

## 强烈推荐-A (首次)

## 北新建材 000786.SZ

目标估值: NA

当前股价: 31.67 元

2020 年 09 月 14 日

### 重振旗鼓，石膏板巨头开拓新赛道

#### 基础数据

上证综指	3260
总股本(万股)	168951
已上市流通股(万股)	168951
总市值(亿元)	535
流通市值(亿元)	535
每股净资产(MRQ)	8.7
ROE(TTM)	13.8
资产负债率	31.1%
主要股东	中国建材股份有限公司
主要股东持股比例	37.83%

#### 股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

#### 相关报告

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn  
S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn  
S1090518080002

我们预测未来装配式装修发展是大趋势,公司围绕“石膏板+”战略,积极拓展龙骨、防水和涂料业务,各项产能达产后,将有效提升市场竞争力。公司对应 2020 年的 PE、PB 分别为 18.1x、3.2x,首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。

- **石膏板需求仍有渗透空间,行业高度集中。**石膏板需求和竣工具有强相关性,在住宅领域需求仍有较大空间。受政策对环保绿色建筑催化和消费者对家装要求提高的影响,我国石膏板单平和人均消费量呈现显著上升趋势。预计 2022 年石膏板市场空间达 200 亿元。我国石膏板行业集中度较高,北新建材 2019 年产量市占率达 60%。随着供给侧改革持续推进,集中度将进一步提升,公司龙头地位得到巩固。
- **北新建材逐渐走出诉讼阴霾,营收增长稳健。**公司为中建材旗下石膏板企业,稳居行业龙头。19 年总营收 133 亿元,同比增长 6%,扣非归母净利润 24 亿元,同比减少 7%。公司产能+渠道全国化布局基本完成。19 年底石膏板年产能达 27.52 亿平米,产能利用率约 75%,产销率 99%。寡头垄断格局下,公司占据绝对品牌优势和成本优势(原料 100%脱硫石膏+自建护面纸产线),同时依托品类协同效应,新业务放量可期。公司重视技术研发,推进石膏板产品的增厚降重,自主研发新产品,拓展产品应用领域,人均创收高增。
- **拓展新品类,进军海外市场。**公司发布“一体两翼、全球布局”战略,以石膏板为“一体”,防水和涂料为“两翼”,同时加强产品品类延伸。**1) 轻钢龙骨:**当前龙骨和石膏板配套率不到 10%,协同效应下龙骨业务放量可期,百分百配套率下有望增收超 300 亿元。**2) 防水:**通过收购迅速跻身第二梯队。**3) 耐火板:**防火材料需求增长,利好耐火石膏板发展。**4) 涂料:**建筑涂料市场空间约 1760 亿元,市场集中度有待提高,公司龙牌涂料发展机遇较大。**5) 海外:**公司海外布局受益于“一带一路”政策扩展迅速,初具雏形。
- **投资建议:**公司依托原有石膏板业务技术优势和品牌优势,注重技术开发,大力发展龙骨业务,进军防水和涂料行业,同时紧抓“一带一路”机遇,开启全球化布局。供给侧改革推动产品量价齐升,公司逐渐走出诉讼阴霾,经营绩效持续优质发展。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 1.75 元、2.08 元,对应 PE 为 18.1 倍、15.2 倍,首次覆盖,给予“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:**原材料价格大幅上涨,地产投资增速大幅下滑,新业务拓展不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	12565	13323	16715	19403	21830
同比增长	13%	6%	25%	16%	13%
营业利润(百万元)	3030	2698	3557	4165	4809
同比增长	11%	-11%	32%	17%	15%
净利润(百万元)	2466	441	2955	3516	4011
同比增长	5%	-82%	570%	19%	14%
每股收益(元)	1.46	0.26	1.75	2.08	2.37
PE	21.7	121.3	18.1	15.2	13.3
PB	3.7	3.8	3.2	2.8	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

## 正文目录

一、石膏板行业：需求空间仍存，行业寡头主导 .....	6
1、存量时代下，石膏板需求仍有渗透空间 .....	6
(1) 石膏板需求和竣工具有较高相关性 .....	6
(2) 石膏板需求向好，市场空间广阔 .....	7
(3) 建筑节能为趋势，装配式发展利好需求 .....	9
2、石膏板行业集中度高，供给侧改革持续推进 .....	10
二、北新建材：稳居行业龙头，谋求新发展空间 .....	12
1、诉讼阴霾渐散，关注优质经营绩效 .....	12
2、产能+渠道全国化布局，贴近终端市场 .....	15
3、各维度竞争优势突出，龙头强者恒强 .....	17
(1) 寡头垄断下品牌优势无出其右 .....	17
(2) 替代品研发+产业链纵向一体化，严守成本优势 .....	19
(3) 重视技术研发，加深护城河 .....	21
(4) 高端产品占比提升，石膏板消费属性增强 .....	23
三、品类拓展+进军海外，公司开启新征程 .....	24
1、依托品类协同优势，龙骨业务放量可期 .....	24
2、收购进军防水领域，迅速跻身前列 .....	25
3、防火材料需求增长，耐火石膏板前景佳 .....	26
4、建筑涂料市场空间大，发展机遇仍存 .....	27
5、紧抓“一带一路”机遇，拓展海外市场 .....	29
四、投资建议 .....	29
五、风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1：石膏板产业链概况 .....	6
图 2：2002-2019 年我国石膏板产量情况 .....	7
图 3：我国石膏板需求和新开工/竣工相关性较高 .....	7
图 4：日本石膏需求和住宅新开工高度相关 .....	7
图 5：美国石膏板出货量和新建私人住宅开工高度相关 .....	7
图 6：2018 年日本石膏板应用场所分布 .....	8

图 7: 2018 年各国纸面石膏板人均使用量 .....	8
图 8: 2019 年日本住宅结构情况 .....	8
图 9: 日本研究的石膏板使用量与房屋烧毁面积关系 .....	8
图 10: 日本单位新开工住宅的石膏板消费量高于我国 .....	8
图 11: 日本石膏板人均消费量高于我国 .....	8
图 12: 2020 年全球石膏板产能分布 (截至 2020M7) .....	10
图 13: 2019 年全球石膏板产能情况 .....	10
图 14: 2020 年美国石膏板产能情况 (截至 2020M7) .....	11
图 15: 2020 年日本石膏板产能情况 (截至 2020M7) .....	11
图 16: 2019 年中国石膏板产能情况 .....	11
图 17: 2019 年中国石膏板行业格局概况 .....	11
图 18: 北新建材发展历程 .....	12
图 19: 北新建材股权结构图 (截至 2020/9/6) .....	12
图 20: 2001-2019 年北新建材非经常性损益 (百万元) .....	13
图 21: 2009-2020H1 北新建材营收及同比增速 .....	13
图 22: 2009-2020H1 北新建材归母净利润及同比增速 .....	13
图 23: 2009-2020H1 北新建材扣非归母净利润及增速 .....	14
图 24: 2009-2020H1 北新建材净利率情况 .....	14
图 25: 2009-2019 年北新建材分产品收入占比 .....	14
图 26: 2009-2019 年北新建材石膏板收入及同比 .....	14
图 27: 2009-2019 年北新建材轻钢龙骨收入及同比 .....	14
图 28: 2009-2019 年北新建材分产品毛利率 .....	14
图 29: 2009-2019 年北新建材分地区收入占比 .....	15
图 30: 2009-2019 年北新建材分地区毛利率 .....	15
图 31: 北新建材石膏板产能利用率维持在 75%左右 .....	15
图 32: 北新建材石膏板基本产销平衡 .....	15
图 33: 公司分区域产线产能不完全统计 (截至 2020H1) .....	16
图 34: 公司分省市产线产能不完全统计 (截至 2020H1) .....	16
图 35: 2012-2019 年北新建材销售费用率及明细 .....	16
图 36: 2012-2019 年北新建材管理费用率 (含研发) .....	16
图 37: 2001-2019 年北新建材应收账款 .....	17

图 38: 2001-2019 年北新建材应收账款周转率 .....	17
图 39: 2000-2019 年北新建材经营活动现金流净额 .....	17
图 40: 北新建材销售现金比率在消费建材龙头中居优 .....	17
图 41: 2012-2019 年泰山石膏营收占公司总营收比例 .....	18
图 42: 北新建材市占率稳步上升（以产量计） .....	18
图 43: 2011-2019 年公司石膏板单位售价/成本/毛利 .....	18
图 44: 2011-2019 年北新建材石膏板成本构成 .....	19
图 45: 2018 年我国纸面石膏板所耗石膏量占比达 19% .....	19
图 46: 2018 年脱硫石膏主要来源统计 .....	20
图 47: 脱硫石膏作为工业副产品有较高的利用率 .....	20
图 48: 2014 年以来国内废纸均价及同比 .....	20
图 49: 2005 年以来进口废纸均价及同比 .....	20
图 50: 2017 年以来进口废纸数量显著减少 .....	21
图 51: 2017-2019 年北新建材护面纸采购价测算 .....	21
图 52: 2013-2019 年北新建材研发支出及占比 .....	22
图 53: 2015-2019 年北新建材研发人员数量及占比 .....	22
图 54: 2015-2019 年北新建材员工职能结构 .....	23
图 55: 2015-2019 年北新建材员工学历结构 .....	23
图 56: 2015-2019 年北新建材员工人均创收 .....	23
图 57: 2012 年以来龙牌销量增速总体大于泰山 .....	23
图 58: 中国人均收入逐年增长（国际元） .....	24
图 59: 人均装修消费额稳增，单平装修价格波动上涨 .....	24
图 60: 公司十大防水产业基地 .....	25
图 61: 北新建材收购前防水行业呈现金字塔形状 .....	26
图 62: 北新建材收购完成后一举进入第二梯队 .....	26
图 63: 2019 年公司与亚士创能、三棵树实际产能对比 .....	28
图 64: 近三年亚士创能功能型建筑涂料产能及利用率 .....	28
表 1: 吊顶工程常用板材对比 .....	6
表 2: 石膏板需求量及市场空间测算 .....	9
表 3: 搭乘装配式建筑政策东风，石膏板吊顶开始向集成吊顶发展 .....	9

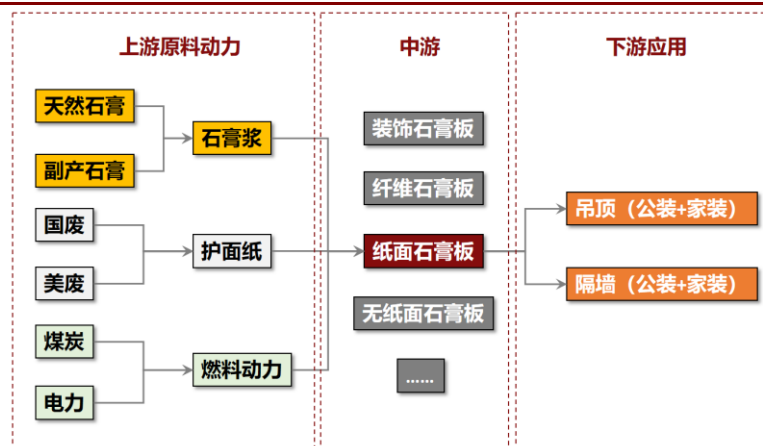
表 4: 全球石膏板产能集中度较高 (截至 2020M7) .....	10
表 5: 公司近期在建纸面石膏板产线产能不完全统计 (截至 2020/9/6) .....	16
表 6: 2020 年北新建材与泰山石膏首选率合计达 45% .....	19
表 7: 2020 年中国品牌 500 强建材类名单 TOP10 .....	19
表 8: 天然石膏和脱硫石膏成分含量对比 .....	20
表 9: 2020 年公司包揽建材行业七项专利排行榜首位 .....	22
表 10: 北新建材不同石膏板产能及配套率下轻钢龙骨收入规模的敏感性分析 .....	24
表 11: 公司轻钢龙骨生产线情况 .....	25
表 12: 北新建材收购防水企业基本情况 (单位: 亿元) .....	25
表 13: 2019 年 2 月住建部出台《建筑防火通用规范 (征求意见稿)》部分条例 .....	27
表 14: 近三年三棵树涂料产能及其利用率 .....	28
表 15: “一带一路”战略主要内容 .....	29
表 16: 公司销售收入结构预测 .....	29
表 17: 公司盈利预测简表 .....	30
附: 财务预测表 .....	32



## 一、石膏板行业：需求空间仍存，行业寡头主导

**石膏板**是一种以建筑石膏为原材料制成的板材，具有轻质、高强度、隔音、绝热、防火及便于加工等特质。按照品类分，主要有纸面石膏板、无纸面石膏板、装饰石膏板、纤维石膏板等，目前纸面石膏板应用较多。

图 1：石膏板产业链概况



资料来源：公开资料整理、招商证券

**物理特性好+可满足造型需求，石膏板成为主流吊顶材料。**吊顶工程是家装中的重要环节，家装吊顶承载了装纳中央空调、新风系统等电气设备的功能，同时由于可见性，又具有美化空间的功能，对于质量、安全性和美观性都有较高要求。市场上常用的吊顶材料主要有 PVC 板、铝扣板和石膏板，在公装中还多用矿棉板。由于石膏板的安全性、物理特性突出，并且便于造型，已成为市场主流。

表 1：吊顶工程常用板材对比

吊顶材料	应用	价格	优点	不足
PVC 板	主要用于卫生间或厨房的隔墙、吊顶。	价格便宜。	重量轻，防潮，防蛀，图案丰富。	材质较脆，容易碎裂。
铝扣板	主要用于客厅、卫生间或厨房。国内高端集成吊顶多用铝扣板。	价格较贵。	具有良好的耐油、防潮、阻燃性能，美观大方，便于运输和使用，而且具有优良的耐腐蚀性，能抵抗各种烟尘和湿度。	对安装要求高，对平整度要求最严格。铝扣板的板型和款式不够丰富。
石膏板	目前市场上的主流，用于客厅、厨卫吊顶。	价格便宜，且物理特性表现良好。	轻质、强度较高、坚韧、不易变形、防火防潮、隔音等优点，安全性能高，节能环保，能满足大部分吊顶造型的需求。	需要与更高安装要求的轻钢龙骨配套使用。

