、成都。圣戈班布点情况: 嘉兴、惠州。
- **北新建材的市场占有率还能否提升? 我们的回答是肯定的。**下文中提到美国第一大市场占有率是 30% (总共才八家), 日本是 70%以上。我们认为目前中国不同于这两个国家的一个重要的地方是小企业仍然占据半壁江山。而大企业的竞争优势又较为突出, 为掌握控制权, 大企业一定会继续蚕食别人的市场份额, 直到格局稳定。公司未来的目标是占据 50%以上的市场份额。

3、美国石膏板行业的发展

美国是全球石膏板最大的消费国。在美国，一年的石膏板用量超过 20 亿平方米，2006 年高峰时期接近 35 亿平米。

- 原材料中，1/3 来自于脱硫石膏，护面纸中 100%来自于废纸。
- 下游需求中，翻新需求是最重要的一个占比比例。约为 40-50%，其次是新建住宅需求约为 30-40%，再是非住宅需求。
- 美国最大的石膏板公司是 USG，市场占有率为 30%左右。8 家企业市场占有率 99%。另外七家也都算的上是大企业。

表 3: USG 下游拆分情况

	2006	2008	2009
翻新需求（包括住宅非住宅）	40%	48%	54%
新建住宅需求	46%	34%	27%
新建非住宅需求	9%	13%	14%
其他	5%	5%	5%

资料来源: bloomberg, 招商证券

表 4: USG 行业地位

亿平	2006	2008	2009
USG 消费量	10.0	6.7	4.4
全行业	33.6	23.4	17.1

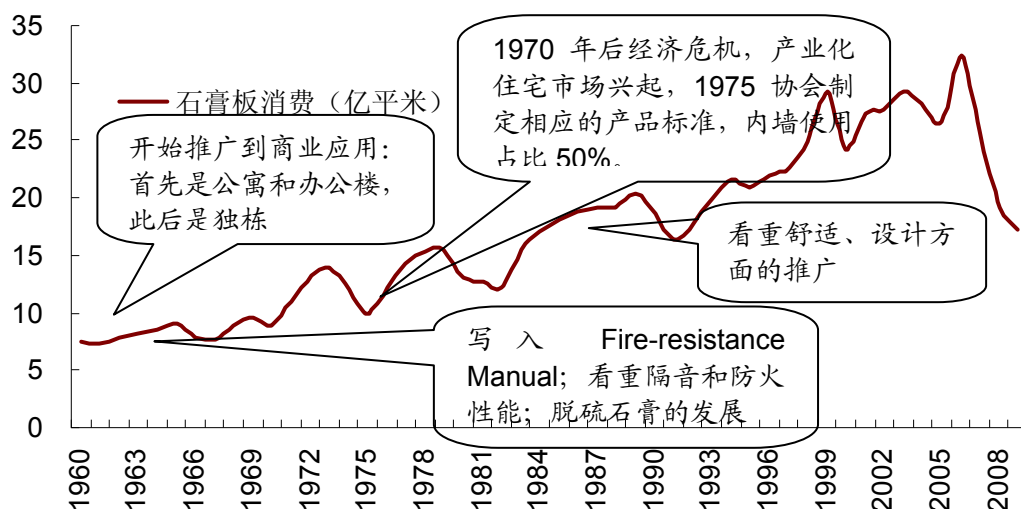
资料来源: bloomberg, 招商证券

我们看到在美国石膏板行业的发展过程中，有几个重要的节点是和石膏板的特性相关的。（这也是美国石膏板行业协会所总结的）。

- 60 年代对耐火性能的认识（消费量从 7 亿平上升到 14 亿平）。
- 70 年代对产业化住宅中的使用认识（消费量从 14 亿平上升到 20 亿平）。
- 此后对于舒适性的认识、以及脱硫石膏的使用是重要的节点（消费量从 20 亿平上升到 35 亿平）。

