

## 亚士创能(603378)/建筑材料

## 千亿赛道，B端建筑涂料龙头有望进入增长快通道

**评级：增持（首次）**

市场价格：16.81

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

电话：021-20315782

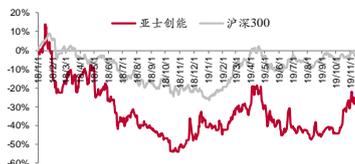
Email: sunying@r.qizq.com.cn

研究助理：祝仲宽

Email: zhuzk@r.qizq.com.cn

**基本状况**

|          |       |
|----------|-------|
| 总股本(亿股)  | 1.95  |
| 流通股本(亿股) | 0.69  |
| 市价(元)    | 16.81 |
| 市值(亿元)   | 32.75 |
| 流通市值(亿元) | 11.60 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标       | 2017A  | 2018A   | 2019E   | 2020E  | 2021E  |
|----------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 13.55  | 16.62   | 24.52   | 35.40  | 49.98  |
| 增长率 yoy% | 26.32  | 22.64%  | 47.50%  | 44.39% | 41.20% |
| 净利润(亿元)  | 1.14   | 0.59    | 1.30    | 2.06   | 3.10   |
| 增长率 yoy% | -7.08  | -48.36% | 122.10% | 58.17% | 50.49% |
| 每股收益(元)  | 0.58   | 0.30    | 0.67    | 1.06   | 1.59   |
| 每股现金流量   | (1.26) | 0.98    | (1.95)  | 0.87   | 1.22   |
| 净资产收益率   | 8.8%   | 4.5%    | 9.3%    | 13.3%  | 17.6%  |
| P/E      | 28.79  | 55.75   | 25.10   | 15.87  | 10.55  |
| P/B      | 2.54   | 2.50    | 2.33    | 2.12   | 1.86   |

**投资要点**

- **建筑涂料和保温板龙头，收入稳步增长，19 前三季度业绩快速增长。**公司是行业内少数同时拥有**功能型建筑涂料、保温装饰板和保温板**三大产品体系及系统服务能力的企业。14-18 年公司收入 CAGR 为 23.8%。18 年营收和净利润为 16.62/0.59 亿元，同增 22.6%/-48.4%，净利润下滑较多主要由于费用率增长较快以及折旧和坏账计提较多。2019 年以来，公司持续受益于精装修渗透率及龙头房企集中度提升，前三季度实现营收 17.5 亿元，同比+52%，归母净利润 0.8 亿元，同比+54%。
- **建筑涂料（2B）为收入增长主要引擎，产品结构调整叠加成本下降，毛利率提升近 5%。**19 年前三季度公司建筑涂料、保温装饰板和防火保温板营收为 12.81/2.11/1.34 亿元，占比分别为 73.2%/12.1%/7.66%，增速分别为 63%/30%/-6%。因原材料跌价和高毛利率的涂料业务收入占比提升，前三季度公司综合毛利率 33.4%，同比+4.8pct。
- **产品性能业内出众，深耕 B 端，渠道资源丰富，与恒大、万科等地产商长期保持战略合作关系。**公司外墙漆直销收入占比自 2014 年起一直在 95% 以上。17/18/19 三年，公司涂料在地产 50 强中首选率分别 17%/16%/18%，连续三年稳居涂料类供应商品牌首选排行第三。公司 13 年已与恒大签订战略集采，近年来陆续发展了万科、碧桂园等房企。目前主要合作的大型地产商已达 70 余家。经过在 B 端的持续深耕，公司拥有扎实和丰富的工程经验和服务配套能力，先后荣获“恒大集团优秀供应商”、“万科地产级供应商”、“中南地产最佳品质奖”等多项荣誉。
- **建筑涂料市场规模预计超过 1000 亿元，其中 B 端约 330 亿（出厂价口径），竞争格局较为分散，公司在 B 端市占率不到 4%，由于具备较强的产品和品牌力，市占率有望持续提升。**中期看，虽然新涂的面积会逐步下滑，但大量的存量市场重涂将支撑未来的涂料需求，总体来看建筑涂料总量需求有望保持平稳。根据我们测算，建筑涂料的总产量接近 1400 万吨，其中 B 端/C 端涂料市场比例为 52%/48%；从出厂的价值量上衡量，我们测算 B 端市场容量超过 300 亿元。我们认为在下游地产商集中度以及精装修率持续提升的过程中，国产工程涂料在**质量、价格、服务**上的优势，且持续进行的**产能和人员扩张**有助于公司快速提高市场份额。
- **涂料产能持续扩张，全国性布局正当时。**公司目前产能主要分布在安徽滁州以及上海，新疆基地有望明年建成。另外，公司将适时在华南、华北区域建设综合性生产基地，以形成全国性先进产能布局，满足市场需求，提高供应保障能力。
- **提前储备销售人员，渠道覆盖率稳步提升，后续有望逐步进入收获期。**18

年下半年开始公司继续加大营销网络布局力度，2018 年销售人员数同比+33.23%，地级市营销网络覆盖率达 95%。预计 20 年起随着公司收入快速增长和人均效益提升，费用率有望保持稳中有降。

- **投资建议：**随着地产集采持续增长，考虑到公司在地产企业的高首选率，作为国产工程涂料龙头企业，公司凭借自身产品研发创新优势和品牌实力，以及产能快速扩张和提前储备销售人员，未来 3 年业绩增速有望大幅提升。我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润为 1.30 亿、2.06 亿、3.10 亿元，对应目前 PE 为 25X、16X、11X，给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业需求增长不及预期；落后产能淘汰不及预期；下游地产商客户订单大幅减少，新地产客户拓展不及预期；工程端应收账款风险；家装领域一二线市场拓展不及预期；原材料成本大幅上升。市场规模测算基于一定的假设条件，存在不及预期的风险。

## 内容目录

|                                       |        |
|---------------------------------------|--------|
| 亚士创能：建筑涂料龙头企业，B 端发展先行者.....           | - 5 -  |
| 建筑涂料及保温装饰板龙头企业，核心增长看 2B 端建筑涂料.....    | - 5 -  |
| 建筑涂料：大行业小公司，龙头企业成长空间大.....            | - 8 -  |
| 建筑涂料：千亿市场规模，增长来自产品升级+需求替代.....        | - 8 -  |
| 涂料行业集中度较低，龙头依然具备较大成长空间.....           | - 11 - |
| 国产工程涂料性价比占优，进口替代加速龙头市占率提升.....        | - 12 - |
| 保温板行业稳中有增，公司竞争力强.....                 | - 13 - |
| 外墙建筑节能保温与装饰材料行业空间约 400 亿.....         | - 13 - |
| 公司在保温板行业也具备核心竞争力，首选率排前二.....          | - 14 - |
| 产能扩张和前期投入转化，费用率有望进入下行通道.....          | - 16 - |
| B 端涂料首选率常年第三，核心地产客户粘性强.....           | - 16 - |
| 产能持续扩张+销售人员前期储备，有望助力公司收入持续高增.....     | - 18 - |
| 自产比例提升有望提高毛利率，规模效应+前期投入转化有望降低费用率..... | - 19 - |
| 投资建议.....                             | - 23 - |
| 风险提示.....                             | - 23 - |

## 图表目录

|  |        |
|--|--------|
| 图表 1：公司主要产品为建筑涂料、保温装修板和保温材料.....             | - 5 -  |
| 图表 2：公司功能型建筑涂料产品类别.....                      | - 5 -  |
| 图表 3：2013~2019Q1-3 公司营收及增速.....              | - 6 -  |
| 图表 4：2013~2019Q1-3 公司归母净利润及增速.....           | - 6 -  |
| 图表 5：2019 前三季度功能性建筑涂料占比 73%.....             | - 6 -  |
| 图表 6：2013~2019Q1-3 公司毛利率和净利率.....            | - 6 -  |
| 图表 7：亚士创能发展历程.....                           | - 6 -  |
| 图表 8：公司股权结构图.....                            | - 7 -  |
| 图表 9：我国规模以上企业涂料产量及增速.....                    | - 8 -  |
| 图表 10：我国规模以上涂料企业收入及增速.....                   | - 8 -  |
| 图表 11：2018 年测算的我国建筑涂料市场空间约 600 亿（出厂价口径）..... | - 9 -  |
| 图表 12：亚士漆外墙涂料展示.....                         | - 10 - |
| 图表 13：三棵树外天彩石漆展示.....                        | - 10 - |
| 图表 14：近年来行业相关政策.....                         | - 10 - |
| 图表 15：我国涂料企业市占率 TOP 10.....                  | - 11 - |
| 图表 16：2018 年工程用建筑涂料 CR3 为 17%.....           | - 11 - |
| 图表 17：主要企业近几年工程用建筑涂料销售额，亚士排第三.....           | - 11 - |

|  |        |
|--|--------|
| 图表 18: 下游地产商 CR10 提升至 28%.....                       | - 12 - |
| 图表 19: 预计 2019 精装修渗透率达到 32.8%.....                   | - 12 - |
| 图表 20: 保温装饰板产品及构造示意图.....                            | - 13 - |
| 图表 21: 公司保温产品展示.....                                 | - 13 - |
| 图表 22: 薄抹灰外墙外保温系统构造.....                             | - 13 - |
| 图表 23: 建筑节能标准的提高, 进一步推动行业的快速发展.....                  | - 14 - |
| 图表 24: 首选保温材料品类 10 强.....                            | - 15 - |
| 图表 25: 首选涂料装饰保温一体板.....                              | - 15 - |
| 图表 26: 2014-2019 年地产 500 强涂料类供应商品品牌首选排行, 亚士常年第三..... | - 16 - |
| 图表 27: 公司已签约的战略合作地产.....                             | - 17 - |
| 图表 28: 公司前 5 大客户销售额及占比.....                          | - 17 - |
| 图表 29: 直销收入占比超过 95%.....                             | - 18 - |
| 图表 30: 直销收入与增速.....                                  | - 18 - |
| 图表 31: 2018 年公司产能与开工情况.....                          | - 18 - |
| 图表 32: 销售人员数量.....                                   | - 19 - |
| 图表 33: 销售人员人均产出.....                                 | - 19 - |
| 图表 34: 远期公司产能布局规划.....                               | - 19 - |
| 图表 35: 公司产品毛利率下滑较多.....                              | - 20 - |
| 图表 36: 功能性建筑涂料单价及成本 (元/吨).....                       | - 20 - |
| 图表 37: 真金防火保温板单价及成本 (元/立方米).....                     | - 20 - |
| 图表 38: 保温装饰板单价及成本 (元/平方米).....                       | - 20 - |
| 图表 39: 2018 年公司 OEM 销量占比为 43%.....                   | - 21 - |
| 图表 40: 2014-2010Q1~3 公司三费率.....                      | - 21 - |
| 图表 41: 公司研发投入金额.....                                 | - 21 - |
| 图表 42: 研发费用占营业收入比重.....                              | - 21 - |
| 图表 43: 公司智能制造模式.....                                 | - 22 - |
| 图表 44: 公司打造信息化供应链平台.....                             | - 22 - |
| 图表 45: 可比公司估值表 (按 11 月 13 日收盘价测算).....               | - 23 - |
| 图表 46: 营业收入拆分预测 (亿元).....                            | - 24 - |
| 图表 47: 公司财务摘要 (亿元).....                              | - 25 - |

