

建筑材料行业

美国建筑涂料行业研究及对中国的启示

分析师：邹戈



SAC 执业证号：S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师：谢璐



SAC 执业证号：S0260514080004

SFC CE.no: BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

分析师：赵勇臻



SAC 执业证号：S0260519040002



021-60750614



zhaoyongzhen@gf.com.cn

请注意，邹戈、赵勇臻并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

核心观点：

美国建筑涂料市场大而稳定，消费模式从“个人”转向“代理人”。根据 WPCIA、Research and Markets 和涂界等机构的估算数据，2018 年全球建筑涂料总市场约为 700 亿美元体量，其中美国占比约 17%，美国建筑涂料总市场约为 120 亿美元。根据宣伟（Sherwin-Williams）业绩推介资料，美国重涂需求（住宅、非住宅）占比 82%，新建房涂漆需求（住宅和非住宅）仅占 18%，重涂比例显著高于新涂。随着美国存量房数量持续走高和房屋年龄抬升，重涂需求将继续稳定攀升。在消费模式上，北美地区建筑涂料涂刷方式由 DIY（个人）逐步转向专业承包商（代理人），根据宣伟业绩推介资料，专业承包商市场占比从 1980 年的 41% 上升到 2018 年的 62%，DIY 消费者对品牌和价格比较敏感，而专业承包商更加关注涂料产品质量以及厂商和渠道商提供的服务，美国人口老龄化的加剧、消费习惯的转变、双收入家庭比例的提高和经济整体向好，都支撑着专业承包商市场的增长。

渠道和品牌是核心竞争要素，“大龙头”宣伟（Sherwin-Williams）和“小而美”本杰明摩尔（Benjamin Moore）表现出色。建筑涂料行业赛道决定渠道和品牌是行业核心竞争要素，美国优秀的建筑涂料企业从渠道和品牌两方面构筑竞争优势和护城河。美国建筑涂料销售渠道分为大型零售商、公司直营店、独立经销商三种，根据 Paint & Coating Industry，三者市场占比分别为 35%、50%、15%，独立经销商渠道占比在缩减。大型零售商主要面向 DIY 客户，公司直营店以服务专业承包商为主，独立经销商渠道兼顾 DIY 客户和承包商客户。各建筑涂料公司在销售渠道上有不同的选择路径，宣伟成立之初就专注于建筑涂料，大力发展公司直营店，先发优势转化为规模优势，运营管理能力也优于对手，并于 2017 年收购威士伯后，新增大型零售商销售渠道（劳氏），成就行业龙头地位；本杰明摩尔的建筑涂料专注独立经销商渠道，极致服务与高效管理构筑经销商黏性，成就行业高端“小而美”；PPG 工业是唯一在三大销售渠道均占据一定市场份额的综合类涂料公司；Masco 和的建筑涂料产品（Behr 百色熊）主要在大型零售商出售，RPM（立帕麦）在大型零售商和独立经销商出售，两家公司均是多元化企业。由于建筑涂料具有消费属性，品牌是公司的长期护城河；宣伟通过优质产品和服务、持续高广告投入和价格策略提升品牌忠诚度，造就行业中高端品牌；本杰明摩尔通过极致产品和服务，专注高端市场，成功树立了高端形象。

外部并购和内部协同，助推强者恒强。并购同行是全球涂料行业一大特征，并购建筑涂料同行能从收入、成本费用两端都带来协同效果；同时建筑涂料和工业涂料、建筑涂料和其他装饰品类也会有协同，助推大企业强者恒强。

市场高度集中和消费属性强，造就涂料龙头出色表现。根据各公司年报披露的建筑涂料收入数据和我们估算，2018 年美国前三家建筑涂料企业占比约 81%，前五家建筑涂料企业占比约 94%，行业格局已经高度集中，涂料行业高度集中格局和建筑涂料强消费属性，使得优质涂料企业财务表现长期优秀，带来股价也走出长牛行情。根据宣伟年报和 Bloomberg 数据，1987 年以来，宣伟的 ROE 均值 28%（中位数 20%），经营性现金流/净利润均值 2.44（中位数 1.44）；1991 年以来，宣伟 PE 估值均值 15.4 倍（中位数 12.6 倍），PE（TTM）当前值 28.5 倍；1980 年以来，宣伟近 39 年股价年复合增速达到 20.1%；截至 2019/11/15 日，宣伟以折合人民币 3835 亿元的总市值位列美国涂料企业第一。

对中国的启示，三棵树长期发展可期。渠道和品牌的核心要素是优秀的用户体验（产品和服务），密集覆盖各细分市场、执行力强、有粘性的渠道网络，持续较大的广告投入；而这些背后少不了优秀的团队和企业文化、专注而坚定的企业战略作为基础支撑；基于这些线索，我们认为三棵树作为国产品牌的代表，未来增长潜力较大，长期发展可期，我们继续看好其中长期价值。

风险提示：对美国宏观经济、行业政策、消费习惯了解分析不充分的风险，中国建筑涂料行业存在集中度不及预期的风险，三棵树经营管理风险。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海螺水泥	600585.SH	RMB	43.64	2019/10/23	买入	46.01	6.27	5.70	6.96	7.66	3.86	3.86	24.5	19.5
海螺水泥	00914.HK	HKD	47.85	2019/10/23	买入	51.50	6.27	5.70	7.63	8.39	3.86	3.86	24.5	19.5
华新水泥	600801.SH	RMB	19.53	2019/10/27	买入	23.98	3.26	2.84	5.99	6.88	3.89	4.03	32.4	24.1
旗滨集团	601636.SH	RMB	4.30	2019/10/17	买入	4.20	0.42	0.39	10.24	11.03	4.64	4.41	14.2	12.6
山东药玻	600529.SH	RMB	25.58	2019/10/23	买入	29.70	0.78	0.99	32.79	25.84	20.94	16.18	11.1	12.4
中国巨石	600176.SH	RMB	9.05	2019/10/23	买入	10.44	0.58	0.65	15.60	13.92	10.66	9.52	12.6	12.3
中材科技	002080.SZ	RMB	9.24	2019/10/22	买入	14.85	0.84	0.99	11.00	9.33	8.35	6.99	12.1	13.0
长海股份	300196.SZ	RMB	8.70	2019/10/28	买入	11.25	0.73	0.84	11.92	10.36	7.52	6.16	11.2	11.4
东方雨虹	002271.SZ	RMB	24.24	2019/10/28	买入	26.79	1.41	1.77	17.19	13.69	11.00	8.46	21.4	21.6
三棵树	603737.SH	RMB	80.41	2019/10/23	买入	77.75	2.19	3.11	36.72	25.86	19.79	13.80	23.9	27.0
伟星新材	002372.SZ	RMB	12.41	2019/8/11	买入	19.32	0.84	0.97	14.77	12.79	13.91	12.04	28.7	31.6
北新建材	000786.SZ	RMB	21.30	2019/10/27	买入	21.84	0.22	1.68	96.82	12.68	10.70	9.17	2.7	18.4
帝欧家居	002798.SZ	RMB	23.82	2019/8/11	买入	27.60	1.38	1.77	17.26	13.46	9.37	7.33	14.6	16.3
石英股份	603688.SH	RMB	15.70	2019/3/20	买入	18.30	0.61	0.82	25.74	19.15	20.73	14.92	12.7	14.6
冀东水泥	000401.SZ	RMB	14.20	2019/10/27	买入	24.37	2.20	2.74	6.45	5.18	4.09	2.86	19.7	19.0
祁连山	600720.SH	RMB	10.40	2019/10/21	买入	12.72	1.53	1.67	6.80	6.23	4.17	3.52	16.8	17.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

美国建筑涂料需求特征：市场大而稳定，消费模式从“个人”转向“代理人”.....	7
美国建筑涂料行业接近千亿级（人民币）市场.....	7
存量需求为主（重涂占比高），需求稳定且有向上空间.....	9
消费模式由个人（DIY）向代理人（专业承包商）转变.....	15
渠道和品牌是核心竞争要素，“大龙头”宣伟（SHERWIN-WILLIAMS）和“小而美”本杰明摩尔（BENJAMIN MOORE）.....	17
建筑涂料赛道决定渠道和品牌是核心竞争要素.....	17
渠道为王，差异化竞争是建筑涂料企业核心策略.....	18
品牌制胜，优势公司逐步构筑宽深护城河.....	32
外部并购和内部协同，助推强者恒强.....	39
市场高度集中和消费属性强，造就涂料龙头长牛表现.....	41
对中国的启示，三棵树长期发展可期.....	45
风险提示.....	46

图表索引

图 1: 涂料类型 (按用途)	7
图 2: 全球涂料市场分类一	8
图 3: 全球涂料市场分类二	8
图 4: 2018 年美国建筑涂料需求占比	10
图 5: 2018 年美国建筑涂料内外墙需求比例	10
图 6: 美国建筑涂料产量和住宅新开工面积同比增速	10
图 7: 中国建筑涂料产量和商品房销售面积同比增速	10
图 8: 美国建筑涂料产值和同比增速	11
图 9: 美国建筑涂料、水泥产值比较	11
图 10: 美国住房历年维修和改造支出 (十亿美元)	11
图 11: 美国存量住房及当年美国存量房屋平均年龄	12
图 12: 截至 2019 年美国房屋年龄分布情况	12
图 13: 2017 年美国存量房屋户型结构	13
图 14: 历年美国购置住宅支出结构	13
图 15: 美国建筑涂料产量和存量住房	13
图 16: 美国房价上涨与住房维修改造高度相关性	14
图 17: 美国现有房屋销售增速	14
图 18: 美国消费者信心指数与维修改造支出	14
图 19: 美国失业率情况 (单位: %)	14
图 20: 北美地区涂刷方式逐渐由 DIY 转向专业涂刷	15
图 21: 历年美国住宅专业改造和 DIY 改造支出	15
图 22: 美国各年龄层住宅提升改造占比	16
图 23: 美国人口年龄结构变化	16
图 24: 美国建筑涂料产品	17
图 25: 1999 年到 2016 年美国建筑涂料渠道份额变化情况	19
图 26: PPG 历年业务变化及营收额 (百万美元)	21
图 27: RPM 历年业务变化及营收额 (百万美元)	21
图 28: Masco 历年业务变化及营收额 (百万美元)	22
图 29: 家得宝线上销售收入占比 (%)	23
图 30: 家得宝线上业务和线下业务销售增速	23
图 31: 美国企业线上家装产品销售情况	23
图 32: 美国线上家装销售市场占比	23
图 33: 宣伟历年分地区营业收入结构	25
图 34: 2018 年美国建筑涂料企业分地区营业收入结构	25
图 35: 美国四大涂料企业员工数量	25
图 36: 全球涂料企业 2017 年北美地区销售代表数量	25
图 37: 美国涂料企业期间费用率	26
图 38: 美国涂料企业人均营业收入 (万美元)	26
图 39: 美国涂料企业毛利率	26

