

北新建材 (000786.SZ)

优势难自弃，进入新一轮产业布局

■**投资要点：**我们估算石膏板行业的市场容量 55 亿平米，具备翻倍空间，预计公司石膏板业务增速略高于行业增速。公司 2013 年开始着力发展龙骨业务，若实现龙骨生产线与现有石膏板生产线的匹配，货值量约为 62 亿元。公司募投资金 3.8 亿元用于 7 条结构钢骨生产线建设，为北新房屋第一轮布局，建设期 1.5 年，若能满产，预计贡献营收 56-70 亿元。而公司 2013 年末营业总收入仅为 75 亿元。

■**公司具备成本、渠道优势，财务指标好：**公司在原材料石膏、耗煤量、制造费用方面具备成本优势，25 亿平米布局抢占工业副产石膏资源。全国布局，对供应商议价能力强，对经销商能够保障及时回款。盈利指标、现金指标、运营指标与成长能力都很好，在建材行业内是稀缺标的。

■**市场关注的问题：**第一，公司由于国企背景估值一直不高，但从历年的经验来看，公司机制灵活且不断创新，运行效率、业绩成长性高；同时，占营收 65% 的泰山石膏股权激励到位。第二，虽然房地产市场面临趋势向下的风险，但一方面存量房的二次装修需求较大，另一方面龙骨与北新房屋提供公司发展空间，我们认为可以带领公司突破估值藩篱。

■**投资建议：**我们预计公司 2014-2016 年净利润增速 30%、20%、20%，不考虑摊薄，对应 EPS2.05/2.44/2.92 元，增速较高。预计公司会维持在石膏板行业的龙头地位，石膏板向隔墙领域的推广带来石膏板业务的成长性，龙骨业务与产业化住宅项目提供公司未来的成长空间。首次给予公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价 20 元，对应 2014 年动态市盈率 10 倍。

■**风险提示：**房地产市场超预期大幅下滑、龙骨推广低于预期、北新房屋推广低于预期

| 摘要(百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 6,685.2 | 7,490.1 | 9,169.8 | 10,771.5 | 12,698.2 |
| 净利润 | 676.8 | 905.5 | 1,177.0 | 1,406.2 | 1,682.3 |
| 每股收益(元) | 1.18 | 1.57 | 2.05 | 2.44 | 2.92 |
| 每股净资产(元) | 6.13 | 7.39 | 9.03 | 11.10 | 13.68 |
| 盈利和估值 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 市盈率(倍) | 14.1 | 10.5 | 8.1 | 6.8 | 5.7 |
| 市净率(倍) | 2.7 | 2.2 | 1.8 | 1.5 | 1.2 |
| 净利润率 | 10.1% | 12.1% | 12.8% | 13.1% | 13.2% |
| 净资产收益率 | 21.0% | 23.2% | 24.1% | 22.8% | 21.8% |
| 股息收益率 | 1.9% | 0.0% | 2.4% | 2.3% | 2.1% |
| ROIC | 20.5% | 21.4% | 22.7% | 25.7% | 26.2% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

新型建材及非金属新材料

首次评级 买入-A

6 个月目标价 20 元
股价 (2014-04-14) 16.54 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 9,512.98 |
| 流通市值(百万元) | 9,512.04 |
| 总股本(百万股) | 575.15 |
| 流通股本(百万股) | 575.09 |
| 12 个月价格区间 | 14.42/21.60 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|------|-------|
| 相对收益 | 5.80 | 2.23 | 2.37 |
| 绝对收益 | 12.67 | 4.75 | -5.49 |

李孔逸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020034
liky@essence.com.cn
0755-82558015

报告联系人

孙明新

010-66581752
sunmx@essence.com.cn

相关报告

- 北新建材：产能快速扩张，具备长期优势：北新建材 2010-03-25
- 2009 年年报点评
- 北新建材：石膏板毛利率大幅提升致盈利超预期：北新建材 2009 年中报点评 2009-08-19
- 北新建材：盈利改善趋势明显，主业大幅增长：北新建材 2009 年一季报点评 2009-04-26

目录

| | |
|--|----|
| 1. 投资要点 | 4 |
| 2. 我国石膏板行业具备成长空间 | 4 |
| 2.1. 我国石膏板行业起步晚、增速快..... | 5 |
| 2.2. 我国石膏板行业的国际比较..... | 6 |
| 2.3. 石膏板行业仍具发展空间..... | 6 |
| 3. 生产线布局抢占原材料市场，经销商网络覆盖全国区域 | 8 |
| 3.1. 行业领头羊，抢占制高点..... | 8 |
| 3.2. 生产线布局抢占原材料市场..... | 9 |
| 3.3. 经销商网络覆盖全国区域..... | 10 |
| 3.4. 良好财务指标提供建材行业稀缺标的..... | 11 |
| 4. 发展思路明晰，关注龙骨与北新房屋 | 12 |
| 4.1. 石膏板业务稳步增长..... | 12 |
| 4.2. 龙骨业务有望成为公司新的利润增长点..... | 13 |
| 4.3. 北新房屋提供想象空间..... | 13 |
| 5. 对市场关心问题的两点回答 | 15 |
| 5.1. 国企体制、民企效率..... | 15 |
| 5.2. 行业趋势向下，公司突破藩篱..... | 17 |
| 6. 盈利预测与投资评级 | 18 |

表目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 表 1: 石膏板及龙骨业务市场空间测算..... | 4 |
| 表 2: 主要吊顶材料优点及应用领域..... | 6 |
| 表 3: 石膏板在隔墙领域运用的优势..... | 7 |
| 表 4: 公司与普通石膏板企业单位面积石膏板成本比较..... | 10 |
| 表 5: 公司在建石膏板产能..... | 12 |
| 表 6: 新型房屋主要性能优势..... | 14 |
| 表 7: 公司定增募投结构钢筋项目..... | 15 |

图目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图 1: 石膏板业务营业收入占比..... | 4 |
| 图 2: 石膏板业务毛利润占比..... | 4 |
| 图 3: 我国石膏板行业的发展历程..... | 5 |
| 图 4: 石膏板产量近十年来平均增速高于 20%..... | 6 |
| 图 5: 单位竣工面积所需石膏板面积..... | 6 |
| 图 6: 北新建材擘写石膏板行业发展历史..... | 8 |
| 图 7: 公司石膏板业务市场占有率情况 (产能)..... | 9 |
| 图 8: 目前我国石膏板行业的竞争格局..... | 9 |
| 图 9: 石膏板成本占比..... | 9 |
| 图 10: 公司石膏板业务产业布局..... | 10 |
| 图 11: 公司应收账款周转时间..... | 11 |
| 图 12: 新型建材公司应收账款周转时间 (单位: 天)..... | 11 |
| 图 13: 新型建材上市公司 ROE 水平 (单位: %)..... | 11 |
| 图 14: 公司近年来现金流入与营业收入比 (单位: %)..... | 11 |
| 图 15: 新型建材公司毛利率情况 (单位: %)..... | 11 |
| 图 16: 新型建材公司三项费用率情况 (单位: %)..... | 11 |
| 图 17: 公司四大业务体系..... | 12 |
| 图 18: 历年产能..... | 13 |
| 图 19: 分品牌历年销量..... | 13 |
| 图 20: 公司龙骨业务营业收入增速..... | 13 |
| 图 21: 公司龙骨业务毛利润增速..... | 13 |
| 图 22: 北新房屋股权结构..... | 14 |
| 图 23: 公司股权架构..... | 15 |
| 图 24: 净利润增速..... | 16 |
| 图 25: ROE 水平..... | 16 |
| 图 26: 石膏板销量增速..... | 16 |
| 图 27: 石膏板营收增速..... | 16 |
| 图 28: 泰山石膏营业收入占石膏板营业收入比重..... | 17 |
| 图 29: 泰山石膏营业收入占总体营业收入比重..... | 17 |
| 图 30: 泰山石膏股权结构..... | 17 |
| 图 31: 石膏板产量增速快于房屋竣工面积增长..... | 18 |
| 图 32: 公司石膏板产量增速快于石膏板行业增长..... | 18 |

1. 投资要点

我们估算未来 5 年石膏板行业的市场容量，按照每平方米居住面积需要石膏板 1 平米，存量房 10 年翻修一次，并结合现在竣工面积及存量房屋面积来看，得到石膏板行业的市场容量 55 亿平米，仍然具备成长性。公司计划 2015 年布局石膏板产能 25 亿平米，产能扩张速度较快，结合历年经验，预计公司石膏板业务增速高于石膏板行业整体增速。