## 亚士创能：建筑涂料龙头企业，B 端发展先行者

建筑涂料及保温装饰板龙头企业，核心增长看 2B 端建筑涂料

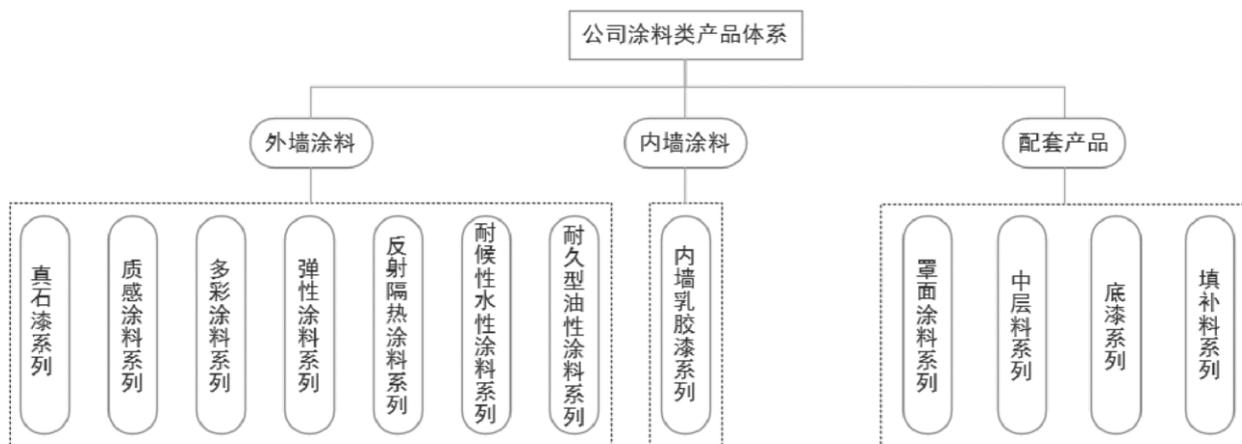
- **建筑工程涂料和保温板龙头，收入稳步增长，19 前三季度业绩快速增长。**公司是行业内少数同时拥有功能型建筑涂料、保温装饰板和保温板三大产品体系及系统服务能力的企业，具有出色的技术/品牌/服务/资金综合竞争力。公司工程涂料/保温装饰板产品分别位于 2019 地产开发商首选品牌第三/第一，品牌影响力较强。14-18 年公司收入 CAGR 为 23.8%。18 年营收和净利润为 16.62/0.59 亿元，同增 22.6%/-48.4%，净利润下滑较多主要由于费用率增长较快以及折旧和坏账计提较多。2019 年以来，公司持续受益于龙头房企集中度及精装修渗透率提升，前三季度实现营收 17.5 亿元，同比+52%，归母净利润 0.8 亿元，同比+54%。
- **建筑涂料（2B）为收入增长主要引擎，产品结构调整叠加成本下降，毛利率提升近 5%。**19 年前三季度公司建筑涂料、保温装饰板和防火保温板营收为 12.81/2.11/1.34 亿元，占比分别为 73.2%/12.1%/7.66%，增速分别为 63%/30%/-6%。因原材料跌价和高毛利率的涂料业务收入占比提升，前三季度公司综合毛利率 33.4%，同比+4.8pct。

图表 1：公司主要产品为建筑涂料、保温装饰板和保温材料

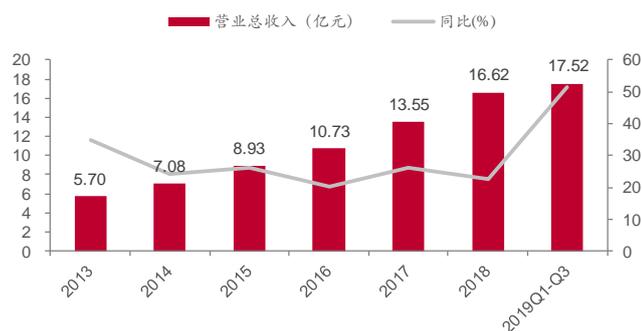


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司功能型建筑涂料产品类别



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 3: 2013~2019Q1-3 公司营收及增速**


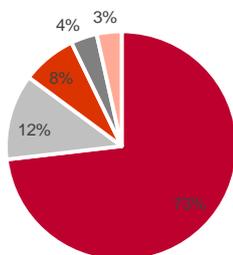
资料来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 4: 2013~2019Q1-3 公司归母净利润及增速**

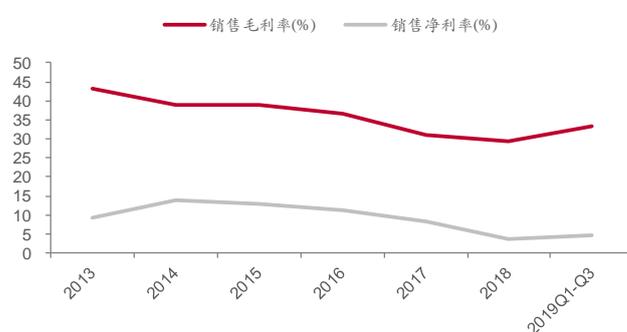

资料来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 5: 2019 前三季度功能性建筑涂料占比 73%**

■ 功能型建筑涂料 ■ 保温装饰板 ■ 真金防火保温板 ■ 其他主营业务 ■ 其他业务



资料来源: WIND, 中泰证券研究所

**图表 6: 2013~2019Q1-3 公司毛利率和净利率**


资料来源: WIND, 中泰证券研究所

- **B 端发展先行者, 13 年即与恒大签订战略集采协议。**1998 年, 第一家工厂“杭州亚士油漆有限公司”投产; 2004 年, 总部从杭州迁至上海; 2009 年, 亚士漆荣获“上海市著名商标”称号; 2012 年, 第一家真金防火保温板在浙江投产; **2013 年, 亚士漆与亚士创能完成重组, 与恒大集团达成战略采集合作协议;** 2017 年 9 月 28 日, 公司在上交所主板上市; 2018 年, 安徽滁州综合性智能制造基地全面投产, 推出 CPST 产品体系, 第七家工厂“亚士创能科技(乌鲁木齐)有限公司”开工建设。

**图表 7: 亚士创能发展历程**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 持股比例较为集中。李金钟先生是公司的实际控制人，公司前 6 大股东合计占有 64.6% 的股权，自然人股东赵孝芳为李金钟之配偶，沈刚是李金钟姐姐之子，法人股东创能明、润合同生、润合同泽、润合同彩实际控制人均为李金钟。

图表 8: 公司股权结构图



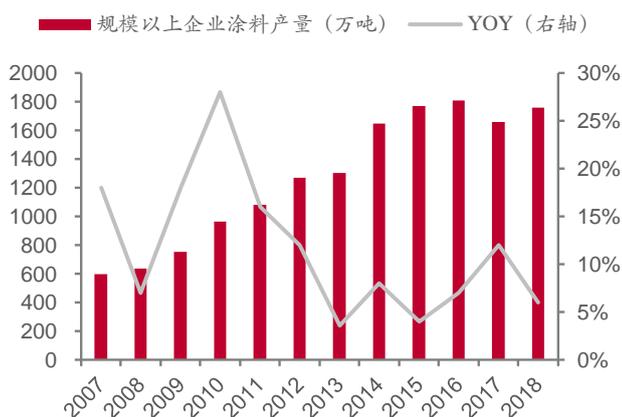
资料来源：公司公告、中泰证券研究所

## 建筑涂料：大行业小公司，龙头企业成长空间大

建筑涂料：千亿市场规模，增长来自产品升级+需求替代

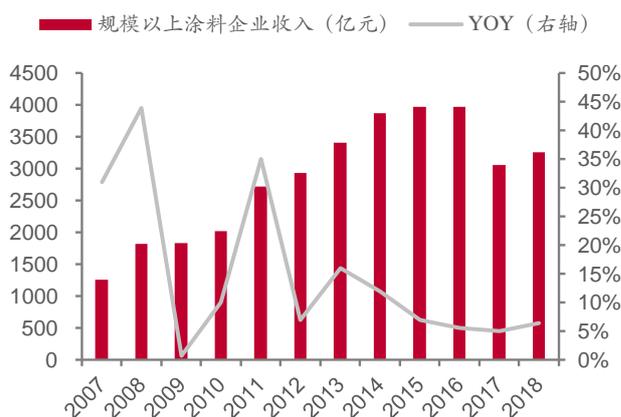
- 涂料市场空间巨大，我们预计我国涂料总市场（包括建筑涂料、工业涂料等，包含规模以下）约 4000 亿元。从统计局公布的数据看，我国 2018 年规模以上企业的涂料产量为 1759.79 万吨，1998 家规模以上企业收入为 3268.1 亿元。

图表 9：我国规模以上企业涂料产量及增速



资料来源：中国涂料工业协会，中泰证券研究所

图表 10：我国规模以上涂料企业收入及增速



资料来源：中国涂料工业协会，中泰证券研究所

- 建筑涂料总量需求有望保持平稳。建筑涂料按使用场景分为建筑外墙和内墙涂料，用途分为新涂和重涂。中期看，虽然新涂的面积会逐步下滑，但大量的存量市场重涂将支撑未来的外墙和内墙涂料需求，总体来看建筑涂料总量需求有望保持平稳。我们测算 2018 年我国建筑涂料市场（按出厂价口径，包含 B 端+C 端）空间为 600 亿元，考虑到 C 端的加价率为 2~3 倍，整体市场空间超过 1000 亿。
- ✓ 测算假设条件：房屋建筑的经验系数按照（外墙面积/建筑面积=0.9、内墙面积/建筑面积=3）进行假设；其中，内墙使用涂料的面积比例按照 0.8 测算，外墙使用涂料的面积比例按照 0.7 进行测算。

