

北新建材 (000786.SZ)

石膏板基本盘扎实，两翼业务逆势扩张积累长期爆发力

石膏板高市占率、高 ROE 和现金流为公司提供扎实的基本盘和发展潜力，防水和涂料两翼业务在行业低迷期逆势扩张为未来积累了庞大爆发力。北新建材为国内石膏板行业龙头，2019 年以来推进“一体两翼、全球布局”战略，主业石膏板国内市占率超过 60%，2023 年 ROE 为 15.1%，经营性现金流净额 47.3 亿元，基本盘稳固，同时在业内企业普遍收缩的背景下，公司通过内生及外延的方式扩张防水和涂料业务，待行业触底回暖期将提供增长爆发力。目前公司拥有国内外产业基地 120 余个，是全球最大的石膏板龙骨产业集团，防水业务规模也位居行业前三。

石膏板成本优势突出，结合渠道、产品优势，创造高市占率、高 ROE 和稳定现金流。公司率先抢占优势区位扩产，实现工厂、市场和资源的最优布局，并通过规模效应、护面纸自供+集采、节能降耗等方式强化成本优势。2022 年底公司经销商数量超过 1 万家，其中县乡渠道超过 4000 家，产品覆盖低中高全级别，形成了极强的壁垒，2020 年以来保持 60% 以上市占率。公司掌握石膏板定价权，可通过提价传导成本压力，并将价格定至中小企业成本线附近，有效阻击竞争对手以获得稳定的超额利润，石膏板毛利率自 2013 年以来维持在 30% 以上，2020 年以来平均 ROE 达 16.4%，同时经销模式下创造了稳定的现金流，2021 年以来平均净现比达 1.2。

“石膏板+”品类扩张成效显著，海外业务取得突破。公司依托石膏板品牌、渠道、资源及客户等优势，向轻钢龙骨、粉料砂浆、矿棉板等配套产品延伸，2023 年龙骨收入 22.9 亿元，毛利率 18.7%，其他产品合计收入 20.7 亿元，毛利率 5.5%。同时公司海外业务已实现“0-1”的突破，2023 年海外收入 2.2 亿元，同比增长 45.0%，毛利率 19.6%，未来除石膏板项目落地外，防水、涂料等两翼业务也将导入，海外市场有望实现“1-N”的发展。

防水翼高歌猛进，涂料翼冉冉升起。1) 防水：目前防水板块整合完毕后已步入正轨，在地产风险波动下，优质央国企客户战略地位大幅提升，公司作为防水行业唯一央企，与央国企总包及地产战略合作具备天然优势，在规模扩张及品牌协同下，公司防水业务 2023 年逆势增长，实现收入 39.0 亿元，同比增长 24.1%，净利润 1.54 亿元，实现扭亏为盈。2) 涂料：2023 年收入 3.9 亿元，同比增长 12.1%，毛利率 28.9%，2023 年底公司公告计划收购嘉宝莉 78.34% 股份，目前已完成并表，嘉宝莉作为国内品牌力领先的建筑涂料企业，产品、渠道、规模均位于行业前列，有望补齐公司涂料短板，“涂料翼”将迎来跨越式发展。

首次股权激励彰显发展信心，锚定高质量发展。2023 年底公司发布首次股权激励计划，拟向公司董事、高级管理人员、核心骨干人员共计 347 人授予限制性股票不超过 1290 万股，占公司股本的 0.764%，2024-2026 年扣非净利润激励目标分别为 42.65 亿元/61.64 亿元/64.73 亿元，同比增速分别为 22.0%/44.5%/5.0%，增长目标较高，彰显公司“一体两翼，全球布局”战略下的雄心壮志。

投资建议：考虑嘉宝莉收购落地，后续防水、涂料两翼业务拓展，预计 2024-2026 年公司实现营业收入 275.4 亿元、300.9 亿元、320.2 亿元，实现归母净利润 43.0 亿元、47.1 亿元、50.0 亿元，三年业绩复合增速 7.8%，对应 PE 估值 11.1、10.2、9.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：竣工需求大幅下滑风险，新开工下滑收窄幅度不及预期风险，原燃料价格持续快速上涨风险，假设和测算误差风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,155	22,426	27,537	30,089	32,020
增长率 yoy (%)	-4.4	11.3	22.8	9.3	6.4
归母净利润 (百万元)	3,144	3,524	4,301	4,714	5,002
增长率 yoy (%)	-10.5	12.1	22.0	9.6	6.1
EPS 最新摊薄 (元)	1.86	2.09	2.55	2.79	2.96
净资产收益率 (%)	14.6	15.0	16.3	15.7	14.9
P/E (倍)	15.2	13.6	11.1	10.2	9.6
P/B (倍)	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4

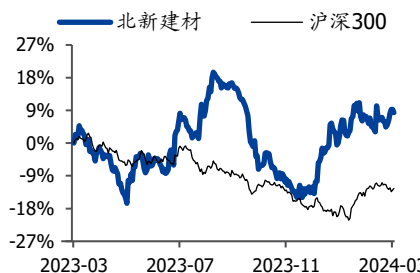
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	装修建材
3月29日收盘价 (元)	28.37
总市值 (百万元)	47,931.34
总股本 (百万股)	1,689.51
其中自由流通股 (%)	96.62
30 日日均成交量 (百万股)	10.16

股价走势



作者

分析师 沈猛

执业证书编号：S0680522050001

邮箱：shenmeng@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11104	12285	18138	16692	19676
现金	564	547	3350	3661	3896
应收票据及应收账款	2258	2184	3271	2689	3653
其他应收款	548	267	734	359	804
预付账款	303	329	447	401	501
存货	2740	2593	3971	3216	4457
其他流动资产	4691	6365	6365	6365	6365
非流动资产	17927	18376	20733	21203	21167
长期投资	197	208	215	224	233
固定资产	12460	13459	15431	15880	15873
无形资产	2562	2510	2601	2651	2702
其他非流动资产	2708	2198	2485	2447	2358
资产总计	29031	30661	38871	37894	40842
流动负债	5548	5612	10991	6703	6100
短期借款	268	378	5915	2170	527
应付票据及应付账款	1929	2049	2847	2513	3209
其他流动负债	3352	3185	2228	2020	2364
非流动负债	1923	1316	1228	1051	848
长期借款	1490	870	781	605	402
其他非流动负债	433	446	446	446	446
负债合计	7471	6929	12218	7755	6948
少数股东权益	488	367	397	429	466
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积	2892	2788	2788	2788	2788
留存收益	16480	18898	21495	24341	27363
归属母公司股东权益	21072	23365	26255	29710	33428
负债和股东权益	29031	30661	38871	37894	40842

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3677	4734	3505	7115	4552
净利润	3152	3555	4331	4746	5038
折旧摊销	798	855	988	1125	1210
财务费用	106	85	96	81	62
投资损失	-26	-73	-44	-51	-52
营运资金变动	-77	149	-1870	1210	-1709
其他经营现金流	-275	163	4	4	4
投资活动现金流	-2409	-2531	-3305	-1548	-1125
资本支出	1453	1162	2350	461	-45
长期投资	-1379	-1568	-7	-9	-9
其他投资现金流	-2335	-2936	-962	-1096	-1179
筹资活动现金流	-1342	-2224	-2934	-1512	-1549
短期借款	-1797	110	0	0	0
长期借款	311	-620	-89	-176	-203
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	54	-104	0	0	0
其他筹资现金流	90	-1610	-2845	-1335	-1346
现金净增加额	-72	-22	-2733	4056	1878

利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20155	22426	27537	30089	32020
营业成本	14289	15725	19355	21191	22623
营业税金及附加	221	239	295	323	343
营业费用	766	950	1157	1234	1281
管理费用	1033	815	991	1068	1121
研发费用	862	952	1170	1279	1361
财务费用	106	85	96	81	62
资产减值损失	-55	-11	-25	-25	-23
其他收益	112	190	100	100	100
公允价值变动收益	-5	-4	-4	-4	-4
投资净收益	26	73	44	51	52
资产处置收益	478	0	0	0	0
营业利润	3324	3880	4638	5084	5400
营业外收入	31	6	27	21	21
营业外支出	58	117	88	93	95
利润总额	3297	3768	4577	5012	5325
所得税	145	214	246	266	287
净利润	3152	3555	4331	4746	5038
少数股东损益	7	31	31	32	36
归属母公司净利润	3144	3524	4301	4714	5002
EBITDA	4192	4688	5725	6299	6520
EPS (元/股)	1.86	2.09	2.55	2.79	2.96

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-4.4	11.3	22.8	9.3	6.4
营业利润 (%)	-11.9	16.7	19.5	9.6	6.2
归属母公司净利润 (%)	-10.5	12.1	22.0	9.6	6.1
获利能力					
毛利率 (%)	29.1	29.9	29.7	29.6	29.3
净利率 (%)	15.6	15.7	15.6	15.7	15.6
ROE (%)	14.6	15.0	16.3	15.7	14.9
ROIC (%)	13.9	13.6	13.4	14.8	14.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.7	22.6	31.4	20.5	17.0
净负债比率 (%)	7.8	11.0	14.7	-1.0	-7.0
流动比率	2.0	2.2	1.7	2.5	3.2
速动比率	1.3	1.5	1.2	1.8	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	9.3	10.1	10.1	10.1	10.1
应付账款周转率	7.6	7.9	7.9	7.9	7.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.86	2.09	2.55	2.79	2.96
每股经营现金流 (最新摊薄)	2.18	2.80	2.07	4.21	2.69
每股净资产 (最新摊薄)	12.47	13.83	15.54	17.59	19.79
估值比率					
P/E	15.2	13.6	11.1	10.2	9.6
P/B	2.3	2.1	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.0	9.7	8.2	6.8	6.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 3 月 29 日收盘价

