

公司研究/首次覆盖

2019年10月21日

建材/其他建材 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 15.27  
合理价格区间(元): 18.72~20.80

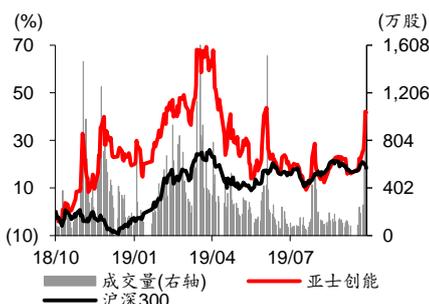
**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

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

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

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

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 国内工程涂料龙头, 利润拐点到来

## 亚士创能(603378)

### 国内工程涂料龙头企业, 首次覆盖“买入”

亚士创能是国内工程涂料龙头企业, 可同时生产外墙保温三大产品并提供配套系统服务, 其工程漆/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。我们看好公司未来的成长性: 1) 工程涂料业务市占率有望提升, 19 年原材料价格下跌, 20 年起自产销量占比提升推动毛利率提升; 2) 随着保温市场未来竞争环境优化, 公司作为保温板的龙头企业, 利润率有望企稳, 随着全国产能布局完善, 市占率有望提升; 3) 20 年起费用率步入下行通道。我们预计 19-21 年净利率为 4.4%/6.1%/7.6%, 公司 EPS 分别为 0.57/1.04/1.66 元, 首次覆盖“买入”评级。

### 国产工程漆市场份额持续提升, 亚士涂料业务有望快速扩张

根据中国涂料协会数据, 2018 年全国建筑涂料销售收入估算为 1300 亿元, 同比+0.7%, 根据涂界统计, 18 年立邦/三棵树/亚士创能市占率较 16 年分别-4.3pct/+3.9pct/+1.3pct, 国产工程漆持续挤占小厂和外资份额, 原因包括: 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。预计随着亚士 18 年涂料自有产能步入快速增长通道, 其市场份额有望持续提升。

### 保温市场空间大, 政策驱动竞争环境优化, 公司加快全国产能布局

亚士创能拥有完整的保温产品体系, 据我们测算, 19、20 年保温板(含装饰板)年市场空间将达 434 亿元。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。亚士创能拥有大客户基础, 2019 年公司保温装饰一体板品牌首选率蝉联行业第一, 保温材料获行业第二, 目前公司正在加快全国性先进产能布局以完善全国性供货能力, 随着行业未来竞争环境优化, 公司作为保温板龙头企业, 利润率和市占率提升可期。

### 19 年步入毛利率向上拐点, 20 年起步入费用率向下拐点

19 年原材料价格下降及高毛利率涂料业务占比提升带动公司毛利率步入向上拐点, 预计 20 年随着自有产能占比提升将推动毛利率提升。我们预计 20 年公司销售费用率/管理(含研发)费用率同比分别为-0.5pct/-0.1pct, 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, 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。

### 预计 19-21 净利润 CAGR 达 77%, 首次覆盖“买入”

我们认为亚士创能具备较好的产品体系和 B 端客户积累, 随着全国产能布局的完善, 收入有望实现快速增长, 毛利率提升, 费用率下降。我们预计 19-21 年 EPS 为 0.57/1.04/1.66 元, CAGR 高达 77%, 参考 20 年国内可比公司 19.9x 估值, 给予公司 18-20x 目标 2020E PE, 对应目标价 18.72~20.80 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 房地产竣工不及预期, 行业竞争恶化, 原材料价格大幅上涨。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	194.80
流通 A 股(百万股)	68.98
52 周内股价区间(元)	10.41-18.37
总市值(百万元)	2,975
总资产(百万元)	2,738
每股净资产(元)	6.65

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,355	1,662	2,504	3,324	4,269
+/-%	26.32	22.64	50.66	32.73	28.43
归属母公司净利润(百万元)	113.73	58.73	111.24	201.65	323.22
+/-%	(7.08)	(48.36)	89.40	81.28	60.29
EPS(元, 最新摊薄)	0.58	0.30	0.57	1.04	1.66
PE(倍)	26.15	50.65	26.74	14.75	9.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心观点 .....	4
亚士创能：国内工程漆龙头企业 .....	5
功能性涂料产品种类齐全，持续新品研发 .....	7
外墙漆直销经销并重，内墙漆采取经销模式 .....	7
OEM 补充自有产能，自有产能 18 年起快速增长 .....	9
亚士工程涂料市占率快速提升，19 年迎来利润率拐点 .....	10
建筑涂料行业 15 年起进入成熟期，保持低个位数增长 .....	10
凭借产品高性价比+服务优势，B 端国产涂料龙头企业份额快速提升 .....	12
19 年毛利率迎向上拐点，未来费用有望优化 .....	14
保温材料市场空间大，未来有望迎来快速发展期 .....	18
保温板市场空间大，政策利好行业发展 .....	19
亚士加快全国产能布局，未来市占率有望提升 .....	19
盈利预测与估值：19-21 年利润率有望提升，首次覆盖买入 .....	21
19 年迎来利润率拐点，预计 19-21 年净利润复合增速为 77% .....	21
首次覆盖给予“买入”评级 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1：亚士创能股权结构图（截至 2019 年中报） .....	5
图表 2：公司参与制定的行业标准 .....	5
图表 3：2012-2018 年分地区主营业务收入占比 .....	6
图表 4：2012-2018 年分结构主营业务收入占比 .....	6
图表 5：2014-2019 年上半年营业收入及增速 .....	6
图表 6：2014-2019 年上半年归母净利润及增速 .....	6
图表 7：2012-2018 年公司各业务毛利率变化 .....	6
图表 8：亚士创能主要功能性涂料产品体系 .....	7
图表 9：亚士创能直销与经销销售占比情况（%） .....	8
图表 10：亚士创能主要合作地产商 .....	8
图表 11：B 端为主消费建材公司现金周转天数 .....	8
图表 12：立邦、三棵树、亚士创能工厂布局 .....	9
图表 13：公司自产及委托加工产量情况 .....	9
图表 14：2007-2018 年我国规模以上企业涂料产量及增速（万吨，%） .....	10
图表 15：2007-2018 年我国规模以上涂料企业收入及增速（亿元，%） .....	10
图表 16：2007-2018 年我国规模以上企业利润总额及增速（亿元，%） .....	10
图表 17：2015-2018 年各类涂料产量占全行业比重 .....	10
图表 18：2017 年建筑涂料结构（万吨，%） .....	11

图表 19: 2002-2018 年建筑涂料与商品房销售面积和房屋竣工面积增速 .....	11
图表 20: 外墙漆市场规模估算 .....	11
图表 21: 内墙漆市场规模估算 .....	12
图表 22: 2017 年中国涂料 100 强企业排行榜前 10 强企业 .....	12
图表 23: 2018 年中国涂料 100 强企业排行榜前 10 强企业 .....	12
图表 24: 内资龙头品牌工程漆市占率显著提升 .....	13
图表 25: 2017-2019 年房地产 500 强涂料类供应商品品牌首选排行 .....	13
图表 26: 2015-2018 年房地产企业市占率情况 .....	13
图表 27: 亚士创能品牌价值体现 .....	14
图表 28: 亚士创能打造信息化供应链平台 .....	14
图表 29: 亚士创能智能制造模式 .....	14
图表 30: 三棵树 2015 年家庭漆成本结构 (%) .....	15
图表 31: 三棵树 2015 年工程漆成本结构 (%) .....	15
图表 32: 2016-2019.9 钛白粉价格 .....	15
图表 33: 毛利率与钛白粉均价变化 .....	15
图表 34: 2018 年公司销售费用结构 .....	16
图表 35: 2018 年公司管理费用结构 .....	16
图表 36: 亚士创能半年度管理费用率变化 .....	16
图表 37: 三棵树半年度管理费用率变化 .....	16
图表 38: 亚士创能管理费用细项占收入比重 (%) .....	16
图表 39: 三棵树管理费用细项占收入比重 (%) .....	16
图表 40: 亚士创能销售费用细项占收入比重 (%) .....	17
图表 41: 三棵树销售费用细项占收入比重 (%) (薪酬, 广告占比高) .....	17
图表 42: 亚士创能销售人均产值分析 .....	17
图表 43: 三棵树销售人均产值分析 .....	17
图表 44: 保温装饰板替代传统薄抹灰和涂料湿作业系统示意图 .....	18
图表 45: 颗粒防火隔离膜形成示意图 .....	18
图表 46: 保温装饰板营业收入及同比增速 .....	19
图表 47: 防火保温板营业收入及同比增速 .....	19
图表 48: 亚士创能综合生产基地布局 .....	20
图表 49: 2019 年中国房地产开发企业 500 强首选保温材料品类 10 强 .....	20
图表 50: 2019 年中国房地产开发企业 500 强首选涂料装饰保温一体板 .....	20
图表 51: 分部营收预测 (单位: 百万元) .....	21
图表 52: 分部毛利润预测 (单位: 百万元) .....	22
图表 53: 可比公司估值表 (采取 2019 年 10 月 18 日收盘价) .....	22
图表 54: 涂料海外可比公司估值表 (采取 2019 年 10 月 18 日收盘价) .....	22
图表 55: 亚士创能历史 PE-Bands .....	23
图表 56: 亚士创能历史 PB-Bands .....	23

## 核心观点

### 公司核心逻辑：

**亚士在工程漆领域具备较强的品牌/服务/资金综合竞争力，伴随着下游客户集中度提升+公司未来新增产能释放，工程漆市场份额有望提升：**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），立邦/三棵树/亚士市占率分别为18.8%/11.0%/7.2%，较16年分别-4.3pct/+3.9pct/+1.3pct。国产龙头企业逐步挤占外企和小厂份额，原因：1）下游地产集中度提升，涂料领域采用集采的地产客户也在增加，带动上游龙头企业市占率提升；2）工程漆竞争从单一的品牌竞争逐步演化为品牌/服务/资金等综合实力比拼，17年原材料大幅涨价导致盈利能力下滑，部分小厂退出，多乐士等外资主动退出中国工程漆市场。预计未来随着公司自有产能增加，市占率有望逐步提升。

**19年原材料价格下跌推动毛利率改善，20年费用率弹性有望逐步体现：**亚士创能建筑涂料成本以直接材料为主（占比约90%），在原材料价格不出现大幅波动时，一般不进行价格调整，19年上半年原材料价格下降显著及高毛利率的建筑涂料业务收入占比提升共同驱动公司毛利率同比提升5.5pct；2018年公司外协加工销量占比达43%，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，未来随着公司自有产能逐步投放，自有销量占比提升，将有利于毛利率进一步提升。2018年公司继续加大营销网络布局力度，提前储备销售人员，同时公司项目咨询费、等一次性支出金额较大导致公司费用率升高，随着未来收入快速增长，人均产值提升，预计销售、管理费用将在2020年进入下行通道，预计19/20/21年公司净利率分别达到4.4%/6.1%/7.6%。

