

增持（首次）

全球石膏板龙头，防水涂料两翼业务助力业绩再腾飞

北新建材（000786）深度报告

2024年4月30日

投资要点：

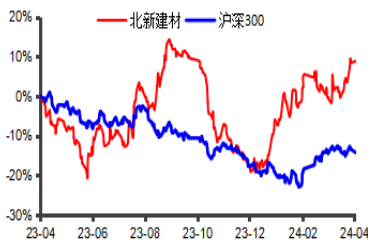
- **公司简介。**公司2020年开始实施“一体两翼、全球布局”发展战略，做强做大做优石膏板和石膏板+，加快做强做大防水、涂料，布局新兴国际市场，加速向消费类建材综合制造商和服务商转型。
- **全球最大石膏板企业，具备高竞争护城河。**凭借领先的技术、区域布局优势、全产业链以及规模效应，为公司带来较高的定价权以及竞争护城河。石膏板及石膏板+业务稳定增长值得期待。
- **收购进入防水领域，规模位居行业前三。**公司2019年开始通过收购进军防水业务领域，成为中国防水材料行业唯一一家央企企业。防水业务目前处于行业前三，作为龙头企业，将迎来更好的竞争格局及发展机遇。
- **工涂加建涂，做大做强提升增长性。**公司通过联合重组嘉宝莉，扩大涂料行业布局，实现涂料业务规模及市场影响力大幅提升。
- **股权激励定下高增长目标，彰显公司成长信心。**经测算，公司2024年-2026年扣非归属净利同比增速考核目标分别为22.01%，44.53%及5.02%，其中2026年归属净利规模约为2022年的2.47倍，彰显高成长性。
- **总结与投资建议。**公司为全球最大的石膏板龙骨产业集团，国内石膏板市场占有率超60%，凭借领先的技术、区域布局优势、全产业链以及规模效应，为公司带来较高的定价权及竞争护城河。在寡头竞争格局下，石膏板业务贡献公司利润基本盘。同时在节能环保带动下，石膏板应用领域推广，通过增加板厚度提升性能、新产品研发以及细分市场探索，同时通过延伸产业链拓展“石膏板+”新品类，实现石膏板业务稳定增长值得期待。公司通过联合重组进入防水行业，当前行业排名前三，同时也是防水材料领域唯一一家央企企业。通过自身优秀的经营管理能力赋能防水业务；背靠大股东丰富的资源及强大背景有利于获取更多优质工程项目；叠加自身密集的营销服务网络优势获取市场份额；防水业务进一步提质增效，实现规模提升可期。而涂料方面，通过收购嘉宝莉补足建涂领域布局，“做大建涂、做强工涂”发展战略清晰，涂料业务也将逐步培育成新的利润增长点。公司近期发布的股权激励计划对未来三年业绩考核相对苛刻，彰显管理层对“一体两翼，全球布局”战略之下带来的持续增长的信心及决心。在房地产市场处于调整、探底大背景下，公司较快的增长预期倍显难能可贵。
- **预测公司2024-2026年EPS分别为2.55元、3.61元和3.97元，对应当前股价PE分别为11.8倍、8.3倍和7.6倍。**看好公司持续发展壮大，建议关注。
- **风险提示：**房地产优化政策出台力度低于预期，“房住不炒”仍持续提及，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售复苏低于预期带来行业需求下降。基建投资增速低于预期，带来行业需求下滑。宏观经济转弱，带来建材消费需求不足。公司两翼业务及新产品拓展低于预期。公司市场份额提升及业绩增长低于预期。

分析师：何敏仪
SAC 执业证书编号：
S0340513040001
电话：0769-22177163
邮箱：hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2024年4月29日

收盘价(元)	33.09
总市值(亿元)	559.06
总股本(亿股)	16.90
流通股本(亿股)	16.32
ROE(TTM)	15.48%
12个月最高价(元)	33.09
12个月最低价(元)	21.75

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目 录

1. 公司简介.....	3
2. 公司持续稳健增长，盈利能力优秀.....	3
3. 全球最大石膏板企业，具备高竞争护城河.....	6
3.1 公司石膏板业务竞争护城河高.....	7
3.2 石膏板需求仍有一定提升空间.....	8
4. 收购进入防水领域，规模位居行业前三.....	9
5. 工涂加建涂，做大做强提升增长性.....	9
6. 股权激励定下高增长目标，彰显公司成长信心.....	10
7. 总结与投资建议.....	11
8. 风险提示.....	11