图 40: 美国涂料企业建筑涂料业务营业利润率	26
图 41: 宣伟和威士伯期间费用率比较	27
图 42: 宣伟和威士伯毛利率比较	27
图 43: 美国涂料企业存货周转率 (单位: 次)	27
图 44: 美国涂料企业应收账款周转率 (单位: 次)	28
图 45: 美国涂料企业应付账款周转率 (单位: 次)	28
图 46: 历年宣伟直营店数量 (左轴) 及单店营收 (右轴)	28
图 47: 美国宣伟建筑涂料业务直营店分布	28
图 48: BEHR 百色熊品牌漆在家得宝中的店铺区展示图	29
图 49: Masco 及 RPM 立帕麦在家得宝渠道涂料收入占总建筑涂料收入比例	30
图 50: 2018 年本杰明摩尔总部、工厂及分发中心分布图	31
图 51: 各公司产品数据对比	33
图 52: 最受承包商欢迎的外墙涂料调查	34
图 53: 各公司内外墙油漆均价对比	36
图 54: 1990 年代以来各涂料企业广告费率变化情况	37
图 55: 1990 年代以来各涂料企业广告费用变化情况 (百万美元)	37
图 56: 90 年代以来公司成功并购数量 (起)	39
图 57: 各公司内部业务的协同效应	41
图 58: 美国四大涂料企业 ROE	42
图 59: 美国四大涂料企业经营净现金流/净利润	43
图 60: 美国涂料企业 PE 估值	44
图 61: 美国涂料企业股价走势 (前复权价格, 单位: 美元/股)	44
图 62: 中美建筑涂料产量 (万吨)	45
图 63: 中美人均建筑涂料产量 (kg/人)	45
图 64: 2017 年美国存量房屋年限结构	45
图 65: 2018 年中国存量商品住宅年限结构 (统计局竣工口径)	45
图 66: 中国工程建筑涂料市占率	46
图 67: 中国装饰建筑涂料市占率	46
表 1: 2018 年全球涂料市场 (亿美元) 估算	8
表 2: 涂料市场区域分布	9
表 3: 美国住宅结构特点	12
表 4: 2013 年全球建筑涂料涂刷方式	15
表 5: 1997-2017 年各年龄层房主数量和改造支出变化情况	16
表 6: 建筑涂料销售渠道	18
表 7: 美国建筑涂料主要销售渠道优劣势比较	19
表 8: 美国建筑涂料生产商销售渠道和主要客户群	20
表 9: RPM 下游部分大客户	22
表 10: 各涂料公司建筑涂料业务占比	22
表 11: 2019 年美国大型零售商龙头概况 (百万美元)	29
表 12: 本杰明摩尔产品根据基材分类情况	32
表 13: 美国龙头建筑涂料公司主要品牌信息	32

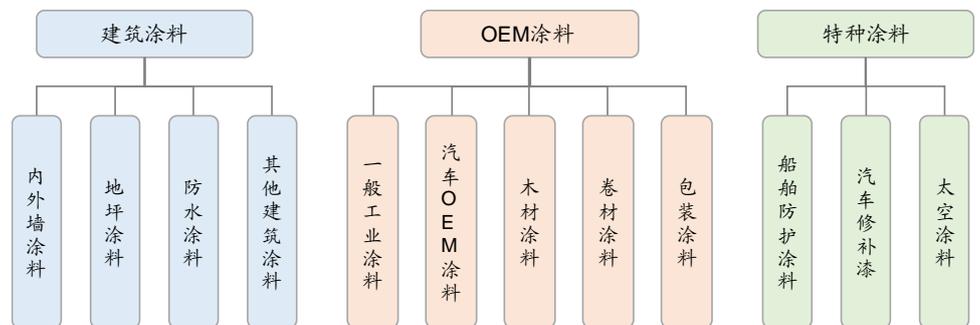
表 14: 2018 年宣伟威廉斯用户口碑情况.....	35
表 15: 2018 年美国有线电视媒体排名（深色背景为宣伟合作广告商）.....	38
表 16: 近年来美国建筑涂料行业重大并购事项.....	40
表 18: 美国建筑涂料企业数量变化情况.....	41
表 19: 18 年美国建筑涂料市场销售排行榜.....	42
表 20: 2018 年美国四大涂料企业 ROE 和经营净现金流/净利润.....	43
表 21: 美国涂料企业股价复合增速和总市值.....	44

美国建筑涂料需求特征: 市场大而稳定, 消费模式从“个人”转向“代理人”

美国建筑涂料行业接近千亿级（人民币）市场

涂料是涂覆在物体表面形成涂膜, 起到保护、装饰及其他特殊功能的材料, 在经济活动中应用十分广泛。涂料品种繁多, 按使用用途可以划分为建筑涂料、OEM涂料(原始设备制造涂装用涂料)和特种涂料。建筑涂料又称装饰性涂料, 用于涂刷建筑和住宅, 按照用途分为内外墙涂料、地坪涂料、防水涂料及其他建筑涂料, 按类型可分为清漆, 油漆, 底漆, 密封胶, 油墨等; OEM涂料可进一步划分为一般工业涂料、汽车OEM涂料、木材涂料、卷材涂料和包装涂料等, 特种涂料可划分船舶和防护涂料、汽车修补漆和太空涂料等。

图 1: 涂料类型（按用途）



数据来源: 广发证券发展研究中心

各机构对全球涂料市场体量估算差别较大, 大致从1300到1979亿美元不等, 建筑涂料市场大致507-1088亿美元。综合各机构的估计值, 全球涂料市场约为1640亿美元, 建筑涂料占比42%, 建筑涂料总市场约为700亿美元体量。

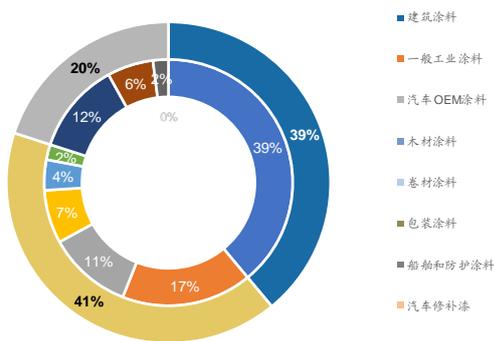
表 1: 2018年全球涂料市场（亿美元）估算

测算机构	全球总市场	建筑涂料占比	建筑涂料总市场
KNG Global Research	1300	39%	507
Atxalla estimates	1300	42%	546
World Coating Council	1400	41%	574
Research and Markets	1568	41%	650
涂界	1780	40%	712
Market Research Future	1424	55%	784
WPCIA	1649	55%	907
Prescient & Strategic Intelligence	1979	55%	1088

数据来源：KNG Global Research, Atxalla 公司业绩推介材料, World Coating Council, Research and Markets, 涂界, Market Research Future, WPCIA, Prescient & Strategic Intelligence, 广发证券发展研究中心

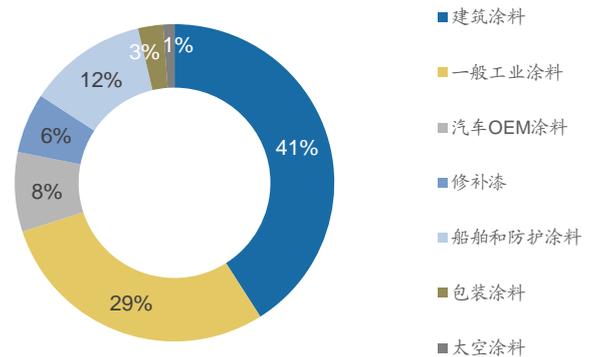
备注：涂界建筑涂料占比为 2017 年数据, Research and Markets、Market Research Future 和 Prescient & Strategic Intelligence 2018 年数据根据 2017 年数据乘以各自估算增速计算得到

图 2: 全球涂料市场分类一



数据来源：KNG Global Research, 宣伟公司业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

图 3: 全球涂料市场分类二



数据来源：World Coating Council, PPG 公司业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

从涂料的全球区域分布来看, 尽管各个机构测算比例有些许差异, 但亚太地区、欧洲和北美都分别是全球涂料市场前三名: 作为新兴市场的亚太地区, 人口多, 涂料市场占全球超过 45%; 其次是人均消费量高的成熟市场, 欧洲市场占比超过 20%, 北美地区占比约 20%, 两者占比约为 40%。从建筑涂料来看, 北美和欧洲建筑涂料占全球比重约 50%, 原因在于成熟市场建筑涂料重涂频率高, 人均消费量大。

表 2: 涂料市场区域分布

地区	全部涂料			建筑涂料	
	World Coating Council	KNG Global Research	WPCIA	KNG Global Research	The ChemQuest Group
亚太	45%	46%	50%	41%	34%
北美	18%	23%	16%	24%	22%
拉丁美洲	7%	4%	6%	6%	8%
欧洲	30%	23%	21%	23%	28%
中东和非洲		4%	7%	6%	8%

数据来源: World Coating Council, KNG Global Research, WPCIA, KNG Global Research, The ChemQuest Group, 广发证券发展研究中心

综合各机构的估计值, 全球建筑涂料总市场约为700亿美元, 北美地区占比约22%, 达到150-160亿美元; 其中, 美国和加拿大分别占比80%和20%, 因此2018年美国建筑涂料市场约为120亿美元, 这和美国普查局披露的数据基本一致。

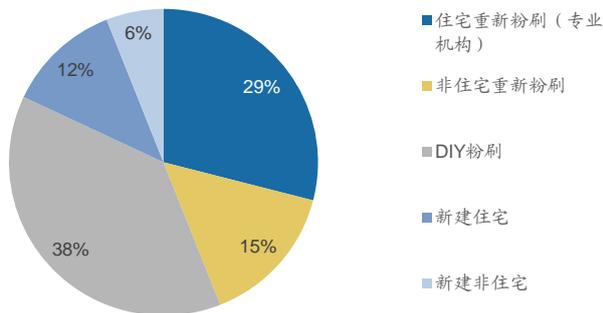
存量需求为主 (重涂占比高), 需求稳定且有向上空间

建筑涂料用于保护和美化建筑内部和外部表面, 对建筑涂料的需求有许多驱动因素。首先是新房装修的需求; 其次现有房屋的销售和出租也会产生建筑涂料的需求, 业主为了使房屋外观变得易于销售或出租, 通常会进行基本维护 (包括涂刷), 当房产被出售或出租时, 新业主也有可能以新的配色方案重新粉刷房屋; 同时现住或现租的业主可能因为老旧或适龄而进行改造重涂。随着存量房数量的扩容和房屋年龄的增长, 旧房重新涂刷需求越来越占据主导地位。

