

石膏板出海：非洲&中亚，下一个高增长市场

2024年09月25日

► 石膏板全球格局：北新、可耐福、圣戈班三足鼎立

根据 Global Gypsum 数据，截至 23H1 全球共有 435 家石膏板工厂分布在 72 个国家，全球年产能为 143 亿平。其中，北美、欧洲、东亚、大洋洲等区域石膏板产能较为充沛，而非洲、中亚、东南亚、南美等地区的产能存在明显缺口，仍有部分国家缺乏石膏板产能。

分国家来看，中国和美国均为石膏板生产大国，截至 23H1，美国共有 63 家石膏板工厂，年产能达到 36.32 亿平，占全球产能的 25%；中国共有 85 家石膏板工厂，年产能达到 32.05 亿平，占全球产能的 22%。分企业来看，全球竞争格局呈现三足鼎立，截至 23H1，前三大巨头可耐福（德企）、北新建材（中企）、圣戈班（法企）分别占全球产能的 24%、19%、18%，合计达到 61%。

► 非洲&中亚，热门扩产地，下一个高增长市场

我们统计了全球前三大石膏板厂商自 2022 年以来的海外扩张情况，其中非洲及中亚的布局最多。非洲、中亚、东南亚、南美的部分国家因缺乏生产能力，石膏板消费水平较低，部分没有产能布局的国家依赖进口，随着城镇化水平的提升和石膏板巨头的加码布局，未来具备较高的增长潜力。OneStone Consulting 预测，到 2025 年除中国、美国、欧盟、英国、日本以外的其他地区石膏板市场规模将达到 69.4 亿美元，2021-2025 年间的年均复合增长率为 6.5%，需求增速与中国并列第一；2030 年其他地区的石膏板市场规模有望达到 90.5 亿美元，为全球第二大潜力市场。

► 现代化住宅和商业地产建设驱动石膏板需求增长，人工+能源成本节约增厚盈利空间

我们挑选坦桑尼亚、肯尼亚、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦作为非洲和中亚地区的代表，从需求增长潜力、生产成本 2 个角度进行分析：需求端：根据 Statista 数据，除肯尼亚以外其他三国 2017-2023 年的住宅地产市场规模 CAGR 均超过 8%（远高于全球 2.36% 的平均水平）、商业地产市场规模 CAGR 均超过 4.9%；2023 年四国人口增速均超过 1.79%，高于全球 0.92% 的水平。成本端：上述四国 2021 年的人均净收入显著低于中国，人工成本优势显著；除坦桑尼亚以外三国的企业电价显著低于中国以及美国的水平，且坦桑尼亚、乌兹别克斯坦天然气储量丰富，四国的地理位置均距离资源国较近（如沙特、卡塔尔、阿联酋、土库曼斯坦等），能源成本的节省有望进一步增厚盈利空间。此外，坦桑尼亚的天然石膏资源丰富，勘探开采潜力巨大，有望进一步降低生产成本。

► **投资建议**：我们看好在非洲和中亚地区需求高增、供给短缺、成本优势凸显的背景下，石膏板企业向上述地区布局的机遇。建议关注国内石膏板行业龙头【北新建材】，“全球布局”是公司的一大核心发展战略，公司围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场加强开拓，2024H1 实现海外收入 1.92 亿元，同比 +100.65%，海外毛利率为 20.42%，同比 +4.20pct，石膏板业务在坦桑尼亚的市场占有率跃居第一；泰国石膏板及其配套项目于上半年开工建设。同时，公司加强实地调研，深耕属地市场，积极探索粉料砂浆、护面纸等多品类业务发展模式，未来有望丰富海外的产品矩阵和产业链布局，进一步提高在国际市场的竞争力。

► **风险提示**：国际经商环境变化不及预期；海外业务拓展不及预期；汇率波动的风险。

推荐

维持评级



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyong_yj@mszq.com

相关研究

1. 大国重材系列报告：复盘：从立邦看涂料世界（一）-2024/09/16
2. 2024 上半年建材行业总结：民爆、药玻、石膏板表现突出-2024/09/10
3. 建材建筑周观点 20240901：9 月重视地产链+基建，继续推荐运河、西藏、新疆景气机会-2024/09/01
4. 建材建筑周观点 20240825：跨海大桥的契机-2024/08/25
5. 建材行业点评：新时代西部大开发受益方向梳理-2024/08/24