表 1: 石膏板及龙骨业务市场空间测算

| | 市场容量 | 基本假设 |
|---------|--------|-----------------------------------|
| 石膏板吊顶市场 | 26 亿平米 | 竣工面积每平方米对应石膏板需求 1 平米，存量房 10 年翻修一次 |
| 石膏板隔墙市场 | 29 亿平米 | 隔墙市场为现存石膏板吊顶市场的 1.5 倍 |

数据来源：安信证券研究中心测算

注：历史数据使用 2013 年末的数据

公司自 2013 年以来开始着力发展龙骨业务，新建石膏板生产线均配套有龙骨生产线，后期将根据需要对现有石膏板生产线进行配套。按照每平方米石膏板对应 0.75 公斤龙骨以及公司目前的产能规模来看，若实现龙骨与石膏板完全匹配，未来市场容量约为 124 万吨，目前公司每吨龙骨售价 6500 元，考虑到未来泰山牌龙骨对应中低端市场，我们假定 5000 元/吨，124 万吨龙骨对应货值量约为 62 亿元，接近公司 2013 年营业收入总规模。龙骨业务的盈利水平较高，2013 年末毛利率为 24%，龙骨业务的推广成功将为公司带来新的业绩增长点。

公司公告定增预案，募集资金 3.8 亿元用于产业化住宅的基础材料——结构钢骨的生产线建设，新投产 7 条生产线。我们认为公司进入新一轮产业布局阶段，人工成本的上升与农村居住方式的改变，将支持新增产能的释放，带来北新房屋收入及盈利能力的提升。我们认为 7 条结构钢骨生产线是北新房屋在 12 年技术储备之后的第一轮产业布局，按照每条生产线对应 40 万平米房屋，每平方米房屋建造成本 2000-2500 元来计算，募投项目对应货值 56-70 亿元，接近公司 2013 年营收总规模。另外，产业化住宅项目有利于带动公司建筑材料的销售（7 条生产线对应的房屋规模需消耗石膏板约 700 万平米，同时还需配套公司的龙骨、矿棉板、门窗、排水管、金邦板、散热器等产品），产生协同作用。

2. 我国石膏板行业具备成长空间

公司主营业务收入为石膏板、轻钢龙骨、工程及劳务、增值税补贴收入以及其他收入，其中石膏板业务占比最高，2013 年营业收入占比 85%，毛利润占比 87%。石膏板行业的成长速度是评判公司主业成长性的一项重要指标。

图 1: 石膏板业务营业收入占比

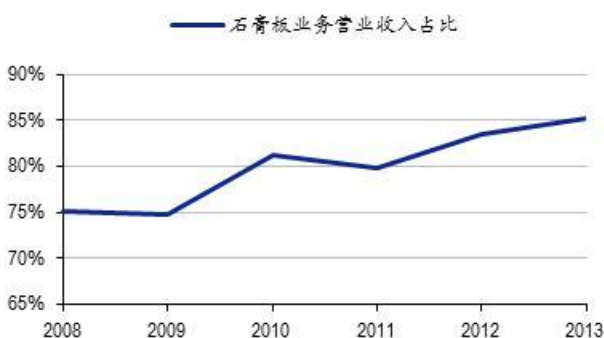
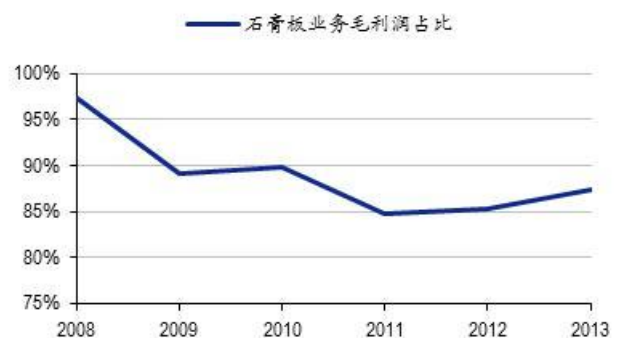


图 2: 石膏板业务毛利润占比

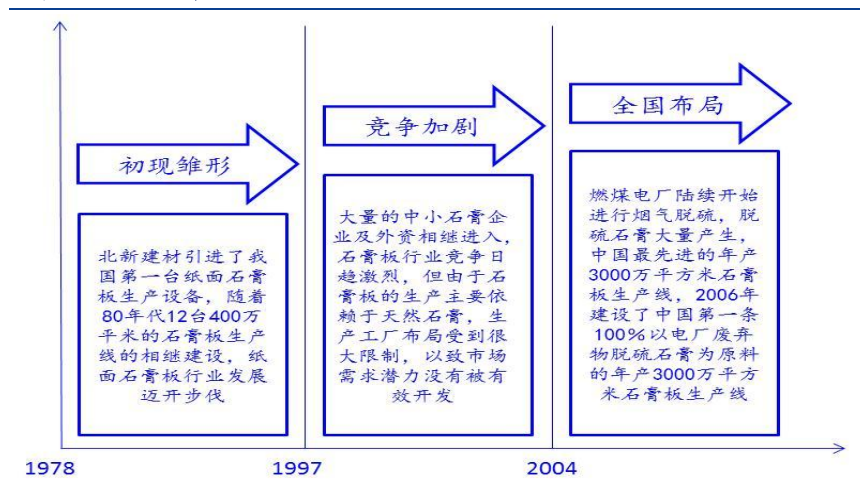


2.1. 我国石膏板行业起步晚、增速快

纸面石膏板材料诞生于1890年，由美国人发明，1902年由美国USG公司正式投入生产，接着欧美发达国家相继建成了纸面石膏板生产线，日本于1921年自美国引进技术，1922年正式投入生产，但生产效率不高，直至二战后才有较大发展。

我国的纸面石膏板行业起步较晚，大致可分为三个阶段。第一阶段为起步阶段：1978年我国开发设计的第一条年产400万m²连续自动化纸面石膏板生产线正式在北京石粉厂投入生产，填补了我国纸面石膏板的空白。80年代初，原建材工业部在几个新型建材基地（沈阳、哈尔滨、西安等）又相继投资建设了12条年产400万m²的纸面石膏板生产线。1983年由北新建材引进的第一条2000万m²的生产线正式投产，标志着我国纸面石膏板行业发展迈开步伐。这一期间，北新建材在石膏板领域一家独大，具备极强的盈利能力。第二阶段为快速发展阶段，墙体材料改革的推广与建筑业的发展，为石膏板行业带来了发展机遇，1997年之后，大量的中小石膏企业及外资相继进入，石膏板行业竞争日趋激烈。由于石膏板的生产主要依赖于天然石膏，生产工厂布局受到很大限制，以致市场需求潜力没有被有效开发。到了2004年前后，中国每年石膏板的生产消费总量大约3亿平方米。伴随着我国经济增长方式从粗放型向集约型的转变，燃煤电厂陆续开始进行烟气脱硫，与之伴生的工业副产品——脱硫石膏大量产生，这也成为石膏板行业实现资源与市场相统一的绝佳机会，同时节约了石膏板的原材料成本。2013年，我国石膏板行业的产量达到了27亿平方米。

图3：我国石膏板行业的发展历程



数据来源：安信证券研究中心整理

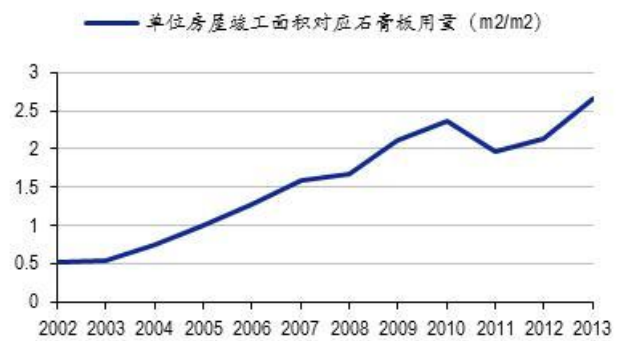
由于行业内普遍采用以销定产的方式，我们用石膏板产量近似石膏板需求量。数据上看，石膏板产量近十年来经历了平均20%以上的高速增长，石膏板渗透率快速提升，单位房屋竣工面积对应的石膏板用量由2002年的0.5m²/m²上升为2013年的2.6m²/m²。