一直到 2008 年金融危机，美国石膏板需求的增长势头才得到改变。

图 18: 美国石膏板消费上升趋势中的几个重要事件点

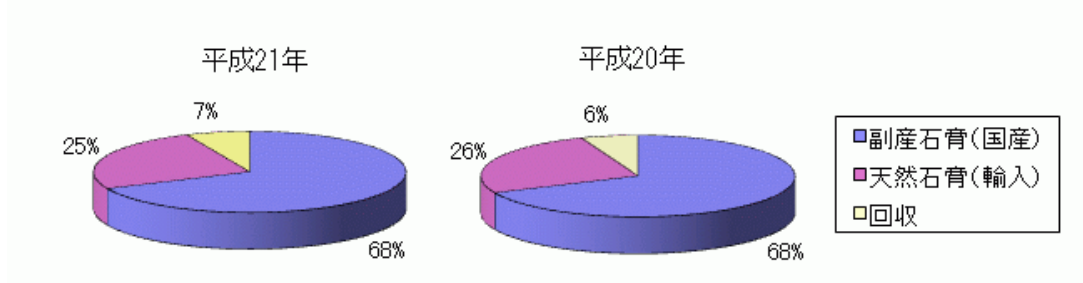


资料来源: 美国石膏行业协会, 招商证券

4、日本石膏板行业发展情况

- 原材料: 68%是脱硫石膏

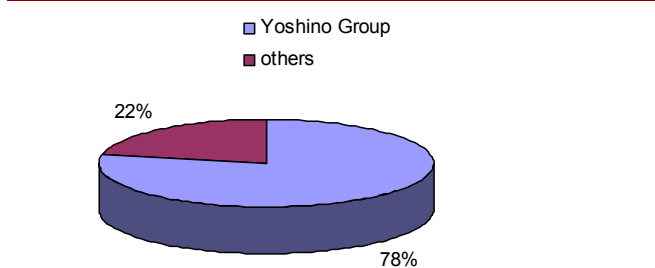
图 19: 日本石膏板原材料



资料来源: 日本石膏行业协会, 招商证券。平成 21 年指 2009 年。

- 寡头垄断, 吉野石膏占比达到 70%以上

图 20: 2003 年吉野石膏市场份额 78%

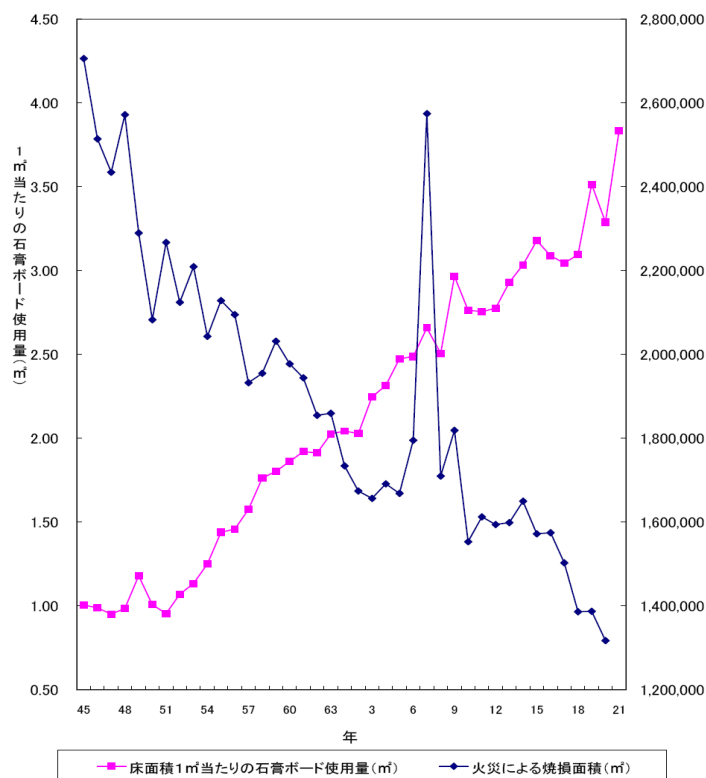


资料来源: 日本石膏行业协会, 招商证券

以下是日本石膏协会做的几个统计研究:

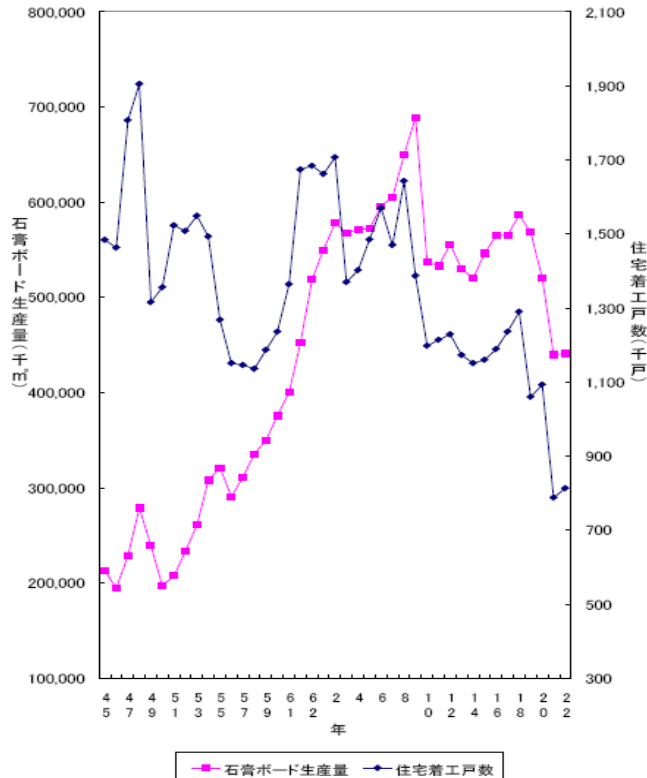
- 第一个图是每平米建筑面积使用石膏板数和火灾烧损面积之间的关系，这是负相关的关系。
- 第二个图是住宅施工数和石膏板产量之间的关系，前者从 80 年代开始稳定在 130 到 170 万户之间波动，但是石膏板用量直线上升（从 2 亿平到 6.9 亿平），而在下降阶段：21 世纪后住宅施工数从 150 下降至 80 万户（下降 47% 左右），石膏板用量从 6.9 亿平下降至 4.4 亿平（下降 36% 左右），我们推测应当是经济萧条时期有不少翻新需求在上升，导致石膏板用量下降幅度小于住宅施工。