目录

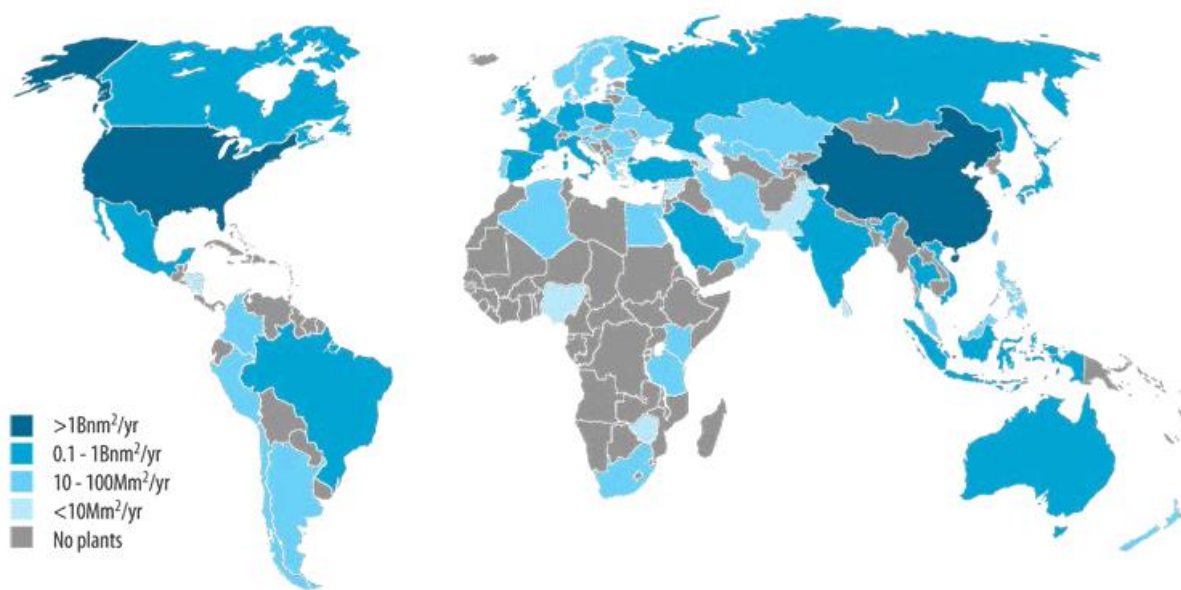
1 石膏板全球格局：北新、可耐福、圣戈班三足鼎立	3
1.1 全球 CR3 产能占比接近 61%.....	3
1.2 两大潜力市场：中国，非洲、中亚、东南亚及南美.....	5
2 非洲&中亚，下一个高增长市场	7
2.1 非洲及中亚，热门扩产地.....	7
2.2 需求潜力：现代化住宅+商业地产双驱动.....	8
2.3 生产端：节约人工+能源成本，增厚盈利空间.....	11
2.4 投资难点：产能过剩风险，外汇管制& 汇率波动.....	13
3 投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	16
表格目录	16

1 石膏板全球格局：北新、可耐福、圣戈班三足鼎立

1.1 全球 CR3 产能占比接近 61%

从全球产能布局来看，根据 Global Gypsum 数据，截至 23H1 末，全球共有 435 家石膏板工厂分布在 72 个国家，全球年产能为 143 亿平。分地区来看，北美、欧洲、东亚、大洋洲等区域石膏板产能较为充沛，而非洲、中亚、东南亚、南美等地区的产能存在明显缺口，仍有部分国家缺乏石膏板产能。

图1：全球各地区石膏板产能情况（截至 23H1）



资料来源：Global Gypsum，民生证券研究院

分国家来看，**中国和美国均为石膏板生产大国**，美国共有 63 家石膏板工厂，年产能达到 36.32 亿平，占全球产能的 25%；中国共有 85 家石膏板工厂，年产能达到 32.05 亿平，占全球产能的 22%。日本、俄罗斯、韩国的石膏板年产能分别为 7.75、4.83、4.13 亿平，位居全球第 3-5 名，分别占全球产能的 5.4%、3.4%、2.9%。

表1：全球石膏板产能前五大国家（截至 23H1）

国家	年产能（百万平）	产能占全球比重	工厂数
美国	3632	25.0%	63
中国	3205	22.0%	85
日本	775	5.4%	-
俄罗斯	483	3.4%	-
韩国	413	2.9%	-

资料来源：Global Gypsum，民生证券研究院

分企业来看，全球竞争格局呈现三足鼎立，截至 24H1，前三大巨头可耐福（德企）、北新建材（中企）、圣戈班（法企）在全球的产能占比合计达到 61%。其中：

- TOP 1 为可耐福，从事石膏板及相关建筑材料的研发生产销售，石膏板产能占全球比重达到 24%，业务范围分布在全球 90 多个国家和地区；
- TOP2 为北新建材，隶属中国建材，拥有石膏板、涂料、防水材料的“一体两翼”业务布局，其中，石膏板业务在国内市占率超过 60%，产能占全球比重达到 19%，旗下的泰山石膏 2023 年在国内市占率超过 50%、高端市场市占率达到 53%；
- TOP3 为圣戈班，是跨国大型建筑和工业材料综合供应商，石膏板产能占全球比重达到 18%，石膏建材部门在全球 70 多个国家拥有 130 多个工厂，销售和服务网络覆盖五大洲。

表2：全球前 25 大石膏板厂商情况（截至 24H1）

排名	企业	总部	产能（百万平）	产能占全球比重
1	可耐福	德国	3630	24.0%
2	北新建材	中国	2870	19.0%
3	圣戈班	法国	2720	18.0%
4	国家石膏	美国	793	5.0%
5	乔治太平洋	美国	742	5.0%
6	Etex	比利时	721	5.0%
7	吉野石膏	日本	631	4.0%
8	美洲石膏	美国	300	2.0%
9	KCC	韩国	263	1.5%
10	PABCO	美国	147	1.0%
11	杰森石膏板	中国	120	0.8%
12	Panel Rey	墨西哥	86	0.6%
13	Volma	俄罗斯	85	0.6%