资料来源：公开资料整理、招商证券

### 1、存量时代下，石膏板需求仍有渗透空间

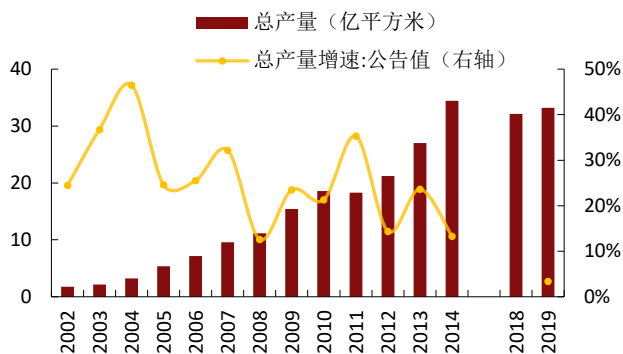
#### （1）石膏板需求和竣工具有较高相关性

**石膏板基本以产定销，需求增速渐缓。**2014 年及以前，我国石膏板产量基本处于规模快速扩大而增速渐缓的状态。据中国建筑材料联合会石膏建材分会数据统计，2019 年我国石膏板产销量约为 33.2 亿平方米，同比增长 3.4%，年产量基本持稳。这一方面和

建材行业的供给侧改革相关，另一方面也要考虑地产进入存量时代。19 年我国石膏板产能约为 46 亿平方米，产能利用率约为 72%。

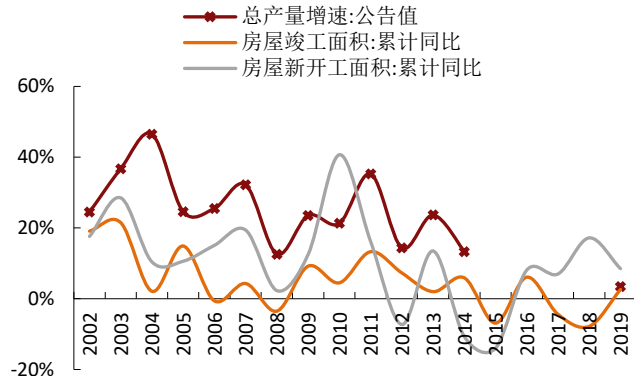
石膏板作为吊顶工程主材，需求和房屋新开工/竣工高度相关。一般来说，在竣工前 3-6 个月开始做石膏板吊顶、隔墙等环节。考虑现在精装房占比提升，装修环节延长施工工期，这一时间差或将相对拉长。从数据来看，新开工面积增速是石膏板需求的领先指标，竣工数据则能更实时地反应需求情况。

图 2：2002-2019 年我国石膏板产量情况



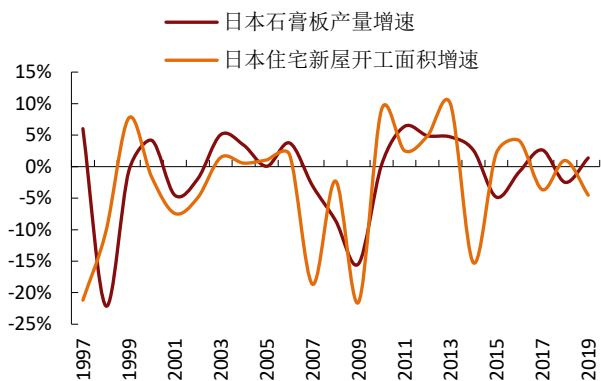
资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会、北新建材年报、招商证券

图 3：我国石膏板需求和新开工/竣工相关性较高



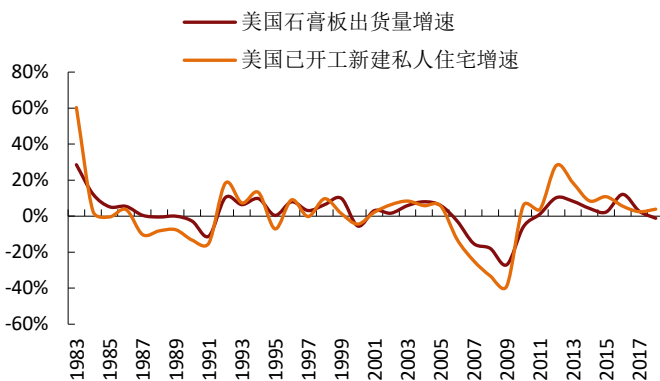
资料来源：中国建筑材料联合会石膏建材分会、北新建材年报、招商证券

图 4：日本石膏需求和住宅新开工高度相关



资料来源：日本石膏协会、Wind、招商证券

图 5：美国石膏板出货量和新建私人住宅开工高度相关

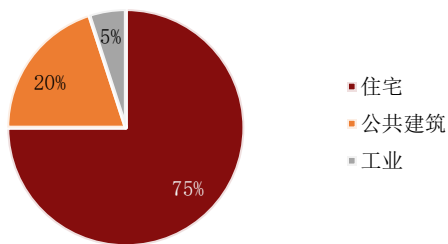


资料来源：Gypsum Association、美国商务部、招商证券

## （2）石膏板需求向好，市场空间广阔

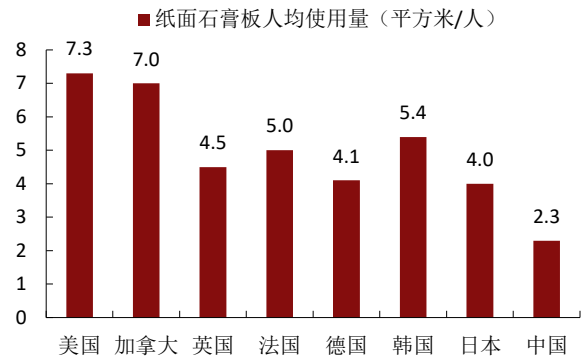
我国住宅领域石膏板需求尚有空间。石膏板主要应用于商业和公共建筑装修或住宅装修中。目前，我国石膏板主要用于吊顶工程中，用于隔墙的石膏板占比约 35%，且主要用于公装，民用住宅隔墙中的石膏板渗透率较低。而据吉野石膏官网披露，2018 年日本有 75% 的石膏板需求来自于住宅。对标国外，我国的石膏板渗透率仍有望进一步提升。

图 6: 2018 年日本石膏板应用场所分布



资料来源: 吉野石膏官网、招商证券

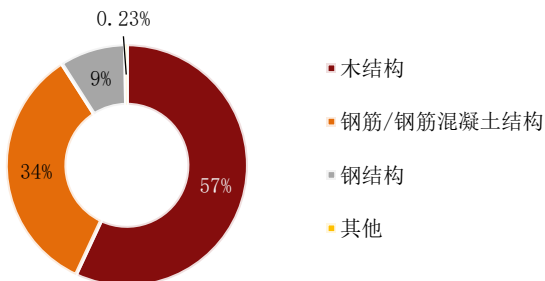
图 7: 2018 年各国纸面石膏板人均使用量



资料来源: 李逸晨, 石膏行业的发展现状及趋势[J], 硫酸工业, 2019, 招商证券

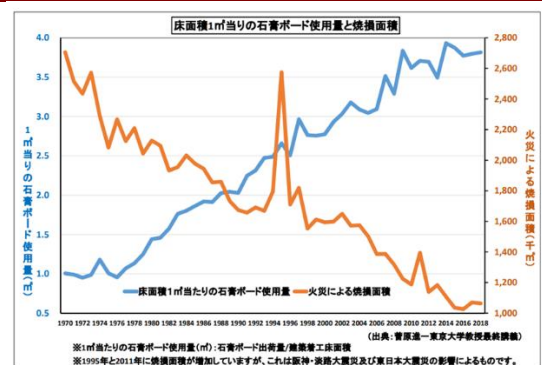
我国石膏板单平/人均消费量相对较低。日本石膏板的单平新开工住宅消费量和人均消费量均显著高于我国, 但我国的单平和人均消费量有显著上升趋势。早期日本石膏板的高渗透率和日本住宅多用木制构件息息相关, 据日本总务省数据测算, 2018 年日本住宅中有 56.94% 的比例采用木结构。石膏板的防火性能优越, 因此在日本的需求更为强劲。而石膏板在我国的增长动力主要来自于政策对环保绿色建筑的催化和消费者对家装要求的提高。

图 8: 2019 年日本住宅结构情况



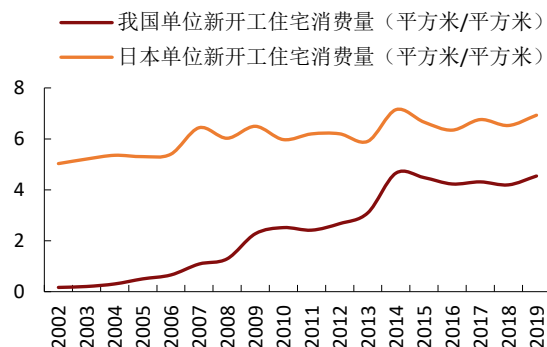
资料来源: 日本总务省、招商证券

图 9: 日本研究的石膏板使用量与房屋烧毁面积关系



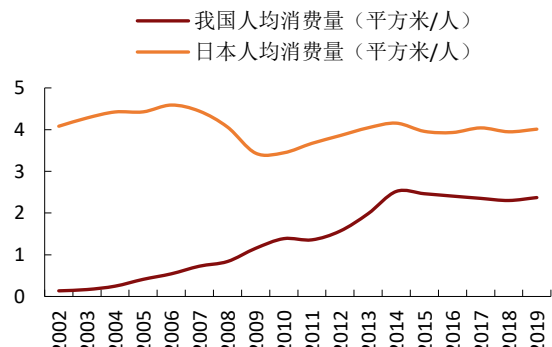
资料来源: 日本石膏协会、招商证券

图 10: 日本单位新开工住宅的石膏板消费量高于我国



资料来源: 日本石膏协会、Wind、招商证券

图 11: 日本石膏板人均消费量高于我国



资料来源: 日本石膏协会、Wind、招商证券



## 市场空间测算基本假设:

- 1) 2020 年竣工面积增速为前五年 CAGR, 2021 年及以后增速维持前值。
- 2) 住宅翻新周期为 10 年, 公共建筑平均翻新周期为 7.5 年 (大型公建约 10 年, 小型公建约 5 年, 假设比例为 50%:50%)。
- 3) 民用住宅/公共建筑的翻新比例约 50%/75%。
- 4) 吊顶面积为建筑面积  $\times 0.7$ ; 隔墙面积为建筑面积  $\times 0.7 \times 3.5$ 。
- 5) 吊顶中单层石膏板和双层石膏板使用比例为 50%:50%; 隔墙中均使用双层石膏板。
- 6) 石膏板售价采用北新建材 (市占率 60%) 19 年综合售价 5.6 元/平米。

经测算, 预计 2022 年石膏板总需求量达到 36 亿平方米, 市场空间近 200 亿元。

表 2: 石膏板需求量及市场空间测算

	2019A	2020E	2021E	2022E
房屋竣工面积:住宅 (万平方米)	68,011	66,641	65,299	63,984
房屋竣工面积:办公楼 (万平方米)	3,923	4,061	4,203	4,349
房屋竣工面积:商业营业用房 (万平方米)	10,814	10,531	10,255	9,986
按增量存量分				
石膏板新增需求 (万平方米)	224,472	224,608	220,526	216,553
石膏板翻新需求 (万平方米)	107,528	114,410	128,913	139,070
按应用场景分				
公装需求 (万平方米)	69,253	70,124	69,772	69,429
家装需求 (万平方米)	262,747	268,894	279,667	286,193
合计				
石膏板总需求 (万平方米)	332,000	339,018	349,439	355,623
石膏板市场空间 (亿元)	186	190	196	199

资料来源: 公开资料整理、招商证券

## (3) 建筑节能为趋势, 装配式发展利好需求

受到建筑节能相关政策的影响, 石膏板吊顶开始向集成吊顶发展。相对于石膏板吊顶, 石膏板集成吊顶全模块化组合, 施工流程简单, 环保节能; 而相对于传统的铝扣板集成吊顶, 石膏板集成吊顶价格更低, 物理性质表现更优 (轻质高强、坚韧、不易变形、防火防潮、隔音效果好、安全性能高)。

表 3: 搭乘装配式建筑政策东风, 石膏板吊顶开始向集成吊顶发展

时间	部门	政策	相关内容
2020 年 2 月	上海住建部	《上海市建筑节能和绿色建筑示范项目专项扶持办法》(修订)	将超低能耗建筑示范项目作为新增补贴项目类型。
2020 年 3 月	北京住建委	《2020 年生态环境保护工作计划和措施》	继续稳步推进装配式建筑工作, 力争 2020 年实现装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30% 以上; 确保到 2020 年底前, 完成 600 万平方米公共建筑节能绿色化改造任务。
2020 年 6 月	发改委	《绿色债券支持项目目录(2020 年版)》(征求意见稿)	将绿色建筑项目及购置消费、绿色建材纳入绿色金融支持范围。

时间	部门	政策	相关内容
2020 年 7 月	住建部	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	大力发展装配式建筑；建筑工业化升级、积极推行绿色建造；到 2025 年，劳动生产率明显提高，环保效应显著。推动形成智能建造龙头企业，带动中小企业智能建造升级。到 2035 年，我国智能建造与建筑工业化协同发展取得显著进展，“中国建造”核心竞争力世界领先，建筑工业化全面实现。
2020 年 7 月	发改委	《绿色建筑创建行动方案》	到 2022 年，当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达 70%，装配化建造方式占比提升，绿色建材应用扩大；大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构；提高装配式建筑构配件标准化水平；推动装配式装修；打造装配式建筑产业基地，提升建造水平。
2020 年 7 月	北京市场监管局	《居住建筑节能设计标准》	居住建筑节能率目标由 75% 提升至 80% 以上；这一北京市地方标准将于 2021 年 1 月 1 日正式实施。

资料来源：公开资料整理、招商证券

## 2、石膏板行业集中度高，供给侧改革持续推进

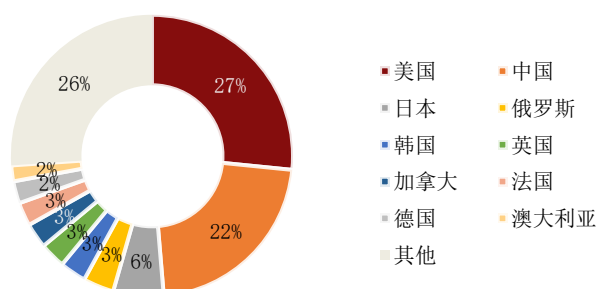
石膏板行业集中度较高，美中日为主要产出国。据 Global Gypsum 统计，截至 2020 年 7 月，全球共 107 家石膏板企业，合计年产能达 136.58 亿平方米。其中，93% 的产能份额由头部 25 家企业提供，整体行业集中度较高。按国别来区分，美国/中国/日本分别占据了全球 27%/22%/6% 的产能份额，总计达 55%，美中日为石膏板的主要产出国。

