

工程放量、家装造势，冉冉升起的涂料龙头

投资要点

- **推荐逻辑:** 公司为民族涂料龙头企业，公司把握住房地产集中化趋势、竣工端改善拐点和旧改浪潮，通过扩产能、高性价比产品、优质服务在工程墙面漆业务领域高歌猛进，正处于快速放量阶段，2019H1 工程墙面漆增速为 65.2%，带动公司规模快速做大；在零售端，公司业务基础扎实，稳扎稳打，通过鲜明的环保健康的产品特色、持续的宣传推广和日益密集的线下网点以及贴心的“马上住”服务，零售端预计未来复合增速 20%，市占率由目前的 2% 稳步提升。
- **涂料行业仍处在黄金发展期。** 建筑涂料市场规模千亿以上，当前行业处于竣工端改善拐点、房企集中化趋势、旧改浪潮，以及大基数存量房逐步进入重涂时代的良好大环境，整个行业持续处于黄金发展期。1) 竣工端拐点: 受紧信用、融资难影响，2016 年以来新开工和竣工出现剪刀差并持续扩大，已持续 3 年以上，但竣工跟随新开工波动的规律不会改变，2019 年 8 月单月竣工增速 2.8%，由负转正，预计 2019 年 4 季度出现拐点的持续改善，且有望持续 3 年。2) 旧改浪潮: 3 年起旧改已启动，全国共有老旧小区近 16 万个，建筑面积约 40 亿平方米。估算外墙面积约 30 亿平米，涂料用量约 120 万吨，对应超过 100 亿元市场空间集中释放。3) 大基数存量房进入翻修时代: 2018 年国内存量房已超过 270 亿平方米，是当年新开工面积的 13 倍、竣工面积的 30 倍，叠加二手房成交增长趋势，存量房的翻新和再装修市场基数将长期处于快速扩张阶段。4) 房地产集中化: 2018 年 TOP30 房企市占率达到了 45.2%，房地产行业的集中化也持续推动下游行业的集中化。
- **扩产能+高性价比产品+优化服务，公司工程涂料高歌猛进。** 公司抓住行业机遇持续扩张，产能已由 2013 年的 6.5 万吨增长到 2018 年的 73.5 万吨。产能支撑下，公司注重研发+产品检测，质量管控效果好，一系列高性能工程外墙产品体系和高装饰高环保型产品性价比高，在工程市场认可度逐步提升，首选率达到 19%，仅次于立邦的 20%。同时，由于涂料效果需施工配合，公司推行产品、施工一体化，通过分析需求—定制化高性价比产品—制定标准化服务流程—按区域、级别制定匹配的服务细则以满足开发商多样化需求，客户满意度高。2019 年上半年业务营收 10.4 亿元，增速 65.2%，持续加速，带动公司整体规模迅速做大，进而更有实力贯彻优质服务和加大品牌宣传，形成强者恒强的良性循环。
- **网点加密覆盖+突出产品特色+持续广告宣传+优质的“马上住”服务，零售市场稳步提升。** 公司通过农村包围城市战略，并逐步向一二线城市渗透，目前线下销售网点超过 15000 个，除北京、上海之外各城市门店数量均领先立邦门店数量。同时，公司产品突出“绿色、健康、环保”特性，净味、去甲醛等特色深入人心。并通过持续的广告宣传和优质的“马上住”服务持续加强消费端影响力，家装墙面漆业务实现稳步市占率提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2019-2021 年归母净利润复合增长率 46.9%。考虑到公司日益增强的竞争力和高增速，可享受一定估值溢价，给予公司 2020 年 27 倍 PE，对应目标价 77.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

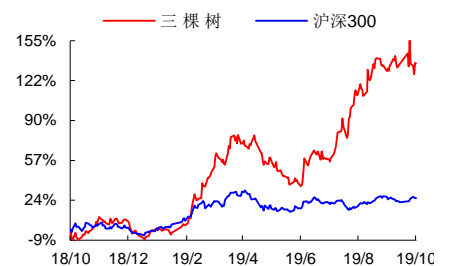
| 指标/年度 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3584.02 | 5619.84 | 7695.55 | 10295.71 |
| 增长率 | 36.82% | 56.80% | 36.94% | 33.79% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 222.49 | 402.20 | 535.64 | 705.32 |
| 增长率 | 26.43% | 80.77% | 33.18% | 31.68% |
| 每股收益 EPS(元) | 1.19 | 2.16 | 2.87 | 3.78 |
| 净资产收益率 ROE | 16.66% | 23.76% | 24.93% | 25.68% |
| PE | 54 | 30 | 22 | 17 |
| PB | 8.94 | 7.05 | 5.56 | 4.35 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 1.86 |
| 流通 A 股(亿股) | 1.83 |
| 52 周内股价区间(元) | 34.93-69.15 |
| 总市值(亿元) | 119.45 |
| 总资产(亿元) | 44.85 |
| 每股净资产(元) | 7.46 |

相关研究

投资要件

关键假设

假设 1: 借助房地产浪潮和旧改东风, 公司工程墙面漆业务正处于放量阶段, 预计 2019-2021 年销量增速 60%、50%和 40%, 开拓市场背景下假设毛利率略有下滑, 2019-2021 年毛利率分别为 40%、39%、38%。

假设 2: 随着家装墙面漆向一二线城市渗透、公司品牌效应逐步增强以及马上住带来的协同效应, 假设 2019-2021 年家装墙面漆销量能够保持 20%稳定增速, 毛利率保持稳定。

假设 3: 随着公司业务规模扩大, 地产公司多要求提供销售施工一体化服务, 公司工程墙面漆业务放量带动了装饰施工业务的爆发, 根据 2018 年、2019 年上半年工程墙面漆业务和装饰施工业务的比例关系, 假设 2019-2021 年公司装饰施工工程量增速 150%、60%和 60%, 毛利率为 5.5%、5%和 5%。

我们区别于市场的观点

1、公司作为民族涂料龙头, 同时也作为国内涂料市场的追赶者, 市场认为公司距离立邦还有很大差距, 我们认为公司在产品、服务等方面的核心竞争力已接近涂料巨头立邦, 且目前尚无其他强力后来者, 随着公司战略的推动和竞争优势的凸显, 公司市占率提升确定性且为长期趋势。

2、随着工程体量的增大, 公司应收账款规模持续增加, 市场对此有所担忧, 我们认为公司上游原材料企业数量庞大, 同质化较强, 公司具备转嫁现金压力的能力, 应收账款并不会过多影响现金流, 现金流将保持与利润同步。

股价上涨的催化因素

竣工数据拐点的持续确认; 旧改超预期; 业绩超预期等。

估值和目标价格

公司目前正处于快速成长阶段, 适合 PE 估值法, 考虑到日益增强的竞争力和高增速, 可享受一定估值溢价, 给予公司 2020 年 27 倍 PE, 对应市值 144 亿元, 目标价 77.5 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

房地产新开工大幅下滑、竣工持续低迷风险; 销售扩张不及预期风险; 应收账款坏账风险。

目 录

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 1 公司概况：冉冉升起的民族涂料龙头 | 1 |
| 2 行业全景：涂料的黄金发展期 | 3 |
| 2.1 涂料概况：上下游、工艺流程、产品特性和趋势 | 3 |
| 2.2 建筑涂料千亿市场，竣工、旧改、翻修构筑长短期支撑..... | 7 |
| 2.3 竞争格局：外资品牌主导，民族企业奋起直追 | 11 |
| 2.4 地产集中化推动下游龙头市占率提升 | 13 |
| 2.5 巨头林立的行业，千亿级企业做标杆 | 14 |
| 3 公司分析：工程放量，家装造势，竞争力已数一流 | 19 |
| 3.1 紧跟大地产浪潮，扩产能+控成本+优服务，工程市场高歌猛进..... | 19 |
| 3.2 农村包围城市的零售路线，加密网点覆盖，正向一二线渗透..... | 22 |
| 3.3 持续广告投入+突出环保理念+“马上住”服务强化零售市场..... | 24 |
| 4 财务分析：应收账款转嫁上游，现金流较充沛 | 26 |
| 5 盈利预测与估值 | 28 |
| 5.1 盈利预测..... | 28 |
| 5.2 绝对估值..... | 29 |
| 5.3 相对估值..... | 30 |
| 6 风险提示 | 31 |

图 目 录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 1 |
| 图 2: 公司股权结构..... | 1 |
| 图 3: 公司 2018 年主营业务结构情况..... | 2 |
| 图 4: 公司 2018 年主营业务毛利结构情况..... | 2 |
| 图 5: 公司 2012 年以来营业收入及增速..... | 2 |
| 图 6: 公司 2012 年以来净利润及增速..... | 2 |
| 图 7: 公司 2011-2018 年毛利率情况 (%)..... | 3 |
| 图 8: 公司 2011-2018 年期间费用率情况..... | 3 |
| 图 9: 涂料企业上下游关系..... | 4 |
| 图 10: 主要原材料价格与涂料净利率强相关..... | 4 |
| 图 11: 建筑涂料主要生产流程..... | 5 |
| 图 12: 涂料产量的区域分布 (吨)..... | 6 |
| 图 13: 建筑涂料产量和增速情况..... | 7 |
| 图 14: 房地产新开工面积和竣工面积剪刀差现象..... | 8 |
| 图 15: 建筑业新开工面积和竣工面积剪刀差现象..... | 8 |
| 图 16: 房地产竣工面积单月增速趋势性改善..... | 8 |
| 图 17: 我国人口增长情况 (万人)..... | 9 |
| 图 18: 城镇化率将长期保持向前推进..... | 9 |
| 图 19: 2017 年各国城镇住房人均使用面积 (平方米)..... | 10 |
| 图 20: 2030 年新增住房面积测算的关键假设..... | 10 |
| 图 21: 一线城市二手房和新房成交量对比 (单位: 万平方米)..... | 11 |
| 图 22: 涂料企业市占率情况..... | 11 |
| 图 23: 2018 年墙面涂料 CR4 营收规模和市占率..... | 12 |
| 图 24: 2018 年工程墙面涂料 CR5 营收规模和市占率..... | 12 |
| 图 25: 房地产开发商 500 强企业首选供应商首选率..... | 12 |
| 图 26: 2014-2018 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率..... | 13 |
| 图 27: TOP10、TOP20、TOP30 销售门槛 (亿元)..... | 13 |
| 图 28: 全球涂料 100 强企业地域分布..... | 14 |
| 图 29: AKZO 业务分类占比..... | 15 |
| 图 30: 立邦业务分类占比..... | 15 |
| 图 31: 2018 年 PPG 业务按地区分类占比..... | 16 |
| 图 32: 2018 年 AKZO 业务按地区分类占比..... | 16 |
| 图 33: 持续的电视广告..... | 17 |
| 图 34: 冠名综艺节目..... | 17 |
| 图 35: 一二线城市密集的服务和销售网点..... | 17 |
| 图 36: 突出环保属性..... | 18 |
| 图 37: 便捷的网上下单、上门刷新服务..... | 18 |
| 图 38: 立邦中国发展历程..... | 18 |
| 图 39: 三棵树研发费用情况 (亿元)..... | 20 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 图 40: 三棵树研发费用占比与国际巨头对比 | 20 |
| 图 41: 公司的地产商战略合作伙伴持续增加 | 21 |
| 图 42: 公司工程墙面漆业务高速增长 | 22 |
| 图 43: 公司经销商标准专卖店 | 22 |
| 图 44: 三棵树、立邦销售门店区域分布对比 | 23 |
| 图 45: 公司绿色、环保、健康的产品特色 | 24 |
| 图 46: 公司品牌宣传 | 25 |
| 图 47: 三棵树广告和宣传费支出情况 | 25 |
| 图 48: 公司资产规模情况 (亿元) | 26 |
| 图 49: 涂料公司应收账款和票据占总营收比例对比 | 26 |
| 图 50: 公司负债情况 (亿元) | 27 |
| 图 51: 公司资产负债率、速动比率和流动比率 | 27 |
| 图 52: 公司现金流情况 (亿元) | 27 |

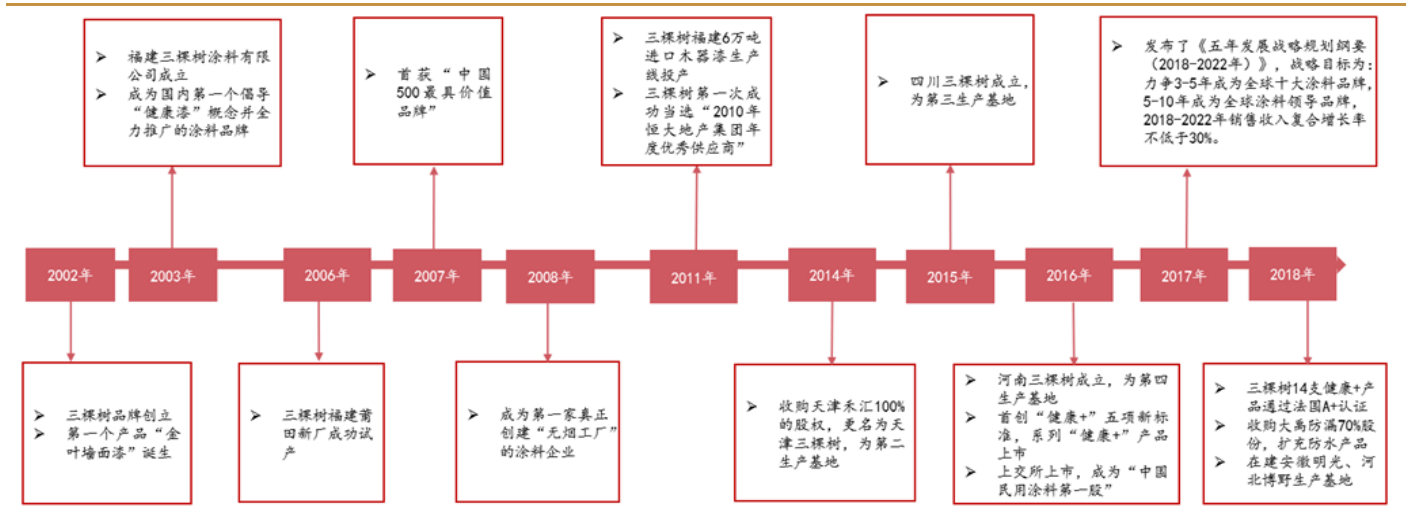
表 目 录

| | |
|--|----|
| 表 1: 涂料的构成物质类别 | 3 |
| 表 2: 主要建筑涂料分类 | 4 |
| 表 3: 支持水性涂料和限制油性涂料相关政策 | 6 |
| 表 4: 内外墙涂料用量估算 | 7 |
| 表 5: 河北省老旧小区改造三年行动计划 (2018-2020 年) | 9 |
| 表 6: 多省全 (精) 装修政策梳理 | 13 |
| 表 7: 2018 年全球前十名涂料企业排名 | 14 |
| 表 8: PPG 业务结构 | 15 |
| 表 9: 目前公司产能情况 | 19 |
| 表 10: 公司墙面漆历年产能及产能利用率 | 20 |
| 表 11: 公司工程墙面漆可比年份单位售价和单位利润情况 | 20 |
| 表 12: 经销商管理核心要素 | 23 |
| 表 13: 马上住服务 | 25 |
| 表 14: 公司应收账款账龄和坏账计提情况 | 26 |
| 表 15: 分业务收入及毛利率 | 28 |
| 表 16: 绝对估值假设条件 | 29 |
| 表 17: FCFF 估值结果 | 30 |
| 表 18: FCFF 估值敏感性分析 | 30 |
| 表 19: 可比公司估值 | 30 |
| 附表: 财务预测与估值 | 32 |

1 公司概况：冉冉升起的民族涂料龙头

三棵树于2003年在福建莆田创立，2016年6月在上交所上市。公司主营建筑涂料（墙面涂料）、木器涂料及保温一体化板、防水材料、地坪材料、基辅材等，倡导环保发展理念，以“自然、健康、绿色”作为品牌的核心价值，以“做中国健康漆的领导品牌”为经营目标，致力于为消费者提供以环保、健康墙面涂料为核心的“产品一站式”服务，为地产商和工程项目建设方提供“涂料、保温、防水、地坪、基材、施工”一体化的绿色建筑解决方案，是国内民族涂料龙头企业。