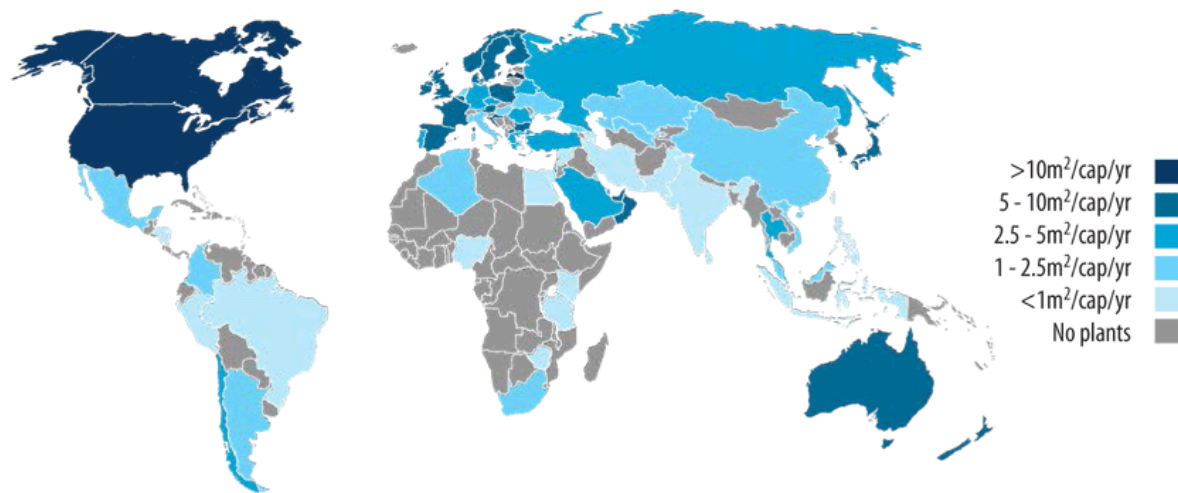
14	CSR	澳大利亚	80	0.5%
15	Holcim	瑞士	66	0.4%
16	National Gypsum	沙特阿拉伯	54	0.4%
17	JDI	加拿大	46	0.3%
18	Mada Gypsum	沙特阿拉伯	42	0.3%
19	Gypsemna	沙特阿拉伯	34	0.2%
=	Fletcher Building	新西兰	34	0.2%
21	Fassa Bortolo	意大利	30	0.2%
=	Mordovcement	俄罗斯	31	0.2%
=	拜尔建材	中国	32	0.2%
=	TAOUEB	阿尔及利亚	33	0.2%
=	United Mining Industries	沙特阿拉伯	34	0.2%

资料来源: Global Gypsum, 民生证券研究院

1.2 两大潜力市场: 中国, 非洲、中亚、东南亚及南美

不同地区的石膏板消费水平与当地经济发展水平高度相关, 并进一步影响当地供给水平。以欧美为首的发达国家人均石膏板产能较高, 其中北美地区人均产能最高, 超过 10 平米/年; 北欧、西欧、日韩、澳洲地区人均产能在 5-10 平米/年; 此外俄罗斯在 2.5-5 平米/年; 中国在 1-2.5 平米/年的水平。非洲、中亚、东南亚、南美的部分国家因产能较为缺乏, 石膏板人均产能较低, 部分没有产能布局的国家的石膏板需求依赖进口。

图2: 全球各地区人均石膏板产能 (截至 23H1)



资料来源: Global Gypsum, 民生证券研究院

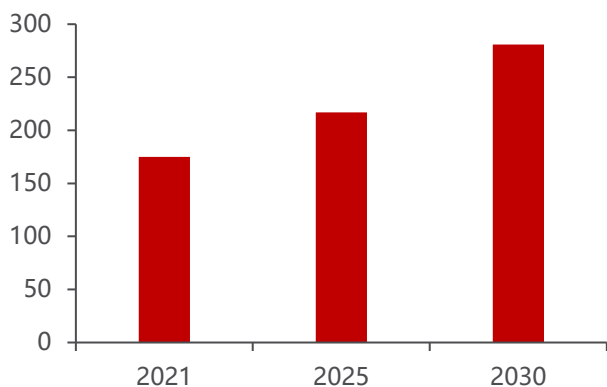
注: 计算方法为该国产能除以该国人口

根据 OneStone Consulting 预测，2021 年全球石膏板行业的市场规模 175 亿美元，2025 年有望达到 217 亿美元，年均复合增长率 5.5%；2025-2030 年的年均复合增长率有望达到 5.3%，对应 281 亿美元的市场规模。其中：

中国市场：虽然国内石膏板市场规模与美国、欧洲市场相近，但在消费结构上仍存在较大差距。目前国内商业和公共建筑装饰装修领域约占石膏板消费的 65%，在住宅领域的应用还处于推广发展阶段，应用占比仅 35%，且其中约 70% 应用于吊顶领域，隔墙领域应用尚少；而美国、日本等发达国家的石膏板消费中约 80% 应用于墙体建设。**中国市场发展潜力大**，OneStone Consulting 预测，到 2025 年中国石膏板的市场规模将达到 43.6 亿美元，2021-2025 年间年均复合增长率 6.5%，2030 年有望达到 61.3 亿美元，超过美国和欧洲、成为全球第一大石膏板消费地区，对应 2025-2030 年的年均复合增长率为 7.0%。