内容目录

1 石膏板行业领军企业，防水、涂料赋能未来	6
1.1 公司简介：深耕石膏板四十余载，一体两翼全面发力	6
1.2 业务结构：石膏板基本盘稳固，防水业务开始发力	7
1.3 财务分析：经营业绩回暖，盈利能力稳健	8
1.4 股东结构：首次股权激励彰显发展信心，锚定高质量发展	9
2 石膏板成本优势突出，提供稳定 ROE 和现金流	11
2.1 需求短期或受竣工冲击，但长期仍有增长点	11
2.2 成本是行业核心竞争力，公司成本优势突出，创造稳定 ROE	14
2.3 渠道网络完善、产品结构完备，配合成本优势创造了高市占率和稳定现金流	18
2.4 依托石膏板优势，“石膏板+”品类扩张带来新增长	20
2.5 海外扩张取得突破，由点及面有望迎来规模化发展	22
3 防水翼高歌猛进，涂料翼冉冉升起	23
3.1 防水规模快速扩张，央企背景优势显著	23
3.2 联合重组嘉宝莉，涂料业务补短板	26
4 盈利预测与估值	30
4.1 盈利预测	30
4.2 估值及投资建议	31
风险提示	32

图表目录

图表 1: 公司国内基地布局	6
图表 2: 公司产品体系	6
图表 3: 公司发展历程	7
图表 4: 公司 2018-2023 营业收入产品结构 (单位: %)	7
图表 5: 公司 2018-2023 分产品毛利率 (单位: %)	7
图表 6: 公司 2020-2023 分渠道收入结构 (单位: %)	8
图表 7: 公司 2020-2023 分渠道毛利率 (单位: %)	8
图表 8: 公司 2016-2023 年收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	8
图表 9: 公司 2016-2023 年利润及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	8
图表 10: 公司 2016-2023 年公司利润率及费用率 (单位: %)	9
图表 11: 2016-2023 年销售、管理、财务、研发费用率 (单位: %)	9
图表 12: 2016-2023 年应收项及周转天数 (左轴: 亿元; 右轴: 天)	9
图表 13: 2016-2023 年经营性现金流及收付现比 (单位: 亿元; %)	9
图表 14: 公司股权结构 (截至 2023 年底)	10
图表 15: 公司股权激励对象 (截至股权激励公告日, 2023 年 12 月 29 日)	10
图表 16: 公司股权激励目标及同比增速	10
图表 17: 石膏板产业链示意图 (以纸面石膏板为例)	11
图表 18: 石膏板分类	11
图表 19: 纸面石膏板生产流程	11
图表 20: 纸面石膏板示意图	11
图表 21: 国内外石膏板消费场景对比	12
图表 22: 国内外石膏板应用领域对比	12
图表 23: 2009-2023 年石膏板销量及增速 (单位: 亿平; %)	12
图表 24: 石膏板销量与竣工相关指标同比增速 (单位: %)	12
图表 25: 各类型房屋年度竣工面积 (单位: 亿平)	13
图表 26: 住宅中石膏板用量占比 (单位: %)	13
图表 27: 石膏板隔墙系统性能及造价比较	13
图表 28: 石膏板隔墙综合造价比较清单	13
图表 29: 样本城市二手房、商品房成交面积及比重 (单位: 万平; %)	13
图表 30: 中国不同类型装修需求预测 (单位: %)	13
图表 31: 北新建材成本结构 (单位: %)	14
图表 32: 石膏板原材料成本结构 (单位: %)	14
图表 33: 北新建材石膏板收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	14

图表 34: 北新建材石膏板毛利率 (单位: %)	14
图表 35: 2019 年重点发表调查工业企业的脱硫石膏产生量行业分布	15
图表 36: 脱硫石膏产生量、利用量及利用率 (左轴: 亿吨; 右轴: %)	15
图表 37: 北新建材石膏板全国布局	15
图表 38: 北新建材部分基地周边签约电厂距离	15
图表 39: 北新建材石膏板产量及销量 (单位: 亿平)	15
图表 40: 北新建材石膏板产能及产能利用率 (左轴: 亿平; 右轴: %)	15
图表 41: 北新建材石膏板在建项目 (截至 2023 年底)	16
图表 42: 泰山石膏石膏板单线产能情况 (左轴: 条; 横轴: 万平/年)	16
图表 43: 泰山石膏护面纸采购及自产量 (左轴: 万吨; 右轴: %)	16
图表 44: 泰山石膏护面纸采购均价 (单位: 元/吨)	16
图表 45: 贺州北新不合格石膏板以及装修拆除后的石膏板重新利用	17
图表 46: 贺州北新数字化产线	17
图表 47: 山东: 收购价: 国废黄板纸: 华润 (A 级, 单位: 元/吨)	17
图表 48: 秦皇岛港: 平仓价: 动力末煤 (Q5500, 山西产, 单位: 元/吨)	17
图表 49: 北新建材单平价格、成本及毛利 (单位: 元/平)	17
图表 50: 北新建材 ROE (摊薄, 单位: %)	17
图表 51: 北新建材下乡推广活动	18
图表 52: 北新建材与中国电建地产全产品战略合作签约仪式	18
图表 53: 北新建材石膏板三大品牌	18
图表 54: 龙牌石膏、泰山石膏销量及增速 (左轴: 亿平; 右轴: %)	18
图表 55: 龙牌石膏、泰山石膏单价 (单位: 元/平)	19
图表 56: 龙牌石膏、泰山石膏收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	19
图表 57: 石膏板行业产能及产量 (单位: 亿平)	19
图表 58: 石膏板行业产能利用率 (单位: %)	19
图表 59: 石膏板行业企业梯队	19
图表 60: 石膏板行业市场份额 (单位: %)	20
图表 61: 北新建材销量、产能口径市占率 (单位: %)	20
图表 62: 北新建材销售现金比 (单位: %)	20
图表 63: 北新建材净利润现金含量 (单位: %)	20
图表 64: 龙骨示意图	21
图表 65: 龙骨分类	21
图表 66: 北新建材轻钢龙骨收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	21
图表 67: 北新建材轻钢龙骨毛利率 (单位: %)	21
图表 68: 北新建材其他业务收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	22
图表 69: 北新建材其他业务毛利率 (单位: %)	22
图表 70: 北新建材海外生产基地布局情况	22
图表 71: 北新建材海外收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	22
图表 72: 北新建材海外业务毛利率 (单位: %)	22
图表 73: 公司联合重组企业汇总	23
图表 74: 公司防水业务全国生产及营销基地布局	24
图表 75: 公司联合重组企业设计产能统计	24
图表 76: 北新防水组织架构 (截至 2020 年)	24
图表 77: 500 强开发企业年度防水品牌首选率	24
图表 78: 公司防水收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	24
图表 79: 公司防水净利润、毛利率及净利率 (左轴: 亿元; 右轴: %)	24
图表 80: 房屋新开工面积累计同比 (单位: %)	25
图表 81: 基础设施建设投资累计同比 (单位: %)	25
图表 82: 2021-2023 年 H1 TOP100 各性质企业数量 (单位: 家)	25
图表 83: 2021-2023 年 H1 TOP100 各性质企业销售额占比 (单位: %)	25
图表 84: 公司合作央企总包及地产客户	25
图表 85: 2023 央国企地产优选防水品牌及国资国企精选供应商十强	25
图表 86: 北新涂料参控股公司	26
图表 87: 龙牌漆内外墙涂料产品图	26
图表 88: 龙牌漆涂料色彩和样板	26
图表 89: 灯塔涂料发展历程	27

图表 90: 灯塔涂料重点项目	27
图表 91: 灯塔涂料合作企业	27
图表 92: 灯塔涂料 2019-2023Q1 收入及增速 (单位: 亿元; %)	27
图表 93: 灯塔涂料 2019-2023Q1 净利润及净利率 (单位: 亿元; %)	27
图表 94: 2023 年不同类型涂料国内企业排行榜	28
图表 95: 嘉宝莉产能及利用率情况	28
图表 96: 嘉宝莉 4.0 概念店	29
图表 97: 嘉宝莉 2023 年“双十一”成交情况	29
图表 98: 嘉宝莉收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	29
图表 99: 嘉宝莉归母净利润及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)	29
图表 100: 原始股东对嘉宝莉 2024-2026 年业绩承诺 (左轴: 亿元; 右轴: %)	29
图表 101: 公司主要业务收入及毛利率预测	31
图表 102: 消费建材上市公司估值表	32