表 4：全球石膏板产能集中度较高（截至 2020M7）

排名	年产能（亿平方米）	占比
TOP25	126.87	93%
TOP26-50	5.57	4%
TOP51-75	3.00	2%
TOP76-107	1.14	1%
TOTAL	136.58	100%

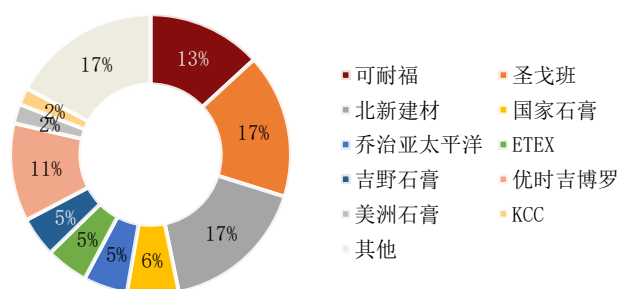
资料来源：Global Gypsum、招商证券；注：Global Gypsum 所统计产能与公司年报官方披露产能有一定出入，但胜在数据统计较为全面，在此仅作参考。

图 12：2020 年全球石膏板产能分布（截至 2020M7）



资料来源：Global Gypsum、招商证券

图 13：2019 年全球石膏板产能情况



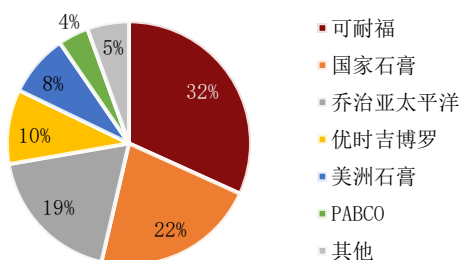
资料来源：Global Gypsum、北新建材年报、招商证券；注：根据 Global Gypsum 数据及 2020 年部分公司产能变动测算得

## 美中日三国石膏板行业均呈现寡头垄断格局：

1) 美国石膏板行业寡头数量较多，且排名有所变动，格局尚未稳定。2016 年美国石膏板产能第一仍属于 USG，占据美国市场份额 26.5%；而随着 2020 年 Knauf（可耐福）收购了 USG（优时吉）在美国的 11.54 亿平方米的产能，行业龙头易主。

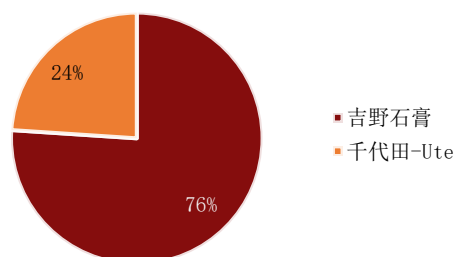
2) 日本石膏板行业由吉野石膏和千代田-Ute 瓜分市场。2016 年吉野石膏与千代田-Ute 的市场占比约为 8:2，而到 2020 年该比例基本持稳，市场格局较为稳固，吉野石膏占据龙头地位。

图 14：2020 年美国石膏板产能情况（截至 2020M7）



资料来源：Global Gypsum、招商证券；注：2020 年优时吉博罗的美国产能（共计 11.54 亿平方米/年）被可耐福收购。

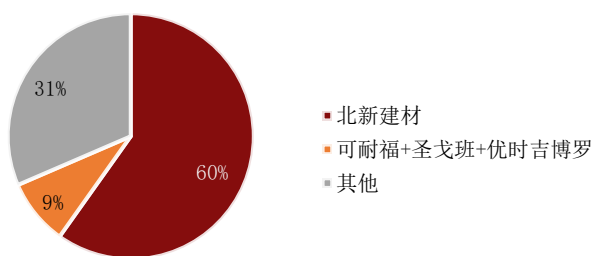
图 15：2020 年日本石膏板产能情况（截至 2020M7）



资料来源：Global Gypsum、招商证券

3) 中国石膏板行业中，北新建材一家独大。三家外资品牌的产能市占率由 2016 年的 12%下降至目前约 9%，而北新建材的国内市占率稳步提升，2019 年底达到 60%。按照产能划分，我国石膏板产能第一梯队为北新建材，截至 2020 年上半年，产能达到 27.52 亿平方米；第二梯队为三家外资品牌，据不完全统计，合计在华产能约为 4 亿平方米左右；第三梯队为数量众多的小型民企。

图 16：2019 年中国石膏板产能情况



资料来源：北新建材年报、Global Gypsum、招商证券

图 17：2019 年中国石膏板行业格局概况



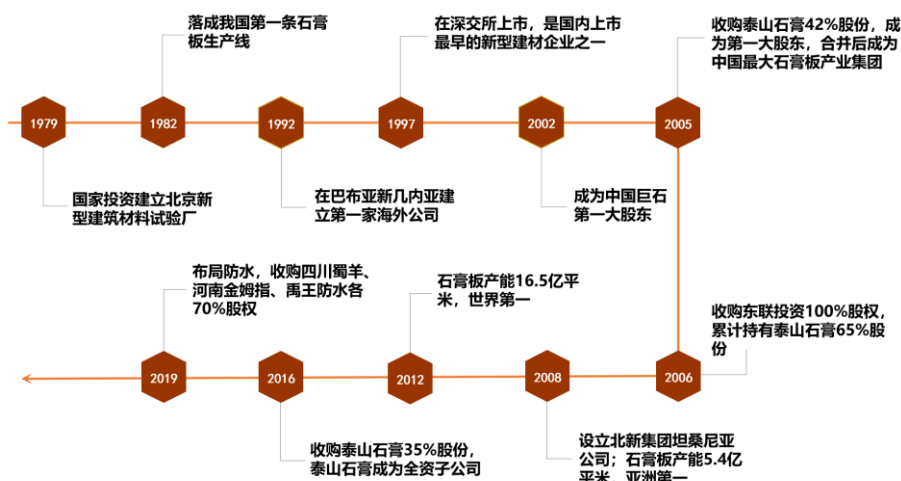
资料来源：Global Gypsum、招商证券

深化供给侧改革，行业集中度有望持续提升。2017 年，石膏板行业被纳入错峰停窑范围内。2019 年供给侧改革仍在推进，发改委发布的《产业结构调整指导目录（2019 年本）》中指出，除西藏外，限制“3000 万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线”，淘汰“1000 万平方米/年（不含）以下的纸面石膏板生产线”。随着供给端收缩，落后产能淘汰，行业出清持续进行，集中度将进一步提升，利好行业龙头巩固地位，提高市占率。

## 二、北新建材：稳居行业龙头，谋求新发展空间

北新集团建材股份有限公司（简称“北新建材”，000786.SZ）是世界 500 强中央企业中国建材集团所属绿色建筑新材料产业平台，1979 年成立，1997 年在深交所上市，目前已发展成为中国最大的绿色建筑新材料集团、全球最大的石膏板产业集团。

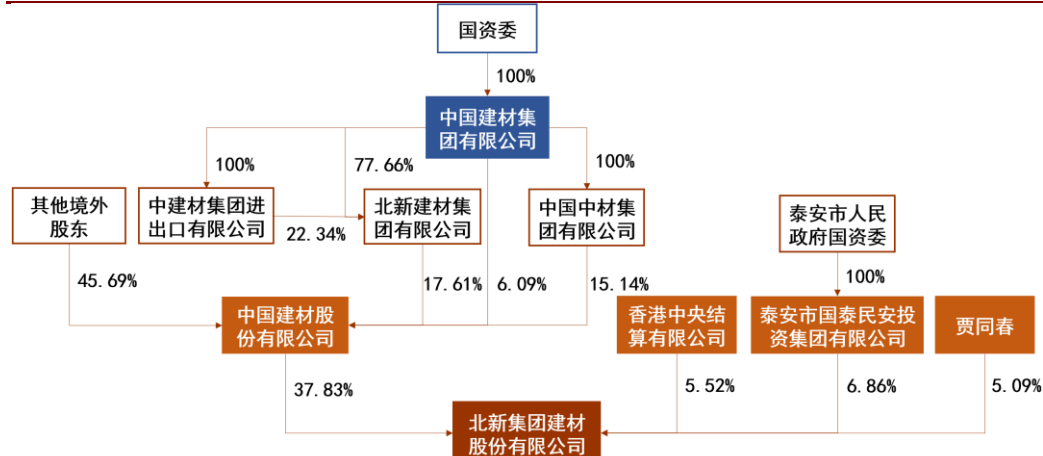
图 18：北新建材发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、招商证券

公司为中建材旗下石膏板企业，股权结构稳定。公司实际控制人为中国建材集团。截至 2020 年 9 月 6 日，中国建材集团持有公司总股本的 37.83%，为公司实控人。

图 19：北新建材股权结构图（截至 2020/9/6）



资料来源：公司公告、招商证券

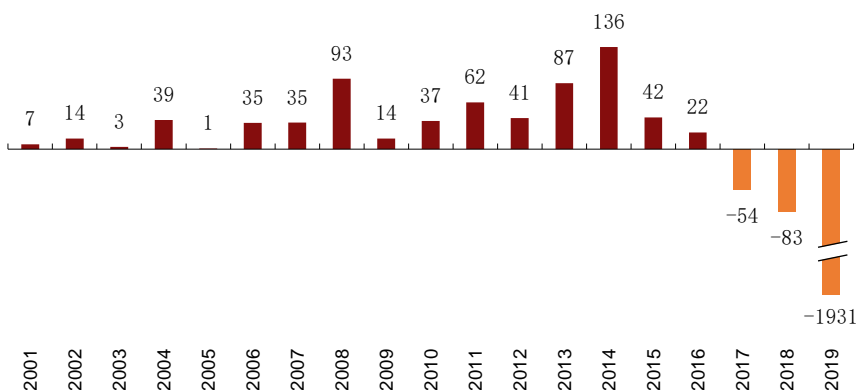
### 1、诉讼阴霾渐散，关注优质经营绩效

“农夫与蛇”故事进入终章，公司逐渐走出诉讼阴霾。2005 年，美国大量房屋住宅受灾于卡特里娜飓风等多起恶劣天气灾难，美国国内石膏板短时间供不应求，从中国进口了部分石膏板。2006-2008 年，公司及其子公司泰山石膏向美国出口石膏板共计约 1424 万平方米，占公司 06-08 年总产量的 1.62%。2010 年 5 月以来，公司及泰山石膏陷入

“美国石膏板诉讼案”泥潭（美方称公司产品不达标）。直至 2019 年 8 月 9 日，公司与泰山石膏才与大部分原告签署了全面和解及集体和解协议。

截至 2020 年 6 月 30 日，泰山石膏就本诉讼累积发生的律师费、差旅费、判决金额、和解费等共计人民币 24.79 亿元，北新建材就本诉讼累积发生的律师费、差旅费、和解费等共计人民币 2.21 亿元，上述金额合计人民币 27.00 亿元。

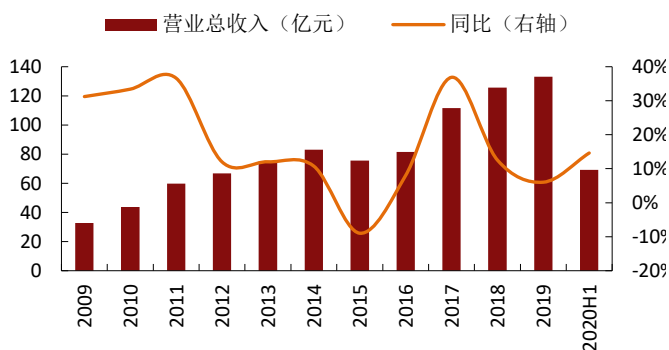
图 20：2001-2019 年北新建材非经常性损益（百万元）



资料来源：Wind、招商证券

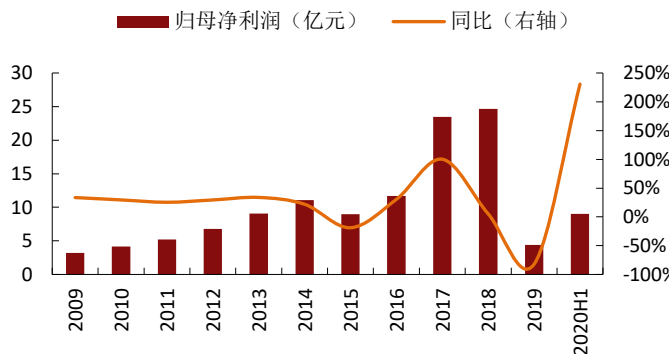
受益于供给侧改革，近年业绩大增。公司 2019 年实现总营收 133.23 亿元，同比增长 6.03%，当年新收购的防水企业并表为营收增长做出了一定贡献（四川蜀羊 10 月底并表，河南金拇指、禹王 12 月底并表）；归母净利润 4.41 亿元，同比减少 82.11%，主要是受支付美国石膏板事项和解费的影响；扣非后归母净利润 23.72 亿元，同比减少 6.94%。十年来营收 CAGR 为 15.06%，扣非后归母净利润 CAGR 为 22.65%，总体来说稳健增长。其中，17 年公司收入和利润的阶跃式增长主要受益于当年石膏板行业深化供给侧改革，供给端收缩带动产品量价齐升。

图 21：2009-2020H1 北新建材营收及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

图 22：2009-2020H1 北新建材归母净利润及同比增速

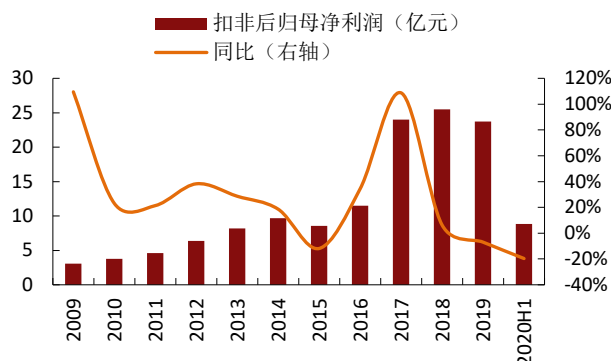


资料来源：Wind、招商证券

2020 年 H1 营收同比回升主要归因于 Q1 新冠疫情对产品需求带来的滞后影响于 Q2 减轻，Q2 房屋销售和竣工回暖，后期需求释放，带动业绩增长；诉讼和解也有助于账面利润恢复正常水平。