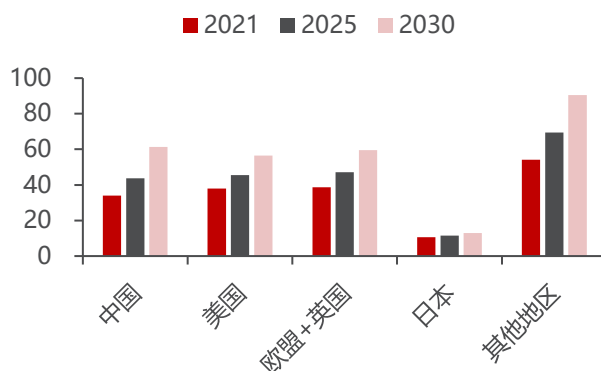
非洲、中亚、东南亚、南美：目前石膏板渗透率较低，随着城镇化水平的提升和石膏板巨头的加码布局，未来具备较高的增长潜力。OneStone Consulting 预测，到 2025 年除中国、美国、欧盟、英国、日本以外的其他地区石膏板市场规模将达到 69.4 亿美元，2021-2025 年间的年均复合增长率为 6.5%，需求增速与中国并列第一；2030 年其他地区的石膏板市场规模有望达到 90.5 亿美元，对应 2025-2030 年的年均复合增长率为 5.4%，需求增速仅次于中国，为全球第二大潜力市场。

图3：2021-2030E 全球石膏板行业市场规模 (亿美元)



资料来源：Global Gypsum，民生证券研究院

图4：2021-2030E 各国/地区石膏板规模 (亿美元)



资料来源：Global Gypsum，民生证券研究院

2 非洲&中亚，下一个高增长市场

2.1 非洲及中亚，热门扩产地

我们统计了全球前三大石膏板厂商自 2022 年以来的海外扩张情况，其中非洲及中亚的布局最多：

- 北新建材，海外布局选择非洲（坦桑尼亚、埃及）、中亚（乌兹别克斯坦）、东南亚（泰国）以及东欧（波黑）地区；
- 可耐福，海外新增扩产位于非洲（坦桑尼亚）、中亚（乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦）、东欧（罗马尼亚）以及西欧（葡萄牙）地区；
- 圣戈班，海外新增扩产位于南亚（印度）、北欧（挪威）、西欧（葡萄牙）、中东（土耳其）、北美（美国）以及东亚（中国）地区。

表3：TO3 企业 2022 年至今海外扩产情况（不完全统计）

品牌	地区	国家	类型	项目进度	产能（万平）
北新建材	非洲	坦桑尼亚	收购+新建	2022 年投产	1800（原有产能 300 万平+新建产能 1500 万平）
	非洲	埃及	新建	前期筹备中	3000 万平石膏板、1 万吨轻钢龙骨、600 万平装饰石膏板
	中亚	乌兹别克斯坦	新建	2023 年 8 月点火生产	4000
	东南亚	泰国	新建	2024 年上半年开工建设	4000
	东欧	波黑	新建	前期筹备中	4000
可耐福	非洲	坦桑尼亚	扩建	预计 2025 年投产	1500（计划扩到 4300 万平）
	中亚	吉尔吉斯斯坦	新建	2023 年 4 月完成初步谈判	拟新建石膏厂
		乌兹别克斯坦	新建	2022 年年中启动建设	1700
	东欧	罗马尼亚	新建	2022 年 10 月投资	3500
	西欧	葡萄牙	收购	2022 年底投入使用	新增石膏墙板工厂
圣戈班	南亚	印度	扩建	-	拟扩建石膏板业务
	北欧	挪威	升级	-	9520（原产能 6800 万平，扩建 2720 万平）
	西欧	葡萄牙	收购	2022 年 5 月完成收购	1000
	中东	土耳其	收购	2022 年 4 月签署合资协议	合并后产能 10000
	北美	美国	扩建	2022 年 6 月投资	8400（原有 4200）
	东亚	中国	新建	2023 年 6 月完成建设	3700
	东亚	中国	扩建	前期筹备中	/

资料来源：Global Gypsum，北新建材公司公告，企业观察网，民生证券研究院

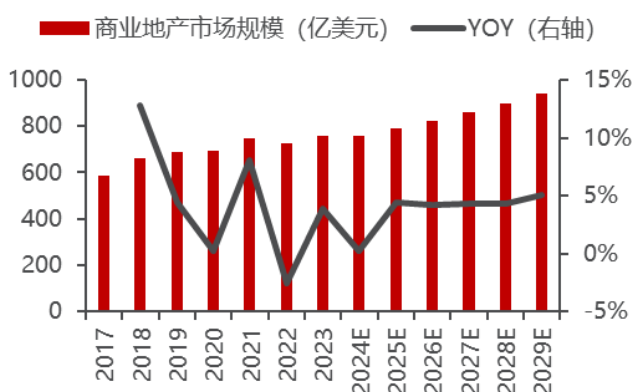
我们选择**肯尼亚**（非洲第七大经济体，东非第二大经济体、第三大人口国，房地产市场近年来快速增长）、**坦桑尼亚**（非洲第九大经济体，东非第三大经济体、第二大人口国，北新建材和可耐福均在当地有扩产布局）、**乌兹别克斯坦**（北新建材和可耐福均在当地有扩产布局）、**吉尔吉斯斯坦**（可耐福在当地有扩产布局）这4个非洲及中亚地区的代表国家作为切入点，分别从**需求增长潜力**、**生产成本**2个角度对石膏板龙头集中选择非洲和中亚地区扩产的原因作出分析。