图表 11: 2018 年测算的我国建筑涂料市场空间约 600 亿 (出厂价口径)

| 假设条件          |     |            |     |
|---------------|-----|------------|-----|
| 内墙涂 (层)       | 3   | 外墙涂 (层)    | 2   |
| 每kg涂 (平米)     | 6   | 每kg涂 (平米)  | 5   |
| 内墙漆出厂价 (元/kg) | 4   | 外墙漆出厂价 (元) | 6   |
| 内墙使用涂料面积/建筑面  | 3   | 外墙使用涂料面积   | 0.9 |
| 内墙使用涂料比例      | 0.8 | 外墙使用涂料比例   | 0.7 |
| 翻修周期 (年)      | 10  | 精装修比例      | 30% |
| 外墙B端比例        | 90% | 外墙C端比例     | 10% |

| 按面积<br>测算 | 增量市场          |      | 内墙消耗涂料面<br>积 (亿平方米) | 外墙消耗涂料面<br>积 (亿平方米) | 增量市场消耗涂料面<br>积合计 (亿平方米) |
|-----------|---------------|------|---------------------|---------------------|-------------------------|
|           | 建筑竣工面积 (亿平方米) | 41.3 | 297                 | 52                  | 349                     |
|           | 住宅竣工面积 (亿平方米) | 27.8 | 200                 | 35                  | 235                     |
|           | 其他竣工面积 (亿平方米) | 13.5 | 97                  | 17                  | 114                     |
| 按面积<br>测算 | 存量市场          |      | 内墙消耗涂料面<br>积 (亿平方米) | 外墙消耗涂料面<br>积 (亿平方米) | 存量市场消耗涂料面<br>积合计 (亿平方米) |
|           | 建筑存量面积 (亿平方米) | 547  | 394                 | 69                  | 463                     |
|           | 住宅存量面积 (亿平方米) | 343  | 247                 | 43                  | 290                     |
|           | 其他存量面积 (亿平方米) | 204  | 147                 | 26                  | 173                     |
| <b>合计</b> |               |      | <b>691</b>          | <b>121</b>          | <b>812</b>              |
| 按渠道划分     |               |      | 内墙消耗涂料面<br>积 (亿平方米) | 外墙消耗涂料面<br>积 (亿平方米) | 消耗涂料面积合计<br>(亿平方米)      |
|           | B端市场          |      | 304                 | 109                 | 413                     |
|           | C端市场          |      | 387                 | 12                  | 399                     |
|           | <b>合计</b>     |      |                     | <b>691</b>          | <b>121</b>              |

| 按质量<br>测算 | 增量市场          |      | 内墙消耗涂料质<br>量 (万吨) | 外墙消耗涂料质<br>量 (万吨) | 增量市场消耗涂料质<br>量 (万吨) |
|-----------|---------------|------|-------------------|-------------------|---------------------|
|           | 建筑竣工面积 (亿平方米) | 41.3 | 496               | 104               | 600                 |
|           | 住宅竣工面积 (亿平方米) | 27.8 | 334               | 70                | 404                 |
|           | 其他竣工面积 (亿平方米) | 13.5 | 162               | 34                | 196                 |
| 按质量<br>测算 | 存量市场          |      | 内墙消耗涂料质<br>量 (万吨) | 外墙消耗涂料质<br>量 (万吨) | 存量市场消耗涂料质<br>量 (万吨) |
|           | 建筑存量面积 (亿平方米) | 547  | 656               | 138               | 794                 |
|           | 住宅存量面积 (亿平方米) | 343  | 412               | 86                | 498                 |
|           | 其他存量面积 (亿平方米) | 204  | 245               | 51                | 296                 |
| <b>合计</b> |               |      | <b>1152</b>       | <b>242</b>        | <b>1394</b>         |
| 按渠道划分     |               |      | 内墙消耗涂料质<br>量 (万吨) | 外墙消耗涂料质<br>量 (万吨) | 消耗涂料质量 (万<br>吨)     |
|           | B端市场          |      | 507               | 218               | 725                 |
|           | C端市场          |      | 645               | 24                | 669                 |
|           | <b>合计</b>     |      |                   | <b>1152</b>       | <b>242</b>          |

| 按金额<br>测算 | 增量市场          |      | 内墙涂料市场空<br>间 (亿元) | 外墙涂料市场空<br>间 (亿元) | 增量市场涂料市场空<br>间 (亿元) |
|-----------|---------------|------|-------------------|-------------------|---------------------|
|           | 建筑竣工面积 (亿平方米) | 41.3 | 198               | 62                | 261                 |
|           | 住宅竣工面积 (亿平方米) | 27.8 | 133               | 42                | 175                 |
|           | 其他竣工面积 (亿平方米) | 13.5 | 65                | 20                | 85                  |
| 按金额<br>测算 | 存量市场          |      | 内墙涂料市场空<br>间 (亿元) | 外墙涂料市场空<br>间 (亿元) | 存量市场涂料市场空<br>间 (亿元) |
|           | 建筑存量面积 (亿平方米) | 547  | 263               | 83                | 345                 |
|           | 住宅存量面积 (亿平方米) | 343  | 165               | 52                | 217                 |
|           | 其他存量面积 (亿平方米) | 204  | 98                | 31                | 129                 |
| <b>合计</b> |               |      | <b>461</b>        | <b>145</b>        | <b>606</b>          |
| 按渠道划分     |               |      | 内墙涂料市场空<br>间 (亿元) | 外墙涂料市场空<br>间 (亿元) | 涂料市场空间 (亿<br>元)     |
|           | B端市场          |      | 203               | 131               | 333                 |
|           | C端市场          |      | 258               | 15                | 273                 |
|           | <b>合计</b>     |      |                   | <b>461</b>        | <b>145</b>          |

资料来源: 中泰证券研究所测算

- **建筑外墙漆产品本身具备成长性，一方面相对贴面砖、幕墙系统存在替代需求，另一方面由于产品不断升级单价也能提升。**与市场一般认知不同的是，优质工程墙面涂料行业具有较为可观的成长性。工程墙面涂料行业本身也在不断地发生技术进步，如今的外墙涂料技术，已经能够同时实现美观的艺术功能以及保温防腐等实用功能。例如，目前在工装主推的产品就是即能在外观上高度仿真花岗岩（如果现场参观过实物很难分辨），又能在环保、耐紫外线耐水耐酸等功能上很好地满足现代住宅的要求。

图表 12: 亚士漆外墙涂料展示



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 13: 三棵树外天彩石漆展示



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **政策鼓励环境友好、资源节约型涂料发展，逐步淘汰高污染产品，引导涂料行业向绿色环保方向发展。**水性涂料是国家大力支持倡导发展的新型涂料，与传统的溶剂涂料相比，水性涂料以水作为载体而非有机溶剂，可以大大降低涂料中有机溶剂的挥发，有效减少空气污染，绿色环保。工业性能优良的水性涂料需要较高的生产技术和加工工艺，对于很多中小企业，水性涂料的技术门槛较高，未来发展的竞争压力巨大。

图表 14: 近年来行业相关政策

| 法律法规和政策名称                | 颁布单位                     | 法律法规和政策相关内容  |
|--------------------------|--------------------------|--|
| 《绿色建筑评价标准》               | 住房和城乡建设部 (2019)          | 规定绿色建材应具有节能、减排、安全、健康、便利和可循环特征的建材。  |
| 《产业转移指导目录 (2018 年本)》     | 工业和信息化部 (2018)           | 把绿色涂料列为“优先承接发展的产业”。  |
| 《“十三五”节能减排综合工作方案》        | 国务院 (2017)               | 首次将 VOCs 纳入总量控制指标体系，要求全国 VOCs 排放总量比 2015 年下降 10% 以上，从石化、化工、工业涂装、包装印刷等重点行业率先实施挥发性有机物治理，到 2020 年石化企业基本完成挥发性有机物治理，并研究出台涂料、油墨、胶黏剂、清洗剂等有机溶剂产品挥发性有机物含量限值强制性环保标准。 |
| 《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》      | 国家发展改革委和工业和信息化部 (2017)   | 大力发展水性涂料等绿色石化产品，推动行业绿色改造，淘汰落后技术、工艺和装备，降低污染排放强度。  |
| 《国家环境保护标准“十三五”发展规划》      | 环境保护部 (2017)             | 对涂料环保、VOCs 等污染物排放提出更高的要求，鼓励水性涂料等绿色材料的发展。   |
| 《建材工业发展规划 (2016-2020 年)》 | 工信部 (2016)               | 推广应用水性、粉末和高固份等低挥发性有机物 (VOCs) 的涂料、密封材料、建筑胶黏剂。发展无污染、健康环保的装饰装修材料。   |
| 《市场准入负面清单草案 (试点版)》       | 国家发改委和商务部 (2016)         | 禁止新建硫酸法钛白粉、铅铬黄、1 万吨/年以下氧化铁系颜料、溶剂型涂料 (不包括鼓励类的涂料品种和生产工艺)、含异氰脲酸三缩水甘油酯 (TGIC) 的粉末涂料生产装置; 禁止投资含滴滴涕的涂料项目。  |
| 《重点行业挥发性有机物削减行动计划》       | 中国工业和信息化部 and 财政部 (2016) | 重点推广水性涂料、粉末涂料、高固份涂料、无溶剂涂料、辐射固化涂料 (UV 涂料) 等绿色涂料产品。木质家具制造企业推广应用 VOCs 含量低的水性漆，鼓励“油改”工艺和设备制造。  |
| 《国家危险废物名录》 (2016 版)      | 环境保护部、国家发改委和公安部 (2016)   | 在涂料生产和使用环节产生危险废物的条目中加入“不包括水性漆”的括号注释，即水性涂料生产和使用过程中产生的废物将不被列为危险废物。   |

资料来源：国家部委网站，中泰证券研究所

涂料行业集中度较低，龙头依然具备较大成长空间

- 我国全部涂料企业集中度 CR10 仅约 16%，龙头立邦仅为 4%。2018 年我国涂料行业主营业务收入总额约 4085 亿元（含规模以下企业），其中规模以上企业为 1998 家，实现营收 3268 亿元。从集中度看，包括规模以下企业的 CR5 11.3%，CR10 16.0%，CR30 24.8%，CR100 也仅 33.6%。龙头立邦 2018 年的营收为 164 亿元，市占率仅为 4%。巨大的涂料市场，较低的集中度，给涂料行业中的企业充足发展空间。
- 我们测算工程用建筑涂料市场空间为 333 亿元，CR3 约为 17%（具体测算见图 10）。立邦、三棵树、亚士市占率位居前三甲，分别为 9%、5%、3%。