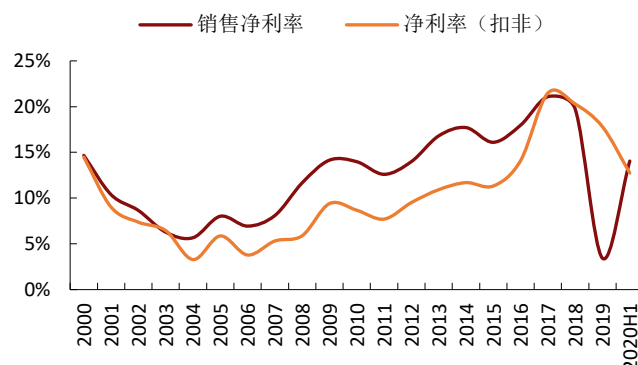


图 23: 2009-2020H1 北新建材扣非归母净利润及增速



资料来源: Wind、招商证券; 注: 关注扣非后归母净利润可剔除美国石膏板诉讼案所致的阶段性非经常性损益影响

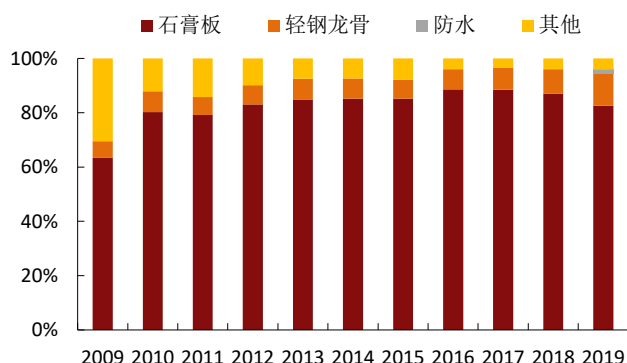
图 24: 2009-2020H1 北新建材净利率情况



资料来源: Wind、招商证券

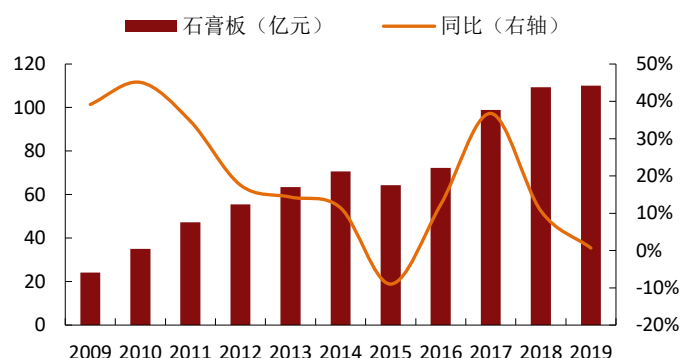
公司以石膏板和轻钢龙骨为主业，自 2019 年起进军防水行业。2019 年，石膏板业务实现营收 72.97 亿元，同比增长 0.66%；轻钢龙骨业务实现营收 1.18 亿元，同比增长 37.24%；防水业务实现首年并表营收 2.05 亿元。2009 年至 2019 年，石膏板营业收入 CAGR（16.37%）与轻钢龙骨营业收入 CAGR（20.88%）均高于公司总营收 CAGR（15.06%）。

图 25: 2009-2019 年北新建材分产品收入占比



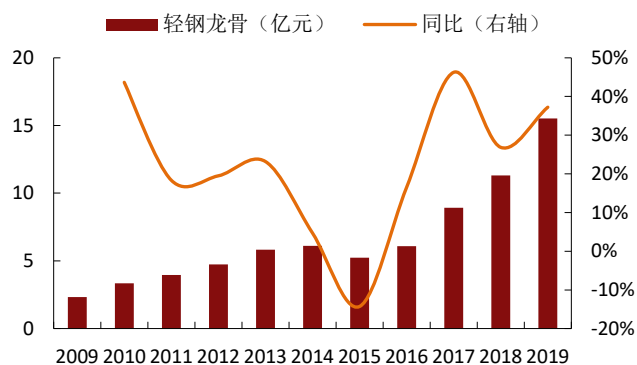
资料来源: Wind、招商证券

图 26: 2009-2019 年北新建材石膏板收入及同比



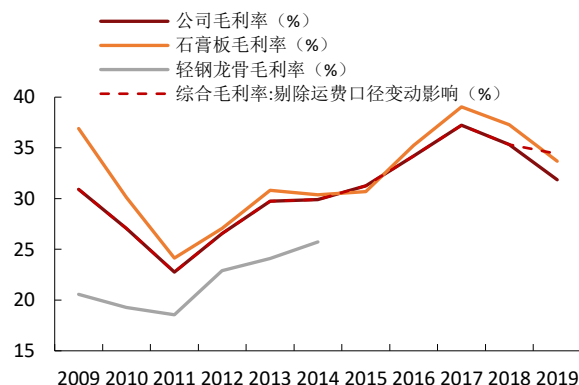
资料来源: Wind、招商证券

图 27: 2009-2019 年北新建材轻钢龙骨收入及同比



资料来源: Wind、招商证券

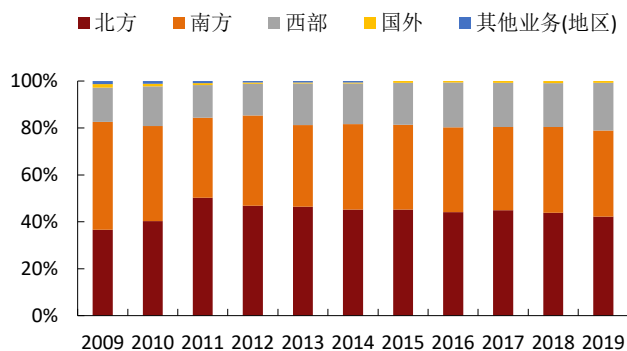
图 28: 2009-2019 年北新建材分产品毛利率



资料来源: Wind、招商证券

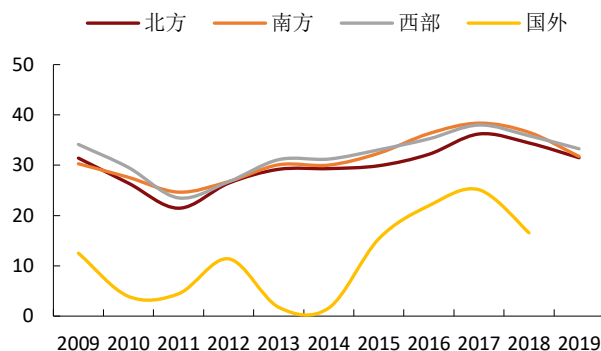
2011 年以来毛利率上行趋势显著。公司毛利率受到最大业务板块石膏板业务毛利率波动的影响，其中 2017 年至 2018 年主要受石膏板原材料废纸价格大幅上涨的影响，期间毛利率下降 1.75pp 至 37.29%；2019 年毛利率下降主因系依据新收入准则，将 3.4 亿元销售相关运费归入营业成本所致，统一口径后，2017 年至 2019 年的综合毛利率累计下降 2.82pp 至 34.41%（若不剔除运费口径变动影响，19 年报表值为 31.86%）。

图 29：2009-2019 年北新建材分地区收入占比



资料来源：Wind、招商证券

图 30：2009-2019 年北新建材分地区毛利率



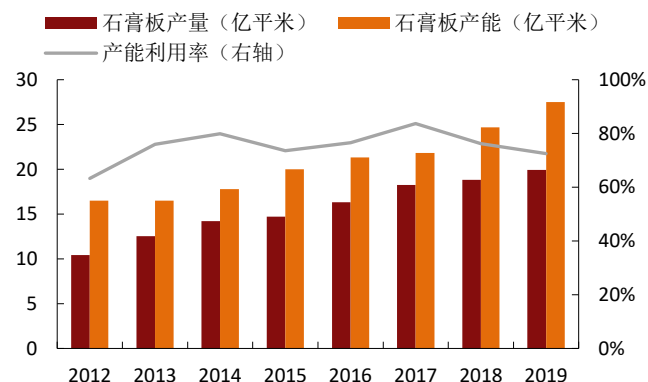
资料来源：Wind、招商证券

国内市场始终占据主导地位，各地区分布均衡，毛利率远超国外市场。营业收入方面，近十年国内业务营收占比都处于 97% 以上，2015 年以来占比达 99%。毛利率方面，国内业务毛利率总趋势保持稳健增长，近两年有所回落，主要受原材料废纸价格上涨的影响；国外毛利率长期较低且波动幅度大，一是由于美国石膏板诉讼案对公司造成了较大的不良影响，二是由于国内产能布局已比较完善，与国外相比，国内具有更大的销售成本优势，而国外销售面临的竞争对手较多，也降低了国外毛利率。

## 2、产能+渠道全国化布局，贴近终端市场

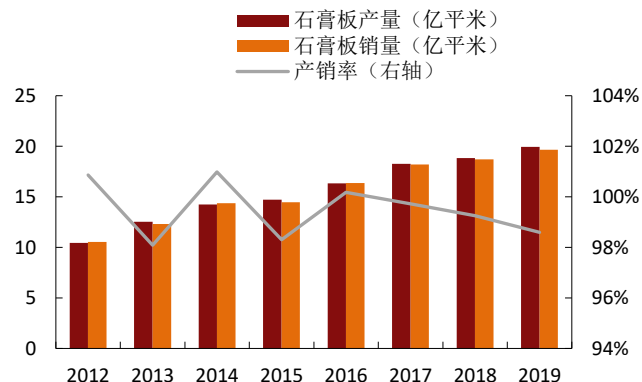
公司石膏板产能利用率高位稳定，产销基本平衡。2012 年起，公司成为产能世界第一的石膏板生产基地，产能保持稳健增长趋势，2019 年底公司石膏板年产能达 27.52 亿平米，2012-2019 年产能 CAGR 为 5.25%。2013 年以来，产能利用率始终保持在 70% 以上。2012 年至今，公司石膏板产量及销量稳步增长，已形成成熟市场，产销率保持在 98% 以上。

图 31：北新建材石膏板产能利用率维持在 75% 左右



资料来源：公司公告、招商证券

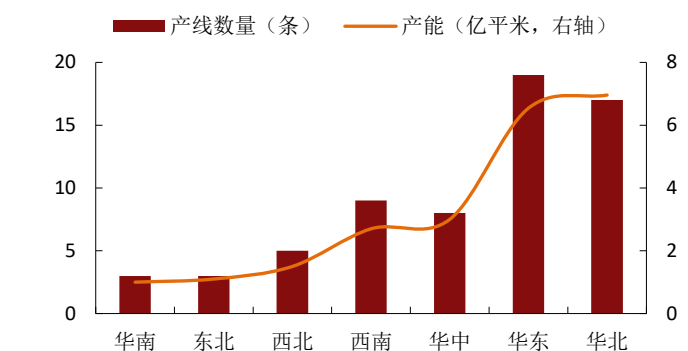
图 32：北新建材石膏板基本产销平衡



资料来源：公司公告、招商证券

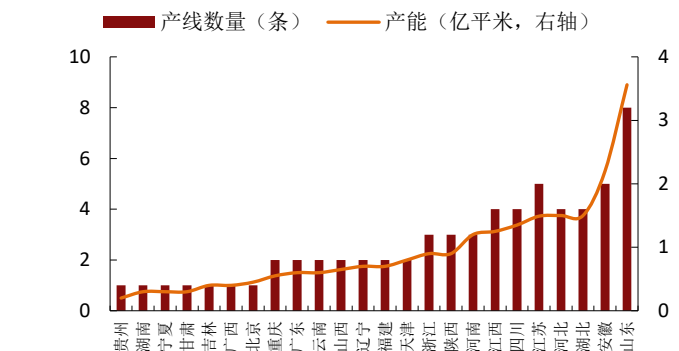
全国化产能布局基本完成，启动全球化布局战略。截至 2020 年上半年，公司已经在全国超过 24 个省市范围内建立起超过 60 条石膏板生产线，合计产能达 27.52 亿平方米。公司于 2019 年开启石膏板全球产能 50 亿平方米布局，配套进行 50 万吨龙骨产能布局。公司拟扩建坦桑尼亚生产线，新建乌兹别克斯坦生产线，泰山石膏拟新建埃及生产线，加快推进产能布局全球化。

图 33: 公司分区域产线产能不完全统计 (截至 2020H1)



资料来源：公司公告、招商证券

图 34: 公司分省市产线产能不完全统计 (截至 2020H1)



资料来源：公司公告、招商证券

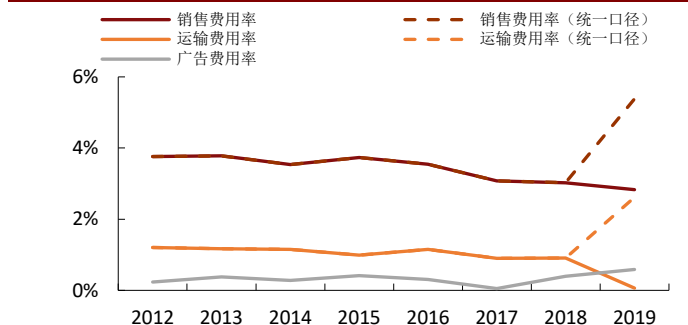
表 5: 公司近期在建纸面石膏板产线产能不完全统计 (截至 2020/9/6)

公司	地点	产能 (亿平方米)	公告日期
北新建材	湖南长沙	0.3	2014.8.20
	山西朔州	0.3	2019.4.29
	坦桑尼亚	1.5	2019.8.20
	乌兹别克斯坦	0.4	2019.8.20
泰山石膏	山西忻州	0.35	2018.4.27
	湖北宜昌	0.5	2019.3.20
	埃及	0.35	2019.12.21

资料来源：公司公告、招商证券

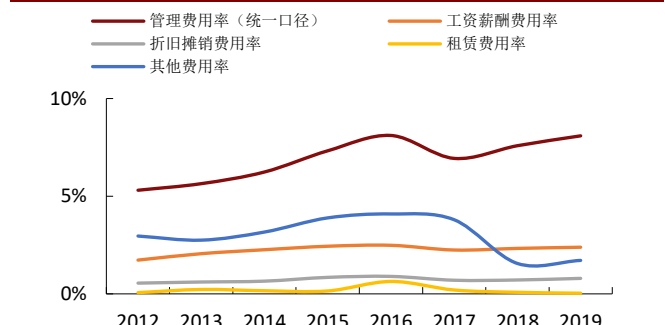
公司已建立起全国性营销网络。公司石膏板产品以销定产，石膏板等产品主要通过经销商销售，营销网络已深入全国各大城市及发达地区县级市。通过密集的经销商销售网络和扁平化管理，开展与房地产开发商、公装公司和家装公司的全方位深度合作，有效掌握终端市场。2019 年公司提升客户服务，加大了产品物流配送比例，导致销售费用率（统一运费口径后）同比提升 2.36pp 至 5.38%。

