

行业研究/专题研究

2019年10月15日

行业评级:

建材 中性 (维持)

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

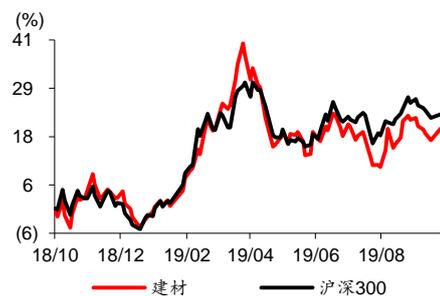
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

**陈亚龙** 执业证书编号: S0570517070005  
研究员 021-28972238  
chenyalong@htsc.com

相关研究

- 1 《建材: 行业周报 (第三十九周)》 2019.09
- 2 《建材: 行业周报 (第三十八周)》 2019.09
- 3 《东方雨虹(002271 SZ,买入): 第三期限制性股票激励彰显增长信心》 2019.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 从立邦成长史看中国本土涂企的崛起

## “全球视野” 建材国际比较系列报告之一

### 立邦: “渠道+品牌+工厂+外延” 打造全方位涂料服务商

本文通过分析立邦中国及其控股股东日涂的成长历程, 对立邦的“产品+服务”模式进行挖掘, 认为抢先全渠道布局、持续的品牌研发投入、多层次工厂布局和优势互补的并购是公司成为亚洲最大、全球第四大涂企的重要因素。通过实施“生存挑战”计划成为亚洲第一后, 公司将沿着 N-20 计划向全球领先的涂料制造商转变。但立邦中国的建筑涂料业务中 C 端占比 70%, 且 2018 年立邦中国地区收入仅小幅增长 1%, 中国本土涂料品牌快速崛起, 有望借助 B 端机遇逐步实现建筑涂料领域的国产替代。

### 理顺股权架构, 突出中国市场贡献

1994-2018 年, 日涂控股营收由 124 亿元增至 376 亿元人民币, CAGR+4.7%; 净利润由 1.6 亿元增至 27.2 亿元, CAGR+12.7%; 同期市值由 136 亿元增长至 1279 亿元, 其中主要的增长阶段来自 2014 年对立邦中国的并购之后。日涂控股实际控制人为新加坡吴德南集团, 持有日涂 39% 股权, 并将立邦中国的模式在亚洲其它地区进行快速复制。2018 年除日本外的亚洲区收入占日涂控股收入 57%, 中国区收入占日涂收入 41%, N-20 计划下公司目标是 2020 年将这一指标分别提升至 61% 和 43%。

### 金字塔定价体系满足大众产品需求, 工程服务增厚经销商盈利

立邦自 1992 年进入中国后, 产品升级遵循了大众化功能定位和消费升级追求, 在不断推出多合一、净味、去甲醛等产品的同时, 始终将推广重点放在中低端产品上 (300 元以下的产品数量占比约 45%), 形成独特的金字塔定价体系。立邦 2007 年和 2011 年分别推出工程事业部和立邦刷新服务, 以弥补产品端的弱盈利。2018 年日涂营业利润率 13%, 超过了中国本土涂企 10% 以内的平均水平。2018 年立邦工程收入 30 亿元, 500 强地产商首选率排名第一; 11-18 年立邦刷新累计收入 41 亿元, 单价约 1 万元/户。

### 渠道/工厂/市场布局高度匹配, 广告和研发持续投入

立邦中国目前已形成多层次多渠道布局, 截至 2019 年 8 月已设立 3111 家专卖店、3423 家形象店、149 个涂装中心和 133 个家居旗舰店, 重点布局广东、上海、河南、江苏等地, 与本土涂料品牌形成差异化。立邦在中国 30 余个城市设立超过 40 家工厂 (由综合性工厂+区域性工厂+专业性工厂构成), 形成了“工厂-渠道-市场”高度匹配的布局。2015 年以来, 公司营业开支占收入比重在 26% 左右, 其中广告费用占比约 3%, 研发费用占比在 2.5% 左右, 占比与国内本土涂料企业相当但绝对规模要更大。

### 战略发展路径与本土企业不同, 国产建筑涂料品牌面临机遇

日涂控股收购立邦中国及今年的跨区域并购, 是 2012 年以来日涂股价表现优秀的重要催化, 市场给予了公司全球化战略及业绩高成长预期一定溢价。立邦中国的业务优势在于 C 端渠道和品牌积累深厚, 且自有产能规模较大, 2016 年立邦中国建筑涂料 C 端市场占有率约 30%, B 端占有率 17%, 但 2015-2018 年, 随着国内精装修和地产集采占比提升, 本土建筑涂料品牌三棵树、亚士创能等借助 B 端市场实现收入每年增长 20% 以上, 而立邦中国 14-17 年收入 CAGR+13%, 但 18 年收入增长 1%。我们预计随着本土品牌的上市融资和扩产, 未来有望通过渠道和品牌建设实现份额的提升。

风险提示: 立邦战略发生重大转变, 中国房地产投资大幅下滑等。

## 正文目录

立邦：立足亚洲的世界涂料品牌 .....	5
日涂控股：推陈出新，稳坐亚洲头牌 .....	5
立邦中国：日涂系下的成功典范 .....	7
“产品+服务”不断完善，向全方位涂料服务商转变 .....	10
产品环保认证齐全，消费升级不断完善功能审美 .....	10
产品线全覆盖，金字塔型价格体系铺就成长基础 .....	11
“工程+刷新”快速发展，向全方位服务商迈进 .....	13
盈利能力强劲，渠道品牌外延聚力 .....	16
营收整体保持增长，盈利能力稳中有升 .....	16
因素之一：全渠道多层次布局运营 .....	18
因素之二：持续的广告/品牌/研发投入 .....	19
因素之三：工厂靠近市场，降低物流成本 .....	21
因素之四：收购优质互补企业，剑指全球前三 .....	22
估值总结：市场给予高成长涂企溢价 .....	25
风险提示 .....	27

## 图表目录

图表 1: 立邦股权结构概览 .....	5
图表 2: 日涂控股发展进程中的重要事件 .....	6
图表 3: 日涂控股 N-20 计划 .....	6
图表 4: 2014-2018 年日涂控股营业收入分产品构成 .....	7
图表 5: 2014-2018 年日涂控股营业收入分区域构成 .....	7
图表 6: 立邦在中国的发展历程 .....	8
图表 7: 2015-2018 年立邦中国销售收入在亚洲地区占比 .....	8
图表 8: 立邦中国的主要品牌 .....	9
图表 9: 立邦中国分项产品收入占比 .....	9
图表 10: 立邦中国主要业务部门概览 .....	9
图表 11: 立邦认证产品概览 .....	10
图表 12: 时时丽产品示意图 .....	10
图表 13: 美得丽产品示意图 .....	10
图表 14: 净味 120 产品示意图 .....	11
图表 15: 原生植萃产品示意图 .....	11
图表 16: 立邦 2018/2019 年流行色彩 .....	11
图表 17: 2019 年立邦在售产品系列概览 .....	12
图表 18: 立邦 5L 规格内墙漆产品价格分布 .....	12
图表 19: 立邦 18L 规格内墙漆产品价格分布 .....	12
图表 20: 多乐士 5L 规格内墙漆产品价格分布 .....	12
图表 21: 多乐士 18L 规格内墙漆产品价格分布 .....	12
图表 22: 三棵树 5L 规格内墙漆产品价格分布 .....	13
图表 23: 三棵树 18L 规格内墙漆产品价格分布 .....	13
图表 24: 2016 年和 2018 年立邦工程涂料规模及占比 .....	13
图表 25: 2015-2019 年立邦涂料首选率 .....	14
图表 26: 2019 年涂料首选前五品牌及首选率 .....	14
图表 27: 主要建筑涂料品牌及合作地产商 .....	14
图表 28: 立邦刷新服务宣传广告 .....	15
图表 29: 立邦刷新服务在大众点评部分运营情况 .....	15
图表 30: 2015-2018 年立邦（中国）销售收入及增速 .....	16
图表 31: 2015-2018 年立邦香港销售收入及增速 .....	16
图表 32: 2014-2018 年立邦在中国的收入及同比增速 .....	16
图表 33: 1994-2018 年日涂、三棵树、亚士创能毛利率比较 .....	17
图表 34: 1994-2018 年日涂、三棵树、亚士创能净利率比较 .....	17
图表 35: 1994-2018 年日涂、三棵树、亚士创能 ROE 比较 .....	17
图表 36: 1994-2018 年日涂、三棵树、亚士创能 ROIC 比较 .....	17
图表 37: 立邦中国主要省份专卖店分布 .....	18
图表 38: 立邦中国主要省份形象店分布 .....	18
图表 39: 2014-2018 年立邦中国员工数量 .....	18

图表 40: 日涂控股营业开支及销售管理费用占比.....	19
图表 41: 立邦于 2014 年更换 LOGO .....	20
图表 42: 2009-2018 年日涂控股研发费用率.....	21
图表 43: 2014 年-2018 年立邦亚洲区域与三棵树研发费用率.....	21
图表 44: 立邦中国主要工厂分布图 .....	21
图表 45: 立邦工厂体系分类 .....	21
图表 46: 近年立邦中国拟建&在建工厂概览 .....	22
图表 47: 2000-2018 年日涂控股资本开支 .....	22
图表 48: 2018 年日涂控股资本支出区域占比 .....	22
图表 49: 立邦中国收购情况概览 .....	22
图表 50: 2017-2019 年中国家具漆细分市场潜力榜 .....	23
图表 51: 立邦长润发长润发家具木器漆工厂分布 .....	23
图表 52: 2016 年世界涂料前十销售额企业 .....	24
图表 53: 2019 年世界涂料前十销售额企业 .....	24
图表 54: 日涂控股在亚洲主要国家建筑涂料市场份额及目标.....	24
图表 55: 日涂控股股价与东京证交所股价指数标准化比较 .....	25
图表 56: 日涂控股与关西涂料股价标准化比较 .....	25
图表 57: 1994-2019 年日涂控股 PE 走势 .....	25
图表 58: 2010-2019 年日涂控股 PE 走势 .....	25
图表 59: 1994-2019 年日涂控股 PB 走势 .....	26
图表 60: 2010-2019 年日涂控股 PB 走势 .....	26
图表 61: 1994-2019 年日涂控股 EV/EBITDA 走势 .....	26
图表 62: 2010-2019 年日涂控股 EV/EBITDA 走势 .....	26
图表 63: 1994-2018 年日涂控股收入、净利润及市值 .....	26
图表 64: 2010-2018 年日涂控股股利支付率.....	26
图表 65: 2000-2018 年日涂控股经营活动现金流及净利润 .....	27
图表 66: 日涂控股与三棵树估值比较 (2019/10/11) .....	27

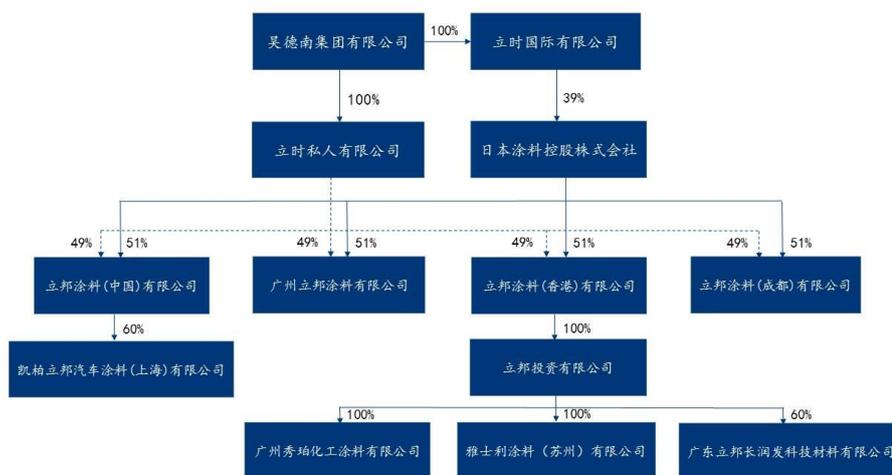
## 立邦：立足亚洲的世界涂料品牌

立邦涂料是亚洲最大的涂料企业，通过母公司日涂控股(4612.T)间接控制了立邦在中国、新加坡、马来西亚、泰国等国的涂料业务，通过“生存挑战”、N-20 计划等阶段性目标逐步成为不断创造新价值的全球领先公司。自 1992 年进入中国以来，立邦一跃成为中国国内建筑涂料领军品牌并延续至今。本文通过深度分析立邦在中国的成长历程，我们希望能对国内建筑涂料行业未来发展提供一定的参考。