图表 15：我国涂料企业市占率 TOP 10

| 排名 | 企业名称   | 中国总部所在地 | 销售收入 (亿元) | 市场占有率 (%) |
|----|--------|---------|-----------|-----------|
| 1  | 立邦     | 中国上海    | 163.725   | 4.0%      |
| 2  | PPG    | 中国上海    | 105.814   | 2.6%      |
| 3  | 阿克苏诺贝尔 | 中国上海    | 103.689   | 2.5%      |
| 4  | 东方雨虹   | 北京      | 45.832    | 1.1%      |
| 5  | 佐敦     | 中国上海    | 41.836    | 1.0%      |
| 6  | 湘江涂料   | 湖南长沙    | 41.68     | 1.0%      |
| 7  | 巴斯夫    | 中国上海    | 40.795    | 1.0%      |
| 8  | 艾仕得    | 中国上海    | 37.895    | 0.9%      |
| 9  | 宣伟     | 中国上海    | 37.839    | 0.9%      |
| 10 | 三棵树    | 福建莆田    | 35.84     | 0.9%      |

资料来源：涂界，中泰证券研究所（按照我国涂料行业主营收入总额约 4085 亿元（含规模以下企业）测算）

图表 16：2018 年工程用建筑涂料 CR3 为 17%

| 序号      | 品牌  | 销售额 (亿元) | 市占率 (%) |
|---------|-----|----------|---------|
| 1       | 立邦  | 30       | 9%      |
| 2       | 三棵树 | 17.59    | 5%      |
| 3       | 亚士漆 | 11.51    | 3%      |
| 4       | 富思特 | 5.3      | 2%      |
| 5       | 嘉宝莉 | 4.8      | 1%      |
| 工程涂料总规模 |     | 333      | 100%    |

资料来源：涂界，中泰证券研究所分析测算

图表 17：主要企业近几年工程用建筑涂料销售额，亚士排第三

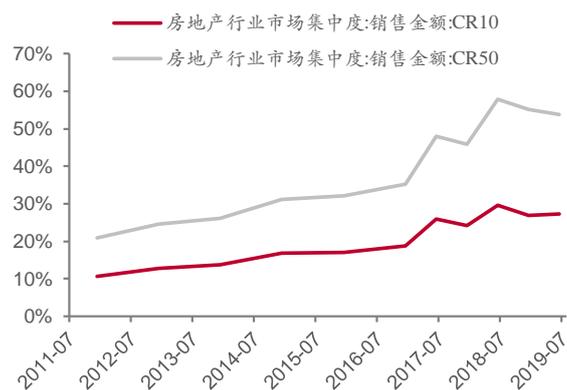
|     | 2016     |     | 2017     |     | 2018     |
|-----|----------|-----|----------|-----|----------|
| 品牌  | 销售额 (亿元) | 品牌  | 销售额 (亿元) | 品牌  | 销售额 (亿元) |
| 立邦  | 28.7     | 立邦  | 30       | 立邦  | 30       |
| 三棵树 | 8.9      | 三棵树 | 13.1     | 三棵树 | 17.6     |
| 亚士漆 | 7.3      | 亚士漆 | 9.5      | 亚士漆 | 11.5     |
| 多乐士 | 6        | 多乐士 | 6        | 富思特 | 5.3      |
| 固克  | 5        | 嘉宝莉 | 6        | 嘉宝莉 | 4.8      |
| 嘉宝莉 | 48       | 久诺  | 6        | 美涂士 | -        |
| 富思特 | 4        | 富思特 | 5        | 多乐士 | -        |
| 华润  | 3.5      | 固克  | 5        | 久诺  | -        |
| 久诺  | 3        | 华特  | 4        | 固克  | -        |
| 申得欧 | 2        | 美涂士 | 3        | 巴德士 | -        |

资料来源：涂界，中泰证券研究所

## 国产工程涂料性价比占优，进口替代加速龙头市占率提升

- 国产工程涂料市占率快速提升。**根据涂界统计，18年工程漆市场规模约为160亿（纳入统计口径，比我们测算的333亿要小），前三名（立邦、三棵树和亚士）市占率分别为18.8%/11.0%/7.2%，较16年份额分别-4.3pct/+3.9pct/+1.3pct。国产工程漆持续挤占小厂和外资份额。原因主要是国产工程涂料性价比提升。1)下游地产客户集中度提升；2)B端综合考虑价格、质量、服务，内资更优势；3)部分外资因为B端回报率差，回款差而主动收缩。
- 地产企业CR10提升至28%，叠加精装修占比快速提升，2B端涂料市场快速增长。**根据克而瑞数据，TOP100房地产企业销售面积市占率已从2015年的25%提升至2018年的44%，CR10已提升至28%。另外全国的精装修率近年来加速提升，预计2019年可以达到32.8%。基于国家政策以及地产企业强者恒强的态势，我们预计地产企业集中度以及精装修渗透率将进一步提升。
- 国产工程涂料质量稳步提升，性价比优势显著，有望持续快速扩张。**我国涂料行业起步晚，而外资品牌往往拥有着标准的品质、全球化的服务和不断的技术创新，更受到消费者的青睐。据中国涂界网，2018年涂料行业CR10中包含7家外资企业（包含港澳台）与3家本土企业，且达到百亿元以上的企业均为外资品牌，外资涂料品牌在中国市场仍然强势。但与17年相比，18年外资企业占榜单总营收比例下降了5.1个百分点，降幅大于17年的2.3个百分点。我们认为伴随着下游房地产企业推广集采模式，只有具备品牌、服务、资金优势的龙头建材供应商才能进入集采名单，马太效应出现，较为成熟的企业会得到更多发展空间，缺乏核心竞争力的企业将逐步退出市场。

图表 18: 下游地产商 CR10 提升至 28%



资料来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 19: 预计 2019 精装修渗透率达到 32.8%



资料来源: 奥维云网, 中泰证券研究所

## 保温板行业稳中有增，公司竞争力强

外墙建筑节能保温与装饰材料行业空间约 400 亿

- 真金防火保温板是公司研发的一种结构型、热固型的改性聚苯板。该产品既可作为保温装饰板保温芯材使用，也可单独作为建筑保温材料销售，同时也可应用于彩钢保温夹心板、屋顶隔热等领域。传统保温材料如 EPS 板、XPS 板、聚氨酯板、岩棉板和发泡水泥板等，在产品性能上存在优点突出、缺点明显的不平衡特征，如 EPS 板保温性能和应用性能良好，但防火性能较差；岩棉板和发泡水泥板的防火性能好，但其保温性能较差、吸水率高。**真金防火保温板实现了保温性能、物理性能、安全性能三者平衡兼优的效果。**保温装饰板是由饰面层、面板层、保温层复合而成，是一种具有保温和装饰一体化功能的复合新材料。

图表 20: 保温装饰板产品及构造示意图



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 21: 公司保温产品展示



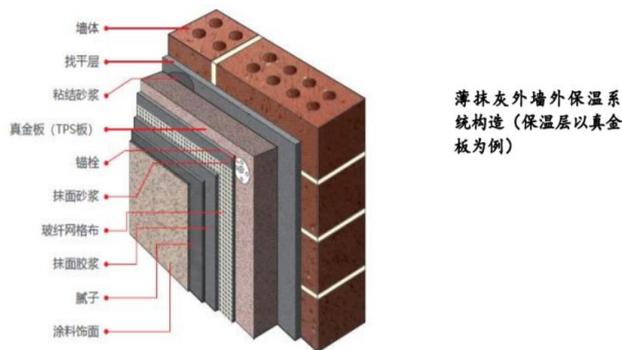
真金板—遇火不传播、不蔓延是该系统最大的特点。适用于夏热冬冷、严寒或寒冷地区，饰面材料为涂料或面砖。

EPS 板—使用范围广，性能稳定是膨胀聚苯板薄抹灰系统的最大优势。适用于夏热冬冷、严寒或寒冷地区，饰面材料为涂料。

石墨聚苯板—优秀的保温性能和良好的综合性能是石墨聚苯板外墙保温系统的最大优势。适用于夏热冬冷、严寒或寒冷地区，饰面材料为涂料。

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 22: 薄抹灰外墙外保温系统构造



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 外墙建筑节能保温与装饰材料行业空间约 400 亿市场。根据“十三五”规划文件要求，2016-2020 年平均每年完成既有居住建筑及公共建筑节能改造 1.2 亿平方米，若节能改造全部使用保温板，按照外墙面积占竣工面积 70%来测算，则存量建筑每年将带来约 0.84 亿平方米的保温板需求，18 年房屋竣工面积达 9.36 亿平，若 19、20 年每年新增房屋竣工面积 10 亿平，则其中每年新增绿色建筑面积超过 5 亿平，若绿色建筑全部使用保温板，则每年新增建筑将带来约 3.5 亿平方米的保温板

需求，从公司年报公布的产品售价看，保温板售价约 100 元/平米，则 19 及 20 年保温板的平均年市场空间将达到 400 亿元。

- **建筑节能标准提高，推动行业规范化发展。**目前保温装饰板行业小厂较多，无序竞争情况较为严重。从政策角度看，2019 年国家首次将“建筑保温装饰一体板产品”列入国家发改委产业结构调整目录，政策标准的逐步推出和完善，逐步规范建筑保温行业秩序。从历史回顾看，我国从 1986 年提出 30% 的建筑节能标准，到 2010 年要求严寒和寒冷地区建筑执行 65% 建筑节能标准，即通过提高保温隔热能力，提高采暖、空调等的用能效率，使用可再生能源，加强科学合理的用能管理等措施，在保证相同的室内热环境的前提下，与未采取节能措施前相比（相当于 80 年代初建的房子），全年空调、采暖等总能耗减少达到 65%。每一次政策规范的颁布，都对行业带来深刻影响。目前北京地区已经开始执行 75% 的建筑节能标准，这种政策环境和发展趋势将继续有力推动建筑保温材料行业的快速发展。
- **保温装饰板行业由于行业壁垒较低，市场竞争格局也非常分散。**目前，保温装饰板领域内参与企业数量较少且总体规模偏小，仅少数企业年销售金额过亿元，多数厂商年销售金额在 5,000 万元以下。相对于涂料市场主要由外资品牌主导的现状，保温装饰板市场则以国内企业主导且领先优势明显。

**图表 23: 建筑节能标准的提高，进一步推动行业的快速发展**



资料来源：招股说明书，中泰证券研究所

公司在保温板行业也具备核心竞争力，首选率排前二

- **公司保温板具备核心竞争力，首选率在地产 500 强首选率中排名前二。**公司的保温材料产品性能优异，保温装饰板于 2010 年荣获上海市人民政府颁发的“上海市科学技术奖”；真金防火保温板热固性防火隔离膜技术于 2013 年被国家住建部科技发展促进中心认定为“国内领先水平”，成为 2013 年全国建设行业科技成果推广项目。根据中国科学院上海科技查新咨询中心 2014 年 12 月 19 日出具的《科技项目咨询报告》，“亚