**政策推动保温装饰板市场竞争环境优化，龙头集中度有望提升：**据我们测算，19、20年保温板（含装饰板）每年市场空间将达434亿元，市场空间较大。目前行业小厂较多，无序竞争情况较为严重，公司保温装饰板毛利率承压，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，随着政策标准的逐步推出和完善，建筑保温行业秩序有望优化。亚士创能拥有完整的保温产品体系，在2019年中国房地产开发企业500强首选品牌中，公司保温装饰一体板品牌首选率蝉联行业第一，保温材料获行业第二，目前公司正在加快全国性先进产能布局，以完善全国性供货能力，随着未来行业发展逐渐步入正轨，市占率提升可期。

### 区别于市场的观点：

**市场对公司的市占率提升潜力预期不足。**我们认为公司市占率存在较大提升空间，13-18年收入CAGR 24%，功能性建筑涂料CAGR 27%，14年以来新增的外墙涂料需求主要是通过外协生产方式满足，17年9月新增滁州工厂，产能是其市占率提升的瓶颈之一，18年委托生产的单吨价格仅为自产单吨价格的一半，预计公司18年后产能进入快速扩张周期，市占率提升空间广阔。

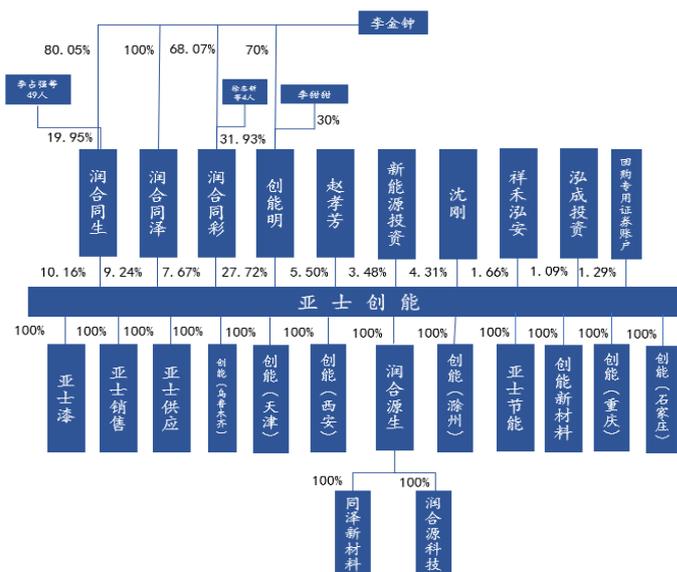
**市场对公司的利润率提升空间预期不足。**1）毛利率：除了原材料成本下降带来的毛利率提升外，预计随着未来自有产能占比提升也将提升毛利率（根据调研，18年委外毛利率比自产毛利率低9%，委外销量占比在40%-50%），静态测算若自产销量占比提升10%，则毛利率有0.9pct提升空间；2）费用率：我们预计19年公司销售费用率/管理（含研发）费用率分别为16.5%/9.0%，薪酬占比较大，18年下半年开始公司新增销售人员较多，销售人均产值从17年的201万降低至18年的185万，我们预计20年起，随着公司收入快速增长，人均产值提升，销售/管理费用率有望进入下行通道。

**市场对公司的营运资金情况过于悲观。**亚士创能虽然B端为主，无需对其主业造血能力过于担忧，由于亚士创能和上游的议价能力较强，因此应付周转天数较长，同时下游销售中工渠收入占比较高，垫资压力小，因此亚士创能现金循环周期（现金循环周期=应收账款&应收票据周转天数+存货周转天数-应付账款&应付票据周转天数-预收账款周转天数）整体健康，18年现金循环周期为53天，12-18年累计经营性现金流量净额/净利润达86%，优于防水主要上市公司。

## 亚士创能：国内工程漆龙头企业

工程漆龙头企业，利用资本市场赢得更大发展。亚士创能是我国工程漆龙头企业，公司前身创能有限成立于2009年，2011年以整体变更方式设立亚士创能科技（上海）股份有限公司，2017年9月28日，公司于上海证券交易所A股成功上市。公司董事长兼总经理李金钟先生2001年创办亚士漆，2009年创办创能有限，曾荣获中国建筑装饰协会突出贡献企业家、优秀企业家等荣誉称号。

图表1：亚士创能股权结构图（截至2019年中报）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

公司主要产品包括保温装饰板、真金防火保温板、功能型建筑涂料三大类，还包括粘结砂浆、锚固件、密封胶、稀释剂等配套辅料。公司在功能型建筑涂料基础上，先后自主研发了保温装饰板、真金防火保温板，使公司成为行业内同时拥有保温装饰板、保温板、功能型建筑涂料三大产品及其系统服务能力，品牌影响力较强、规模较大的少数企业之一，公司曾参与或者主导制定的国家标准、行业标准。

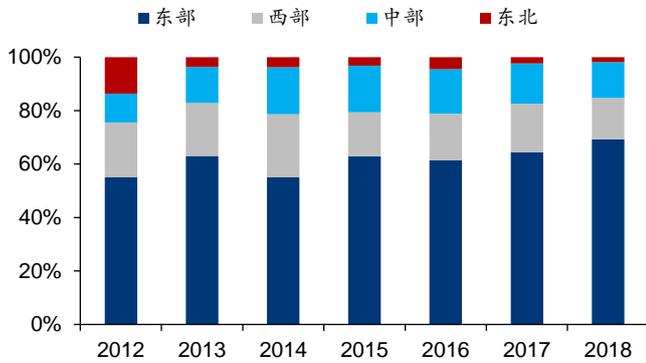
图表2：公司参与制定的行业标准

标准名称	标准编号	制定情况
《建筑涂料涂层耐沾污性试验方法》	国家标准 GB/T 9780-2013	参与编制
《复层建筑涂料》	国家标准 GB/T 9779-2005	参与编制
《地坪涂装材料》	国家标准 GBT/22374-2008	参与编制
《墙体节能建筑构造》	国家标准图集 06J123	参与编制
《保温装饰板外墙外保温系统材料》	建筑业行业标准 JG/T287-2013	参与编制
《膨胀玻化微珠轻质砂浆》	建筑业行业标准 JG/T283-2010	参与编制
《外墙涂料吸水性的测定及分级》	建筑业行业标准 JG/T343-2011	参与编制
《建筑内外墙用底漆》	建筑业行业标准 JG/T210-2007	参与编制
《建筑装饰面材料用彩砂》	建材行业标准 JC/T2328-2015	参与编制
《水性多彩建筑涂料》	化工行业标准 HGT4343-2012	参与编制
《保温防火复合板应用技术规程》	行业标准 JGJ/T350-2015	参与编制
《外墙保温复合板通用技术要求》	行业标准 JG/T480-2015	参与编制
《外墙水性氟涂料》	行业标准	正在参与
《保温装饰板外墙外保温工程技术导则》	行业标准	正在参与
《建筑用反射隔热涂料》	国家标准 GB/T25261-2010	正在参与
《热固复合树脂泡沫保温板》	行业标准	正在参与

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

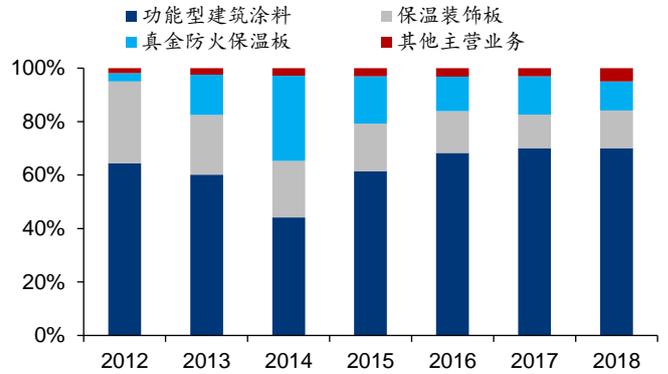
功能型建筑涂料是公司的主要业务，占比近70%。功能性建筑涂料收入占比自2014年以来持续提升，2018年功能型建筑涂料/保温装饰板/真金防火保温板主营业务收入占比分别为69%/14%/11%，功能型建筑涂料收入占比近7成；分地区来看，亚士创能东部地区收入贡献最大，2018年华东/西部/中部/东北收入占比分别达69%/16%/13%/2%。

图表3：2012-2018年分地区主营业务收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：2012-2018年分结构主营业务收入占比



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

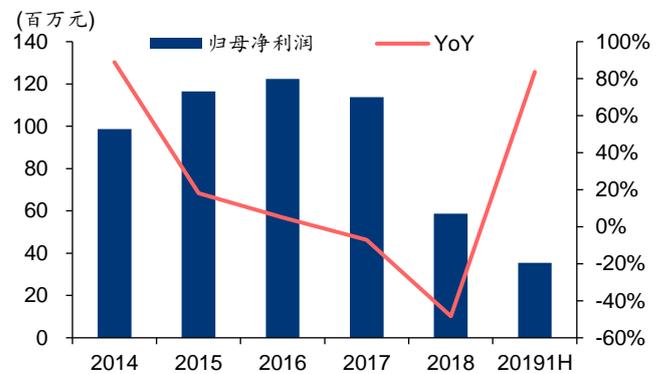
19年收入有望加速增长，迎来利润率拐点。公司自2014年以来收入一直维持在20%以上增速，但净利润增速在放缓，毛利率自2014年以来持续下滑，主要受原材料涨价影响。2018年因毛利下降及费用大幅增长，公司归母净利润同比下滑48%。19H1公司收入/净利润同比分别增长46%/84%，主要是下游地产集中度提升+替代小厂/外资份额，原材料成本下降使得公司盈利能力提升。

图表5：2014-2019年上半年营业收入及增速



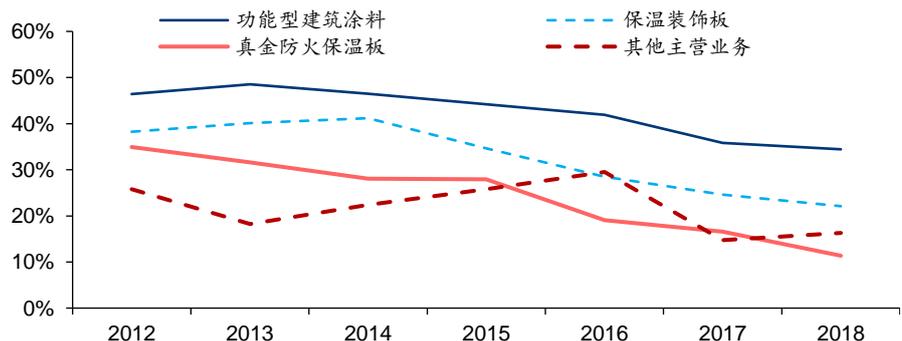
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：2014-2019年上半年归母净利润及增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：2012-2018年公司各业务毛利率变化