2.2 需求潜力：现代化住宅+商业地产双驱动

(1) 肯尼亚：根据 Statista 数据，肯尼亚作为非洲第七大经济体，东非第二大经济体、第三大人口国，2023 年房地产行业市场规模为 6534 亿美元，其中住宅地产市场规模 5778 亿美元，占比 88.4%；商业地产市场规模 756.6 亿美元，占比 11.6%。2017-2023 年，坦桑尼亚的住宅地产/商业地产市场规模 CAGR 分别为 5.94%、4.33%。世界银行数据显示肯尼亚全国的住房缺口达到 200 万套，肯尼亚政府于 2022 年推出每年新建 25 万套住房的计划，住房供应的增长有望催化当地石膏板需求。

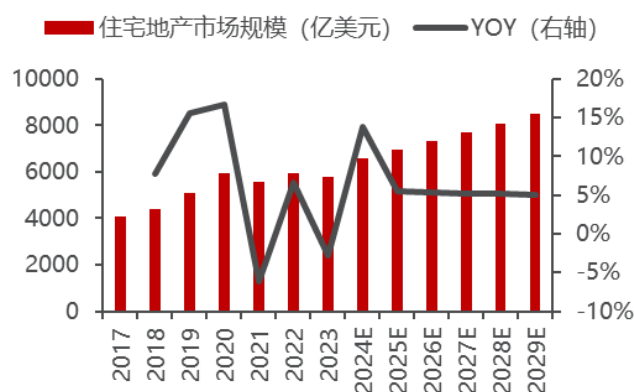
参考肯尼亚当地石膏板供应商 Gypsum Ceiling Supplies 当前的官网报价，12.5 毫米的 Gyproc（圣戈班）石膏板价格在 1900 肯尼亚先令/张（约折合人民币 104.31 元/张），参考国内 12.7 毫米圣戈班石膏板价格在 23-30 元/张，肯尼亚当地的石膏板产品溢价更高（或与产能紧缺有关）。

图5：2017-2029E 肯尼亚商业地产市场规模（亿美元）



资料来源：Statista，民生证券研究院

图6：2017-2029E 肯尼亚住宅地产市场规模（亿美元）



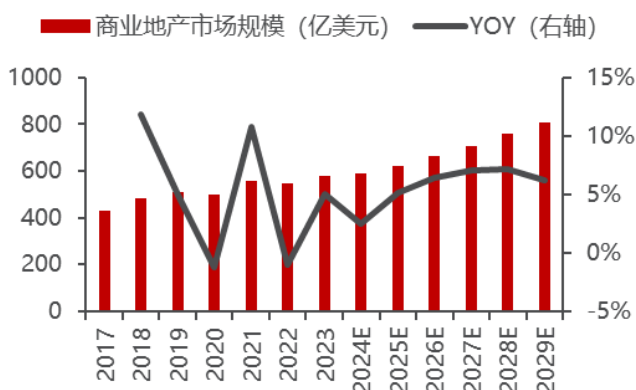
资料来源：Statista，民生证券研究院

(2) 坦桑尼亚：根据 Statista 数据，坦桑尼亚作为非洲第九大经济体，东非第三大经济体、第二大人口国，2023 年房地产行业市场规模为 6401 亿美元，其中住宅地产市场规模 5823 亿美元，占比 91%；商业地产市场规模 577.4 亿美元，占比 9%。2017-2023 年，坦桑尼亚的房地产市场增长主要靠住宅地产驱动，住

宅地产/商业地产市场规模 CAGR 分别为 8.04%、4.94%。

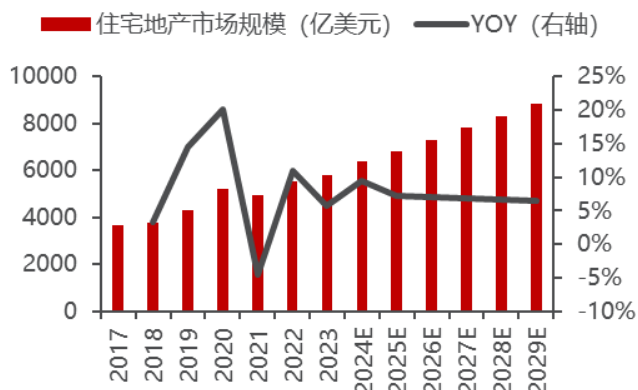
经历疫情后，2024 年坦桑尼亚旅游业得到显著复苏，今年游客数量预计同比增加 29.9%至 82.9 万人（援引坦桑尼亚财政和规划办公室首席秘书预计），当地主流媒体《公民报》预计到 2025 年坦桑尼亚旅游业占国内 GDP 比重将达到 19.5%。旅游业的快速发展将催化商业地产与住宅，从而催化石膏板需求。