插图目录

图 1：公司 2023 年各主营业务营收占比.....	3
图 2：公司各主营业务毛利率对比.....	4
图 3：公司整体销售毛利率及净利率.....	4
图 4：公司近年营收同比增长%.....	4
图 5：公司近年净利润及归属净利润同比增长%.....	4
图 6：公司近年资产负债率、ROE 及经营活动现金净流量变化.....	5
图 7：全国及北新建材石膏板产销量对比.....	7
图 8：中国石膏板应用领域占比.....	8
图 9：发达国家石膏板应用领域占比.....	8

表格目录

表 1：建材上市企业近三年 ROE 对比.....	5
表 2：公司股权激励三期解除限售时间及占比.....	10
表 3：公司股权激励业绩考核目标.....	10
表 4：公司盈利预测简表（2024/4/26）.....	12

1. 公司简介

北新集团建材股份有限公司（简称北新建材）是世界 500 强中国建材集团绿色建筑新材料产业平台，1979 年成立，1997 年在深交所上市。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，其中石膏板产能规模 33.58 亿平方米，是全球最大的石膏板龙骨产业集团；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。

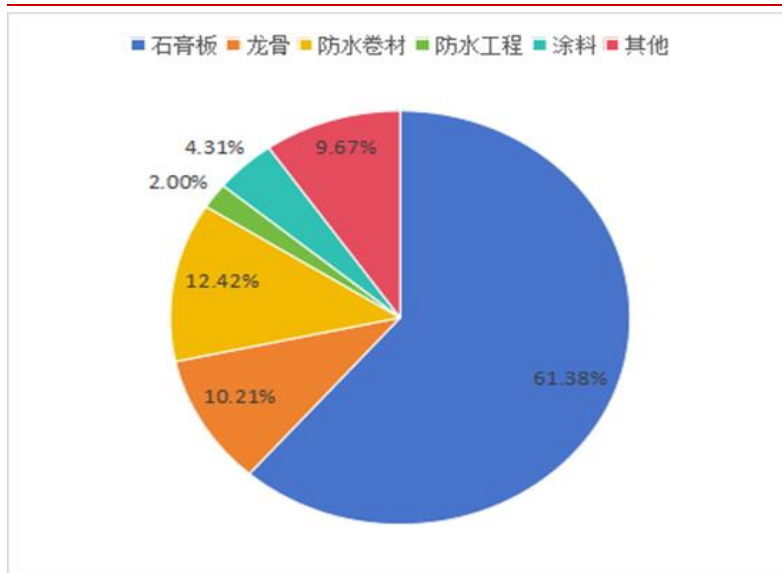
公司成功打造了全球石膏板行业高端自主品牌——龙牌和泰山，同时拥有“禹王”“蜀羊”“梦牌”等多个知名品牌，产品广泛应用于人民大会堂、奥运会、世博会场馆等国家重大工程、地标性建筑和现代家居生活。获得国家建筑工程奖 90% 的建筑都采用了北新建材“龙牌”石膏板系统。2023 年品牌价值首次突破千亿达 1005.37 亿元。

公司 2020 年开始实施“一体两翼、全球布局”发展战略，做强做大做优石膏板和石膏板+，加快做强做大防水、涂料，布局新兴国际市场，加速向消费类建材综合制造商和服务商转型，推动“工装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”四个转变。公司石膏板业务竞争优势突出，两翼业务带来增量空间，同时加速向消费类建材服务商转型，持续发展壮大值得期待。

2. 公司持续稳健增长，盈利能力优秀

根据公司 2023 年营收情况，石膏板和龙骨业务占公司整体营收达 71.59%，贡献毛利约 75.4%；防水卷材及防水工程占整体营收 14.42%，贡献毛利 8.25%；涂料业务营收占比 4.31%，贡献毛利 4.22%；其他业务营收占比 9.67%，贡献毛利约 2%。其中 2023 年防水卷材、涂料、其他业务营收大幅提升，分别较 2022 年提升 29%、22.4%和 149.5%，占比分别提升 1.7 个百分点、0.39 个百分点和 5.36 个百分点，新业务增长较快。