### 日涂控股：推陈出新，稳坐亚洲头牌

吴德南集团与日涂控股合作紧密，前者是立邦涂料的实际控制人。1960 年初，吴清亮掌管的吴德南集团成为日涂控股在新加坡的代理商，1962 年成立立时集团，并开始生产“Nippon Paint”品牌的建筑涂料产品。日涂控股前身于 1881 年成立于日本东京，2014 年 3 月，日涂控股通过向吴德南集团及相关企业新增发行 6000 万股新股，增发完成后吴德南集团持有日涂控股 39% 股权（增发前持股 14%+），成为日涂控股的实际控制人。日涂将此次募得的资金用于增资立邦系 8 家亚洲合资涂料公司（中国 4 家，新加坡 2 家，马来西亚 2 家，其中中国 4 家分别为立邦香港、立邦（中国）、广州立邦、成都立邦），增资后日涂的持股比例均由 40% 提升至 51%，完成“子公司化”，日涂控股在世界顶级涂料排行榜的排名也由第 13 升至第 7。

图表1：立邦股权结构概览



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

日涂控股不断挑战创新，简化商业模式并进行异地复制，是公司实现快速扩张的关键要素。除了良好的工艺质量保障，日涂不断完善产品结构、推进异地扩张，并对自身业务架构持续进行优化调整。公司从 2009 年开始推出“生存挑战”战略，用 9 年时间（2009-2017 年）完成“亚洲第一”、“与世界顶尖涂料企业并肩”的目标。以三个财年为一个阶段，2009 年开始的“生存挑战第一阶段”，实施成本控制等措施以提升经营利润；2012 年开始进入“生存挑战第二阶段”，以建立稳固的盈利模式；2014 年 10 月，公司转型为控股集团体制，并逐步完成了对亚洲地区立邦系合资企业的控股，此后立邦与日涂逐渐被视为一个主体。自 2015 年开始，日涂控股开始了“生存挑战第三阶段”，试图在成长方向上实现转变。集团成立了四大事业部，确立了全球化路线，努力成为“全球领先的涂料制造商”。2019 年，日涂控股公告完成收购澳大利亚 Dulux Group 和土耳其 Betek Boya，并将向“指名委员会等设置会社”制度转变，进一步加快全球化步伐。

**图表2： 日涂控股发展进程中的重要事件**

时间	主要事件
1898 年 3 月	“日本涂料制造株式会社”正式设立
1927 年 11 月	公司改名“日本涂料株式会社”
1961 年 10 月	公司在东京证券交易所上市
1962 年 8 月	立邦新加坡子公司设立
1975 年 12 月	立邦美国公司设立
1989 年 12 月	立邦欧洲子公司设立
1992 年 12 月	立邦（中国）在上海设立
1995 年 4 月	立邦美国汽车涂料子公司设立
1995 年 6 月	立邦欧洲汽车涂料子公司设立
1999 年 4 月	“日本工业涂料株式会社”设立
2007 年 1 月	立邦泰国子公司设立
2007 年 11 月	立邦台湾子公司设立
2008 年 7 月	立邦韩国子公司设立
2008 年 10 月	立邦菲律宾子公司设立
2014 年 10 月	公司改名“日本涂料控股株式会社”（日涂控股）
2014 年 12 月	立邦完成对亚洲 8 家合资公司的子公司化
2015 年 4 月	按不同业务领域对公司业务进行整合再编，成立汽车涂料、工业涂料、民用涂料和精细化学品等四个不同的子公司
2016 年 12 月	财务决算期由 3 月 31 日变更为 12 月 31 日
2017 年 1 月	立邦长润发（CRF）科技材料公司完成子公司化
2019 年 4 月	收购收购 DuluxGroup 和 Betek Boya

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

2018 年，日涂控股启动“N-20”计划，即以 2020 年为目标年度的为期 3 年中期经营计划，要求在 2018-2020 年建立全新的经营理念，提高涂料质量与涂料生产技术，通过优质的特殊化学产品持续创造价值以赢得领先，最终在 2020 年确立与全球顶级涂料品牌匹敌的地位。在新的中期经营计划中，日涂控股将**彻底强化现有细分市场、加速扩张投资组合、提高盈利能力和加强全球运营团队**作为四项主要措施。为了落实这些措施，日涂控股制定了全球人事制度，推进工作方式改革，挑战环境改革，并设置了环境改革委员会，指导工作团队致力于推进渗透经营理念、推进 CSR/ESG 经营。**根据该目标，到 2020 年公司年收入将达 7500 亿日元，营业利润率要达到 14%（2018 年为 13%）。中国市场在集团销售额构成中占比将进一步扩大至 43%（2018 年为 41%），整个亚洲市场收入占比为 61%（2018 年为 57%）。**

**图表3： 日涂控股 N-20 计划**

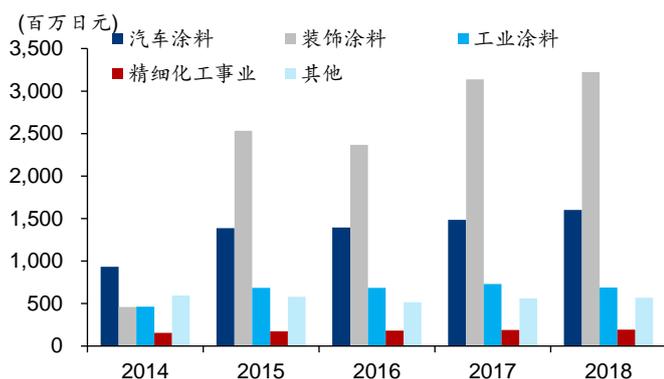


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

日涂控股于2018年实现营收约6277亿日元（约合376亿元人民币），位列亚洲第一，世界第四，其中71%的销售额来自日本本土以外。其主要市场为日本、中国、泰国、马来西亚、新加坡等亚洲国家，2018年亚洲（不含日本）销售额为3557亿日元（约合213亿元人民币），占公司营收的57%。

从其产品结构领域来看，2018年民用装饰涂料板块销售额达到3225亿日元（约合193亿元人民币），占比51%，是公司最主要的产品类别；汽车涂料1602亿日元（约合96亿元人民币），占比26%；工业涂料688亿日元（约合41亿元人民币），占比11%；其他涂料（含汽车修补漆等）568亿日元（约合34亿元人民币），占比9%；清洗剂等精密化学品194亿日元（约合12亿元人民币），占比3%。

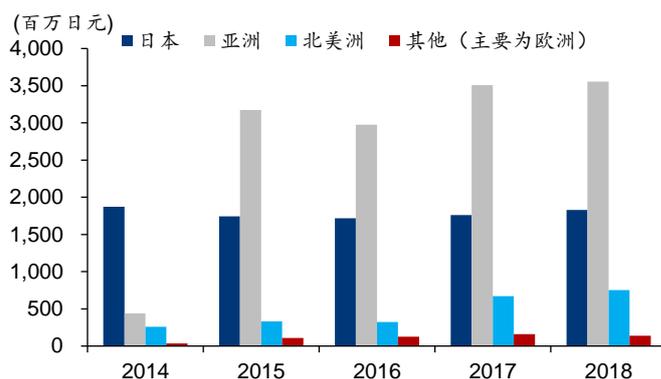
图表4：2014-2018年日涂控股营业收入分产品构成



注：公司2017年开始采用IFRS准则，此前均为日本会计准则。

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5：2014-2018年日涂控股营业收入分区域构成



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

## 立邦中国：日涂系下的成功典范

目前日涂控股主要控股立邦香港、立邦（中国）、广州立邦、成都立邦四家位于中国的合资公司，其中立邦香港收入最大，成立最早；其次是立邦（中国），注册于上海，旗下持有上海凯柏涂料公司。但一般我们将立邦在中国全部的业务体系称为“立邦中国”（其社会责任报告就以此发布），本文以立邦（中国）专指注册于上海的主体公司。立邦自1992年进入中国以来，通过渠道布局、品牌升级、工厂优化和并购外延，现已成为中国涂料行业的领导品牌。

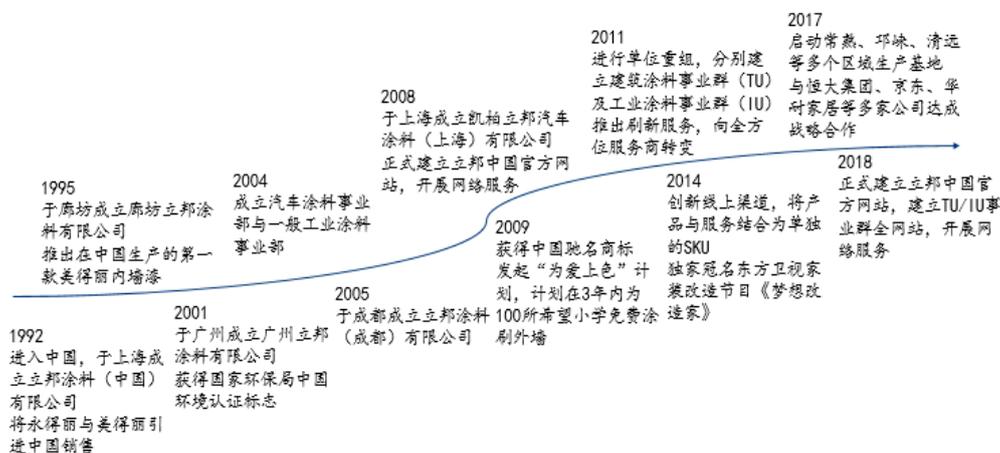
(1) 1992年-1998年，立邦正式进入中国之后处于终端铺货阶段，在全国先后建立了4家独资厂、1家合资厂，35家办事机构，并于1997年登上国内涂料市场产销量冠军。在该阶段，立邦的营销策略是在所有建材店进行密集铺货，将乳胶漆产品通过建材店终端推向市场；同时，通过电视广告等媒体的大量宣传，让消费者逐步了解并购买乳胶漆。

(2) 1999年-2005年，立邦中国完成销售终端布局，通过对原有代理商进行筛选，建立了200余个形象统一、产品可控的涂料专卖店，从而改变了涂料代理商素质低、品种杂的终端环境；此外，还在互联网终端并不普及的环境下与色彩管理领导者Datacolor合作，大量在门店配置电脑配色机，以满足客户不同颜色、不同搭配的场景化营销需求。

(3) 2006年-2010年，立邦中国开始落实2005年提出的531计划，即从2006年-2010年的5年时间内，在全国建立3000家零售网络专卖店，每家每年零售额达到100万元，即销售额达到30亿元。同时引入康师傅职业经理人钟中林等高管，将涂料视同快销品开展销售，从而奠定了中国市场在立邦体系中的龙头地位。此外，立邦开启了中国官方网站的相关互联网服务，并于2009年发起“为爱上色”公益计划，至今已覆盖中国百余个城市，完成超过322所美化校园工程，捐建31所希望小学。2009年，立邦获得中国驰名商标。

(4) 2011年至今，立邦中国开始进行内部重组，分别建立了建筑涂料事业群(TU)及工业涂料事业群(IU)两个独立运作单位，两个事业群分别专注各自的业务领域。此外，立邦中国建立了包括常熟、昆明等多个区域生产基地，开始了进一步扩展版图的步伐。

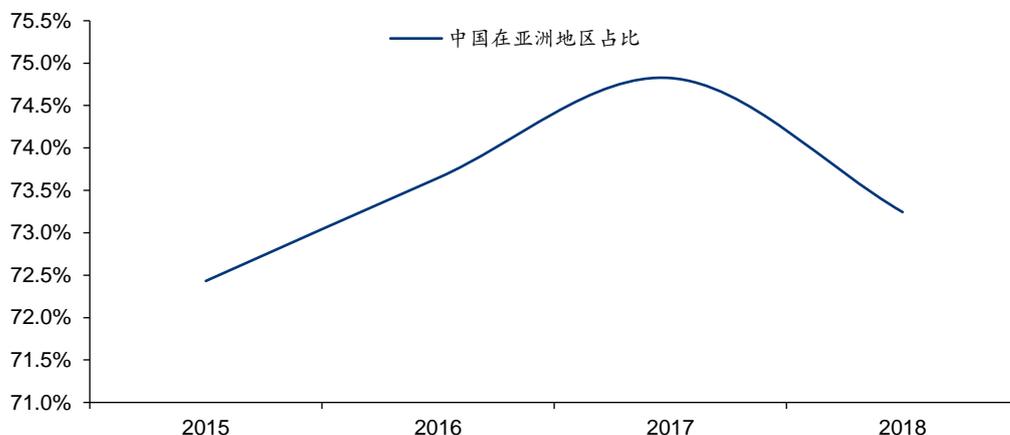
**图表6：立邦在中国的发展历程**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