建筑涂料需求按是否是第一次涂刷划分, 可分为新建住宅/商业涂刷需求和住宅/商业重涂需求, 根据KNG Global Research估算, 2013年全球重涂市场占比70%, 美国、欧洲均高于这一比例, 增长最快的亚太地区重涂市场比例较低, 尤其是中国仍以建筑新涂为主。根据Markets and Markets数据, 2015年全球重涂市场为476亿美元, 约占总需求的73%。

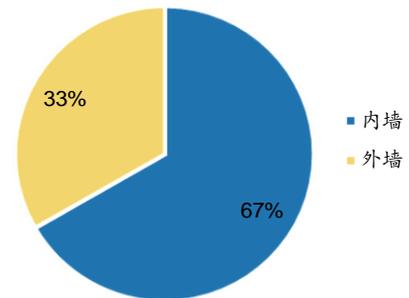
美国在存量住宅增长和二手房销售推动下, 重新装修、改造需求占比远高于新建住宅和新建非住宅需求, 成为建筑涂料最主要的下游需求。根据宣伟 (Sherwin-Williams, 下同) 公司业绩推介材料, 2018年美国涂料需求中, 住宅重涂、非住宅重涂和DIY分别占比29%、15%和38%, 由于美国新房均为全装修交付, 因此DIY需求全部为重涂需求, 美国住宅、非住宅重涂需求合计占比82%, 新建住宅和新建非住宅合计仅占18%, 重涂比例显著高于新涂。

图 4：2018年美国建筑涂料需求占比



数据来源：ACA，宣伟公司业绩推介材料，广发证券发展研究中心

图 5：2018年美国建筑涂料内外墙需求比例



数据来源：《Paint & Coatings》，广发证券发展研究中心

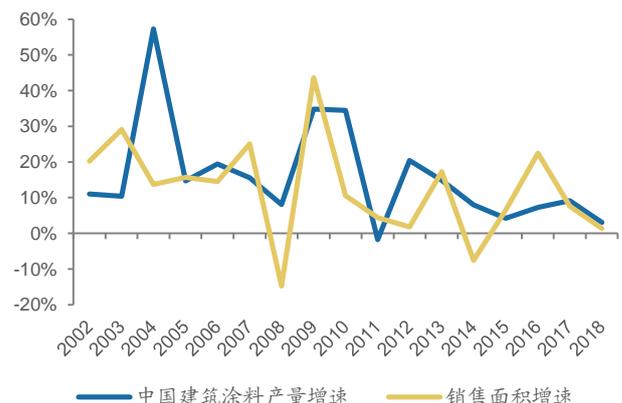
从房地产市场和建筑涂料市场关系也能验证美国重涂比例显著高于新涂。由于美国新房为全装修交付，建筑涂料在地产前周期使用，而中国新房建筑涂料需求在地产前周期和后周期均有，因此，我们分别使用美国新开工数据和中國销售面积数据模拟新房建筑涂料需求。我们发现，美国建筑涂料产量变化幅度显著小于新开工变化幅度，说明影响美国建筑涂料产量的变化因素中，新房市场只是较小的一部分，新涂涂料需求被市场更大的重涂需求平滑了。而中国建筑涂料产量和销售面积呈现强烈的同向变化，建筑涂料变化幅度显著大于销售面积变化幅度，说明中国建筑涂料以新房涂刷为主，重涂需求不足以平滑地产周期的影响。

图 6：美国建筑涂料产量和住宅新开工面积同比增速



数据来源：Department of Commerce, US Census Bureau, 广发证券发展研究中心

图 7：中国建筑涂料产量和商品房销售面积同比增速

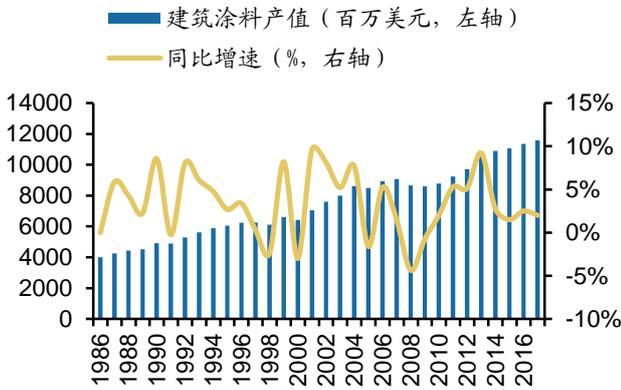


数据来源：国家统计局，wind，广发证券发展研究中心

和新涂需求相比，重涂需求更具稳定性。根据US Department of Census公布的美国建筑涂料产值数据，和其他建材相比，建筑涂料市场更具稳定性。我们对比水泥和建筑涂料，美国建筑涂料产值一直稳定攀升，水泥产值受地产周期和经济周期影响，波动更大；尤其在2008年金融危机时，由于宏观经济和地产衰退，水泥产值

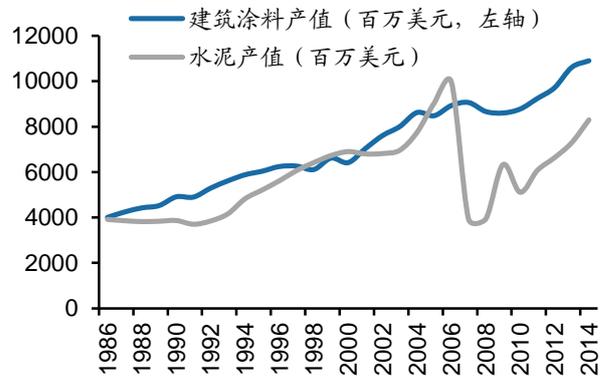
大幅下降，但建筑涂料表现坚挺，建筑涂料需求表现出更大韧性，这主要源于在美国，建筑涂料用于重涂的比例远远大于新建住宅，当房地产市场下行时，稳定的重涂需求会弥补新涂需求下降的风险，而水泥基本都运用于新建住宅/商业建筑市场，在住宅提升改造过程中使用量非常低。

图 8: 美国建筑涂料产值和同比增速



数据来源: US Department of Census, 广发证券发展研究中心

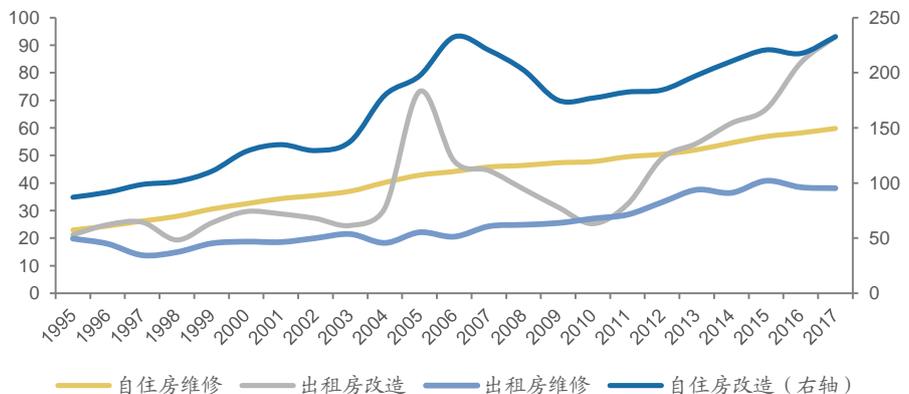
图 9: 美国建筑涂料、水泥产值比较



数据来源: US Department of Census, 广发证券发展研究中心

而且，和其他改造类项目相比，重涂需求呈现稳定攀升的趋势。美国房屋装修提升可分为改造（Improvement）和维修（Maintenance），改造包括重塑、增加和变更房屋结构以及其他增加房屋价值或延长房屋寿命的活动，维修（maintenance）包括有助于使房屋保持良好的质量状态和宜居性的项目，如涂刷房屋、更换地毯、维修管道和电气系统等，通常维修费用低于改造费用。改造和维修项目都可能涉及到涂刷房屋，但一般情况下，涂刷房屋归入维修（Maintenance）项目。相较于改造类项目受经济影响波动较大，无论是自住房还是出租房的维修支出均波动小，一直保持稳步上升趋势，说明相较于改动房屋结构，基础的维修性需求十分稳定。而涂刷房屋是维修项目的重要部分，即使对于因经费考量削减装修经费的房主来说，涂刷房屋仍然是选择率较高的项目。维修支出稳定攀升使得重涂需求稳定上升。

图 10: 美国住房历年维修和改造支出（十亿美元）



数据来源: US Census Bureau American Housing Survey, Harvard Joint Center for Housing Studies, 广发证券发展研究中心

为什么美国建筑涂料重涂需求比例这么高？背后有几个主要驱动因素：

1. 相较于新房竣工量，存量房数量巨大。根据美国普查局披露，2019年1季度存量房屋数量为13921万户，而2018年新建住宅竣工仅为107万套，不到总库存的1%。最近二十年累计竣工新房2513万套，即使按照保守估计重涂周期20年计算，每年需要重涂的存量房屋至少是需要新涂房屋的5倍。过去几十年，伴随着美国房地产市场的成熟，存量房屋和新增房屋趋于稳定，同时随着房屋年龄上升，用于新建住宅的需求逐渐降低，重涂需求上扬并占据主导地位。

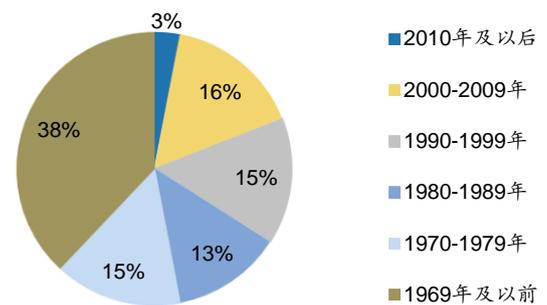
2. 美国住宅多为木质结构，涂漆频率高于混凝土建筑。由于美国人口集中于海岸线，且人口密集的西部处于地震带，为了减少台风、地震等自然灾害的影响，在建筑材料使用上，5层以下的住宅都是木制结构，5层以上的都是钢筋混凝土结构，美国的住宅多为低层住宅，从而多为木制结构。和混凝土建筑相比，木制结构房屋更容易受外部环境影响，出现腐蚀、虫灾、火灾、老化等问题，因此需要定时维护和保养，而建筑涂料则承担着防腐、防虫、防火和抗老化的功能。