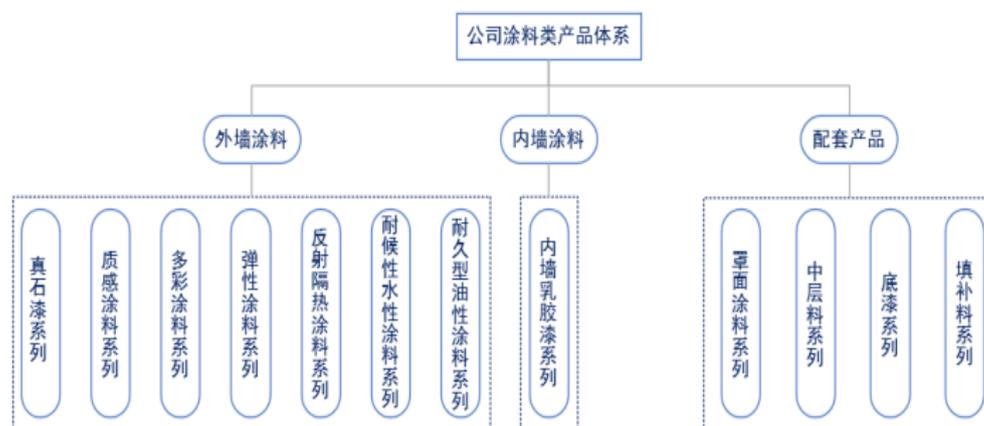
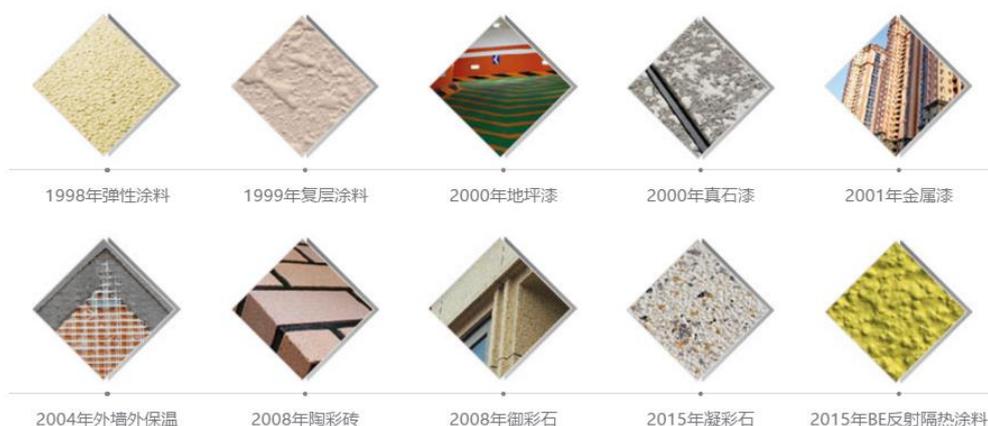


资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 功能性涂料产品种类齐全，持续新品研发

公司**功能型建筑涂料**涵盖了建筑外墙涂料、建筑内墙涂料、建筑中层涂料、建筑底层涂料、基层平整材料等具有高装饰性、高保色性、高防污性、高耐候性、高抗裂性等特点的系列功能型建筑涂料体系，各类涂料在大型房地产工程中均有运用案例。

图表8：亚士创能主要功能性涂料产品体系



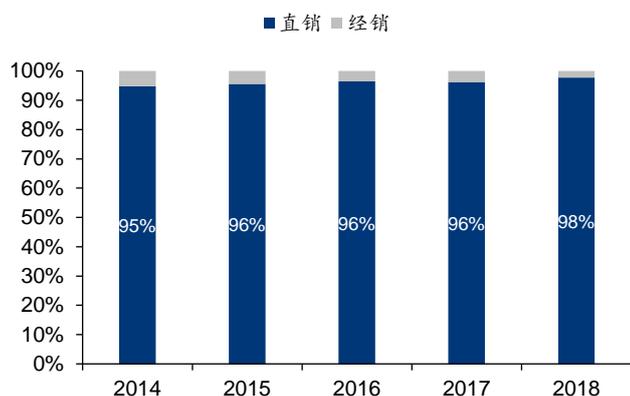
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 外墙漆直销经销并重，内墙漆采取经销模式

公司采取直销与经销两种模式进行销售，主要产品外墙漆产品直销为主（公司定义的直销包含地产商等大B客户和装修施工企业等小B客户，传统定义的直销是只包括大B客户），内墙漆产品经销为主。亚士创能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。由于公司产品以外墙漆为主，直销收入占比自2014年起一直在95%以上，近几年还有提升趋势。

公司与恒大、万科等大地产商长期保持战略合作关系。根据调研，公司目前与全国 70 余家大型房地产开发企业达成战略合作及集采，其中 8 家为中国房地产企业 TOP10（除过碧桂园、金地两家），在多年服务期间，亚士荣获“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。恒大一直是亚士创能的第一大客户，根据调研，2018 年公司对恒大的销售额占恒大涂料集采额的比例为 20%-30%，万科的涂料部分由公司直接供应，部分由公司的 B 端经销商供应。根据调研信息，19 年公司战略合作业务仍以万科、恒大为主，随着地产行业集中度的提升，销售额预计进一步提升。

图表9：亚士创能直销与经销销售占比情况（%）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：亚士创能主要合作地产商

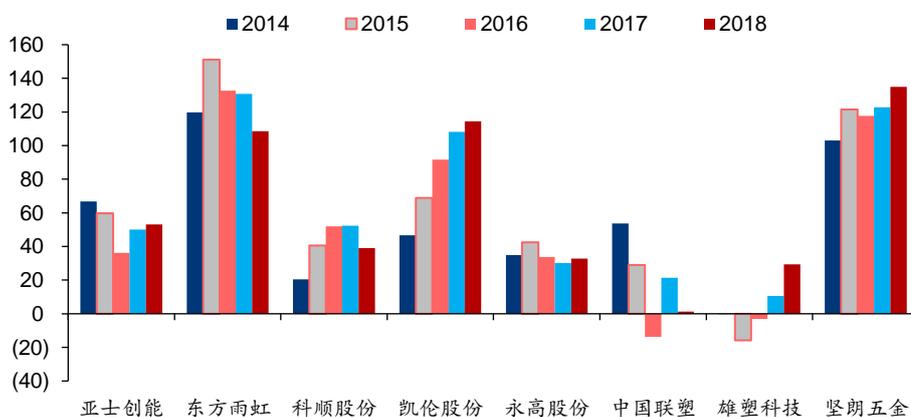


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

工程漆渠道资源丰富，渠道收入占比超过 50%。根据调研，目前工程漆中小 B 占比约为 50%-60%，且有提升趋势，大概有 2400 多名活跃 B 端经销商，小 B 客户占比较高，有利于缓解公司应收账款压力。根据公司中报，截至 2019 年 6 月底，公司已拥有 30 个省级营销机构（除西藏外全国覆盖），117 个营销办事处（销售工程师、专业产品经理服务本地客户和项目），10 个样品技术服务中心（负责本地化的来样调色、小样制作、样漆服务），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。

亚士创能虽然 B 端为主，但营运资金状况健康。我们选取指标现金循环周期（现金循环周期=应收账款&应收票据周转天数+存货周转天数-应付账款&应付票据周转天数-预收账款周转天数）来反应公司的资金营运能力，由于亚士创能和上游的议价能力更强，因此应付周转天数较长，同时下游销售中小 B 收入占比较高，垫资压力会更小，因此亚士创能现金循环周期整体健康，优于防水主要上市公司。

图表11：B 端为主消费建材公司现金周转天数



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## OEM 补充自有产能，自有产能 18 年起快速增长

公司涂料产能目前处于瓶颈期，未来产能规划将达百万吨级。目前，公司建筑涂料的产能主要分布在安徽滁州以及上海，其中安徽滁州在产产能 25 万吨，上海约 5 万吨。根据公司 19 年中报，公司新疆乌鲁木齐、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。同时，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。根据调研，截至 19 年年底公司有望将安徽滁州产能扩充至 30 万吨以上，新疆的基地有望明年建成，包含 5 万吨涂料产能。此外，公司计划在 2023 年使得涂料产能扩充至 150 万吨，具体产能规划包含：新疆 5 万吨涂料产能，石家庄 25 万吨，重庆 25 万吨，滁州 30 万吨，广东 20 万吨，上海 5 万吨，以及长沙、中原等地。随着未来产能的逐步释放，公司收入增速有望实现快速增长。

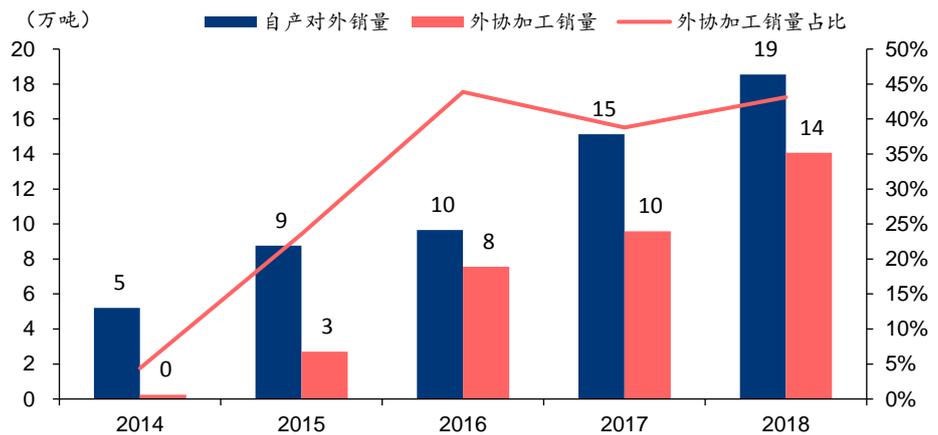
图表12：立邦、三棵树、亚士创能工厂布局

主要企业	地区分布	产能(万吨)	在建工厂	产能(万吨)	拟建工厂	产能(万吨)	产能目标
立邦	上海、广州、廊坊、成都、苏州、咸宁 6 个综合工厂，9 个区域工厂，24 个专业工厂	187	清远、常熟、成都、张家港、天津	122	南京等	360	万吨(截至 2020 年)
三棵树	莆田、天津、河南、四川、安徽	105	-	-	河北、秀屿	127.5	
亚士创能	安徽、上海	30	新疆乌鲁木齐、重庆	30	石家庄、广东、长沙、中原	90	150 万吨(截至 2023 年)

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

目前公司外协加工销量占比较高，未来有望逐步下降。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。OEM 生产的原材料由公司指定采购，与 OEM 工厂只结算加工费用，且公司会派管理团队入驻 OEM 工厂，保证产品质量。目前公司在全国共有 36 家 OEM 工厂，涵盖各种产品。从涂料来看，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。未来随着公司自有产能逐步投放，自有销量占比提升，将有利于毛利率进一步提升。