2015年以来，中国作为立邦在亚洲地区的核心市场，每年的营收规模占亚洲地区(不含日本)的70%以上，因此立邦中国的营收情况很大程度上决定了立邦在亚洲地区的整体销售情况，其市场占有率也具有较强代表性。

**图表7：2015-2018年立邦中国销售收入在亚洲地区占比**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

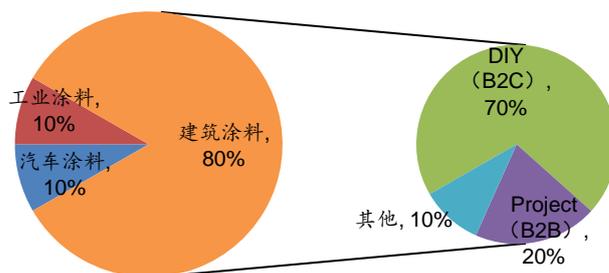
立邦业务范围广泛，通过收购、兼并等方式合并了包括秀珀、欧龙、长润发等国产品漆、木器漆、汽车涂料等品牌公司，丰富了公司产品线，但很少收购国内本土建筑涂料品牌。从墙面漆收入绝对值来看，立邦是目前国内最大的建筑涂料企业。根据日涂控股2017年末的公告，2016年立邦中国的建筑涂料收入占全部收入比重80%，其中C端占比70%，B端占比20%，其他占比10%；此外，工业涂料和汽车涂料收入占比各10%。根据日涂控股2018年的年报披露，2018年中国住宅政策的收紧导致立邦中国民用涂料销售下降，但建筑重涂和重点企业营业额逆向上升，装饰涂料营收同比增长0.5%；国产汽车产量下降，但商用车领域扩大，且日资和韩资汽车生产持续好转，汽车涂料营收同比增加14.7%；工业用涂料由于工业品出厂数量减少导致收入下降，营收同比下滑15.1%。总体来看，依然保持了稳定增长的趋势。

图表8：立邦中国的主要品牌



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表9：立邦中国分项产品收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

截至 2018 年，立邦中国拥有 13 个主要的业务部门，按照用途可主要分为建筑涂料和工业涂料两大类，即根据建筑涂料事业群（TU）及工业涂料事业群（IU）进行具体设置。根据行业调研，立邦中国 2018 年 TU 部门实现收入约 140 亿元，其中墙面漆收入 110 亿元，家具漆 10 亿元，地坪漆 6 亿元，腻子粉 10 亿元，工辅料和美缝剂各 2 亿元左右。

图表10：立邦中国主要业务部门概览

部门名称	主要经营范围
<b>装饰涂料事业部</b>	提供各类内墙和外墙涂装体系，以及环保效果多样的木器漆产品；提供刷新服务和墙面检测服务。
工程涂料事业部	提供从基材，墙面到地面的整合解决方案；进军装饰保温一体板行业。
辅材事业部	建设涂装辅材产品整合、优化与技术支持的一站式线上辅材采购平台。
厨卫底材事业部	提供包括防水、铺贴、界面及填缝等产品，以及专业防水&铺贴体系。
秀珀	集地坪材料、聚脲材料、MMA 材料及其他防腐防水材料的研究、生产、销售于一体；提供整体地坪涂装解决方案。
长润发	为木制品企业提供环保涂装解决方案。
雅士利	提供水性产品和油性木器漆产品；提供渠道支持方案和工程配套服务。
<b>一般工业涂料事业部</b>	<b>从事工程机械、风力发电机、机车、摩托、氟碳、电泳、3C 用涂料及防腐涂料的生产、销售、研发、售后服务等工作</b>
汽车涂料事业部	致力于开发特殊汽车涂料，为汽车制造商及其配套商提供完整的涂料解决方案
汽车修补涂料事业部	通过遍及全国的销售网络提供专业的售后服务和市场支持。
粉末涂料事业部	在建筑型材、一般工业、汽车、家电等领域为客户提供粉末喷涂表面处理产品；为建材表面处理国家标准编写方。
卷材涂料事业部	提供包括家电、卷钢建材和卷铝建材及各种功能涂料。
防护涂料事业部	为建筑钢结构、桥梁、电力、港机、石化等专业市场提供高固含、低 VOC、性能优良、绿色环保的高品质产品。

资料来源：立邦中国 2018 年社会责任报告，华泰证券研究所

## “产品+服务”不断完善，向全方位涂料服务商转变

### 产品环保认证齐全，消费升级不断完善功能审美

环保认证是涂料产品的基本质量保证。目前立邦中国旗下大多数产品已获得包括德国莱茵 TÜV 认证、法国 VOC A+级认证、美国绿色卫士 GREENGUARD 金级认证等多项国际级认证；其中，德国莱茵 TÜV 认证每年随机在市场上购买认证产品，持续动态抽检，确保产品质量；法国 VOC 法规认证分为 A+/A/B/C 四级，将涂料置于欧洲标准房间内通风存放 28 天后进行检测。而美国绿色卫士 GREENGUARD 认证最为严格，在动态环境涂刷 7 天后便取样动态舱内空气进行检测。通过诸多严苛的涂料认证，为立邦的产品提供了第三方增信，确保符合环保高标准。

图表11：立邦认证产品概览

认证类型	认证产品
德国莱茵 TÜV 认证	原生植萃、儿童漆等 8 款产品
法国 VOC A+级认证	甄彩系列美缝剂等
美国绿色卫士 GREENGUARD 金级认证	原生植萃、儿童漆、净味 120、墙面卫士、抗甲醛净味全效等

资料来源：公司官网，认证官网，华泰证券研究所

从产品功能来看，公司进入中国以来注重解决消费痛点，依据“基础功能-净味功能-艺术审美”等属性不断推出涂料新品。2000 年初，立邦率先推出高端产品——三合一系列，兼具防水、弹性和耐擦洗的功能，在三合一基础上，立邦连推五合一、十合一、全效合一等全方位产品，逐渐引导整个装修市场的功能消费理念。同时，立邦针对中国消费市场的特征，将推广重点放在美得丽、永得丽等中低端产品上，且这类包装简洁、易施工的产品只在线下渠道进行销售，价格均仅需 100 多元，《立邦：中国成功之路》一文显示该产品在发展初期就迅速抢占了国内 50%的乳胶漆市场。

图表12：时时丽产品示意图



资料来源：公司官方商城，华泰证券研究所

图表13：美得丽产品示意图



资料来源：公司官方商城，华泰证券研究所

随着人们健康和环保意识的加强，立邦于 2004 年又以环保属性作为卖点，推出了净味全效、荷净全效等系列产品，而且主打中低端爆款产品“净味 120”。与其他产品不同的是，立邦所采用的净味技术不添加香精，涂料的成膜物质也采用低释放合成技术，无任何异味，空气也符合 A+标准，从而再次引领了国内产品创新风向。2007 年立邦推出抗甲醛产品；2017 年，立邦推出空气卫士全层涂装体系，以环保乳液和环保型高分子聚合物取代底材涂刷中所用的建筑胶水，从底层的基材到面层的涂料，每一道产品均不含甲醛/VOC。

图表14： 净味 120 产品示意图



资料来源：公司官方商城，华泰证券研究所

图表15： 原生植萃产品示意图



资料来源：公司官方商城，华泰证券研究所

在逐渐解决环保痛点之后，立邦又将产品重点放在了色彩上，增强产品审美属性，并且更新了其店面布局与广告宣传，以期获得更多产品溢价。2011 年 3 月，立邦成立了 iColor 网站，能够提供装修图库、设计资讯、色彩工具等产品，为消费者和设计师搭建了交流互动的平台。此外，立邦还会每年举办 iColor 未来之星青年设计师大赛，累计吸引近 8000 名来自全国各地高校的师生参加。

图表16： 立邦 2018/2019 年流行色彩



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 产品线全覆盖，金字塔型价格体系铺就成长基础

从性价比高、受众面广的净味 120 系列到功能全面的原生植萃系列，立邦中国实现了产品从低端到高端的全覆盖。与多乐士、三棵树相比，立邦将销售重心更多地放在了中低端产品线上；而原生植萃等高端产品则主要用于引领及展示其研发工艺，从而形成了金字塔型的价格和销售结构。

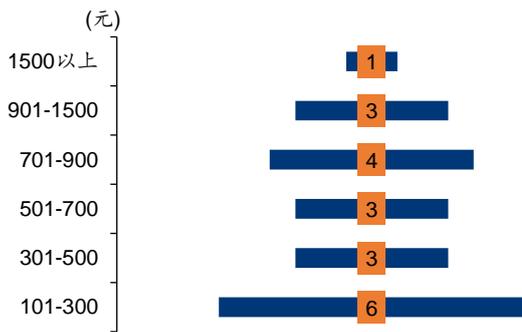
**图表17： 2019年立邦在售产品系列概览**

产品分类	功能特点	价格区间
时时丽	抗碱、黏附力好、施工容易	80-100元
净味120系列	加倍防霉、优质抗碱、超强弹张力	200元左右
荷净全效系列	耐擦洗、净味抗碱	250-300元
墙面卫士系列	封闭性好、有效防霉抗碱、附着力好	250-300元
抗甲醛净味全效系列	弥盖细微裂痕、强效防霉	350-450元
竹炭瓷净系列	抗菌净味、净化甲醛	550-850元
竹炭抗甲醛系列	抗菌抗污、净化甲醛	600-1000元
儿童漆系列	净化甲醛、抗污、个性化配色	1000-1300元
原生植萃系列	功能全效、植物基成分、抗菌抗甲醛	1500元以上

资料来源：公司官方商城，天猫商城，华泰证券研究所

我们以立邦、多乐士和三棵树的天猫官方商城全部在售内墙漆产品为样本，对分布于不同价格区间的产品数量进行统计，发现三家公司的产品价格体系显著不同。立邦小桶（共20款）都为5L，类似纺锤结构，高端和低端产品较多，但考虑线下销售较多的时时丽、美得丽、永得利等3款大众型产品，其中300元以下的大中型产品数量占比约为45%；大桶（共8款）几乎都是18L（仅一款15L），售价主要在300-1000元之间，典型的金字塔结构。

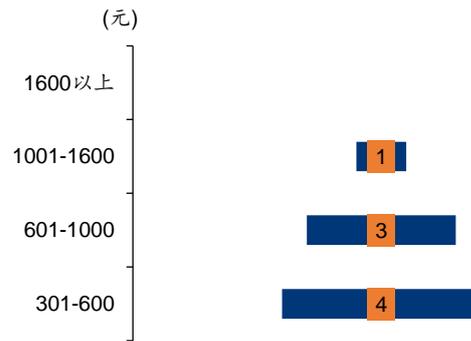
**图表18： 立邦5L规格内墙漆产品价格分布**



注：每档价格区间数字为样本数量，后同。

资料来源：天猫商城，华泰证券研究所

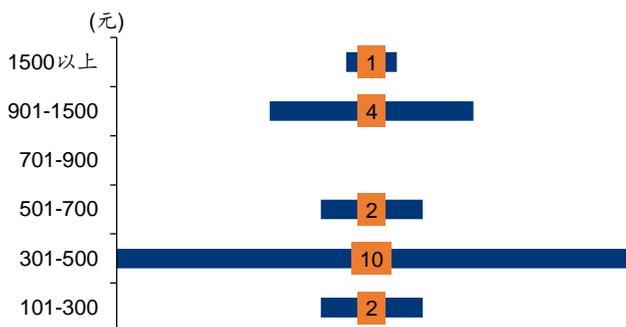
**图表19： 立邦18L规格内墙漆产品价格分布**



资料来源：天猫商城，华泰证券研究所

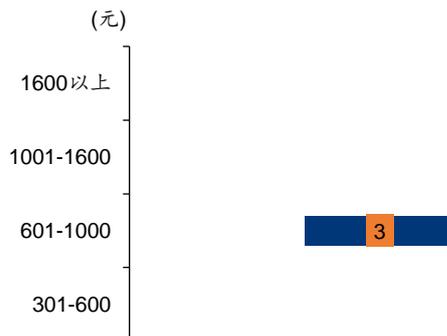
一般认为，阿克苏诺贝尔旗下的多乐士建筑涂料产品价格体系表现为哑铃型，即突出高端与低端需求，但对中端大众需求重视程度不够。而在我们的实际统计中，发现多乐士小桶（19款）为5L/6L，大量集中在300-500元，与立邦300元以下大众产品为主的产品结构形成区分；而大桶（3款）都是18L，价格集中在600-1000元，产品系列较少。