图 21：每平米建筑面积石膏板用量和火宅烧损面积



资料来源：日本石膏行业协会，招商证券研发中心

图 22：住宅施工面积和石膏板产量



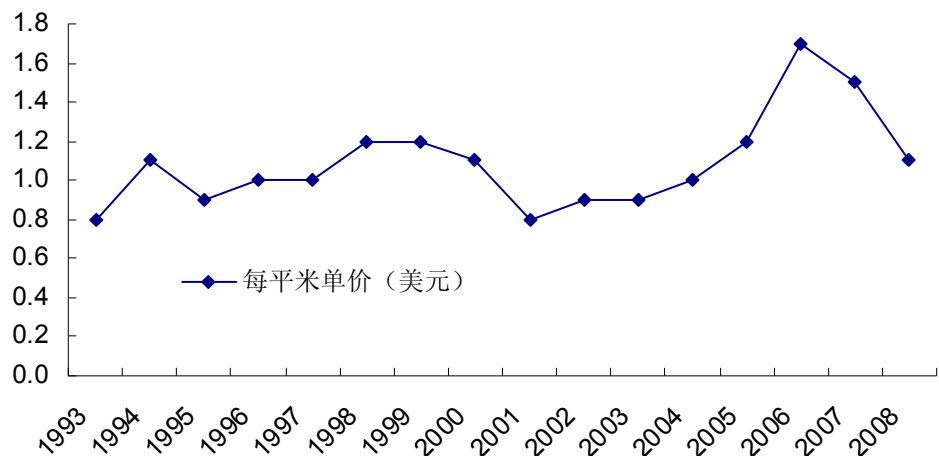
资料来源：日本石膏行业协会，招商证券研发中心

三、公司竞争优势

这是一个靠扩张取胜的行业！我们看到在过去二十年，美国历史上简单计算的平均单价一直维持在 1 美元的中枢水平上（除 2006 年）。从泰山石膏的过去的价格经验看也是如此，也就是说，这不是一个靠价取胜的行业，二是靠量、靠成本的行业！由于具备 500 公里运输半径的限制，靠各地布局扩张就显得非常重要！这样的行业虽然没有别的原材料行业那么性感，确是一个稳定、踏实的标的。与普通原材料相比，这更加像一个中低端消费品的性质，只要行业空间不到顶，在估值上我们认为反而有给予溢价。

在这样的背景下，能依靠技术进步来降低成本的公司就会脱颖而出，而我们认为龙牌和泰山石膏就是这样的典范！

图 23：美国石膏板单价走势



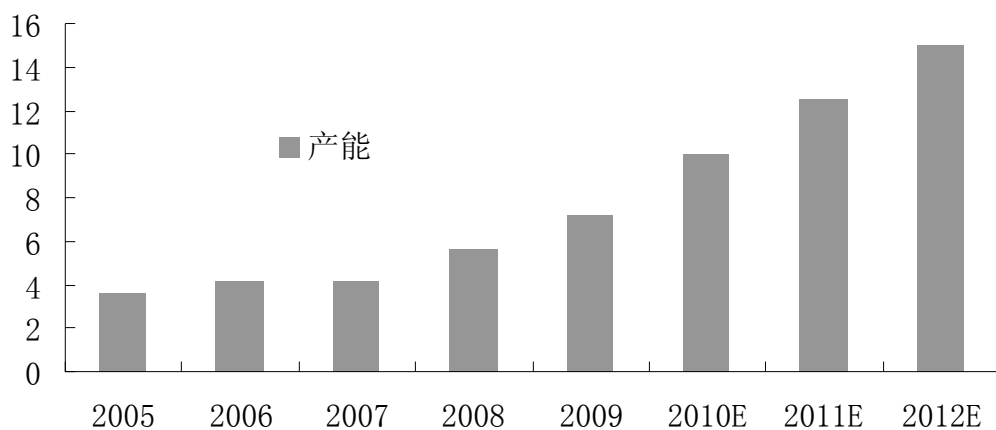
资料来源：usgs，招商证券，（数据不一定准确，但是趋势可供参考）

1、公司战略：快速扩张——平滑行业周期性

截止 2010 年底，公司具备 10 亿平米的产能（预计 2010 年产量为 6.5 亿平左右），十二五规划做到 20 亿平米，新建线产能基本在 2000-3000 万平，未来将开始建设年产 5000 万平高档板生产线和年产 1 亿平全球最大石膏板生产线，