图表13：公司自产及委托加工产量情况



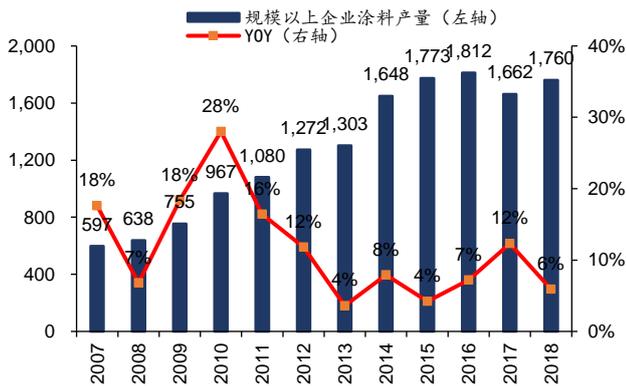
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## 亚士工程涂料市占率快速提升，19年迎来利润率拐点

### 建筑涂料行业15年起进入成熟期，保持低个位数增长

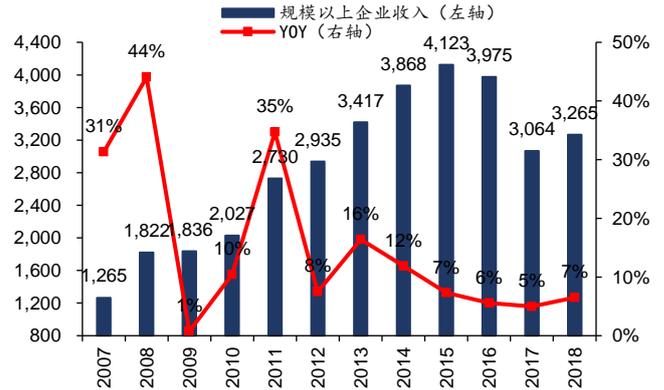
中国涂料总市场规模超过3000亿，目前保持缓慢增长。我国涂料总市场规模已超过3000亿，2018年我国涂料产量占全球38%市场份额，销售收入占全球总销售收入的33%，在全球涂料市场占据重要地位。目前增速虽然明显放缓，但依然保持着稳健增长。2018年我国规模以上企业涂料产量为1760万吨，同比增长6%；规模以上涂料企业营业收入为3265亿元，同比增长7%；规模以上涂料企业实现利润总额236亿元，同比增长5%。

图表14：2007-2018年我国规模以上企业涂料产量及增速（万吨，%）



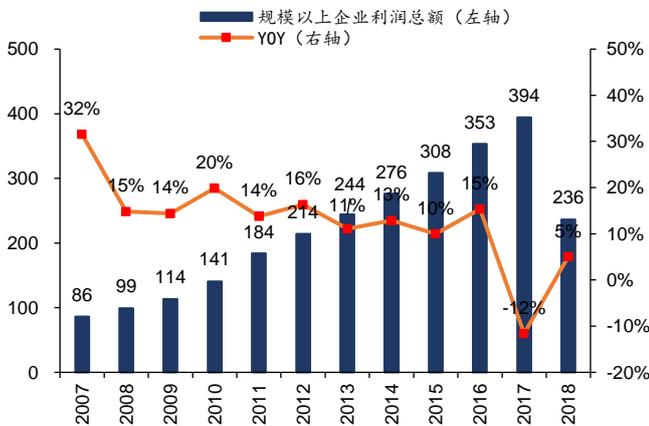
资料来源：中国涂料工业协会，华泰证券研究所

图表15：2007-2018年我国规模以上涂料企业收入及增速（亿元，%）



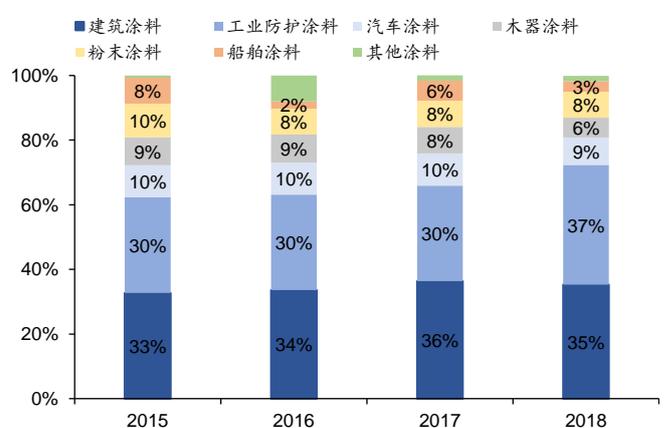
资料来源：中国涂料工业协会，华泰证券研究所

图表16：2007-2018年我国规模以上企业利润总额及增速（亿元，%）



资料来源：中国涂料工业协会，华泰证券研究所

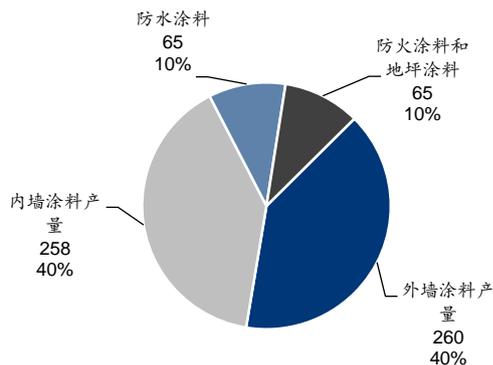
图表17：2015-2018年各类涂料产量占全行业比重



资料来源：涂界，华泰证券研究所

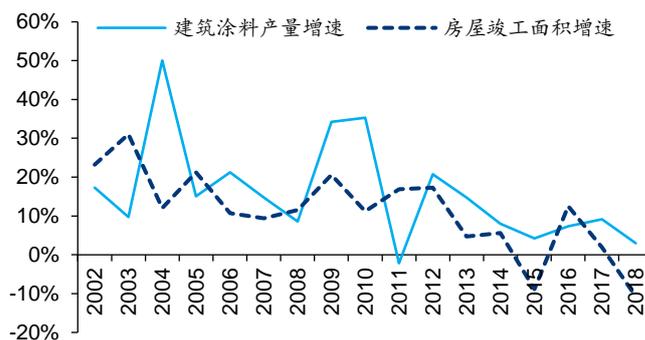
2018年建筑涂料占比约为35%，需求和地产相关度较高。据涂界发布的“2019年中国涂料行业专业细分市场竞争力排行榜”，2018年我国建筑涂料产量占比35%，工业涂料产量占比65%，其中工业防护涂料产量占比37%，汽车涂料产量占比9%，木器涂料产量占比6%，粉末涂料产量占比8%，船舶涂料产量占比3%，其他涂料产量占比2%。建筑涂料主要应用于工程外墙与家装内墙，行业市场下游市场主要为新建商品房与存量重涂市场。根据中国涂料协会数据，2018年全国建筑涂料销售收入估算为1300亿元，同比增长0.7%，由于下游需求中新建商品房占比超过50%，并且涂料主要用于快竣工（外墙/精装房内墙）或者竣工后（毛坯房内墙），故需求和地产竣工相关度较高。

图表18: 2017年建筑涂料结构(万吨, %)



资料来源:《中国涂料》杂志 201812期, 华泰证券研究所

图表19: 2002-2018年建筑涂料与商品房销售面积和房屋竣工面积增速



资料来源: 涂界, Wind, 华泰证券研究所

我们保守预计 2019 年外墙涂料需求约为 290 万吨, 内墙涂料需求约为 237 万吨。1) 外墙涂料需求主要来自新增房屋面积 (包含商品房住宅, 商品房非住宅, 科研、教育和医疗用房+文化、体育和娱乐用房), 存量房屋面积按 10 年翻修周期, 50%重涂比例估算, 根据调研资料, 外墙涂刷面积约为建筑面积的 70%, 单位涂刷面积涂料用量约为 2.5kg/平方米, 由此可以估算得到 2019 年外墙涂料需求约为 290 万吨。(该估算未考虑农村、保障房、铁路公路轨交等相关的建筑涂料需求, 会低估实际市场规模。) 2) 内墙涂料需求除过外墙涂料已有的需求来源外, 还包含商品房二手房交易后产生的重涂需求, 农村住宅新建和重涂需求, 存量房屋面积按照 10 年翻修周期, 60%重涂比例估算, 根据调研资料, 内墙涂刷面积约为建筑面积的 2.5 倍, 单位涂刷面积涂料用量约为 0.3kg/平方米, 则由此可以估算得到 2019 年内墙涂料需求约为 237 万吨。

图表20: 外墙漆市场规模估算

	2018	2019E	2020E
<b>外墙相关竣工面积拆分 (亿平方米)</b>			
新建商品房住宅	6.6	6.9	7.3
新建非住宅 (商品房非住宅+科研、教育和医疗用房+文化、体育和娱乐用房)	5.0	5.2	5.5
商品房住宅存量重涂 (向前倒推10年)	4.8	6.0	6.1
非住宅存量重涂 (向前倒推10年)	3.2	2.8	3.4
假设: 1) 外墙的涂刷面积约为竣工面积的0.7倍; 2) 新建涂刷比例100%; 3) 重涂涂刷比例50%			
<b>外墙合计涂刷面积估计 (亿平方米)</b>			
新建相关需求面积	8.1	8.5	8.9
重涂相关需求面积	2.8	3.1	3.3
假设: 外墙涂料用量为2.5kg/平方米			
<b>外墙涂料重量 (万吨)</b>			
新建相关	272	290	307
重涂相关	203	213	223
重涂相关	70	77	83

注: 未考虑农村、保障房、铁路公路轨交等相关的建筑涂料需求, 会低估涂料市场规模

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表21：内墙漆市场规模估算**

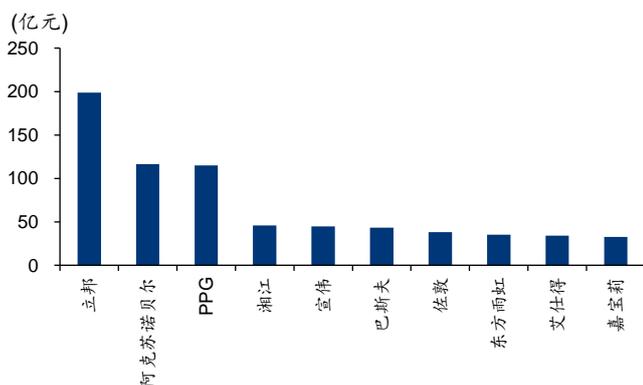
	2018	2019E	2020E
<b>内墙相关竣工面积拆分 (亿平方米)</b>			
新建商品房住宅	6.6	6.9	7.3
农村住宅 (假设规模与商品房一致)	6.6	6.9	7.3
新建非住宅 (商品房非住宅+科研、教育和医疗用房+文化、体育和娱乐用房)	5.0	5.2	5.5
二手房住宅交易面积	6.1	6.1	6.1
商品房住宅存量重涂 (向前倒推10年)	4.8	6.0	6.1
农村住宅存量重涂 (假设与商品房一致)	4.8	6.0	6.1
非住宅存量重涂 (向前倒推10年)	3.2	2.8	3.4
<b>假设：1) 内墙的涂刷面积约是竣工面积的2.5倍；2) 新建涂刷比例100%；3) 二手房、旧房重涂比例60%</b>			
<b>内墙合计涂刷面积估计 (亿平方米)</b>			
新建相关需求面积	73.8	79.0	82.8
重涂相关需求面积	45.5	47.7	50.1
重涂相关需求面积	28.3	31.3	32.7
<b>假设：内墙涂料用量为0.3kg/平方米</b>			
<b>内墙涂料重量 (万吨)</b>			
新建相关	221	237	248
重涂相关	136	143	150
重涂相关	85	94	98