**图表20： 多乐士5L规格内墙漆产品价格分布**



资料来源：天猫商城，华泰证券研究所

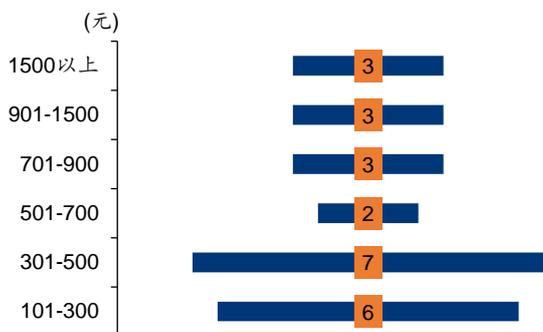
**图表21： 多乐士18L规格内墙漆产品价格分布**



资料来源：天猫商城，华泰证券研究所

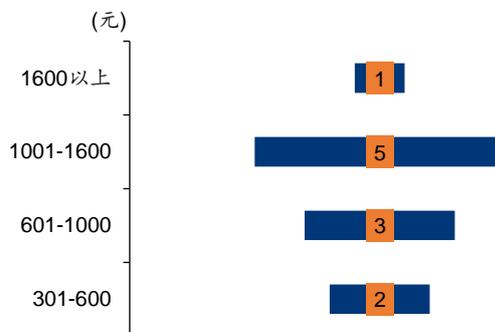
而国产品牌涂料三棵树的价格体系更接近长方形，各个产品系列在价格分布上比较均匀，容易满足国内不同消费群体的需求。在我们的统计中，三棵树小桶（24款）都是5L，价格分布较均匀，但考虑仅线下销售的真时丽产品（类似立邦的产品线结构），公司在500元以上和500元以下的产品系列分布同样比较均匀；大桶（11款）15L/18L/20L都有，价格呈现典型的倒金字塔结构，这是与立邦高端产品结构不一样的。

图表22：三棵树 5L 规格内墙漆产品价格分布



资料来源:天猫商城, 华泰证券研究所

图表23：三棵树 18L 规格内墙漆产品价格分布



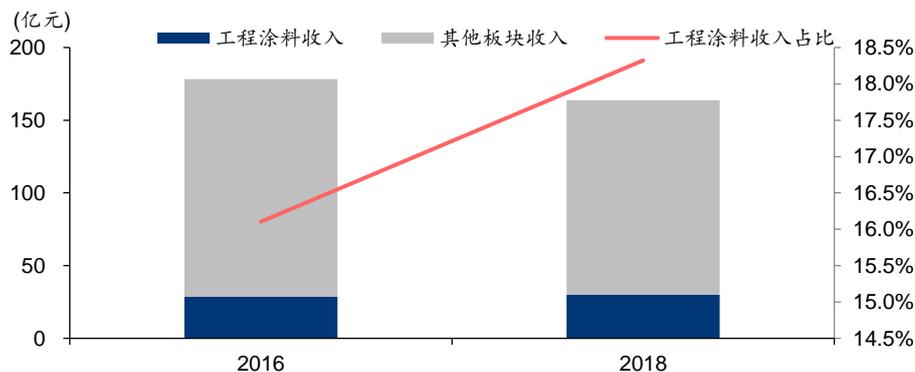
资料来源:天猫商城, 华泰证券研究所

### “工程+刷新”快速发展，向全方位服务商迈进

立邦以零售业务起家，但工程业务早已成为公司的重点业务之一。2007年立邦成立工程涂料事业部，作为B2B渠道的重点发展方向。立邦工程借助涂料产品端的突出品牌优势，既提供工程业务所需涂料，同时还推出了全体系涂装交付方案，而这一套产品体系面向的目标用户主要是地产开发商及政府部门、企业等。立邦工程能够满足工程建筑类企业的涂装需求，包括非住宅类建筑、商务办公楼、工业制造厂等，其产品体系包括外墙涂料、内墙涂料以及地面相关材料、辅助材料等。立邦工程在2019年提出了全新的发展方向，计划围绕“涂装+交付”的品牌战略，从产品解决方案、工艺标准、案例包装、应用领域四个部分打造自身的营销平台。

根据国内涂料产业知名财经媒体《涂界》对工程涂料的统计，2016年、2018年立邦工程涂料销售收入分别达到了28.7亿元和30亿元，占当年总收入的16.1%、18.3%，呈上升趋势。而根据公司发展计划，立邦工程预计在2019年将真正实现更多从C端到B端的延伸。

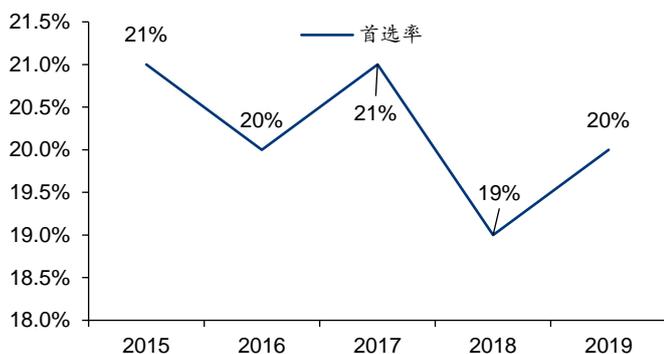
图表24：2016年和2018年立邦工程涂料规模及占比



资料来源:《涂界》, 华泰证券研究所

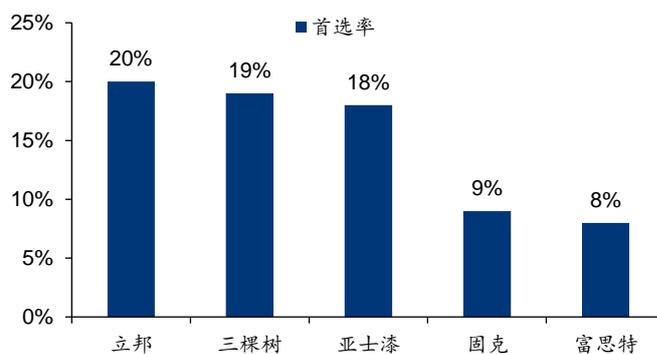
根据房地产开发商 500 强首选品牌的投票数据，立邦涂料也稳居第一位，近五年首选率维持在 19%-21%，但近两年震荡走低。2019 年房地产商 Top500 的涂料类前五首选品牌分别是立邦、三棵树、亚士漆、固克和富思特，此外，立邦还获得了涂料类、复合仿石类、工程外墙外资品牌等多个榜单的第一名，也验证了公司渠道和品牌在工程端具备较强影响力。但中国本土品牌三棵树、亚士漆等，2018 年首选率也在 15% 以上，成功上市后进一步增强了企业资金实力和品牌影响力，未来有望通过工程端实现份额的快速提升。

图表25： 2015-2019 年立邦涂料首选率



资料来源：中房网，优采平台，华泰证券研究所

图表26： 2019 年涂料首选前五品牌及首选率



资料来源：中房网，优采平台，华泰证券研究所

根据《涂界》对立邦中国建筑涂料事业群高级副总裁兼工程涂料事业部总经理尹祥哲的采访，截至 2018 年底，立邦工程涂料事业部已与近 200 家地产商保持了长效合作关系。2019 年上半年，立邦工程收入同比增长 30% 以上，全年销售额（含税）有望突破 50 亿元。从房地产开发企业公开可查的首选供应商来看，排名前五名的涂料品牌也较为稳定，立邦的工程客户主要是万科、恒大、碧桂园等地产龙头，其中立邦已连续 6 年获得万科 A 级供应商称号，是涂料类唯一入选品牌。截至 2018 年年底，立邦与万科的合作已扩大到 64 个城市，446 个合作项目，2018 年阿克苏诺贝尔旗下多乐士退出万科业务后，我们预计立邦和国产品牌的份额有望提升。

图表27： 主要建筑涂料品牌及合作地产商

主要涂料品牌	主要合作地产商示例
立邦	万科、恒大、碧桂园、万达、绿地
三棵树	恒大、万科、龙湖、保利、金科、金地
亚士漆	万科、恒大、中海、绿地、华润

资料来源：《涂界》，公司官网，华泰证券研究所

除了发力 B 端精装修市场，公司还通过刷新服务实现了涂装重涂市场的全覆盖。2011 年，立邦中国正式推出刷新服务，并于上海开始试运营。随着刷新服务的框架与规则逐渐完善，立邦在 2013 年正式成立刷新项目部；2014 年，立邦开启品牌升级计划，实现从涂料生产向服务运营的转型，致力于打造全方位涂料服务商；2016 年，立邦在天猫上线“刷新服务”和“儿童房刷新”两大线下服务，开启单房涂刷模式。

图表28：立邦刷新服务宣传广告



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

立邦刷新以客户需求为中心，一方面进一步拓展线上渠道，另一方面则逐步挖掘线下市场，积极建设家装 O2O 全渠道模式，打造差异化、个性化服务，满足不同消费群体的需求。根据立邦官微，截至 2018 年立邦刷新服务已覆盖全国 103 个城市，累计服务客户 40 余万户，成交总额(GMV)超过 41 亿元，平均单价在 1 万元/户左右。

涂装业务的核心是产业工人，2015 年立邦成立了立邦大学，公司所有刷新服务从业人员在上岗前都需接受立邦大学的系统化培训才能结业成为立邦刷新师傅。此外，立邦还建立了“立邦师傅”墙面体系、木器体系、外墙体系等分级技术认证系统。截至 2019 年 8 月，全国已有 1038 名从业人员获得“立邦师傅认证”。2018 年 2 月，立邦刷新服务在大众点评开通服务通道，截至 2019 年 8 月立邦刷新服务现在已开通包括北京、上海、广州、深圳等 25 个大中型城市。根据大众点评网 2018 年的数据显示，立邦刷新服务在好评数量、五星好评率和获得评价字数均领跑家装行业，同时立邦刷新服务刷新了点评家装行业最快得到五行店铺称号的全国纪录，充分体现了其刷新服务的领先地位。

图表29：立邦刷新服务在大众点评部分运营情况



注：自上而下依次为北京、上海、广州、深圳。

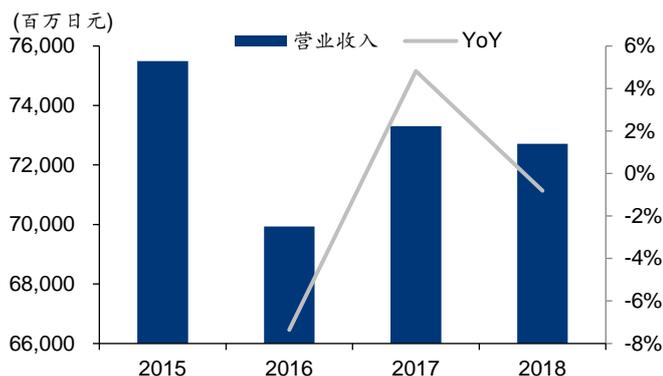
资料来源:大众点评网，华泰证券研究所

## 盈利能力强劲，渠道品牌外延聚力

### 营收整体保持增长，盈利能力稳中有升

根据日涂控股的年报数据，立邦(中国)和立邦香港于2018年合计实现主营业务收入2633亿日元(约合163亿元人民币，其中立邦香港118亿元，立邦(中国)45亿元)，同比增长0.6%，主要是立邦香港公司同比增长1.2%，而立邦(中国)略有下滑。