图7：2017-2029E 坦桑尼亚商业地产市场规模（亿美元）



资料来源：Statista，民生证券研究院

图8：2017-2029E 坦桑尼亚住宅地产市场规模（亿美元）



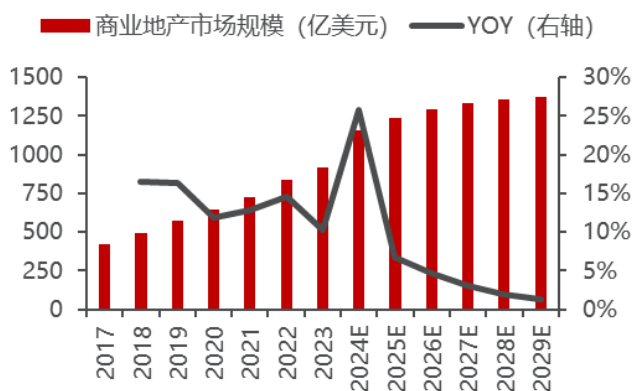
资料来源：Statista，民生证券研究院

(3) 乌兹别克斯坦&吉尔吉斯斯坦：2023 年乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦的房地产行业市场规模分别为 8203、1122 亿美元，其中住宅地产市场规模分别为 7282、989.5 亿美元；商业地产市场规模分别为 921.1、132.8 亿美元。2017-2023 年，乌兹别克斯坦和吉尔吉斯斯坦的住宅地产市场规模 CAGR 分别为 8.47%、12.10%；商业地产市场规模 CAGR 分别为 13.72%、8.19%。

- 乌兹别克斯坦有大量未开发的土地，当地政府通过税收优惠和简化行政程序来吸引房地产行业的投资，当地不断增长的人口和扩大的中产阶级推动了对住房特别是现代住宅区建设的需求，同时随着当地政府吸引更多的外国企业投资，对办公空间和零售店等商业地产的需求也不断迎来增长；
- 城镇化推进吉尔吉斯斯坦的公寓大楼和高层建筑的建设在过去几年迎来激增，混合用物业的开发以及酒店和度假村等物业需求同步增长。

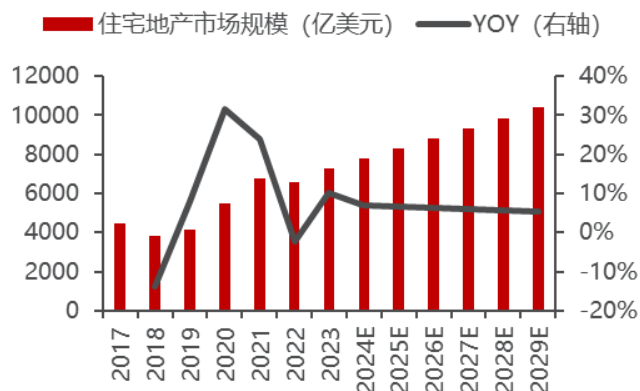
随着现代住宅和商业地产的需求增长，当地石膏板需求有望不断扩大。

图9：2017-2029E 乌兹别克斯坦商业地产市场规模 (亿美元)



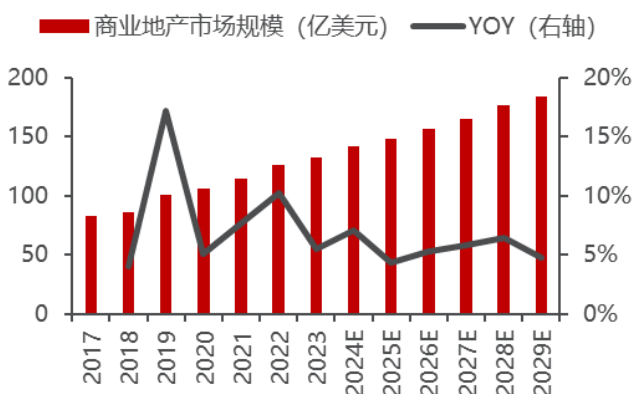
资料来源：Statista, 民生证券研究院

图10：2017-2029E 乌兹别克斯坦住宅地产市场规模 (亿美元)



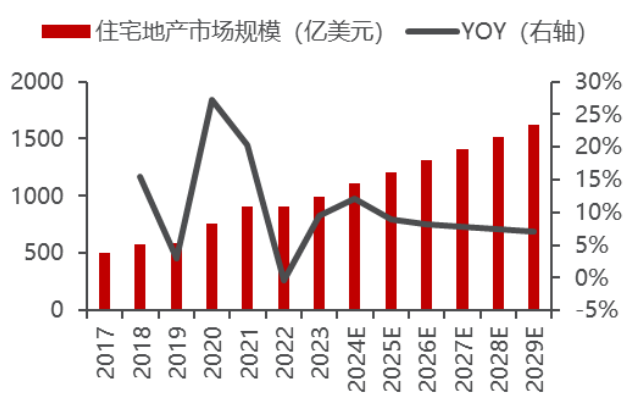
资料来源：Statista, 民生证券研究院

图11：2017-2029E 吉尔吉斯斯坦商业地产市场规模 (亿美元)