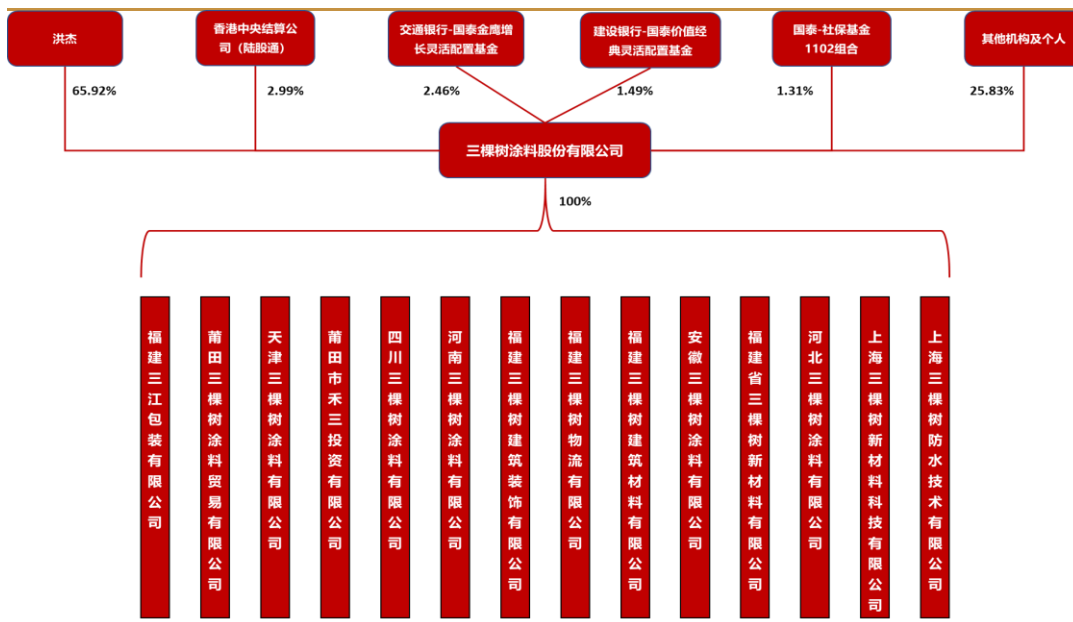
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网、公司公告，西南证券整理

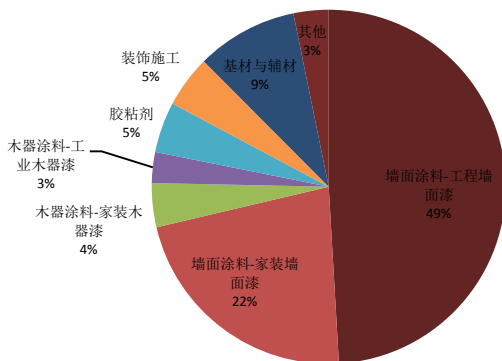
实际控制人持股比例高：公司实际控制人、董事长为洪杰，当前持股比例 65.92%。2018年6-12月洪杰累计增持 59.96 万股，增持金额 3076 万元，上市至今未减持公司股份。

图 2：公司股权结构

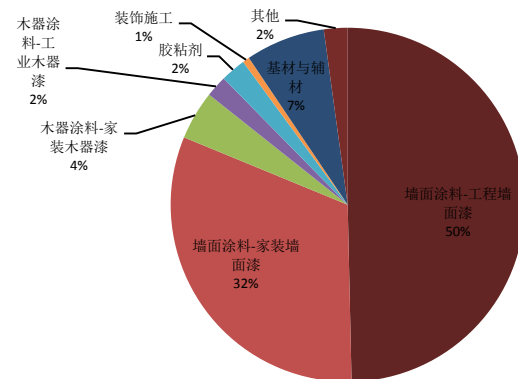


数据来源：公司公告，西南证券整理

建筑涂料是主业：公司主营建筑涂料，包括面向家庭消费者为主的家装墙面漆和面向以地产公司、建筑工程公司等企业为主的工程墙面漆，2018年两类墙面漆销售收入分别为8.0亿元和17.6亿元，占比22.2%和49.1%，累计营收25.6亿元，占比71.3%。其他业务还包括木器涂料、胶粘剂、装饰施工（部分地产公司要求提供销售施工一体化服务）以及腻子粉、接缝大师、界面剂等基材与辅材。此外，2019年1月公司以2.1亿元收购大禹防漏70%股权，新增防水业务。在利润贡献方面，家装墙面漆和工程墙面漆分别贡献4.5和7.1亿毛利润，累计占比达81.2%，建筑涂料也是利润主要贡献点。

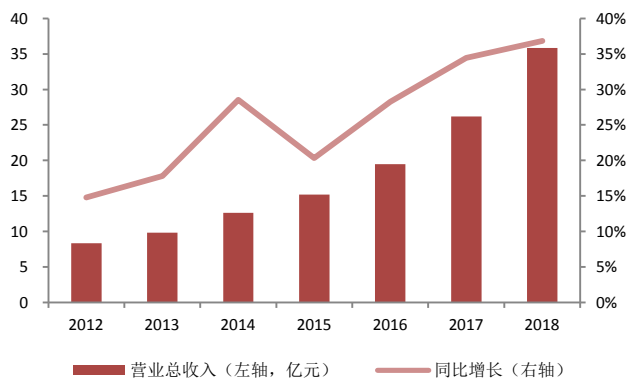
图3：公司2018年主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

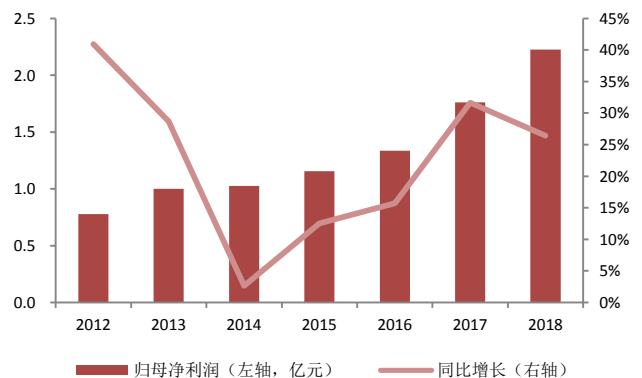
图4：公司2018年主营业务毛利结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

业绩持续加速：2018年公司营收35.8亿元，同比增长36.8%，近5年（2014-2018）复合增速29.8%，且呈现加速态势。2018年归母净利润2.2亿元，同比增长26.4%，近5年复合增速21.2%，加速态势同样明显。公司业绩增长的最主要动力来自工程墙面漆的爆发，2018年增速54.7%，近5年复合增速约50%，公司把握地产浪潮，业务规模快速做大。2019年上半年，公司营收22.0亿元，增速66.1%，归母净利润1.2亿元，增速99.7%，业绩继续加速。

图5：公司2012年以来营业收入及增速


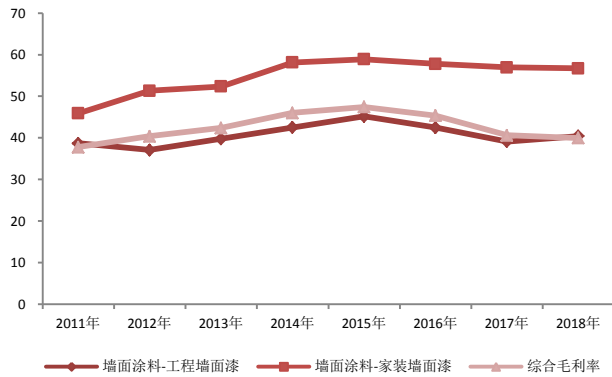
数据来源：Wind，西南证券整理

图6：公司2012年以来净利润及增速


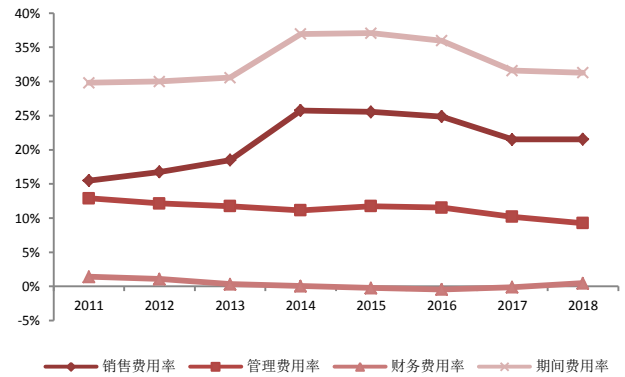
数据来源：Wind，西南证券整理

盈利水平整体稳定：2016-2018年公司综合毛利率为45.3%、40.6%和40.0%，2017年毛利率下滑主要系核心原材料乳液、钛白粉价格上涨所致。2016-2018年公司期间费用率为36.0%、31.6%和31.3%，净利率为6.9%、6.7%、6.2%，费用管控较好，对冲了毛利率

下滑影响，净利率基本保持稳定。2019 年上半年公司毛利率 38.9%，同比下滑 2.2 个百分点，主要系并表防水业务影响，期间费用率 32.2%，下滑了 1.8 个百分点，净利率 5.7%，增长 1.3 个百分点，盈利水平稳定。

图 7：公司 2011-2018 年毛利率情况 (%)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2011-2018 年期间费用率情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业全景：涂料的黄金发展期

2.1 涂料概况：上下游、工艺流程、产品特性和趋势

涂料是一种涂在物体表面并形成具有一定强度的连续固态薄膜，对物体起到保护、装饰或其他功能（如绝缘、防锈、防霉等）材料，由成膜物质、颜料/填料、分散介质和助剂四大类物质经过一定工艺生产加工而成。

表 1：涂料的构成物质类别

| 物料 | 作用 |
|-------|---|
| 成膜物质 | 使涂料牢固附着于被涂物面上形成连续薄膜的主要物质，是构成涂料的基础。包括油脂、油脂加工产品、纤维素衍生物、天然树脂和合成树脂等和部分不挥发的活性稀释剂。 |
| 颜料/填料 | 用于着色和改善涂膜性能，增强涂膜的保护、装饰和防锈等功能。包括着色颜料（如大红粉、钛白粉、碳黑等），防锈颜料（如铁红、锌粉、铝粉、磷酸锌等），体质颜料（又称填充料，常用的有滑石粉、硫酸钡、碳酸钙、二氧化硅等）。 |
| 分散介质 | 是挥发的物料，成膜后不留存在涂膜中，用以确保分散体系的稳定性和流变性。包括溶剂和水，其中溶剂包括烃类溶剂（矿物油精、煤油、汽油、苯、甲苯、二甲苯等）、醇类、醚类、酮类和酯类物质。 |
| 助剂 | 在涂料的制备，贮运和涂装过程中对保证涂料和涂装性能起到重要作用，用量少，不能成膜，对基料形成涂膜的过程与耐久性起着重要作用。 |

数据来源：三棵树招股说明书，西南证券整理

涂料按照用途的不同，主要分为建筑涂料和工业涂料。其中建筑涂料又可分为内墙涂料、外墙涂料、地坪涂料和防水涂料、防火涂料、防霉涂料等功能性涂料；工业涂料主要包括汽车涂料、船舶涂料、机械涂料、木器涂料等。按照分散介质的不同，又可以分为水性涂料（以水为分散介质）、溶剂型涂料（以有机溶剂为分散介质）等。

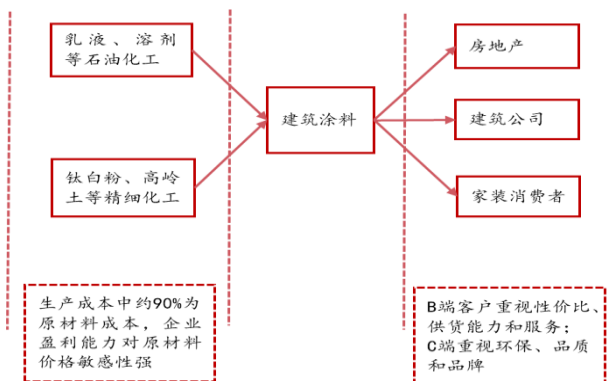
表 2：主要建筑涂料分类

| 类别 | 特性 | 主要分类 |
|------|---|---|
| 内墙涂料 | 更加注重环保性、安全、耐水洗、透气性好 | 合成树脂乳液内墙涂料：适用于较高级的住宅内墙装修； 聚乙烯醇水玻璃内墙涂料：适用于中低档的住宅内墙装修； |
| 外墙涂料 | 更加注重耐久性、保色、耐老化、具有良好的附着力，根据装饰要求的不同有不同的选择 | 薄质外墙涂料：质感细腻，也可用于内墙装饰； 复层花纹涂料：花纹呈凹凸状，富有立体感； 彩砂涂料：以染色石英砂、瓷粒云母粉为主要原料，色彩新颖； 厚质涂料：可做成不同质感的花纹。 |
| 防水涂料 | 防水涂料固化后形成的防水薄膜具有耐热性、柔性、延伸性、防水性 | 聚脲防水涂料：适用于高速铁路、民用建筑等防水工程； 聚氨酯防水涂料：适用于卫浴间、厨房间等室内防水及长期受水的工程防水； 丙烯酸酯防水涂料：适用于室内及阳台的防水工程、木地板防潮、屋面防水； 聚合物水泥防水涂料：适用于非暴露型屋面及外墙面的防水、防渗和防潮工程。 |
| 地坪涂料 | 具有防尘、耐磨、清洁、防潮属性，根据应用场所需求不同而有不同选择 | 环氧树脂地坪涂料：适应各种工厂、修理场、球场、停车场、仓库、商场等地面场所； 聚氨酯树脂地坪涂料：主要用于有各种体育运动场所、具有防滑要求的地面涂装； 防腐蚀地坪漆：应于各种化工厂、煤油厂、卫生材料厂等地面的涂装； 防静电地坪漆：适应于电厂，电子厂车间，火工产品厂，微机室等。 |

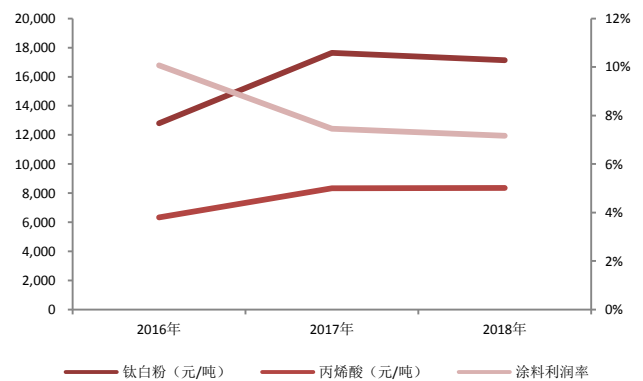
数据来源：公开资料，西南证券整理

报告重点研究建筑涂料，从上下游、生产工艺、产品特性、发展趋势等角度具体来看：

上游原材料成本为主要成本，下游兼具 B、C 属性，在产业链中整体议价能力中上：建筑涂料上游主要为乳液、树脂、钛白粉、有机溶剂等化工产品，其中乳液用量最大，占原材料成本的约 30%-40%，其次为钛白粉等颜填料以及增稠剂、成膜助剂等助剂。同时，上述原材料成本占企业总生产成本的比例高达约 90%，企业盈利能力对原材料价格敏感性强。例如 2017 年乳液、钛白粉等价格普遍上涨，2017 年涂协遴选的 110 家涂料企业利润率下滑了 2.6 个百分点。建筑涂料下游面向房地产商、建筑公司、家装消费者等。房地产和建筑公司等 B 端客户主要采购外墙涂料和精装房内墙涂料，重视产品质量和价格之间的性价比。同时，由于地产商采购规模大且外墙涂料存在颜色等定制化需求，B 端客户对涂料企业的供货能力和售后服务能力有较高要求。C 端客户主要采购内墙涂料，重视环保、品质和品牌，C 端产品毛利率相对较高，存在品牌溢价。

图 9：涂料企业上下游关系


数据来源：西南证券

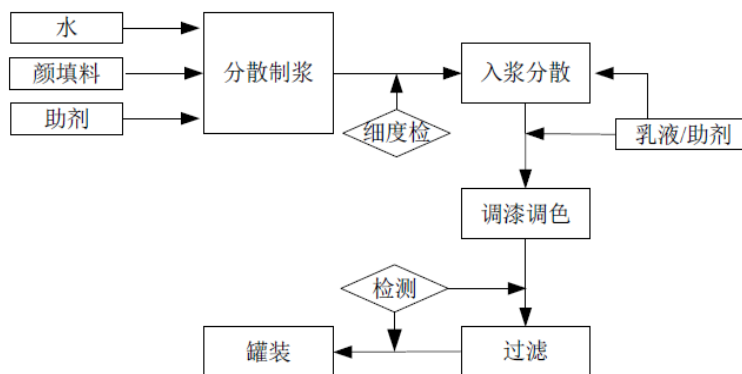
图 10：主要原材料价格与涂料净利率强相关


数据来源：Wind，西南证券整理

产业链地位来看，下游地产公司集中度高，直销地产客户对涂料企业议价能力强，存在应收账款问题。同时上游化工原材料供应商充分竞争，产品同质化，涂料企业可选择的供应商较多，相对上游议价能力相对较强，可以将应收账款产生的现金流问题通过应付账款转移给上游企业。以三棵树为例，公司 2018 年应收票据和账款占营收比例为 27.5%，同期应付账款和票据占总成本比例为 33.5%，账款转嫁能力较强，整体议价能力中上。