图 11: 美国存量住房及当年美国存量房屋平均年龄



数据来源：US Census Bureau American Housing Survey, 广发证券发展研究中心

图 12: 截至2019年美国房屋年龄分布情况



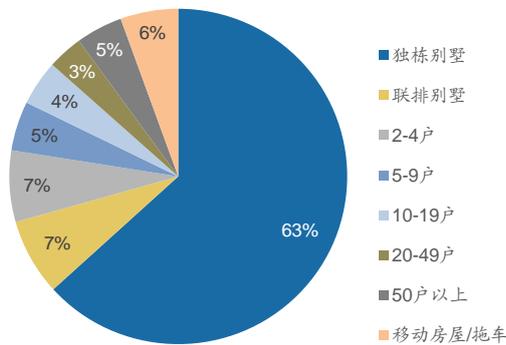
数据来源：NAHB, 广发证券发展研究中心

表 3: 美国住宅结构特点

住宅类型		占比	楼层	用材特点
Single Family Home	Detached house	63%	1-2层，典型的只有1层	不和其他住宅公用墙，大多数为木结构
	Attached house	6%	以2-3层为主	除了住宅公用墙，其他建筑结构多为木结构
Multi-family Residential	Condominium	-	大部分只有2-3层	大多数为钢筋水泥结构
Mobile Home		6%	一般只有1层	在工厂提前生产并组装好建筑组件后，运至当地安装固定，木材和钢结构等均有
Apartment		-	4-6层比较常见	大多数为商品出租房，钢筋水泥结构为主

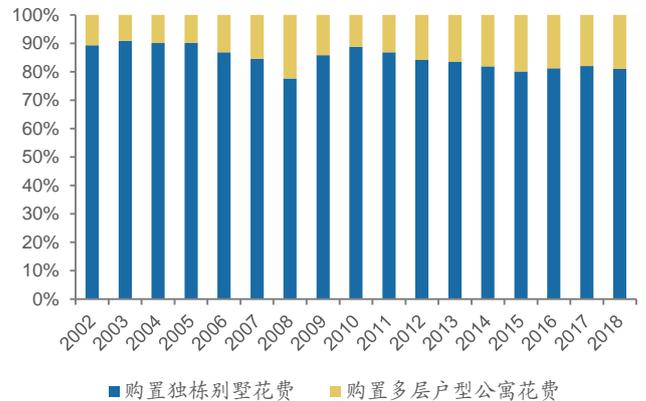
数据来源：集成汇, 广发证券发展研究中心

图 13: 2017年美国存量房屋户型结构



数据来源: U.S. Census Bureau, 广发证券发展研究中心

图 14: 历年美国购置住宅支出结构

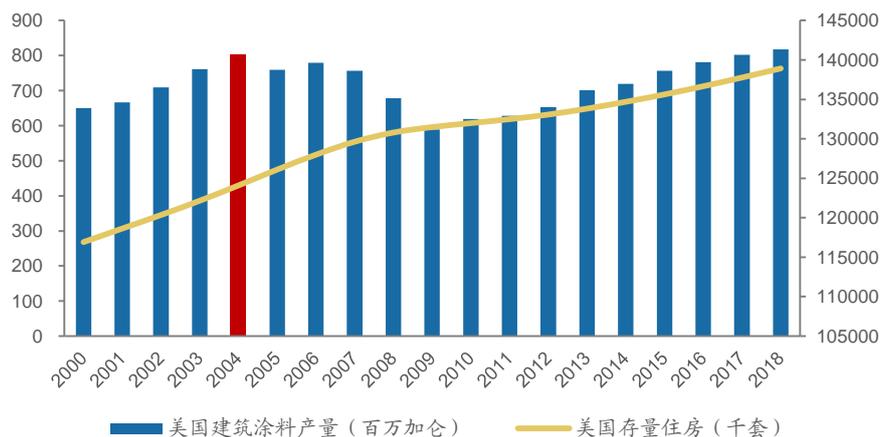


数据来源: U.S.Census Bureau, 广发证券发展研究中心

展望未来, 美国建筑涂料需求仍具备向上因素, 主要体现在以下几点:

1. 存量房数量持续走高。在房地产开发增速较低时, 庞大的存量房屋和日益增长的房屋年龄保障了稳定的重涂需求。重涂是房屋改造项目中一个相对便宜和有效的方式, 可以提升房屋价值, 通常会被作为维修改造的基础项目。2018年美国建筑涂料产量持平2004年峰值, 但存量住宅同比增加了12%, 存量住宅持续增长是重涂需求的基础。

图 15: 美国建筑涂料产量和存量住房

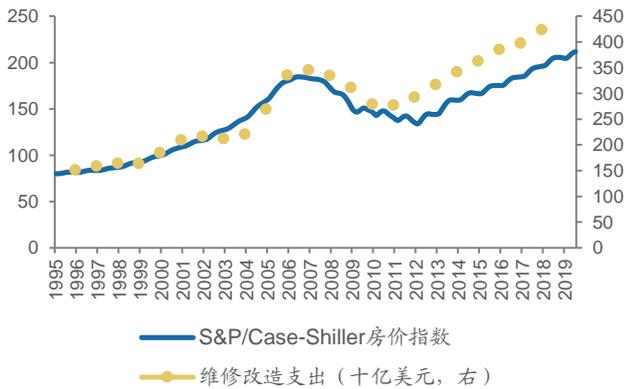


数据来源: ACA, Department of Commerce, US Census Bureau, 宣伟公司业绩推介材料., 广发证券发展研究中心

2. 维修改造支出有上升空间。一方面房价上涨会带来维修改造支出增加; 对大多数美国人来说, 房子是他们最大的资产, 房价上涨使得拥有自己房屋的人感到更

富裕，更倾向于投入资金改善房屋，因此房价上涨与房屋重涂之间存在高度相关性。存量房屋的交易和房价上涨都能刺激房屋重涂支出，近年来美国房价的持续上涨，带动住房维修改造支出持续提升；另一方面消费者信心提振会带来维修改造支出增加。房屋改造需求的两个核心宏观经济驱动力——消费者信心和就业增长，消费者信心和住房提升改造支出高度相关，2009年以来，消费者信心和住房装修改造均向上提振。现在美国失业率处于历史最低水平，可支配收入在上涨，他们的个人资产负债表非常好，为投资房屋改造提供经济支撑。

图 16: 美国房价上涨与住房维修改造高度相关性



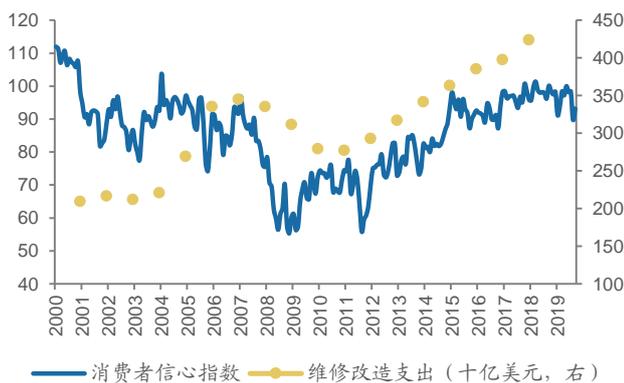
数据来源：S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index, Harvard Joint Center for Housing Studies, 广发证券发展研究中心

图 17: 美国现有房屋销售增速



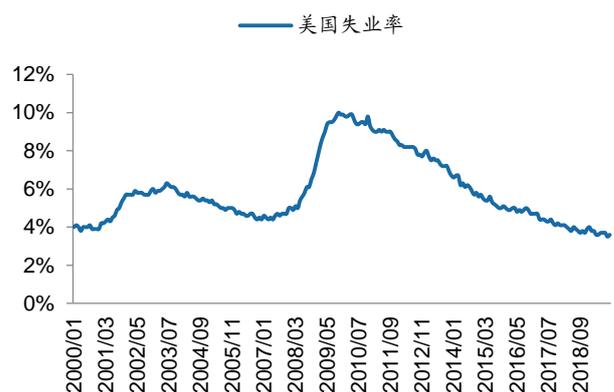
数据来源：美国房地产协会，广发证券发展研究中心

图 18: 美国消费者信心指数与维修改造支出



数据来源：University of Michigan, Harvard Joint Center for Housing Studies, 广发证券发展研究中心

图 19: 美国失业率情况（单位：%）



数据来源：US Bureau of Labor Statistics, 广发证券发展研究中心

消费模式由个人 (DIY) 向代理人 (专业承包商) 转变

在消费模式上,北美地区建筑涂料涂刷方式由DIY (个人) 逐步转向专业承包商 (代理人), 专业承包商市场占比从1980年的41%上升到2018年的62%, 除了2009年的经济衰退给DIY带来了短暂的推动, 其他年份都在增长。

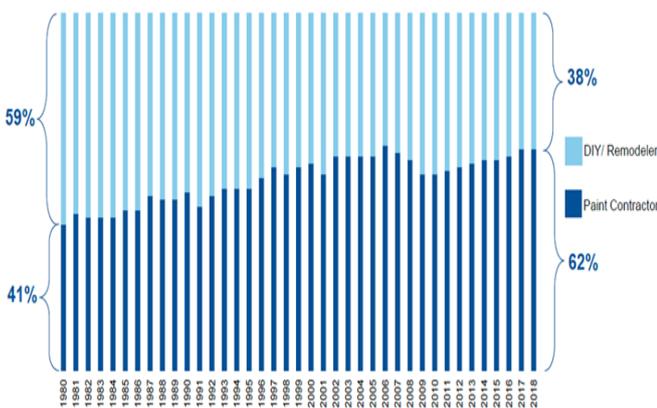
表 4: 2013年全球建筑涂料涂刷方式

分类		全球占比	美国	西欧	东欧	中国	巴西
涂刷方式	专业涂刷	60%	与全球类似	DIY 占比高于全球	与全球类似	专业涂刷占比高于全球	与全球类似
	DIY/BIY	40%					

数据来源: KNG Global Research, PPG 公司业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