公司产能从 2008 年起进入显著增长，每年保持 20-30% 的增长速度。未来三年内做到 15 亿平，到 2015 年增长到 20 亿平。

图 24：北新建材产能增长情况



资料来源：公司公告，招商证券

图 25：北新建材 10 亿平方米基地布局



资料来源：公司公告，招商证券

表 5：董事会最新公告拟建新线

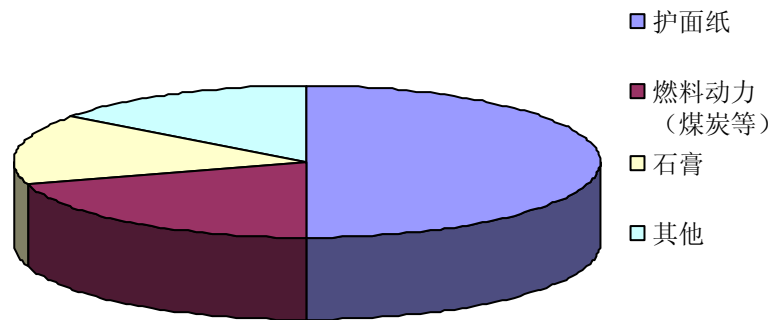
地址	产能 (万平)
北新 河南新乡	3000
北新 安徽淮南	3000
泰山 重庆	2000
泰山 贵州福泉	2000
泰山 四川什邡市	3000

资料来源：公司公告，招商证券

正是因为强劲的扩张，即使是在行业情况惨淡的 2008 年，泰山石膏仍然取得了 31% 的增长。正是因为强劲的扩张，占领优势电厂资源成为重要的先发优势。正是因为布局的完善，使得运输费用下降（此前泰山石膏平均每平米有 0.8 元-1 元运输费用）

2、成本优势

图 26：石膏板成本结构



资料来源：CEIC，招商证券研发中心

根据最近调研的情况，石膏板的成本构成中，护面纸占比约 50% 以上（价格趋势目前主要还是看美废），其次是煤炭等燃料动力，占比 20% 左右，石膏的情况主要视乎电厂和工厂的距离。

公司的成本优势来自于

- 公司一条 3000 平米生产线的投资由 1.5 亿元下降至 1 亿元左右。公司设备的采购、流程设计都由自主研发完成；
- 公司在建设护面纸生产线，目前泰山石膏已拥有 20 万吨护面纸生产线，能满足 4-5 亿平的需求。护面纸生产线的建设一是能保证原材料的供应、二是能平滑部分价格的波动；
- 布点的完善使得运输费用下降。（此前泰山石膏平均每平米约有 0.8 元-1 元运输费用），其他小企业就更高了。

3、行销策略：抢占制高点

北新建材继续推行并深化“制高点”策略。在第一期“制高点”策略——全面占领全国各地和细分行业的地标建筑和重点工程、第二期“制高点”策略——与各地主要的建筑公司和装修公司结为战略合作伙伴取得显著成效的基础上，第三期“制高点”策略——占领全国各地各市场的主流经销渠道取得重大突破。第四期：2010 年与各建筑名校、设计院所建立紧密的合作关系。制高点策略第五波——标准制高点。主导和参与制定产品标准及行业技术标准，持续推动产业升级。

- 泰山石膏通过经销商的方式进行分销，共有 400 人左右的销售队伍，上万家经销商。

- 北新龙牌的行销主要通过工程的方式取得，更加注重品牌的推广，因此在产能利用率上低于泰山石膏。

4、双品牌价值

2009 年和 2010 年，北新建材连续进入中国最具价值品牌 500 强评比，品牌评估价值达到 93 亿元，名列 87 位，在同行业中排名第一。在今年 9 月世界品牌实验室评选的亚洲品牌 500 强中，北新建材居第 199 位，位列亚洲建材行业品牌三强，中国建材行业自主品牌国际品牌评比排名最高。