资料来源：Wind, 华泰证券研究所

### 凭借产品高性价比+服务优势，B端国产涂料龙头企业份额快速提升

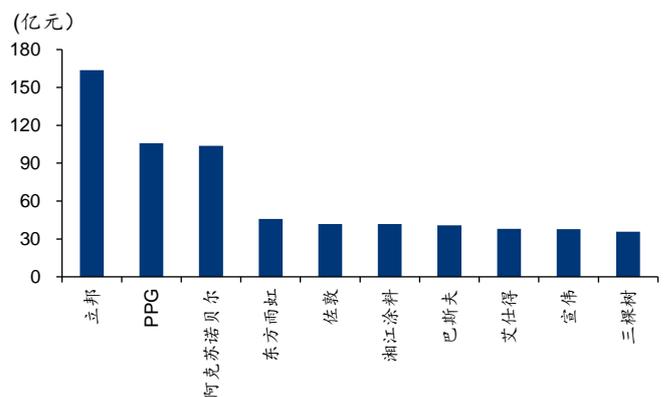
我国涂料企业与外资相比仍有很大差距，但市场份额逐渐增大。我国的涂料行业起步晚、起点低，企业规模小、产品分散，科技创新和技术研发能力薄弱。而外资品牌往往拥有着标准的品质、全球化的服务和不断的技术创新，更受到消费者的青睐。据中国涂界网，2018年全国100强企业，外资企业上榜数量达30家（含港澳台），2018年累计营业收入为756.14亿元，占榜单总营收的55.15%，CR10中包含7家外资企业（包含港澳台）与3家本土企业，且达到百亿元以上的企业均为外资品牌，外资涂料品牌在中国市场仍然强势。但比较乐观的是，与17年相比，18年外资企业占榜单总营收比例下降了5.1个百分点，降幅大于17年的2.3个百分点，纵向来看国产品牌近年发展势头良好，有抢占外资企业空间的趋势和潜力。

**图表22：2017年中国涂料100强企业排行榜前10强企业**



资料来源：中国涂界网，华泰证券研究所

**图表23：2018年中国涂料100强企业排行榜前10强企业**



资料来源：中国涂界网，华泰证券研究所

**16年以来国产工程漆市占率快速提升。**根据中国涂料协会数据，2018年全国建筑涂料销售收入估算为1300亿元，同比增长0.7%，亚士创能18年功能性建筑涂料收入增速高达22%，远高于行业增速。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），据我们测算，前三名市占率分别为18.8%/11.0%/7.2%，较16年份额分别-4.3pct/+3.9pct/+1.3pct，国产龙头企业逐步挤占外企和小厂份额。从行业发展趋势来看，B端内资品牌市占率快速提升，原因：1)下游地产客户集中度提升，更追求产品高性价比和服务品质；2) B端综合考虑价格、产品品质、服务，内资比外资有优势；3) 部分外资（如多乐士）因为B端回报率差，回款差而主动收缩。

图表24：内资龙头品牌工程漆市占率显著提升

2018			2017			2016		
品牌	销售额 (亿元)	市占率	品牌	销售额 (亿元)	市占率	品牌	销售额 (亿元)	市占率
立邦	30	18.8%	立邦	30	20.1%	立邦	28.7	23.0%
三棵树	17.6	11.0%	三棵树	13.1	8.8%	三棵树	8.9	7.1%
亚士漆	11.5	7.2%	亚士漆	9.5	6.4%	亚士漆	7.3	5.9%
富思特	5.3	3.3%	多乐士	6	4.0%	多乐士	6	4.8%
嘉宝莉	4.8	3.0%	嘉宝莉	6	4.0%	固克	5	4.0%
美涂士	NA	NA	久诺	6	4.0%	嘉宝莉	4.8	3.8%
多乐士	NA	NA	富思特	5	3.4%	富思特	4	3.2%
久诺	NA	NA	固克	5	3.4%	华润	3.5	2.8%
固克	NA	NA	华特	4	2.7%	久诺	3	2.4%
巴德士	NA	NA	美涂士	3	2.0%	申得欧	2	1.6%
CR10	NA	NA	CR10		58.7%	CR10		58.6%
合计	160	100.0%	合计	149	100.0%	合计	125	100.0%

资料来源：涂界，华泰证券研究所

亚士创能品牌首选率连续三年蝉联第三。在五百强地产公司涂料供应首选率榜单上，前十名中2017-2019年的外国品牌首选率分别为41%/36%/26%，相应国产品牌首选率分别为54%/60%/71%，品牌首选率加速增高，受到大客户青睐。亚士创能品牌首选率连续连年位居第三，和第二名的三棵树差距很小，2019年亚士创能品牌首选率达18%，相较于17、18年再次提高，已经形成一定的品牌影响力。

图表25：2017-2019年房地产500强涂料类供应商品牌首选排行

排序	2017		2018		2019	
	品牌	首选率	品牌	首选率	品牌	首选率
1	立邦	21%	立邦	19%	立邦	20%
2	三棵树	17%	三棵树	17%	三棵树	19%
3	亚士漆	17%	亚士漆	16%	亚士漆	18%
4	多乐士专业	17%	多乐士专业	14%	固克	9%
5	富思特	11%	富思特	11%	富思特	9%
6	嘉宝莉	4%	嘉宝莉	6%	嘉宝莉	8%
7	美涂士	3%	固克	5%	美涂士	6%
8	PPG-申纽丽	2%	美涂士	5%	多乐士	3%
9	固克	2%	PPG	2%	巴德士	3%
10	巴德士	1%	巴德士	1%	经典	2%
合计		95%		96%		97%

资料来源：中国房地产协会，华泰证券研究所

房地产行业的集中度提升利好龙头建材企业发展。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%。根据市场经验，随着市场竞争的日益加剧，市场整合不可避免，缺乏核心竞争力的企业将逐步退出市场，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。

图表26：2015-2018年房地产企业市占率情况

销售面积市占率	2015	2016	2017	2018
TOP3	5%	7%	9%	10%
TOP10	11%	13%	15%	19%
TOP20	15%	16%	20%	26%
TOP30	17%	19%	24%	31%
TOP50	20%	22%	28%	36%
TOP100	25%	28%	33%	44%

资料来源：克而瑞，华泰证券研究所

**国产漆质量稳步提升，亚士品牌形象加强。**亚士已成为中国功能型建筑涂料及节能新材料行业的领导型品牌，获得“中国房地产开发企业 500 强首选供应商”、“中国房地产供应商竞争力十强”、“中国房地产产业链战略诚信领军企业”等多项荣誉。2018 年底，亚士创能参与了 18 项国家标准或行业标准的制定，在中国获得 1 项国家级科技攻关项目的认定，有效专利达 132 项。国产品牌的质量水平并不输于外国品牌，为品牌崛起打下坚实的基石。

**图表27： 亚士创能品牌价值体现**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**打造时代企业智慧亚士，优化供应链实力，提高服务能力。**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28： 亚士创能打造信息化供应链平台**



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

**图表29： 亚士创能智能制造模式**

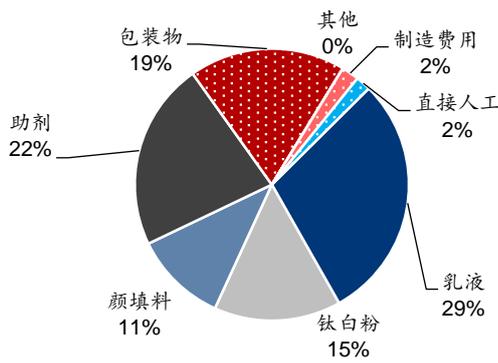


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 19 年毛利率迎向上拐点，未来费用有望优化

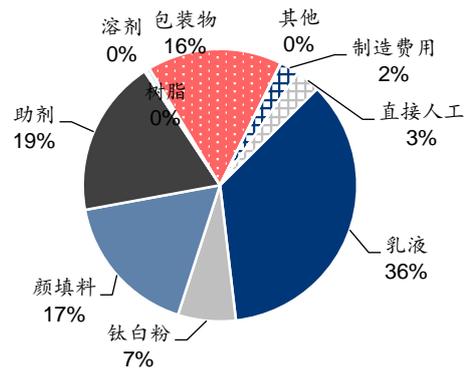
**外墙漆下游议价能力有限，原材料价格波动影响毛利率。**功能型建筑涂料成本以直接材料为主，占比约 90%，涉及的原材料主要为乳液、钛白粉和助剂（以三棵树建筑涂料成本结构为例），由于亚士创能的功能性涂料下游客户主要是大地产商、工程商等，公司对下游 B 端客户议价能力相对有限，不会主动提价。只有原材料价格波动较大时，才会调价，因此原材料价格的小幅下跌对公司有利。

图表30: 三棵树 2015 年家庭漆成本结构 (%)



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

图表31: 三棵树 2015 年工程漆成本结构 (%)



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

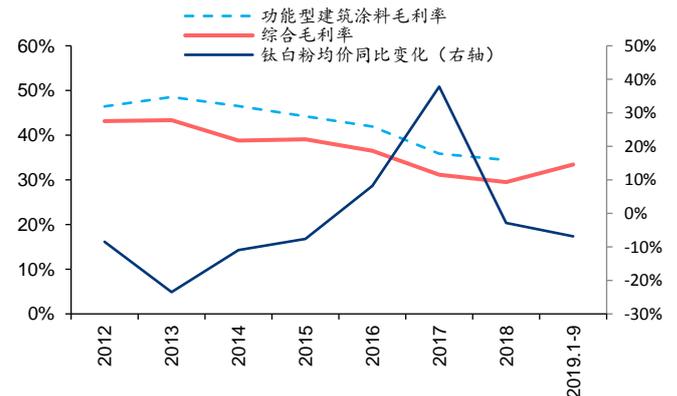
原材料价格上涨带来短期成本压力, 但长期有利于行业集中度提升。2017年, 钛白粉、苯乙烯等原料价格上涨带来了成本上升, 2018年, 原材料价格依旧在高位波动, 公司面临较大的原材料成本压力。高成本的压力对于高度竞争的行业是内部整合和出清的机会, 成本和风险把控不足的企业将在这一时期退出市场, 有利于市场集中度进一步提升。