图 4：石膏板产量近十年来平均增速高于 20%



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 5：单位竣工面积所需石膏板面积



数据来源：wind、安信证券研究中心

2.2. 我国石膏板行业的国际比较

作为绿色环保建筑材料，石膏板在美国、日本等发达国家应用广泛。无论是人均石膏板使用量，还是单位竣工面积对应石膏板使用量方面，我国与发达国家还有很大差距。

从世界各国人均消费量来看，美国是全球石膏板最大的消费国，90 年代石膏板表现消费量已经超过 20 亿 m^2 ，对应人均用量从 20 世纪初的 $2.7 m^2/人$ 稳步上升，并于 2006 年达到使用高峰，总销量接近 35 亿平方米，20 年人均消费量均值约为 $7m^2/人$ 左右，下游需求中，住宅占比极大，住宅翻新需求占比 40%-50%，新建住宅需求 30%-40%，其余为非住宅需求。其他国家中，日本人均消费量约为 $8 m^2/人$ ，加拿大人均消费量约为 $10 m^2/人$ ，法国、英国、德国为人均 3 平方米以上。

目前我国石膏板人均消费量仅为 1.6 平方米，远低于发达国家的水平。

2.3. 石膏板行业仍具发展空间

在吊顶领域方面，石膏板优势突出。吊顶由装饰板、龙骨、吊线等材料组成，可根据需要常换常新，是非常方便的家用单品。根据装饰板的材质不同，吊顶可分为石膏板吊顶、金属板吊顶、玻璃吊顶、PVC 板吊顶等。石膏板具备防火、隔音、隔热、轻质、高强、收缩率小、稳定性好、不老化、防蛀虫等优点，目前是装修中使用最多的吊顶材料。再加上其重量轻，厚度薄，质地脆容易做出造型的原因，更是受到了装修工人的青睐。价格方面，石膏板造价相对便宜，PVC 板次之，金属板最耐用但价格较高。

表 2：主要吊顶材料优点及应用领域

| | 优点 | 应用领域 |
|-------|-----------------------------------|-----------------------|
| 石膏板 | 重量轻、强度较高、厚度较薄、加工方便以及隔音绝热和防火等性能较好 | 除厨房、卫生间以外的房间都可使用石膏板吊顶 |
| 矿棉板 | 吸音性能较好，并能吸音、隔热、防火 | 主要用于公共场所，少量用于家装 |
| PVC 板 | 价格比较便宜，重量较轻，能防水、防潮、防蛀。花色图案较多，多为素色 | 主要用于卫生间或厨房中 |
| 铝扣板 | 不仅防火、防潮，还能防腐、抗静电、吸音、隔音、美观、耐用 | 主要用在卫生间或厨房中 |

数据来源：互联网、安信证券研究中心

国务院办公厅 3 月 16 日印发的《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》中指出，目前我国常住人口城镇化率为 53.7%，户籍人口城镇化率只有 36% 左右，不仅远低于发达国家 80% 的平均水平，也低于人均收入与我国相近的发展中国家 60% 的平均水平，还有较大的发

展空间。通常来讲，农村房屋装修中一般不会使用石膏板吊顶，但是城镇住宅及公共建筑中，石膏板吊顶应用普遍，广泛用于灯池、窗帘盒等室内空间。城镇化发展有利于整个石膏板行业在吊顶领域的成长。

我们大致估算吊顶市场的市场容量，新建房屋中，每平米竣工面积需要石膏板 1 平米，假设石膏板渗透率达到 80%，按照 2013 年房屋竣工面积 10 亿平米来算，石膏板需求大约为 10 亿平米。翻新需求中，假定存量房翻修周期为 10 年，则按照目前国内存量房面积 160 亿平米来计算，石膏板需求量大约为 16 亿平米。整个石膏板行业吊顶市场的市场容量为 26 亿平米。

另一方面，石膏板应用领域从吊顶向隔墙等其他室内空间拓展，也为石膏板行业的成长提供了空间。轻钢龙骨石膏板隔墙具备施工方便、重量轻（仅为普通砖墙的 1/10 左右）、收减小（克服接缝开裂缺陷）、装饰效果好等优点，是绿色环保的新型墙体材料，是新型墙体资料中最具开展潜力的产品之一，也是取代实心粘土砖最理想、最经济的墙体材料之一。

表 3：石膏板在隔墙领域运用的优势

| 优点 | 备注 |
|-------|--|
| 施工便利 | 120mm 厚砖墙每 100 平米施工需要 20.6 个工作日，由轻钢龙骨与两侧纸面石膏板构筑的空心隔墙，每 100 平米仅为 6 个工作日，人工成本优势明显 |
| 质量轻 | 120mm 厚度砖墙的单位面积质量为 228kg 每平方米。国内生产的纸面石膏板厚度一般为 9mm 或 9.5mm，板材单位面积质量为 8.5-9.5kg 每平方米，这样隔墙的单位面积质量为 22-24kg，为砖墙的 1/10。 |
| 占地面积小 | 厚砖墙厚度为 120mm，轻质龙骨隔墙厚度一般为 99mm，省去 17.5% 的厚度。 |
| 保温性能好 | 纸面石膏板的导热系数是普通混凝土的 9.5%，是空心粘土砖的 38.5%。若在纸面石膏板的生产过程中加入发泡剂，导热系数将变得更小。 |

数据来源：互联网、安信证券研究中心

目前我国整个石膏板销量中约有 70% 应用于吊顶领域，墙体建设及墙体装饰仍未被广泛应用，但在发达国家，约有 80% 的石膏板主要用于轻质墙体的建设，是建筑吊顶装饰装修的 4 倍。隔墙市场对石膏板的需求量巨大，每平米隔墙需要 4 张石膏板。考虑到我国与发达国家装修结构的不同，我们假定未来隔墙市场为吊顶市场的 1.5 倍，若按照目前我国石膏板吊顶市场容量 19 亿平米来计算（我国 2013 年石膏板销量 27 亿平米，吊顶市场占比 70%），则石膏板在隔墙市场的市场容量为 29 亿平米。政策对砖墙的限制为石膏板在隔墙领域的推广提供了稳固支持。

图 6：石膏板吊顶示意图



数据来源：互联网、安信证券研究中心

图 7：石膏板隔墙示意图



数据来源：互联网、安信证券研究中心

从公司的角度来讲，2013 年公司成功中标了北京林肯公园、英特宜家、紫御华府、红玺台等一系列精装修楼盘，实现了石膏板隔墙业务从无到有的突破，从侧面说明了石膏板隔墙市场具备拓展空间。

从另一个角度来进行国际比较会得出类似的结论，在石膏板的消费结构中，发达国家家居装修中占比 80%，工装占 20%，国内应用主要集中于工装市场，预计占比 70%。石膏板在家居市场的应用具备发展空间。

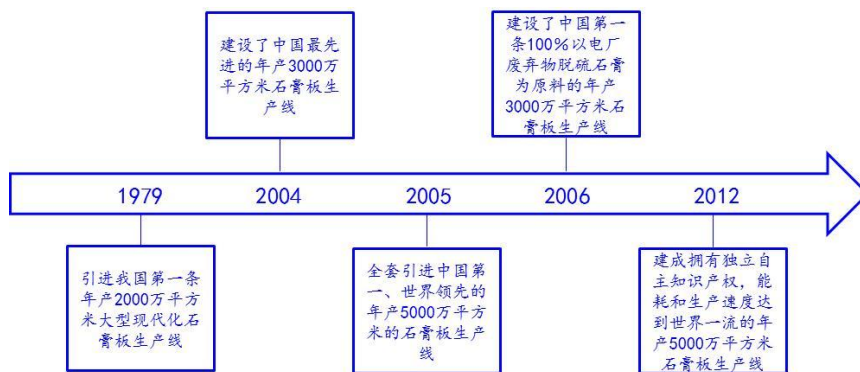
3. 生产线布局抢占原材料市场，经销商网络覆盖全国区域

3.1. 行业领头羊，抢占制高点

在我国石膏板行业的发展历程中，北新建材一直处于行业领头羊地位，抢占创新制高点：1979 年北新建材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，开创了我国现代石膏板工业的新纪元；2004 年建设了中国最先进的年产 3000 万平方米石膏板生产线；2005 年全套引进中国第一、世界领先的年产 5000 万平方米的石膏板生产线，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；2012 年建成拥有自主知识产权，能耗和生产速度达到世界一流的年产 5000 万平方米石膏板生产线。