北新龙牌高端的定位和泰山中低端的定位很好的覆盖了市场的各个需求层面。

四、盈利预测与估值

1、公司历史上持续增长

公司主要产品结构情况如下：

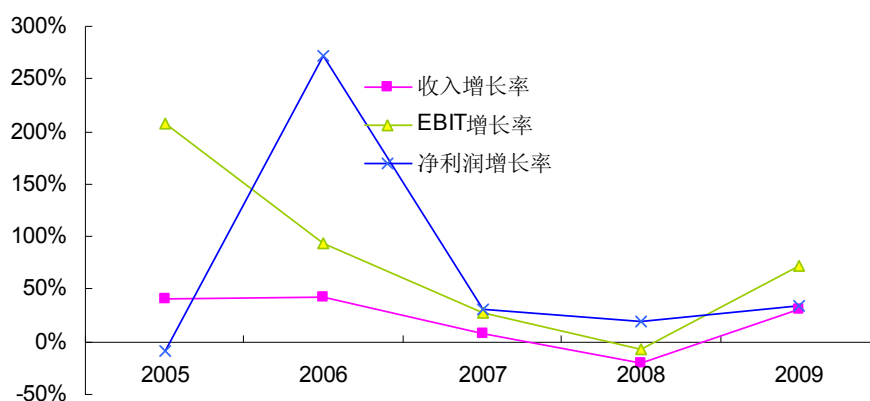
表 6：公司主要产品分结构收入

	2008	2009H	2009	2010H
泰山 控股 65%				
销量(亿平)	2.6	1.6	4.0	2.2
价格(元/平米)	4.8	5.0	5.1	5.0
收入(亿元)	12.6	8.1	20.4	11.1
净利润(亿元)	1.6		3.6	
龙牌				
销量(亿平)	0.6	0.3	0.7	0.4
价格(元/平米)	6.8	7.2	6.8	6.7
收入(亿元)	4.1	2.5	5.1	2.9
石膏板收入占比	67%	77%	78%	77%
其他产品				
收入(亿元)	8.2	3.1	7.2	4.1
总收入(亿元)	25.0	13.7	32.8	18.1

资料来源：公告，招商证券研发中心

从 2005 年之后公司步入持续增长的时代，净利润增长率分别为-9%、272%、31%、19%、34%。收入规模从 2005 年的 20 亿元上升到 2009 年的 33 亿元，净利润规模从 2005 年的 0.42 亿元上升到 2009 年的 3.2 亿元。

图 27: 公司收入、EBIT、净利润增长率

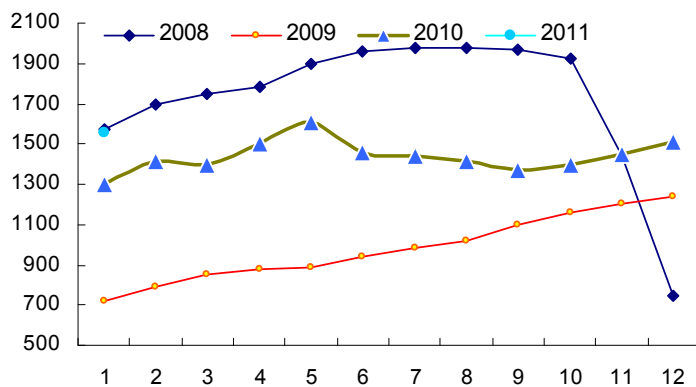


资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

2、盈利预测假设

2011 年总体来说还面临一定的原材料上涨压力, 美废是影响毛利率的重要因素, 我们假设美废同比 10% 的上涨 (人民币升值抵消部分压力, 而 2010 年同比上升 35-40% 左右, 影响毛利率 5 个百分点), 对石膏板毛利率影响在 1-2 个百分点左右, 假设石膏板的小幅提价、规模效应、技改等因素, 2011 年综合毛利率基本持平于 2010 年。

图 28: 美废价格指数: 同比在上涨; 人民币在升值



资料来源: CEIC, 招商证券研发中心

盈利预测假设

- 2011-2012 年石膏板产能利用率由 70% 提升至 75% 左右, 需求增长 30% 以上; 2010 年行业整体的产量增长为 21%, 整体周期性要弱于商品房销售。北新房屋 6 亿合同假设 2 年内完成。
- 2011-2012 年价格小幅上涨, 毛利率为 28%、28.6%;
- 随着规模效应显现, 2011-2012 年三项费用率为 13%、12.5%
- 假设 10 亿元的搬迁补贴有一半左右现金会正面影响财务费用
- 预测 2010-2012 年 EPS 为 0.71、1.00、1.28 元。