图表32: 2016-2019.9 钛白粉价格



资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表33: 毛利率与钛白粉均价变化

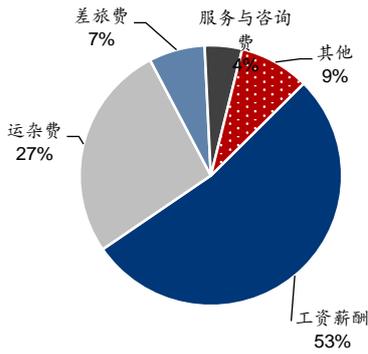


资料来源: wind, 华泰证券研究所 注: 综合毛利率数据采取 2019 年上半年数据

19 年原材料价格下降明显, 公司产品价格基本稳定, 毛利率迎来拐点。由于市场竞争和为了抢占市场份额, 亚士创能一直采取低价策略, 成本上涨的同时, 功能性建筑涂料和真金防火保温板的价格自 2016 年起逐年在降低, 利润承压较大。钛白粉 1-9 月均价较 18 年均价, 降幅达到 7%, 公司上半年功能型建筑涂料的销售价格基本稳定, 随着原材料成本的降低, 公司的利润率将迎来拐点。未来随着自有销量占比提升, 毛利率将继续提升。

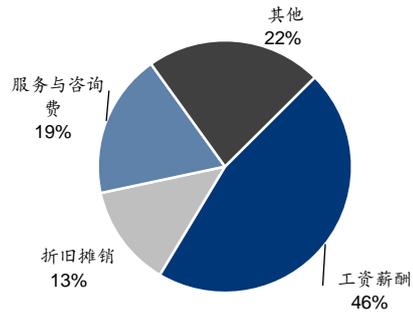
18 年期间费用率大幅上涨, 部分费用提前布局。2018 年公司期间费用率达 23.6%, 同比上升 3.9 个百分点, 其中各项费用率同比均有上升, 销售/管理(含研发)/财务费用率同比分别上升了 1.6/1.0/1.3 个百分点。销售费用增长主要系公司继续加大营销网络布局力度, 推进“整合下探”战略, 销售人员净增人数较大, 职工薪酬增长较多, 同时差旅费用、会务费用、招待费用也相应增加, 管理费用增长主要系公司年度进行了人员薪资上调及相关社保公积金缴费基数调整, 除此之外公司项目咨询费、举办大型会议等一次性支出较大。

图表34： 2018年公司销售费用结构



资料来源：wind，华泰证券研究所

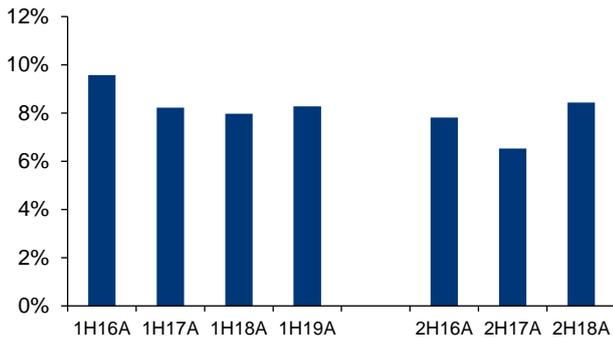
图表35： 2018年公司管理费用结构



资料来源：wind，华泰证券研究所

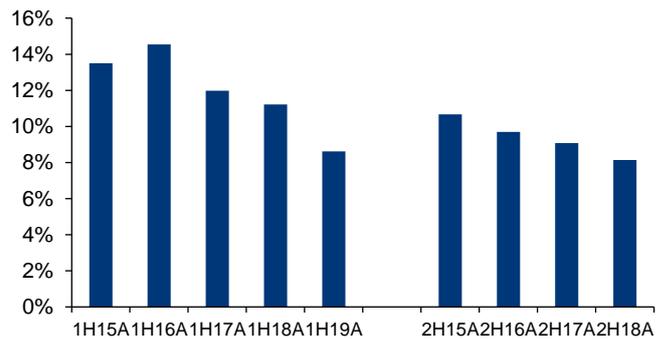
随着收入快速增长，预计亚士创能管理费用率 2020 年进入下行通道。内资涂料龙头三棵树管理费用率弹性 19 年上半年已逐步出现，同比降低 2.5pct，其中薪酬占比大幅下降，但亚士创能的管理费用率弹性尚未显现，19 年上半年同比增长 0.8pct，主要因工资薪酬以及咨询与服务费、会务费等费用增长，预计随着收入快速扩张，其管理费用率中薪酬、咨询与服务费用占比降低将带动其 2020 年起管理费用率进入下行通道。

图表36： 亚士创能半年度管理费用率变化



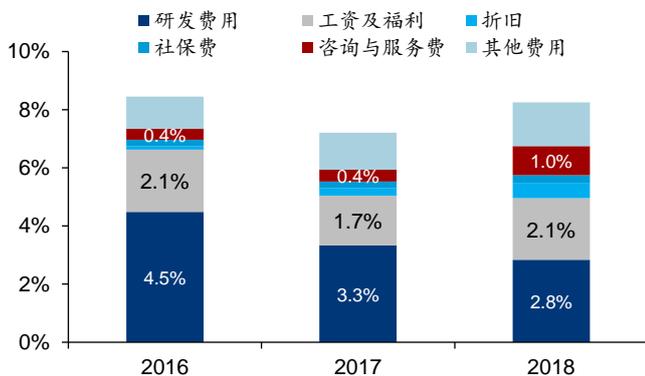
资料来源：公司年报、华泰证券研究所

图表37： 三棵树半年度管理费用率变化



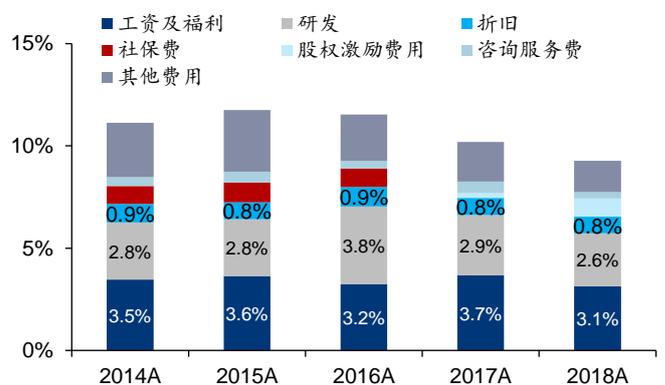
资料来源：公司年报、华泰证券研究所

图表38： 亚士创能管理费用细项占收入比重 (%)



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

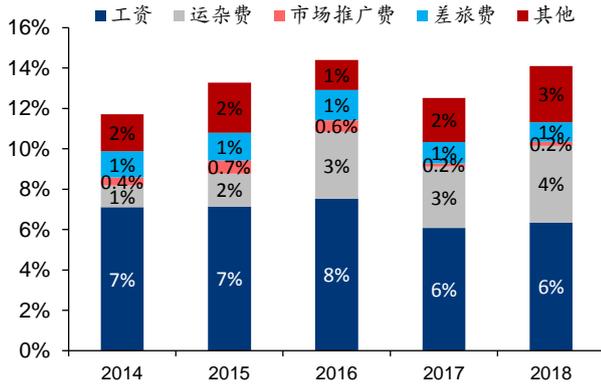
图表39： 三棵树管理费用细项占收入比重 (%)



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

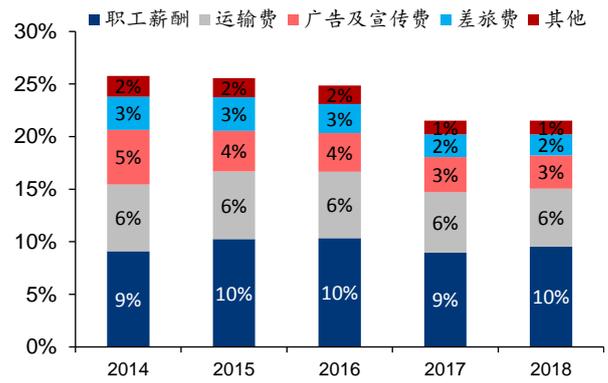
随着收入快速增长，预计亚士创能 2020 年起销售费用率进入下行通道。亚士创能 18 年销售人员同比增加 33%至 898 人，人均创收下滑 8%，并且低于同行三棵树 19%，说明公司提前储备销售人员，随着未来收入规模增长，人效提升，销售费用率存在下降空间。假设 2019 年销售人员人均产值和 2018 持平为 185 万元，2020 年亚士创能的销售人均产值为 200 万元，则销售费用中薪酬占收入的比重将下降 0.5pct，若 2020 年销售人均产值达到 220 万元，则销售费用中薪酬占收入的比重将下降 1.0pct。

图表40: 亚士创能销售费用细项占收入比重 (%)



资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

图表41: 三棵树销售费用细项占收入比重 (%) (薪酬, 广告占比高)



资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

图表42: 亚士创能销售人均产值分析

亚士创能	2016A	2017A	2018A
销售人数 (人)	763	674	898
销售人数占比 (%)	46%	45%	48%
销售人数同比增速 (%)		-12%	33%
总收入 (百万元)	1,073	1,355	1,662
销售人员人均年创收 (万元)	141	201	185
同比增速 (%)		43%	-8%

资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

图表43: 三棵树销售人均产值分析

三棵树	2016A	2017A	2018A
销售人数 (人)	983	1,159	1,565
销售人数占比 (%)	36%	37%	40%
销售人数同比增速 (%)		18%	35%
总收入 (百万元)	1,948	2,619	3,584
销售人员人均年创收 (万元)	198	226	229
同比增速 (%)		14%	1%

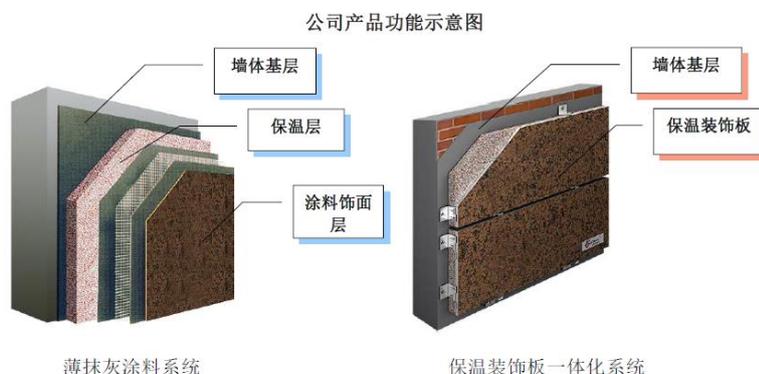
资料来源: 公司年报、华泰证券研究所

## 保温材料市场空间大，未来有望迎来快速发展期

公司拥有完整的保温产品体系，具有提供系统服务的能力。亚士创能目前拥有集功能型建筑涂料、保温装饰板、真金防火保温板三大产品为一体的产品体系，辅之以产品为基础的研发、生产、销售和服务，能满足大部分建筑在建筑节能保温与装饰材料方面的需求，这与仅能提供单一产品的企业相比，公司市场竞争中的产品协同效果明显，是行业内少数可以支持三大产品生产以及其系统服务能力的企业之一。并且，公司三种产品市场渠道相通，形成了三大产品客户资源的共享效应，能为用户提供更多的选择方案和更全面的解决方案。

**保温装饰板**由饰面涂层、骨架层与保温芯材层复合而成，是一种具有保温和装饰一体化功能的复合新材料，是传统薄抹灰和涂料湿作业系统的升级换代产品，具有装饰、节能、安全、经济、施工便捷等方面的综合优势。目前，公司生产的保温装饰板系统材料主要有保温装饰板、保温装饰成品线条、辅材三种产品。成品线条应用场景包括建筑物壁柱、窗台、窗套、腰线等，辅料主要是锚固件、粘结砂浆、透气阀、填缝材料、密封胶等。