龙牌石膏板占领了石膏板行业的高端市场，在重量、柔韧度、护面纸的平整度等方面都优于其他品牌，具备品牌优势。客户以工程类为主，主要用于政府项目、五星级酒店、市政大楼等。从建材市场的草根调研来看，经销商将代理龙牌石膏板作为其自身品牌宣传的途径，龙牌石膏板已经是公认的高品质的石膏板。2013 年公司品牌价值达到 212.65 亿元，位居中国 500 强最具价值品牌第 82 位。

图 8：北新建材抒写石膏板行业发展历史

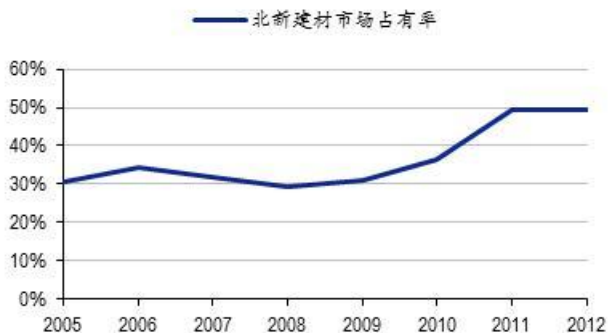


数据来源：安信证券研究中心整理

市场地位方面，北新建材经历了绝对优势-地位下降-再居龙头三个发展阶段。自 1983 年北新集团从德国可耐福公司引进第一条连续自动化纸面石膏板生产线建成投产后，石膏板行业呈现出供不应求的局面，北新建材占据了大部分市场，市场占有率曾经一度高达 70% 以上，毛利率曾经一度高达 45% 以上。1997 年起，随着中小石膏板厂产能扩张及外资的进入，石膏板企业的竞争加剧，石膏板业务毛利率下降，2001 年后呈现了北新建材、外资石膏、山东泰和三家石膏板企业三分天下的局面，2005 年北新建材收购山东泰和股权，2006 年增资扩股，持股比例达到 65%，至此，北新建材覆盖了石膏板行业的高端与中低端市场，是全国布局的行业龙头，市场份额从 2005 年的 30% 上升到 2012 年的 50%。目前，我国约有 300 多家石膏板企业，北新建材市场份额约为 50%，三家外资石膏板企

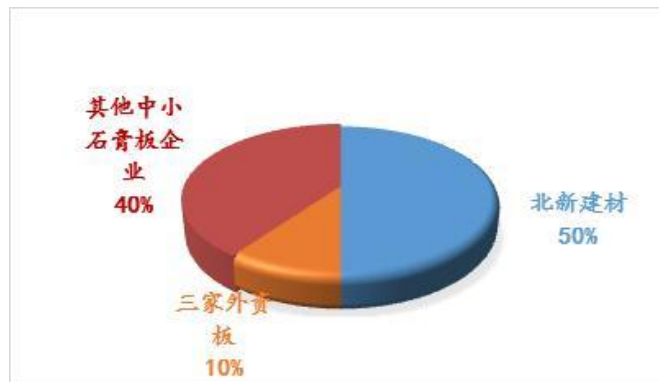
业：可耐福、圣戈班杰科、拉法基（被博罗收购）市场份额约为 10%，其余市场份额被两家中型内资石膏板企业及中小石膏板企业占据。公司的龙牌与泰山牌石膏板分别占据石膏板的高端与中低端市场。龙牌下游需求以工程类为主，泰山牌石膏板家装占比约为 50%。

图 9：公司石膏板业务市场占有率情况（产能）



数据来源：wind、公司公告、安信证券研究中心

图 10：目前我国石膏板行业的竞争格局



数据来源：wind、安信证券研究中心

3.2. 生产线布局抢占原材料市场

石膏板的成本主要包括护面纸、脱硫石膏、燃料（煤炭、天然气），其中原材料成本占比最大，2013 年约占营业成本的 57%，煤炭及动力成本约为 27%，人工成本约为 7%，其他如设备折旧等约为 9%。

图 11：石膏板成本占比



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2006 年以前，我国普遍采用天然石膏作为生产纸面石膏板的原材料。2005 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》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。电厂脱硫的推广催生了大量副产品脱硫石膏，价格低于天然石膏。脱硫石膏脱硫石膏为细粉状态，可免去匀化、粉磨工序。但脱硫石膏游离水含量稍高，需要增加烘干能耗，粒度的级配结构也可能需要在其烘干、煅烧过程中进行科学的调整，因此，用脱硫石膏生产纸面石膏板需要进行一定程度的预处理，生产纸面石膏板的工艺与用天然石膏生产有所区别。使用脱硫石膏作为原材料的生产成本比天然石膏低出一半。

北新建材从2001年便开始研究和试验采用脱硫石膏的工艺，自主研发出了一系列围绕脱硫石膏应用的专有技术和大规模成套生产装备。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，目前公司的所有石膏板生产线均采用脱硫石膏作为原料，除北新之外，绝大部分石膏板厂商仍在使用天然石膏作为原材料，脱硫石膏的价格比天然石膏低出近一半。公司计划在2015年完成25亿平米产能的布局，抢占优质脱硫石膏资源。

图6：公司石膏板业务产业布局



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

除石膏外，公司在耗煤量、制造费用也具备成本优势。煤炭使用方面，公司一平米石膏板约需0.9公斤煤炭，行业平均水平为1-1.2公斤。目前一条3000万平米的生产线，公司投资额约为7000万元，普通企业约为1-1.2亿元。

表4：公司与普通石膏板企业单位面积石膏板成本比较

| | 北新 | | 其他公司 | |
|-----------|-----------------------|----------|------------------------|------------|
| | 使用量 | 成本(元/平米) | 使用量 | 成本成本(元/平米) |
| 护面纸 | 0.4kg | 1.43 | 0.4kg | 1.43 |
| 脱硫石膏(含运费) | 8kg | 0.6 | 8kg | 1.1 |
| 标准煤 | 0.9kg | 0.96 | 1.1-1.2kg | 1.15 |
| 制造费用(折旧) | 3000万平方米的生产线需7000万元投资 | 0.3 | 3000万平方米的生产线需1-1.2亿元投资 | 0.43 |

数据来源：安信证券研究中心估算

3.3. 经销商网络覆盖全国区域

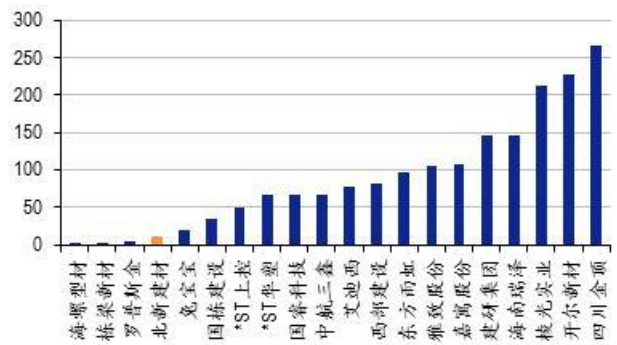
公司采用经销商代销的销售模式，直销占比不足10%。龙牌石膏板对经销商出厂价为7元左右，泰山石膏板出厂价为5元左右。从草根调研情况来看，经销商终端售价约加价50%，具备利润空间。公司对经销商溢价能力强，出货时收回货款，这一点我们可以从公司的应收账款周转时间得到印证，公司应收账款周转时间在建材行业中具备明显优势。

图 7：公司应收账款周转时间



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 8：新型建材公司应收账款周转时间（单位：天）

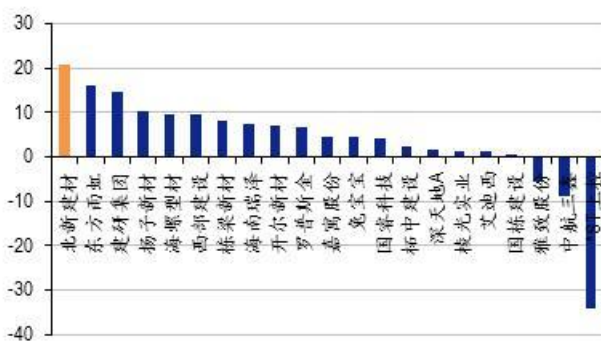


数据来源：wind、安信证券研究中心

3.4. 良好财务指标提供建材行业稀缺标的

从财务数据的角度分析公司的经营状况，无论是盈利指标、现金指标、运营指标还是成长能力，公司在建材行业的上市公司中均表现突出，是建材行业财务指标方面的稀缺标的。

图 9：新型建材上市公司 ROE 水平（单位：%）



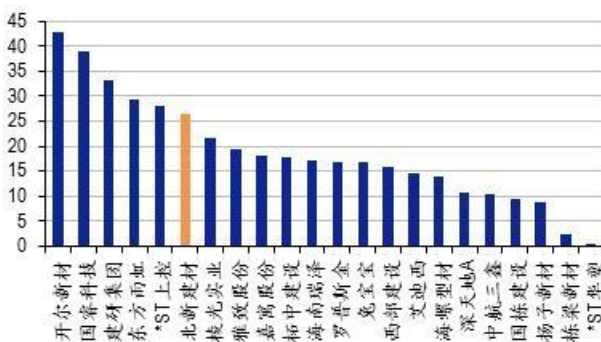
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 10：公司近年来现金流入与营业收入比（单位：%）