我们维持公司“强烈推荐-A”的投资评级，给予 6-12 个月目标价 20-22 元。

- 行业空间（2-3 倍）、墙材未来发展方向（节能、耐火、施工便利性、舒适），建筑结构向有利于石膏板使用的方向发展
- 公司的竞争力（石膏板市场占有率能从 35%持续提升到 50%）
- 北新房屋如果经营较好，有可能成为新的利润增长点。

我们认为石膏板行业的估值至少要对于普通建材有 30%-50%溢价。我们给予北新建材 2011 年 20-22 倍的目标估值，给予 6-12 个月目标价 20-22 元。

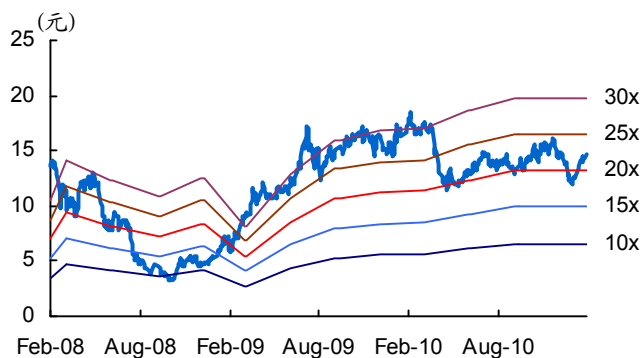
- 另外从动态估值来看，2008 年底以 6 元左右底部（倾向于 6 元以下的坑是金融危机恐慌性导致）区域，以预期 2009 年 0.47 元（2009 年一季度的盈利预测），估值底就是 13 倍。

表 7：盈利预测简表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2496	3275	4284	5853	7430
营业成本	1940	2263	3081	4156	5300
营业税金及附加	6	9	12	16	20
营业费用	155	191	223	299	372
管理费用	160	193	253	334	416
财务费用	67	72	92	95	101
资产减值损失	15	19	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	131	3	3	4	4
营业利润	284	532	612	943	1211
营业外收入	42	30	40	60	60
营业外支出	4	19	18	58	58
利润总额	322	543	634	945	1213
所得税	30	80	51	123	158
净利润	291	463	583	822	1055
少数股东损益	51	142	175	247	317
归属于母公司净利润	241	322	408	575	739
EPS（元）	0.42	0.56	0.71	1.00	1.28

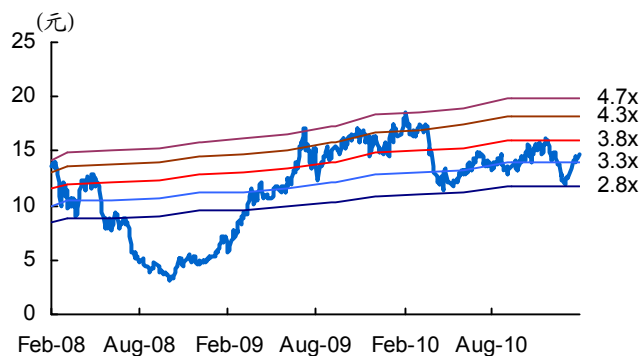
资料来源：招商证券

图 29: 北新建材历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 30: 北新建材历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、《问题石膏板事件正面进展, 估值偏低》, 2011/2/10 据美国消费产品安全委员会日前公布的调查报告显示, 中国产石膏板的产品质量与美国媒体报道的 11 人死亡事件无关。虽诉讼还在进行中, 但无疑有正面加分, 需求方面短期还需承受地产调控的影响, 但目前估值仅为 2011 年 13 倍, 我们相信已部分反应地产调控的负面影响, 而未来五年行业仍处在增长期并且公司市场占有率能继续提升, 维持“强烈推荐-A”投资评级,