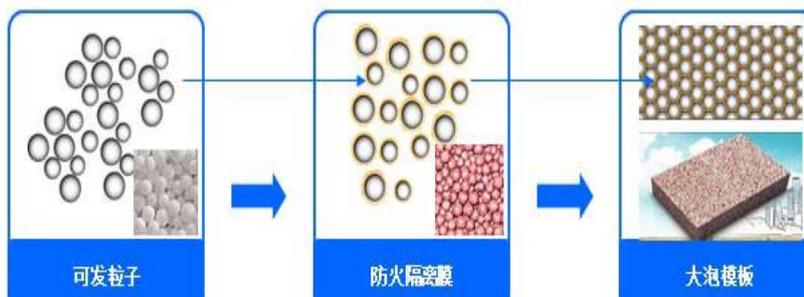
图表44：保温装饰板替代传统薄抹灰和涂料湿作业系统示意图



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

**真金防火保温板**是一种结构型、热固型的改性聚苯板，该材料运用高分子共聚改性技术与用微相复合技术，通过形成防火隔离膜，形成每个颗粒都具有防火能力的特殊真金防火板。真金防火板最终产成品应用领域广泛，可作为保温装饰板的保温芯材，也可单独作为建筑保温材料销售，在彩钢保温夹心板与屋顶隔热领域也可发挥作用。

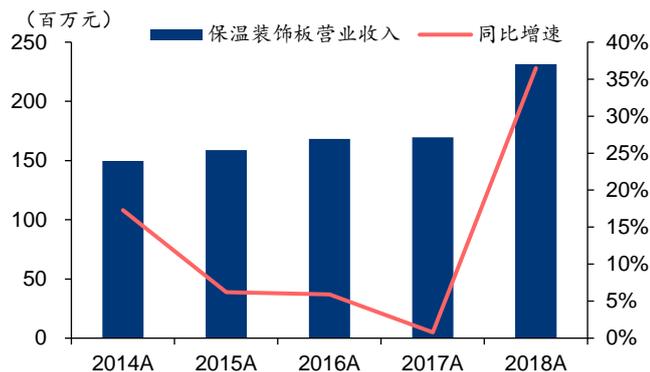
图表45：颗粒防火隔离膜形成示意图



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

保温板行业尚处发展期，竞争激烈，收入增速及毛利率承压。2018年，公司保温装饰板/防火保温板营业收入分别为 2.3/1.8 亿元，YoY+36.5%/-8.9%，保温材料尚处发展期，对于地产商来说，由于目前保温市场没有一个厂家有全国供应能力，且各地的规范要求不同，保温材料集采难度较大。同时保温材料准入门槛较低，行业集中度较低，小厂采取低价竞争，受行业竞争影响，公司保温板产品毛利率较低，2018 年公司保温装饰板/保温板毛利率分别为 22.1%/11.4%，自 2014 年以来持续下滑。

图表46: 保温装饰板营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表47: 防火保温板营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 保温板市场空间大, 政策利好行业发展

**政策推动下, 建筑节能保温与装饰材料行业将迎来历史性机遇。**2015年工业和信息化部、住房和城乡建设部联合印发的《促进绿色建材生产和应用行动方案》明确指出“发展高效节能保温材料。鼓励发展保温、隔热及防火性能良好、施工便利、使用寿命长的外墙保温材料, 开发推广结构与保温装饰一体化外墙板”, 根据清华大学建筑节能中心的研究数据, 通过加强建筑外墙等围护结构保温性能改造, 可使北方地区建筑冬季采暖平均需热量降低18%左右, 实现建筑节能18%左右。2017年, 住房和城乡建设部公布“建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划”, 将“全面推动绿色建筑发展量质齐升, 稳步提升既有建筑节能水平”作为主要任务。2019年国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2019年本, 征求意见稿)》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, 从战略层面支持建筑保温装饰一体板行业的发展。

**19、20年保温板(含装饰板)年市场空间将达434亿元。**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, 根据公司调研信息, 保温板售价约100元/平方米, 则19及20年保温板的平均年市场空间将达到434亿元。(以上测算中, 保温板包含保温装饰板)。

## 亚士加快全国产能布局, 未来市占率有望提升

**保温材料存一定的区域性特征。**由于我国严寒、寒冷、夏热冬冷、夏热冬暖和温和地区的建筑热工设计要求不同, 对建筑保温要求也不同, 因此保温装饰板、建筑保温材料的销售存在一定区域性特征。另外, 保温材料存一定的保温材料密度小, 体积大, 相应物流成本较高, 因此主要是以本地化供应为主。一个品牌要形成全国性供应能力, 必须通过建设区域工厂, 以覆盖周边市场, 并保证供货的及时性, 实现规模效应。对于新进入企业以及产能规模较小的企业, 受制于市场基础, 很难具备全国性供应能力, 发展速度也将受到限制, 未来市场份额将逐步被产能规模较大的公司所取代。

**公司正在加快全国性先进产能布局, 完善全国性供货能力。**公司目前在安徽滁州、天津、陕西西安、新疆乌鲁木齐建立了保温材料生产基地, 发挥本地化供应优势, 根据公司年报, 截至18年底, 公司已建成保温装饰板产能210万平方米, 保温板产能29.7万立方米。此外, 根据公司年报, 公司已确定在重庆投资西南总部、长沙华中地区生产基地, 并改造新疆的生产基地, 在建保温装饰板产能30万平方米, 保温板产能10万立方米, 预计于2020

年6月完工，项目完成后能够大幅提升对中西部的供应能力。公司还将适时在华南、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。

**图表48：亚士创能综合生产基地布局**



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

**建筑节能保温与装饰材料具有市场准入领先优势。**为了保证新型墙体材料符合国家及地方标准，建设行政主管部门通常会对建筑保温材料及其应用技术实行备案管理，对未经备案的产品则限制使用。截至18年底，公司保温装饰板系统拥有17个省级备案证，外墙外保温系统拥有19个省级备案证，除少部分正在申办中的省份，公司基本完成了保障业务正常开展所需要的保温装饰板、保温板省级市场准入手续，在行业内处于领先优势。

**拥有大客户基础，品牌力牢固。**目前，亚士创能的保温装饰板、真金防火保温板已应用于万科、绿地、万达、华润、龙湖等大型房地产商的项目中，根据《2019房地产开发企业500强首选供应商服务商品品牌测评研究报告》，公司保温装饰一体板业务蝉联行业第一，品牌首选率达16%；保温材料行业第二，首选率为14%，仅次于卧牛山。

**图表49：2019年中国房地产开发企业500强首选保温材料品类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房地产开发企业500强首选供应商服务商品品牌测评研究报告》、华泰证券研究所

**图表50：2019年中国房地产开发企业500强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房地产开发企业500强首选供应商服务商品品牌测评研究报告》、华泰证券研究所

**保温行业正规化可期，市占率有望提升。**“十二五”时期，建筑节能标准不断提高，全国城镇新建民用建筑节能设计标准全部修订完成并颁布实施，节能性能进一步提高。城镇新建建筑执行节能强制性标准比例基本达到100%，累计增加节能建筑面积70亿平方米，节能建筑占城镇民用建筑面积比重超过40%。北京、天津、河北、山东、新疆等地开始在城镇新建居住建筑中实施节能75%强制性标准。政策标准的逐步推出和完善，逐步规范建筑保温行业秩序，给保温材料的发展提供良好机遇。目前保温行业呈现生产厂家众多、平均规模较小的格局，若未来防火等级的检测标准提升或地方性要求保温材料监管管控，将会强制使得小厂退出竞争，其市场份额必将被龙头企业所占据。未来行业会逐渐走上正规化，公司作为保温板的龙头企业，市占率提升可期。

## 盈利预测与估值：19-21 年利润率有望提升，首次覆盖买入

### 19 年迎来利润率拐点，预计 19-21 年净利润复合增速为 77%

**功能型建筑涂料：19-21 年收入增速分别为 67.5%/37.8%/31.9%，毛利率为 38.3%/38.6%/39.9%。**2017~2019 年，亚士创能在地产 500 强涂料供应商品牌排名中均位列前三，依托本身稳定的客户资源，公司有望借助自身产能的释放与销售模式发力+下游地产集中度提升公司市占率，实现销量的快速增长，带动收入增长中枢提升，公司产品价格较为稳定，预计 19-21 年公司建筑涂料业务实现收入 19.3/26.6 /35.1 亿元，YoY+67.5%/37.8%/31.9%。19 年原材料价格有所下降，但产品销售价格稳定，因此毛利率同比提升 3.9pct，假设 20、21 年原材料价格维持稳定。预计随着自有产能提升，自产销售占比提升更有利于毛利率提升（根据调研，18 年自产毛利率比外协高 9pct），预计 19-21 年公司功能型建筑涂料毛利率分别为 38.3%/38.6%/39.9%。

**保温装饰板：19-21 年收入增速为 26.9%/20.2%/18.7%，毛利率为 25.3%/26.8%/28.2%。**我们预计公司保温装饰板渗透率缓慢提升，20 年产能逐渐释放，销量小幅增长，同时 19 年价格企稳，20、21 年小幅增长。预计公司 19-21 年保温装饰板实现收入 2.9/3.5/4.2 亿元，YoY+26.9%/20.2%/18.7%。19 年原材料价格下降，20、21 年随着自有产能占比提升带动毛利率增长，预计 19-21 年公司保温装饰板毛利率分别为 25.3%/26.8%/28.2%。

**保温板：19-21 年收入增速 3.9%/7.1%/7.3%，毛利率稳定在 11.1%。**因产能受限，我们预计公司 19 年保温板收入增长缓慢，20、21 年得益于公司保温板产能释放，产能利用率维持高位，带动销量增长。我们预计公司 19-21 年收入增速将分别为 3.9%/7.1%/7.3%。预计产品价格及成本变动不大，保守预计 19-21 年毛利率基本稳定在 11.1%。

图表 51：分部营收预测（单位：百万元）

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,073	1,355	1,662	2,504	3,324	4,269
YOY	20.1%	26.3%	22.6%	50.7%	32.7%	28.4%
功能型建筑涂料	733	946	1,151	1,928	2,658	3,505
YOY	33.5%	29.2%	21.7%	67.5%	37.8%	31.9%
占公司收入百分比	68.3%	69.8%	69.3%	77.0%	80.0%	82.1%
保温装饰板	168	170	231	294	353	419
YOY	5.9%	0.8%	36.5%	26.9%	20.2%	18.7%
占公司收入百分比	15.7%	12.5%	13.9%	11.7%	10.6%	9.8%
保温板	138	194	177	184	197	211
YOY	-13.2%	40.8%	-8.9%	3.9%	7.1%	7.3%
占公司收入百分比	12.9%	14.3%	10.6%	7.3%	5.9%	4.9%
其他	34	45	82	99	116	134
YOY	27.8%	32.9%	81.3%	20.0%	18.0%	15.0%
占公司收入百分比	3.2%	3.3%	4.9%	3.9%	3.5%	3.1%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表52: 分部毛利预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利	392	422	490	849	1,160	1,561
毛利率	36.5%	31.1%	29.5%	33.9%	34.9%	36.6%
功能型建筑涂料	307	339	397	738	1,025	1,398
毛利率	41.9%	35.8%	34.4%	38.3%	38.6%	39.9%
保温装饰板	48	42	51	74	95	118
毛利率	28.5%	24.6%	22.1%	25.3%	26.8%	28.2%
保温板	26	32	20	20	22	23
毛利率	19.0%	16.6%	11.4%	11.1%	11.1%	11.1%
其他	10	9	13	16	19	22
毛利率	29.5%	19.9%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