1 石膏板行业领军企业，防水、涂料赋能未来

1.1 公司简介：深耕石膏板四十余载，一体两翼全面发力

北新建材以石膏板、防水材料、涂料三大业务为核心，拥有国内外产业基地 120 余个，其中石膏板龙骨产业集团全球最大，防水业务规模位居行业前三，涂料业务嘉宝莉连年上榜全球涂料 50 强，中华老字号百年“灯塔”服务大国重器，成功打造全球石膏板高端自主品牌龙牌和泰山，同时拥有“禹王”“蜀羊”“梦牌”等多个知名品牌，产品广泛应用于人民大会堂、奥运会、世博会场馆等国家重大工程、地标性建筑和现代家居生活。

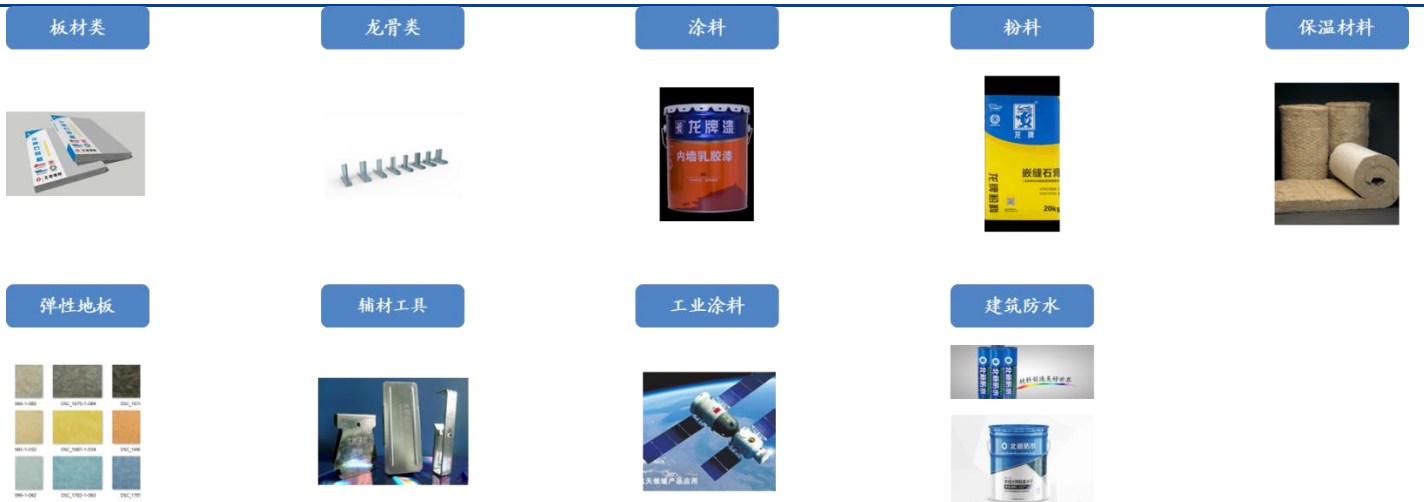
图表 1: 公司国内基地布局



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

产品体系：公司坚持聚焦石膏板主业，并拓展轻钢龙骨、粉料以及保温材料等“石膏板+”业务新品类，同时积极推动“两翼业务”规模质量效益提升，产品体系由石膏板主业延伸至防水、涂料领域。目前产品涵盖板材、龙骨、涂料、粉料、保温材料、弹性地板、辅材工具、工业涂料以及建筑防水等多领域。

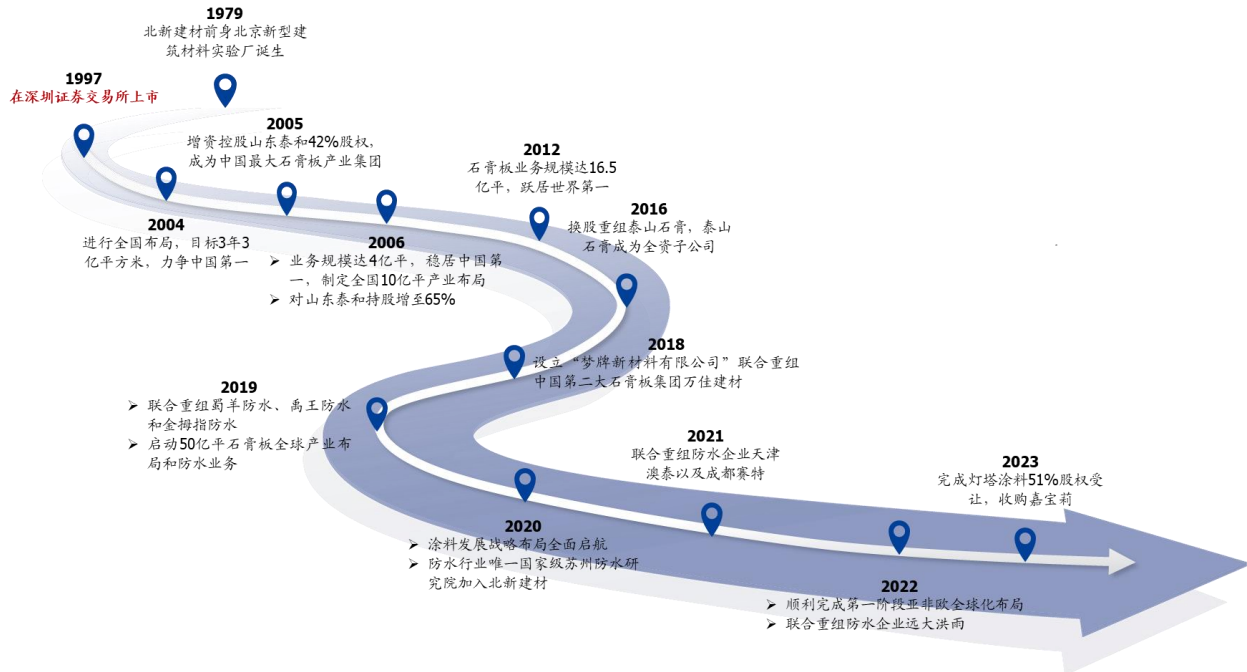
图表 2: 公司产品体系



资料来源：北新建材官网，北新防水官网，北新灯塔涂料官网，国盛证券研究所

发展历程：公司前身为1979年成立的北京新型建筑材料实验厂，1997年在深交所上市。公司成立以来不断扩大石膏板规模，从北京向全国，通过新建产能以及外延并购持续夯实龙头地位，相继收购泰山石膏以及万佳建材。2019年以来公司推进“一体两翼、全球布局”，“一体”即石膏板和“石膏板+”业务做强做优做大，“两翼”是拓展防水和涂料业务，防水业务系2019年起陆续收购蜀羊、禹王、金拇指、天津澳泰、成都赛特以及远大洪雨等防水企业并整合优化，涂料业务系2023年开始收购工业涂料企业天津灯塔以及建筑涂料企业嘉宝莉。

图表3：公司发展历程

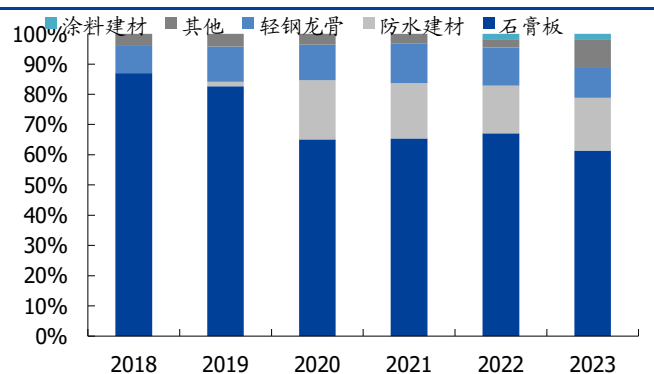


资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

1.2 业务结构：石膏板基本盘稳固，防水业务开始发力

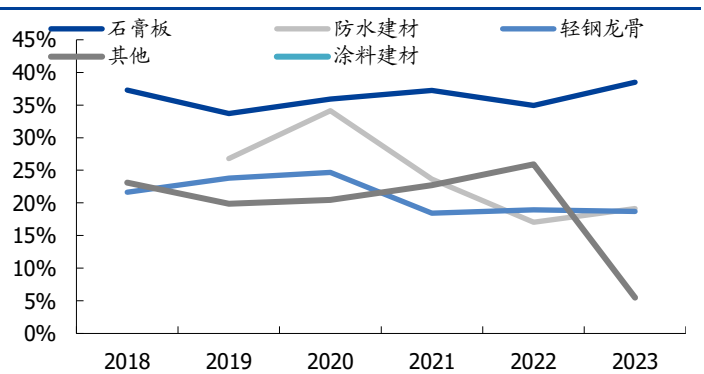
石膏板主业稳固，防水业务开始发力。2023年石膏板收入137.7亿元，同比增长3.0%，收入占比61.4%，同比下降5.7pct，毛利率38.5%，同比提升3.5pct；防水建材实现收入39.0亿元，同比增长24.1%，收入占比17.4%，同比提升1.6pct，毛利率19.1%，同比增长2.1pct；轻钢龙骨收入22.9亿元，同比下滑9.0%，收入占比10.2%，同比下降2.4pct，毛利率18.7%，同比下滑0.2pct；涂料建材收入3.9亿元，同比增长12.1%，收入占比1.8%，同比基本持平，毛利率28.9%；其他业务收入20.7亿元，同比增长272.7%，占比9.2%，同比提升6.5pct，毛利率5.5%。