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1517	2038	2080	2759	3377
现金	460	651	500	500	500
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	19	11	21	29	37
应收款项	242	238	291	398	505
其它应收款	82	66	129	176	223
存货	525	681	831	1241	1582
其他	188	391	308	416	530
非流动资产	3490	3956	4308	5229	5985
长期股权投资	250	212	212	212	212
固定资产	2283	2768	3056	3776	4558
无形资产	308	379	341	307	276
其他	648	597	700	934	939
资产总计	5006	5994	6389	7988	9362
流动负债	2239	2818	2758	3245	3767
短期借款	1385	1384	1471	1565	1671
应付账款	252	357	462	623	795
预收账款	39	52	92	125	159
其他	563	1026	732	932	1142
长期负债	491	442	436	399	417
长期借款	391	358	352	317	336
其他	100	84	84	82	82
负债合计	2730	3260	3194	3644	4184
股本	575	575	575	575	575
资本公积金	497	507	507	1007	1007
留存收益	872	1157	1443	1845	2363
少数股东权益	332	494	669	916	1233
母公司所有者权益	1944	2239	2525	3428	3945
负债及权益合计	5006	5994	6389	7988	9362

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	0	0	496	842	1203
净利润			408	575	739
折旧摊销			185	207	242
财务费用			92	95	101
投资收益			(3)	(4)	(4)
营运资金变动			(376)	(306)	(220)
其它			190	275	345
投资活动现金流	0	0	(553)	(1135)	(1005)
资本支出			(549)	(1130)	(1000)
其他投资			(4)	(5)	(5)
筹资活动现金流	(0)	(0)	(94)	293	(197)
借款变动			117	59	121
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	500	0
股利分配			(123)	(173)	(222)
其他			(88)	(93)	(97)
现金净增加额	(0)	(0)	(151)	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2496	3275	4284	5853	7430
营业成本	1940	2263	3081	4156	5300
营业税金及附加	6	9	12	16	20
营业费用	155	191	223	299	372
管理费用	160	193	253	334	416
财务费用	67	72	92	95	101
资产减值损失	15	19	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	131	3	3	4	4
营业利润	284	532	612	943	1211
营业外收入	42	30	40	60	60
营业外支出	4	19	18	58	58
利润总额	322	543	634	945	1213
所得税	30	80	51	123	158
净利润	291	463	583	822	1055
少数股东损益	51	142	175	247	317
母公司所有者净利润	241	322	408	575	739
EPS (元)	0.42	0.56	0.71	1.00	1.28

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	-21%	31%	31%	37%	27%
营业利润	-1%	87%	15%	54%	28%
净利润	19%	34%	27%	41%	28%
获利能力					
毛利率	22.3%	30.9%	28.1%	29.0%	28.7%
净利率	9.6%	9.8%	9.5%	9.8%	9.9%
ROE	12.4%	14.4%	16.2%	16.8%	18.7%
ROIC	7.8%	11.5%	12.8%	14.4%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	54.5%	54.4%	50.0%	45.6%	44.7%
净负债比率	35.5%	29.1%	29.1%	24.0%	21.8%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.8	3.8	4.1	4.0	3.8
应收帐款周转率	7.9	13.6	16.2	17.0	16.5
应付帐款周转率	6.7	7.4	7.5	7.7	7.5
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.56	0.71	1.00	1.28
每股经营现金	0.00	0.00	0.86	1.46	2.09
每股净资产	3.38	3.89	4.39	5.96	6.86
每股股利	0.07	0.12	0.21	0.30	0.39
估值比率					
PE	35.9	26.8	21.1	15.0	11.7
PB	4.4	3.9	3.4	2.5	2.2
EV/EBITDA	16.2	9.9	8.3	5.9	4.7

分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王晶晶，华中科技大学管理学硕士，2007 年加盟招商证券，入围 2009 年新财富最佳策略分析师（团队），现任建材行业研究员。

投资评级定义

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±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

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。