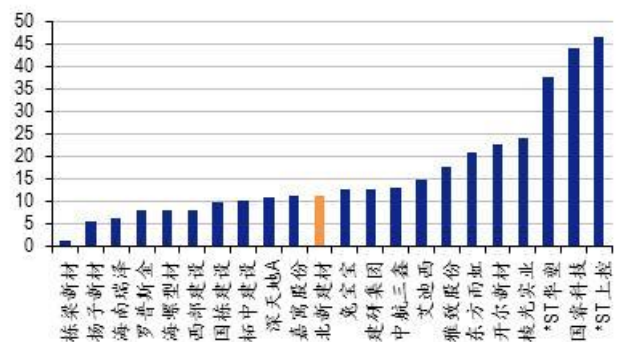
数据来源：wind、安信证券研究中心

图 11：新型建材公司毛利率情况（单位：%）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 12：新型建材公司三项费用率情况（单位：%）

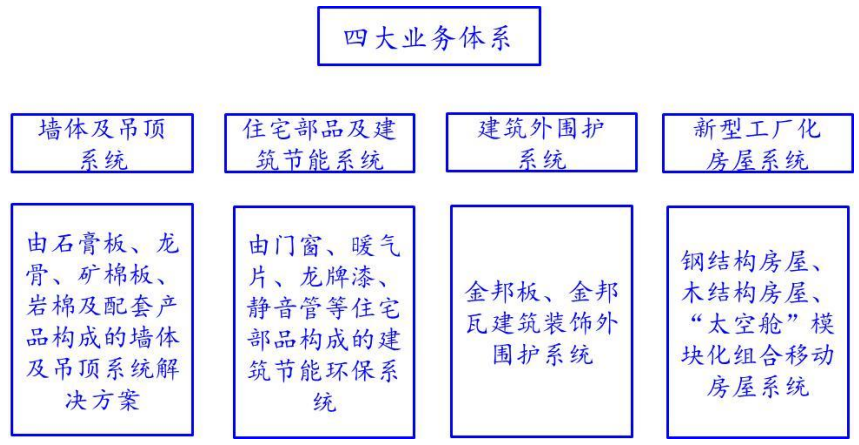


数据来源：wind、安信证券研究中心

4. 发展思路明晰，关注龙骨与北新房屋

北新建材致力于为公共建筑和家庭客户提供一揽子应用解决方案，发展历程中经历了多元化主业发展到再到 2004 年开始强化主业发展的过程，目前拥有四大业务体系：墙体及吊顶系统、住宅部品及建筑节能系统、建筑外围护系统、新型工业化房屋系统。

图 13：公司四大业务体系



数据来源：公司网站、安信证券研究中心

其中墙体及吊顶系统为公司重点发展的业务；新型工业化房屋系统作为公司储备，未来增长空间巨大，并能够推动墙体及吊顶系统如石膏板、龙骨、油漆的销售；住宅部品及建筑外围护系统为公司辅助业务。

4.1. 石膏板业务稳步增长

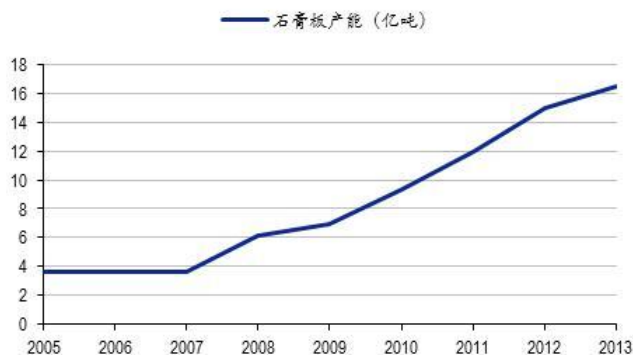
石膏板业务方面，北新建材市场份额达到 50%，产能及销量均保持了快速增长，2013 年末石膏板产能 16.5 亿平方米，产能布局 21 亿平方米，未来规划中，2015 年石膏板规划由 20 亿平方米提升到了 25 亿平方米，显示出其进一步整合石膏板市场的决心。预计未来公司石膏板销量增速仍会高于行业增速。公司 3 月 16 日公告了定增预案，募集资金中的 5.23 亿元用于石膏板生产线建设，石膏板业务仍是公司的发展重点。

表 5：公司在建石膏板产能

| 所在地 | 产能 | 所属品牌 |
|--------|------|------|
| 天津市 | 5000 | 龙牌 |
| 福建省泉州市 | 3000 | 龙牌 |
| 浙江省海盐县 | 3000 | 龙牌 |
| 福建省龙岩市 | 4000 | 泰山 |
| 吉林省 | 4000 | 泰山 |
| 山东省威海市 | 4000 | 泰山 |
| 安徽省宣城市 | 5000 | 泰山 |
| 甘肃省白银市 | 3000 | 泰山 |
| 河南省济源市 | 5000 | 泰山 |

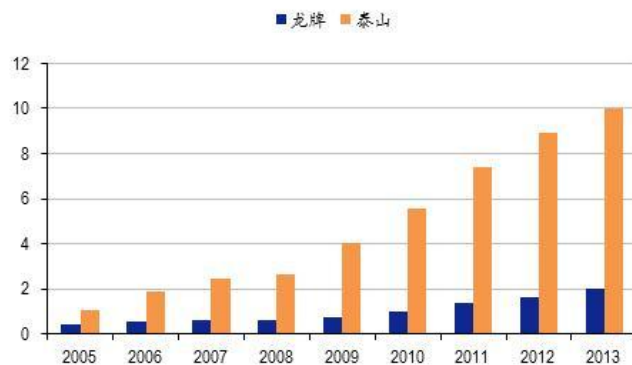
数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图 14: 历年产能



数据来源: 中国建材公告、安信证券研究中心

图 15: 分品牌历年销量

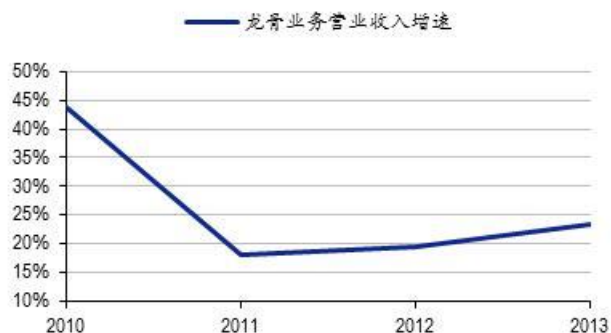


数据来源: 中国建材公告、安信证券研究中心

4.2. 龙骨业务有望成为公司新的利润增长点

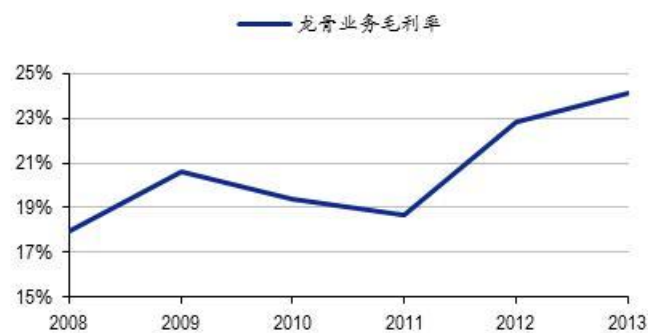
龙骨是一种用来支撑造型、固定结构的建筑材料, 为辅材, 型号规格各异, 需配套石膏板进行安装。目前, 我国的龙骨市场较为分散, 70%的经销商需要外购龙骨, 产生了交易成本, 同时, 不同品牌的石膏板与龙骨匹配过程中也会有一些交易费用, 匹配石膏板的集中采购可以产生运输等方面的协同作用。公司将龙骨生产线配套建在石膏板生产线附近, 利用下游的销售渠道, 有利于经销商在采购过程中节约成本, 龙骨市场具备匹配石膏板销售市场集中度提升的潜力。公司 2013 年着力发展龙骨业务, 在产能增长较小的情况下, 营业收入增速与毛利率方面均有提高, 公司龙骨业务具备发展潜力。