图表4：公司2018-2023营业收入产品结构（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

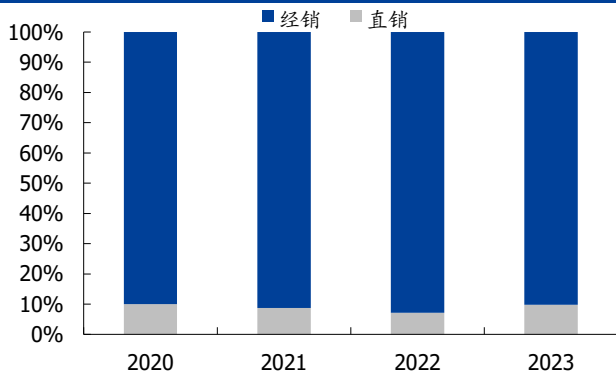
图表5：公司2018-2023分产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

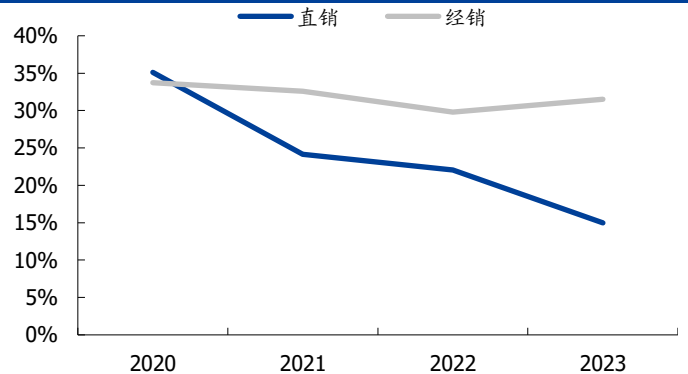
销售渠道以经销为主，直销为辅。公司已建立稳定的经销商网络及经销渠道，营销网络遍布全国各大城市及发达地区县级市，2023年经销收入202.3亿元，同比增长9.3%，占比90.2%，同比降低2.6pct，毛利率31.5%，同比增加1.7pct；直销收入21.9亿元，同比增长53.9%，占比9.8%，同比增加2.6pct，毛利率15.0%，同比降低7.1pct。

图表6：公司2020-2023分渠道收入结构（单位：%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表7：公司2020-2023分渠道毛利率（单位：%）

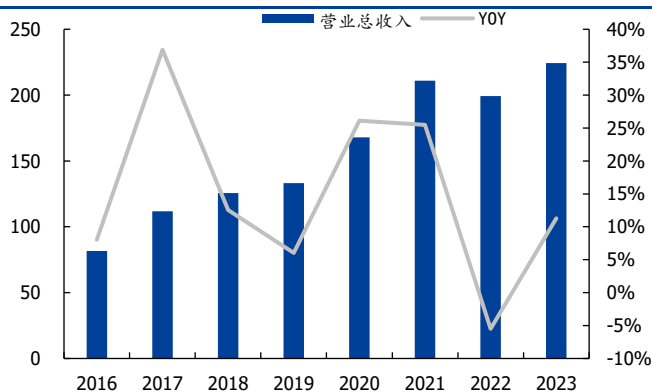


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

1.3 财务分析：经营业绩回暖，盈利能力稳健

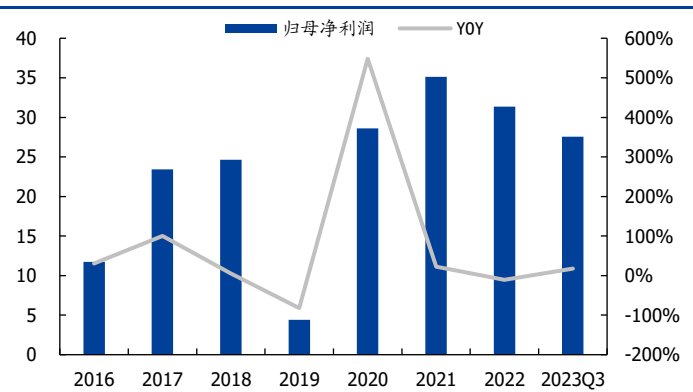
一体两翼战略稳步推进，收入业绩重回增长。2022年公司实现收入199.3亿元，同比下降5.5%，实现归母净利润31.4亿元，同比下滑10.7%，收入下滑主要系下游需求减弱，尤其是防水需求持续低迷，同时原材料价格的上涨导致业绩承压。2023年公司实现收入224.3亿元，同比增长11.3%，实现归母净利润35.2亿元，同比提升12.1%，主要得益于公司防水和石膏板+业务规模的快速扩张，同时降本增效以及原材料价格下降带动盈利能力回升，公司收入、业绩实现逆势增长。

图表8：公司2016-2023年收入及增速（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

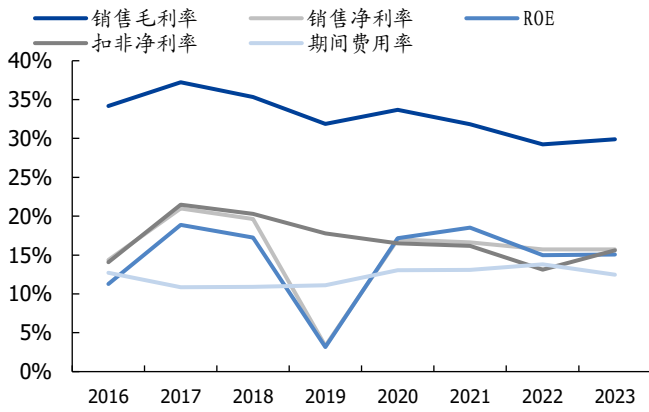
图表9：公司2016-2023年利润及增速（左轴：亿元；右轴：%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

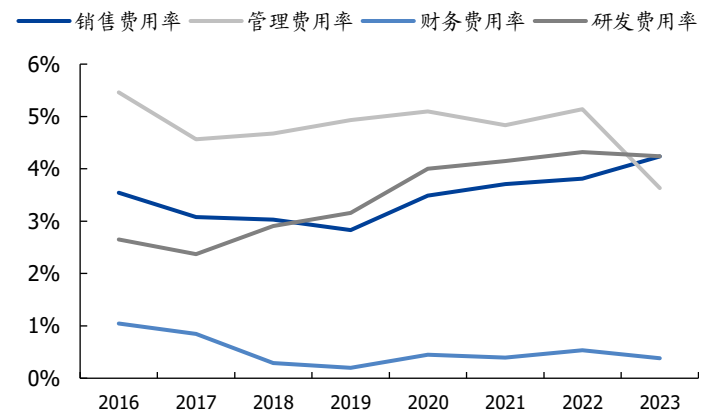
降本增效成果良好，盈利能力稳中有升。2023年沥青等原材料价格回落，同时公司通过强化规模采购优势、优化采购策略、提高性价比来降低采购成本，成本端压力减轻，2023年实现销售毛利率29.9%，同比增加0.6pct，并且持续推进降本增效，期间费用率12.5%，同比下降1.3pct，销售净利率15.7%，同比基本持平。

图表 10: 公司 2016-2023 年公司利润率及费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2016-2023 年销售、管理、财务、研发费用率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

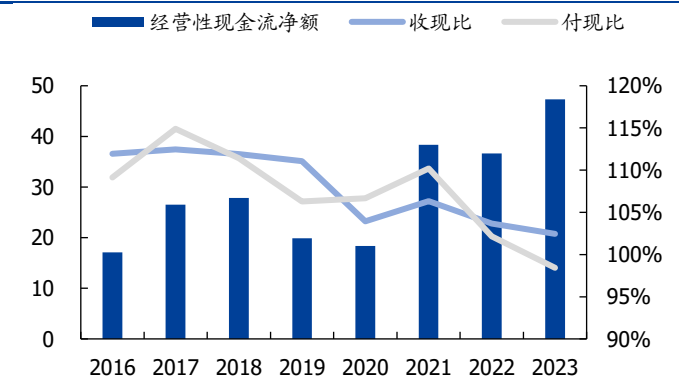
应收账款管控成效显著, 现金流整体表现良好。公司石膏板回款较好, 应收项主要来自防水建材业务, 2023 年公司加强对应收账款的管控, 建立信用销售体系“确权+对账”“清欠+诉讼”双边风险防护栏, 2023 年应收项合计约 24.5 亿元, 较 2022 年底降低 9.6%, 应收账款周转天数降至 32.7 天, 经营质量进一步提升。2023 年经营性现金流 47.3 亿元, 同比增加 29.2%, 主要系付现比降幅大于收现比。

图表 12: 2016-2023 年应收项及周转天数 (左轴: 亿元; 右轴: 天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 2016-2023 年经营性现金流及收付现比 (单位: 亿元; %)