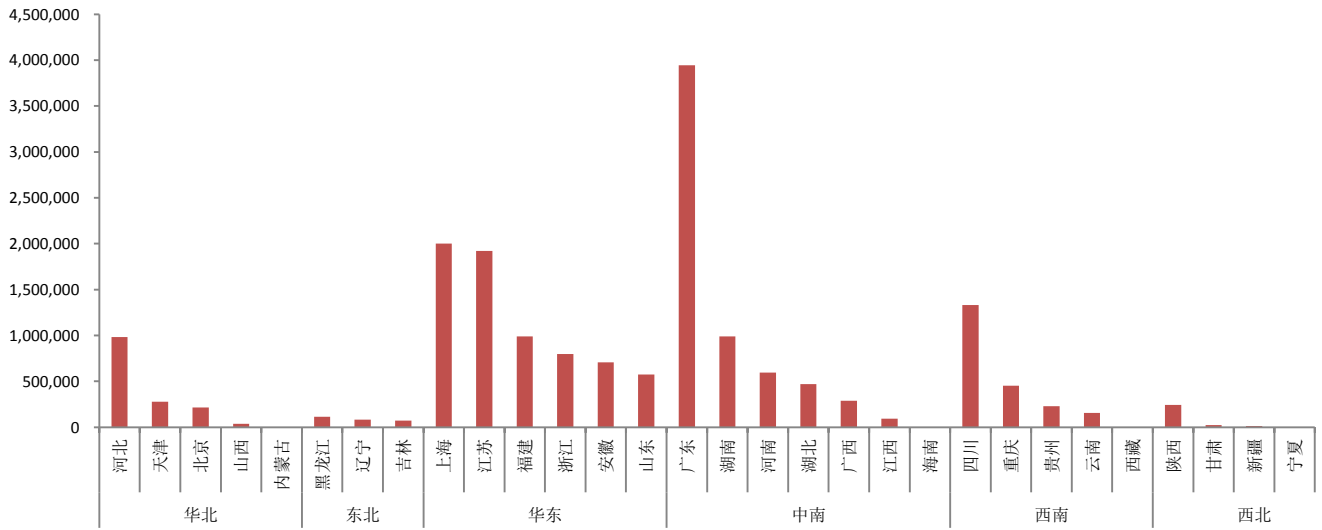
涂料的生产流程和工艺并不复杂，技术、渠道和品牌是核心壁垒。涂料生产主要流程为打浆分散—调漆调色—过滤检测，生产工艺并不复杂，生产壁垒存在于原料选购、产品配方、生产过程控制、分析检测以及日益提升的环保要求。同时，终端店面数量、产品区域覆盖能力是决定涂料企业销售的基础，经销渠道及其施工服务的优劣直接影响客户使用效果。维护渠道的稳定性、建立渠道自有的施工队伍、提升终端店面的服务质量，是一项长期复杂的工作。此外，大型房地产商等工程客户重视性价比、涂刷服务和供货能力，首选大型知名企业，家装客户也更偏向于选购知名品牌，而品牌知名度的建立是企业长年投入大量资金进行广告宣传及消费者涂刷后效果优异进行口碑宣传共同作用的结果，也是一项长期持续的投入过程。因此完善的渠道网络和优秀的品牌具备很深的护城河。

图 11：建筑涂料主要生产流程



数据来源：三棵树公告，西南证券整理

涂料生产企业有区域性、销售有季节性和运输半径。**区域性：**涂料生产企业主要集中在广东、江苏、浙江等省份，表现出明显的向经济发达地区集聚和向原材料产地集聚的特性。产量最高的广东省 2018 年涂料产量 394 万吨，占比达到全国产量的 22.4%，其次为上海、江苏，2018 年产量分别为 200 万吨和 192 万吨，占比分别为 11.4%和 10.9%。**季节性：**一季度因天气寒冷，施工环境较差，以及春节期间劳动力供给不足等因素的影响，一季度建筑施工及家庭装修量较少，通常为建筑涂料和家庭装修涂料销售的淡季；进入二季度后，建筑涂料和家庭装修涂料销售逐步转暖，通常四季度为销售最旺的季节。**运输半径：**工程建筑涂料单价普遍低于 10 元/KG，存在约 500KM 左右的经济运输半径。

图 12: 涂料产量的区域分布 (吨)


数据来源: 中国涂料协会, 西南证券整理

水性涂料是趋势: 水性涂料以水作为分散介质, 取代有机溶剂, 使用时大大减少了 VOCs 的排放, 对环境友好。近年来人们环保意识持续提高, 政策也大力支持水性涂料发展, 限制油性涂料空间。2017 年中国水性涂料市场份额约为 39%, 欧美地区已达到 60% 以上, 水性涂料在国内市场仍将持续取代油性涂料最终成为主流。

表 3: 支持水性涂料和限制油性涂料相关政策

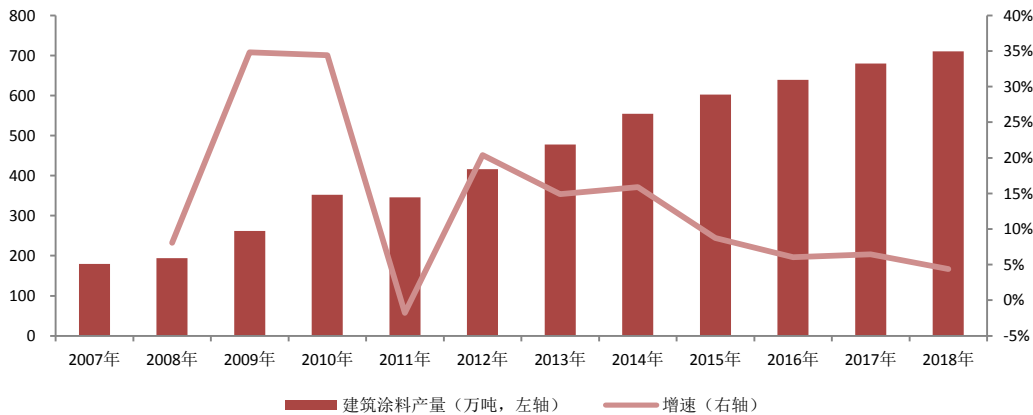
| 时间 | 政策 | 颁布单位 | 内容 |
|-------------|------------------------------------|---------------------|---|
| 2014 年 7 月 | 《环境标志产品技术要求水性涂料》 | 环境保护部 | 提高对 VOCs、苯、甲苯等有机化合物的限量要求 |
| 2015 年 1 月 | 《关于对电池、涂料征收消费税的通知》 | 财政部、国家税务总局 | 对施工状态下挥发性有机物(VOC)含量低于 420 克/升(含)的涂料免征消费税 |
| 2015 年 5 月 | 《儿童水性内墙涂料》 | 上海市社会团体标准 | 在耐洗刷性(次)、耐污渍、挥发性有机化合物含量、游离甲醛、六价铬含量等化学性能量化指标上堪称“史上最严格” |
| 2015 年 6 月 | 《挥发性有机物排污收费试点办法》 | 国家财政部、国家发展改革委、环境保护部 | 自 2015 年 10 月 1 日起, 石油化工行业和包装印刷行业将开展大气排放挥发性有机物 (VOC) 排污收费试点 |
| 2015 年 6 月 | 《水性聚氨酯涂料》、《水性环氧树脂防腐涂料》、《水性丙烯酸树脂涂料》 | 全国涂料和颜料标准化技术委员会 | 水性涂料初建标准 |
| 2015 年 11 月 | 《关于加快推动生活方式绿色化的实施意见》 | 环境保护部 | 鼓励使用水性漆及低 VOC 含量的涂料 |
| 2016 年 1 月 | 《中华人民共和国大气污染防治法》 | 全国人大常委会 | 首次将挥发性有机化合物 (VOCs) 纳入监管范围 |
| 2016 年 6 月 | 《工业绿色发展规划 (2016-2020 年)》 | 工业和信息化部 | 提出实施挥发性有机物削减计划, 在涂料、家具、印刷、等行业推广替代或减量化技术 |
| 2016 年 7 月 | 《重点行业挥发性有机物削减行动计划》 | 工业和信息化部、财政部 | 推广水性涂料等绿色涂料产品, 推广应用 VOCs 含量低的水性漆, 鼓励“油改”工艺和设备制造 |
| 2016 年 12 月 | 《“十三五”节能减排综合工作方案》 | 国务院 | 首次将 VOCs 纳入总量控制指标体系 |
| 2018 年 | 山东、天津、河北、广东、江西、浙江、北京《蓝天保卫战三年行动发展》 | 地方政府、环保部 | 禁止建设生产和使用高挥发性有机化合物含量的溶剂型涂料 |

数据来源: 涂界, 政府部门网站, 西南证券整理

2.2 建筑涂料千亿市场，竣工、旧改、翻修构筑长短期支撑

根据中国涂料协会统计，2018年我国规模以上涂料企业约2000家，累计总产量1760万吨，同比增长5.9%，产值3268亿元，同比增长6.5%，利润总额236.5亿元，同比增长5.1%。根据涂界数据研究实验室统计数据，考虑规模以下企业，2018年我国涂料行业总产量约2515万吨，主营业务收入总额约4085亿元。

图 13：建筑涂料产量和增速情况



数据来源：产业信息网，西南证券整理

报告重点研究建筑涂料，根据涂料协会、涂界和产业信息网数据整理验证，我国规模以上企业建筑涂料产量约700万吨，估算建筑涂料总产量约1000万吨，在涂料总产量中占比约40%，对应市场空间超1000亿元。进一步细分来看，根据建筑业新竣工建筑面积估算新竣工内外墙涂料需求量约370万吨，内外墙翻新和重涂周期约6-8年，估算翻新和重装修需求约180万吨，累计内外墙涂料年需求约550万吨，对应市场空间约660亿元。

表 4：内外墙涂料用量估算

| 时间 | 建筑住宅和除厂房外其他建筑面积 (m ²) | 内墙面积 (2.5X, m ²) | 外墙面积 (0.8X, m ²) | 内墙用涂料比例 | 外墙用涂料比例 | 内墙用涂料量 (万吨) | 外墙用涂料量 | 内外墙累计用量 |
|------|-----------------------------------|------------------------------|------------------------------|---------|---------|-------------|--------|---------|
| 2012 | 320,595.08 | 801487.70 | 256476.06 | 68% | 50% | 181.67 | 64.12 | 245.79 |
| 2013 | 362,392.73 | 905981.82 | 289914.18 | 70.0% | 55.00% | 211.40 | 79.73 | 291.12 |
| 2014 | 384,444.91 | 961112.28 | 307555.93 | 72% | 60.00% | 230.67 | 92.27 | 322.93 |
| 2015 | 383,271.27 | 958178.18 | 306617.02 | 74.0% | 65.00% | 236.35 | 99.65 | 336.00 |
| 2016 | 386,257.41 | 965643.53 | 309005.93 | 76% | 70.00% | 244.63 | 108.15 | 352.78 |
| 2017 | 384,247.79 | 960619.48 | 307398.23 | 78.0% | 75.00% | 249.76 | 115.27 | 365.04 |
| 2018 | 378,236.46 | 945591.15 | 302589.17 | 80% | 80.00% | 252.16 | 121.04 | 373.19 |

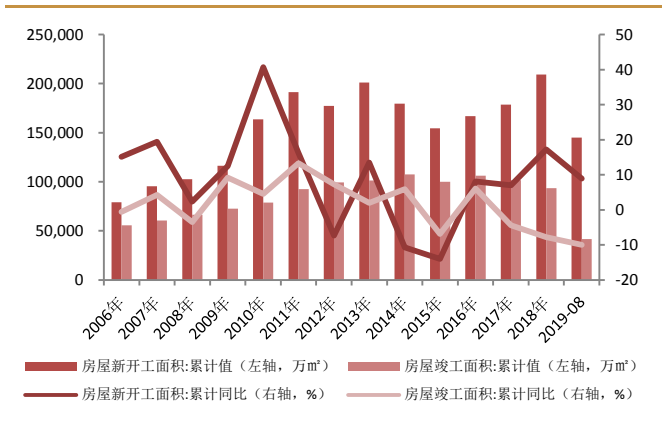
数据来源：Wind，西南证券

对于未来建筑涂料市场空间，我们认为未来3年大概率持续增长，核心原因是1)竣工和新开工剪刀差出现收窄趋势，竣工端未来3年将出现持续性和趋势性的改善；2)3年期旧改启动，重涂是旧改首重，将快速拉动需求。未来10年有望保持稳定，核心原因为1)城镇化推进仍有空间，新开工难有趋势性下滑；2)翻修和重装修体量持续增长。

➤ 竣工端未来3年将出现持续性和趋势性的改善

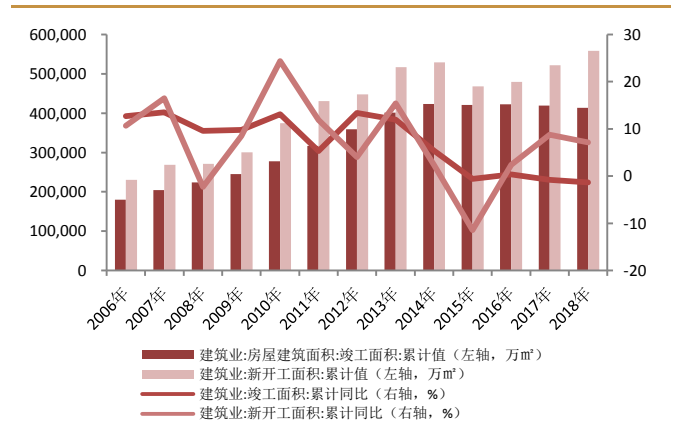
新开工—竣工周期一般为2-3年，2016年以来房地产新开工和竣工增速出现分叉，受紧信用、融资难影响，剪刀差持续扩大，已持续3年以上，当前竣工面积远不足新开工面积的50%。但竣工跟随新开工波动的规律并不会改变，且剪刀差持续时间越久，竣工增速反弹的时间也越久。统计局最新数据显示，2019年8月单月竣工增速2.8%，由负转正，预计2019年4季度出现拐点性的持续改善，且有望持续3年。

图 14：房地产新开工面积和竣工面积剪刀差现象



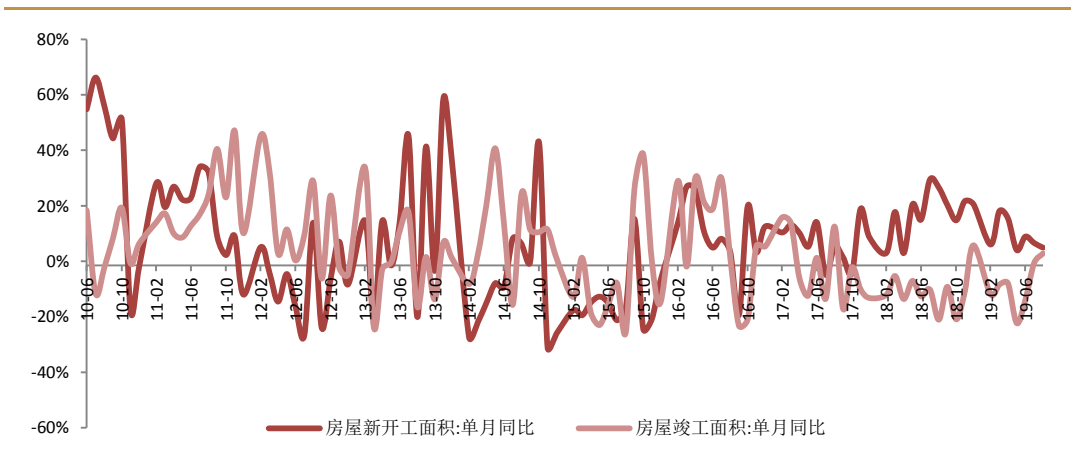
数据来源：Wind，西南证券

图 15：建筑业新开工面积和竣工面积剪刀差现象



数据来源：Wind，西南证券整理

图 16：房地产竣工面积单月增速趋势性改善



数据来源：Wind，西南证券整理

➤ 3年期旧改启动，重涂是旧改首重，将快速拉动需求

2017年12月1日，住建部召开老旧小区改造试点工作座谈会，确立15个城市开展老旧小区改造试点，分别为广州、韶关、柳州、秦皇岛、张家口、许昌、厦门、宜昌、长沙、淄博、呼和浩特、沈阳、鞍山、攀枝花和宁波。试点城市先行改造为推进全国老旧小区改造，提供可复制、可推广的经验。随后河北、沈阳、广州等地印发“老旧小区三年行动计划”。老旧小区集中改造拉开序幕。2019年3月住建部会同发展改革委、财政部联合印发了《关于做好2019年老旧小区改造工作的通知》。2019年6月19日，国务院常务会议要求加快改造城镇老旧小区，抓紧明确改造标准和对象范围，2019年开展试点探索。加强政府引导，