图 16: 公司龙骨业务营业收入增速



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

图 17: 公司龙骨业务毛利润增速



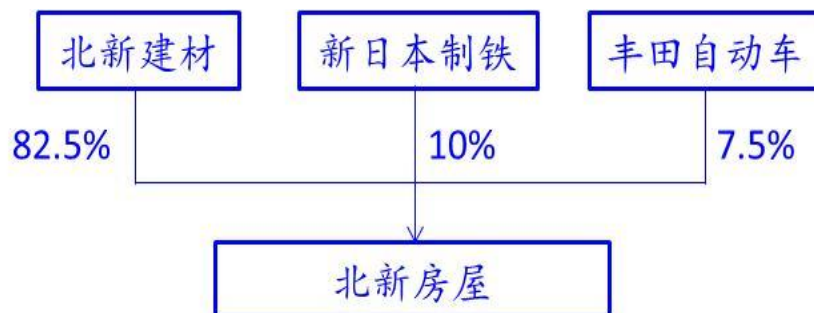
数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

公司对龙骨市场的发展策略为, 新建生产线匹配龙骨生产设施, 若后期推广顺利, 存量生产线会慢慢配套龙骨生产设备。若按照 1 万平方米石膏板对应 1 吨龙骨的配比来看, 就公司目前的石膏板产能规模, 若能实现全部配套, 龙骨的市场容量将达到 25 万吨。

4.3. 北新房屋提供想象空间

住宅产业化方面, 北新建材 2002 年 11 月就被建设部确定为“国家住宅产业化基地”, 2002 年 12 月, 联合三家世界五百强企业投资 4 亿元人民币发起成立了北新房屋有限公司, 公司开始推广住宅产业化项目。

图 18: 北新房屋股权结构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

北新房屋作为公司制造产品的集合体，将公司主要的装修装饰产品继承在一起，在公司进行标准化生产，然后到工地直接进行安装，有利于节约人工成本。2011 年，公司获得赞比亚 6 亿元的订单，其建造质量获得国外认可。

北新房屋拥有三大房屋建造技术体系：钢结构技术体系、复合钢结构技术体系与新型钢结构技术体系，可建造 6 层以下的建筑。目前北新房屋是中国最大的轻钢结构新型房屋公司，推出了第一代房屋——日本 KC 体系房屋、第二代房屋——澳大利亚海斯体系房屋以及第三代房屋——“圆梦”系列工厂化房屋，正积极研发第四代房屋——“三无”与“二零”新型房屋，房屋品质和性能不断升级。拥有全球最先进的轻钢结构房屋技术，是中国唯一拥有大规模建设能力和经验的新型房屋公司，可在一年时间同时建设 60 万平米新型房屋。下游客户主要对应城市别墅、旅游度假、学校医院、海外房屋、新农村建设、房屋改造等。新型房屋具备抗震防风、保温隔热、通风防潮、隔声降噪、防火安全等优势，将显著受益于农村居住方式的改变及人工成本的提升。

表 6: 新型房屋主要性能优势

| 性能 | 备注 |
|---------|--|
| 抗震防风 | 柔性结构，自重约为传统砖混结构的 30%，地震反应小 |
| 保温隔热 | 拥有“双保温”+“双隔层”的墙体结构保温节能技术，建筑节能 75%以上 |
| 通风防潮 | 利用空气热循环原理，实现空气对流与室内通风，主体结构与外墙装饰层之间设有“单向呼吸纸” |
| 隔声降噪 | 外墙隔声量大于 55db，内墙隔声量约为 53-53db，超过五星级酒店的隔声量标准 |
| 防火安全 | 外墙耐火极限超过 2 小时，内墙耐火极限超过 1 小时，完全满足国家对中小型建筑体的防火要求 |
| 得房率高 | 墙体厚度约为传统结构的 1/2，套内使用面积增加 10%以上，楼板无主梁，净高增加 220mm 以上 |
| 干法作业 | 工厂化预制、现场拼装、缩短施工工期，施工现场环保，无噪音、粉尘、污水污染 |
| 经久耐用 | 主体结构满足 95 年结构安全设计，一房用三代 |
| 适用范围广 | 适用于各种气候带、地形地貌、地质条件 |
| 智能技术兼容 | 采用复合墙体和楼板，各种设备、管线可暗埋，防盗、可视对讲、新风换气系统等智能设备可与房屋完美结合 |
| 材料可回收利用 | 90%以上材料可回收、循环再利用，消除建筑物终老时所产生的大量建筑垃圾 |

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

公司定增预案中，募集资金 3.8 亿元用于产业化住宅的基础材料结构钢骨的建设，新投产 7 条生产线。

公司自上市以来，向二级市场募资较少，仅有 1997 年的新股发行及 1998、2000 年的两次配股，最近 10 多年来都是利用自有资金完成产能扩张及业务发展的。我们从公司的财务报表数据来看，公司目前负债率及现金流状况均处于历史较好水平，按照之前的发展思路是可以利用自有资金进行扩张实现内生增长的，此次定增大规模募资显示出公司业务拓展的需要，以及寻求新的利润增长点的决心，我们认为公司进入到了新一轮产业布局

的阶段，产业化住宅是公司的重点努力方向。

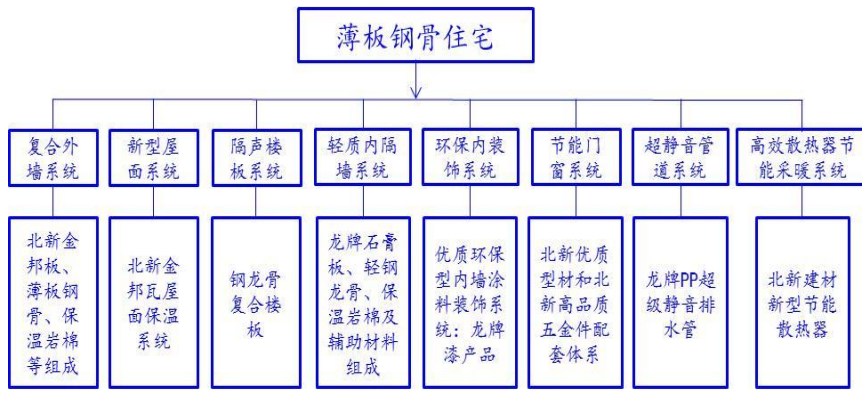
表 7：公司定增募投结构钢骨项目

| | 产能 (吨) | 建设周期 (年) | 总投资 (万元) |
|------------|--------|----------|----------|
| 天津结构钢骨建设项目 | 6000 | 1.5 | 5756 |
| 武汉结构钢骨建设项目 | 6000 | 1.5 | 5342 |
| 广安结构钢骨建设项目 | 6000 | 1.5 | 5300 |
| 肇庆结构钢骨建设项目 | 6000 | 1.5 | 5545 |
| 铁岭结构钢骨建设项目 | 6000 | 1.5 | 5322 |
| 枣庄结构钢骨建设项目 | 6000 | 1.5 | 5181 |
| 苏州结构钢骨建设项目 | 6000 | 1.5 | 5560 |

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

北新房屋是我国唯一一家实现“材料房屋一体化”的房屋公司，拥有石膏板、门窗、排水管、油漆、金邦板等建筑部品，产业化住宅项目有利于带动公司建筑材料的销售，7条生产线对应的房屋规模需消耗石膏板约 700 万平米，产生协同作用。