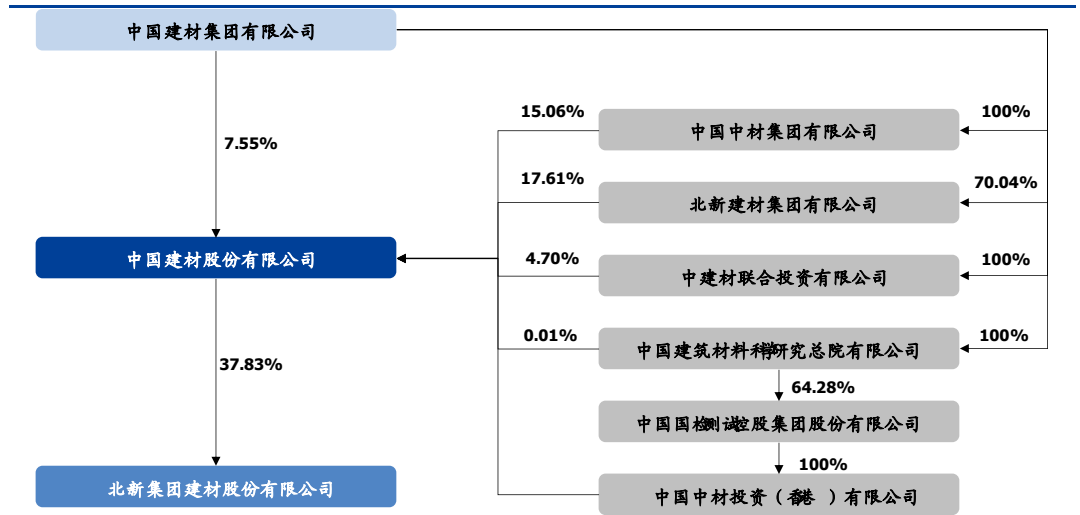


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 股东结构: 首次股权激励彰显发展信心, 锚定高质量发展

实控人为中国建材集团, 股权结构清晰稳定。公司实际控制人中国建材集团为国务院国资委直属企业, 截至 2023 年 12 月 31 日, 中国建材集团通过子公司中国建材间接持有公司 37.83% 股份, 股权结构清晰稳定。

图表 14: 公司股权结构 (截至 2023 年底)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

上市以来首次股权激励, 充分调动核心员工积极性。2023 年 12 月 29 日公司发布上市以来首次股权激励计划, 拟向公司董事、高级管理人员、核心骨干人员在内的共计 347 人授予限制性股票不超过 1290 万股, 占公司股本的 0.764%, 其中首次授予 1082.60 万股, 约占公司股本的 0.641%, 预留 207.40 万股, 约占公司股本的 0.123%, 限制性股票的授予价格为每股 13.96 元。

图表 15: 公司股权激励对象 (截至股权激励公告日, 2023 年 12 月 29 日)

姓名	职务	授予限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总量的比例	占目前公司总股本的比例
管理	董事、总经理	11	0.85%	0.007%
张静	董事	7	0.54%	0.004%
史可平	副总经理、董事会秘书	7	0.54%	0.004%
杨正波	副总经理	7	0.54%	0.004%
王帅	副总经理、财务负责人	7	0.54%	0.004%
任利	副总经理	7	0.54%	0.004%
付杨	总法律顾问	7	0.54%	0.004%
其他核心人员 (340 人)		1029.6	79.81%	0.609%
首次授予合计 (347 人)		1082.6	83.92%	0.641%
预留		207.4	16.08%	0.123%
合计		1290.0	100.00%	0.764%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

业绩考核目标较高, 彰显发展信心, 锚定高质量发展。本次股权激励目标分 3 个解锁期, 解锁的业绩考核目标以扣除非经常损益后的净利润为计算依据, 2024 年至 2026 年考核的归母扣非净利润复合增长率较 2022 年分别不低于 27.7%、33.08%、25.43%, 对应 2024-2026 年扣非净利润分别为 42.65、61.64、64.73 亿元, 其中 2025 年的同比增速达 44.5%, 增长目标较高, 彰显公司“一体两翼, 全球布局”战略下的雄心壮志。

图表 16: 公司股权激励目标及同比增速

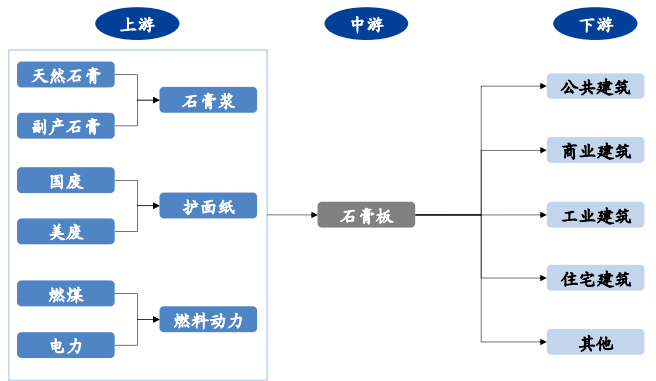
解除限售期	业绩考核目标				
第一个解除限售期	2024 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 27.7%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2024 年扣非净资产收益率不低于 17%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2024 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。				
第二个解除限售期	2025 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 33.08%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2025 年扣非净资产收益率不低于 18%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2025 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。				
第三个解除限售期	2026 年较 2022 年归母扣非净利润复合增长率不低于 25.43%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2026 年扣非净资产收益率不低于 19%, 且高于对标企业 75 分位值或同行业平均水平; 2026 年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。				
	2022 年 (基数)	2023 年 (实际)	2024 年 (目标)	2025 年 (目标)	2026 年 (目标)
扣非净利润目标 (亿元)	26.15	34.95	42.65	61.64	64.73
YOY		33.6%	22.0%	44.5%	5.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2 石膏板成本优势突出，提供稳定 ROE 和现金流

石膏板是一种以建筑石膏为主要原料的轻质建筑材料，具有质轻、强度相对较高、厚度较薄以及施工便捷的特点，被广泛应用于写字楼、酒店、宾馆、体育场馆、工业厂房以及住宅等商业和公共建筑领域，主要为各种建筑物的吊顶、内隔墙、墙体覆面板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。从分类来看，石膏板可分为纸面石膏板、装饰石膏板、无纸面石膏板、纤维石膏板等，其中纸面石膏板是目前主要种类。

图表 17: 石膏板产业链示意图 (以纸面石膏板为例)



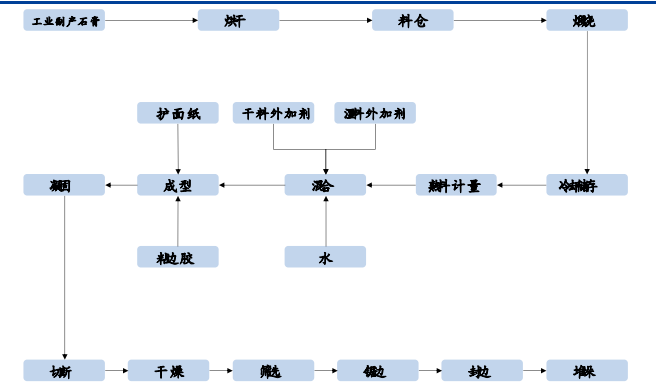
资料来源: 华经产业研究院, 国盛证券研究所

图表 18: 石膏板分类



资料来源: 石膏建材网, 国盛证券研究所

图表 19: 纸面石膏板生产流程



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 纸面石膏板示意图



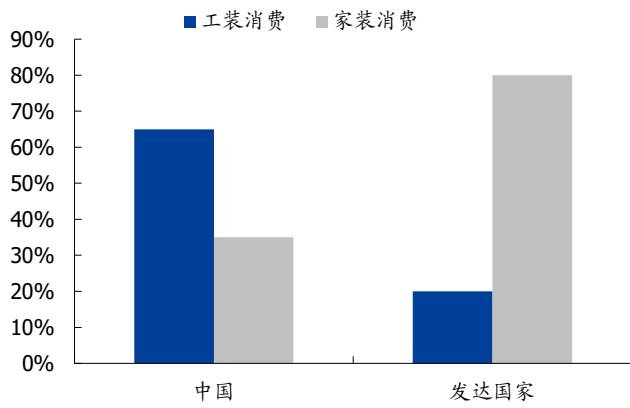
资料来源: 泰山石膏官网, 国盛证券研究所

2.1 需求短期或受竣工冲击，但长期仍有增长点

1) 需求: 新建需求将承压，家装及存量市场有望带来增量

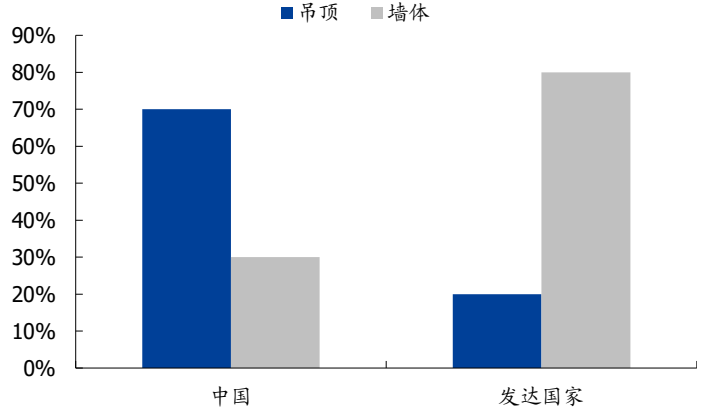
国内石膏板主要应用于工装及吊顶，家装和隔墙领域应用比例较低。我国石膏板消费基本以公用建筑为主，酒店、写字楼、医院、机场、工厂等工装消费约占 65%，住宅领域秦砖汉瓦石墙传统观念深入人心，石膏板仍在推广中，消费占比仅 35%。从应用领域来看，受建筑结构差异影响，我国石膏板约 70%用于吊顶领域，在隔墙领域应用尚少，而美国、日本等发达国家约 80%用于墙体建设。