图表30: 2015-2018年立邦(中国)销售收入及增速



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

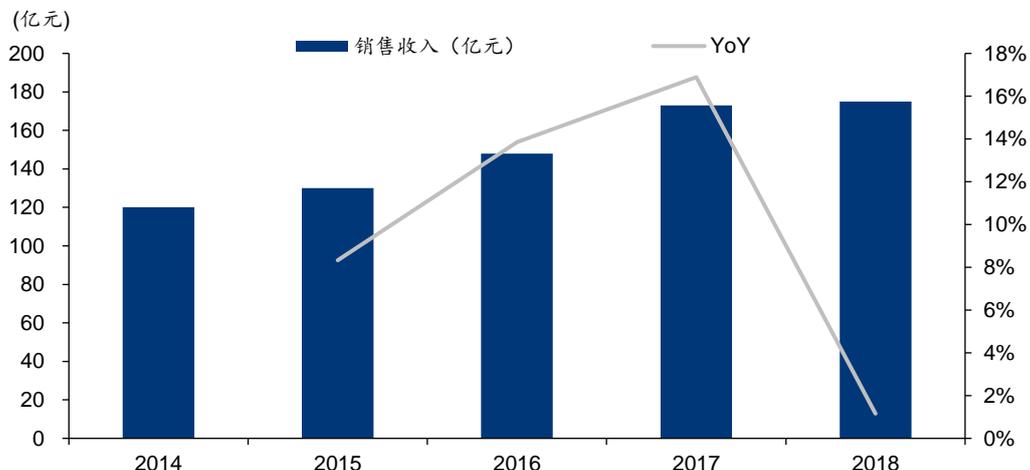
图表31: 2015-2018年立邦香港销售收入及增速



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**2018年立邦在中国的涂料收入增长压力显现，显示中国市场竞争格局可能正发生变化。**根据立邦中国企业社会责任报告，2018年立邦在中国的销售收入超过175亿元(包括了广州立邦与成都立邦)，而2017年超过173亿元，2018年同比增长1.2%，增速较2017年同比增速17%及2014-2017年CAGR+13%均明显放缓。而根据中国涂料工业协会的数据，2018年全国1998家规模以上涂料企业产量1760万吨，同比增长5.9%，主营业务收入3265亿元，同比增长6.5%；其中建筑涂料产量649万吨，同比增长3%，建筑涂料企业收入约1300亿元，同比增长1%。2018年立邦中国地区的收入增速慢于行业增速，显示出立邦战略调整的影响，也表明国内涂料消费市场和竞争格局的变化。而2014-2018年，三棵树4年收入CAGR+30%，亚士创能收入CAGR+24%，2018年三棵树实现营业收入36亿元，同比增长36.8%；亚士创能实现收入17亿元，同比增长22.6%。我们预计随着精装房市场快速发展和三棵树、亚士创能等国产涂料品牌的上市，国内本土涂料企业正迎来重要发展机遇期。

图表32: 2014-2018年立邦在中国的收入及同比增速



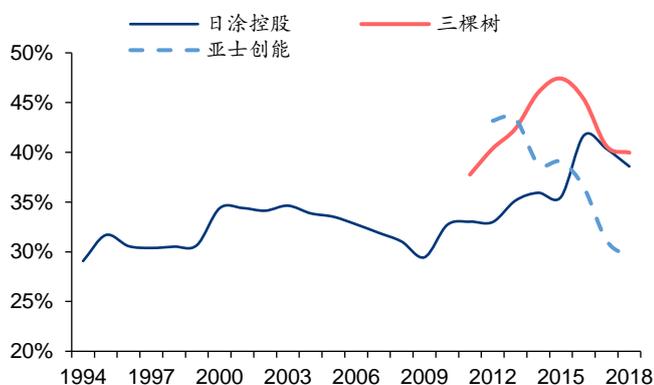
资料来源: 立邦中国企业社会责任报告书, 华泰证券研究所

由于缺乏立邦中国连续的完整财务数据,但立邦中国的营业收入占日涂控股集团比重40%以上,且与日涂在亚洲其他国家的模式存在趋同,因此我们以日涂控股的报表对主要盈利指标进行分析,认为公司盈利能力存在显著的阶段性上升趋势,并对可能导致公司财务表现的四大大因素(渠道、品牌、生产、并购)进行了详细分析。

### (1) 毛利率与净利率

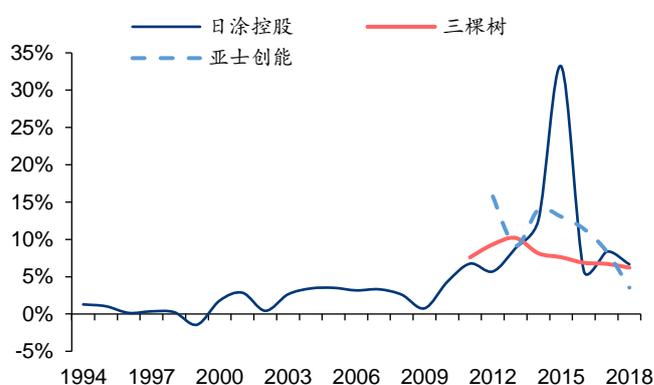
在保持收入规模排名世界前列的同时,1995年以来,日涂控股毛利率基本稳定在30%以上(除2009年因金融危机下降至29.45%),且呈现出阶段性上升态势。2013年更是突破35%达到35.15%,之后逐渐抬升,2016年达到1994年以来最高值41.69%,2018年为38.58%,与三棵树和亚士创能相比,公司毛利率处于中等。净利率方面,2015年日涂控股因收购亚洲地区的合资企业而产生约1488亿日元(约合80亿元人民币)的投资收益,导致净利率上升到33.21%;而在近年其余时段,公司净利率水平保持在6%-9%的稳定区间,与三棵树、亚士创能相当但稳定性更高。此外,日涂控股的营业利润率基本维持在13%左右,高于国内企业2017-2018年10%以内的水平。

图表33: 1994-2018年日涂、三棵树、亚士创能毛利率比较



资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表34: 1994-2018年日涂、三棵树、亚士创能净利率比较

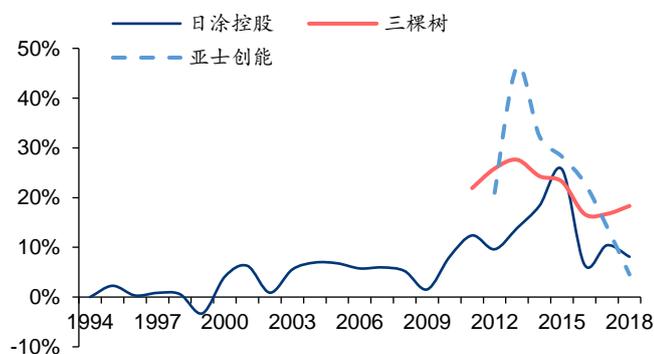


资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

### (2) ROE 与 ROIC

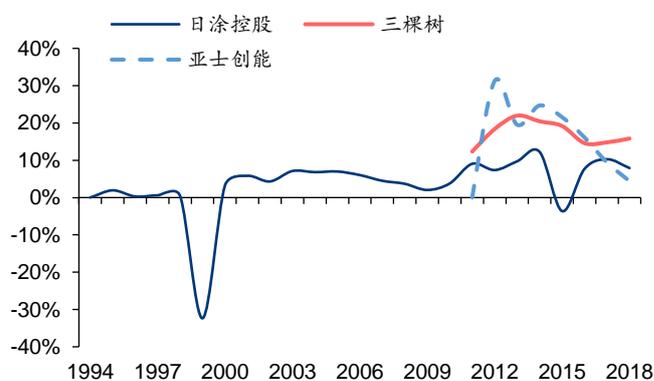
与净利率走势类似,公司ROE也呈现出波动中上升的趋势,2015年因投资收益一度达到25.66%,2018年为8.11%,低于三棵树的18%但高于亚士创能的5%。ROIC方面,2015年由于并表立邦中国,导致无息负债大幅度增长而造成投入资本为负数,ROIC下跌至-3.63%;2016年ROIC恢复至7.71%,2017和2018年分别为10.28%、7.92%,稳定在7%-10%区间,低于三棵树的ROIC水平。

图表35: 1994-2018年日涂、三棵树、亚士创能 ROE 比较



资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表36: 1994-2018年日涂、三棵树、亚士创能 ROIC 比较



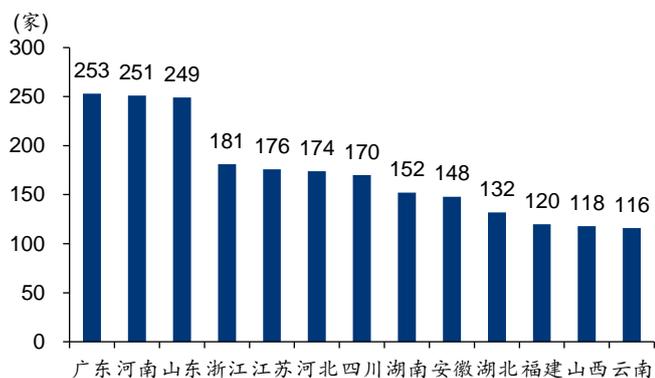
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

### 因素之一：全渠道多层次布局运营

涂料产品销售方面，立邦中国在渠道上实行区域制多层次分销策略。公司将全国分为八大区，各大区设有专门的渠道建设部门，主要针对代理商和战略性客户（通常指地产开发商）两种渠道。在代理商方面，立邦中国采用密集型分销渠道策略，采取专卖与批发相结合的双分销策略，由代理商主要负责专卖产品的经营管理，立邦中国主要负责批发的渠道开发。与国内本土涂料公司相比，立邦经销商层级更多，因此部分摊薄了渠道利润，但带来了薄利多销的结果。

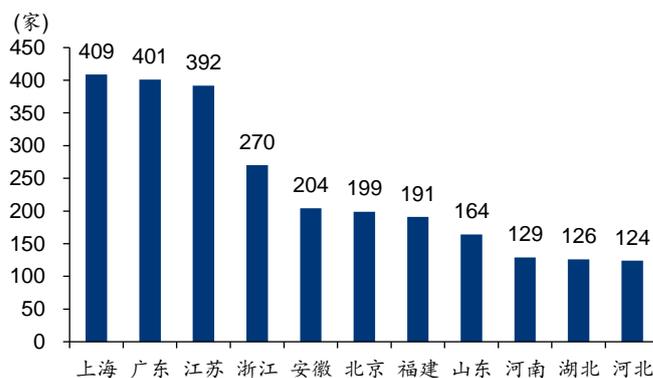
截至2019年8月，我们根据立邦中国官网统计，立邦在中国大陆地区拥有超过1000家经销商，已设立3111家立邦专卖店和3423家立邦形象店，其中广东、河南和山东的专卖店均超过200家，上海、广东和江苏的形象店均在400家左右。此外，立邦还设立了149个立邦涂装中心、133个立邦家居旗舰店等。此外，立邦不同事业部也设立了不同专卖店，独立经营，比如厨卫底材事业部在全国范围内设立了2000多家线下专卖店和形象店，8000多个分销网点。而截至2018年末，国内本土品牌企业三棵树，标准专卖店已经达到1万家左右，“马上住”服务授权网点872家，与立邦的零售网点布局和数量几乎相当，我们预计主要是三棵树业务集中在三四线城市，导致网点较多。

图表37：立邦中国主要省份专卖店分布



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

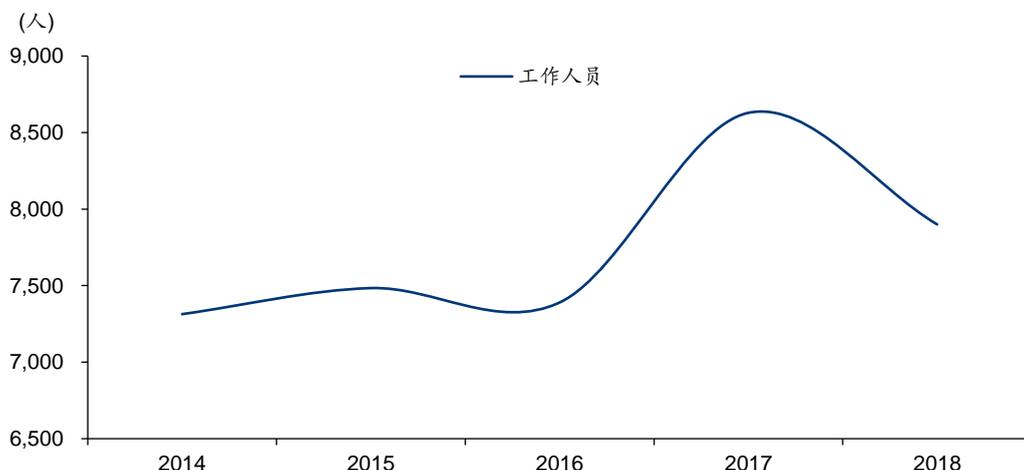
图表38：立邦中国主要省份形象店分布



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

截至2018年末，日涂控股总员工20402人，其中亚洲员工数量14287人，立邦中国的员工数量为7900人，占全部员工人数的38.7%，占亚洲员工数量的55.3%。而根据年度报告，2018年三棵树在职员工总数3899人，亚士创能1860人，约是立邦中国的1/2、1/4。