图 1：公司 2023 年各主营业务营收占比



资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

从毛利率来看，石膏板业务毛利率较高，贡献较大利润。2023 年公司石膏板业务毛利率达到 38.49%，较去年提升 3.54%；龙骨毛利率 18.7%，较去年小幅下滑 0.24%；防水卷材毛利率为 18.72%，较去年上升 1.47%。2023 年公司整体销售毛利率为 29.88%，较 2022 年上升 0.64 个百分点；销售净利率 15.85%，较 2022 年也小幅提升 0.08 个百分点，但相比前几年有一定幅度回落，主要由于公司新业务收入占比提升，新业务相比传统石膏板业务毛利率及净利率要低。而石膏板毛利率仍呈趋势性向上，在房地产市场整体下行

图 2：公司各主营业务毛利率对比

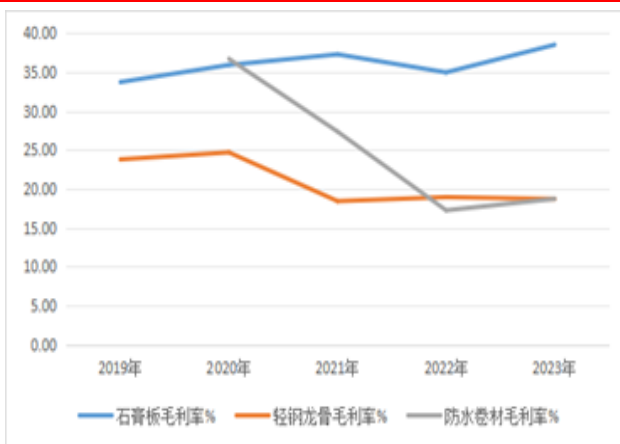
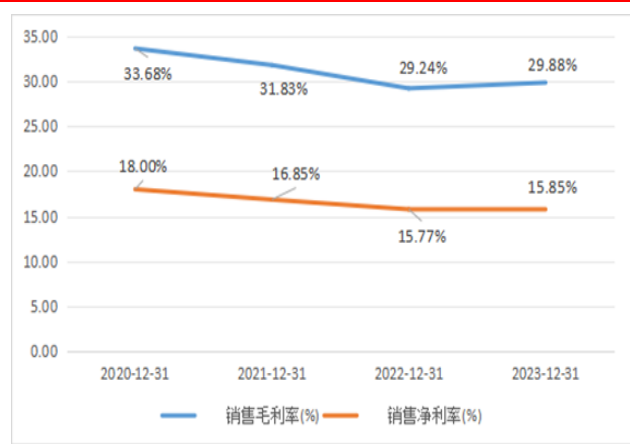