图表 21: 国内外石膏板消费场景对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

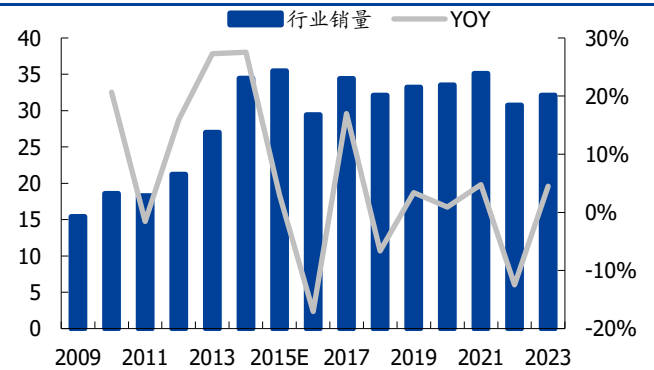
图表 22: 国内外石膏板应用领域对比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

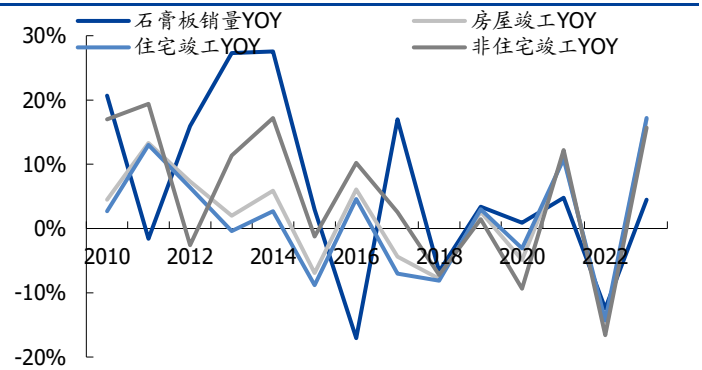
2024年竣工预期下滑, 石膏板公用建筑部分需求稳定, 家装部分或受小幅冲击。2018年以来石膏板产销量变动走势与竣工指标具备一定相关性, 2021年地产竣工需求旺盛, 石膏板产销量达35.1亿平, 为2017年以来新高, 2022年地产资金链紧张以及外部环境扰动导致需求低迷, 石膏板销量30.7亿平, 同比下滑12.5%。2023年竣工回暖叠加商业和办公楼等装修需求恢复, 石膏板销量32.11亿平, 同比增长4.5%。考虑到2024年竣工预期下滑10%以上, 石膏板需求中65%占比的公共建筑需求预计稳定, 占比35%的家装需求短期或受竣工冲击。

图表 23: 2009-2023年石膏板销量及增速 (单位: 亿平; %)



资料来源: Wind, 公司公告, 中国新材院, 国盛证券研究所

图表 24: 石膏板销量与竣工相关指标同比增速 (单位: %)



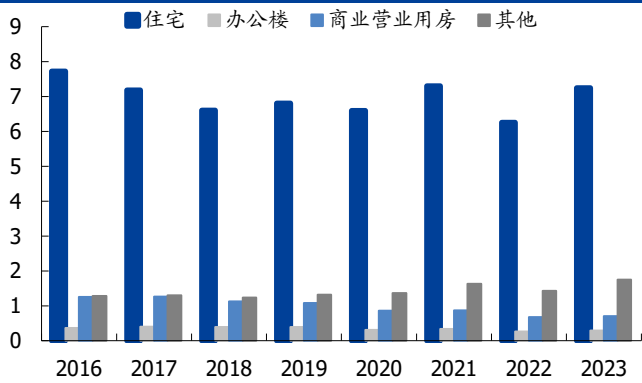
资料来源: Wind, 公司公告, 中国新材院, 国盛证券研究所

家装领域中渗透率提升以及存量房更新占比提升或将推动石膏板需求在长期维度企稳回升。

需求驱动一: 消费者对石膏板认知逐步加深, 住宅领域渗透率有望提升。

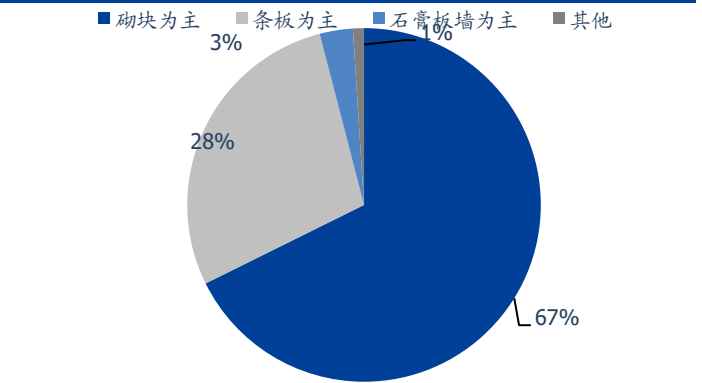
石膏板在住宅隔墙占比较低, 主要受传统消费观念影响。我国住宅竣工面积占房屋竣工面积70%以上, 但石膏板用量仅占35%, 主要系隔墙应用比例低, 根据《石膏板隔墙在精装住宅应用发展白皮书》显示, 房企常用隔墙中砌块和条板占比分别为67%、28%, 石膏板墙占比仅3%, 核心原因在于人们长期以来习惯使用实心墙体, 超过7成的受访者存在“敲击空鼓声就是强度低”, 甚至与“偷工减料”划等号的固有观念。

图表 25: 各类型房屋年度竣工面积 (单位: 亿平)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

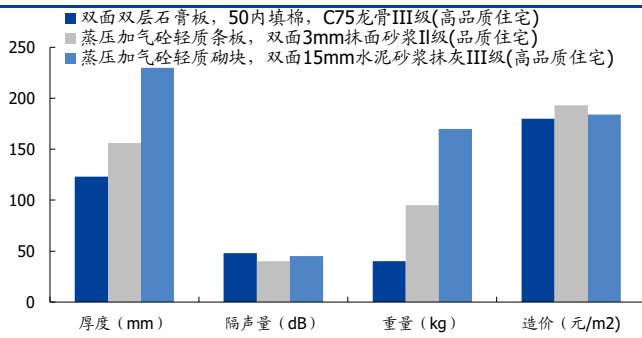
图表 26: 住宅中石膏板用量占比 (单位: %)



资料来源: 石膏板隔墙在精装住宅应用发展白皮书, 国盛证券研究所

石膏板兼具隔声性能和经济性, 消费者认知加深下在住宅领域渗透率有望不断提升。从性能和造价来看, 石膏板隔墙隔声效果好且造价便宜, 在 2A 住宅中石膏板隔墙造价较条板低 7%, 在 3A 住宅中扩大到 37%。同时经过钢球冲击试验、沙袋撞击实验等测试 12mm 标准纸面石膏板及轻钢龙骨组成的隔墙可以满足重度抗冲击性能检验。随着高端酒店、青年公寓各种商用及公共建筑石膏板隔墙的普及以及新一代小业主更开放的态度, 石膏板隔墙在住宅领域的渗透率有望不断提升。

图表 27: 石膏板隔墙系统性能及造价比较



资料来源: 石膏板隔墙在精装住宅应用发展白皮书, 国盛证券研究所 (注: 造价为材料+人工)

图表 28: 石膏板隔墙综合造价比较清单

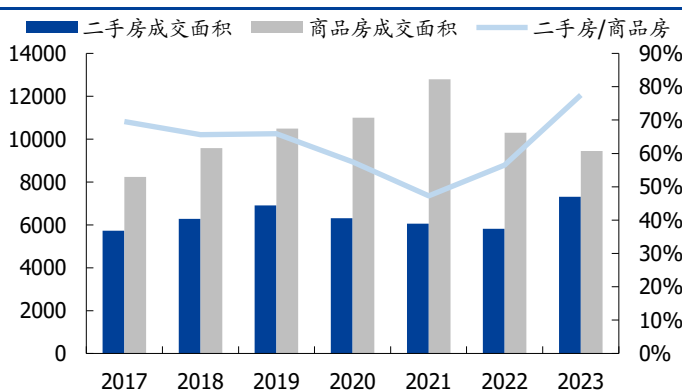
分室墙图例	构件描述	厚度(含抹灰厚度)(mm)	隔声量(dB)	住宅等级	材料(元/m²)	人工(元/m²)	造价(材料+人工)(元/m²)
	双面双层石膏板+50内填棉+C75龙骨	123mm	48dB	III级(高品质住宅)	117.25	62.26	179.51
		106mm	37dB	I级(普通住宅)	98.11	45.27	143.37
	蒸压加气砼轻质条板, 双面3mm抹面砂浆	156mm	40dB	II级(品质住宅)	140.05	52.67	192.72
		206mm	43dB	II级(品质住宅)	180.79	59.65	240.44
		256mm	45dB	III级(高品质住宅)	23.14	63.27	286.41
	蒸压加气砼轻质砌块, 双面15mm水泥砂浆抹灰	180mm	42dB	II级(品质住宅)	67.33	89.16	156.49
		230mm	45dB	III级(高品质住宅)	85.17	99.32	184.49