图 23：公司自成系统的各种优质建筑部品



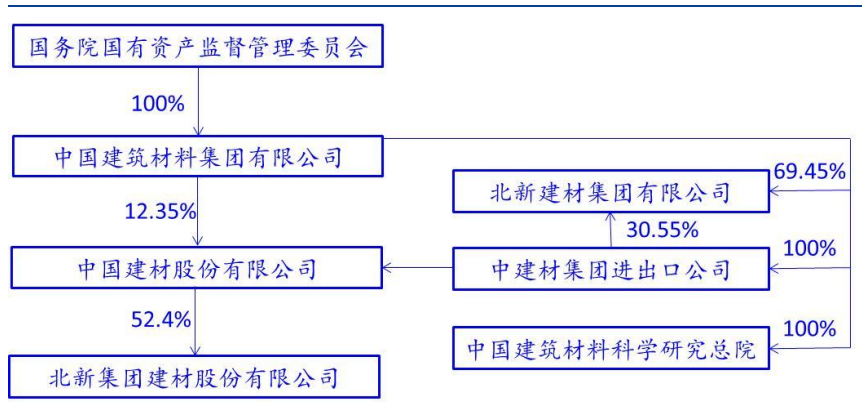
数据来源：公司网站、安信证券研究中心

5. 对市场关心问题的两点回答

5.1. 国企体制、民企效率

北新建材是国务院国资委直属央企中国建材集团旗下的 A 股上市公司，实际控制人为中国建材股份有限公司，国有体制影响了公司估值的抬升，公司运行效率问题受到市场质疑。

图 19：公司股权架构



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

但从历年的经验来看，公司运行效率及业绩成长性都很好。2004-2013 年公司净利润复合增速达到，ROE 水平从 2004 年的 7% 提升到了 2013 年的 23%。经营效率远远高于一般国有企业。

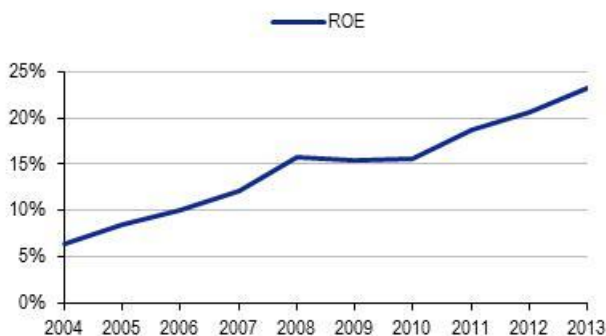
公司机制灵活，主要体现在两个方面，一是公司不断创新，生产线投资小于其他公司，二是公司及早期布局，抢占了脱硫石膏资源附近的生产线布局。

图 20: 净利润增速



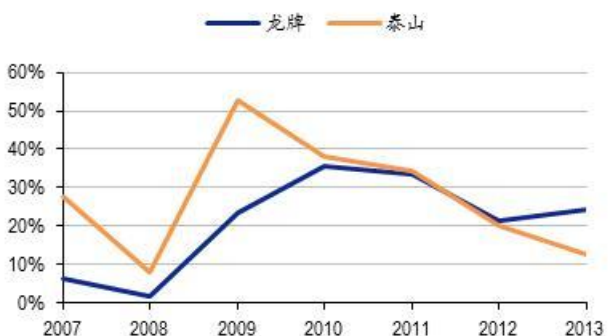
数据来源: wind、安信证券研究中心

图 21: ROE 水平



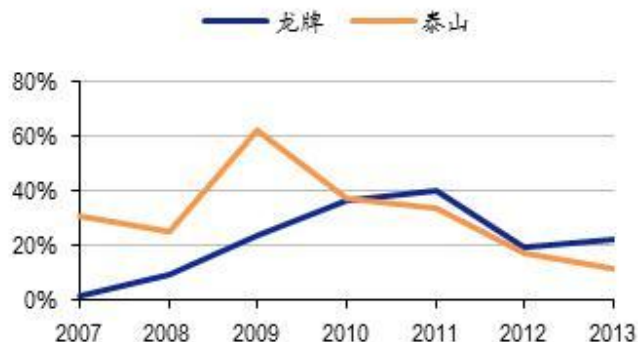
数据来源: wind、安信证券研究中心

图 22: 石膏板销量增速



数据来源: 中国建材公告、安信证券研究中心

图 23: 石膏板营收增速



数据来源: 中国建材公告、安信证券研究中心

另一方面，泰山石膏在公司整体营业收入中占比较高，达到 65% 以上，泰山石膏的运作效率对公司的业绩贡献作用较强。

图 24: 泰山石膏营业收入占石膏板营业收入比重



数据来源: wind、安信证券研究中心

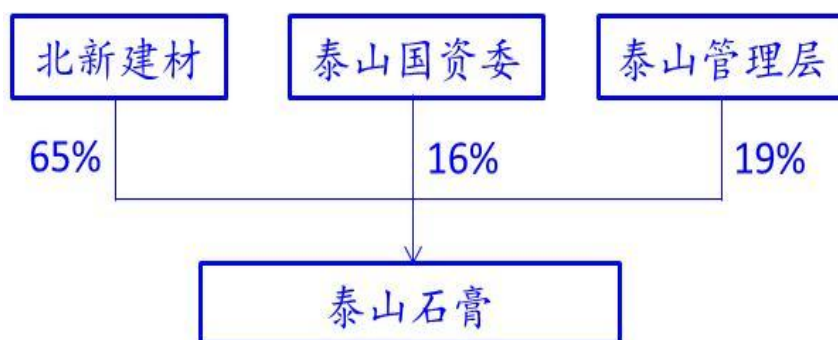
图 25: 泰山石膏营业收入占总体营业收入比重



数据来源: wind、安信证券研究中心

泰山石膏属于民营企业,董事长及公司高管在 2005 年之前已经完成了股权激励,持有公司股份。市场端来看,泰山石膏引领石膏板的中低端市场,发展速度快、运行效率高。

图 26: 泰山石膏股权结构



数据来源: 公司公告、安信证券研究中心

5.2. 行业趋势向下, 公司突破藩篱

市场认为公司下游对应房地产市场,面临行业趋势向下的风险,增长将呈现平台式下降。我们认为石膏板除了用于新房装修外,还有巨大的存量房二次装修需求,从公司自身情况来看,泰山石膏二次装修需求占比达到 50%以上。另一方面,在装修需求中,石膏板使用的渗透率会随着住宅结构的改变(新型城镇化将带来农民自身盖房比例的下降)而提升。

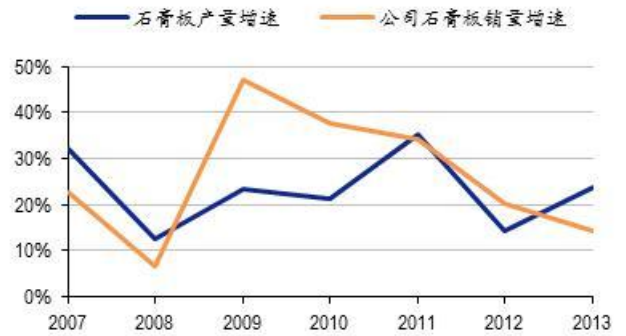
数据上来看,石膏板产量增速与房屋竣工面积增速趋势上一致,且高于房屋竣工面积增速,单位竣工面积所对应的石膏板用量从 2002 年的 0.5 平方米上升到了 2013 年的 2.6 平方米。同时,公司石膏板销量增速总体上高于行业增速,这显示了公司具备成本及渠道优势,市场集中度不断提升。

图 27: 石膏板产量增速快于房屋竣工面积增长



数据来源: wind、安信证券研究中心

图 28: 公司石膏板产量增速快于石膏板行业增长



数据来源: wind、安信证券研究中心

6. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2014-2016 年净利润增速 30%、20%、20%，不考虑摊薄，对应 EPS2.05/2.44/2.92 元，增速较高。预计公司会维持在石膏板行业的龙头地位，石膏板向隔墙领域的推广带来石膏板业务的成长性，龙骨业务与产业化住宅项目提供公司未来的成长空间。首次给予公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价 20 元，对应 2014 年动态市盈率 10 倍。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年04月14日)