士创能热固型改性聚苯板（TPS 板）的“项目综合技术达到了国内领先水平”。截至目前，公司参与了 16 项国家标准或行业标准的编制工作。由于公司产品良好的性能以及与地产商长久以来的深度合作，公司的保温材料在地产 500 强中的首选率排名前二。

**图表 24：首选保温材料品类 10 强**

| 品牌名称  | 品牌首选率 |
|-------|-------|
| 卧牛山   | 17%   |
| 亚士创能  | 14%   |
| 金隅    | 12%   |
| 欧文斯科宁 | 12%   |
| 青岛科瑞  | 7%    |
| 富思特   | 6%    |
| 秦恒    | 6%    |
| 申德欧   | 4%    |
| 万华    | 4%    |
| 伟伯    | 2%    |

资料来源：2019 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌测评报告，中泰证券研究所

**图表 25：首选涂料装饰保温一体板**

| 品牌名称 | 品牌首选率 |
|------|-------|
| 亚士创能 | 16%   |
| 天工石  | 13%   |
| 久诺   | 11%   |
| 威尔达  | 11%   |
| 美涂士  | 10%   |
| 富思特  | 10%   |
| 卓宝   | 6%    |
| 华德隆  | 6%    |
| -    | -     |
| -    | -     |

资料来源：2019 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌测评报告，中泰证券研究所

## 产能扩张和前期投入转化，费用率有望进入下行通道

### B 端涂料首选率常年第三，核心地产客户粘性强

- 公司在 B 端市场中占据龙头地位，首选率常年第三。公司由于切入市场较早，产品技术成熟，在 To B 领域占据领导地位。根据地产商的首选率排行，亚士漆常年位于第三名的位置。首选率近年来稳步小幅提升（17/18/19 年分别为 17%/16%/18%）。集采作为我国地产商目前招标采购的模式，在地产集中度逐步提升的过程中也在不断强化。
- 产品性能业内出众，深耕 B 端，渠道资源丰富，与恒大、万科等大地产商长期保持战略合作关系。公司 13 年已与恒大签订战略集采，近年来陆续发展了万科、碧桂园等前 10 家房企。目前主要合作的大型地产商已达 70 余家。公司先后荣获“恒大集团优秀供应商”、“万科地产级供应商”、“中南地产最佳品质奖”等多项荣誉，经过在 B 端的持续深耕，拥有扎实和丰富的工程经验和服务配套能力。

图表 26：2014-2019 年地产 500 强涂料类供应商品牌首选排行，亚士常年第三

| 排序 | 品牌    | 2014年首选率 | 排序 | 品牌    | 2015年首选率 | 排序 | 品牌    | 2016年首选率 |
|----|-------|----------|----|-------|----------|----|-------|----------|
| 1  | 立邦    | 27%      | 1  | 立邦    | 21%      | 1  | 立邦    | 20%      |
| 2  | 多乐士专业 | 21%      | 2  | 多乐士专业 | 16%      | 2  | 多乐士专业 | 17%      |
| 3  | 亚士漆   | 15%      | 3  | 亚士漆   | 15%      | 3  | 亚士漆   | 17%      |
| 4  | 三棵树   | 10%      | 4  | 三棵树   | 15%      | 4  | 三棵树   | 17%      |
| 5  | 富思特   | 6%       | 5  | 富思特   | 12%      | 5  | 富思特   | 11%      |
| 6  | 华润    | 4%       | 6  | 华润    | 5%       | 6  | 华润    | 4%       |
| 7  | 嘉宝莉   | 3%       | 7  | 嘉宝莉   | 3%       | 7  | PPG   | 4%       |
| 8  | 申得欧   | 2%       | 8  | 美涂士   | 2%       | 8  | 美涂士   | 2%       |
| 9  | 来威    | 2%       | 9  | 巴德士   | 2%       | 9  | 巴德士   | 2%       |
| 10 | 巴德士   | 1%       | 10 | 固克    | 2%       | 10 | 固克    | 2%       |

| 排序 | 品牌    | 2017年首选率 | 排序 | 品牌    | 2018年首选率 | 排序 | 品牌    | 2019年首选率 |
|----|-------|----------|----|-------|----------|----|-------|----------|
| 1  | 立邦    | 21%      | 1  | 立邦    | 19%      | 1  | 立邦    | 20%      |
| 2  | 三棵树   | 17%      | 2  | 三棵树   | 17%      | 2  | 三棵树   | 19%      |
| 3  | 亚士漆   | 17%      | 3  | 亚士漆   | 16%      | 3  | 亚士漆   | 18%      |
| 4  | 多乐士专业 | 17%      | 4  | 多乐士专业 | 14%      | 4  | 富思特   | 9%       |
| 5  | 富思特   | 11%      | 5  | 富思特   | 11%      | 4  | 固克    | 9%       |
| 6  | 嘉宝莉   | 4%       | 6  | 嘉宝莉   | 6%       | 5  | 嘉宝莉   | 8%       |
| 7  | 美涂士   | 3%       | 7  | 固克    | 5%       | 6  | 美涂士   | 6%       |
| 8  | PPG   | 2%       | 8  | 美涂士   | 5%       | 7  | 多乐士专业 | 3%       |
| 9  | 固克    | 2%       | 9  | PPG   | 2%       | 8  | 巴德士   | 3%       |
| 10 | 巴德士   | 1%       | 10 | 巴德士   | 1%       | 9  | 经典    | 2%       |
|    |       |          | 10 | 经典    | 1%       | 10 | 久诺    | 1%       |

资料来源：2019 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌测评报告,中泰证券研究所

图表 27: 公司已签约的战略合作地产



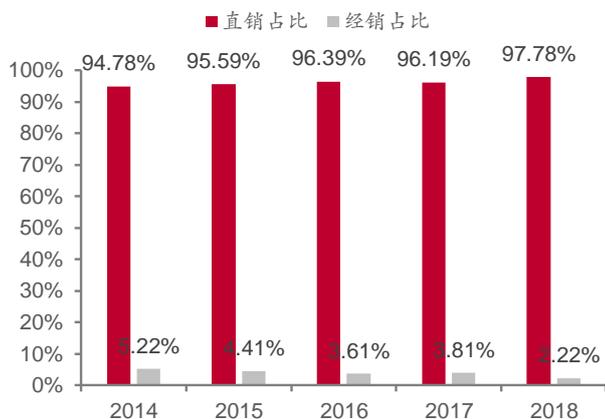
资料来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 28: 公司前 5 大客户销售额及占比

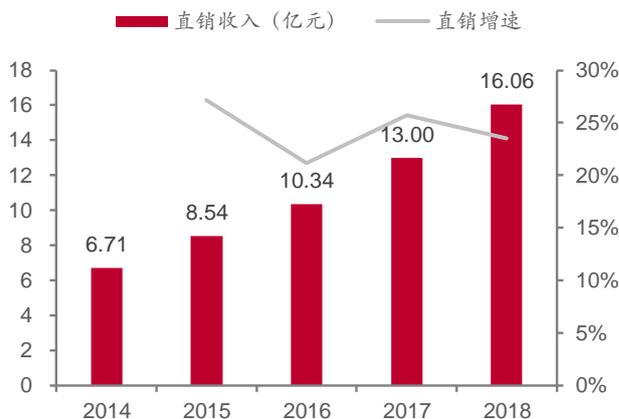
| 2016年                   |              |                  | 2017年 |              |                  | 2018年 |              |                  |
|-------------------------|--------------|------------------|-------|--------------|------------------|-------|--------------|------------------|
| 客户名称                    | 销售金额<br>(万元) | 占年度销售额占<br>比 (%) | 客户名称  | 销售金额<br>(万元) | 占年度销售额占<br>比 (%) | 客户名称  | 销售金额<br>(万元) | 占年度销售额占<br>比 (%) |
| 广州恒大材料<br>设备有限公司        | 10,296.41    | 9.6              | 第一名   | 15,034.39    | 11.09            | 第一名   | 17978.36     | 10.82            |
| 北京中冶欧基<br>得装饰工程有限公司     | 6,049.39     | 5.64             | 第二名   | 7,420.50     | 5.47             | 第二名   | 3983.53      | 2.4              |
| 郑州市龙王装<br>饰工程有限公司       | 4,622.55     | 4.31             | 第三名   | 3,872.60     | 2.86             | 第三名   | 2884.48      | 1.74             |
| 乌鲁木齐市琛<br>博建材包装有<br>限公司 | 2,635.30     | 2.46             | 第四名   | 2,785.04     | 2.05             | 第四名   | 2742.62      | 1.65             |
| 南通鸿升达贸<br>易有限公司         | 1,482.38     | 1.38             | 第五名   | 2,471.94     | 1.82             | 第五名   | 2372.12      | 1.43             |
| 合计                      | 25086.03     | 23.39            | 合计    | 31584.47     | 23.29            | 合计    | 29961.11     | 18.04            |

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司以直销为主, 占比 97%。但公司定义的直销包含大地产商等大 B 客户, 以及装修施工企业和小地产商等小 B 客户, 而传统定义的直销是只包括大 B 客户。公司的直销客户主要分为两类, 一是房地产开发商和工程建设单位及其指定单位, 其采购产品后交付给工程施工公司应用于自己开发的项目; 二是建筑装饰装修与涂装工程施工企业及其指定单位, 该企业采购产品的目的是为了完成包工包料方式承接的施工项目。建筑外墙用功能型建筑涂料客户主要为房地产开发商和建筑装饰装修与涂装施工企业及其指定采购单位, 公司对该部分客户采用直销的销售模式。同时, 公司产品中也包括建筑内墙用功能型建筑涂料、木器漆等, 其最终客户通常为不特定的消费者, 公司主要采用买断式经销的销售模式。

**图表 29: 直销收入占比超过 95%**


资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 30: 直销收入与增速**


资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司工程渠道资源丰富, 地级市营销网络覆盖率达 95%。**2019 年, 公司继续深化落实“强基固本”的经营管理主基调, 坚持“整合下探”, 加强外围开发, 目前已拥有 30 个省级营销机构, 117 个营销办事处, 10 个样品技术服务中心, 地级市营销网络覆盖率达到 95%, 完成 70% 的县级市场有效覆盖。

#### 产能持续扩张+销售人员前期储备, 有望助力公司收入持续高增

- 全国性涂料产能持续扩张。**截至 2018 年, 公司建筑涂料的产能主要分布在安徽滁州以及上海, 合计 27.26 万吨, 新疆乌鲁木齐、重庆璧山综合性生产基地正在建设中, 且公司已确定在湖南长沙新建综合性生产基地。产能持续扩张为公司后续收入增长提供保障。