资料来源：Statista, 民生证券研究院

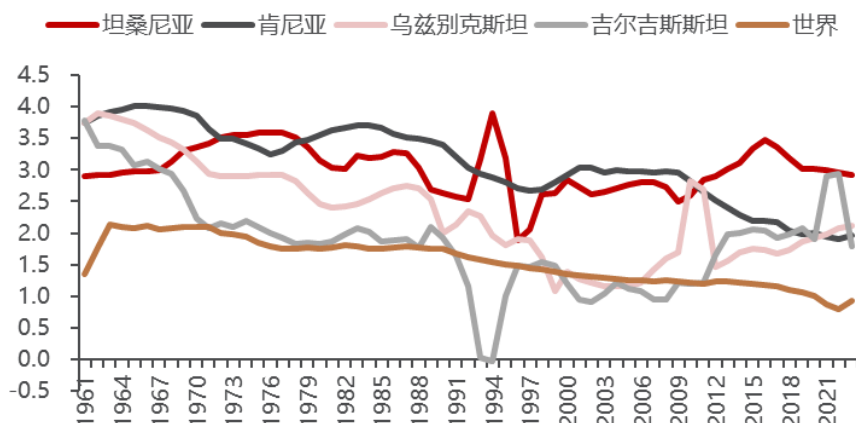
图12：2017-2029E 吉尔吉斯斯坦住宅地产市场规模 (亿美元)



资料来源：Statista, 民生证券研究院

人口增速：2023 年全球人口增速仅为 0.92%，中国、美国、欧盟等大型经济体的增速普遍低于 0.5%，而坦桑尼亚、肯尼亚、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦的人口增速分别达到 2.92%、1.97%、2.12%、1.79%的水平。

图13: 坦桑尼亚、肯尼亚、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦人口增速对比 (%)

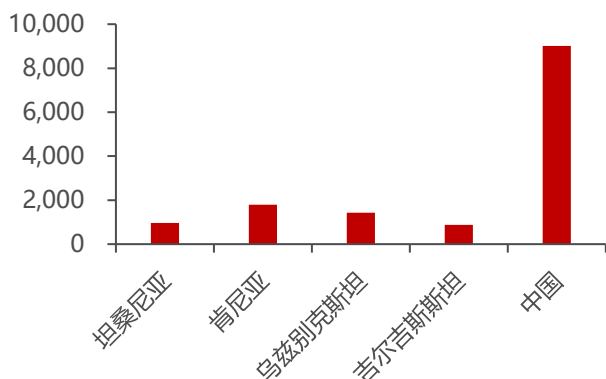


资料来源: 世界银行, 民生证券研究院

2.3 生产端: 节约人工+能源成本, 增厚盈利空间

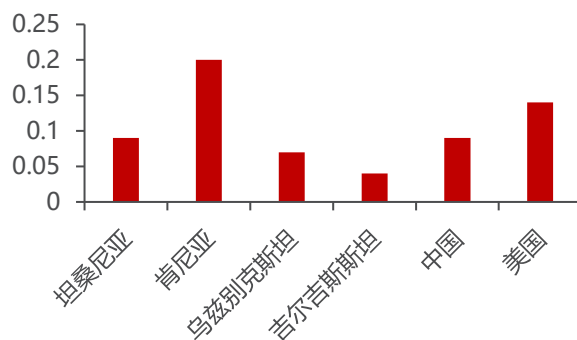
- 1) 人工成本:** 2021年中国人均净收入为9015.35美元/年, 同期坦桑尼亚、肯尼亚、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦的人均净收入水平分别为960.04、1796.81、1429.81、880.47美元/年, 显著低于中国, 人工成本较中国更低。
- 2) 能源成本:** 从电价来看, 2023Q4坦桑尼亚、肯尼亚、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦的企业电价分别为0.09、0.20、0.07、0.04美元/kWh, 除肯尼亚以外整体相较中国0.09美元/kWh以及美国0.14美元/kWh的水平更低。从燃料资源角度来看, 坦桑尼亚已探明的天然气储量达57万亿立方英尺、煤炭储量达到100亿吨, 是非洲最大的产煤国之一; 乌兹别克斯坦天然气地质储量达1.8万亿立方米、煤炭储量20亿吨, 此外, 坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦地理位置距离资源国较近(例如沙特、卡塔尔、阿联酋、土库曼斯坦等)。

图14: 各国净人均收入对比 (美元/年, 2021年)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 各国电价对比 (美元/kWh, 2023Q4)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

3) 资源禀赋：从原材料角度来看，石膏板的主要原材料包括石膏和护面纸，其中石膏来源根据工艺的不同可分为天然石膏和脱硫石膏两大类，脱硫石膏是对含硫燃料（主要是煤）燃烧后产生的烟气进行脱硫净化处理而得到的工业副产品，在物化性能上与天然石膏基本一致，因而成为替代天然石膏生产石膏建材的主要工业原料。但与天然石膏相比，脱硫石膏的容重远大于天然石膏，用脱硫石膏制造的墙板等质量比较大，给运输和建筑施工等带来了一定的困难。

以坦桑尼亚为例，坦桑尼亚大陆前寒武纪区分布着大量的季节性沼泽及季节性河流，早交替的气候特征、特殊的地质构成为石膏矿的富集成矿提供了良好的地质条件，据统计坦桑尼亚石膏矿资源量约 $1.8 \times 10^6 \text{t}$ ，推测资源量 $(3.2 \sim 6.8) \times 10^6 \text{t}$ ，但总体勘查程度较低。据坦桑尼亚官方统计，2000-2005 年坦桑尼亚每年石膏矿产量 $(2.3 \sim 7.3) \times 10^4 \text{t}$ ，而该国仅用于水泥等建筑材料生产每年便需石膏矿 $6.5 \times 10^4 \text{t}$ ，为促进本国采矿业的发展，坦桑尼亚能矿部已于 2016 年禁止石膏进口，加大国内石膏矿的勘查开发力度，天然石膏矿资源潜力大。