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | (百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 6,685.2 | 7,490.1 | 9,169.8 | 10,771.5 | 12,698.2 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 4,910.0 | 5,263.2 | 6,380.0 | 7,495.5 | 8,809.0 | 营业收入增长率 | 12.0% | 12.0% | 22.4% | 17.5% | 17.9% |
| 营业税费 | 17.8 | 17.9 | 20.4 | 26.1 | 29.8 | 营业利润增长率 | 33.7% | 33.7% | 35.1% | 19.0% | 20.4% |
| 销售费用 | 251.6 | 283.2 | 327.1 | 399.0 | 467.8 | 净利润增长率 | 29.5% | 33.8% | 30.0% | 19.5% | 19.6% |
| 管理费用 | 354.7 | 422.7 | 490.2 | 585.1 | 695.0 | EBITDA 增长率 | 31.9% | 29.5% | 27.4% | 16.5% | 18.7% |
| 财务费用 | 149.8 | 166.9 | 144.9 | 116.1 | 109.4 | EBIT 增长率 | 34.8% | 30.8% | 29.8% | 16.1% | 19.0% |
| 资产减值损失 | 8.2 | 5.1 | 7.3 | 6.9 | 6.5 | NOPLAT 增长率 | 33.6% | 28.2% | 32.2% | 16.1% | 19.0% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 22.8% | 24.5% | 2.3% | 17.0% | 14.4% |
| 投资和汇兑收益 | 6.0 | 4.9 | 5.1 | 5.3 | 5.1 | 净资产增长率 | 19.2% | 21.8% | 26.1% | 25.4% | 25.0% |
| 营业利润 | 998.9 | 1,335.9 | 1,805.1 | 2,148.1 | 2,585.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 49.8 | 103.9 | 50.0 | 50.0 | 50.0 | 毛利率 | 26.6% | 29.7% | 30.4% | 30.4% | 30.6% |
| 利润总额 | 1,048.8 | 1,439.8 | 1,855.1 | 2,198.1 | 2,635.7 | 营业利润率 | 14.9% | 17.8% | 19.7% | 19.9% | 20.4% |
| 减:所得税 | 113.7 | 181.8 | 204.1 | 241.8 | 289.9 | 净利润率 | 10.1% | 12.1% | 12.8% | 13.1% | 13.2% |
| 净利润 | 676.8 | 905.5 | 1,177.0 | 1,406.2 | 1,682.3 | EBITDA/营业收入 | 20.8% | 24.1% | 25.1% | 24.8% | 25.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 17.2% | 20.1% | 21.3% | 21.0% | 21.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 固定资产周转天数 | 240 | 255 | 238 | 230 | 219 |
| 货币资金 | 659.8 | 766.9 | 1,258.6 | 1,649.9 | 2,471.7 | 流动营业资本周转天数 | -12 | 17 | 18 | 9 | 13 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 132 | 136 | 137 | 145 | 156 |
| 应收账款 | 254.7 | 295.9 | 315.4 | 402.7 | 443.8 | 应收账款周转天数 | 12 | 13 | 12 | 12 | 12 |
| 应收票据 | 43.2 | 105.7 | 31.9 | 129.7 | 60.8 | 存货周转天数 | 62 | 64 | 61 | 61 | 62 |
| 预付账款 | 377.4 | 518.6 | 544.7 | 704.5 | 763.6 | 总资产周转天数 | 483 | 481 | 447 | 442 | 439 |
| 存货 | 1,215.1 | 1,437.0 | 1,682.1 | 1,966.2 | 2,378.1 | 投资资本周转天数 | 300 | 332 | 304 | 284 | 279 |
| 其他流动资产 | - | - | - | - | - | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 21.0% | 23.2% | 24.1% | 22.8% | 21.8% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 9.9% | 11.9% | 13.5% | 13.7% | 14.0% |
| 长期股权投资 | 218.8 | 137.8 | 142.8 | 147.8 | 152.8 | ROIC | 20.5% | 21.4% | 22.7% | 25.7% | 26.2% |
| 投资性房地产 | 47.0 | 45.9 | 45.9 | 45.9 | 45.9 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 4,963.2 | 5,632.1 | 6,477.6 | 7,305.3 | 8,142.0 | 销售费用率 | 3.8% | 3.8% | 3.6% | 3.7% | 3.7% |
| 在建工程 | 817.9 | 642.9 | 674.3 | 859.4 | 1,167.5 | 管理费用率 | 5.3% | 5.6% | 5.3% | 5.4% | 5.5% |
| 无形资产 | 753.2 | 940.3 | 966.3 | 991.0 | 1,014.5 | 财务费用率 | 2.2% | 2.2% | 1.6% | 1.1% | 0.9% |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 11.3% | 11.7% | 10.5% | 10.2% | 10.0% |
| 资产总额 | 9,418.3 | 10,588.9 | 12,206.5 | 14,264.4 | 16,697.7 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 1,777.3 | 2,778.7 | 1,900.0 | 1,900.0 | 1,900.0 | 资产负债率 | 52.6% | 48.7% | 43.9% | 39.8% | 35.7% |
| 应付账款 | 1,103.9 | 1,161.2 | 1,437.3 | 1,692.3 | 1,962.3 | 负债权益比 | 111.1% | 94.9% | 78.2% | 66.1% | 55.5% |
| 应付票据 | 166.6 | 264.8 | 266.9 | 357.7 | 376.3 | 流动比率 | 0.66 | 0.71 | 0.86 | 1.01 | 1.20 |
| 其他流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 0.34 | 0.38 | 0.48 | 0.60 | 0.73 |
| 长期借款 | 521.1 | 219.5 | 300.0 | 300.0 | 300.0 | 利息保障倍数 | 7.67 | 9.01 | 13.46 | 19.51 | 24.63 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 4,957.0 | 5,157.2 | 5,354.9 | 5,675.1 | 5,959.9 | DPS(元) | 0.32 | - | 0.40 | 0.38 | 0.34 |
| 少数股东权益 | 933.9 | 1,181.5 | 1,655.5 | 2,205.6 | 2,869.1 | 分红比率 | 27.0% | 0.0% | 19.6% | 15.5% | 11.7% |
| 股本 | 575.2 | 575.2 | 575.2 | 575.2 | 575.2 | 股息收益率 | 1.9% | 0.0% | 2.4% | 2.3% | 2.1% |
| 留存收益 | 2,952.3 | 3,675.1 | 4,621.0 | 5,808.6 | 7,293.6 | | | | | | |
| 股东权益 | 4,461.3 | 5,431.7 | 6,851.6 | 8,589.3 | 10,737.8 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | EPS(元) | 1.18 | 1.57 | 2.05 | 2.44 | 2.92 |
| 净利润 | 935.1 | 1,258.1 | 1,177.0 | 1,406.2 | 1,682.3 | BVPS(元) | 6.13 | 7.39 | 9.03 | 11.10 | 13.68 |
| 加:折旧和摊销 | 243.4 | 300.4 | 347.2 | 412.4 | 481.7 | PE(X) | 14.1 | 10.5 | 8.1 | 6.8 | 5.7 |
| 资产减值准备 | 8.2 | 5.1 | - | - | - | PB(X) | 2.7 | 2.2 | 1.8 | 1.5 | 1.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | -75.9 | 279.9 | 37.3 | 159.2 | 26.8 |
| 财务费用 | 152.0 | 171.4 | 144.9 | 116.1 | 109.4 | P/S | 1.4 | 1.3 | 1.0 | 0.9 | 0.7 |
| 投资损失 | -6.0 | -4.9 | -5.1 | -5.3 | -5.1 | EV/EBITDA | 9.1 | 7.5 | 5.3 | 4.6 | 3.8 |
| 少数股东损益 | 258.3 | 352.6 | 474.0 | 550.1 | 663.5 | CAGR(%) | 27.9% | 23.1% | 30.0% | 27.9% | 23.1% |
| 营运资金的变动 | -436.8 | -826.5 | 719.6 | -294.2 | -150.4 | PEG | 0.5 | 0.5 | 0.3 | 0.2 | 0.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 1,133.9 | 1,505.2 | 2,857.6 | 2,185.3 | 2,781.4 | ROIC/WACC | 1.8 | 1.9 | 2.0 | 2.3 | 2.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -1,213.2 | -955.2 | -1,244.9 | -1,444.7 | -1,644.9 | REP | 1.1 | 0.9 | 0.8 | 0.6 | 0.5 |
| 融资活动产生现金流量 | -53.0 | -466.9 | -1,121.0 | -349.3 | -314.7 | | | | | | |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；
增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；
中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%；
减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；
卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李孔逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|-------------------------|
| 上海联系人 | 张勤 | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-68763563 | houhx@essence.com.cn |
| | 梁涛 | 021-68766067 | liangtao@essence.com.cn |
| | 凌洁 | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-68766516 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 黄方禅 | 021-68765913 | huangfc@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-59113575 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-59113570 | wenpeng@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 刘凯 | 010-59113572 | liukai2@essence.com.cn |
| | 沈成效 | 0755-82558059 | shencx@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558087 | fanhq@essence.com.cn |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