**图表 31: 2018 年公司产能与开工情况**

| 主要厂区或项目 | 设计产能       | 产能利用率 (%) | 在建产能及投资情况 | 在建产能预计完工时间                                  |
|---------|------------|-----------|-----------|---|
| 功能型建筑涂料 | 27.26 万吨   | 69.72     | 2 万吨      | 2020 年 6 月                                  |
| 保温装饰板   | 210 万平方米   | 98.12     | 30 万平方米   | 2020 年 6 月                                  |
| 保温板     | 29.70 万立方米 | 186.26    | 10 万立方米   | 2020 年 6 月                                  |
| CPST    |            |           | 230 万平方米  | 2019 年 6 月投产 200 万平方米, 2020 年 6 月投产 30 万平方米 |

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

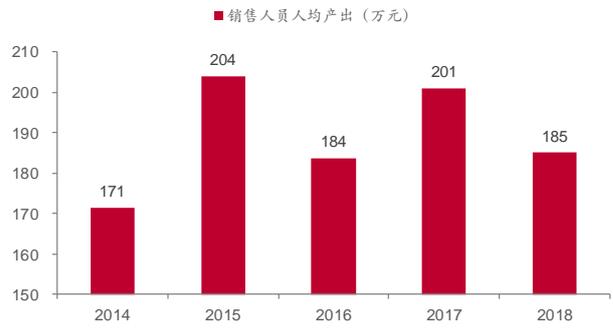
- 2018 年公司销售人数同比+33.23%, 前期人员投入有望为后续业绩增长提供支撑。**从公司 2018 年的年报中可以看到, 公司在产能扩张的同时大幅扩张了销售人员的数量, 从 2017 年的 674 名增加至 2018 年的 898 名, 同比+33.23%。我们认为随着销售人员逐步进入成果转化期, 收入有望持续维持高增。

图表 32: 销售人员数量



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 33: 销售人员人均产出



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 34: 远期公司产能布局规划

| 区域 | 厂区     | 厂项目建设概况  | 投资额   | 产品   | 产能长期布局规划 (万吨/万平方米)                        |
|----|--------|--|---|--|---|
| 华东 | 安徽滁州   | 2015年10月入驻全椒经济开发区。项目占地面积363亩, 建筑面积20万多平方米, 总投资15亿元, 分三期建设。一、二期已于2017年7月建成投产, 当年实现产值2.6亿元2018年1-9月, 已实现产值5亿元, 预计2018年实现产值10亿元以上。项目主体设备按自动化、智能化、少人化的定位, 企业自主设计, 达工业4.0标准。项目全部建成达产后, 可实现年产25万吨水性环保涂料、5万吨砂浆/腻子、7.5万吨烧结砂、30万立方米改性保温板和400万平方米保温装饰一体化成品板及CPST饰面贴片, 可实现年产值20亿元、税收1亿元, 将成为公司华东区域综合性生产基地、国内最大和最先进的涂料、外墙保温生产企业。                         | 项目总投资4.95亿元, 其中企业自筹资金1.95亿元, 银行贷款3亿元。其中, CPST的600万平米建设项目投资为8500万元; 保温装饰一体化成品板的400万平建设项目投资7500万元 | 外墙装饰材料CPST(石饰面柔性贴片)<br>保温装饰一体化成品板<br>改性保温板<br>烧结砂<br>砂浆/腻子<br>水性环保涂料 | 600<br>400<br>30<br>7.5<br>5<br>25        |
| 华东 | 上海青浦   | 仅剩涂料9万吨左右  |   | 水性环保涂料   | 9   |
| 西北 | 新疆乌鲁木齐 | 项目占地面积约120亩, 项目规划内容包括年产100万平方米仿石饰面柔性贴片、年产100万平方米节能保温与装饰一体化板、年产25万立方米建筑节能保温新材料、年产5万吨水性环保涂料等。项目建成达产后, 预计产值不低于5亿元, 预计年税收不低于3000万元   | 投资总额约3亿元  | CPST<br>保温装饰板<br>建筑节能保温新材料<br>砂浆/腻子<br>水性环保涂料                        | 100<br>100<br>25<br>5<br>5                |
| 西南 | 重庆璧山   | 重庆市璧山高新区范围内, 净地面积约240亩。项目内容包括年产能300万平方米石饰面柔性贴片、年产300万平方米保温装饰板、年产15万立方米建筑节能保温新材料、年产25万吨水性环保涂料、年产10万吨干粉砂浆、年产8万吨烧结砂等。本项目实施主体为创能(重庆), 预计从2019年第三季度项目开工建设, 到2021年第一季度建成投产, 建设期约20个月。  | 计划总投资7.06亿元   | CPST<br>保温装饰板<br>建筑节能保温新材料<br>水性环保涂料<br>砂浆/腻子<br>烧结砂                 | 300<br>300<br>15<br>25<br>10<br>8         |
| 华北 | 河北石家庄  | 在河北石家庄循环经济园区投资建设亚士创能科技(华北)建筑节能保温与装饰材料综合性生产基地和区域总部, 主要建设内容包括仿石饰面柔性贴片(CPST)200万平方米、保温装饰板200万平方米、建筑保温材料20万立方米、功能性水性建筑涂料等30万吨、腻子砂浆15万吨、煅烧彩砂8万吨、防水卷材3,000万平方米; 华北区域总部项目投资4亿元, 建设区域总部大楼、科技研发中心、重点实验室等。综合性制造基地建成达产后, 预计可实现销售收入20亿元, 税收不低于8,000万元。区域总部项目营业收入25亿元, 合计税收不低于1亿元(包括综合性制造基地的收入和税收)。综合性制造基地项目甲方拟在2019年11月底前交地, 甲方交地后, 乙方确保在24个月内完成项目建设并投产。 | 本项目预算总投资12亿元, 其中综合性制造基地项目投资8亿元。本次对外投资项目的资金来源为公司自有或自筹资金, 不涉及募集资金。                                | CPST<br>保温装饰板<br>建筑节能保温新材料<br>水性环保涂料<br>砂浆/腻子<br>煅烧彩砂<br>防水卷材        | 200<br>200<br>20<br>30<br>15<br>8<br>3000 |
| 中南 | 湖南长沙   | 在长沙望城经济技术开发区投资建设亚士创能科技(华中地区)建筑节能保温与装饰材料综合性生产基地, 总投资额6亿元, 主要建设内容及年产能: 仿石饰面柔性贴片(CPST)250万平方米、保温装饰板250万平方米、真金防火保温板15万立方米、水性环保功能型高端建筑涂料20万吨等。乙方须一次性规划设计、一次性建设, 甲方计划在2019年9月底前交地, 2020年2月底前乙方施工总承包单位进场并正式启动建设, 2022年1月底前投入运营。   | 总投资额6亿元, 其中土地、房屋、设备等固定资产投资额不低于4.8亿元。本次对外投资项目的资金来源为公司自有或自筹资金, 不涉及募集资金。                           | CPST<br>保温装饰板<br>保温板<br>水性环保涂料                                       | 250<br>250<br>15<br>20                    |
| 华北 | 天津北辰   | 规划中  |   |  |   |
| 西南 | 陕西西安   | 规划中  |   |  |   |

资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

自产比例提升有望提高毛利率, 规模效应+前期投入转化有望降低费用率

- 公司主要产品毛利率均有下滑, 涂料毛利率变化主要是内外墙占比变化。公司建筑涂料毛利率由2014年46.5%下降至18年的35.8%, 除了打开地产B端市场的适当让利之外, 也跟精装修渗透率提升导致的内墙占比

更高有关(内墙涂料的单价更低)。因为其他两个产品的客户也是地产商,相对而言,供应商的议价能力较弱,价格下滑是毛利率下滑的主要原因。

图表 35: 公司产品毛利率下滑较多



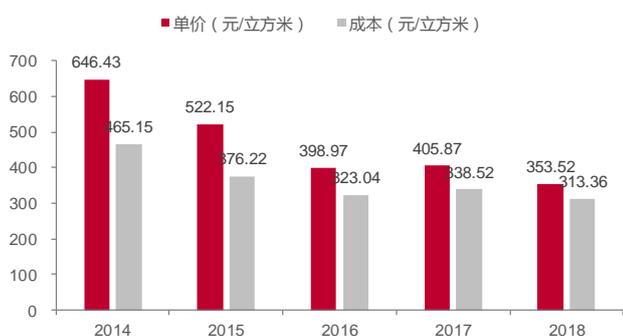
资料来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 36: 功能性建筑涂料单价及成本(元/吨)



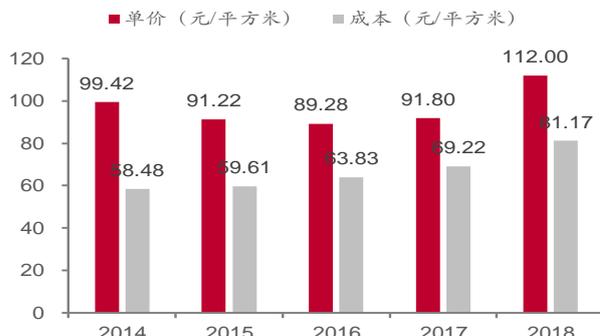
资料来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 37: 真金防火保温板单价及成本(元/立方米)



资料来源:公司公告,中泰证券研究所

图表 38: 保温装饰板单价及成本(元/平方米)

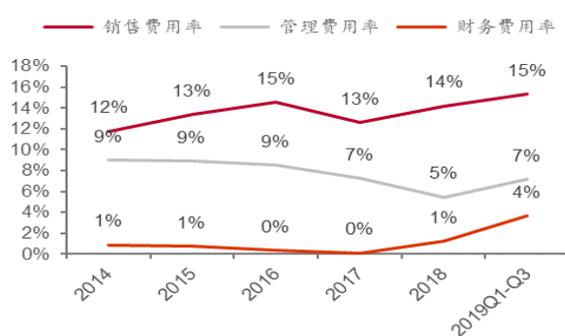


资料来源:公司公告,中泰证券研究所

- 产能瓶颈逐步打破,自有销量占比提升,毛利率有望提升。在公司的产能建设时期,公司通过采取外协加工的方式来补充产能,OEM产能可以降低产品运输成本,缓解公司高峰期生产线超负荷运转压力,减少部分低价辅料对于公司生产资源的低效占用。目前公司在全国共有 36 家 OEM 工厂,涵盖各种产品。**2018 年公司外协加工涂料销量为 14 万吨,占整体销量的 43%。2019 年上半年 OEM 对公司在产能瓶颈期的业绩提升起到一定的支撑作用,但外协毛利率显著低于自产毛利率(18 年委外毛利率比自产毛利率低 9%)。预计随着公司各大基地产能逐步爬坡,自有产能逐步投放,自有销量占比提升,将有利于毛利率进一步提升。**