图16：坦桑尼亚主要石膏矿点分布



资料来源：白德胜著《坦桑尼亚石膏矿地质特征及资源潜力》，民生证券研究院

2.4 投资难点：产能过剩风险，外汇管制& 汇率波动

(1) **投资门槛偏低，存在产能过剩风险。** 可耐福 2022 年在坦桑尼亚投资扩建 2800 万平的石膏板项目计划投资额为 4930 万美元 (单平投资额约 12 元)，同年在乌兹别克斯坦投资新建 1700 万平的石膏板项目计划投资额为 1900 万欧元 (单平投资额约 8 元)。参考 Georgia-Pacific 2023 年在美国得克萨斯州新建的 9200 万平石膏板项目计划投资额为 3.25 亿美元 (单平投资额约 25 元)，非洲及中亚地区的石膏板产线投资门槛较低。石膏板行业生产技术较为成熟、壁垒较低，非洲及中亚市场需求虽向好，但市场容量较发达国家及地区相对有限，若未来吸引更多海外企业入局投资，或存在产能过剩风险。

(2) **外汇管制&汇率波动：**以非洲市场为例，虽然存在外汇管制较为宽松的国家，例如肯尼亚 (基本没有外汇管制)、坦桑尼亚 (外汇管制政策宽松、经常项目下的外汇已实现自由兑换)，但也存在部分国家例如埃塞俄比亚、苏丹、埃及的外汇管制非常严格。近年来非洲多国货币持续贬值，非洲最大经济体尼日利亚的货币奈拉兑美元自 2022 年初至今年 3 月下跌了 74%，第二大经济体埃及的货币埃及镑兑美元也从 2015 年的约 8:1 跌至 50:1，黑市汇率一度达到 70:1，刚果 (金) 等区域大国的货币依然处于贬值的下行通道，非洲部分区域的投资伴随较大汇兑风险。

3 投资建议

我们看好在非洲和中亚地区需求高增、供给短缺、成本优势凸显的背景下，石膏板企业向上述地区布局的机遇。建议关注国内石膏板行业龙头【北新建材】，“全球布局”是公司的一大核心发展战略，公司围绕非洲、中亚、中东、东南亚等新兴国际市场加强开拓，2024H1 实现海外收入 1.92 亿元，同比+100.65%，海外毛利率为 20.42%，同比+4.20pct，石膏板业务在坦桑尼亚的市场占有率跃居第一；泰国石膏板及其配套项目于上半年开工建设。同时，公司加强实地调研，深耕属地市场，积极探索粉料砂浆、护面纸等多品类业务发展模式，未来有望丰富海外的产品矩阵和产业链布局，进一步提高在国际市场的竞争力。

4 风险提示

1) 国际经商环境变化不及预期。目前国际环境较为复杂，海外投资项目落地进展可能存在不确定性。

2) 海外业务拓展不及预期。各国家地区的消费习惯和市场环境存在差异性，若不能根据当地市场环境及时调整产品和销售策略，或将导致海外业务拓展不及预期。

3) 汇率波动的风险。若非洲、中亚地区汇率波动较大，可能产生相应汇兑损益，影响企业利润表现。

插图目录

图 1: 全球各地区石膏板产能情况 (截至 23H1)	3
图 2: 全球各地区人均石膏板产能 (截至 23H1)	5
图 3: 2021-2030E 全球石膏板行业市场规模 (亿美元)	6
图 4: 2021-2030E 各国/地区石膏板规模 (亿美元)	6
图 5: 2017-2029E 肯尼亚商业地产市场规模 (亿美元)	8
图 6: 2017-2029E 肯尼亚住宅地产市场规模 (亿美元)	8
图 7: 2017-2029E 坦桑尼亚商业地产市场规模 (亿美元)	9
图 8: 2017-2029E 坦桑尼亚住宅地产市场规模 (亿美元)	9
图 9: 2017-2029E 乌兹别克斯坦商业地产市场规模 (亿美元)	10
图 10: 2017-2029E 乌兹别克斯坦住宅地产市场规模 (亿美元)	10
图 11: 2017-2029E 吉尔吉斯斯坦商业地产市场规模 (亿美元)	10
图 12: 2017-2029E 吉尔吉斯斯坦住宅地产市场规模 (亿美元)	10
图 13: 坦桑尼亚、肯尼亚、乌兹别克斯坦、吉尔吉斯斯坦人口增速对比 (%)	11
图 14: 各国净人均收入对比 (美元/年, 2021 年)	11
图 15: 各国电价对比 (美元/kWh, 2023Q4)	11
图 16: 坦桑尼亚主要石膏矿点分布	12

表格目录

表 1: 全球石膏板产能前五大国家 (截至 23H1)	4
表 2: 全球前 25 大石膏板厂商情况 (截至 24H1)	4
表 3: TO3 企业 2022 年至今海外扩产情况 (不完全统计)	7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026