预计未来期间费用率逐渐降低, 19-21年净利润复合增速为77%。18、19年公司继续加大营销网络布局力度, 推进“整合下探”战略, 销售人员净增人数较多, 导致公司销售费用增长较多, 除此之外公司一次性项目型支出如项目咨询费增加较多, 导致管理费用上升, 未来公司战略布局及前端开发完成后费用情况有望得到改善, 18年公司期间费用率合计为23.6%, 预计19年费用率提升, 主要是销售人员大幅扩张导致销售费用率提升, 20-21年费用率逐渐降低, 为27.0%/25.9%/25.7% (四项费用合计), 我们预计19-21年公司净利率分别为4.4%/6.1%/7.6%, 实现归母净利润1.11/2.02/3.23亿元, YoY+89%/81%/60%。

### 首次覆盖给予“买入”评级

采用P/E估值方法, 给予公司目标价18.72~20.80元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。公司主打涂料产品, 在行业集中度升高的背景下, 未来有望依托自身优势扩大市场份额。我们预计2019-2021年EPS 0.57/1.04/1.66元, 19-21年净利润CAGR达77%, 涂料行业赛道较好, 一直在海外享有较高估值, 海外可比公司20PE平均值达到24x。参考国内可比公司20年平均19.9x估值, 给予公司18-20x目标2020E PE, 对应目标价18.72~20.80元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表53: 可比公司估值表 (采取2019年10月18日收盘价)

公司名称	股价 (百万元)	市值			每股收益 (元/股)			P/E (x)			每股净资产 (元/股)			P/B (x)			ROE (%)		
		18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E
东方雨虹	21.62	32,259	1.01	1.36	1.71	21.4	15.9	12.6	5.30	6.54	8.02	4.1	3.3	2.7	21%	23%	23%		
坤彩科技	14.37	6,725	0.39	0.47	0.64	36.8	30.6	22.5	2.77	3.20	3.80	5.2	4.5	3.8	14%	15%	17%		
三棵树	64.14	11,954	1.19	1.91	2.57	53.9	33.6	25.0	7.16	9.04	11.22	9.0	7.1	5.7	17%	22%	23%		
坚朗五金	24.61	7,913	0.54	0.95	1.27	45.6	25.9	19.4	8.57	9.43	10.57	2.9	2.6	2.3	6%	10%	12%		
平均值						39.4	26.5	19.9				5.3	4.4	3.6	14%	18%	19%		
亚士创能	15.27	2,975	0.30	0.57	1.04	50.6	26.7	14.8	6.74	7.26	8.19	2.3	2.1	1.9	4%	9%	14%		

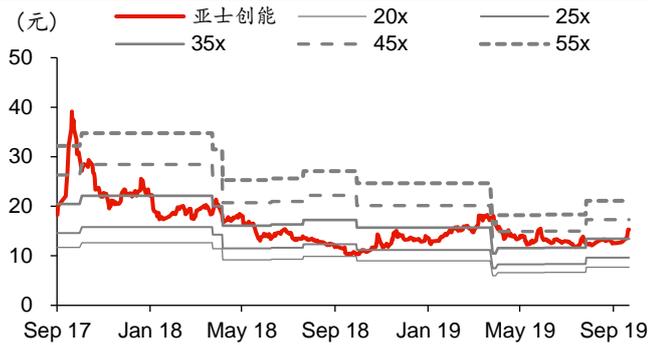
资料来源: Wind, 华泰证券研究所 注: 盈利预测均来自Wind一致预期

图表54: 涂料海外可比公司估值表 (采取2019年10月18日收盘价)

证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (x)		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
Sherwin-Williams 宣伟公司	3,968	3,661	133	148	170	30x	27x	23x
PPG	879	2,077	44	46	51	21x	20x	18x
Akzo Nobel 阿克苏诺贝尔	656	1,381	17	25	32	38x	26x	20x
Sika 西卡	1,135	1,609	33	38	45	34x	30x	25x
Nippon Paint 立邦	405	1,318	7	9	11	58x	45x	36x
平均值						36x	29x	24x

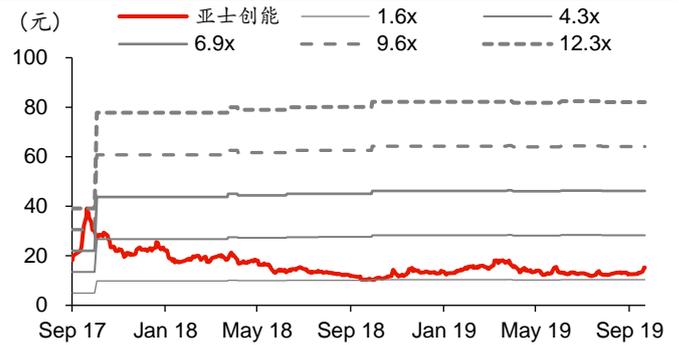
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表55: 亚士创能历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表56: 亚士创能历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

**房地产竣工不及预期。**外墙漆和保温材料需求和地产竣工息息相关，若房地产竣工数据不及预期，可能导致外墙漆及保温材料相关需求不及预期。

**行业竞争恶化，影响利润率和现金流。**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。

**原材料价格大幅上涨。**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。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,394	1,699	1,938	2,281	2,646
现金	538.70	663.33	477.63	357.08	194.63
应收账款	484.15	647.97	907.62	1,205	1,547
其他应收账款	16.31	51.03	76.88	102.03	131.04
预付账款	3.07	14.23	20.10	26.27	32.87
存货	138.80	148.50	213.24	281.10	353.44
其他流动资产	213.42	174.04	242.70	309.51	386.55
非流动资产	669.76	844.03	1,045	1,315	1,662
长期投资	0.01	0.73	0.73	0.73	0.73
固定投资	233.72	589.44	712.23	897.18	1,151
无形资产	90.93	122.41	152.93	182.52	211.22
其他非流动资产	345.11	131.45	179.39	234.96	298.94
资产总计	2,064	2,543	2,983	3,596	4,308
流动负债	598.56	884.47	1,221	1,583	1,938
短期借款	15.00	100.85	151.95	201.67	213.45
应付账款	404.75	512.90	734.90	966.46	1,217
其他流动负债	178.81	270.71	334.00	415.28	508.19
非流动负债	177.16	346.49	356.93	438.89	533.39
长期借款	145.00	240.00	250.44	332.40	426.90
其他非流动负债	32.16	106.49	106.49	106.49	106.49
负债合计	775.72	1,231	1,578	2,022	2,472
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	194.80	194.80	194.80	194.80	194.80
资本公积	578.40	578.40	578.40	578.40	578.40
留存公积	515.29	538.96	632.47	800.55	1,063
归属母公司股东权益	1,288	1,312	1,406	1,574	1,836
负债和股东权益	2,064	2,543	2,983	3,596	4,308

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(96.66)	79.97	49.43	137.26	249.74
净利润	113.73	58.73	111.24	201.65	323.22
折旧摊销	17.68	33.36	50.46	63.58	81.42
财务费用	(0.21)	21.32	37.41	32.43	39.62
投资损失	(0.01)	(10.20)	(10.20)	(10.20)	(10.20)
营运资金变动	(248.59)	(38.06)	(136.03)	(146.75)	(180.87)
其他经营现金	20.73	14.82	(3.45)	(3.45)	(3.45)
投资活动现金	(109.69)	(89.18)	(241.53)	(323.49)	(417.99)
资本支出	107.69	191.29	250.44	332.40	426.90
长期投资	0.00	1.25	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2.00	(103.36)	(8.91)	(8.91)	(8.91)
筹资活动现金	536.96	132.59	6.39	65.68	5.79
短期借款	15.00	85.85	51.09	49.73	11.77
长期借款	(87.50)	95.00	10.44	81.96	94.50
普通股增加	49.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	532.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	28.46	(48.27)	(55.14)	(66.00)	(100.48)
现金净增加额	330.62	123.38	(185.71)	(120.54)	(162.46)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,355	1,662	2,504	3,324	4,269
营业成本	933.44	1,172	1,656	2,164	2,708
营业税金及附加	10.96	13.44	20.24	26.87	34.51
营业费用	169.68	234.41	413.26	531.89	678.83
管理费用	97.72	137.20	226.75	297.63	377.97
财务费用	(0.21)	21.32	37.41	32.43	39.62
资产减值损失	18.86	27.71	41.75	55.42	71.17
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.01	10.20	10.20	10.20	10.20
营业利润	125.46	79.60	131.36	239.00	383.72
营业外收入	15.98	1.49	1.49	1.49	1.49
营业外支出	4.03	0.42	0.42	0.42	0.42
利润总额	137.41	80.67	132.42	240.07	384.79
所得税	23.68	21.94	21.19	38.41	61.57
净利润	113.73	58.73	111.24	201.65	323.22
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	113.73	58.73	111.24	201.65	323.22
EBITDA	160.95	138.20	309.53	461.02	672.01
EPS (元, 基本)	0.72	0.30	0.57	1.04	1.66

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.32	22.64	50.66	32.73	28.43
营业利润	(1.14)	(36.55)	65.01	81.95	60.56
归属母公司净利润	(7.08)	(48.36)	89.40	81.28	60.29
获利能力 (%)					
毛利率	31.13	29.49	33.88	34.89	36.57
净利率	8.39	3.53	4.44	6.07	7.57
ROE	12.08	4.52	8.19	13.54	18.96
ROIC	15.68	8.76	20.53	23.33	26.25
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.58	48.40	52.88	56.24	57.38
净负债比率 (%)	31.91	36.22	32.16	31.60	30.15
流动比率	2.33	1.92	1.59	1.44	1.36
速动比率	2.10	1.75	1.41	1.26	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.72	0.91	1.01	1.08
应收账款周转率	3.53	2.94	3.22	3.15	3.10
应付账款周转率	2.74	2.55	2.65	2.54	2.48
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.30	0.57	1.04	1.66
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.50)	0.41	0.25	0.70	1.28
每股净资产(最新摊薄)	6.61	6.74	7.22	8.08	9.43
估值比率					
PE (倍)	26.15	50.65	26.74	14.75	9.20
PB (倍)	2.31	2.27	2.12	1.89	1.62
EV_EBITDA (倍)	19.10	22.25	9.93	6.67	4.58

## 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