资料来源: 石膏板隔墙在精装住宅应用发展白皮书, 国盛证券研究所

需求驱动二: 存量房更新需求提升, 弥补部分新建需求下滑。

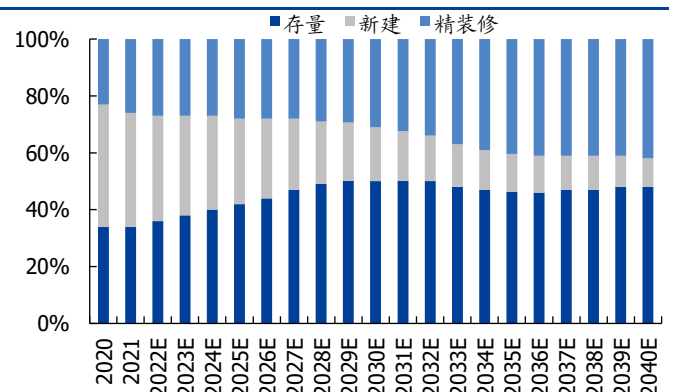
存量更新支撑, 抵御部分需求下滑。一方面酒店、写字楼等工场景的重装频率较高, 另一方面, 2023年商品房成交面积同比降低8.3%, 但二手房成交面积同比增长25.7%, 二手房/商品房比重达77.5%, 同比提升21.0pct, 二手房火热将带来翻新需求增长。同时根据立邦的预测, 存量更新将取代新建成为装修需求的主要来源, 预计2023年存量装修需求占比达38%, 未来占比有望提升至50%。

图表 29: 样本城市二手房、商品房成交面积及比重 (单位: 万平; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 样本城市为深圳、成都、杭州、苏州、厦门、北京、青岛、佛山)

图表 30: 中国不同类型装修需求预测 (单位: %)

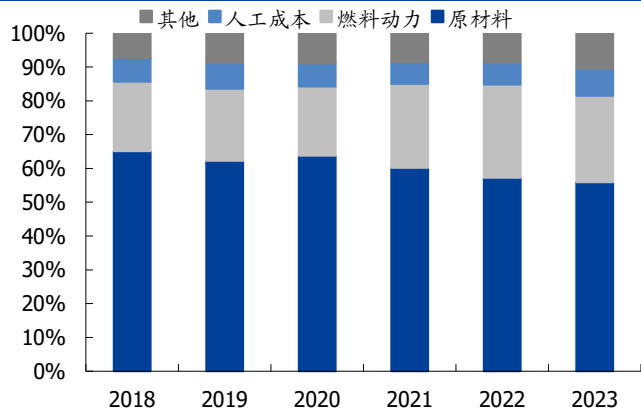


资料来源: 立邦公告, 国盛证券研究所

2.2 成本是行业核心竞争力，公司成本优势突出，创造稳定 ROE

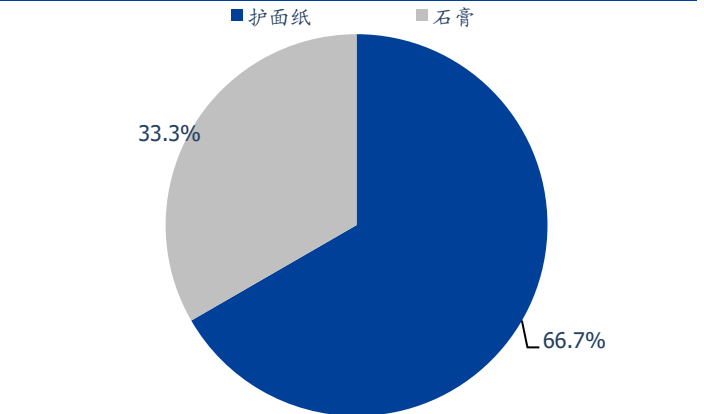
生产成本是石膏板行业核心竞争力：1) 石膏板面积大、价值低及易碎的特性决定其是短腿产品，销售半径一般在 300-500 公里，企业扩张需要配套产能布局；2) 石膏板经销商成本主要为采购及物流在内的进货成本，门店租金及装修成本低，生产型企业的成本优势突出；3) 石膏板企业的生产成本可以拉开差距，以北新建材为例，原材料成本占比约 60%，其中护面纸占总成本比重约 40%，石膏占比约 20%，具备石膏和护面纸资源禀赋的企业优势明显，此外燃料动力成本占比 25%左右，大规模生产可以提高能源的利用效率进而形成规模效应。

图表 31: 北新建材成本结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

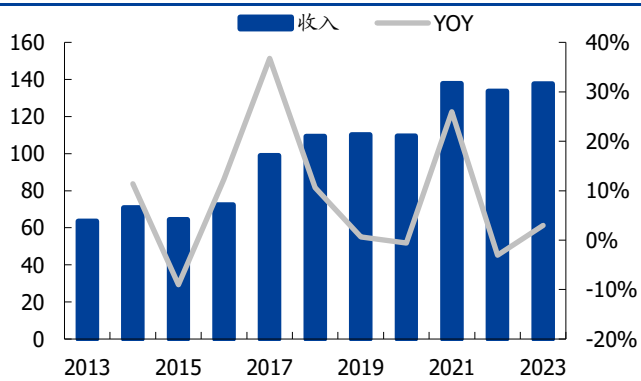
图表 32: 石膏板原材料成本结构 (单位: %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

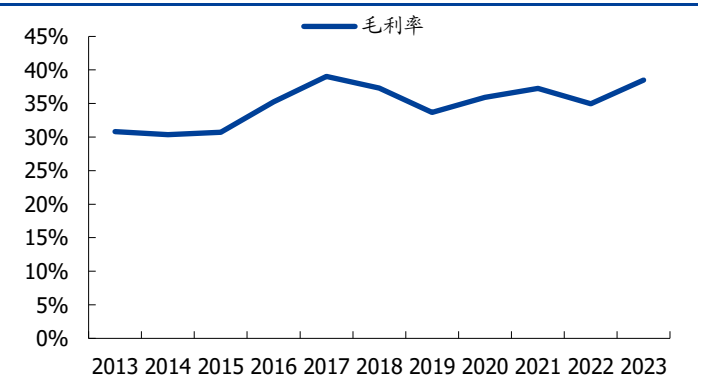
公司石膏板业务在充分竞争、完全开发的市场中取得领先的核心在于率先抢占优势区位扩张产能，实现工厂、市场、原料资源的最优布局，并且通过规模效应、护面纸自供及集采、节能降耗来不断强化成本优势，形成了极强的壁垒，行业内其他企业难以追赶。2023 年公司石膏板业务收入 137.66 亿元，同比增长 3.0%，在地产需求弱复苏下，公司收入端仍然保持稳健，同时成本端煤炭价格回落以及产品结构调整优化，实现毛利率 38.49%，同比提升 3.54pct。

图表 33: 北新建材石膏板收入及增速 (左轴: 亿元; 右轴: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

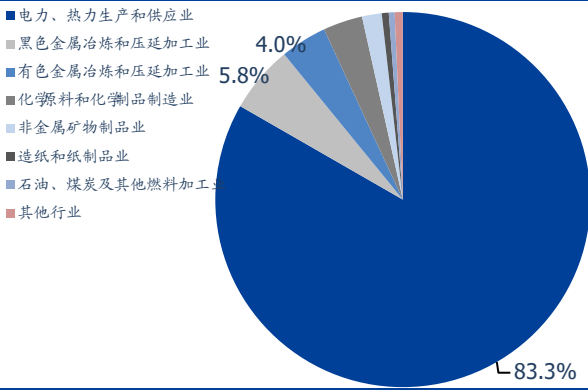
图表 34: 北新建材石膏板毛利率 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

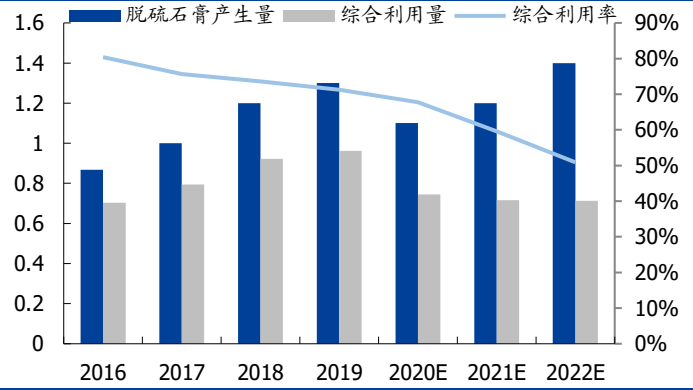
率先抢占优质区位，资源布局制高点。燃煤电厂产生的固废脱硫石膏性价比更高，已替代天然石膏成为石膏板主要原料，目前国内脱硫石膏供应不存在短缺，并且单价仅 50-70 元/吨，企业成本差异主要为物流。公司于 2000 年已自主研发 100% 采用燃煤电厂脱硫石膏替代天然石膏的成套技术，2003 年后新建产线已全部采用脱硫石膏为原料，而其余企业 2007 年后才开始逐步改用。同时公司与同为央企的五大电力集团保持稳固的合作关系，率先在综合市场、原燃材料物流等条件最优地区进行超前产业布局。目前公司脱硫石膏的采购距离一般控制在 100 公里以内，基本确立了脱硫石膏原材料供应和石膏板市场双最优的布局，有效控制物流成本同时形成深厚护城河。