压实地方责任。2019年7月1日，国新办举行政策例行吹风会，住房和城乡建设部副部长黄艳介绍城镇老旧小区改造工作情况。

表 5：河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）

| 项目 | 主要内容 |
|--------|--|
| 范围 | 全省老旧小区共计 5739 个，建筑面积 1.15 亿平方米，涉及 36851 栋住宅、141.31 万户居民。 |
| 目标和计划 | 2018 年各市结合实际制定老旧小区改造实施方案，建立老旧小区改造项目库，甄选若干具有代表性的老旧小区作为首批改造示范项目，启动老旧小区改造工作，年底前完成不少于总改造项目的 20%。2019 年全面启动老旧小区改造工作，年底前累计完成不少于总改造项目的 70%。2020 年开展疑难困难老旧小区改造攻坚工作，年底前完成全部改造任务。 |
| 主要改造内容 | 1、安全问题方面，包含排除消防隐患、完善市政设施、照明设施改造、道路改造、建筑加固、老旧电梯安全性能提升、增加门禁系统；2、居住功能方面，包含房屋修缮（ 维修屋面、防水及楼道，保温节能改造等 ）、管网整治、完善停车设施和居住服务设施；3、环境治理方面，包含恢复提升小区风貌、整治私搭乱建、绿化改造提升、架空线路整治和改善小区环境卫生。 |
| 改造资金安排 | 全省老旧小区改造三年总任务共需改造资金 129.6 亿元；分别来自于财政、社会、居民个人。社会可筹集资金约 11.7 亿元，居民个人可筹集约 5.6 亿元，其余 112.3 亿元由市、县两级财政筹集，主要负责老旧小区安全设施、居住功能完善及环境整治等改造项目。2018 年需要改造资金 38.8 亿元。 |

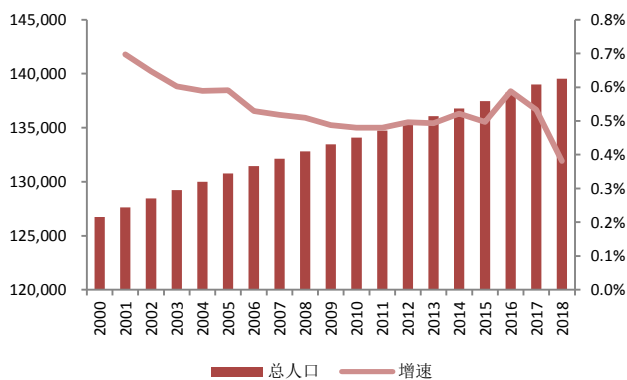
数据来源：《河北省老旧小区改造三年行动计划（2018-2020 年）》，西南证券整理

老旧小区特指建成于 2000 年及以前，公共设施落后影响居民基本生活、居民改造意愿强烈的住宅小区。由于老旧小区改造项目投资周期很短、边际效益明显、资金周转很快、能迅速转化为消费能力。经济下行压力下，政策推动力度大且有望持续。住建部标准定额司巡视员倪江波介绍，初步统计全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。估算外墙面积约 30 亿平米，涂料用量约 120 万吨，对应超过 100 亿元市场空间集中释放。

➤ 长期看城镇化推进仍有空间，新开工难有趋势性下滑

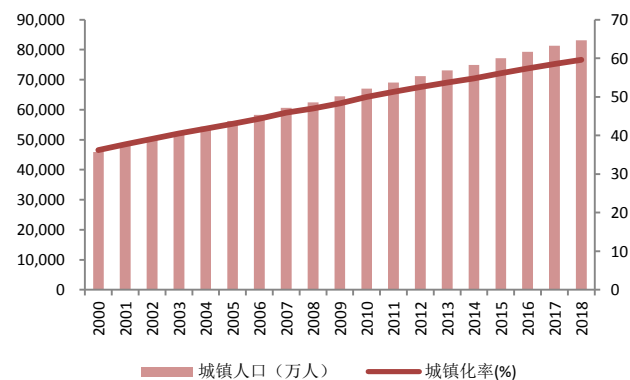
2018 年末我国大陆人口 14 亿，自然增长率 3.8%，虽然老龄化加速，但 80 年代后期的第三次婴儿潮人口支撑以及二胎甚至不再限制胎儿数的政策鼓励，我国的人口数量红利仍有释放空间，增长率预计将长时间大于 0。2018 年末我国城镇化率 59.6%，同比增加 1.1 个百分点，距离发达国家的 75%及格线仍有较大空间，未来 10 年国内城镇化率都将是持续推进的过程。

图 17：我国人口增长情况（万人）



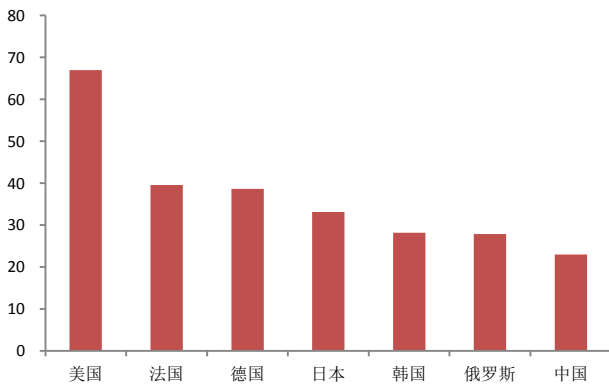
数据来源：统计局，西南证券整理

图 18：城镇化率将长期保持向前推进

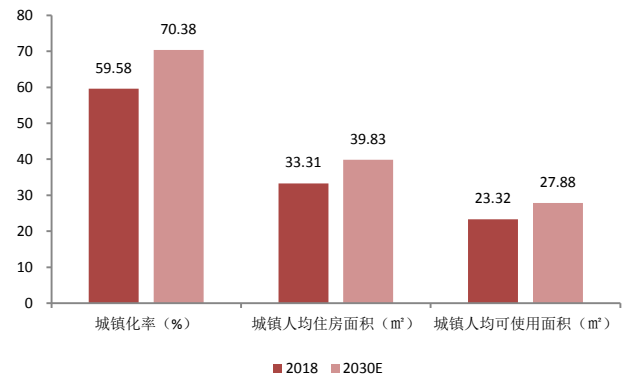


数据来源：统计局，西南证券整理

根据恒大研究院的测算方法，我国 2018 年存量城镇住宅面积约为 277 亿平方米，对应的实际人均城镇住宅建筑面积约为 33.3 平方米，简单按照 0.7 的系数折合为使用面积仅为 23.3 平方米。与韩国的 28.2 平方米、日本的 33.1 平方米、德国的 38.6 平方米、法国的 39.5 平方米和美国的 66.9 平方米差距较大。参考 2000-2010 年、2010-2017 年中国城镇人均住房建筑面积分别年均增长 3.0%、2.3%，假设 2019-2030 年中国城镇人均住房面积年均增长 1.5%，未来 10 年人均住宅建筑面积有望达到约 40 平方米。2030 年中国城镇住房存量预计达到约 400 亿平方米，较 2018 年新增约 123 亿平方米。同时，以 1.5%-2% 的折旧率计算，2019-2030 年将折旧拆迁约 62-82 亿平。即 2019-2030 年城镇住房需新增 185-205 亿平方米，对应年均新增 15.4-17.1 亿平方米。从历史经验看，2000-2010 年每年约有 4 亿平方米属于农民带房入城和未纳入国家统计局城镇竣工住宅面积统计的住房面积。假设 2018-2030 年这部分仍为年均 4 亿平方米，则 2019-2030 年每年需新增城镇住房 11.4-13.1 亿平。介于 2018 年竣工房屋面积 (9.4 亿平方米) 和住宅销售面积 (14.8 亿平方米) 之间。在此支撑下，预计未来 10 年房地产难有趋势性大幅下滑。

图 19：2017 年各国城镇住房人均使用面积（平方米）


数据来源：统计局，西南证券整理

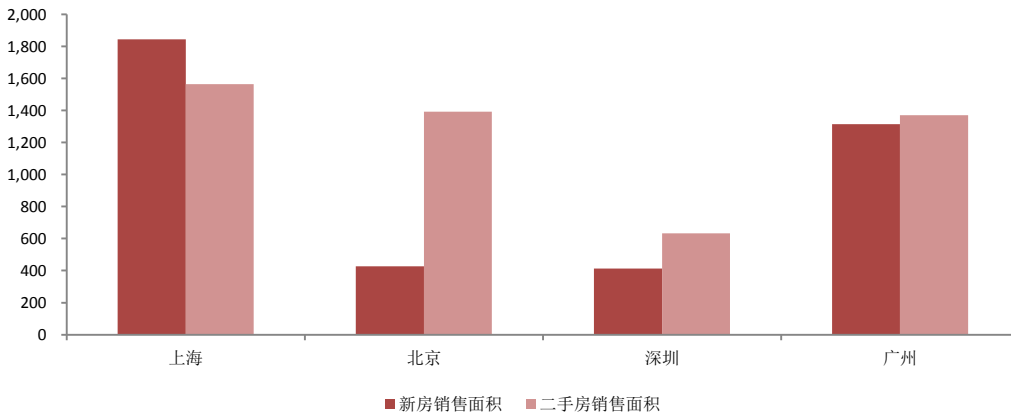
图 20：2030 年新增住房面积测算的关键假设


数据来源：统计局，西南证券整理

注：国外数据不区分城镇和乡村，因此图表中的国外数据为原始数据*折算系数 (0.85)；其中折算系数 0.85 参考自恒大研究院研究报告。

➤ 长期看翻新和重装修需求将持续提升

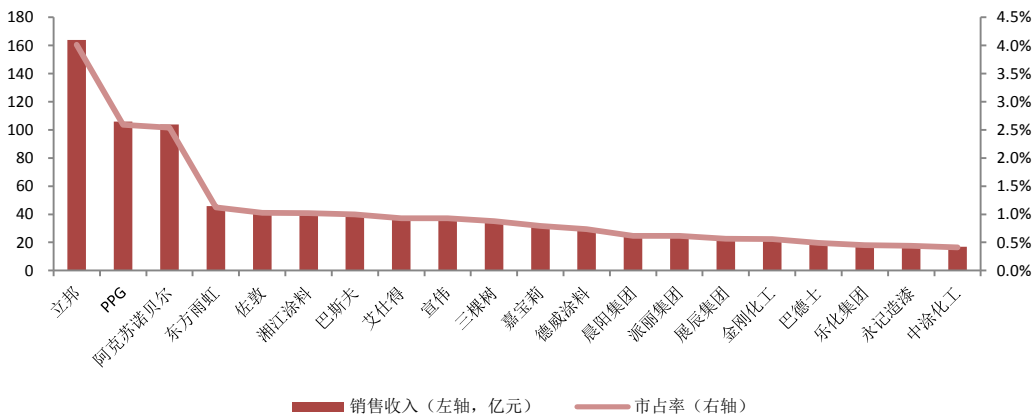
2018 年国内存量房已超过 270 亿平方米，是当年新开工面积的 13 倍、竣工面积的 30 倍、商品房出售面积的 16 倍。而随着国内存量房建筑面积逐步增长，存量房的翻新和再装修市场基数将长期处于快速扩张阶段。此外，2018 年全国商品住宅销售面积 14.6 亿平方米，二手房成交面积 4.0 亿平，比例达到了 3.7: 1。其中北京、深圳、广州等一线城市二手房成交面积已经超过新房销售面积。而二手房装修意愿较强，也将带动室内涂料需求。

图 21：一线城市二手房和新房成交量对比（单位：万平方米）


数据来源：wind，西南证券整理

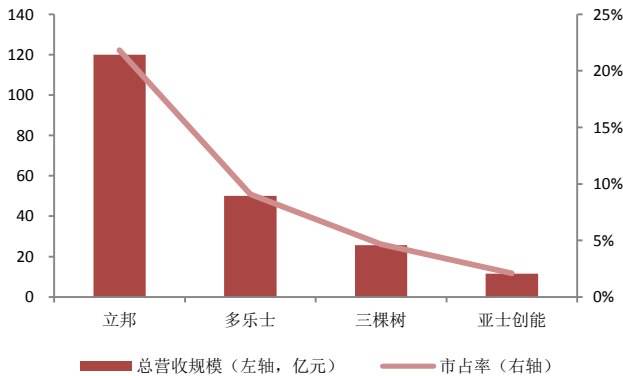
2.3 竞争格局：外资品牌主导，民族企业奋起直追

根据涂界公布的百强涂料企业名单，CR100 家累计销售收入为 1371.1 亿元，占全国总销售收入的 33.6%；CR10 销售收入为 654.9 亿元，占榜单总收入比例为 47.8%，占全国总收入比例为 16.0%。CR3 企业分别为立邦、PPG 和阿克苏诺贝尔，营收依次为 163.7 亿元、105.8 亿元和 103.7 亿元，市占率 4.0%、2.6%和 2.5%。

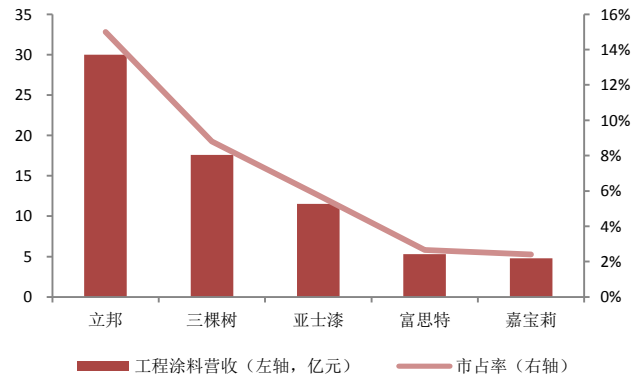
图 22：涂料企业市占率情况


数据来源：涂界，西南证券整理

墙面建筑涂料竞争格局重点来看，墙面涂料第一梯队企业分别为立邦、多乐士（阿克苏诺贝尔旗下）、三棵树和亚士创能，CR4 累计营收约 207 亿元，市占率约 31%。其中 2018 年立邦营收规模约 120 亿元，市占率约 18%，遥遥领先；多乐士营收规模约 50 亿元，市占率约 8%；三棵树营收 25.6 亿元，市占率约 4%。亚士创能营收 11.5 亿元，市占率约 2%。

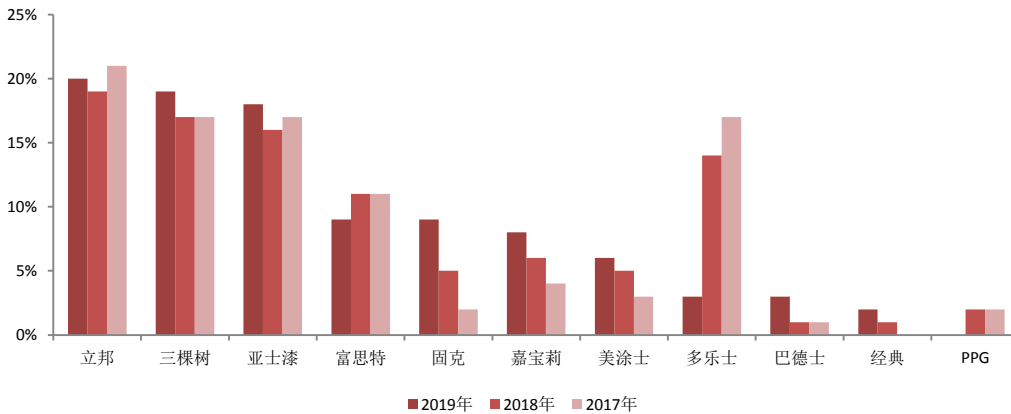
图 23：2018 年墙面涂料 CR4 营收规模和市占率


数据来源：涂界、Wind，西南证券整理

图 24：2018 年工程墙面涂料 CR5 营收规模和市占率


数据来源：涂界、Wind，西南证券整理

将墙面建筑涂料进一步细分为工程墙面涂料和零售墙面涂料，**工程墙面涂料**：根据龙头地产涂料用量和相应的建筑面积市占率估算，2018 年房地产工程墙面涂料需求额约 300 亿元，CR5 累计营收约 74 亿元，市占率约 25%，分别为立邦、三棵树、亚士创能、富思特和嘉宝莉，营收规模分别为 35 亿元、17.6 亿元、11.5 亿元、5.3 亿元和 4.8 亿元，市占率约 12%、6%、4%、2%和 2%。2019 年房地产开发企业 500 强首选供应商评选中，立邦、三棵树、亚士创能也名列前三，首选率分别为 20%、19%和 18%，与市占率数据基本匹配。**零售墙面涂料**：立邦、多乐士和三棵树在零售端领跑行业，2018 营收规模约 90 亿元、45 亿元和 8 亿元，市占率约 25%、13%和 2%。