图 35: 2012-2019 年北新建材销售费用率及明细



资料来源：Wind、公司年报、招商证券；注：“统一口径”指将 19 年被归入营业成本部分的 3.4 亿元销售相关运费重新纳入运输费用中

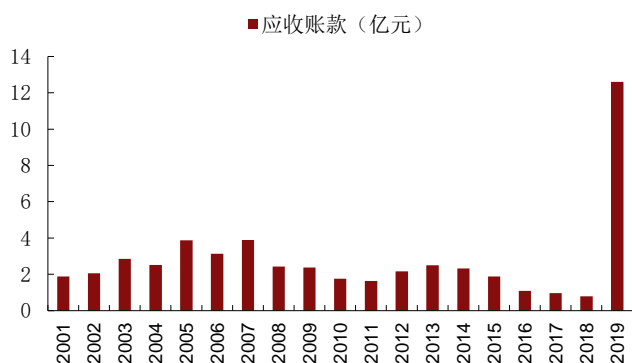
图 36: 2012-2019 年北新建材管理费用率 (含研发)



资料来源：Wind、公司年报、招商证券；注：“统一口径”指将 18、19 年独立分列的研发费用重新归入到管理费用中

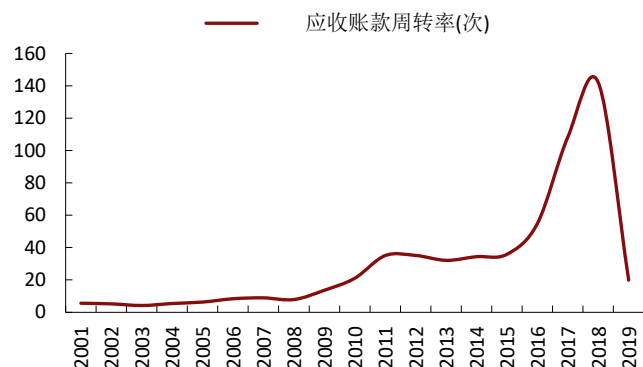
应收账款周转率较高，账期把控能力强。公司大部分订单采用现金结算，利于维持较高的应收账款周转率。子公司泰山石膏面对大部分工程客户（包括新开发客户、外贸客户）和建材超市的供货合同实施先付款、后发货的结算原则，面对深度合作的老客户，则设以信用额度制度循环发货，但月余额不可超过限额。2017 年公司应收账款周转率急剧上升主要源于当年营业收入同比大幅上涨了 36.88%。2019 年因收购三家防水材料企业，应收账款增加，致使应收账款周转率大幅下滑。

图 37：2001-2019 年北新建材应收账款



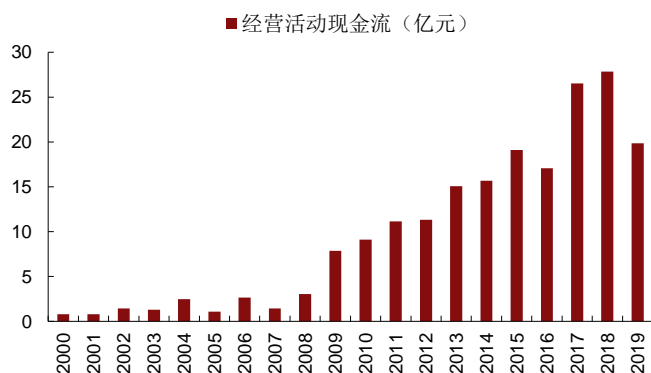
资料来源：Wind、招商证券

图 38：2001-2019 年北新建材应收账款周转率



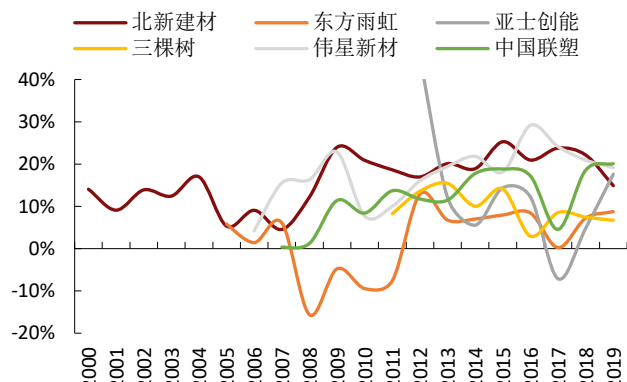
资料来源：Wind、招商证券

图 39：2000-2019 年北新建材经营活动现金流净额



资料来源：Wind、招商证券

图 40：北新建材销售现金比率在消费建材龙头中居优



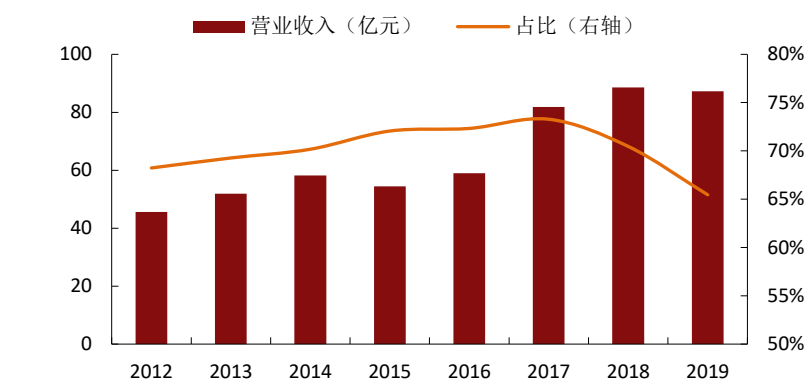
资料来源：Wind、招商证券

### 3、各维度竞争优势突出，龙头强者恒强

#### (1) 寡头垄断下品牌优势无出其右

联合重组拓布局，多品牌覆盖全级别市场。2005 年，公司将泰山石膏纳入麾下；2018 年，公司通过联合重组第二大石膏板集团万佳建材，并设立“梦牌新材料有限公司”（北新建材持股 70%），新打造“梦牌”石膏板，拥有 1.9 亿平方米的石膏板产能。此前，公司“龙牌”下产品包括石膏板、矿棉板、轻钢龙骨、烤漆龙骨、岩棉、涂料等，主要定位于高端市场；“泰山”品牌为子公司泰山石膏所属，主要针对中低端市场。至此，三品牌的融合实现了全级别的市场覆盖。资源和市场容量限制+产品同质化下优质品牌的高客户黏度，成为公司在石膏板行业圈地扩张的重要盾牌，大大降低潜在进入者威胁。

图 41: 2012-2019 年泰山石膏营收占公司总营收比例



资料来源：公司年报、招商证券

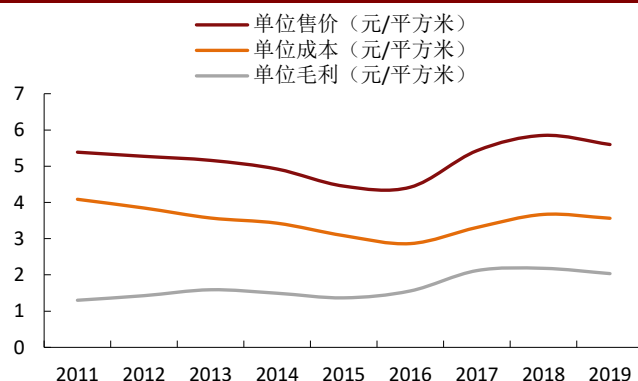
泰山石膏为北新建材的营收做出了主要贡献。泰山石膏营业收入稳健上涨，变化趋势与北新建材营收变化趋势总体吻合。泰山石膏 2012 年至 2019 年营收 CAGR 为 9.70%，略小于北新建材同期营收 CAGR (10.35%)。近年来由于北新建材大规模扩产，轻钢龙骨业务逐渐放量，19 年并表防水业务，泰山石膏营收占比相对有所下滑，但仍保持在 65% 以上。

图 42: 北新建材市占率稳步上升 (以产量计)



资料来源：国家统计局、公司年报、招商证券

图 43: 2011-2019 年公司石膏板单位售价/成本/毛利



资料来源：Wind、公司年报、招商证券；注：为统一口径，2019 年石膏板营业成本中按比例剔除销售相关运费

北新建材市占率和首选率双高，外资品牌受挤压。考虑石膏板市场目前由供给主导，以产量计，北新建材的市场份额稳步上升。2016 年公司收购泰山石膏剩余股权实现全资控股后市占率快速提升，17 年起产量市占率超 50%，19 年达 60%，石膏板行业寡头垄断格局加剧。而在房地产首选品牌中，近三年来，北新建材下的“龙牌”石膏板与泰山石膏的首选率合计超过 40%，其中，北新建材稳居榜首，泰山石膏快速攀升至榜眼，而外资品牌如圣戈班、可耐福、优时吉博罗等排名小幅下滑。截至 2020 年 8 月 20 日，公司品牌价值连年创新高，品牌价值达到 752.65 亿元，位居中国 500 最具价值品牌第 71 位、建材类第 3 位。高市占率和品牌价值带来强议价权，面对 2017 年的单位成本上行，公司通过提价覆盖成本涨幅，实现毛利率的提升。



表 6: 2020 年北新建材与泰山石膏首选率合计达 45%

石膏板 2018			2019			2020		
排序	品牌	首选	品牌	首选	品牌	品牌	首选	品牌
1	北新建材	29%	北新建材	29%	北新建材	北新建材	29%	北新建材
2	圣戈班石膏	16%	泰山石膏	15%	泰山石膏	泰山石膏	16%	泰山石膏
3	可耐福	11%	可耐福	12%	可耐福	可耐福	12%	可耐福
4	泰山石膏	11%	兔宝宝	9%	兔宝宝	兔宝宝	9%	兔宝宝
5	优时吉博罗	9%	圣戈班石膏	8%	圣戈班石膏	圣戈班石膏	8%	圣戈班石膏
6	杰森	7%	优时吉博罗	7%	优时吉博罗	优时吉博罗	7%	优时吉博罗
7	洛斐尔	4%	洛斐尔投资	6%	洛斐尔	洛斐尔	6%	洛斐尔
8	拜尔	4%	千年舟	4%	千年舟	千年舟	4%	千年舟
9	千年舟	3%	杰森	3%	杰森	杰森	3%	杰森
10	兔宝宝	2%	拜尔	2%	拜尔	拜尔	2%	拜尔

资料来源: 优采平台、招商证券

表 7: 2020 年中国品牌 500 强建材类名单 TOP10

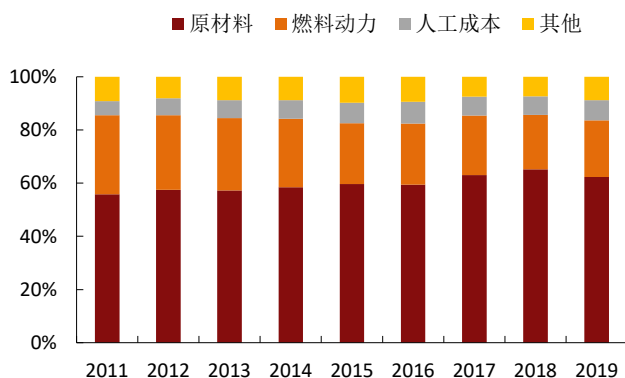
全国排名	建材类排名	品牌名称	品牌价值 (亿元)
45	1	中国建材	1175.62
65	2	金隅	802.35
71	3	北新建材	752.65
82	4	华新水泥	598.75
102	5	圣象	572.59
106	6	马可波罗瓷砖	561.75
109	7	海螺水泥	558.62
117	8	润丰水泥	519.58
147	9	冠珠陶瓷	468.45
166	10	诺贝尔	423.56

资料来源: 世界品牌实验室、招商证券

## (2) 替代品研发+产业链纵向一体化, 严守成本优势

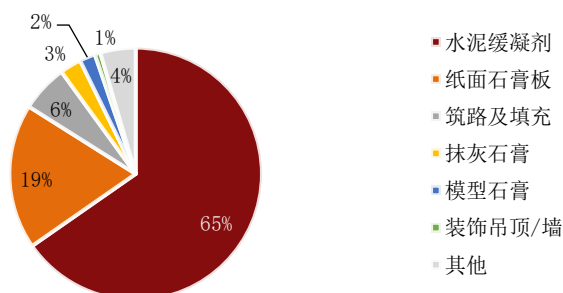
原材料和燃料动力占石膏板总成本超 80%。2019 年, 公司石膏板的原材料和燃料动力占其总成本的 84%。纸面石膏板的原材料主要是石膏浆、护面纸。其中, 石膏浆又可由天然石膏或工业副产石膏生产, 护面纸的原料又可分为国产废纸 (国废) 和进口废纸 (美废为主)。燃料动力主要是煤炭和电力。

图 44: 2011-2019 年北新建材石膏板成本构成



资料来源: 公司年报、招商证券

图 45: 2018 年我国纸面石膏板所耗石膏量占比达 19%



资料来源: 李逸晨. 石膏行业的发展现状及趋势[J]. 硫酸工业, 2019, 招商证券

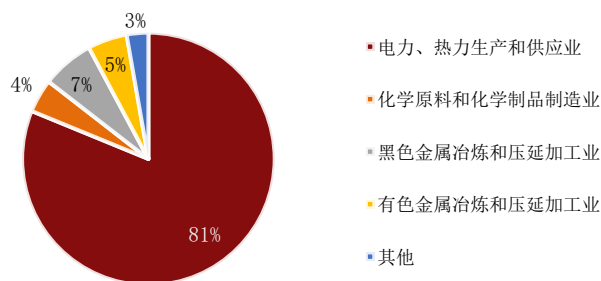
原材料端，采用价廉环保的脱硫石膏替代天然石膏。天然石膏作为不可再生资源，随着水泥产量不断扩大（65%的石膏用于水泥缓凝剂），资源显得日益紧张，推涨价格。公司 2001 年起开始研发脱硫石膏工艺，目前公司石膏板生产线 100% 采用燃煤电厂的工业副产石膏脱硫石膏。脱硫石膏作为电热生产的工业副产品，相对于天然石膏而言成本更低，性价比更高，同时响应国家环保政策，实现工业产“废”的再利用。