图表39：2014-2018年立邦中国员工数量



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

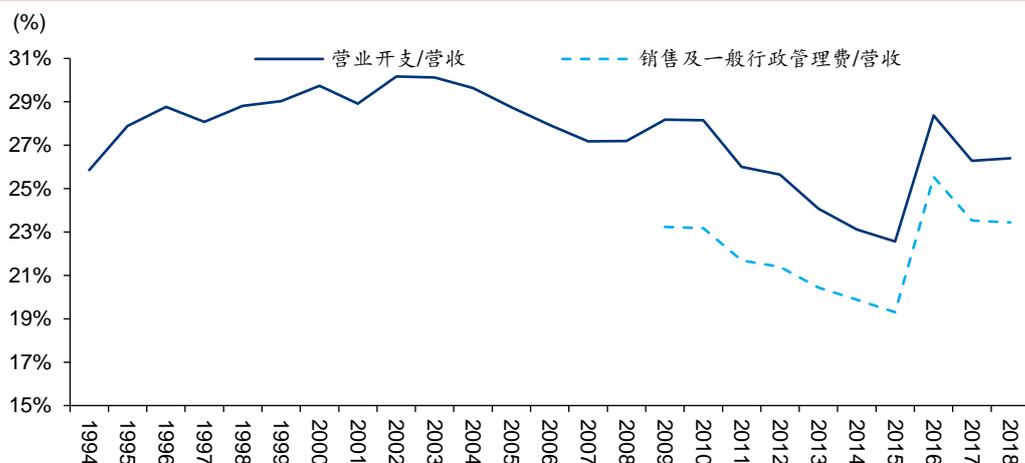
在从生产商向服务商转型的过程中，立邦中国将销售和服务深度下沉到终端消费者层面。线上渠道方面，立邦中国拓展了其产品在电商渠道的展示。2010年，立邦官方商城启动线上销售；2011年，立邦在天猫开设官方旗舰店，此后又陆续在苏宁易购、亚马逊等电商平台开设官方商城。尽管均以官方店铺的面貌出现，但立邦并不直接参与线上销售，而是只扮演中介角色，为经销商搭建平台，线上产生的订单按照消费者所在区域进行分配，由相应区域的经销商负责终端配送，要求经销商送货上门以真实了解消费者需求。在这个过程中，使用的是经销商存货，最终扣除成本后的利润也属于经销商，且同款产品的线上与线下价格基本相同。因此，立邦的电商渠道几乎不存在本地涂料公司存在的线上与线下渠道的利益冲突，同时也带来了更高的客户满意度。

2017年，立邦中国与京东达成战略合作：在产品方面，立邦漆成为京东“京质家装·优选”品牌库首家推荐品牌；在数据资源方面，立邦可依托京东大数据支持，将基于精准用户画像对消费人群进行细分，帮助立邦调整促销策略、产品架构和发展规划；在市场营销方面，立邦深入到京东平台直播等新型玩法，为消费者提供更加有趣的购物体验；在物流合作方面，京东仓配体系将与立邦完备的物流、供应链链相互配合，实现多渠道物流体系共存，如立邦京东自营旗舰店中的商品会直接进入京东各大仓库，实现京东配送，支持211时效和京准达服务，为顾客提供闪电般的极速购物体验。同时在京东完成配送后，消费者即可通过立邦刷新服务热线，预约24小时内上门服务。

## 因素之二：持续的广告/品牌/研发投入

持续的大额广告投入和品牌宣传，营业开支占比26%左右，构建较高进入壁垒。根据《立邦：中国成功之路》一文，早在1993年立邦中国就耗费3000万元投放电视广告，成为第一家在电视上投放涂料广告的公司，当年营销费用占比高达12%。从日涂控股的营业开支占比来看，由1994年的26%逐渐爬升至2002年顶峰30%，之后趋势性下降至2015年低点23%，2018年与近十年均值相当，为26%；销售及一般行政管理费呈现类似趋势，2018年为23%。根据行业调研，立邦中国目前每年广告费在5亿元以内，销售收入占比约在3%-4%；此外，公司还会经常推出10%以上优惠的促销活动，但相比进入中国之初10%以上的广告宣传费用占比已有显著下降。而国内涂企三棵树2017年和2018年广告宣传推广费分别是0.9亿元、1.1亿元，占当年营收的3.3%、3.2%，与立邦同期相当，但低于立邦初期的投入占比。

图表40：日涂控股营业开支及销售管理费用占比



资料来源：公司年报，Bloomberg，华泰证券研究所

立邦投放的广告语也随着发展重点的转变而转变。从最开始的“处处放光彩”展示产品的全能属性，到2006年随着产品主打色彩功效而换成“我的色彩，我的立邦”，再到现在为宣传刷新服务而做的“立邦，为你刷新生活”，立邦中国从涂料供应商到全方位生活服务商的跨越也在广告宣传中得到印证。自2014年开始，围绕以服务带动销售的理念，立邦通过植入《梦想改造家》和《就匠变新家》等节目，将“立邦为你刷新生活”的品牌主张传递给全国观众；同时立邦推出“为爱刷新”活动，并让《梦想改造家》节目从“为爱刷新”活动中征集部分精彩案例，进一步提升了立邦的品牌知名度。

近年来互联网的逐步崛起，让立邦开始把目光从电视媒体转向网络媒体，将更多的广告宣传投放至线上；立邦中国还通过其官方账号在微博、知乎等热门社交网络中与消费者近距离互动，向消费者展示产品，直接了解消费者的需求。

**品牌不断升级和统一，突显涂料综合服务商和全球化意识。**2002年，立邦中国获得国家免检产品认证和上海绿色建材产品推荐证书，并被认定为驰名商标；2009年，立邦商标被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标，并荣获中国大陆地区涂料产品类别白金奖；2011年，立邦中国旗下雅士利商标被国家工商行政管理总局认定为中国驰名商标；2018年，立邦中国加入了中国 CRSAS 化学品道路运输安全评估体系，增加了降低运输风险措施的有效途径，为双方提供与自身风险相匹配的资源提供了更多依据。

2014年，在日涂控股将立邦中国正式子公司化之后，立邦中国于9月发布品牌升级计划并更换了LOGO，最大的变化是消除了LOGO中的“Nippon Paint”，以强调立邦向全方位涂料服务商转型的决心，并为立邦中国深耕亚太市场、开启品牌升级计划拉开了序幕。

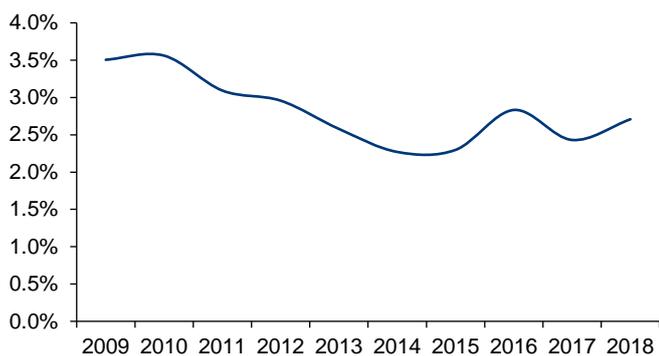
图表41：立邦于2014年更换LOGO



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

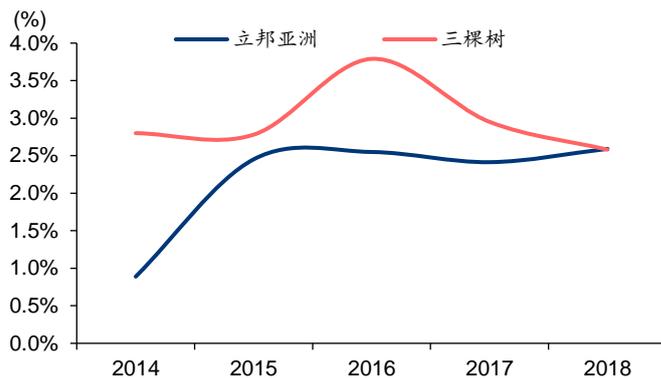
2015年以来，日涂研发费用率稳定在2.5%左右。2009年以来，日涂控股研发费用占收入比重由下降逐渐趋稳，2014-2015年由于研发费用绝对值下降导致研发费用率占比下降至2.3%左右。2016年并表8家亚洲子公司后，研发投入有所回升，2018年研发费用率为2.7%。就主要的收入贡献地区亚洲而言，2015年-2018年日涂控股在亚洲地区的研发费用占营收比重持续保持在2.4%-2.6%的区间，占比略低于三棵树，2018年二者持平，均为2.6%。考虑到立邦中国超过百亿的收入规模，我们认为持续维持该研发费用率水平并不容易。2014年-2018年，立邦中国汽车涂料事业部积极开展针对中国顾客需求以及符合中国法规的水性涂料的商品开发，逐步扩大环保型水性涂料的范围。此外，立邦中国还与华东理工大学通过“产学研”联合，进行长期稳定的合作，以提升技术研发能力并加速科技成果转化。

图表42: 2009-2018年日涂控股研发费用率



资料来源: 公司年报, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表43: 2014年-2018年立邦亚洲区域与三棵树研发费用率

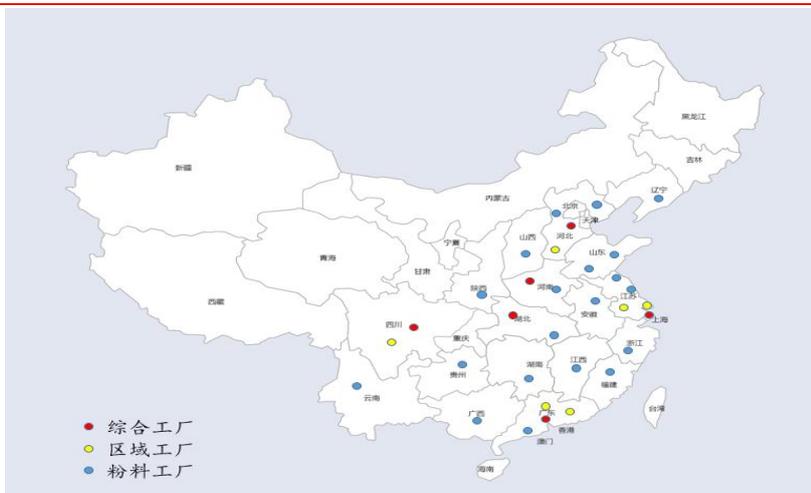


资料来源: 公司年报, Bloomberg, 华泰证券研究所

### 因素之三: 工厂靠近市场, 降低物流成本

生产是立邦涂料的发展基础, 立邦中国通过将工厂分级和合理区域布局, 使得离终端市场更近。截至2019年8月, 立邦中国在中国大陆30余个城市已设立超过40家工厂, 分为综合性工厂、区域性工厂和专业性工厂三个等级, 其中6个综合性工厂分别位于上海、广州、廊坊、成都、苏州和咸宁, 较为合理地对中国主要消费市场进行了布局。而国内本土涂企, 以三棵树为例, 截至2019年6月末, 重点在莆田、四川、河南、天津、安徽等地进行了工厂布局, 与立邦相比, 在区域和层次上仍有较大发展空间。

图表44: 立邦中国主要工厂分布图



资料来源: 2019年3月立邦工程媒体沟通会, 华泰证券研究所

按照不同区域和不同事业群, 立邦每年对全国物流运输线路分别进行招标, 其中技术标由各区域公司评定以确定入围商务标资格, 而商务标由立邦中国总部评定。通过招标找到符合要求的物流服务商, 能够满足全国各地供货需求, 缩短交货期。2018年10月, 立邦涂料(湖北)有限公司工厂正式开工, 设立了全新的乳胶漆自动化生产线和自动立体仓储系统, 初步可实现涂料产量约15万吨。此后, 包括后来新建的昆明、济南、邛崃等工厂, 立邦中国均按照智能制造、工业4.0标准打造智能化绿色标杆工厂。

图表45: 立邦工厂体系分类

等级	产量标准	代表工厂
综合性工厂	>50万吨	上海、广州
区域性工厂	10-50万吨	清远、昆明
专业性工厂	<10万吨	重庆、石家庄、徐州

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

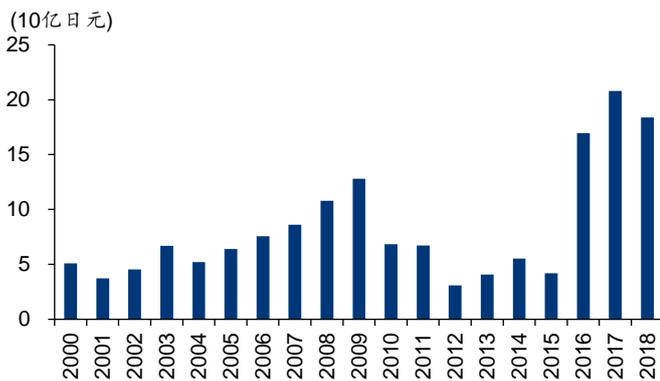
立邦在中国的产量随着工厂数量的增加而不断上升。立邦在中国的工厂布局已较为完善，2018年，立邦中国全年涂料产量超过了180万吨，约占全国墙面和木器涂料总产量的20%，同期三棵树墙面漆产量44万吨、木器漆1.3万吨。2016年日涂控股表示将在3年内投资300亿日元，在中国新建9个建筑涂料生产工厂，到2020年将中国的年产能（包括汽车涂料）提高至360万吨，较2015年增长70%。根据我们的统计，2019年立邦拟投资2个新项目，其中新建天津滨海新区立邦涂料有限公司，用于建设高端工业涂料和涂料树脂项目。从日涂控股的资本支出来看，2016年以来资本开支大幅提升，2018年资本支出184亿日元（约合11亿元人民币），其中58%的项目支出分布在中国为主的亚洲地区。