图表 35: 2019 年重点发表调查工业企业的脱硫石膏产生量行业分布



资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

图表 36: 脱硫石膏产生量、利用量及利用率 (左轴: 亿吨; 右轴: %)



资料来源: 生态环境部, 安然《我国脱硫石膏综合利用发展现状及展望》, 国盛证券研究所

图表 37: 北新建材石膏板全国布局



资料来源: 北新建材微信公众号, 国盛证券研究所

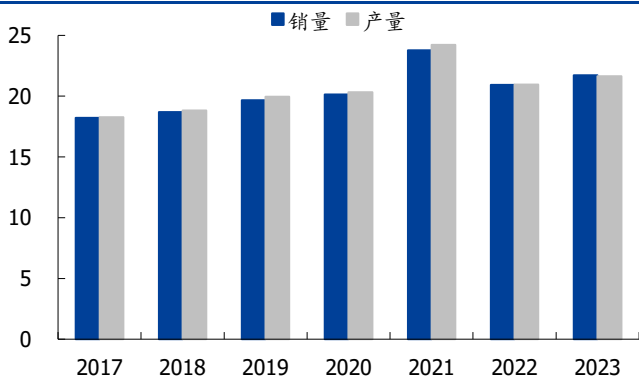
图表 38: 北新建材部分基地周边签约电厂距离



资料来源: 高德地图, 国盛证券研究所

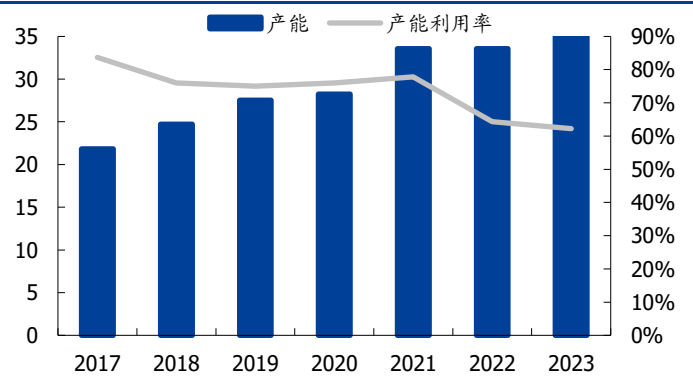
规模效应持续赋能, 成本优势不断夯实。公司 2006 年时产能已跃居全国第一, 后续通过整合泰山石膏和万佳建材来进一步提升自身的规模。截至 2023 年底, 公司国内石膏板生产基地已超过 70 家, 年有效产能达 35.03 亿平方米, 在建项目合计设计产能 1.95 亿平。公司整体产线平均产能超 3000 万平, 参考泰山石膏情况, 57 条产线中仅有 2 条产线产能不足 3000 万平, 规模效应下费用成本得到有效摊薄。

图表 39: 北新建材石膏板产量及销量 (单位: 亿平)



资料来源: ifind, 国盛证券研究所

图表 40: 北新建材石膏板产能及产能利用率 (左轴: 亿平; 右轴: %)



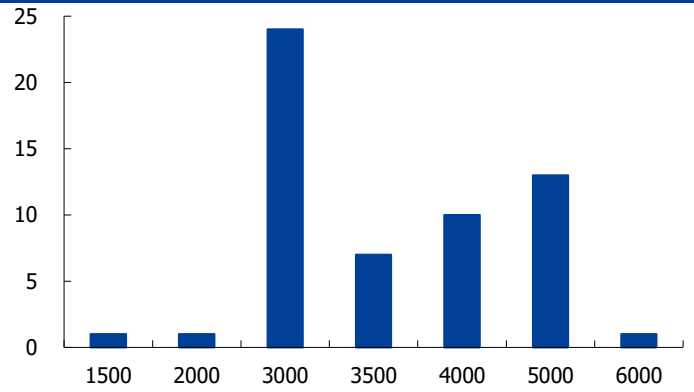
资料来源: ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 41: 北新建材石膏板在建项目 (截至 2023 年底)

在建项目	新增石膏板产能 (万平)	计划总投资 (亿元)
北新建材 (滨州) 石膏板项目	6000	3.1
北新建材 (湖南) 石膏板项目	3000	1.2
北新建材 (海南) 石膏板项目	3000	2.4
泰山石膏 (内蒙古) 石膏板项目	3500	2.1
泰山石膏 (崇左) 石膏板项目	4000	2.5
合计	19500	11.3

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

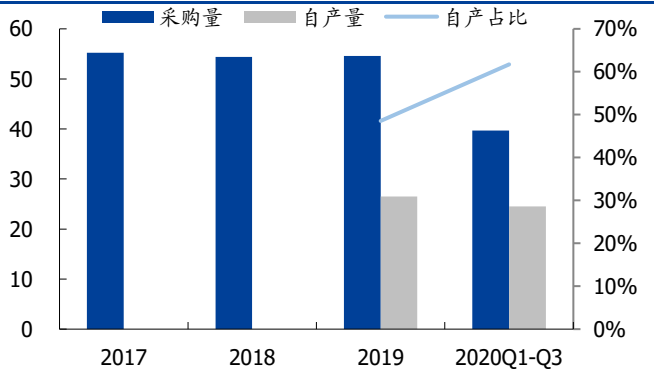
图表 42: 泰山石膏石膏板单线产能情况 (左轴: 条; 横轴: 万平/年)



资料来源: 泰山石膏有限公司 2020 年度跟踪评级报告, 国盛证券研究所

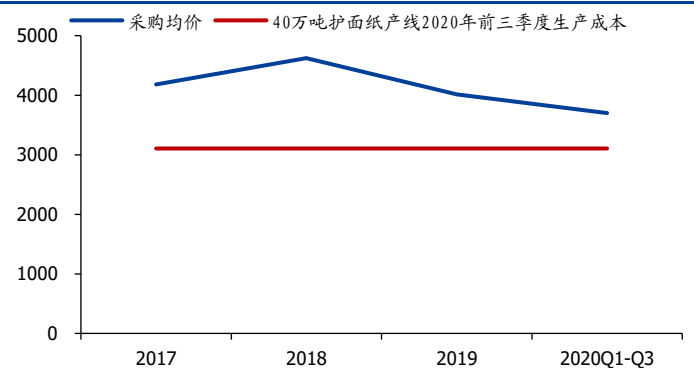
护面纸自供+集中采购, 进一步强化成本优势。护面纸行业产能过剩, 前 4 家企业合计产能占比超过 90%, 寡头垄断格局下议价能力较强。公司护面纸为自产和外采供应相结合, 自产方面, 2020 年 40 万吨产线投产后产能升至 70 万吨, 自给率提升至 60%, 自产部分主要供给泰山石膏, 龙牌及梦牌预计以外采为主, 泰山石膏 2020 年前三季度护面纸采购均价 (含自产) 为 3699.61 元/吨, 40 万吨产线投产成本约 3104.53 元/吨, 显著低于外采价, 足产后的成本优势将进一步凸显。外采方面, 公司采购规模大且与供应商保持长期合作, 拥有一定的议价能力。

图表 43: 泰山石膏护面纸采购及自产量 (左轴: 万吨; 右轴: %)



资料来源: 泰山石膏有限公司 2020 年度跟踪评级报告, 国盛证券研究所

图表 44: 泰山石膏护面纸采购均价 (单位: 元/吨)



资料来源: 泰山石膏有限公司 2020 年度跟踪评级报告, 国盛证券研究所 (注: 生产成本仅用于作图, 并非代表 2017-2019 年间的成本)

技术发力+“一毛钱”节约计划, 助力成本进一步降低。公司采用余热利用及燃煤沸腾炉燃烧技术实现工业废料、废水 100%回收利用, 产品能耗远低于行业标准, 每平方米标准煤耗从 2005 年的 1kg 下降到 2021 年的 0.63kg。同时公司 2022 年以来全力推行“一毛钱”成本节约计划, 力争每平方米石膏板生产成本同比下降一毛钱, 通过对标上一年全年成本数据, 确立降低各种原燃材料单耗及制造费用目标, 以龙牌集团为例, 通过对热风炉系统工艺调整、降低蒸发量等降低煤耗 0.01kg/m²; 通过调整规范石膏板各规格品种降低石膏消耗 0.13kg/m²; 通过降淀粉专项小组的推动降低淀粉 4.37g/m², 多措并举下石膏板生产成本降低 0.0478 元/m², 实现成本费用的全面压降。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/527020031030006061>