表 8：天然石膏和脱硫石膏成分含量对比

质量分数 (%)	CaO	SiO <sub>2</sub>	Al <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	Fe <sub>2</sub> O <sub>3</sub>	MgO	Na <sub>2</sub> O	K <sub>2</sub> O	SO <sub>3</sub>	结晶水	LOSS
天然石膏	33.66	0.89	0.82	0.18	0.18	0.01	0.09	43.35	19.63	1.17
脱硫石膏	31.17	1.43	0.78	0.74	0.75	0.07	0.08	44.81	18.75	1.48

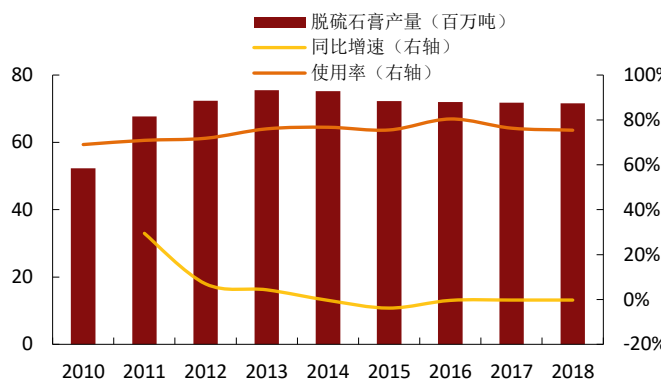
资料来源：董辰光等. 脱硫石膏替代天然石膏在水泥中的应用[J]. 商品混凝土, 2020、招商证券

图 46：2018 年脱硫石膏主要来源统计



资料来源：华经情报网、招商证券

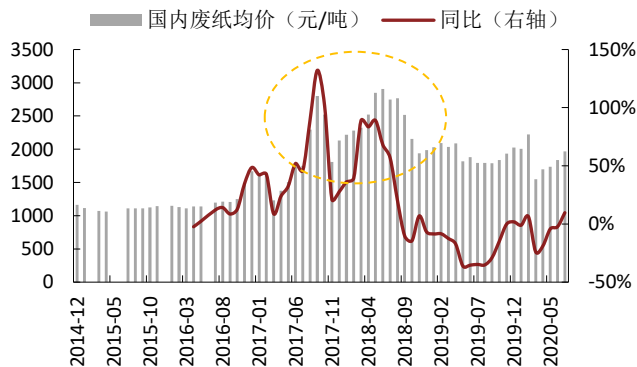
图 47：脱硫石膏作为工业副产品有较高的利用率



资料来源：李逸晨. 石膏行业的发展现状及趋势[J]. 硫酸工业, 2019、招商证券

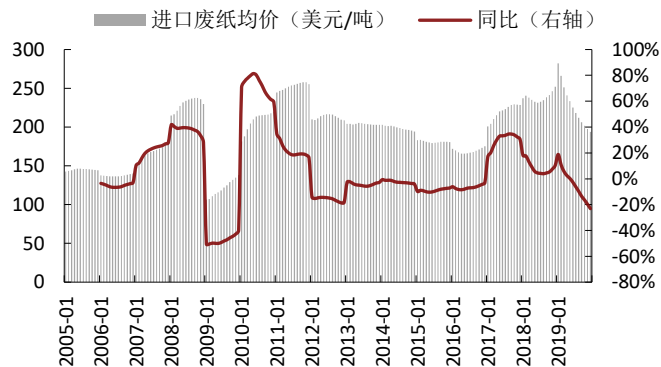
脱硫石膏的替代大幅削减公司生产成本。据北极星电力网，泰山石膏（聊城）公司的年产 5000 万平方米纸面石膏板产线可消耗脱硫石膏工业废渣 45 万吨，即纸面石膏板的脱硫石膏单耗约 9 千克/平方米。公司现有 27.52 亿平方米年产能可消纳脱硫石膏 2476 万吨，考虑公司产能利用率在 75% 左右，实际每年消纳脱硫石膏超 1800 万吨。据《天津建材》数据，脱硫石膏和天然石膏价差在 80 元/吨左右。脱硫石膏目前市场价约 235 元/吨，1 吨天然石膏需约 1.08 吨脱硫石膏替代。匡算得，公司使用脱硫石膏代替天然石膏生产，每年可节约成本约 10.53 亿元，占 2019 年公司石膏板原材料成本的 23%。

图 48：2014 年以来国内废纸均价及同比



资料来源：Wind、招商证券

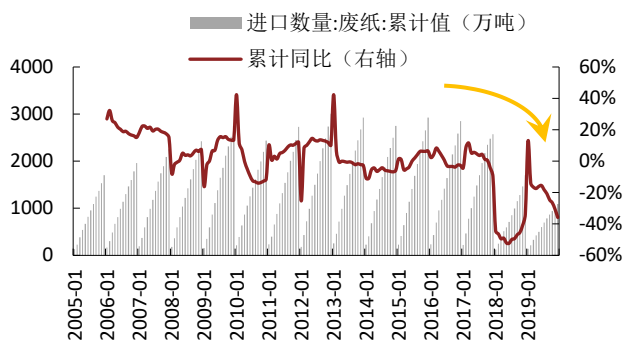
图 49：2005 年以来进口废纸均价及同比



资料来源：Wind、招商证券

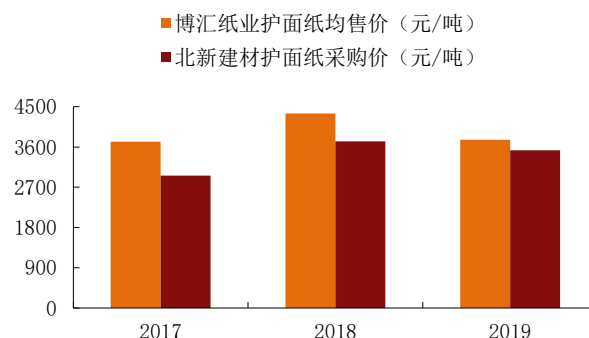
**固废进口禁令推涨固废价格。**纸面石膏板的另一大主要原料为护面纸。自 2017 年《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》颁布以后，国内废纸价格大幅上涨。生态环境部公布的 2020 年第一批废纸进口许可总共核准了 278.35 万吨废纸进口量，比 2019 年首批许可量下降 45%。且按照上述《实施方案》要求，2020 年底将基本实现固废零进口，固废价格有动力继续上行。

图 50: 2017 年以来进口废纸数量显著减少



资料来源: Wind、招商证券

图 51: 2017-2019 年北新建材护面纸采购价测算



资料来源: Wind、招商证券

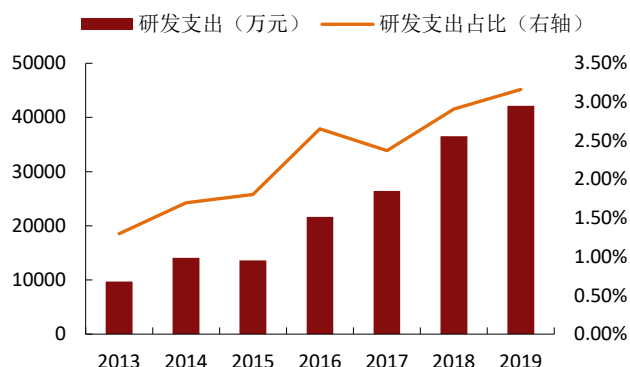
**公司自建护面纸生产线，产业链纵向一体化利于严控成本端。**护面纸行业集中度较高，2019 年龙头华润纸业/强伟纸业/泰和纸业/博汇纸业护面纸产能分别达 45 万吨/30 万吨/26 万吨/20 万吨，龙头具备较高定价权。2020 年 4 月 15 日，泰山石膏子公司泰和纸业在山东泰安的“年产 40 万吨护面纸生产线及配套环境设施和热电联产项目”正式开机出纸，投产带来本年度新增产能至少 30 万吨，叠加 06 年投产的首条产线 8 万吨年产能、11 年投产的 20 万吨年产能，2020 年底护面纸总产能可达 58 万吨，设计年产能可为 68 万吨。经测算，公司 2019 年护面纸需求量约为 78.64 万吨，自给率约为 36%，上述产能达产后自给率有望达到 70%。通过建设护面纸生产线，提高公司护面纸自给率，有利于降低成本，缩小原材料和产成品之间的物流距离，并且提高面对纸厂的议价能力。

### （3）重视技术研发，加深护城河

**增厚型石膏板已成为市场发展趋势。**石膏板具有重量轻、强度较高、加工方便以及隔音绝热和防火等性能较好等特点，是当前着重发展的新型轻质板材之一。市场上的石膏板标准相近，提高板材性能成为竞争重点。而增厚后的石膏板强度提高，在抗开裂及抗变形性能方面均显著增强，同时在隔音性能、保温隔热性能、防火性能及抗冲击性能等方面也均有显著提高。

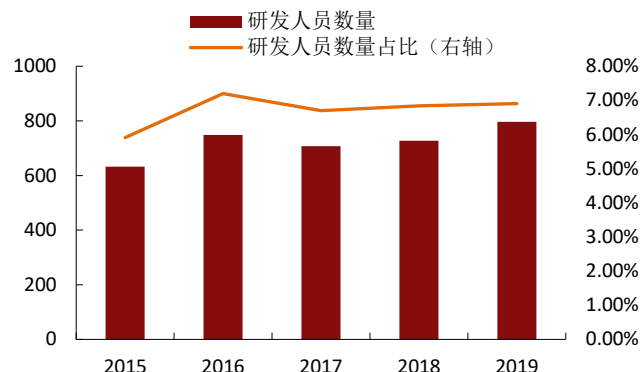
**公司重视高强轻板、低密度板技术研发，推进石膏板产品的增厚降重，自主研发新产品，拓展了石膏板应用领域。**净醛石膏板的甲醛分解效率全球领先，相变石膏板技术在全球率先实现工业化生产的突破。公司自主开发利用 100% 工业副产石膏为原料生产纸面石膏板成套工艺配方和技术装备，打破国外技术垄断，率先在国内推广应用，为燃煤火电厂大量副产品脱硫石膏的高效循环利用提供新途径。2019 年，公司全球原创研发成功“鲁班全屋装配系统”，以鲁班万能板为核心，配合其他新产品新技术，构建墙、顶、地全屋装配系统，增加 10% 套内面积，降低 20% 综合成本，缩短 30% 工期，提升 50% 质量性能，实现 100% 全生命周期绿色化。这些优化大大提升了生产效率和产品质量。

图 52: 2013-2019 年北新建材研发支出及占比



资料来源: Wind、招商证券

图 53: 2015-2019 年北新建材研发人员数量及占比



资料来源: Wind、招商证券

技术创新活跃，专利质量与价值高。截至 2019 年底，公司累计申请专利 4365 件，取得授权专利共 3317 件，国际专利申请 55 件。根据 Sixlens（国家知识产权大数据产业应用研究基地）的数据，公司专利授权总数量遥遥领先，展现了超强的科技综合实力；专利被引用次数和专利授权率高，专利质量与价值较高，拥有涉及重大创新和重大技术进步的专利；发明专利申请量大，公司技术创新活跃；有效发明专利数量大，公司专利资产实力强。

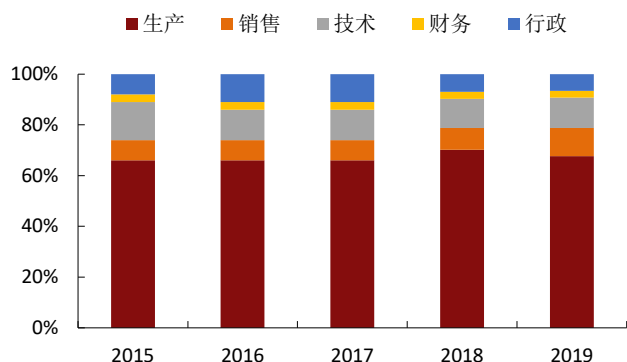
表 9: 2020 年公司包揽建材行业七项专利排行榜首位

排行榜	排名	专利授权总量	重要子公司数量
建筑材料行业专利授权总量排行榜	1	3496	83
排行榜	排名	专利被引用总次数	重要子公司数量
建筑材料行业专利被引用总次数排行榜	1	2554	83
排行榜	排名	发明专利申请数量	重要子公司数量
建筑材料行业发明专利申请数量排行榜	1	1185	83
排行榜	排名	发明专利授权数量	重要子公司数量
建筑材料行业发明专利授权数量排行榜	1	349	83
排行榜	排名	发明专利授权数量	重要子公司数量
建筑材料行业有效发明专利数量排行榜	1	323	83
排行榜	排名	发明专利授权数量	重要子公司数量
建筑材料行业实用新型专利申请数量排行榜	1	2557	83
排行榜	排名	发明专利授权数量	重要子公司数量
建筑材料行业专利申请总量排行榜	1	4332	83

资料来源: Sixlens、招商证券

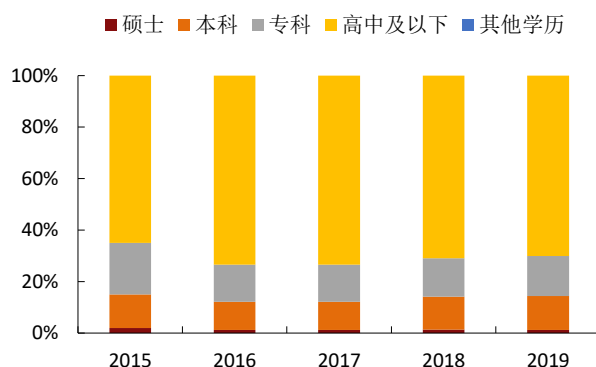
公司员工结构占比稳定，人均创收实现飞跃。生产岗员工占比最大，约 68%；技术岗员工占比始终保持在 11%左右。本科及以上学历高水平人才约占总员工的 15%。2015 年以来，人均创收累计增长 63.71%。