图 3：公司整体销售毛利率及净利率



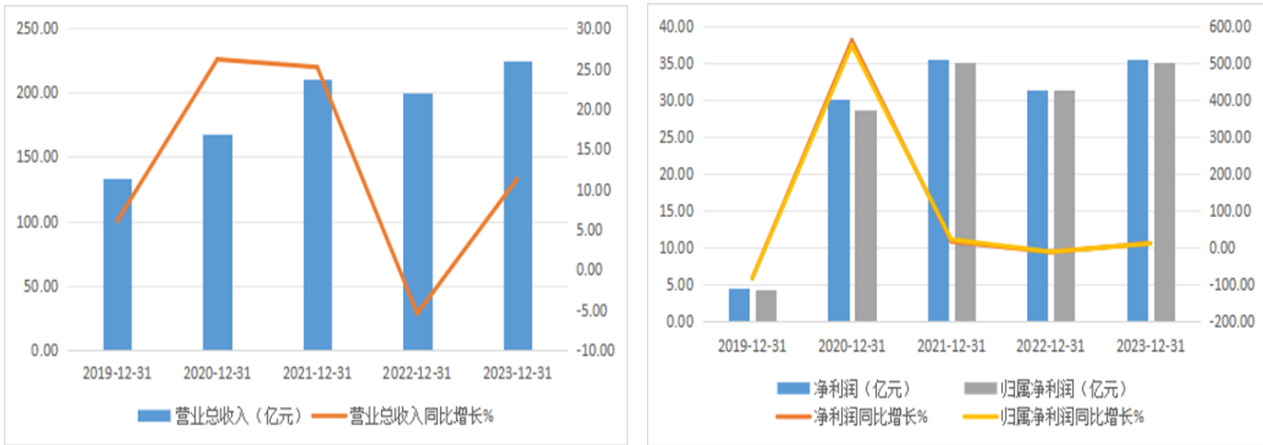
资料来源：公司 2019 年-2023 年年报，iFinD，东莞证券研究所

大背景下实属难得。

近五年来看，公司整营收规模从 2019 年 133 亿上升至 2023 年达 224 亿，年复合增长率约 14%；归属净利润也从 2020 年 28.6 亿提升至 2023 年 35.24 亿，年复合增长率约 7.2%，整体营收规模及业绩稳健增长（由于 2019 年公司业绩波动较大，选取 2020 年至 2023 年近四年业绩相对平稳期作对比）。

图 4：公司近年营收同比增长%

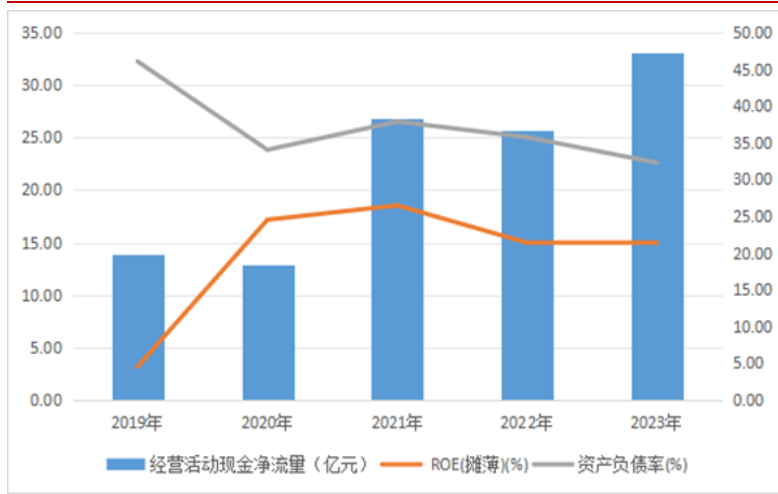
图 5：公司近年净利润及归属净利润同比增长%



资料来源：公司 2019 年-2023 年年报，iFinD，东莞证券研究所；资料来源：公司 2019 年-2023 年年报，iFinD，东莞证券研究所

另一方面，公司整体资产负债率较低，经营活动现金净流量持续为正，并且有所提升，ROE 水平也在建材行业中处于较高水平，公司整体盈利能力及资金安全性较高，为优秀企业典范。截止 2023 年末，公司资产负债率仅 22.6%，较 2022 年下降 2.4 个百分点；经营活动现金净流量为 47.34 亿，也较 2022 年提升 10.7 亿；ROE 为 15.08%，在上市建筑材料板块中处于领先地位。

图 6：公司近年资产负债率、ROE 及经营活动现金净流量变化



资料来源：公司 2019 年-2023 年年报，iFinD，东莞证券研究所

表 1：建材上市企业近三年 ROE 对比

证券代码	证券简称	ROE(摊薄)2023 年 (%)	ROE(摊薄)2022 年 (%)	ROE(摊薄)2021 年 (%)
002372.SZ	伟星新材	25.61	24.36	24.93

000786.SZ	北新建材	15.08	14.97	18.53
002080.SZ	中材科技	11.98	20.33	23.81
002066.SZ	瑞泰科技	10.67	10.96	8.89
600176.SH	中国巨石	10.63	23.95	26.71
600801.SH	华新水泥	9.55	9.83	20.07
600876.SH	凯盛新能	8.53	9.66	6.88
002271.SZ	东方雨虹	8.01	7.91	15.99
600724.SH	宁波富达	7.96	8.48	12.04
600586.SH	金晶科技	7.91	6.62	23.81
600425.SH	青松建化	7.44	7.90	6.26
002225.SZ	濮耐股份	7.26	7.15	2.76
603737.SH	三棵树	7.10	14.50	-21.46
300234.SZ	开尔新材	6.63	6.94	7.29
300196.SZ	长海股份	6.63	19.23	16.38
002302.SZ	西部建设	6.49	5.76	9.23
002791.SZ	坚朗五金	6.37	1.37	18.55
002233.SZ	塔牌集团	6.20	2.36	15.67
600585.SH	海螺水泥	5.63	8.53	18.11