**图表46：近年立邦中国拟建&在建工厂概览**

拟建项目	项目地点	开工时间	建设状态
高性能工业涂料生产基地，年产38.5万吨	清远市	2017年	在建
涂料生产基地，年产60万吨	常熟市	2017年	在建
涂料生产基地，年产23万吨	成都市	2017年	在建
船舶用高性能含锌涂料技术改造项目，年产2000吨	张家港市	2018年	在建
高端工业涂料及涂料树脂项目	天津市滨海新区	2019年	在建
新材料生产与研发基地	南京市江宁区	2019年	拟建

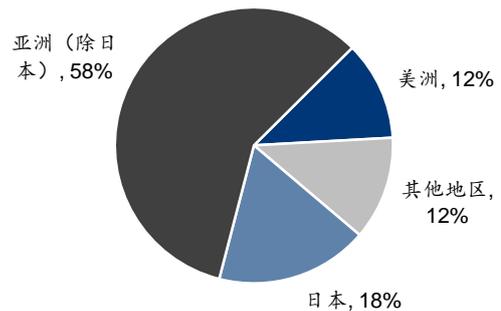
资料来源：公司官网，《涂界》，华泰证券研究所

**图表47：2000-2018年日涂控股资本开支**



资料来源：公司年报，Bloomberg，华泰证券研究所

**图表48：2018年日涂控股资本支出区域占比**



资料来源：公司年报，Bloomberg，华泰证券研究所

### 因素之四：收购优质互补企业，剑指全球前三

立邦在建筑涂料市场份额第一，但其他领域涂料规模较小，国内扩张方向以家具木器漆、地坪漆等不同领域为主。立邦通过收购中国本土涂料公司，丰富了产品线和全方位服务能力，强化了在工业涂料、家具木器漆等领域的市场地位。自2013年成功竞购秀珀化工的57%股份开始，立邦连续收购了包括欧龙漆、长润发、鑫展旺化工等多个领域的领军企业。

**图表49：立邦中国收购情况概览**

收购标的	收购时间	收购对价及份额	主营业务
广州秀珀化工	2013年12月	2.54亿元收购57%股份	地坪漆、聚脲涂料
欧龙漆品牌	2014年1月		高端木器漆
惠州长润发涂料公司	2016年9月	收购60%股权	木器漆、家具漆
淄博华润涂料科技有限公司	2017年7月	收购90%股份	UV木器漆、建筑涂料
漳州鑫展旺化工有限公司	2017年11月	收购70%股份	汽车漆、工业漆、家具漆
厦门鑫展望汽车材料有限公司	2017年11月	收购70%股份	汽车漆、工业漆、家具漆
上海麦加涂料有限公司	2018年11月	收购70%股份（终止）	工业漆（集装箱漆、风电漆）
麦加涂料（南通）有限公司	2018年11月	收购70%股份（终止）	工业漆（集装箱漆、风电漆）
淄博佳德宝曼科技新材料有限公司	2019年7月	收购82%股份	家具漆、系统化涂装方案

注：对上海麦加及麦加南通公司的收购已于2019年10月4日公告终止。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

以公司重点发展的家具木器漆为例，根据中国涂料工业协会的统计，2018 年中国木器漆年产量达到 221 万吨，但市场竞争企业高达 2000 家，市占率均在 10% 以下。目前除宣伟-威士伯-华润体系和立邦-长润发体系占比较高外，80% 以上的家具漆市场份额仍由众多本土品牌占据，如展辰、嘉宝莉、大宝、巴德士、君子兰、华润等年销售收入均超过 10 亿元。

**图表50： 2017-2019 年中国家具漆细分市场潜力榜**

序号	2017	2018	2019
1	嘉宝莉	展辰	展辰
2	展辰	巴德士	嘉宝莉
3	华润	嘉宝莉	大宝
4	巴德士	君子兰	华润
5	长润发	大宝	君子兰
6	君子兰	华润	巴德士
7	大宝	长润发	立邦长润发
8	漆宝	汇龙	漆宝
9	名仕达	迪邦	百川
10	百川	名士达	紫荆花

资料来源：《涂界》，华泰证券研究所

2017 年 1 月，日涂控股公告完成收购惠州长润发涂料 60% 股权，补齐了公司家具漆短板，并以此为平台开展家具木器漆的资产整合和 B2B 家具漆业务。2019 年 7 月，立邦长润发公告收购淄博佳德宝曼新科技材料有限公司 82% 的股份，通过引用佳德宝曼的技术，进一步弥补产品的短板以及在水性技术研发的不足。根据行业调研，立邦中国的家具漆收入在 10 亿元左右，2019 年随着邛崃工厂（总投资 6 亿元，年产 5 万吨）、兰考工厂（总投资 5 亿元，年产 18 万吨）的相继投产，公司家具漆收入将进一步增加。

**图表51： 立邦长润发长润发家具木器漆工厂分布**

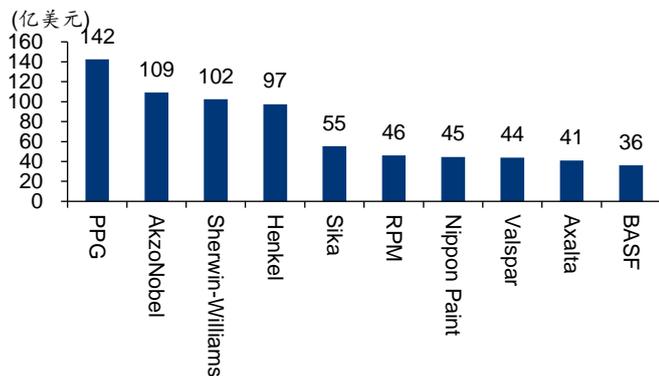


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

海外并购仍以建筑涂料为主，未来有望进军全球涂料企业前三。根据美国《涂料世界》的统计，近三年亚洲涂料企业发展快速，与 2016 年相比，2019 年日本关西涂料和印度亚洲涂料均挤进全球涂料企业前十，立邦排名也由第 7 升至第 4。根据公司 N-20 计划，2020 年收入目标为 7500 亿日元。

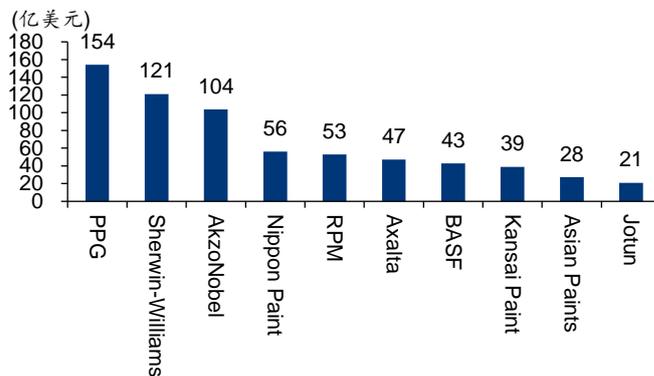
2019年8月21日日涂控股公告正式完成对澳大利亚多乐士集团(DuluxGroup)100%股权的收购,支付对价2917亿日元(约合193亿元人民币)。澳大利亚多乐士集团创立于1918年,2010年在澳大利亚证券交易所上市,是澳大利亚和新西兰最大的建筑装饰涂料生产商,拥有澳大利亚零售涂料市场45%的份额。2018年销售收入18.4亿澳元,在2019年世界顶级涂料排行榜排名第17。根据公司公告,此次收购后公司2018年模拟合并收入为7750亿日元(1澳元=80日元),提前完成2020年收入目标。

图表52: 2016年世界涂料前十销售额企业



资料来源: Coatings World, 华泰证券研究所

图表53: 2019年世界涂料前十销售额企业



资料来源: Coatings World, 华泰证券研究所

此外,2019年7月11日,公司公告已完成对土耳其最大的涂料生产商Betek Boya及旗下9家子公司95.5%股权的收购,支付对价14.07亿土耳其里拉,该公司于1988年成立,拥有土耳其25%建筑涂料和30%外保温系统的市场份额,2018年销售收入17.5亿里拉(约合18亿元人民币)。

根据公司的并购公告,2018年全球建筑涂料市场规模820亿美元,其中亚太地区占比35%,公司通过收购澳大利亚DuluxGroup和土耳其Betek Boya,合并后公司2018年模拟并表收入达到8100亿日元(1澳元=80日元,1里拉=20日元),在亚太地区建筑涂料的市场份额将由10%上升至15%左右。

根据日涂控股2017年12月发布的Morgan Stanley Chemical Conference 2017会议材料,公司将在N-20计划下实现亚洲国家建筑涂料领域的绝对领先地位。其中公司2016年在新加坡和马来西亚的市占率分别为57.6%、45.3%,在斯里兰卡排名第二,低于阿克苏诺贝尔;越南排名第三,泰国排名第四。中国市场而言,2016年日涂在建筑涂料零售市场占有率高达30%,工程市场占有率17%,家装木器漆零售市场占有率19%。我们预计继收购澳大利亚DuluxGroup和土耳其Betek Boya后,日涂还将进一步加快对外围市场的拓展。

图表54: 日涂控股在亚洲主要国家建筑涂料市场份额及目标

国家	建筑涂料	2016年公司市占率	其他主要竞争者及市占率	2020年公司目标市占率
中国	DIY 乳胶漆	30%		40%
	工程乳胶漆	17%		24%
	DIY 木器漆	19%		21%
新加坡	建筑涂料	57.6%	阿克苏诺贝尔 13.6%	65.2%
马来西亚	建筑涂料	45.3%	阿克苏诺贝尔 23.5%	51.3%
斯里兰卡	建筑涂料	24.3%	阿克苏诺贝尔 28.0%	25.4%
越南	建筑涂料	11.6%	4 oranges 38.0%	15.0%
泰国	建筑涂料	5.9%	TOA 46.1%	8.4%

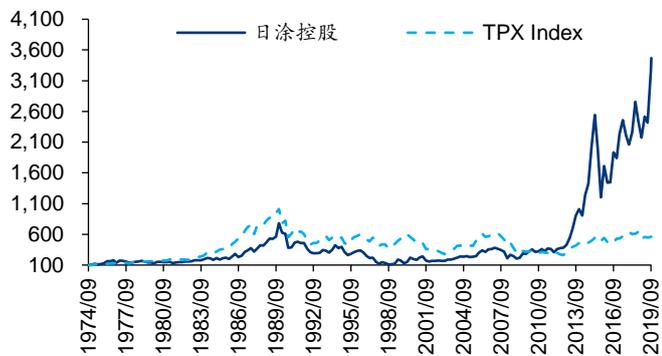
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 估值总结：市场给予高成长涂企溢价

为回顾市场表现，我们将日涂控股的股价走势进行标准化，通过对比日涂控股股价与东京证券交易所股价指数 (TPX Index)，我们发现 1974 年以来日涂控股在 1979-2009 年之间都是跑输指数的，2012-2019 年才大幅跑赢，期间通过内部重组和外延并购，6 年间收入 CAGR+19%，净利润 CAGR+24%，对应公司业绩快速增长的阶段。日涂 1994-2018 年的 24 年里，主营业务收入由 124 亿元增长至 376 亿元人民币，年复合增速 4.7%，GAAP 净利润由 1.6 亿元增长至 27.2 亿元 (归母净利润 25.1 亿元)，年复合增速 12.7%。