图 25：房地产开发商 500 强企业首选供应商首选率


数据来源：房地产业协会，西南证券整理

综合来看，我国墙面涂料市场以外资为主导，在以房地产为主导的工程市场，立邦处于领先优势，但国产品牌三棵树、亚士创能等增速较快，处于崛起阶段，三棵树 2018 年和 2019 年上半年工程墙面漆营收增速分别为 54.7%和 65.1%，亚士创能 2018 年和 2019 年上半年工程墙面漆营收增速分别为 21.7%和 59.2%，远高于行业平均值和立邦的个位数增长。在零售端市场，立邦和多乐士两家外资品牌销售额遥遥领先，在家装消费者市场中占据绝对优势，国产品牌仍需要长期的品牌宣传，任重而道远。

2.4 地产集中化推动下游龙头市占率提升

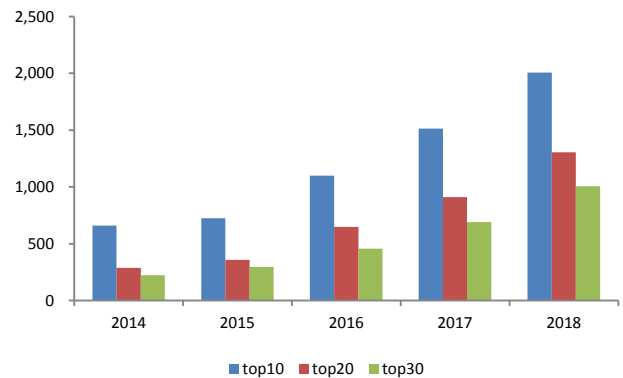
目前我国进入大地产时代，龙头地产市占率持续提升，2018年TOP10、TOP20、TOP30房企市占率分别达到了26.9%、37.4%以及45.2%，同比分别提升2.7、4.9和6.9个百分点。2018年TOP10、TOP20、TOP30销售门槛分别达到2000亿、1300亿以及1000亿元，分别提升495、393和316亿元。房企集中化和大型化趋势相当明显。大型房地产商采购量大，话语权强，首重质量和成本，足以将大量无技术优势、成本优势的企业排除在外。同时，大型房地产商单个开发项目规模增大且个性化要求增多，对生产企业的阶段性供货能力和市场快速反应能力要求高，拥有较大产能规模和合理产能布局的大型涂料企业规模效应明显。

图 26：2014-2018 年 TOP10、TOP20、TOP30 房企市占率



数据来源：克而瑞，西南证券测算

图 27：TOP10、TOP20、TOP30 销售门槛（亿元）



数据来源：克而瑞，西南证券整理

此外，目前我国精（全）装房整体占比约 26%，《建筑业发展十三五规划》提出到 2020 年新开工全装修成品住宅面积将达到 30%，多省市出台了全（精）装修政策，新建住宅精装要求高，将较大推动精装房面积快速提升。同时对比欧美发达国家 80% 的高占比，国内精装房程度也有很大空间。

精装房和地产的集中化趋势带动下，涂料龙头更为受益，将持续推动下游市占率的提升。

表 6：多省全（精）装修政策梳理

| 省市 | 政策目标 | 实现或执行时间 |
|-----|--|-------------|
| 北京 | 全市保障房 100%全装修 | 2015 年 5 月 |
| 黑龙江 | 新建住房全装修比例不低于 30% | 2015 年 5 月 |
| 宁夏 | 新建住宅全装修的面积比例达到年度竣工面积的 30% | 2016 年 1 月 |
| 浙江 | 全省中心城区出让或划拨土地上的新建住宅 100%全装修 | 2016 年 10 月 |
| 上海 | 新建住宅全装修比例，外环线内 100%，外环线外 50%，奉贤、金山和崇明区 30% | 2017 年 1 月 |
| 山东 | 全省、新建高层建筑 100%全装修 | 2017 年 1 月 |
| 河北 | 新建住房全装修比例不低于 60% | 2017 年 6 月 |
| 海南 | 全省新建住宅 100%全装修 | 2017 年 7 月 |
| 湖北 | 全省新建公共租赁住房实施全装修 | 2017 年 7 月 |
| 安徽 | 政府新建建筑全部全装修，合肥新建住宅全装修比例达到 30% | 2017 年 12 月 |
| 河南 | 全省新建住宅 100%全装修 | 2018 年 1 月 |
| 山东 | 全省新建高层小高层住宅 100%全装修 | 2018 年 1 月 |

| 省市 | 政策目标 | 实现或执行时间 |
|-----|-------------------|------------|
| 内蒙古 | 新建住宅全装修比例达到 80%以上 | 2018 年 9 月 |
| 四川 | 全省新建住宅 50%全装修 | 2020 年 1 月 |
| 江苏 | 全省新建住宅 60%全装修 | 2025 年 1 月 |

数据来源：地方政府网站，西南证券整理

2.5 巨头林立的行业，千亿级企业做标杆

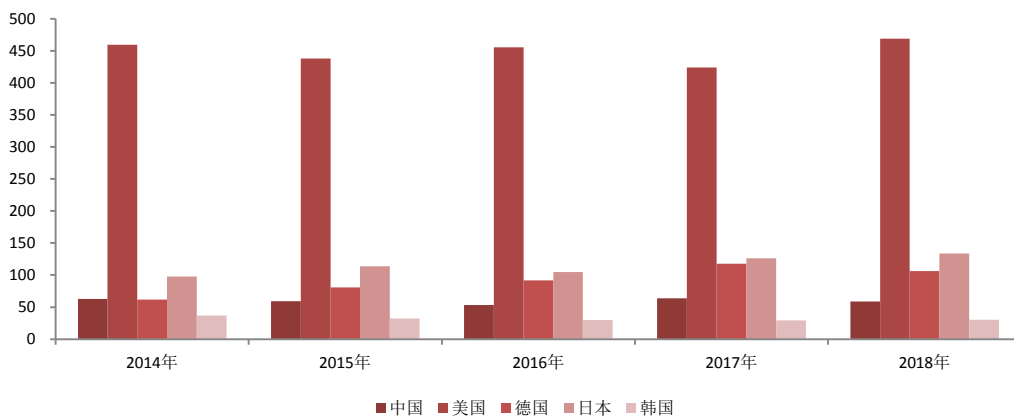
根据 ACA 行业市场分析报告，2018 年美国涂料市场规模约为 250 亿美元，但全球涂料 100 强企业中美国有 17 家上榜，累计销售收入为 468.9 亿美元，占榜单销售总收入的 42.7%，平均每家美国涂料企业销售收入为 27.6 亿美元，多为全球化巨头。排名前三位的为 PPG、宣伟、RPM，在全球涂料市场的市占率达到了 16.4%，实力强劲，美国涂料行业全球首屈一指。

表 7：2018 年全球前十名涂料企业排名

| 2018 年排名 | 2017 年排名 | 2016 年排名 | 企业名称 | 国家 | 2017 年销售额 (亿美元) |
|----------|----------|----------|---------------------|----|-----------------|
| 1 | 1 | 1 | PPG | 美国 | 147.5 |
| 2 | 2 | 2 | 宣伟 | 美国 | 119.2 |
| 3 | 3 | 3 | AkzoNobel | 荷兰 | 114.8 |
| 4 | 5 | 4 | Nippon Paint | 日本 | 52 |
| 5 | 4 | 5 | RPM (立帕麦) | 美国 | 59.6 |
| 6 | 8 | 8 | BASF (巴斯夫) | 德国 | 47.4 |
| 7 | 7 | 7 | Axalta (艾仕得) | 美国 | 43.5 |
| 8 | 9 | 9 | Kansai Paint (关西) | 日本 | 37.8 |
| 9 | 10 | 10 | Asian Paints (亚洲涂料) | 印度 | 25.4 |
| 10 | - | - | Behr Paint (白色熊) | 美国 | 22.1 |
| 累计市占率 | | | | | 34.1% |

数据来源：中国涂界网，西南证券整理

图 28：全球涂料 100 强企业地域分布



数据来源：涂界，西南证券整理

而中国约 570 亿美元涂料市场，19 家上榜企业累计销售收入仅为 58.6 亿美元，占榜单总收入的 5.3%，平均每家中国涂料企业销售收入为 3.1 亿美元，约为美国的 1/9，中国涂料企业起步晚、集中度不高等体现明显。对比中美企业以及中国与其他国际巨头企业差距，国际巨头涂料企业的强大主要体现在以下 3 个方面。

1) 综合性涂料企业居多，建筑、工业涂料兼具

国际涂料龙头多为综合性涂料企业，业务品类齐全。如 PPG 旗下包含高性能涂料和工业涂料两大类，高性能涂料业务具体包括汽车涂料、航空器涂料、船舶涂料和建筑涂料，工业涂料业务包含汽车涂料 OEM、一般工业用涂料、包装涂料和特种涂料；高性能涂料和工业涂料 2018 年业务收入占比约为 6: 4。再如 AKZO（阿克苏诺贝尔）业务分为建筑涂料和高性能涂料（包括交通工具涂料、日常消费品涂料和工业涂料），其中建筑涂料占比约 40%。再如国内建筑涂料龙头立邦，业务除建筑涂料外，还包括汽车涂料、工业涂料、船舶和汽车修补漆等涂料，四大类业务 2018 年占比分别为 52%、27%、11%、9%。

图 29: AKZO 业务分类占比

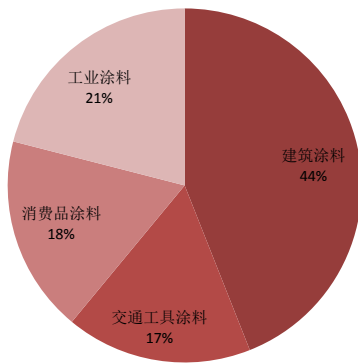
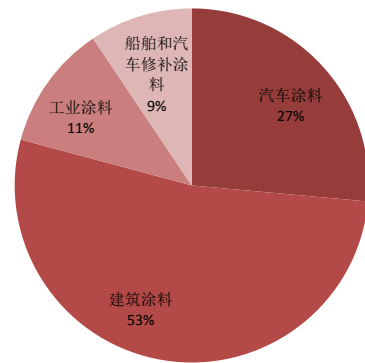


图 30: 立邦业务分类占比



数据来源: Wind, 西南证券整理

数据来源: 涂界、Wind, 西南证券整理

表 8: PPG 业务结构

| | 涂料种类 | 产品 | 主要用途 | 主要销售方式 |
|-------|-----------|---|---------------------------------|--|
| 高性能涂料 | 汽车修补漆 | 涂料, 溶剂, 胶粘剂, 杂物, 软件 | 汽车、商用飞机、舰队的维修和翻新, 轻工业涂料和标志专用涂料 | 独立分销商, 直接面向客户 |
| | 航空涂料 | 适用于航空业的涂料, 密封胶, 透明胶片, 透明盔甲, 胶粘剂, 包装, 化学管理服务 | 商用, 军用, 支线飞机和通用航空飞机 | 直接面向客户和公司的分销网络 |
| | 防护和舰艇涂料 | 用于保护金属和结构的涂料和成品 | 金属制造商, 重型维修承包商, 船舶、桥梁和有轨电车的制造商 | 直接面向客户、公司拥有的建筑涂料专卖店、独立分销商和特许经营商 |
| | 建筑涂料 | 墙面漆, 木器漆, 杂物 | 涂料和维修承包商和消费者, 用于住宅和商业建筑结构的装饰和维修 | 公司拥有的专卖店、家居中心和其他区域性或全国性的消费品零售网点、涂料经销商、特许经营商、独立分销商和直销消费者。 |
| 工 | 汽车 OEM 涂料 | 特制配方涂料、胶粘剂、密封剂和金属 | 汽车原始设备制造商 (OEM) | 直接提供给制造公司和各 |

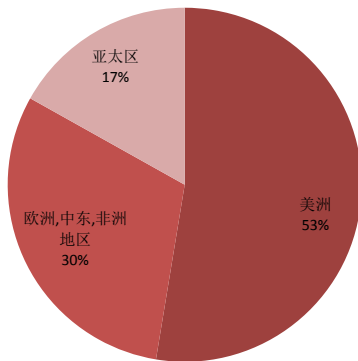
| | 涂料种类 | 产品 | 主要用途 | 主要销售方式 |
|-------------|---------|---|---|--------|
| 业 涂 料 | | 预扩孔剂 | | 种涂料使用者 |
| | 工业涂料 | 特制配方涂料、胶粘剂、密封胶和金属预扩孔剂，服务和涂料应用 | 电器，农业和建筑设备，消费电子产品，汽车零件和配件，建筑产品（包括住宅和商业建筑），运输工具和许多其他成品；在几个客户生产地点以及区域服务中心提供现场涂料服务。 | |
| | 包装涂料 | 特制配方涂料 | 广泛用于金属罐，瓶盖，塑料管，工业包装以及促销和特种包装的保护，性能和装饰 | |
| | 特种涂料和材料 | 非晶态沉淀二氧化硅（SILICAS），TESLIN® 基材，有机发光二极管（OLED）材料，光学透镜材料和光致变色染料 | SILICA：轮胎，电池隔板和其他最终用途。 TESLIN：标签，护照，驾驶执照，透气膜，其他会员卡 and 身份证。 OLED：显示器和照明镜片材料光学镜片和变色产品。 | |

数据来源：Wind，西南证券整理

2) 业务范围广，全球布局

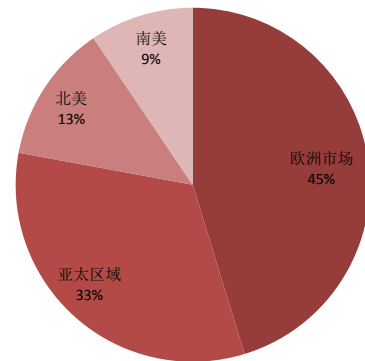
业内巨头多为全球性企业，如美国企业 PPG，美洲业务占比 53%，为主要业务区域；同时欧洲、中东和非洲业务累计占比 30%，亚太区业务占比 17%。荷兰企业 AKZO，发源于欧洲，业务占比 43%，另外亚太区域业务占比达到 30%，美洲业务占比也有 21%。国内龙头立邦，除欧洲和亚洲主要市场外，在美洲业务也有 12% 的份额。

图 31：2018 年 PPG 业务按地区分类占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 32：2018 年 AKZO 业务按地区分类占比



数据来源：Wind，西南证券整理

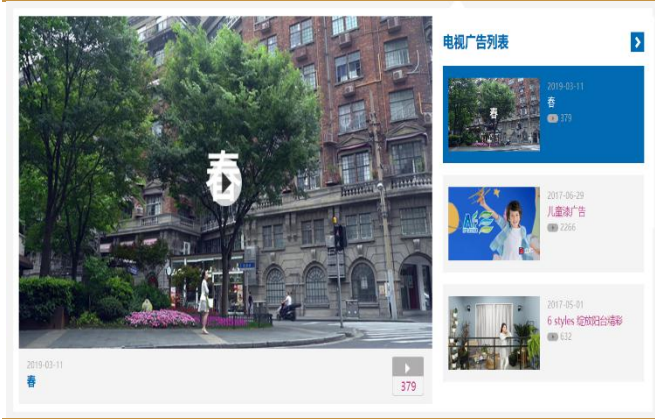
3) 化工企业出身，重视原材料端的优化和研发

国际巨头化工企业属性重，走原材料开发技术路线，如开发杂化多功能聚合物系列原材料、无毒颜料、无白化乳液、相变水性树脂等原材料，原材料开发路线相对于配方优化和一般原材料替代更能够引导行业趋势，实现技术和成本优势。