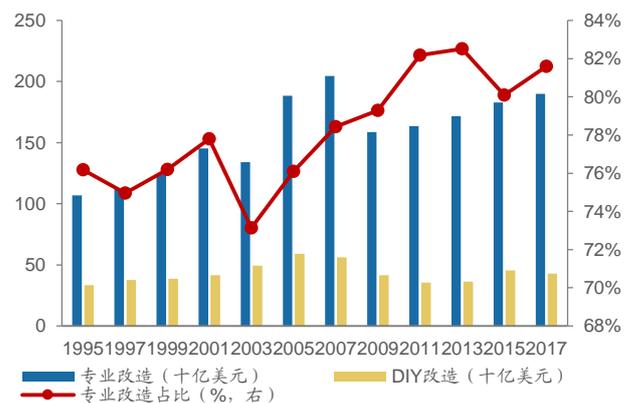
DIY消费者对品牌 and 价格比较敏感, 专业承包商更加关注涂料产品质量以及厂商和渠道商提供的服务。专业承包商相较于DIY具备一定优势, 主要表现在: (1) 专业的工艺和涂刷技术: 涂刷房屋具备一定的专业性要求, 例如在油漆开始之前需要进行清洁、密封等, 且美国内墙材料较多, 如木材、石膏板、胶合板和水泥板等, 对涂料的要求也不尽相同, 在不同的表面 (例如天花板, 装饰, 墙壁, 橱柜) 上也要使用不同的涂料, 工序复杂, 专业承包商能够保证施工质量, 快速完工, 尽量给房主造成最小的困扰; (2) 安全性: 防止有害物质和高空作业给房主带来的隐患; (3) 节省一部分预算: 不必购置安全装置、喷涂工具和修补工具等。

图 20: 北美地区涂刷方式逐渐由DIY转向专业涂刷



数据来源: U.S.Commerce Department, 宣伟公告, 广发证券发展研究中心

图 21: 历年美国住宅专业改造和DIY改造支出



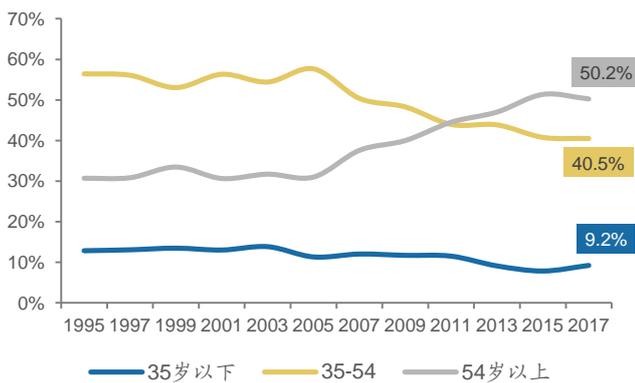
数据来源: AHS of U.S. Census Bureau, 广发证券发展研究中心

美国建筑涂料的涂刷方式的变化可以从下列几个方面来解释:

1. 美国人口年龄结构的变化。根据Joint Center for Housing Studies at Harvard University的一项研究, 美国住房改造人群中, 55岁及以上人群约占50%, 35-54岁

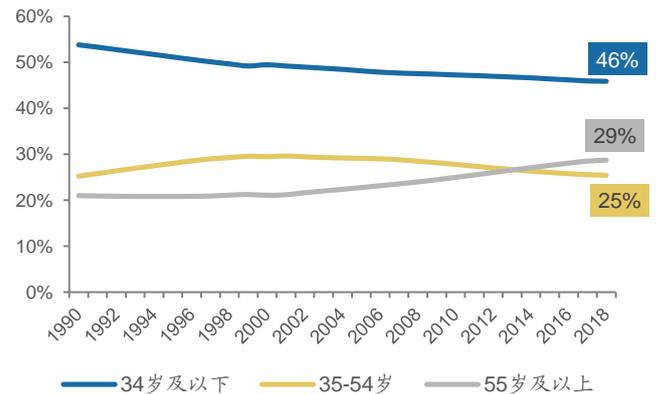
人群约占40%，35岁以下人群约占10%，各个年龄层的涂刷方式选择偏好不同。35岁以下人群往往处于租赁住房、购置新房（相当一部分为多户型公寓）阶段，虽然人口占比约46%，但对住宅改造需求显著低于其他年龄段，这一年龄层人群在选择涂刷时往往会倾向于DIY，这是因为美国人力资本较高、建筑涂料使用较为方便可以自己动手涂刷、且35岁以下人群在经济上不算富裕且有充足时间。35-54岁人群的涂刷需求往往为重刷，考虑到经济承受能力更强、业余时间不充足，且越来越多家庭是双收入家庭，他们更偏好雇佣专业承包商。55岁及以上人群需要对房屋进行适老化改造，如扩大门口、安装坡道和扶手、更换更柔软的地板等，大量的适老化改造项目通常需要对房屋进行较大力度的改造，重新涂刷内外墙项目较为基础和简便，一般会纳入改造范围内，加上因房屋居住年限较久需要正常维护所产生的重刷需求，55岁及以上人群是房屋重刷的主要消费群体。由于这类群体年龄较大、有一定的财富，不同于年轻时选择DIY方式涂刷，现在更倾向于雇佣专业承包商。随着美国人口年龄结构的变化，35岁及以下群体占比下降，造成DIY的占比逐年下降，雇佣专业承包商的比例则逐年上升。

图 22: 美国各年龄层住宅提升改造占比



数据来源: Harvard Joint Center for Housing Studies, 广发证券发展研究中心

图 23: 美国人口年龄结构变化



数据来源: US Census Bureau, 广发证券发展研究中心

从1997-2017年各年龄层房主数量和改造支出数据来看，最近二十年的住房改造支出增长部分几乎都来自55岁及以上的人群；如上所述，这一人群更倾向于雇佣专业承包商。

表 5: 1997-2017年各年龄层房主数量和改造支出变化情况

年龄层	房主数量增长率	平均改造支出增长率	整体改造支出增长率
Under 35	-21%	39%	9%
35-54	-6%	19%	12%
55 and Over	60%	57%	152%

数据来源: AHS of U.S. Census Bureau, 广发证券发展研究中心

2. 美国消费者的消费习惯在发生变化，DIY文化流行性降低，年轻一代越来越从“DIY”（Do-it-yourself）到“DIFM”（Do-it-for-me），随着消费者消费能力不断提高、双工作家庭比例越来越高，美国人更愿意支付金钱让别人去做事情以节省休闲时间。

3. 在经济向好时，失业率下降、工资提升，消费者更愿意选择专业承包商，这也可以解释为什么经济不好的年份DIY占比提升，经济好的时候专业承包商市场增长更强劲。

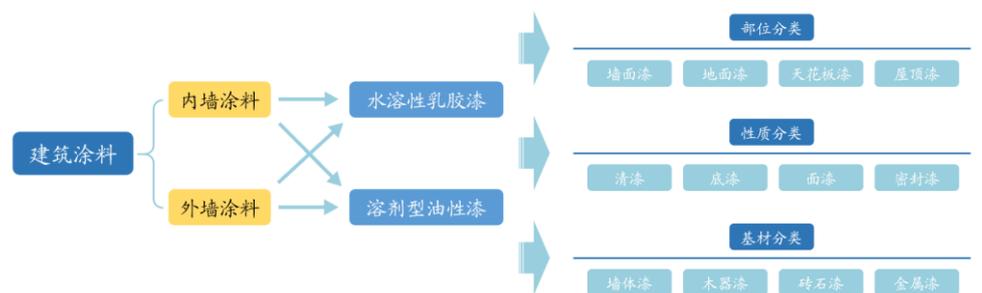
渠道和品牌是核心竞争要素，“大龙头”宣伟(Sherwin-Williams)和“小而美”本杰明摩尔(Benjamin Moore)

建筑涂料赛道决定渠道和品牌是核心竞争要素

建筑涂料有两个特点：

一方面从生产角度来看，进入门槛较低。建筑涂料作为功能性产品的一种，生产技术要求没有工业涂料和特种涂料高，产品卖点最初主要为装饰性；随着消费者环保意识不断加强，从1950年代以后美国建筑涂料发生了产品成分的革新，可挥发性有机物（VOC）含量极低的水性乳胶漆开始替代溶剂型涂料并逐渐占据市场。到目前为止，建筑涂料产品主要在四方面形成差异化竞争：装饰性、环保性、使用性和功能性（后文会详细分析）。总的来看，当今大多数厂商都能生产出符合环保要求，使用性类似且具有一定装饰性与功能性的建筑涂料。

图 24：美国建筑涂料产品



数据来源：宣伟业绩推介资料，广发证券发展研究中心

另一方面从销售角度来看，渠道和品牌决定厂商经营差异。美国建筑涂料需求来自两块，新涂和重涂；新涂市场基本都是工程业务（美国新房都是全装修），主要销售给房地产开发商，客户数量少，获客较容易但有进入门槛，同时客户专业性高，了解产品信息，对涂料性价比的重视度高于其品牌效果，渠道和品牌重要性较低。重涂市场，主要销售给个人户主或专业承包商，客户数量众多，获客难度较大，渠道

很重要；同时客户在选择涂料时更加看重质量、功能、服务等指标，受厂商营销策略影响，产品品牌对客户购买行为会带来重要影响，而且客户规模小议价能力弱；而美国市场以重涂为主，综合来看，渠道和品牌是美国建筑涂料行业主要竞争要素。

基于建筑涂料行业的这种特性，抢占渠道及建立品牌成为企业的首要发展策略。不同销售渠道可以帮助企业以不同的价格进入市场，选择正确的渠道有利于企业快速占领市场份额，建立知名的名牌有助于企业进行差异化竞争从而提升在消费市场中的议价能力。我们接下来将详细分析美国优秀建筑涂料企业是如何从这两个方面构筑竞争优势和护城河。

渠道为王，差异化竞争是建筑涂料企业核心策略

美国建筑涂料销售渠道分为大型零售商、公司直营店、独立经销商三种。大型零售商主要面向DIY客户，因为美国的个人消费者有在大型零售商采购商品的习惯，DIY客户更加关注价格，大型零售商因为规模优势和对供应商的强议价能力通常能够保持较低的价格。公司直营店以服务专业承包商为主，和DIY客户更关注价格不同，专业承包商更关注产品的质量和服务（原因在于涂料成本仅占专业承包商总成本的10%-20%），公司直营店能为承包商提供更专业的服务、更快捷的交付。独立经销商则兼具大型零售商和公司直营店的双重特征，既能服务DIY客户，又和专业承包商建立较深的合作关系。不同渠道具有各自的优劣势，对于建筑涂料公司而言，必须评估每个渠道的优势与风险，同时结合公司自身情况来确定最适合的渠道策略。