数据来源：iFind，东莞证券研究所

3. 全球最大石膏板企业，具备高竞争护城河

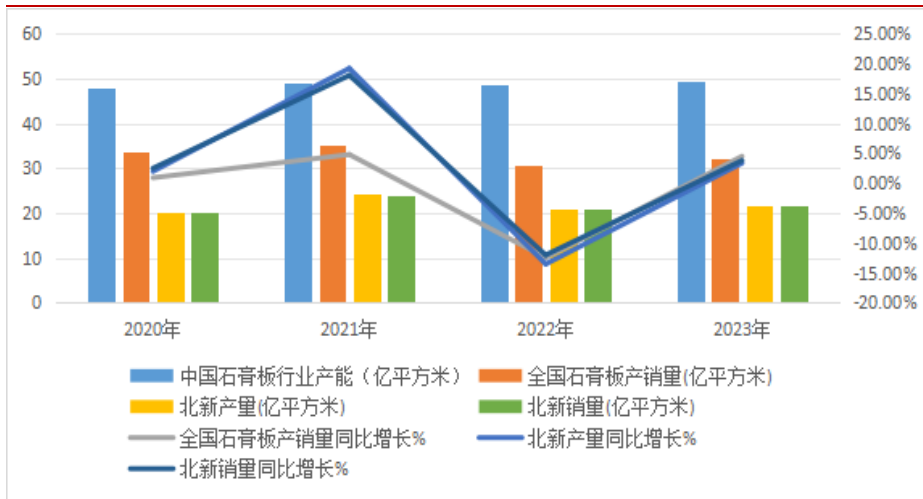
公司发展战略为“一体两翼、全球布局”。一体就是以石膏板业务为核心，做好轻钢龙骨、粉料砂浆、矿棉板、岩棉、金邦板等“石膏板+”配套延伸产品业务，鲁班万能板全屋装配体系，构建一个完整的产品技术解决方案。

3.1 公司石膏板业务竞争护城河高

石膏板是一种以建筑石膏为主要原料，加入添加剂与纤维制成的新型墙体建筑材料。与传统粘土实心、空心砖相比，石膏板具有质量轻、强度高、保温隔热、防火隔音、方便施工、节省空间等优异性能，目前已广泛用于办公楼、商店、旅馆、工业厂房和住宅等各种建筑物的内隔墙、墙体覆面板、天花板、吸音板、地面基层板和各种装饰板等。

根据中国建筑材料联合会石膏建材分会的研究和数据统计，截止 2023 年末，全国纸面石膏板行业产能约 49.45 亿 m²，截至 2023 年底，半停产甚至基本停产落后缺乏竞争力产能约 2.8 亿 m²，全国有效产能 46.7 亿 m²。2023 年全国石膏板产量为 32.13 亿 m²，销量为 32.11 亿 m²（不含国内企业海外投资产销量）。截至 2023 年底，公司石膏板产能规模达 33.58 亿平方米，占全国有效产能超 70%；全年销量 21.72 亿平方米，约占全国销量 67%。可看出，行业呈现寡头垄断格局。同时，公司也为全球最大石膏板产业集团，全球最大的轻钢龙骨产业集团，主营业务竞争能力突出。

图 7：全国及北新建材石膏板产销量对比



资料来源：公司 2020 年-2023 年年报，iFinD，东莞证券研究所

石膏板的合理运输半径约为 300-500 公里，同时由于工业副产石膏目前为石膏板生产的主要原料，因此，石膏板生产的地域性特征较为明显，即主要聚集在能生产出工业副产石膏且更加贴近市场的城市大型火电厂附近。公司在全国建有 74 个生产基地，占据国内主要火力发电重心区域，原材料资源丰富，并且接近终端消费市场，能降低原材料及成品运输成本，提升产品竞争力。

整体来看，凭借领先的技术、区域布局优势、全产业链以及规模效应，为公司带来较高的定价权以及竞争护城河。公司石膏板在品牌、质量、技术、规模和效益等方面处于行业龙头地位。