图 54: 2015-2019 年北新建材员工职能结构



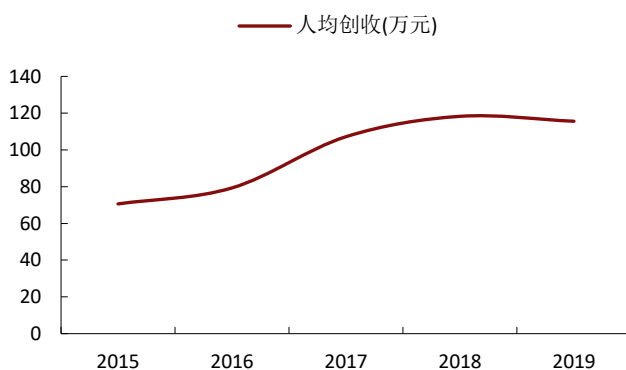
资料来源: Wind、招商证券

图 55: 2015-2019 年北新建材员工学历结构



资料来源: Wind、招商证券

图 56: 2015-2019 年北新建材员工人均创收

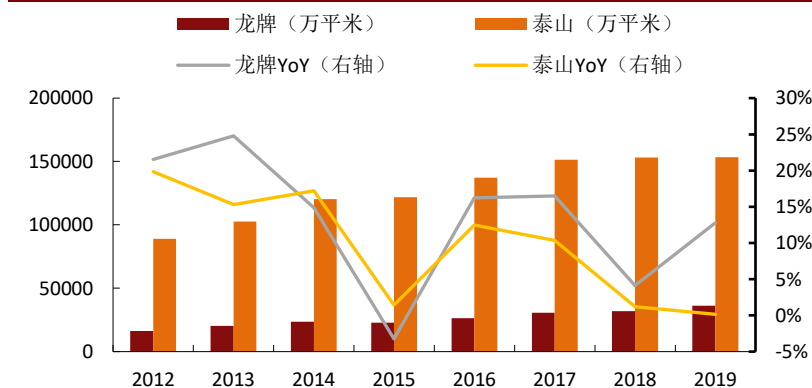


资料来源: Wind、招商证券

#### (4) 高端产品占比提升，石膏板消费属性增强

龙牌销量增速总体大于泰山，营收增长点向高端产品移动。龙牌石膏板主要定位高端市场，以具备高技术水平及高产品质量的外资企业为竞争对手；泰山石膏板则定位大众需求，以众多产品售价较低的国内中小建材企业为竞争对手。泰山石膏板一直以来都是公司石膏板业务的主力军，其销量保持着逐年增长的趋势。龙牌石膏板销量绝对额不大，但近年来增速总体高于泰山石膏板，销量占比稳步提升。

图 57: 2012 年以来龙牌销量增速总体大于泰山

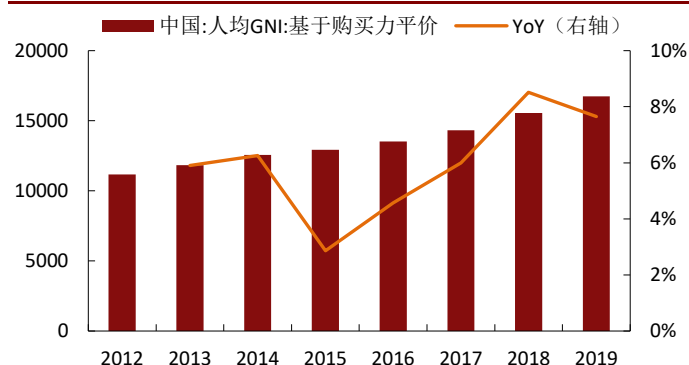


资料来源: 公司年报、招商证券



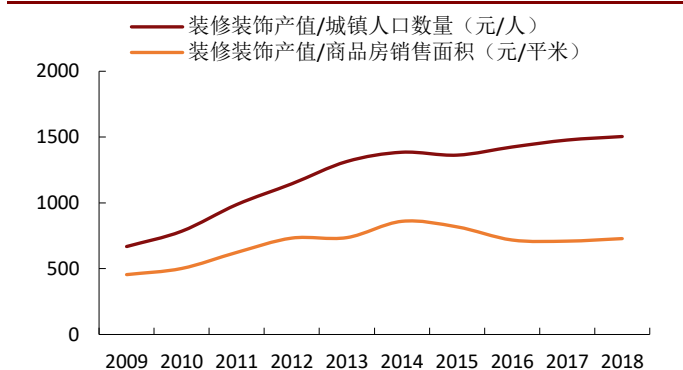
消费升级趋势下，石膏板消费属性增强。过去对石膏板的需求主要来自于新建房屋过程中的批量采购，产品的价格先于品质成为下游客户的考虑因素。随着人均收入的上涨，消费者愿意以稍高的价格追求更高品质产品，来保障家装美观性、安全性、耐用性等。2009年至2018年，我国人均装修消费由668.06元稳步提高至1504.05元，CAGR近9.44%；单平米装修价格由454.83元波动上涨至728.45元，CAGR约为5.37%。装修消费水平的增长使得石膏板消费属性进一步增强，高端产品市场有望加速扩张。

图 58：中国人均收入逐年增长（国际元）



资料来源：Wind、招商证券

图 59：人均装修消费额稳增，单平装修价格波动上涨



资料来源：Wind、招商证券

### 三、品类拓展+进军海外，公司开启新征程

2019年，公司发布“一体两翼、全球布局”战略，以石膏板为“一体”，以防水和涂料为“两翼”，把20%防水+20%涂料协同发展作为战略目标。同时开启全球50亿平米石膏板产业布局和配套50万吨轻钢龙骨产业布局。

大力发展循环经济，打造全生命周期的绿色建筑产业链。公司为各类建筑提供：石膏板龙骨万能板矿棉板“全屋装配”室内系统、金邦板装饰保温节能一体化外墙系统、粉料涂料砂浆防水系统，为客户提供绿色建筑系统解决方案。

#### 1、依托品类协同优势，龙骨业务放量可期

公司加大轻钢龙骨研发力度，轻钢龙骨配套率上涨空间大。石膏板是公司的主营产品，产能稳健增长，产品量价齐升，主要品种包括纸面石膏板、装饰石膏板等。轻钢龙骨也是公司的重要业务之一。以最常见的房型和轻钢龙骨在房建工程中的使用规格计算，得到每1平米隔墙或吊顶平均使用1.75平米石膏板和2.5米C型纵向龙骨、1米U型横向龙骨，PU100每米质量0.83千克，PC100每米质量1千克，合计3.33千克。最终测算得1平米石膏板约配1.85千克轻钢龙骨。目前公司龙骨配套率仅为7.2%左右。以目前公司27.52亿平米石膏板产能的规模测算，若配套率能达到50%，轻钢龙骨将提供不少于160亿的收入规模。

表 10：北新建材不同石膏板产能及配套率下轻钢龙骨收入规模的敏感性分析

石膏板产能（亿平米）	30				40				50			
配套率（%）	25	50	75	100	25	50	75	100	25	50	75	100
轻钢龙骨收入（亿元）	83	167	250	333	111	222	333	444	139	278	416	555

资料来源：招商证券

公司将继续以石膏板为核心，进一步扩大和发展“石膏板+”业务，加强应用体系创新与研发，加大对轻钢龙骨研发投入，计划将石膏板全球业务产能布局扩大至 50 亿平方米左右，配套进行 50 万吨龙骨产能布局。虽然轻钢龙骨毛利率低于石膏板，但龙骨作为石膏板的配套产品，在客户和渠道方面都与石膏板具有协同效应，利于控制费用率。考虑到公司石膏板在销售渠道中占据绝对优势，预计未来公司龙骨利润向好。

表 11：公司轻钢龙骨生产线情况

地点	生产线情况
江苏	年产 2 万吨轻钢龙骨生产线
河北	年产 3000 万平方米纸面石膏板生产线及配套年产 3000 吨轻钢龙骨生产线
乌兹别克斯坦（新增）	年产 4000 万平方米纸面石膏板生产线及配套年产 3000 吨轻钢龙骨生产线和年产 400 万平方米装饰石膏板生产线
埃及（新增）	年产 3500 万平方米纸面石膏板生产线及配套年产 1 万吨轻钢龙骨生产线和年产 600 万平方米装饰石膏板生产线

资料来源：公司公告、招商证券

## 2、收购进军防水领域，迅速跻身前列

把握行业进入机会，利用主营业务已有优势。防水行业集中度较低，竞争格局分散，利于公司进入。防水应用以住房和基建为主，正与公司石膏板业务下游相适应，公司石膏板业务首选率优势有望带动防水业务快速发展。公司主营业务回款能力好，资产剪流动性强，为进军新领域打下良好的资金基础。

表 12：北新建材收购防水企业基本情况（单位：亿元）

收购对象	生产基地	2018 年 营业收入	2018 年 净利润	2019 年 营业收入	2019 年归 母净利润
四川蜀羊	四川眉山、四川崇州、陕西咸阳、江西九江	6.11	0.69	10.91	0.74
禹王防水 等八家公司	辽宁盘锦、四川眉山、安徽滁州、湖北仙桃、 广东清远	7.60	0.91	5.51	0.65
河南金拇指	河南许昌	5.77	0.60	6.41	0.80
合计		19.49	2.19	22.83	2.19

资料来源：公司公告、招商证券；注：营业收入为子公司实际销售收入，非并表收入。

2019 年，公司分别收购了蜀羊防水、禹王防水、金拇指防水各 70% 的股权，防水产业覆盖四川成都、四川眉山、陕西咸阳、江西九江、辽宁盘锦、安徽滁州、广东清远、湖北仙桃、河南郑州共计 8 省十大基地。

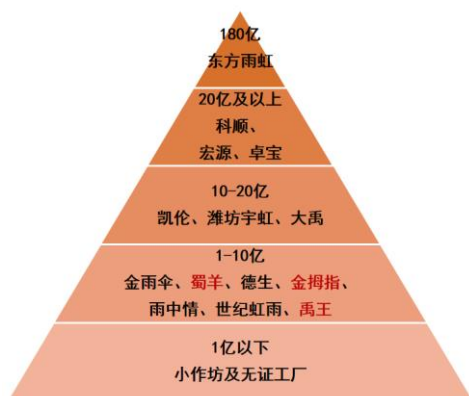
图 60：公司十大防水产业基地



资料来源：公司官网、招商证券

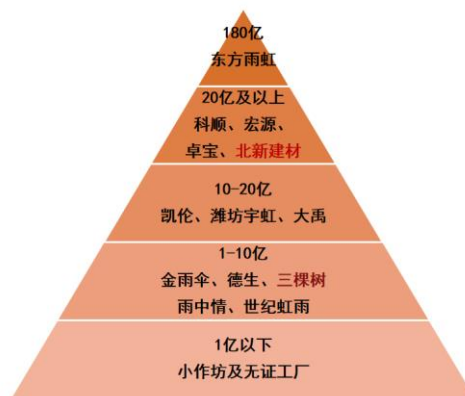
通过收购进入防水行业第二梯队。公司所收购的上述防水企业营收规模大多在 1-10 亿元，位列防水行业的第三梯队，通过收购成熟的防水企业，北新建材的防水业务一举闯入行业第二梯队。截至 2019 年底，公司的防水生产基地数目位列行业第二（第一名东方雨虹 26 个，第三名科顺股份 8 个）；2019 年公司防水子公司全年营收总计 22.83 亿元，仅次于东方雨虹（181.54 亿元）和科顺股份（46.52 亿元）。

图 61：北新建材收购前防水行业呈现金字塔形状



资料来源：公开资料整理、招商证券；注：营收为 2019 年数据

图 62：北新建材收购完成后一举进入第二梯队



资料来源：公开资料整理、招商证券；注：北新建材年 2019 收购的防水标的营收总额为 22.83 亿元

协同效应有望凸显，防水业务或能快速发展。通过收购公司迅速获得较为完善的防水产能布局，防水子公司的客户叠加石膏板主业的客户为公司防水业务提供丰富和稳定的客源。同时，防水子公司间的内部资源得以整合，从而实现资源最大化利用，协同效应下公司防水业务收入有望较快增长。

### 3、防火材料需求增长，耐火石膏板前景佳

耐火石膏板主要成分不燃且含有结晶水，耐火性能较好，可用作隔墙、吊顶和屋面板等。在使用中，它自重较轻，可以减轻建筑承重，且加工容易，可锯可刨，施工方便，装饰性好。其防火原理在于石膏板的板芯：1）石膏板受火时，板芯中的游离水分和结晶水脱离，分解成石膏和水分，这个过程需要吸收大量的热量，可以在较长的时间里抵抗板面四周的温升。2）耐火纸面石膏板中增加了遇火发生膨胀的耐火材料以及大量的耐火玻璃纤维，这样就可以在石膏收缩的同时保证整体体积不变，并将石膏芯材料拉结在一起不至于失去整体性。

得益于政策推进和高层建筑的增多，提高防火等级成为建筑建造过程中的关注重点。2019 年 2 月，住建部办公厅公布了 38 项全文强制性工程建设规范，其中，《建筑防火通用规范（征求意见稿）》关乎建筑最基本的防火安全，具有“技术法规”性质，直接影响到所有建筑的设计和建造。与原有的 2014 版《建筑设计防火规范》GB50016-2014 相比，新版规范皆为强制条款，对装修装饰防火的功能要求提出了详细的指导意见，保温材料、施工的整体防火和工艺细节方面的要求更明确。

表 13: 2019 年 2 月住建部出台《建筑防火通用规范（征求意见稿）》部分条例

《规范》新增方面	具体内容
建筑的防火	1、建筑承重结构应保证其在受到火或高温作用后仍能在设计耐火时间内正常发挥功能； 2、建筑的疏散与避难设施应能使建筑内的人员在火灾时安全疏散至安全区或安全避难； 3、建筑的外墙和屋顶应能在其设计耐火时间内防止火势蔓延至建筑内或建筑外。
保温系统	1、人员密集场所，使用明火、燃油、燃气等有火灾危险性的场所，建筑内的疏散楼梯间、避难走道、避难间、避难层等场所或部位，应采用不燃性保温材料；其他场所，应采用不燃性或低烟、低毒的难燃性保温材料； 2、保温系统应采用不燃性材料做防护层；采用难燃性保温材料时，防护层的厚度不应小于 10mm。
住宅采用与基层墙体、装饰层之间无空腔的建筑外墙外保温系统	1、建筑高度大于 100m 时，应为不燃性保温材料； 2、建筑高度大于 27m，但不大于 100m 时，应为难燃性保温材料。
除住宅和设置人员密集场所的建筑外，其他建筑采用与基层墙体、装饰层之间无空腔的建筑外墙外保温系统	1、建筑高度大于 50m 时，应为不燃性保温材料； 2、建筑高度大于 24m，但不大于 50m 时，应为难燃性保温材料。
除设置人员密集场所的建筑外，与基层墙体、装饰层之间有空腔的建筑外墙外保温系统	1、建筑高度大于 24m 时，应为不燃性保温材料； 2、建筑高度不大于 24m 时，应为难燃性保温材料。
建筑施工现场应根据施工现场的火灾特点，采取可靠和有效的防火措施	1、易燃易爆危险品库房应远离明火作业区、人员密集区和建筑物相对集中区，应与在建工程保持足够的防火间距； 2、可燃材料堆场及其加工场所，易燃易爆危险品库房不应位于架空高压电力线的正下方； 3、固定动火作业场所应位于可燃材料堆场及其加工场所、易燃易爆危险品库房等场所的全年最小频率风向的上风侧； 4、施工现场临时建筑或设施的布置应满足现场防火、灭火和人员安全疏散的要求。