表 6：建筑涂料销售渠道

销售渠道	渠道定义	代表	客户
大型零售商	拥有大量门店的主要零售网络，主要面向DIY市场，注重广告营销和促销	家得宝；劳氏；沃尔玛	以DIY客户为主
公司直营店	涂料生产商自有的零售终端，主要面向涂料承包商市场	宣伟和PPG直营店	以专业承包商为主
独立经销商	独立经营的小规模零售店，一般细分为三类：1、主要面向涂料承包商的专业经销商；2、主要销售五金用品的五金店；3、主要销售窗户、门窗装饰物等的家装商店	Ace	专业承包商和DIY均有

数据来源：PPG公告，广发证券发展研究中心

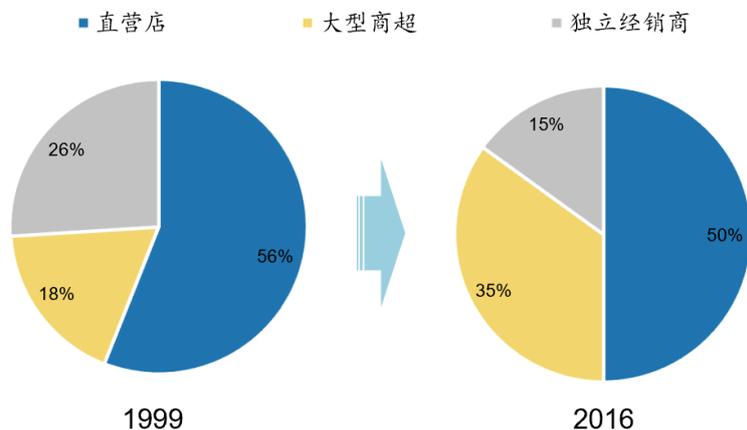
表 7: 美国建筑涂料主要销售渠道优劣势比较

分销渠道	优势	劣势
公司直营店	员工专业、服务到位，容易建立客户忠诚度；自主定价，毛利率高；具备产品展示和品牌营销的作用；能够直接传递消费者需求变化	投入较大费用较高、对门店经营要求较高
大型零售商	人流量大且集中；大批量销售产品；种类丰富且价格较低，受到 DIY 消费者的欢迎	需要交入场费、不能自主定价，造成利润空间被压缩；大型零售商话语权大，可能要求独家销售权，合作破裂对厂商后果严重；涂料厂商的服务支持力度较弱
独立经销商	网点多、分布广，产商投入少，是扩大销售半径成本最低的方式；能够凭借在社区长期经营建立的影响力拿到订单；厂商有议价空间	经销商销售额波动较大、经营能力参差不齐，无法保障产品和销售稳定性；常常销售多家公司产品，无法保障销售的首选性

数据来源：宣伟业绩推介资料，广发证券发展研究中心

从美国建筑涂料行业数据来看，公司直营店在三大销售渠道中占比最大，基本稳定在50%以上，其次是大型零售商，近年来占比提升至35%，独立经销商渠道占比最小约15%。从建筑涂料公司业务模式来看，公司直营店渠道主要参与者为宣伟威廉斯和PPG工业（PPG Industries）；大型商超渠道，该渠道参与者相对更多，主要为拥有自身知名品牌的涂料企业如宣伟威廉斯、PPG工业、Masco、RPM等；独立经销商渠道是参与者最多也是市场份额最少的一种，主要代表公司为本杰明摩尔（Benjamin Moore，下同），PPG工业和RPM也有布局。

图 25: 1999年到2016年美国建筑涂料渠道份额变化情况



数据来源：Paint & Coating Industry，广发证券发展研究中心

表 8: 美国建筑涂料生产商销售渠道和主要客户群

公司	主要销售渠道	主要客户群	美国地区建筑涂料收入 (亿美元)
SHW	直营店 75%、大型零售商 25%	承包商 80%，DIY 20%	62.9
PPG	直营店 50%、大型零售商 35%、独立经销商 15%	承包商、DIY	18.2
Masco	大型零售商 100%	DIY 75%，承包商 25%	16.2
Benjamin Moore	独立经销商 100%	承包商、DIY	8.7
RPM	大型零售商、独立经销商 (五金店)	DIY 为主，承包商其次	7.1

数据来源: 公司公告, Wall Street research, SEC filings, Trian estimates, 广发证券发展研究中心

美国建筑涂料行业销售渠道呈现这种结构, 既有行业因素也有公司因素。

从行业层面来看, 美国消费者购买涂料更倾向于去大型零售商和公司直营店。一方面由于美国人力成本高, 消费者有DIY涂刷的习惯, 且美国家庭购买生活用品主要在大型零售商集中采购, 大型零售商能够提供更低的价格和种类更全的产品体验, 因此大型零售商渠道在美国必然占比一定的市场份额。另一方面最近几十年, 建筑涂料的采购从个人逐渐转向专业承包商, 和其他渠道相比, 直营店更能获得专业承包商的青睐, 对专业承包商来说, 直营店能够提供更专业的咨询服务、便捷的运输交付、专为承包商定制的产品和折扣等; 而且美国市场以重涂需求为主, 客户对产品要求更加多元化, 和其他渠道相比, 直营店在运营上具备自主性, 策略上更加灵活, 可以根据客户需求定制产品, 满足专业化、个性化需求; 直营店还能让厂商与客户直接互动, 使其具有信息优势, 并将其反馈至公司的研发中心, 帮助其比竞争对手更快地创新, 从而推出更适合消费者的产品, 以适应不断变化的消费者趋势。同时, 美国建筑涂料市场大、专业承包商需求频率高, 足以支撑直营店发展, 使其成为美国最主流的销售渠道。

从公司层面来看, 主流涂料企业由于公司发展路径的差异, 选择渠道方式也各有差异。

宣伟威廉斯成立于1866年, 公司专注于建筑涂料和美国本土市场 (后文会详细分析), 成立之初就大力发展公司直营店, 努力打造公司专属销售网络, 到目前为止宣伟威廉斯在美国本土拥有4255家直营店, 不过2017年收购威士伯后, 新增大型零售商销售渠道 (2018年成为美国第二大家装零售商劳氏Lowe's唯一供应内外墙涂料的美国建筑涂料品牌)。

PPG工业早期主营业务为玻璃制品、特种化学品及工业涂料, 建筑涂料产品占比较少, 后面逐渐聚焦涂料领域, 一方面不断剥离化学品及玻璃相关业务, 一方面不断收购涂料企业, 1998年PPG工业收购阿克苏诺贝尔部门在美国的建筑涂料业务, 开始大力发展建筑涂料 (2008年其在美涂料直营店数量达到400家左右), 2013年PPG工业收购格力得 (Glidden), 进一步拓展建筑涂料业务; 2018年其功能涂料业务占比达59%, 根据涂界数据估算2018年PPG建筑涂料营收额占总营收的比例为35%; 由于公司建筑涂料业务是半路开始发展, 且以收购为主, 销售为全渠道布局,

拥有900多家直营店，同时积极与大型商超开展合作，比如家得宝（Home Depot）等龙头建材商超，此外它还与各类五金店及建材商合作，发展出遍布全国的独立经销商网络。

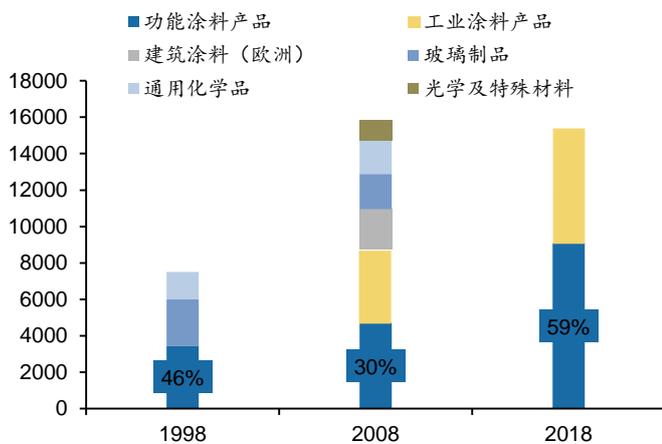
RPM（立帕麦，下同）早期主营业务主要为工业涂料及功能涂料（如防锈涂料等），同样其建筑涂料产品较少，随后RPM业务结构逐步调整，建筑涂料业务占比提升且稳定在三分之一左右水平。Masco早期主营业务为厨卫用品及环保产品，几乎不涉及建筑涂料业务，随后其将业务中心转移至水暖产品及橱柜产品，并于1999-2000年间收购了美国著名建筑涂料公司BEHR百色熊，逐渐开拓出一部分装饰建筑产品；Masco的建筑涂料产品与灯饰产品、卫浴产品等包含在装饰建筑业务内，其美国建筑涂料品牌较单一，业务占比不超过总营收的24%。

PPG工业、RPM立帕麦和Masco三家公司共同特点是初始阶段涂料并不是公司唯一或主要业务，而且建筑涂料业务起步较晚、占比较低，业务和市场比较分散，选择和零售巨头合作是很自然的共同策略。同时对于Masco而言，除建筑涂料配套业务外，还出售水暖、橱柜、门窗等一系列家装产品，主打一揽子家装产品服务，选择大型零售商有利于公司一系列产品的出售；对于RPM立帕麦来说，公司1998年开始上市，入局较晚，而且公司产品优势主要在底漆，美国很多大涂料公司都采用公司的Zinsser底涂与之配套，公司在一些小项目油漆类别（如防锈漆、门廊和地板漆等）和DAP的填缝/密封胶市场也是领导者，多元化产品组合和主打内外墙涂料的龙头企业形成良好配套，因此适合在渠道更广阔的大型零售商和独立经销商处出售。