3.2 石膏板需求仍有一定提升空间

从行业层面来看，2005 年以来，在国家大力发展循环经济政策的指导下，有关建筑节能、发展环境友好型产品等一系列产业政策推动了国内石膏板行业的持续发展。虽然我国石膏板市场持续增长，但相对于成熟的美国、欧洲等市场，甚至是世界平均水平，仍存在较大的差距。在我国现阶段，商业和公共建筑装饰装修领域为石膏板主要消费市场（占比约 65%），石膏板在住宅领域应用还处于推广发展阶段（占比约 35%）。我国石膏板约 70%集中于吊顶领域，于隔墙领域应用尚少，而参照美国、日本等发达国家，石膏板有约 80%应用于墙体建设。

图 8：中国石膏板应用领域占比

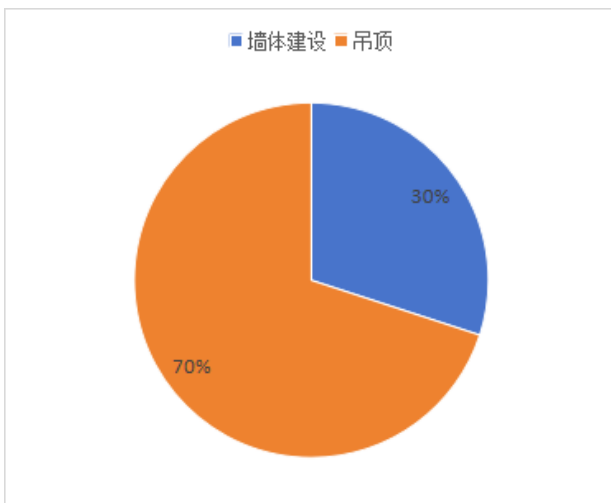
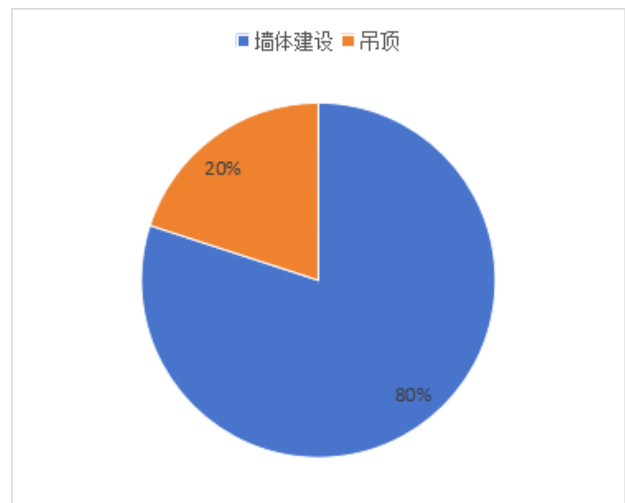


图 9：发达国家石膏板应用领域占比



资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

资料来源：公司 2023 年年报，东莞证券研究所

随着国家绿色发展战略贯彻实施和装配化产业发展，我国石膏板在隔墙领域应用将有广阔提升空间。未来石膏板从商业和公共建筑装饰装修向住宅装饰装修领域的推广、从吊顶装饰向隔墙装饰应用的推广，将推动石膏板的市场需求进一步增加。

当前我国房地产市场进入平稳发展期，新房销售峰值或已过去，但二手房交易将逐步提升。存量房装修及二手房翻新需求仍持续增加，规模较大。住宅一般 10 年到 20 年需要翻新改造，随着节能环保意识的加强以及居民消费习惯的改变，对石膏板的使用比例将不断提高，将创造稳定的石膏板需求基本盘。

公司层面上，通过 1) 积极推动石膏板厚板化，进一步提升石膏板龙骨系统的耐火、隔音等性能。2) 开发石膏板新产品，拓展石膏板应用领域，加强技术引领，扩展产品技术体系。3) 加强与设计院的交流与合作，在细分市场进行积极探索。通过这些举措提升石膏板需求。

另一方面，通过拓宽延伸产业链，进一步拓展“石膏板+”新品类，增强客户粘性，通过产品组合，优化利润、收入“双增长”模型。把品类打造成系统，使公司转变成涵盖多品类的集成供应商。

在营销及渠道升级方面，公司聚焦装配式内装的体系能力与终端品牌实力，打磨“工厂+工长”的立体式全覆盖饱和营销商业模式，推动“工装到家装、城市到县乡、基材到面材、产品到服务”四个转变。