综合来看，涂料行业市场空间大，能够支撑千亿巨头的长期发展，国内民族企业有较长的路要走，相应的也有充足的发展空间。同时，我国市场基数大，能够为涂料行业的初期积累提供肥沃土壤。以立邦在我国的成功经验来看，其在我国的成功大致有以下四个关键点：

1) 持续的广告投入。立邦 1992 年进入中国市场，1993 年率先在电视上投放涂料广告，快速占领消费者心理地位，先入为主，最初将年销售额的 12% 用于广告投入，树立品牌形象。

图 33: 持续的电视广告



数据来源: 立邦官网, 西南证券整理

图 34: 冠名综艺节目



数据来源: 立邦官网, 西南证券整理

2) 一二线城市起步，销售网点全覆盖。立邦从一、二线城市出发，自 1992 年开拓中国南方市场后，1995 年建立廊坊立邦涂料公司，将业务扩展到北方，同时建立专卖店和 CCM 色彩中心，扩大消费市场，并在 2007 年开始打造片区销售模式，2011 年结合 O2O 模式实现销售范围全覆盖，现已有 7100 个以上的销售网点。

图 35: 一二线城市密集的服务和销售网点



数据来源: 立邦官网, 西南证券整理

3) 产品持续迎合消费者需求。我国的消费者长期处于消费升级和环保觉醒阶段，区别于欧美发达国家，立邦能够迅速本土化，产品突出天然、抗甲醛等环保特点。网上下单、上门刷新服务也能够迎合消费习惯，始终贴合消费者需求。

图 36: 突出环保属性



数据来源: 立邦官网, 西南证券整理

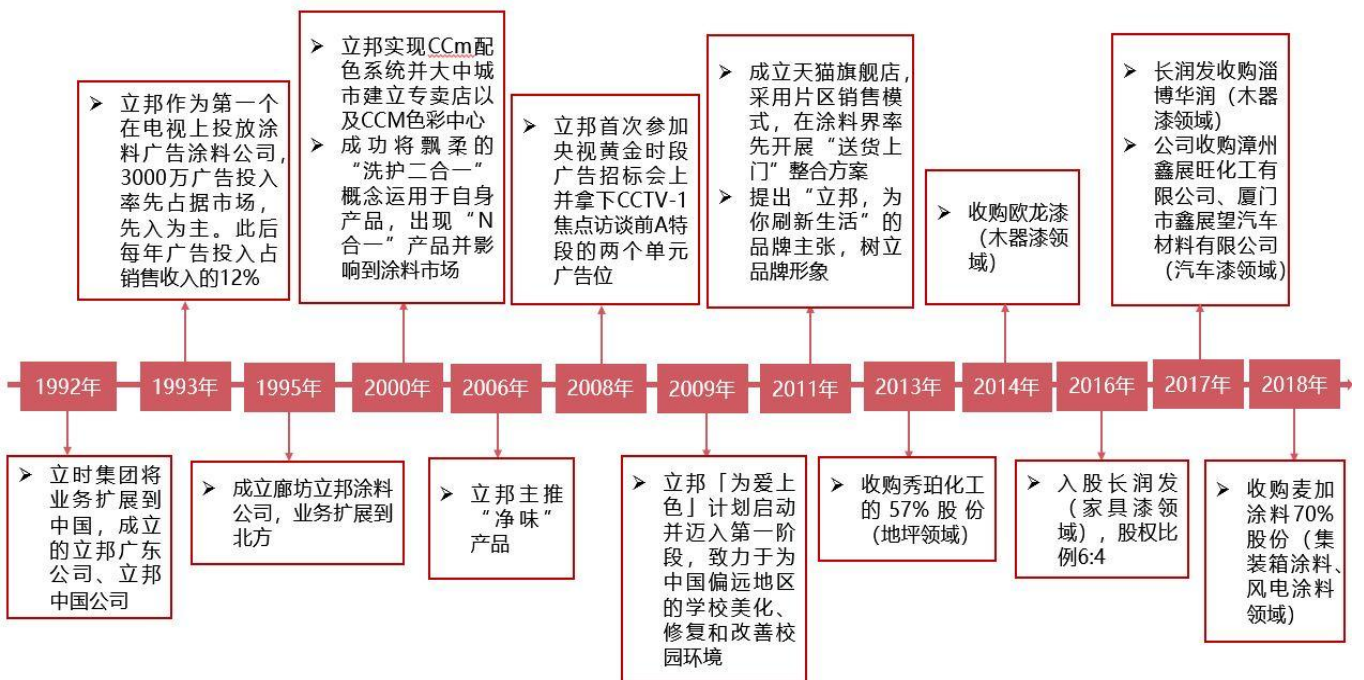
图 37: 便捷的网上下单、上门刷新服务



数据来源: 立邦官网, 西南证券整理

4) 紧跟房地产浪潮。立邦根据中国市场变化, 反应迅速, 房地产浪潮下成立立邦工程, 已与近 200 家地产商保持了长效的合作关系, 持续多年被评选为中国房地产开发企业 500 强首选供应商 (涂料类)。2018 年营收规模 35 亿元, 增速 20%, 成为强劲的增长引擎。

图 38: 立邦中国发展历程



数据来源: 公司官网, 搜狐网, 腾讯新闻, 网易新闻, 西南证券整理

5) 由收购补短板。建筑涂料是立邦中国的优势业务, “乳胶漆”、“装修辅材”等服务已获得多数消费者认同感, 公司自 2013 年起开始大规模收购, 先后收购秀珀化工、欧龙漆、长润发、漳州鑫展旺化工、厦门市鑫展望汽车材料、麦加涂料、淄博华润、佳德宝曼, 涉及地坪、木器漆、汽车漆、集装箱涂料、风电涂料等领域, 通过收购补短板, 全方位发展。

3 公司分析：工程做量，家装造势，竞争力已数一流

3.1 紧跟大地产浪潮，扩产能+控成本+优服务，工程市场高歌猛进

公司抓住大地产、精装房浪潮，通过扩产能、控制成本、保证质量和优化服务，精准对接地产商重质量、重成本、重供货能力和重服务的核心需求，实现了工程涂料业务的迅速扩张，并积累了大量增长动能。

1) **扩产能**：近年来公司快速扩张产能，目前已有福建、天津、河南、四川 4 大生产基地，在建安徽、河北两大生产基地，扩展福建、四川产能，同时在生产能力覆盖薄弱地区采取分仓模式，提高公司产品的覆盖率。产能已由 2013 年的 6.5 万吨增长到 2018 年的 73.5 万吨，2018 年产能利用率 61%，距离产能利用率顶峰空间较大，同时随着新建和扩建基地投产，公司产能将持续扩张以保证销售扩张。

表 9：目前公司产能情况

| 序号 | 已有厂区 | 设计产能 | 产能利用率 (%) |
|----|------------|-------------------|-----------|
| 1 | 三棵树股份 (福建) | 墙面涂料 21.6 万吨/年 | 95 |
| | | 木器涂料 3 万吨/年 | 43 |
| | | 胶黏剂 2.5 万吨/年 | 14 |
| 2 | 天津三棵树 | 墙面涂料 5 万吨/年 | 83 |
| 3 | 河南三棵树 | 墙面涂料 13.9 万吨/年 | 78 |
| | | 包装罐 300 万个/年 | 74 |
| 4 | 四川三棵树 | 墙面涂料 33 万吨/年 | 29 |
| | | 木器涂料 3.14 吨/年 | - |
| | | 腻子粉 9 万吨/年 | 11 |
| | | 胶粘剂 1.5 万吨/年 | 111 |
| | | 包装罐 1200 万个/年 | 31 |
| 5 | 三江包装 | 包装罐 1674.1 万个/年 | 79 |
| 6 | 安徽三棵树 | 墙面涂料 31.5 万吨/年 | 部分产品已完成调试 |
| | | 腻子粉 16 万吨/年 | |
| | | 胶粘剂及界面剂 4.25 万吨/年 | |
| | | 防水涂料 0.75 万吨/年 | |
| | | 防水卷材 2700 万平米/年 | |
| | | 包装罐 1500 万个/年 | |
| 7 | 河北三棵树 | 墙面涂料 31.5 万吨/年 | 在建，按需投产 |
| | | 腻子粉 16 万吨/年 | |
| | | 瓷砖胶及界面剂 4.5 万吨/年 | |
| | | 防水涂料 1.5 万吨/年 | |
| | | 保温一体板 150 万平米/年； | |
| | | 包装罐 1500 万个/年 | |

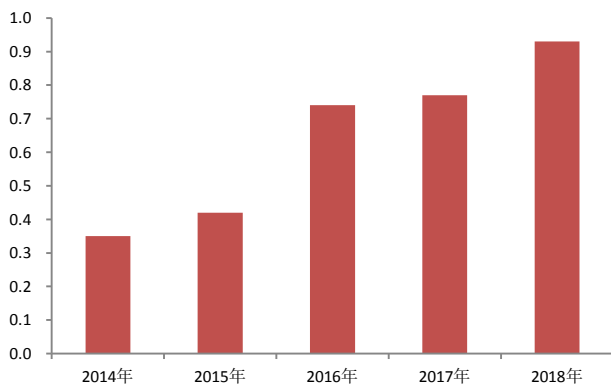
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 10: 公司墙面漆历年产能及产能利用率

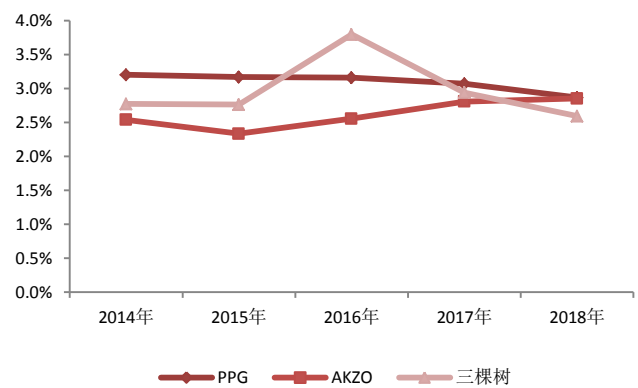
| 年份 | 产能 (万吨) | 产能利用率 (%) |
|------|---------|-----------|
| 2013 | 6.5 | 127.69% |
| 2014 | 7.8 | 143.59% |
| 2015 | 11.5 | 130.43% |
| 2016 | 24.5 | 91.84% |
| 2017 | 47.67 | 67.55% |
| 2018 | 73.5 | 61.34% |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2) 重视研发和质量管控带来高品质产品: 公司产品理念为“极致健康、极致性能、极致应用”, 研发费用逐年递增, 2018 年研发费用 9259 万元, 占总营收的比例为 2.6%, 与涂料巨头研发费用占比类似。同时, 公司注重产品检测, 质量管控效果好。一系列高性能工程外墙产品体系 (如真石漆、质感涂料、花岗岩涂料和水性氟碳漆等系列产品) 和高装饰高环保型产品 (如艺术漆、艺石漆、硅藻泥、“健康+”内墙乳胶漆等系列产品) 市场认可度高。

图 39: 三棵树研发费用情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 40: 三棵树研发费用占比与国际巨头对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

3) 成本管控优良。 涂料成本主要为原材料成本, 工程墙面漆业务材料成本占到总成本的 91%, 公司成本管控优良, 原材料价格虽有波动, 但毛利率基本稳定, 波动幅度较窄。

表 11: 公司工程墙面漆可比年份单位售价和单位利润情况

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|--------|--------|
| 收入 (亿元) | 17.59 | 11.37 |
| 成本 (亿元) | 10.48 | 6.77 |
| 毛利率 (%) | 40.43 | 40.48 |
| 平均单位售价 (元/公斤) | 5.25 | 5.47 |
| 平均单位成本 (元/公斤) | 3.04 | 3.25 |
| 销售量 (万吨) | 33.53 | 20.79 |
| 生产量 (万吨) | 34.45 | 20.84 |
| 库存量 (万吨) | 0.50 | 0.54 |
| 平均单位利润 (元/公斤) | 2.21 | 2.22 |

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

4) **重视售后服务。** 房地产涂料需求多为定制化产品，需要涂料厂商单独配色、定制化生产，同时涂料产品本身为半成品，需要施工配合，同款产品施工环境不同、施工工艺不同均有可能造成产品色差，影响建筑色彩统一和美观，因而涂料的售后服务逐步成为涂料企业的核心竞争力，产品+施工+服务一体化趋势明确。公司针对地产商，通过分析需求—定制化高性价比产品—制定标准化服务流程—按区域、级别制定匹配的服务细则以满足开发商多样化需求，客户满意度高。

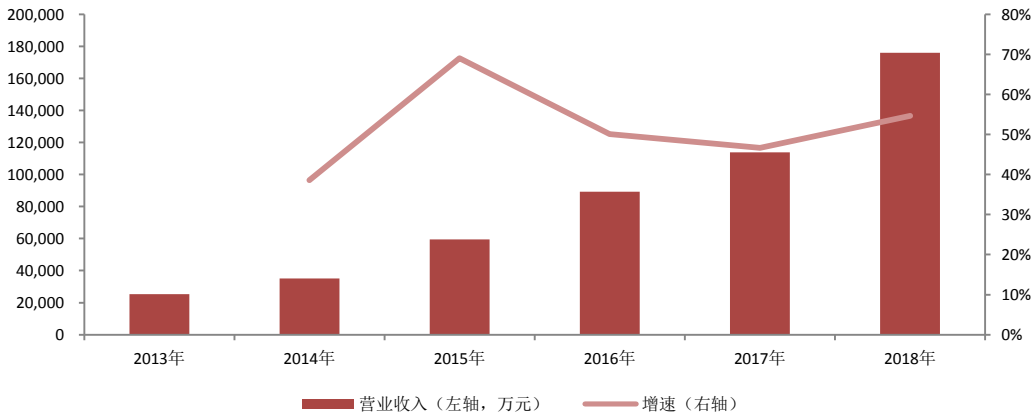
图 41：公司的地产商战略合作伙伴持续增加



数据来源：公司官网，西南证券整理

充足产能+高性价比产品+优质服务共振下，公司工程业务突飞猛进，2018 年工程墙面漆营收 17.6 亿元，增速 54.7%，2019 年上半年营收 10.4 亿元，增速 65.2%，持续加速。相较于立邦 2018 年工程墙面漆营收 35 亿元，增速 20% 的表现来看，虽体量稍弱，但势头强劲，上述核心竞争力持续贯彻下，叠加公司紧抓“旧改”浪潮，推广城市焕新产品，公司工程墙面漆业务有望持续加速，带动公司整体规模迅速做大，进而更有实力贯彻优质服务和加大品牌宣传，形成强者恒强的良性循环。

图 42: 公司工程墙面漆业务高速增长



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3.2 农村包围城市的零售路线, 加密网点覆盖, 正向一二线渗透

公司销售模式分为直销和经销, 其中工程墙面漆采取直销和经销相结合的模式, 直销仅针对大型地产商。零售端全部为经销商模式, 零售端装修漆标准专卖店是公司发展和管理装修漆经销商的核心, 也是公司在全国经销网络的节点和基础, 其发挥着产品销售、品牌宣传、售后服务等综合性的作用。按照公司经销商拓展的管理规定, 每个装修漆经销商至少需要开设一家标准专卖店, 标准店的装修、陈设、管理等均纳入公司对经销商的考核范围。在公司产品销售过程中, 公司将产品发送至各装修漆经销商的标准专卖店, 完成产品销售过程并确认收入。