本杰明摩尔自1883年成立之初就确定高端建筑涂料的定位，公司主要通过独立经销商销售产品，截至2019年其在北美建立了超过5000家独立经销商的销售网络。

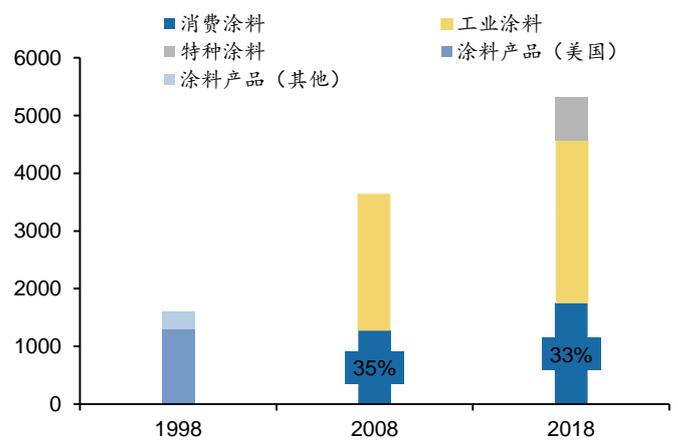
几大企业不同的发展路径也造成了美国建筑涂料销售渠道的多样性。

图 26: PPG历年业务变化及营收额（百万美元）



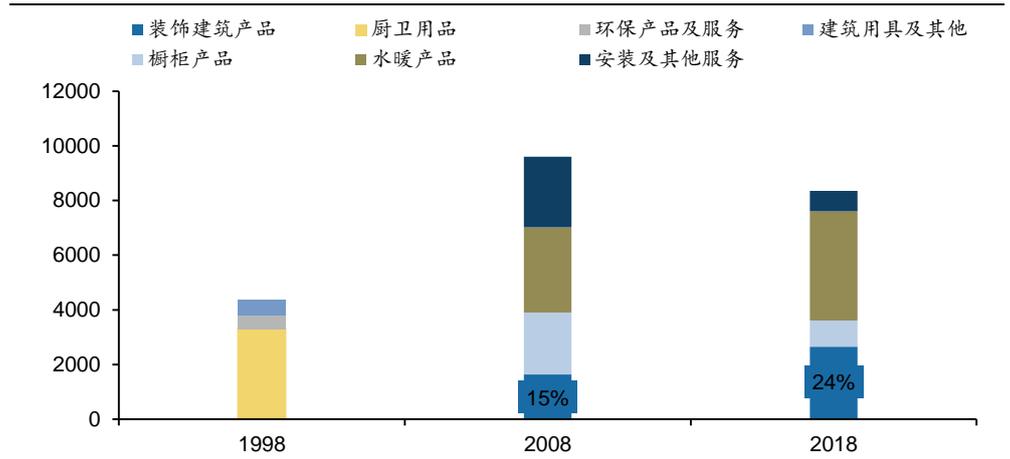
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 27: RPM历年业务变化及营收额（百万美元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 28: Masco历年业务变化及营收额 (百万美元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 9: RPM下游部分大客户

下游客户	类型	在美国门店数量
Ace Hardware	五金连锁店	4459
Do It Best	五金连锁店	3000+
The Home Depot	大型零售商	1981
Lowe's	大型零售商	1723
Menards	家居用品连锁店	350
Orgill	五金连锁店	/
Wal-Mart	大型零售商	4177
W.W. Grainger	企业批发商	330

数据来源: 各公司官网, 公司年报, 广发证券发展研究中心

表 10: 各涂料公司建筑涂料业务占比

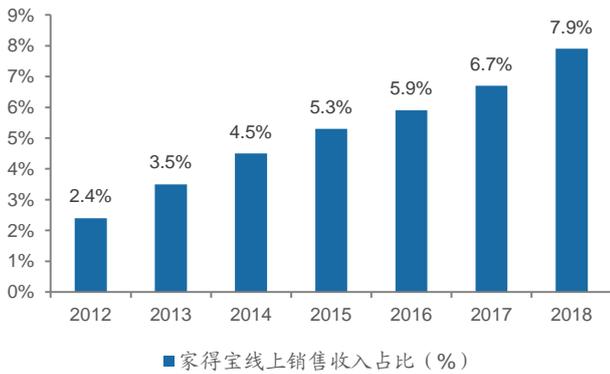
公司	建筑涂料业务占比
宣伟	65%
PPG	35%
Masco	24%
RPM	16%
本杰明摩尔	100%

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

除了传统三大渠道(公司直营店、大型零售商和独立经销商)外,近年来,电子商务渠道兴起,占比持续提升。一是来自传统渠道的线上业务发展,如家得宝近几年积极投入线上渠道销售,线上销售占比从2012年的2.4%增至2018年的7.9%。另一方面第三方电商平台(如亚马逊、Houzz)也在抢滩家装零售市场,根据Internet Retailer,美国线上家装零售市场份额稳步攀升,2017年美国家装零售市场为4354.1亿美元,线上销售额402.6亿美元,占比9.2%;其中,亚马逊凭借其平台优势在家装

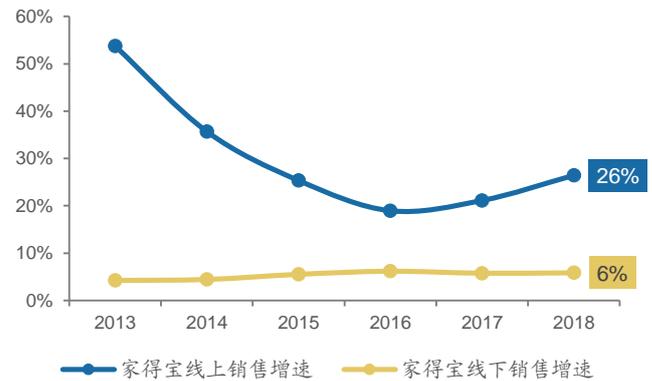
产品领域获得25%的市场份额，Houzz同样表现不俗，占据了8%的份额；虽然和专业家装零售商相比，亚马逊、Houzz等电商综合平台作为后起之秀在家装产品规模上仍然有较大差距，但电子商务的迅猛发展必定会使其份额日渐提升，要求涂料企业必须投入更大的精力到线上渠道进行销售。

图 29: 家得宝线上销售收入占比 (%)



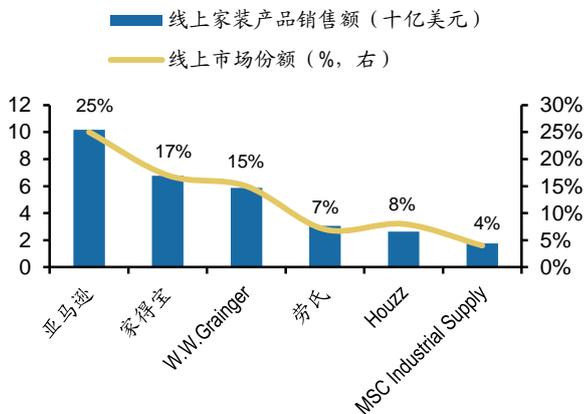
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 30: 家得宝线上业务和线下业务销售增速



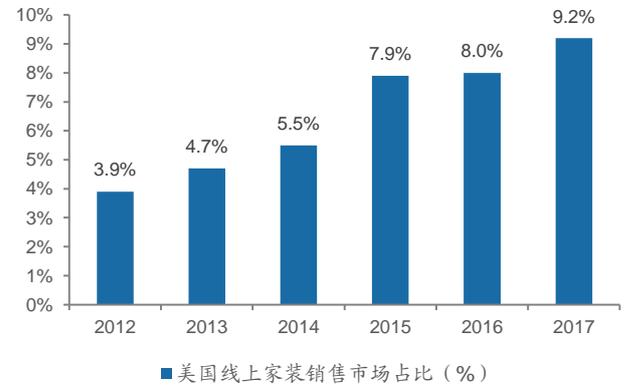
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图 31: 美国企业线上家装产品销售情况



数据来源: Internet Retailer estimates, 广发证券发展研究中心

图 32: 美国线上家装销售市场占比



数据来源: Internet Retailer estimates, 广发证券发展研究中心

接下来, 我们分别就三种类型渠道模式来分析美国建筑涂料企业是如何差异化竞争的。

● 公司直营店: 宣伟先发优势成功转化规模优势, 运营管理优于对手

在公司直营店渠道方面, 宣伟威廉斯是佼佼者。公司的护城河构建首先来自于率先布局全国, 抢占有利位置。

宣伟威廉斯成立于1866年, 属于美国最早发展起来的一批涂料企业, 公司在成

立之初就方向明确，一直将建筑涂料作为发展的主业，且以美国市场为主战场，从而确立了直营店发展模式；公司在直营店渠道先发优势明显，早在1890-1919年就建立了第一批零售商店，在1920年前后拥有超过30家直营门店，在此后100多年的发展历程中，宣伟继续增加直营门店数量，建立了遍布全美庞大的直营店网络；1990年代宣伟威廉斯的门店数已经达到2000家，是同期竞争对手的10倍以上，主要城市和重要地段已经被宣伟抢占；2018年宣伟直营店数量共4978家，美国共4255家，实现了90%的美国家庭每隔50英里都有一家宣伟涂料店的布局，大面积布局门店需要高投入，其他公司如果想开辟直营店渠道只会耗费更多资金和时间。

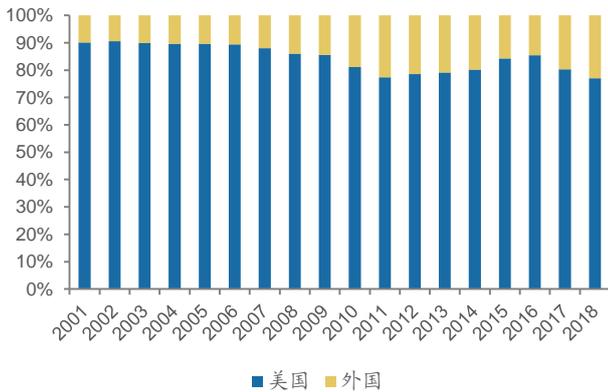
先发优势背后是宣伟对美国建筑涂料行业深刻的理解、专注聚焦主业和主市场：

1. 建筑涂料是全球最大的涂料类别。和其他涂料不同，建筑涂料的涂刷方式分为DIY和专业承包商两种，直营店主要针对专业承包商开展业务。专业承包商通常只在被许可的地方营业，有些州需要专业的涂装许可证，大多数州颁发承包商一般营业执照，因此承包商往往是地方性的（没有全国特许涂料承包商）。据PCA协会统计，美国大约有31万家专业涂刷承包商，专业承包商也极度分散，几乎所有专业承包商的员工都不到50人，较小的公司通常由所有者和一个或几个雇员组成，对于小企业或独立承包商而言，他们一次只能从事一项工作，除了标准的可重复使用的工具和设备，公司没有太多的库存，并且按项目购买涂料和相关产品，小公司通常从单一来源购买油漆，以获得折扣；承包商特点决定他们很看重产品体验和服务，同时美国建筑涂料需求稳定、承包商采购频率高，适合也需要直营店来服务。

2. 宣伟业务集中在美国开展，尽管美国地区收入占比从2001年的90%下降至2018年的77%，但仍高于其他涂料企业。和其他龙头企业全球分散化布局不同，宣伟坚持以美国为中心市场，因此投入较多的资源在美国渠道建设中。美国作为成熟市场，涂料需求稳定，适合铺设直营店渠道，有利于产生规模效应。对拥有第二多数量直营店的PPG而言，其直营店业务必须与其他同级业务竞争营运资本，例如汽车、航空航天领域的OEM涂料，由于建筑涂料和工业涂料之间几乎没有协同作用，PPG对建筑涂料业务的投资力度远小于宣伟。