整体来看，通过深耕家装业务渠道，强化县乡级市场下沉；开发推广功能性替代新品，丰富拓展产品种类，向专业服务和细分市场要销量。公司石膏板及石膏板+业务稳定增长值得期待。

4. 收购进入防水领域，规模位居行业前三

公司 2019 年开始通过收购蜀羊、禹王、金姆指、远大洪雨等防水公司，进军防水业务领域，成为中国防水材料行业唯一一家央企企业。公司防水产品涵盖高聚物改性沥青类防水卷材、高分子类防水卷材、自粘类防水卷材、防水涂料、防水辅材等五大类百余项产品系列，旗下拥有禹王、蜀羊、金姆指、月皇、赛特、澳泰等品牌，为客户提供一站式系统解决方案，广泛应用于基础设施建筑、交通工程、住宅商业地产及工业建筑等领域，形成了覆盖全国的防水生产基地及营销服务网络。

北新防水拥有防水行业唯一的国家级研究院—苏州防水研究院，并联合防水行业上市企业组建供应链合资公司，发挥协同优势，占据供应链制高点和原材料制高点，为客户提供更高质量性能的产品与服务。

公司目前已推进 16 个防水材料生产基地布局规划，截止 2023 年底公司防水材料（沥青防水卷材）产能达 4.3 亿平方米，产能利用率 44.65%。未来将组建“1+N”的防水产业格局，研发打造“北新”防水品牌，同时在专业市场和业务领域打造 N 个独立品牌，并规划将防水基地扩张至 30 个。

国内防水材料行业发展迅速，但行业集中度不高。国家发展改革委修订发布了新版《产业结构调整指导目录（2024 年本）》，自 2024 年 2 月 1 日起正式施行。其中淘汰一批技术落后及产能较低的生产线。国家标准《建筑与市政工程防水通用规范》也自 2023 年 4 月 1 日起实施。行业新规范及指导目录，构建了全新的行业准入门槛，有利于推动低质防水材料加速退出，推动防水材料行业集中度的进一步提升。北新建材防水业务目前处于行业前三，作为行业龙头企业，将迎来更好的竞争格局及发展机遇。

5. 工涂加建涂，做大做强提升增长性

公司涂料业务确定了“做大建涂、做强工涂”的发展战略。工业涂料方面，公司完成了天津灯塔 100%股权的收购，灯塔涂料成为公司全资子公司。灯塔未来在航空航天、风电叶片等细分领域发挥优势，在高精设备和机械设备上注重细分领域的开发值得期待。同时公司也在上海成立了开拓粉末涂料的新公司，用于发展粉末涂料业务。2023 年 12 月 29 日，公司公告拟受让嘉宝莉 78.34%股份。通过联合重组，扩大公司涂料行业布局，

实现涂料业务规模及市场影响力大幅提升。

中国涂料行业的集中度与国外同行依然存在较大差别。目前公司布局了工业涂料、建筑涂料、还有符合涂料行业未来发展方向的更加环保的粉末涂料。公司也表示，计划在未来的发展过程中，坚持新建与重组并举，进一步加强涂料业务的成长和发展，2025年目标为把涂料产业基地发展至20个。涂料业务继续做大做强值得期待。

6. 股权激励定下高增长目标，彰显公司成长信心

2023年12月公司发布限制性股票激励计划，拟向包括公司董事、高级管理人员、核心骨干人员等不超过347人授予限制性股票，总量不超过1290万股，约占公司总股本0.764%，授予价格为每股13.96元。

限售股分三期解除限售，考核目标为2024-2026年，以2022年归母扣非净利润为基数，复合增长率分别不低于27.7%、33.08%和25.43%，且高于对标企业75分位置或同行业平均水平；2024-2026年扣非净资产收益率分别不低于17%、18%、19%，且高于对标企业75分位置或同行业平均水平；2024-2026年经济增加值改善值 $\Delta EVA > 0$ 。

表 2：公司股权激励三期解除限售时间及占比

解除限售安排	解除限售时间	可解除限售数量占获授权益数量比例
第一个解除限售期	自授予登记完成之日起24个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起36个月内的最后一个交易日当日止	34%
第二个解除限售期	自授予登记完成之日起36个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起48个月内的最后一个交易日当日止	33%
第三个解除限售期	自授予登记完成之日起48个月后的首个交易日起至授予登记完成之日起60个月内的最后一个交易日当日止	33%