图 43: 公司经销商标准专卖店



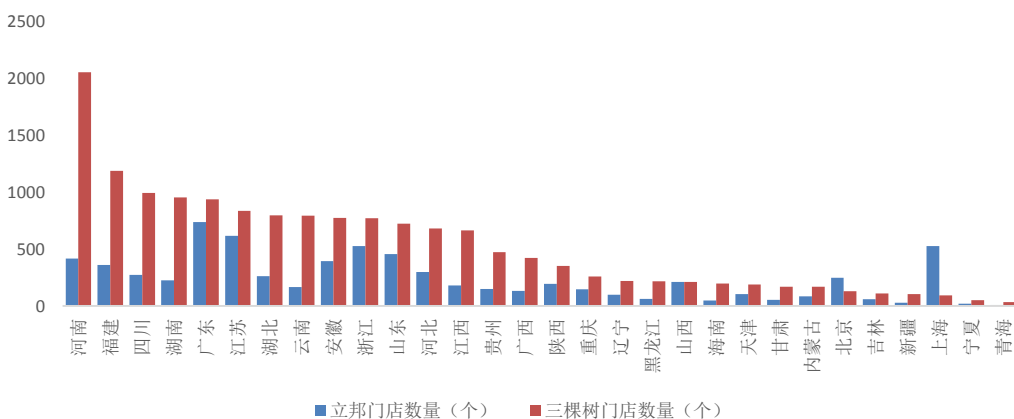
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 12: 经销商管理核心要素

| 项目 | 管理内容 |
|-------|---|
| 经销商选择 | 制定经销商“意向客户评估”制度，从经销商的经济实力、公司化运作能力、拓展服务能力、抗风险能力及其与公司经营理念的一致性等多方面考察经销商。 |
| 经销商扶持 | 在店面建设、分销商开发、广告宣传等方面给予支持；提供培训服务，包括经销商盈利模式及营销管理系统培训、技能培训、调色培训、导购人员培训、小区推广培训等； |
| 经销商维护 | 公司与经销商的销售合同每年签署一次，在销售合同中对于经销商的年度销售目标有明确的约定；合同到期后，公司视上一合同期经销商是否达成年度销售目标，并同时考虑以下因素，决定是否与经销商续签合同：①上一合同期经销商是否已按合同要求进行投入；②经销商是否高度认同公司企业文化、愿意与公司共同努力、发展壮大，实现双赢；③经销商是否专营本公司产品，是否有市场开拓的意识与资源；④经销商诚信经营，无重大违反合同条款的情形；⑤该市场区域内是否有备选经销商愿意介入。 |
| 产品配送 | 公司对产品配送进行统一管理，交货地点为客户门店或其指定的地点，产品运费由公司承担。 |
| 经销商授信 | 经销商模式下，公司一般采取先款后货的结算方式，即要求经销商在提交订单后的数日内支付全额货款，公司一般在收到货款后的数日内安排发货。但为支持经销商发展、促进公司产品市场占有率的提升，在严格控制风险的前提下，公司不定期针对符合条件的优质经销商实行授信制度，由经销商向公司提出授信申请，公司根据经销商忠诚度、过往信用记录及年度销量等情况给予其一定数量，期限通常为 1 年的信用额度。 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

由于公司起步相对较晚，公司在营销网络构建初期选择了“农村包围城市”的营销策略，先切入三四线城市，通过大力协助经销商开设以“自然、健康、绿色”为主题的形象统一的装修漆标准专卖店，打造“三棵树”高端品牌形象，并逐步向核心一二线城市渗透。目前公司在中国境内现有超过 15000 个销售网点，除北京、上海之外各城市门店数量均领先立邦门店数量，其中在河南省的门店数量超过 2000 家，福建省门店数量超过 1000 家，全国三十四个省级行政区划单位均有销售点，实现了服务范围的全覆盖。此外，公司也重视线上渠道，在天猫商城、京东商城等均设有三棵树官方旗舰店，2018 年线上商城双十一涂料类天猫销售排名第一。

图 44: 三棵树、立邦销售门店区域分布对比


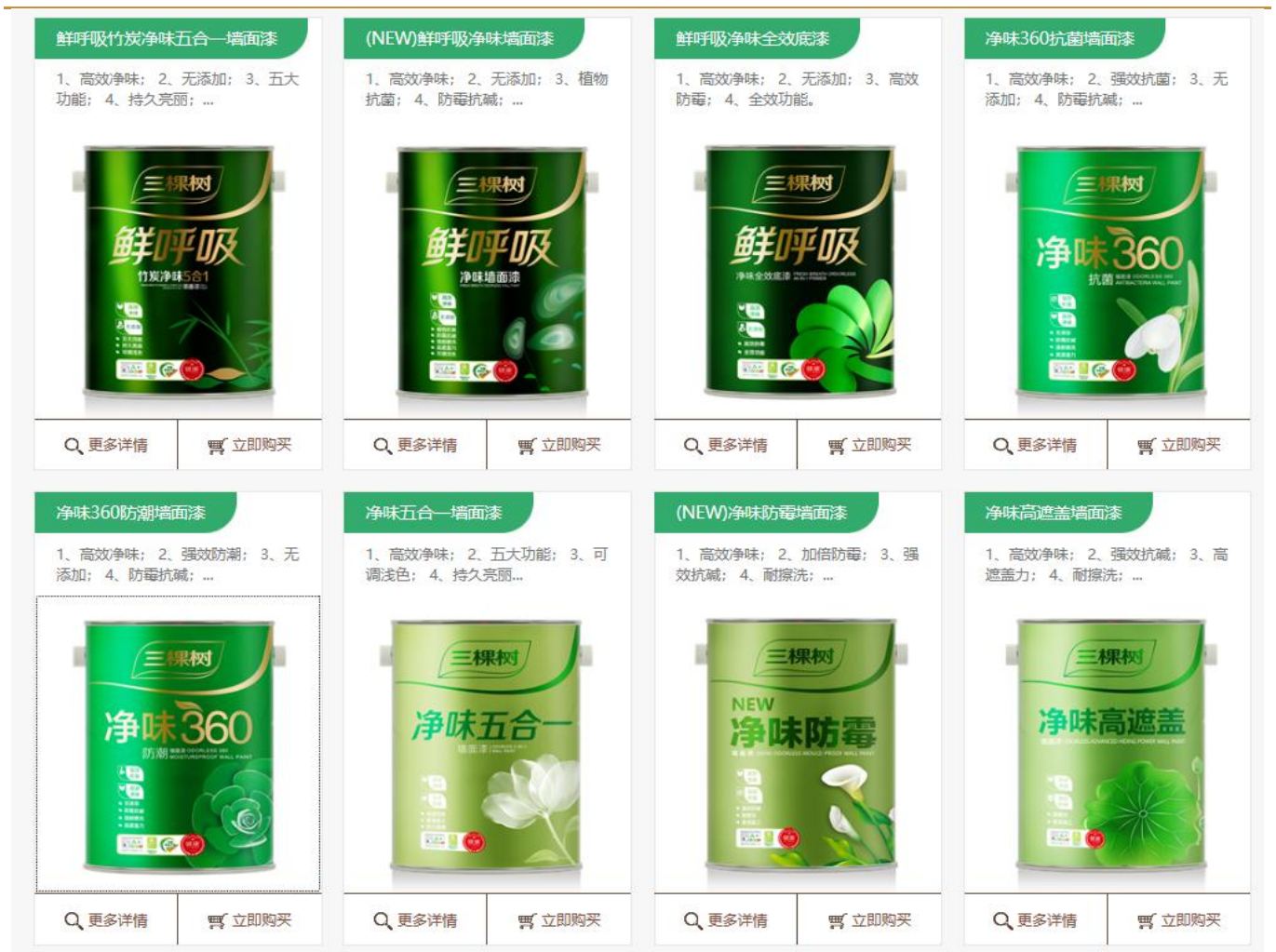
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 持续广告投入+突出环保理念+“马上住”服务强化零售市场

除密集的网点覆盖外，公司还通过鲜明的产品特性、持续的广告宣传和贴合消费者需求的服务来持续强化零售市场。

1) 鲜明的产品特性—环保健康。当代中国人正处于环保和健康意识觉醒，消费升级阶段，公司自设立伊始就以“绿色、健康、环保”为核心发展理念，公司涂料产品全部为水性涂料，并主动寻求美国绿色卫士(UL GREENGUARD) 金级认证、法国室内空气环境检测 A+ 认证等国际高标准环保认证，产品净味、去甲醛等特色突出，且持续在产品包装、实体店布置、宣传推广和销售等全环节强化环保、绿色、健康理念，目前三棵树环保健康的特色已逐步深入人心，且在持续加强。

图 45：公司绿色、环保、健康的产品特色



数据来源：公司官网，西南证券整理

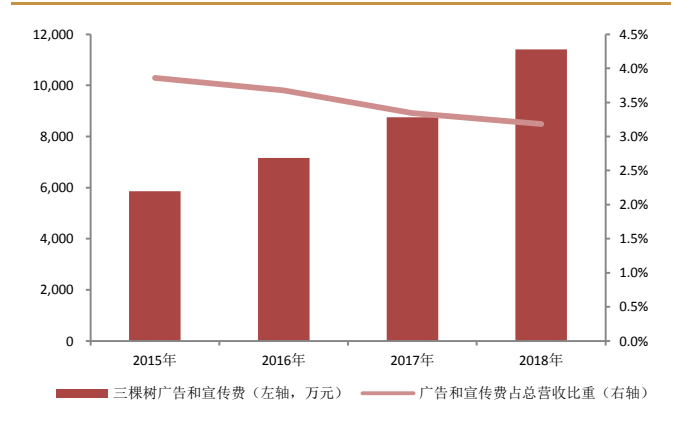
2) 持续的广告宣传。公司长期注重品牌建设与宣传，持续在中央电视台、中央人民广播电台、各类网站媒体、各大动车站、建材商圈以及新媒体等投放以健康环保为主题的系列广告，广告投入持续增加，2018 年广告和宣传费达到 1.1 亿元，是总营收的 3.2%，“三棵树、马上住”已成为家喻户晓的品牌广告语。

图 46: 公司品牌宣传



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 47: 三棵树广告和宣传费支出情况



数据来源: Wind, 西南证券整理

3) 贴合当代消费者需求的“马上住”服务。公司持续推动公司由单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商的转变。零售端推广“马上住”，提供墙面涂刷、木器涂刷、儿童房涂刷、客厅背景墙、厨卫粘贴、阳台涂刷、工装涂刷、瓷砖美缝等服务。通过预约—上门基检—定制方案—施工进场—工地核验检查—上门验收—施工退场—免费质保等一系列标准化流程完成服务，服务过程中多套方案设计供选择、全屋遮蔽保护、工装持证无烟施工、全过程微信汇报、施工完毕清洁打扫带走垃圾，做到极致精细化，贴合当代消费者消费习惯。有望持续与产品达成协同效应、展示高端形象、塑造品牌优势。截至 2018 年末，公司共有“马上住”服务授权网点 872 家，全年成交单数为 6.4 万单，2017 年同期为 1.8 万单，新增 4.6 万单，新增授权网点 339 家，发展势头强劲。

表 13: 马上住服务

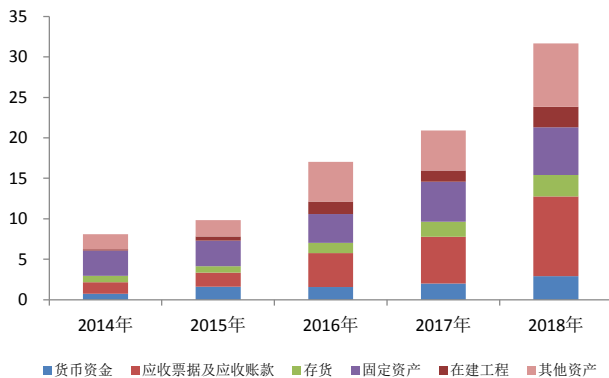
| 项目 | 内容 |
|------|---|
| 服务流程 | 线上预约—上门基检—定制方案—合同签订—预约进场—遮蔽保护—全面施工—竣工验收—付款质保。 |
| 服务范围 | 墙面涂刷、木器涂刷、儿童房涂刷、客厅背景墙、厨卫粘贴、阳台涂刷、工装涂刷、瓷砖美缝。 |
| 服务承诺 | 1) 不使用不环保材料，打造健康服务；2) 不接受宴请及礼金，打造纯净服务；3) 不减工序不增项目，打造无忧服务；4) 不穿工装不进工地，打造文明服务；5) 不让无证人员上岗，打造安全服务；6) 不在施工现场抽烟，打造无烟工地；7) 不用业主清扫工具，打造示范工地。 |
| 服务优势 | 1) 使用三棵树全健康+系列产品；2) 全屋定制施工方案；3) 全屋遮蔽保护；4) 全方位无尘打磨；5) 全程无忧监理服务；6) 全体系标准化作业；7) 全过程微信管理。 |

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

4 财务分析：应收账款转嫁上游，现金流较充沛

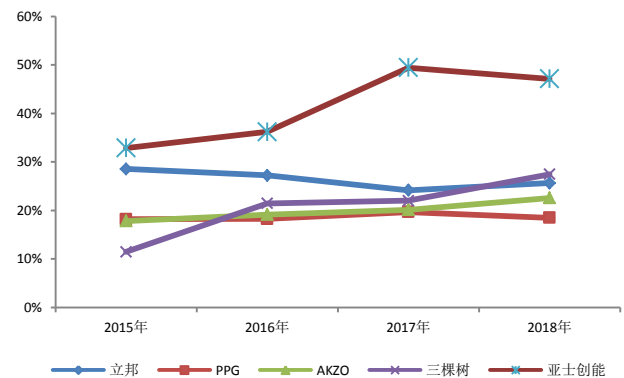
资产质量分析：2018 年公司总资产规模 31.7 亿元，同比增长 51.6%；其中流动资产 18.7 亿元，占总资产比为 59.1%；非流动资产 13.0 亿元，占总资产比重 40.9%。资产进一步细分来看，其中应收账款和应收票据总额 9.8 亿元，占总资产比重 31.1%；固定资产 5.9 亿元，占比 18.7%；存货 2.7 亿元，占比 8.4%；在建工程 2.5 亿元，占比 8.0%，为公司主要资产。

图 48：公司资产规模情况（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 49：涂料公司应收账款和票据占总营收比例对比



数据来源：Wind，西南证券整理

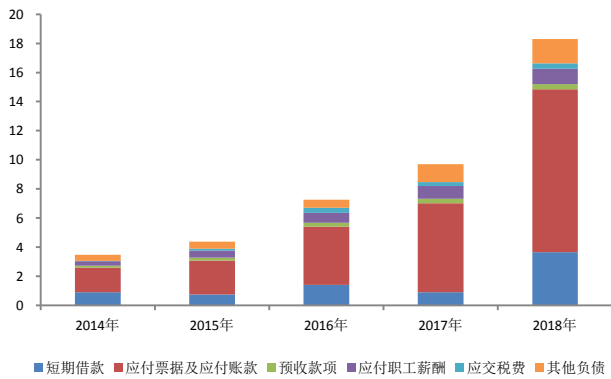
应收票据和账款具体来看，2018 年应收账款和票据总额 9.8 亿元，占总营收的比例为 27.5%，处于行业平均水平，同时公司对应收账款坏账计提规则较为严谨，对于账龄在 3 年以上的应收账款计提 100% 坏账损失，2018 年计提坏账准备 4402 万元，发生坏账损失 2171 万元，欠款方前五名合计比例为 13.1%，应收账款整体风险较小。

表 14：公司应收账款账龄和坏账计提情况

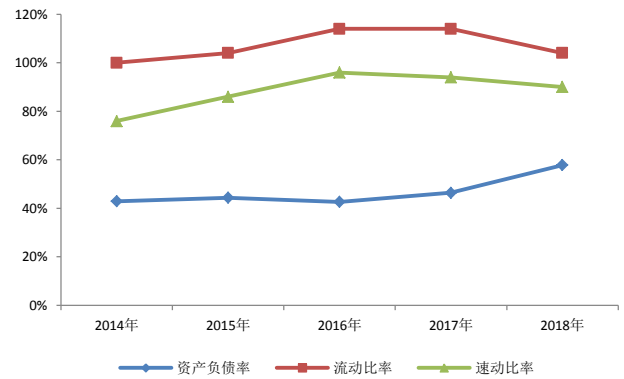
| 账龄 | 2018 年期末余额 | | |
|---------|------------|--------|------|
| | 应收账款(万元) | 坏账准备 | 计提比例 |
| 1 年以内 | 77030.8 | 3851.5 | 5% |
| 1 至 2 年 | 4054.8 | 405.5 | 10% |
| 2 至 3 年 | 314.2 | 62.8 | 20% |
| 3 年以上 | 82.2 | 82.2 | 100% |
| 合计 | 81482.0 | 4402.1 | 5.4% |

数据来源：公司公告，西南证券整理

负债结构和偿债能力分析：公司 2016-2018 年资产负债率分别为 42.6%、46.4% 和 57.8%。2018 年公司负债规模为 18.3 亿元，其中应付票据及应付款项合计 11.2 亿元，占总负债比例为 61.2%；短期借款 3.7 亿元，占总负债比例 20.2%，为公司主要债务。大规模的应付账款和票据能够有效转移应收账款和票据带来的现金流压力。2018 年流动比率 104%，速动比率 90%，短期偿债能力良好。