**图表 39: 2018 年公司 OEM 销量占比为 43%**


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 40: 2014-2019Q1~3 公司三费率**


资料来源: WIND, 中泰证券研究所

- 费用率提升拖累净利率, 预计 20 年有望进入下行通道。**18 年下半年开始公司继续加大营销网络布局力度, 新增销售人员较多, 销售人均产值下降; **2019 年前三季度公司期间费用率同比+5.6pct, 其中销售费用率+2.1pct, 因公司为未来的高增长做储备, 招聘较多销售人员导致薪酬增长较多;** 预计 20 年起随着公司收入快速增长, 人效提升, 有望开启费用率向下拐点。
- 技术研发持续创新:** 公司注重产品的质量和研发投入。截至 2018 年末, 公司拥有专利 132 件, 是上海市首批“院士专家企业工作站”, 亚士创能、亚士漆为“高新技术企业”, 荣获“上海市认定企业技术中心”、“上海市科技小巨人”、“中国房地产供应商技术创新力品牌 TOP5”、“上海市高新技术成果转化项目百佳”等荣誉称号。

**图表 41: 公司研发投入金额**


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 42: 研发费用占营业收入比重**


资料来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 优化智能制造和供应链效率, 打造智慧亚士。**亚士创能围绕“以客户为中心, 打造一流供应链”, 积极探索现代化制造方式。在互联网时代大背景下, 公司紧跟时代步伐, 致力于信息化工具的开发与应用, 以及市场、技术、生产等经营活动数据采集, 努力提升企业的信息化能力, 持续构建企业信息数据共享中心和自助平台, 以此提高企业运营效率, 缩短企

业与用户距离，提高市场的反映速度。同时，公司紧跟国家 2025 战略，打造时代企业智能制造，从工业自动化到关键程序智能化，实现关键岗位机器人替代，以此提升运营效率,缩短生产周期，降低不良品率，提升制造水平。

图表 43: 公司智能制造模式



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 44: 公司打造信息化供应链平台



资料来源：公司官网，中泰证券研究所

## 投资建议

- 产品性能业内出众，深耕 B 端，渠道资源丰富，与恒大、万科等大地产商长期保持战略合作关系。公司外墙漆直销收入占比自 2014 年起一直在 95% 以上。17/18/19 三年，公司涂料在地产 50 强中首选率分别 17%/16%/18%，连续三年稳居涂料类供应商品牌首选排行第三。公司 13 年已与恒大签订战略集采，近年来陆续发展了万科、碧桂园等房企。目前主要合作的大型地产商已达 70 余家。经过在 B 端的持续深耕，公司拥有扎实和丰富的工程经验和服务配套能力，先后荣获“恒大集团优秀供应商”、“万科地产级供应商”、“中南地产最佳品质奖”等多项荣誉。
- 公司涂料产能持续扩张，全国性布局正当时。公司产能主要分布在安徽滁州以及上海，其中滁州在产产能 25 万吨，上海约 5 万吨。截至 19 年年底，公司有望将滁州产能扩充至 30 万吨以上。新疆基地有望明年建成（包含 5 万吨涂料产能）。另外，公司将适时在华南、华北区域建设综合性生产基地，以形成全国性先进产能布局，满足市场需求，提高供应保障能力。
- 提前储备销售人员，渠道覆盖率稳步提升，后续有望逐步进入收获期。18 年下半年开始公司继续加大营销网络布局力度，2018 年销售人员数同比+33.23%，地级市营销网络覆盖率达 95%。预计 20 年起随着公司收入快速增长和人均效益提升，费用率有望保持稳中有降。
- 随着地产集采持续增长，考虑到公司在地产企业的高首选率，作为国产工程涂料龙头企业，公司凭借自身产品研发创新优势和品牌实力，以及产能快速扩张和提前储备销售人员，未来 3 年业绩增速有望大幅提升。我们预计公司 2019-2021 年的归母净利润为 1.30 亿、2.06 亿、3.10 亿元，对应目前 PE 为 25X、16X、11X，给予“增持”评级。

图表 45: 可比公司估值表 (按 11 月 13 日收盘价测算)

| 股票代码      | 股票名称 | 股价 (元) | 市值 (亿元) | 总股本 (亿股) | EPS   |       |       |       |       | PE    |       |       |       |       |
|-----------|------|--------|---------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |        |         |          | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 603737.SH | 三棵树  | 78.00  | 145.38  | 1.86     | 0.94  | 1.19  | 2.15  | 2.99  | 4.08  | 82.61 | 65.34 | 36.29 | 26.07 | 19.13 |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 23.95  | 357.36  | 14.92    | 0.83  | 1.01  | 1.29  | 1.64  | 1.91  | 28.84 | 23.70 | 18.51 | 14.59 | 12.56 |
| 603378.SH | 亚士创能 | 16.81  | 32.75   | 1.95     | 0.58  | 0.30  | 0.67  | 1.06  | 1.59  | 28.79 | 55.75 | 25.10 | 15.87 | 10.55 |

来源: wind, 中泰证券研究所

## 风险提示

- 行业需求增长不及预期。涂料和保温材料需求和地产投资、竣工相关度较高，若地产行业未来发生大幅下滑，且重涂需求没有很快起来，对需求产生比较大的冲击。
- 市场竞争造成对利润率的不利冲击。目前行业内主要参与者如三棵树、亚士创能、东方雨虹都在积极进行涂料产能的扩张，若将来需求放缓，行业竞争加剧，可能利润率会出现下滑，并且垫资更严重，影响经营性现金流。
- 过度依靠，营运资金状况风险。公司目前主要绑定地产大客户，当前公司主要集采和战略合作房企受房地产行业下行影响进入收缩期，渠道风险加大。

- **原材料成本上升的风险。**外墙漆价格整体较稳定，但原材料价格波动较明显，成本中90%以上都是原材料成本，因此若原材料价格出现大幅上涨，则公司毛利率水平将低于预期。
- **市场规模测算基于一定的假设条件，存在不及预期的风险。**

**图表 46: 营业收入拆分预测 (亿元)**

|                   | 2014        | 2015        | 2016         | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入 (亿元)</b>  | <b>7.08</b> | <b>8.93</b> | <b>10.73</b> | <b>13.55</b> | <b>16.62</b> | <b>24.51</b> | <b>35.40</b> | <b>49.98</b> |
| 功能型建筑涂料           | 3.13        | 5.49        | 7.33         | 9.46         | 11.51        | 18.53        | 27.80        | 40.31        |
| 保温装饰板             | 1.50        | 1.59        | 1.68         | 1.70         | 2.32         | 3.02         | 3.92         | 5.10         |
| 真金防火保温板           | 2.26        | 1.59        | 1.38         | 1.94         | 1.77         | 1.77         | 2.30         | 2.99         |
| 其他业务              |             |             |              | 0.04         | 0.20         | 0.25         | 0.29         | 0.34         |
| 其他主营业务            | 0.20        | 0.27        | 0.34         | 0.41         | 0.82         | 0.94         | 1.08         | 1.25         |
| <b>营业成本 (亿元)</b>  | <b>4.33</b> | <b>5.44</b> | <b>6.81</b>  | <b>9.33</b>  | <b>11.72</b> | <b>16.92</b> | <b>24.18</b> | <b>33.84</b> |
| 功能型建筑涂料           | 1.68        | 3.06        | 4.25         | 6.07         | 7.55         | 12.10        | 18.07        | 26.08        |
| 保温装饰板             | 0.88        | 1.04        | 1.20         | 1.28         | 1.80         | 2.33         | 3.02         | 3.91         |
| 真金防火保温板           | 1.63        | 1.14        | 1.12         | 1.62         | 1.57         | 1.56         | 2.03         | 2.63         |
| 其他业务              |             |             |              | 0.01         | 0.11         | 0.14         | 0.16         | 0.18         |
| 其他主营业务            | 0.15        | 0.20        | 0.24         | 0.35         | 0.69         | 0.79         | 0.91         | 1.04         |
| <b>营业毛利润 (亿元)</b> | <b>2.75</b> | <b>3.49</b> | <b>3.92</b>  | <b>4.22</b>  | <b>4.90</b>  | <b>7.59</b>  | <b>11.22</b> | <b>16.14</b> |
| 功能型建筑涂料           | 1.45        | 2.43        | 3.08         | 3.39         | 3.96         | 6.43         | 9.73         | 14.23        |
| 保温装饰板             | 0.62        | 0.55        | 0.48         | 0.42         | 0.52         | 0.69         | 0.90         | 1.19         |
| 真金防火保温板           | 0.63        | 0.45        | 0.26         | 0.32         | 0.20         | 0.21         | 0.27         | 0.36         |
| 其他业务              | 0.00        | 0.00        | 0.00         | 0.03         | 0.09         | 0.12         | 0.13         | 0.15         |
| 其他主营业务            | 0.05        | 0.07        | 0.10         | 0.06         | 0.13         | 0.15         | 0.18         | 0.20         |
| <b>毛利率</b>        | <b>39%</b>  | <b>39%</b>  | <b>37%</b>   | <b>31%</b>   | <b>29%</b>   | <b>31%</b>   | <b>32%</b>   | <b>32%</b>   |
| 功能型建筑涂料           | 46.3%       | 44.3%       | 42.0%        | 35.8%        | 34.4%        | 34.7%        | 35.0%        | 35.3%        |
| 保温装饰板             | 41.3%       | 34.6%       | 28.6%        | 24.7%        | 22.4%        | 22.7%        | 23.0%        | 23.3%        |
| 真金防火保温板           | 27.9%       | 28.3%       | 18.8%        | 16.5%        | 11.3%        | 11.6%        | 11.9%        | 12.2%        |
| 其他业务              |             |             |              | 75.0%        | 45.0%        | 45.5%        | 45.5%        | 45.5%        |
| 其他主营业务            | 25.0%       | 25.9%       | 29.4%        | 14.6%        | 15.9%        | 16.4%        | 16.4%        | 16.4%        |
| <b>营业收入增速</b>     |             | <b>26%</b>  | <b>20%</b>   | <b>26%</b>   | <b>23%</b>   | <b>47%</b>   | <b>44%</b>   | <b>41%</b>   |
| 功能型建筑涂料           |             | 75.4%       | 33.5%        | 29.1%        | 21.7%        | 61.0%        | 50.0%        | 45.0%        |
| 保温装饰板             |             | 6.0%        | 5.7%         | 1.2%         | 36.5%        | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| 真金防火保温板           |             | -29.6%      | -13.2%       | 40.6%        | -8.8%        | 0.0%         | 30.0%        | 30.0%        |
| 其他业务              |             |             |              |              | 400.0%       | 27.0%        | 15.0%        | 15.0%        |
| 其他主营业务            |             | 35.0%       | 25.9%        | 20.6%        | 100.0%       | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        |