资料来源：北新建材2023年限制性股票激励计划(草案)，东莞证券研究所

经测算，公司2024年-2026年扣非归属净利润同比增速考核目标分别为22.01%、44.53%及5.02%，分别达42.64亿、61.63亿及64.73亿。其中2026年归属净利润规模约为2022年的2.47倍，彰显业绩成长性。整体看，在房地产市场景气度回落背景下，公司股权激励计划对业绩增长要求较高，彰显公司对于“一体两翼，全球布局”战略之下带来的持续增长的信心及决心。

表 3：公司股权激励业绩考核目标预测

	2022年A	2023年A	2024年	2025年	2026年
扣非归属净利润(亿元)	26.15	34.95	42.64	61.63	64.73
以2022年为基数扣非归属净利润复合增长率%			27.70%	33.08%	25.43%
扣非归属净利润同比增幅%		33.65%	22.01%	44.53%	5.02%

资料来源：北新建材 2023 年限制性股票激励计划(草案)，东莞证券研究所

7. 总结与投资建议

公司为全球最大的石膏板龙骨产业集团，国内石膏板市场占有率超 60%，凭借领先的技术、区域布局优势、全产业链以及规模效应，为公司带来较高的定价权及竞争护城河。在寡头竞争格局下，石膏板业务贡献公司利润基本盘。同时在节能环保带动下，石膏板应用领域推广，通过增加板厚度提升性能、新产品研发以及细分市场探索，同时通过延伸产业链拓展“石膏板+”新品类，实现石膏板业务稳定增长值得期待。

公司通过联合重组进入防水行业，当前行业排名前三，同时也是防水材料领域唯一一家央企企业。通过自身优秀的经营管理能力赋能防水业务；背靠大股东丰富的资源及强大背景有利于获取更多优质工程项目；叠加自身密集的营销服务网络优势获取市场份额；防水业务进一步提质增效，实现规模提升可期。而涂料方面，通过收购嘉宝莉补足建涂领域布局，“做大建涂、做强工涂”发展战略清晰，涂料业务也将逐步培育成新的利润增长点。

公司近期发布的股权激励计划对未来三年业绩考核相对苛刻，彰显管理层对“一体两翼，全球布局”战略之下带来的持续增长的信心及决心。在房地产市场处于调整、探底大背景下，公司较快的增长预期倍显难能可贵。

预测公司 2024 年至 2026 年 EPS 分别为 2.55 元、3.61 元和 3.97 元，对应当前股价 PE 分别为 11.8 倍、8.3 倍和 7.6 倍。看好公司持续发展壮大，建议关注。

8. 风险提示

- （1）房地产优化政策出台力度低于预期，“房住不炒”仍持续提及，地方政府救市政策落实及成效不足，楼市销售复苏低于预期带来行业需求下降。
- （2）基建投资增速低于预期，带来行业需求下滑。
- （3）宏观经济转弱，带来建材消费需求不足。
- （4）公司两翼业务及新产品拓展低于预期。
- （5）公司市场份额提升及业绩增长低于预期。

表 4：公司盈利预测简表（2024/4/26）

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,426	29301	39,678	46606
营业总成本	18,766	24506	32,928	39050
营业成本	15,725	20,433	27,631	32,665
营业税金及附加	239	352	397	559
销售费用	950	1231	1627	1957
管理费用	815	1084	1468	1771
财务费用	85	147	99	93
研发费用	952	1260	1706	2004
公允价值变动净收益	(4)	(5)	(4)	(4)
资产减值损失	11	15	20	23
营业利润	3880	4826	6841	7639
加：营业外收入	6	0	0	0
减：营业外支出	117	0	0	0
利润总额	3768	4826	6841	7639
减：所得税	214	386	547	726
净利润	3555	4440	6294	6913
减：少数股东损益	31	133	189	207
归母公司所有者的净利润	3524	4306	6105	6706
摊薄每股收益(元)	2.09	2.55	3.61	3.97
PE（倍）	14.42	11.80	8.32	7.58

数据来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgza.com.cn