资料来源：住建部、招商证券

以石膏为基材的防火板材迅速发展，为市场青睐，未来发展空间大。相对于其他建材，公司耐火石膏板兼具环保与耐火的三重优势，乘绿色建筑政策+建筑防火政策东风，同时依托原有石膏板业务的资源优势，在建材行业中展现了强大的竞争力，对部分建材产生了替代品威胁。

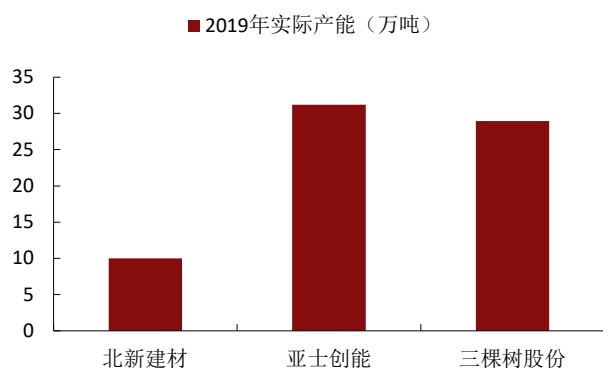
#### 4、建筑涂料市场空间大，发展机遇仍存

基于“一体两翼”战略，建筑涂料成为公司发展的核心业务之一。公司 2000 年在北京海淀区投建龙牌漆工厂，并专注于高端水性涂料的研发和生产，主要产品包括内墙建筑涂料和外墙建筑涂料。截至 2019 年底，公司龙牌涂料的年产能约 10 万吨。

公司成功将龙牌漆打造为具备竞争实力的建筑工程涂料品牌。自 2012 年起，龙牌漆连续 8 年被用于刷新天安门城楼，并在人民大会堂、北京奥运工程、国家大剧院、世博会场馆、APEC 会议中心等多项国家重点项目中被使用。龙牌漆的高标准生产获得 B 端客户的认可，荣获了 2017 年度华涂奖内外墙涂料品牌奖，2018 年度外墙涂料影响力品牌、2020 年度墙面漆影响力品牌等多项大奖，并入选了中国环境标志产品政府采购目录和“中城联采绿色供应链”白名单，是后者的首批入选成员。目前，公司依旧积极推进龙牌漆入选房地产绿色供应链白名单，持续发展涂料、粉料和砂浆业务。

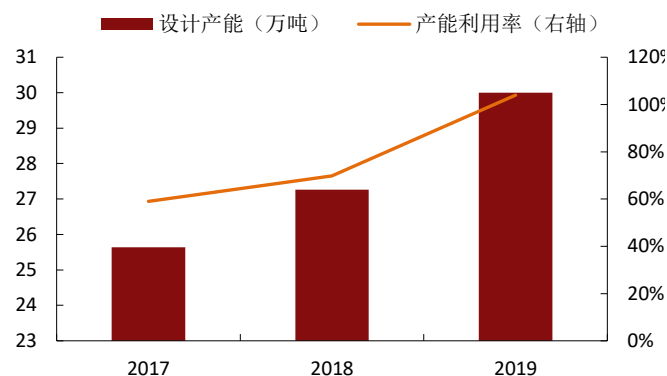


图 63: 2019 年公司与亚士创能、三棵树实际产能对比



资料来源: Wind、招商证券

图 64: 近三年亚士创能功能型建筑涂料产能及利用率



资料来源: Wind、招商证券

**建筑涂料市场空间超千亿。**根据亚士创能招股说明书,外墙涂料施工工序依次为腻子、底涂、中涂、面涂和罩面。综合上述所有用料,涂料用量均价约为 25 元/平米。据业界估算,外墙涂料涂刷面积为建面的 0.7 倍,考虑涂料使用率 80%,城镇新建房占总量比例约为 80%,2019 年建筑业竣工面积为 40.24 亿平米,经测算,外墙涂料市场空间约为 704 亿元。以外墙涂料占建筑涂料市场 40% 测算,建筑涂料总产值可达 1760 亿元。

表 14: 近三年三棵树涂料产能及其利用率

2019	涂料类型及 设计产能 (万吨/年)	产能利 用率 (%)	2018	涂料类型及 设计产能 (万吨/年)	产能利 用率 (%)	2017	涂料类型及 设计产能 (万吨/年)	产能利 用率 (%)
三棵树股份	墙面涂料 21.6	134	三棵树股份	墙面涂料 21.6	95	三棵树股份	墙面涂料 21.6	75.26
天津三棵树	墙面涂料 5	111	天津三棵树	墙面涂料 5	83	天津三棵树	墙面涂料 5	72.08
河南三棵树	墙面涂料 20	65	河南三棵树	墙面涂料 13.9	78	河南三棵树	墙面涂料 7	57.8
四川三棵树	墙面涂料 33	50	四川三棵树	墙面涂料 33	29	四川三棵树	墙面涂料 14.07	47.39
	防水涂料 1	17	安徽三棵树	墙面涂料 31.5				
安徽三棵树	墙面涂料 31.5	23		防水涂料 0.75				
	防水涂料 0.75	2						
大禹防漏	防水涂料 0.89	63						

资料来源: Wind、招商证券

**对标行业龙头,公司涂料业务具备成长空间。**2017 年以来,涂料行业龙头亚士创能与三棵树都在产能布局上做足优化调整,设计产能连年增长,产能利用率大幅提高,同时进军防水涂料行业。2019 年亚士创能功能型建筑涂料实际年产能 31.2 万吨,三棵树股份墙面涂料实际年产能 28.94 万吨。而 2019 年三棵树和亚士创能在建筑涂料领域市占率约为 10% 和 5%,行业集中度较低。随着公司龙牌涂料产能扩张,市场份额仍存在巨大的增长空间。

敬请阅读末页的重要说明

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>



## 5、紧抓“一带一路”机遇，拓展海外市场

受益于“一带一路”政策，公司海外布局扩展迅速，初具雏形。“一带一路”战略带来的国际市场预期向好，为拓展境外市场，提高公司石膏板产品的国际市场占有率，公司分别在坦桑尼亚、乌兹别克斯坦和埃及设立全资子公司及生产线，预计达产后的税后内部收益率分别为 15.02%、15.77%、20.78%。

表 15：“一带一路”战略主要内容

战略方向	主要内容
加强各国间政策沟通	加强政府间合作，积极构建多层次政府间宏观政策沟通交流机制，深化利益融合，促进政治互信，达成合作新共识。
实现国家间设施联通	抓住交通基础设施的关键通道、关键节点和重点工程；加强能源基础设施互联互通合作。
实现各国间贸易畅通	拓宽贸易领域，优化贸易结构；加快投资便利化进程，消除投资壁垒；优化产业链分工布局，推动上下游产业链和关联产业协同发展。
中国-中亚-西亚经济走廊	中国-中亚-西亚经济走廊从新疆出发，抵达波斯湾、地中海沿岸和阿拉伯半岛，主要涉及中亚五国（哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦、乌兹别克斯坦、土库曼斯坦）、伊朗、土耳其等国。

资料来源：公开资料整理、招商证券

## 四、投资建议

公司依托原有石膏板业务技术优势和品牌优势，注重技术开发，大力发展龙骨业务，进军防水和涂料行业，同时紧抓“一带一路”机遇，开启全球化布局。供给侧改革推动产品价格量齐升，公司逐渐走出诉讼阴霾，经营绩效持续优质发展。我们预计公司 2020-2021 年 EPS 分别为 1.75 元、2.08 元，对应 PE 为 18.1 倍、15.2 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。

表 16：公司销售收入结构预测

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13323	16715	19403	21830
石膏板	11006	12107	13136	14055
轻钢龙骨	1552	2250	2926	3511
防水	205	1640	2460	3198
其他收入	561	718	882	1066
收入增长率	6%	25%	16%	13%
石膏板	1%	10%	9%	7%
轻钢龙骨	37%	45%	30%	20%
防水	-	700%	50%	30%
其他收入	12%	28%	23%	21%
毛利率	32%	33%	33%	34%
石膏板	34%	35%	36%	37%
轻钢龙骨	24%	24%	24%	24%
防水	-	35%	35%	35%
其他收入	-	25%	25%	25%

资料来源：公司数据、招商证券

表 17: 公司盈利预测简表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	13323	16715	19403	21830
同比增长	6%	25%	16%	13%
营业费用	377	473	562	623
管理费用	657	803	912	1026
研发费用	421	507	601	670
财务费用	26	106	89	86
营业利润(百万元)	2698	3557	4165	4809
同比增长	-11%	32%	17%	15%
净利润(百万元)	441	2955	3516	4011
同比增长	-82%	570%	19%	14%
每股收益(元)	0.26	1.75	2.08	2.37
P/E(倍)	121.3	18.1	15.2	13.3
P/B(倍)	3.8	3.2	2.8	2.4

资料来源: Wind、招商证券

## 五、风险提示

- 1、原材料价格大幅上涨：**石膏板原材料和燃料动力占总成本的 80%，固废进口禁令推涨国内废纸价格，若原材料价格大幅上涨，对公司利润率将有影响。
- 2、地产投资增速大幅下滑：**石膏板作为吊顶工程主材，需求和房屋新开工/竣工高度相关，若地产投资下滑将影响石膏板需求。
- 3、新业务拓展不及预期：**公司开始进军防水和涂料市场，但发展中有可能存在业务推进速度不及预期的风险。

## 附：财务预测表

## 资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	5652	6335	8083	10450	12922
现金	490	623	1335	2838	4549
交易性投资	2490	1339	1339	1339	1339
应收票据	138	17	22	25	28
应收款项	80	1261	1557	1808	2034
其它应收款	72	155	195	226	254
存货	1279	1612	1976	2290	2557
其他	1103	1327	1658	1924	2161
<b>非流动资产</b>	12256	15129	16309	17253	18322
长期股权投资	171	182	182	2	2
固定资产	7590	9055	10476	11817	13080
无形资产	1706	2357	2121	1909	1718
其他	2790	3534	3529	3525	3522
<b>资产总计</b>	<b>17908</b>	<b>21464</b>	<b>24392</b>	<b>27703</b>	<b>31245</b>
<b>流动负债</b>	2313	6207	6211	6770	7216
短期借款	891	1580	1432	1627	1743
应付账款	812	1598	1968	2280	2547
预收账款	166	377	464	538	601
其他	444	2652	2347	2325	2325
<b>长期负债</b>	1156	714	714	714	714
长期借款	534	236	236	236	236
其他	621	479	479	479	479
<b>负债合计</b>	<b>3469</b>	<b>6921</b>	<b>6925</b>	<b>7484</b>	<b>7930</b>
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积金	3141	3141	3141	3141	3141
留存收益	9452	9121	11941	14570	17526
少数股东权益	156	591	694	817	958
归属于母公司所有者权益	14283	13952	16772	19401	22357
<b>负债及权益合计</b>	<b>17908</b>	<b>21464</b>	<b>24392</b>	<b>27703</b>	<b>31245</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2783	1985	3223	3926	4558
净利润	2466	441	2955	3516	4011
折旧摊销	478	524	758	814	869
财务费用	40	30	106	89	86
投资收益	(83)	(64)	(118)	(118)	(118)
营运资金变动	(134)	1040	(590)	(506)	(437)
其它	15	14	113	131	148
<b>投资活动现金流</b>	(2059)	(1436)	(1823)	(1643)	(1823)
资本支出	(1565)	(2112)	(1941)	(1941)	(1941)
其他投资	(494)	676	118	298	118
<b>筹资活动现金流</b>	(773)	(452)	(688)	(781)	(1024)
借款变动	(301)	493	(447)	195	116
普通股增加	(99)	0	0	0	0
资本公积增加	99	0	0	0	0
股利分配	(626)	(777)	(135)	(887)	(1055)
其他	154	(168)	(106)	(89)	(86)
<b>现金净增加额</b>	<b>(50)</b>	<b>96</b>	<b>712</b>	<b>1503</b>	<b>1710</b>

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	12565	13323	16715	19403	21830
营业成本	8128	9079	11184	12956	14471
营业税金及附加	180	157	196	228	256
营业费用	380	377	473	562	623
管理费用	588	657	803	912	1026
研发费用	366	421	507	601	670
财务费用	36	26	106	89	86
资产减值损失	(5)	(17)	(7)	(7)	(7)
公允价值变动	3	(10)	0	0	0
<b>其他收益</b>	61	52	52	52	52
投资收益	83	65	65	65	65
营业利润	3030	2698	3557	4165	4809
<b>营业外收入</b>	53	50	61	61	57
营业外支出	268	2091	150	100	50
利润总额	2815	657	3467	4126	4816
所得税	335	200	408	487	665
<b>少数股东损益</b>	15	15	103	123	140
<b>归属于母公司净</b>	<b>2466</b>	<b>441</b>	<b>2955</b>	<b>3516</b>	<b>4011</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	13%	6%	25%	16%	13%
营业利润	11%	-11%	32%	17%	15%
净利润	5%	-82%	570%	19%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	35.3%	31.9%	33.1%	33.2%	33.7%
净利率	19.6%	3.3%	17.7%	18.1%	18.4%
ROE	17.3%	3.2%	17.6%	18.1%	17.9%
ROIC	16.9%	10.8%	16.8%	17.0%	16.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.4%	32.2%	28.4%	27.0%	25.4%
净负债比率	8.1%	9.9%	6.8%	6.7%	6.3%
流动比率	2.4	1.0	1.3	1.5	1.8
速动比率	1.9	0.8	1.0	1.2	1.4
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	6.4	6.3	6.2	6.1	6.0
应收帐款周转率	58.7	17.8	11.7	11.4	11.2
应付帐款周转率	9.5	7.5	6.3	6.1	6.0
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.46	0.26	1.75	2.08	2.37
每股经营现金	1.65	1.17	1.91	2.32	2.70
每股净资产	8.45	8.26	9.93	11.48	13.23
每股股利	0.46	0.08	0.52	0.62	0.71
<b>估值比率</b>					
PE	21.7	121.3	18.1	15.2	13.3
PB	3.7	3.8	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	16.9	18.5	13.4	11.7	10.3

敬请阅读末页的重要说明

Page 32

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

## 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。

**郑晓刚：**毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。所带团队入选2019年建筑材料行业最佳行业分析团队金牛奖。

**于泽群：**华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

## 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。本报告基于合法取得的信息，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。