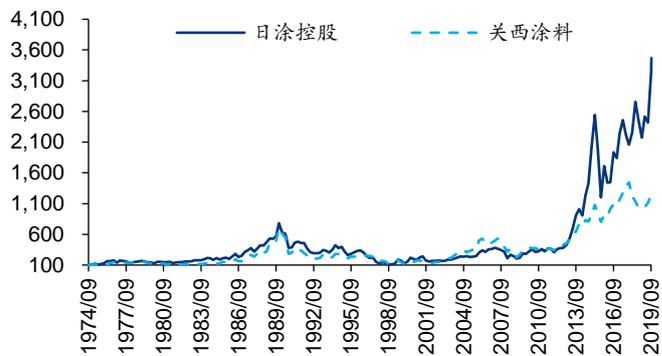
通过对比日涂控股股价与关西涂料 (4613.T) 股价走势，我们发现 2003-2012 年之间日涂控股也是跑输关西涂料的，而关西涂料 2018 年主营业务收入为 260 亿元人民币，净利润 10.6 亿元人民币。综合来看，我们认为 2012 年是公司股价表现的关键转折点，也是公司生存挑战三阶段的中间阶段。

图表55：日涂控股股价与东京证交所股价指数标准化比较



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

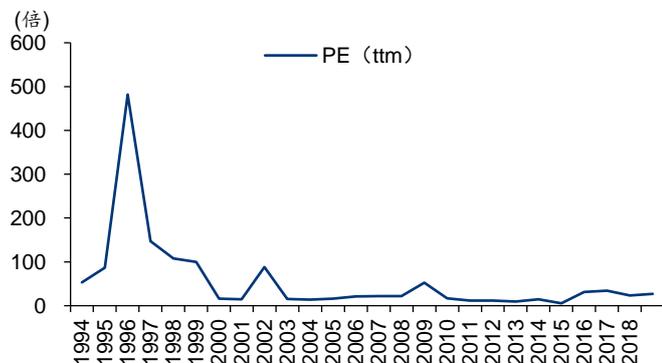
图表56：日涂控股与关西涂料股价标准化比较



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

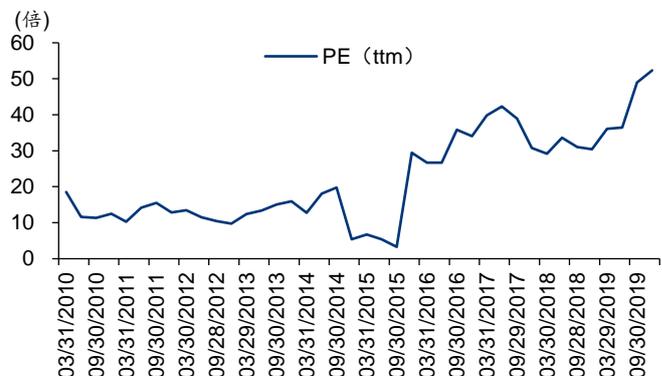
对 2010 年以来公司近十年不同的估值指标进行分析，公司估值呈现较快上升态势，尤其在 2014-2015 年完成集团化转型前后更为明显，当前 PE 和 PB 估值处于较高分位。2010 年以来，日涂控股平均 PE 为 22 倍，区间从 3 倍至 52 倍不等。2010 年以来，日涂控股 PB 均值为 2.1 倍，中位数 2.2 倍，区间从 1.1-3.8 倍，当前 PB 与 PE 均处于新高。而 EV/EBITDA 均值为 12.4 倍，中位数 11.3 倍，区间从 5.7-36.0 倍不等。

图表57：1994-2019 年日涂控股 PE 走势



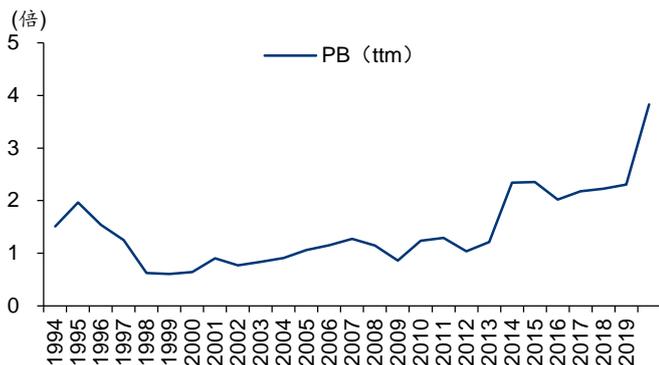
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表58：2010-2019 年日涂控股 PE 走势



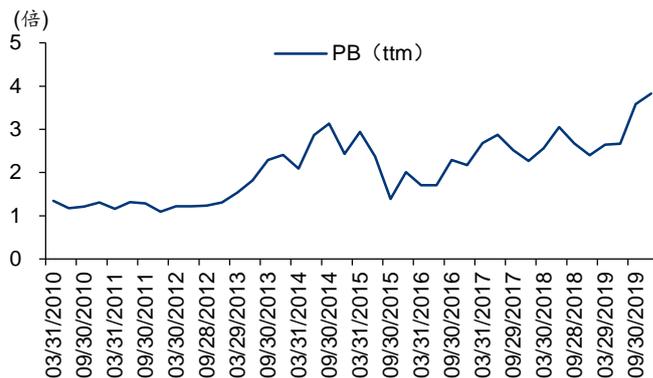
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表59: 1994-2019年日涂控股PB走势



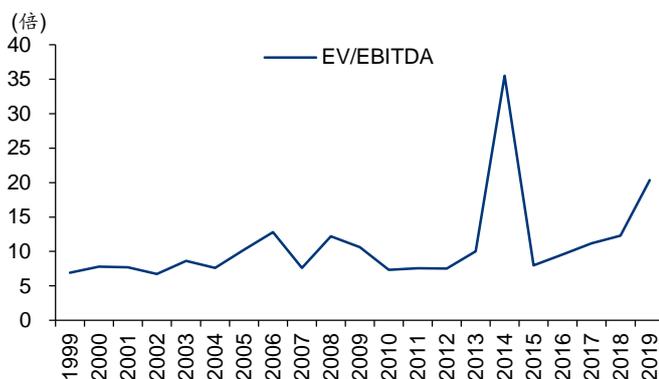
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表60: 2010-2019年日涂控股PB走势



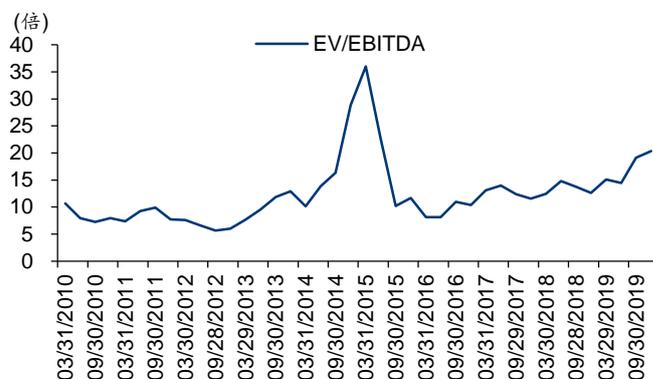
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表61: 1994-2019年日涂控股EV/EBITDA走势



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

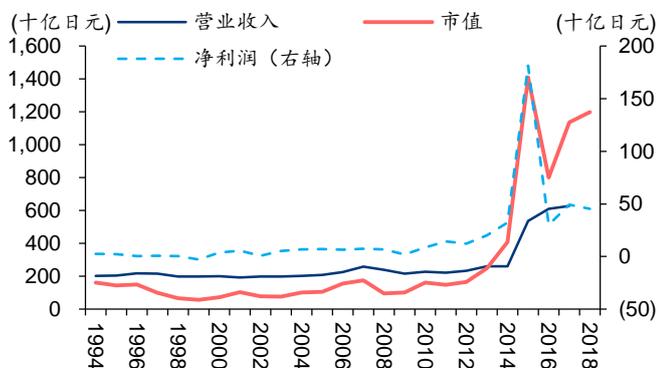
图表62: 2010-2019年日涂控股EV/EBITDA走势



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

尽管公司2002年和2009年的股利支付率分别高达196%、87%，但正常年份公司股利支付率均未超过50%，2000年以来除前述两年外的其余年份平均支付率为25%，2016年以来支付率小幅上升至30%左右，我们认为这也可能是股价上行的因素但并非最主要的原因。综合全文来看，我们认为公司全球化战略及持续的大规模外延并购是推升公司业绩和市场估值的主要原因。

图表63: 1994-2018年日涂控股收入、净利润及市值



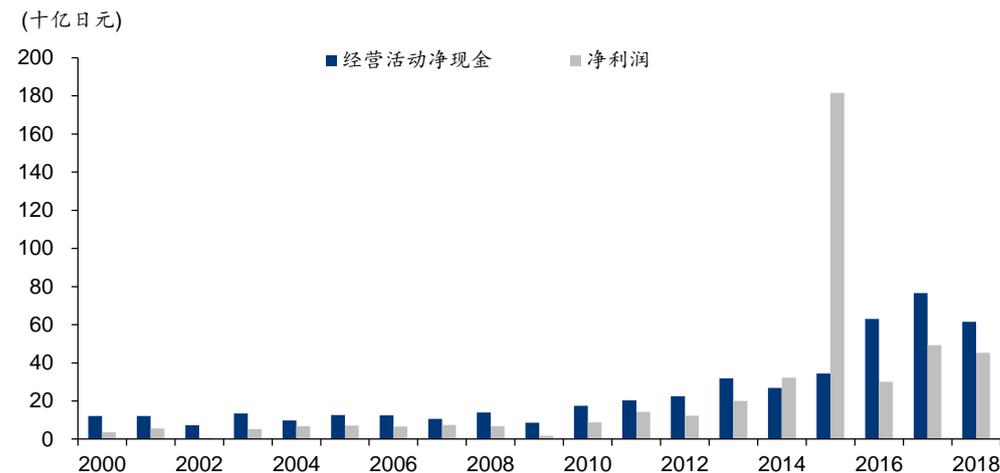
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表64: 2010-2018年日涂控股股利支付率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

此外，2000-2018年，日涂控股的经营净现金（4678亿日元）与净利润（4455亿日元）高度匹配，且每年经营净现金持续为正，显示出公司优异的财务管理能力。

**图表65： 2000-2018年日涂控股经营活动现金流及净利润**

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

截至2019年10月11日收盘，日涂控股价格为6000日元，市值1.95万亿日元，对应人民币1279亿元，较1994年财年结束日（1994.3.31）的市值1613亿日元（136亿元人民币）翻了12倍。截至2019年10月11日收盘，日涂控股PE（ttm）为43.05倍，对应19年PE为42.99倍；PB（lf）为3.8倍，EV/EBITDA为20.3倍，同期三棵树PE（ttm）为42.42倍，19年PE为33.54倍；PB（lf）为8.6倍，EV/EBITDA为38.4倍，总体而言二者估值相当。

总结来看，目前三棵树、亚士创能等国内本土建筑涂料企业在渠道、广告研发、产能等方面均做了大量投入，专卖店家数、广告研发投入占比等与立邦的差距逐渐缩小，但也应认识到在一二线城市主要零售消费市场、自主产能投资和综合性业务布局方面仍然存在差距。我们认为未来几年国内建筑涂料B端快速发展的趋势仍将延续，本土涂料品牌也将借助新增产能和渠道布局迎来重要发展机遇期。

**图表66： 日涂控股与三棵树估值比较（2019/10/11）**

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	PB (2019)	PE (TTM)	EPS (元)			PE (x)		
						2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
4612.T	日涂控股	19,524.15	6,000.00	3.83	43.05	141.41	139.58	173.33	42.43	42.99	34.62
603737.SH	三棵树	119.34	64.03	7.09	42.42	1.19	1.91	2.57	53.64	33.54	24.89

注：1) 2019-2020年盈利预测为Wind和Bloomberg一致预期。日涂控股因一致预期并未包含新并购的DuluxGroup和Betek Boya，因此相应业绩可能存在低估。

2) 日涂控股单位为日元，三棵树为人民币元。

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

**立邦发展战略发生重大转变：**我们在本文的研究结论是立邦在中国国内的投资和并购重心正由传统的建筑涂料领域向家具木器漆、汽车工业漆等领域转变，且保持C端的战略重点不变，从而为国内本土建筑涂料品牌的崛起提供了重要机遇期。但若立邦及其母公司日涂控股的战略重心发生重大改变，比如大规模并购中国本土建筑涂料品牌，或低价参与B端市场竞争，将可能导致国内涂料行业竞争格局发生变化，进而与本文研究结论发生偏差。

**中国国内房地产投资大幅下滑：**中国与海外市场一个重要差异点是国内房地产投资规模庞大且韧性较强，从而催生了众多本土建筑涂料品牌。立邦中国的工程业务收入目前仅30亿元左右，其重点是C端零售业务，而国内最大的涂料品牌三棵树工程业务收入2018年已经超过20亿元。若未来地产投资大幅度下滑，将可能影响国内本土建筑涂料品牌的扩张。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com