来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 47: 公司财务摘要 (亿元)**

| 利润表             | 2017        | 2018        | 2019E        | 2020E        | 2021E        | 财务指标           | 2017        | 2018        | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>     | <b>13.6</b> | <b>16.6</b> | <b>24.5</b>  | <b>35.4</b>  | <b>50.0</b>  | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本         | 9.3         | 11.7        | 16.9         | 24.2         | 33.8         | 营业收入增长率        | 26.3%       | 22.6%       | 47.5%        | 44.4%        | 41.2%        |
| 营业税金            | 0.1         | 0.1         | 0.2          | 0.3          | 0.4          | 营业利润增长率        | -1.1%       | -36.6%      | 111.5%       | 58.5%        | 50.7%        |
| 销售费用            | 1.7         | 2.3         | 3.4          | 4.9          | 6.8          | 净利润增长率         | -7.1%       | -48.4%      | 122.1%       | 58.2%        | 50.5%        |
| 管理费用            | 1.0         | 0.9         | 1.3          | 1.8          | 2.6          | EBITDA增长率      | -1.5%       | 18.1%       | 87.8%        | 59.7%        | 50.0%        |
| 财务费用            | -0.0        | 0.2         | 0.3          | 0.6          | 1.0          | EBIT增长率        | -3.5%       | 8.1%        | 87.8%        | 60.4%        | 52.9%        |
| 资产减值损失          | 0.2         | 0.3         | 0.3          | 0.3          | 0.3          | NOPLAT增长率      | -7.8%       | -29.1%      | 108.9%       | 63.5%        | 55.6%        |
| 加: 公允价值变动收益     | -           | -           | -            | -            | -            | 投资资本增长率        | 50.0%       | 6.7%        | 68.6%        | 26.1%        | 37.4%        |
| 投资和汇兑收益         | 0.0         | 0.1         | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 净资产增长率         | 117.0%      | 1.8%        | 7.0%         | 10.3%        | 14.0%        |
| <b>营业利润</b>     | <b>1.3</b>  | <b>0.8</b>  | <b>1.7</b>   | <b>2.7</b>   | <b>4.0</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支       | 0.1         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 毛利率            | 31.1%       | 29.5%       | 31.0%        | 31.7%        | 32.3%        |
| <b>利润总额</b>     | <b>1.4</b>  | <b>0.8</b>  | <b>1.7</b>   | <b>2.7</b>   | <b>4.0</b>   | 营业利润率          | 9.3%        | 4.8%        | 6.9%         | 7.5%         | 8.0%         |
| 减: 所得税          | 0.2         | 0.2         | 0.4          | 0.6          | 0.9          | 净利润率           | 8.4%        | 3.5%        | 5.3%         | 5.8%         | 6.2%         |
| <b>归母净利润</b>    | <b>1.1</b>  | <b>0.6</b>  | <b>1.3</b>   | <b>2.1</b>   | <b>3.1</b>   | EBITDA/营业收入    | 10.5%       | 10.1%       | 12.5%        | 13.8%        | 14.6%        |
| <b>资产负债表</b>    | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | EBIT/营业收入      | 9.2%        | 8.1%        | 10.3%        | 11.5%        | 12.4%        |
| 货币资金            | 5.4         | 6.6         | 2.5          | 3.5          | 5.0          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产         | -           | -           | -            | -            | -            | 固定资产周转天数       | 51          | 89          | 115          | 116          | 105          |
| 应收帐款            | 5.0         | 7.0         | 10.7         | 14.8         | 21.2         | 流动营业资本周转天数     | 67          | 78          | 79           | 80           | 81           |
| 应收票据            | 1.9         | 1.4         | 3.4          | 3.5          | 6.2          | 流动资产周转天数       | 280         | 335         | 269          | 231          | 230          |
| 预付帐款            | 0.0         | 0.1         | 0.1          | 0.2          | 0.3          | 应收帐款周转天数       | 106         | 130         | 130          | 130          | 130          |
| 存货              | 1.4         | 1.5         | 2.7          | 3.3          | 5.0          | 存货周转天数         | 30          | 31          | 30           | 30           | 30           |
| 其他流动资产          | 0.3         | 0.4         | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 总资产周转天数        | 442         | 499         | 420          | 370          | 351          |
| 可供出售金融资产        | -           | -           | -            | -            | -            | 投资资本周转天数       | 219         | 221         | 208          | 204          | 192          |
| 持有至到期投资         | -           | -           | -            | -            | -            | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资          | 0.0         | 0.0         | 0.0          | 0.0          | 0.0          | ROE            | 8.8%        | 4.5%        | 9.3%         | 13.3%        | 17.6%        |
| 投资性房地产          | -           | 0.2         | 0.2          | 0.2          | 0.2          | ROA            | 5.5%        | 2.3%        | 4.1%         | 5.0%         | 5.5%         |
| 固定资产            | 2.3         | 5.9         | 9.7          | 13.0         | 16.0         | ROIC           | 15.7%       | 7.4%        | 14.5%        | 14.1%        | 17.4%        |
| 在建工程            | 3.4         | 0.9         | 0.6          | 0.5          | 0.5          | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产            | 0.9         | 1.2         | 1.3          | 1.3          | 1.4          | 销售费用率          | 12.5%       | 14.1%       | 13.8%        | 13.7%        | 13.6%        |
| 其他非流动资产         | 0.1         | 0.1         | 0.1          | 0.1          | 0.1          | 管理费用率          | 7.2%        | 5.4%        | 5.3%         | 5.2%         | 5.1%         |
| <b>资产总额</b>     | <b>20.6</b> | <b>25.4</b> | <b>31.7</b>  | <b>41.0</b>  | <b>56.4</b>  | 财务费用率          | 0.0%        | 1.3%        | 1.3%         | 1.7%         | 2.1%         |
| 短期债务            | 0.2         | 1.0         | 2.0          | 3.8          | 6.9          | 三费/营业收入        | 19.7%       | 23.6%       | 23.1%        | 23.2%        | 23.4%        |
| 应付帐款            | 4.5         | 5.8         | 9.1          | 12.3         | 17.7         | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据            | -           | 0.3         | 0.1          | 0.5          | 0.4          | 资产负债率          | 37.6%       | 48.4%       | 55.7%        | 62.3%        | 68.7%        |
| 其他流动负债          | 1.3         | 1.7         | 1.8          | 1.9          | 2.1          | 负债权益比          | 60.2%       | 93.8%       | 125.9%       | 165.1%       | 219.3%       |
| 长期借款            | 1.5         | 2.4         | 3.5          | 6.0          | 10.6         | 流动比率           | 2.33        | 1.92        | 1.51         | 1.39         | 1.41         |
| 其他非流动负债         | 0.3         | 1.1         | 1.1          | 1.1          | 1.1          | 速动比率           | 2.10        | 1.75        | 1.30         | 1.22         | 1.22         |
| <b>负债总额</b>     | <b>7.8</b>  | <b>12.3</b> | <b>17.7</b>  | <b>25.6</b>  | <b>38.7</b>  | 利息保障倍数         | 597.54      | 6.32        | 8.17         | 6.88         | 5.91         |
| 少数股东权益          | -           | -           | -            | -            | -            | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本              | 1.9         | 1.9         | 1.9          | 1.9          | 1.9          | DPS(元)         | 0.18        | 0.18        | 0.20         | 0.32         | 0.48         |
| 留存收益            | 10.9        | 11.2        | 12.1         | 13.5         | 15.7         | 分红比率           | 30.8%       | 59.7%       | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>     | <b>12.9</b> | <b>13.1</b> | <b>14.0</b>  | <b>15.5</b>  | <b>17.7</b>  | 股息收益率          | 1.1%        | 1.1%        | 1.2%         | 1.9%         | 2.8%         |
| <b>现金流量表</b>    | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2017</b> | <b>2018</b> | <b>2019E</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> |
| 净利润             | 1.1         | 0.6         | 1.3          | 2.1          | 3.1          | EPS(元)         | 0.58        | 0.30        | 0.67         | 1.06         | 1.59         |
| 加: 折旧和摊销        | 0.2         | 0.3         | 0.5          | 0.8          | 1.1          | BVPS(元)        | 6.61        | 6.74        | 7.20         | 7.95         | 9.06         |
| 资产减值准备          | 0.2         | 0.3         | -            | -            | -            | PE(X)          | 28.8        | 55.8        | 25.1         | 15.9         | 10.5         |
| 公允价值变动损失        | -           | -           | -            | -            | -            | PB(X)          | 2.5         | 2.5         | 2.3          | 2.1          | 1.9          |
| 财务费用            | 0.0         | 0.1         | 0.3          | 0.6          | 1.0          | P/FCF          | -13.3       | 17.2        | -8.6         | 19.2         | 13.7         |
| 投资收益            | -0.0        | -0.1        | -0.1         | -0.1         | -0.1         | P/S            | 2.4         | 2.0         | 1.3          | 0.9          | 0.7          |
| 少数股东损益          | -           | -           | -            | -            | -            | EV/EBITDA      | 29.3        | 14.0        | 11.9         | 8.1          | 6.3          |
| 营运资金的变动         | -2.7        | 0.4         | -3.7         | -1.4         | -5.4         | CAGR(%)        | 22.0%       | 74.2%       | 2.1%         | 22.0%        | 74.2%        |
| <b>经营活动产生现金</b> | <b>-1.0</b> | <b>0.8</b>  | <b>-1.6</b>  | <b>2.0</b>   | <b>-0.2</b>  | PEG            | 1.3         | 0.8         | 11.7         | 0.7          | 0.1          |
| <b>投资活动产生现金</b> | <b>-1.1</b> | <b>-0.9</b> | <b>-4.0</b>  | <b>-4.0</b>  | <b>-4.0</b>  | ROIC/WACC      | 1.6         | 0.8         | 1.5          | 1.4          | 1.8          |
| <b>融资活动产生现金</b> | <b>5.4</b>  | <b>1.3</b>  | <b>1.4</b>   | <b>3.1</b>   | <b>5.7</b>   | REP            | 2.6         | 2.9         | 1.4          | 1.2          | 0.8          |

资料来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。