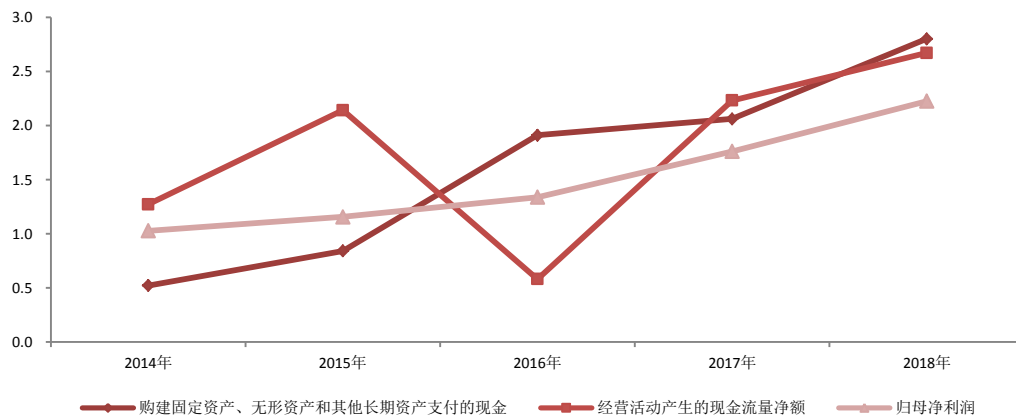
图 50: 公司负债情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 51: 公司资产负债率、速动比率和流动比率


数据来源: Wind, 西南证券整理

现金流量分析: 公司 2016-2018 年经营性活动现金流量净额为 0.6 亿元、2.2 亿元和 2.7 亿元, 2018 年经营性现金流量净额是当年归母净利润的 1.2 倍, 当年购建固定资产、无形资产等资本开支 2.8 亿元, 现金流能够满足当前业务扩张节奏。

图 52: 公司现金流情况 (亿元)


数据来源: Wind, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 借助房地产浪潮和旧改东风, 公司工程墙面漆业务正处于放量阶段, 预计 2019-2021 年销量增速 60%、50%和 40%, 开拓市场背景下假设毛利率略有下滑, 2019-2021 年毛利率分别为 40%、39%、38%。

假设 2: 随着家装墙面漆向一二线城市渗透、公司品牌效应逐步增强以及马上住带来的协同效应, 假设 2019-2021 年家装墙面漆销量能够保持 20%稳定增速, 毛利率保持稳定。

假设 3: 随着公司业务规模扩大, 地产公司多要求提供销售施工一体化服务, 公司工程墙面漆业务放量带动了装饰施工业务的爆发, 根据 2018 年、2019 年上半年工程墙面漆业务和装饰施工业务的比例关系, 假设 2019-2021 年公司装饰施工工程量增速 150%、60%和 60%, 毛利率为 5.5%、5%和 5%。

表 15: 分业务收入及毛利率

| 百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| 合计 | | | | | |
| 营业收入 | 2619.5 | 3584.0 | 5619.8 | 7695.6 | 10295.7 |
| yoy | 34.5% | 36.8% | 56.8% | 36.9% | 33.8% |
| 营业成本 | 1555.5 | 2151.6 | 3487.6 | 4852.1 | 6613.3 |
| 毛利率 | 40.6% | 40.0% | 37.9% | 36.9% | 35.8% |
| 工程墙面漆 | | | | | |
| 收入 | 1307.29 | 1758.89 | 2814.2 | 4221.3 | 5909.9 |
| yoy | 46.6% | 34.5% | 60.0% | 50.0% | 40.0% |
| 成本 | 795.88 | 1047.86 | 1688.5 | 2575.0 | 3664.1 |
| 毛利率 | 39.1% | 40.4% | 40.0% | 39.0% | 38.0% |
| 家装墙面漆 | | | | | |
| 收入 | 728.3 | 797 | 956.4 | 1147.7 | 1377.2 |
| yoy | 28.9% | 9.4% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 成本 | 313.7 | 344.86 | 416.0 | 499.2 | 599.1 |
| 毛利率 | 56.9% | 56.7% | 56.5% | 56.5% | 56.5% |
| 木器涂料 | | | | | |
| 收入 | 317.13 | 244.97 | 249.9 | 254.9 | 260.0 |
| yoy | 1.9% | -22.8% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 成本 | 210.68 | 153.25 | 157.4 | 160.6 | 163.8 |
| 毛利率 | 33.6% | 37.4% | 37.0% | 37.0% | 37.0% |
| 装饰施工 | | | | | |
| 收入 | 64.68 | 169.91 | 424.8 | 679.6 | 1087.4 |
| yoy | | 162.7% | 150.0% | 60.0% | 60.0% |

| 百万元 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 成本 | 60.98 | 160.84 | 401.4 | 645.7 | 1033.1 |
| 毛利率 | 5.7% | 5.3% | 5.5% | 5.0% | 5.0% |
| 防水材料 | | | | | |
| 收入 | | | 500.0 | 650.0 | 845.0 |
| yoy | | | | 30.0% | 30.0% |
| 成本 | | | 325.0 | 422.5 | 549.3 |
| 毛利率 | | | 35.0% | 35.0% | 35.0% |
| 其他 | | | | | |
| 收入 | 202.1 | 613.2 | 674.6 | 742.0 | 816.2 |
| yoy | 12.0% | 203.5% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 成本 | 174.2 | 444.8 | 499.2 | 549.1 | 604.0 |
| 毛利率 | 13.8% | 27.5% | 26.0% | 26.0% | 26.0% |

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 56.2、77.0 和 103.0 亿元, 归母净利润分别为 4.0、5.4 和 7.1 亿元, EPS 分别为 2.16、2.87 和 3.78 元, 对应 PE 分别为 30、22 和 17 倍。

5.2 绝对估值

关键假设如下:

- 1) 永续期增长率为 4%;
- 2) 无杠杆 β 系数为 1.1;
- 3) 税率: 保持 15% 稳定税率。

表 16: 绝对估值假设条件

| 估值假设 | 数值 |
|------------|-------|
| 过渡期年数 | 3 |
| 永续期增长率 | 4% |
| 无风险利率 Rf | 3% |
| 市场组合报酬率 Rm | 8% |
| 有效税率 Tx | 15% |
| 过渡期增长率 | 15% |
| β 系数 | 1.10 |
| 债务资本成本 Kd | 5.5% |
| 债务资本比重 Wd | 21.5% |
| 股权资本成本 Ke | 9% |
| WACC | 8.07% |

数据来源: 西南证券

表 17: FCFF 估值结果

| FCFF 估值 | 现金流折现值 (百万元) |
|---------|--------------|
| 核心企业价值 | 9668.56 |
| 净债务价值 | 963.90 |
| 股票价值 | 8704.66 |
| 每股价值 | 46.70 |

数据来源: 西南证券

表 18: FCFF 估值敏感性分析

| WACC \ 永续增长率 | 6.57% | 7.07% | 7.57% | 8.07% | 8.57% | 9.07% | 9.57% |
|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2.5% | 51.92 | 44.79 | 39.09 | 34.43 | 30.54 | 27.27 | 24.46 |
| 3.0% | 58.96 | 50.11 | 43.23 | 37.71 | 33.20 | 29.45 | 26.28 |
| 3.5% | 68.29 | 56.93 | 48.38 | 41.72 | 36.38 | 32.02 | 28.39 |
| 4.0% | 81.26 | 65.96 | 54.97 | 46.70 | 40.26 | 35.10 | 30.88 |
| 4.5% | 100.49 | 78.51 | 63.72 | 53.09 | 45.09 | 38.86 | 33.86 |
| 5.0% | 131.97 | 97.12 | 75.86 | 61.55 | 51.27 | 43.53 | 37.50 |
| 5.5% | 192.87 | 127.59 | 93.88 | 73.31 | 59.47 | 49.52 | 42.03 |

数据来源: 西南证券

绝对估值的结果可得, 公司每股内在价值约 46.7 元。

5.3 相对估值

根据业务结构和业务属性我们选择了四家建材可比公司, 涂料企业亚士创能、管材龙头伟星新材、卫浴和瓷砖企业帝欧家居和蒙娜丽莎。2018 年四家公司的平均 PE 为 25 倍, 2019 年平均 PE 为 18 倍, 2020 年平均 PE 为 15 倍。三棵树未来最大的看点有 2 个: 1) 工程墙面漆正处于快速放量阶段, 带动公司规模快速做大; 2) 零售业务基础扎实, 产品特色深入人心、“马上住”服务优质, 市场份额稳步提升。

公司目前处于快速成长阶段, 归母净利润未来三年复合增速 46.9%, 经营性现金流和利润匹配, 结合对标公司增速和估值, 给予公司高增速估值溢价, 给予 2020 年 27 倍 PE, 对应市值 144 亿元, 目标价 77.5 元。首次覆盖给予“买入”评级。

表 19: 可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|--------|------|--------|---------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 18A | 19E | 20E | 21E | 18A | 19E | 20E | 21E |
| 603378 | 亚士创能 | 13.50 | 0.30 | | | | 45.00 | - | - | - |
| 002372 | 伟星新材 | 16.60 | 0.75 | 0.72 | 0.83 | 0.97 | 22.13 | 23.06 | 20.00 | 17.11 |
| 002798 | 帝欧家居 | 21.70 | 0.99 | 1.38 | 1.76 | 2.22 | 21.92 | 15.72 | 12.33 | 9.77 |
| 002918 | 蒙娜丽莎 | 16.15 | 1.53 | 1.10 | 1.42 | 1.85 | 10.56 | 14.68 | 11.37 | 8.73 |
| 平均值 | | | | | | | 24.90 | 17.82 | 14.57 | 11.87 |

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

1) 房地产新开工大幅下滑、竣工持续低迷风险：若受宏观经济或政策影响，房地产新开工面积大幅下滑，竣工持续低迷，涂料市场空间或受挤压；

2) 销售扩张不及预期风险：公司产能持续扩张，工程墙面漆市场开拓顺利，但不排除未来销售不及预期；

3) 应收账款坏账风险：公司应收账款规模随着业务规模扩大，虽然资金压力可以向上游转移，但若房地产行业出现系统性风险或公司某家主要客户出现经营问题，大规模坏账将严重影响公司利润。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 现金流量表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3584.02 | 5619.84 | 7695.55 | 10295.71 | 净利润 | 222.49 | 402.20 | 535.64 | 705.32 |
| 营业成本 | 2151.65 | 3487.58 | 4852.08 | 6613.30 | 折旧与摊销 | 64.32 | 69.51 | 93.94 | 121.15 |
| 营业税金及附加 | 44.35 | 67.44 | 92.35 | 113.25 | 财务费用 | 17.05 | 38.84 | 74.81 | 115.08 |
| 销售费用 | 771.54 | 1034.05 | 1354.42 | 1729.68 | 资产减值损失 | 24.11 | 25.00 | 30.00 | 40.00 |
| 管理费用 | 239.76 | 494.55 | 661.82 | 854.54 | 经营营运资本变动 | -131.70 | -264.55 | -100.81 | -128.31 |
| 财务费用 | 17.05 | 38.84 | 74.81 | 115.08 | 其他 | 70.46 | -25.62 | -29.69 | -40.15 |
| 资产减值损失 | 24.11 | 25.00 | 30.00 | 40.00 | 经营活动现金流净额 | 266.73 | 245.38 | 603.89 | 813.09 |
| 投资收益 | 2.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -218.60 | -500.00 | -500.00 | -500.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | -223.46 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -442.06 | -500.00 | -500.00 | -500.00 |
| 营业利润 | 283.81 | 472.38 | 630.08 | 829.85 | 短期借款 | 276.00 | 609.27 | 258.94 | 169.13 |
| 其他非经营损益 | -12.05 | 0.79 | 0.09 | -0.07 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 271.76 | 473.17 | 630.16 | 829.78 | 股权融资 | 37.91 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 49.27 | 70.98 | 94.52 | 124.47 | 支付股利 | -56.15 | -44.50 | -80.44 | -107.13 |
| 净利润 | 222.49 | 402.20 | 535.64 | 705.32 | 其他 | -42.67 | -38.84 | -74.81 | -115.08 |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 筹资活动现金流净额 | 215.09 | 525.93 | 103.68 | -53.07 |
| 归属母公司股东净利润 | 222.49 | 402.20 | 535.64 | 705.32 | 现金流量净额 | 39.75 | 271.31 | 207.57 | 260.02 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 财务分析指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 货币资金 | 290.67 | 561.98 | 769.56 | 1029.57 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 1030.20 | 1835.37 | 2505.84 | 3358.16 | 销售收入增长率 | 36.82% | 56.80% | 36.94% | 33.79% |
| 存货 | 264.90 | 431.56 | 600.85 | 819.92 | 营业利润增长率 | 28.38% | 66.44% | 33.38% | 31.71% |
| 其他流动资产 | 284.07 | 445.44 | 609.96 | 816.05 | 净利润增长率 | 26.43% | 80.77% | 33.18% | 31.68% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 37.93% | 59.03% | 37.55% | 33.46% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 844.14 | 1282.05 | 1695.53 | 2081.79 | 毛利率 | 39.97% | 37.94% | 36.95% | 35.77% |
| 无形资产和开发支出 | 177.31 | 170.29 | 163.27 | 156.25 | 三费率 | 28.69% | 27.89% | 27.17% | 26.22% |
| 其他非流动资产 | 274.31 | 273.91 | 273.51 | 273.11 | 净利率 | 6.21% | 7.16% | 6.96% | 6.85% |
| 资产总计 | 3165.60 | 5000.61 | 6618.52 | 8534.86 | ROE | 16.66% | 23.76% | 24.93% | 25.68% |
| 短期借款 | 366.00 | 975.27 | 1234.20 | 1403.34 | ROA | 7.03% | 8.04% | 8.09% | 8.26% |
| 应付和预收款项 | 1296.62 | 2084.08 | 2905.55 | 3948.34 | ROIC | 19.26% | 22.30% | 21.74% | 22.97% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 10.19% | 10.33% | 10.38% | 10.35% |
| 其他负债 | 167.65 | 248.23 | 330.53 | 436.76 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1830.27 | 3307.57 | 4470.29 | 5788.45 | 总资产周转率 | 1.36 | 1.38 | 1.32 | 1.36 |
| 股本 | 133.13 | 186.38 | 186.38 | 186.38 | 固定资产周转率 | 6.61 | 7.50 | 7.11 | 7.17 |
| 资本公积 | 397.29 | 344.04 | 344.04 | 344.04 | 应收账款周转率 | 5.70 | 5.16 | 4.62 | 4.58 |
| 留存收益 | 857.76 | 1215.46 | 1670.66 | 2268.84 | 存货周转率 | 9.43 | 9.95 | 9.36 | 9.28 |
| 归属母公司股东权益 | 1335.33 | 1693.03 | 2148.23 | 2746.42 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 111.60% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 1335.33 | 1693.03 | 2148.23 | 2746.42 | 资产负债率 | 57.82% | 66.14% | 67.54% | 67.82% |
| 负债和股东权益合计 | 3165.60 | 5000.61 | 6618.52 | 8534.86 | 带息债务/总负债 | 20.00% | 29.49% | 27.61% | 24.24% |
| | | | | | 流动比率 | 1.04 | 1.00 | 1.01 | 1.05 |
| | | | | | 速动比率 | 0.90 | 0.87 | 0.88 | 0.90 |
| | | | | | 股利支付率 | 25.24% | 11.06% | 15.02% | 15.19% |
| 业绩和估值指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 365.19 | 580.74 | 798.83 | 1066.08 | 每股收益 | 1.19 | 2.16 | 2.87 | 3.78 |
| PE | 53.64 | 29.67 | 22.28 | 16.92 | 每股净资产 | 7.16 | 9.08 | 11.53 | 14.74 |
| PB | 8.94 | 7.05 | 5.56 | 4.35 | 每股经营现金 | 1.43 | 1.32 | 3.24 | 4.36 |
| PS | 3.33 | 2.12 | 1.55 | 1.16 | 每股股利 | 0.30 | 0.24 | 0.43 | 0.57 |
| EV/EBITDA | 22.81 | 20.80 | 15.18 | 11.29 | | | | | |
| 股息率 | 0.47% | 0.37% | 0.67% | 0.90% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|--------|---------|---------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 地区销售副总监 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 王慧芳 | 高级销售经理 | 021-68415861 | 17321300873 | whf@swsc.com.cn |
| | 涂诗佳 | 销售经理 | 021-68415296 | 18221919508 | tsj@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 金悦 | 销售经理 | 021-68415380 | 15213310661 | jyue@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 路剑 | 高级销售经理 | 010-57758566 | 18500869149 | lujian@swsc.com.cn |
| | 王梓乔 | 销售经理 | 13488656012 | 13488656012 | wzqiao@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 销售经理 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 余燕伶 | 销售经理 | 0755-26820395 | 13510223581 | yyi@swsc.com.cn |
| | 陈霄（广州） | 销售经理 | 15521010968 | 15521010968 | chenxiao@swsc.com.cn |