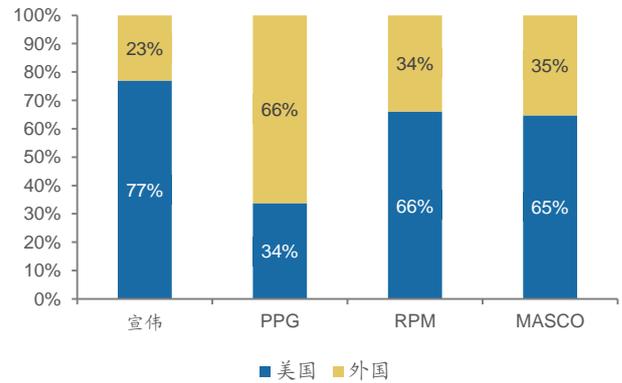
2018年宣伟建筑涂料收入占总营约65%，且其在美国的业务主要集中在建筑涂料业务，宣伟在美国建筑涂料的规模优势适合大力拓展直营店渠道。

图 33: 宣伟历年分地区营业收入结构



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

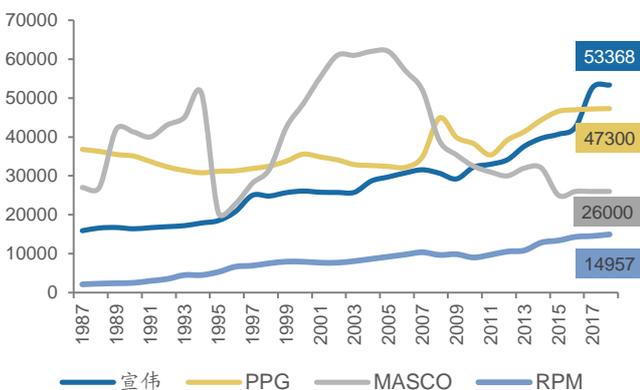
图 34: 2018年美国建筑涂料企业分地区营业收入结构



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

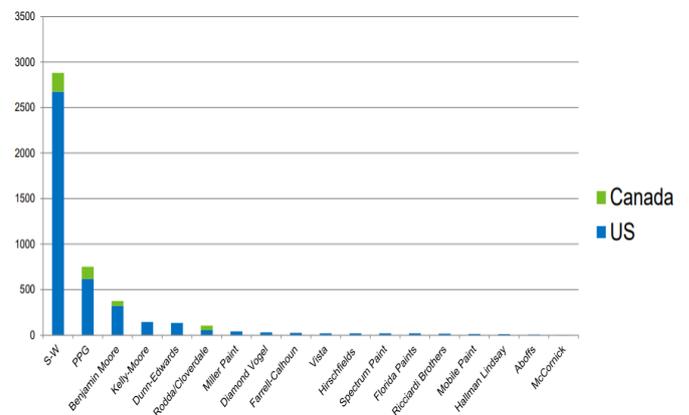
其次, 宣伟的竞争力来自于规模优势和公司优秀的运营管理能力。开设直营店, 需要支付租赁费和水电费, 同时直营店都是自有员工, 业务上更多地服务于承包商市场, 为了建立承包商消费粘性, 需要聘请更多专业的员工提供服务, 直营店产品的交付由公司自有运输团队负责(宣伟拥有超过3000辆供应货车及2300多名专送司机, 实现日配送次数超过7800次, 年配送次数超过200万次), 需要支付更多运输费(大型零售商只需要支付入场费, 除销售代表外不需要聘请全日制员工, 也不负责商品运输), 所以直营店模式的费用率要高于其他渠道模式(所以宣伟的期间费用率高于同行三个涂料企业); 但这些费用支出随着收入扩大后有规模效应, 我们可以从宣伟人均营业收入持续上升可以验证, 而且公司的期间费用率和人均营业收入并不比其他渠道模式占比大的竞争对手差多少。

图 35: 美国四大涂料企业员工数量



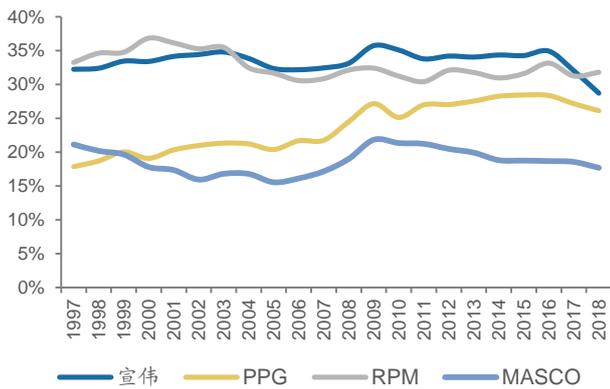
数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 36: 全球涂料企业2017年北美地区销售代表数量



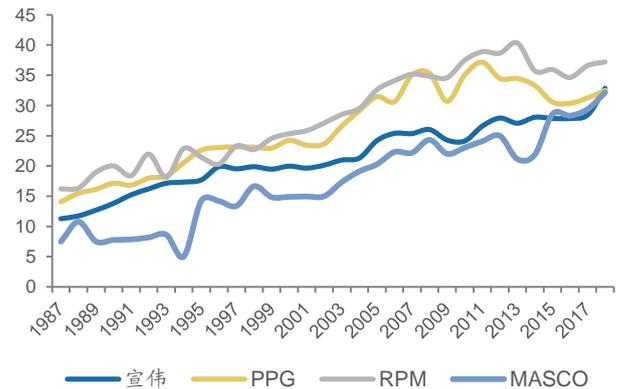
数据来源: 宣伟业绩推介材料, 广发证券发展研究中心

图 37: 美国涂料企业期间费用率



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心
备注: RPM 期间费用包括运输成本, 其他公司不包括; 宣伟 2017 年开始毛利率下降受收购威士伯并表影响

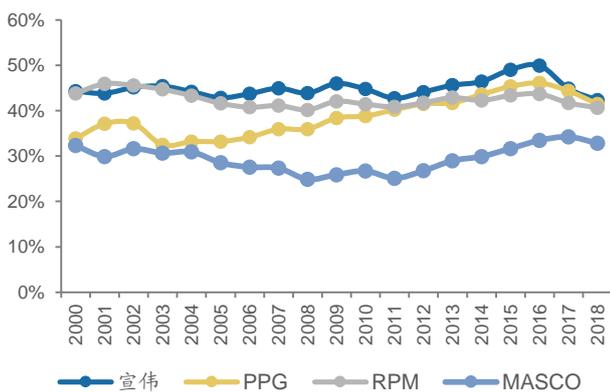
图 38: 美国涂料企业人均营业收入 (万美元)



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

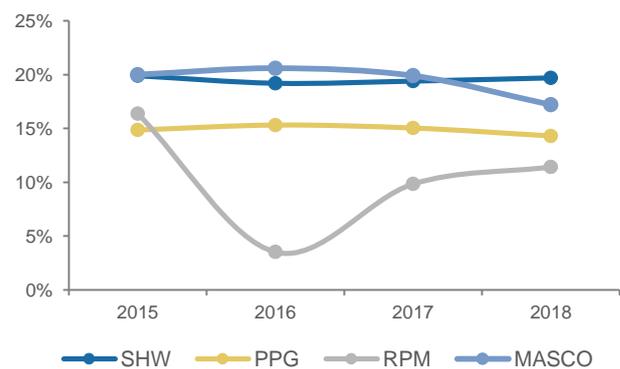
同时, 直营店模式虽然期间费用率高, 但毛利率也高, 要看宣伟的规模优势和运营效率还需比较营业利润率。我们无法获得各涂料企业建筑涂料业务的毛利率, 但从整体毛利率来看, 主要在直营店出售建筑涂料的宣伟毛利率是最高的, 只在大型零售商出售建筑涂料的Masco毛利率最低; 宣伟的建筑涂料产品多在直营店出售, 公司具有定价权, 而主要在大型零售商和经销商销售产品的涂料企业议价能力较弱。综合毛利率和期间费用率, 我们选取了各公司包含建筑涂料业务的集团营业利润率进行比较, 我们发现宣伟和Masco的建筑涂料营业利润率显著高于PPG和RPM。

图 39: 美国涂料企业毛利率



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心
注: 宣伟 2017 年开始毛利率下降受收购威士伯并表影响

图 40: 美国涂料企业建筑涂料业务营业利润率

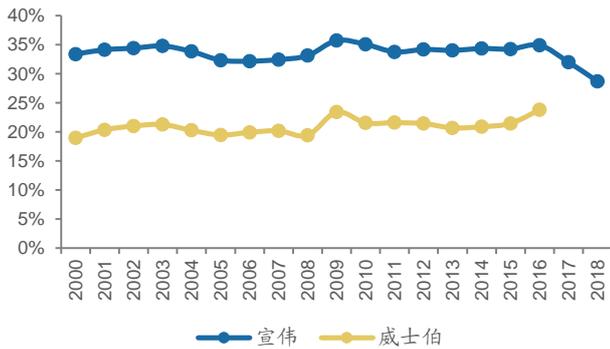


数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

这种渠道经营模式上的差异, 也可以从宣伟和威士伯财务差异体现 (宣伟2017 年收购威士伯): 期间费用率由2016年的34.9%显著下降至2017、2018年的32.0%、

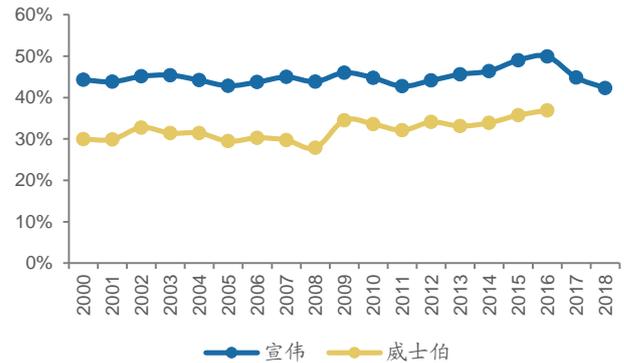
28.7%，2017年不考虑并购影响的期间费用率为33.7%，2017年期间费用率相较于2016年下降了2.9个百分点，其中有1.7个百分点是并购威士伯带来的影响，和宣伟的直营店模式不同，威士伯主要依靠大型零售商渠道进行销售，且依托和劳氏的合作关系，能够实现较低的入场费，期间费用率和依托家得宝销售的Masco相仿，并购前的宣伟期间费用率比威士伯约高13%。宣伟的毛利率也显著高于威士伯。

图 41: 宣伟和威士伯期间费用率比较



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

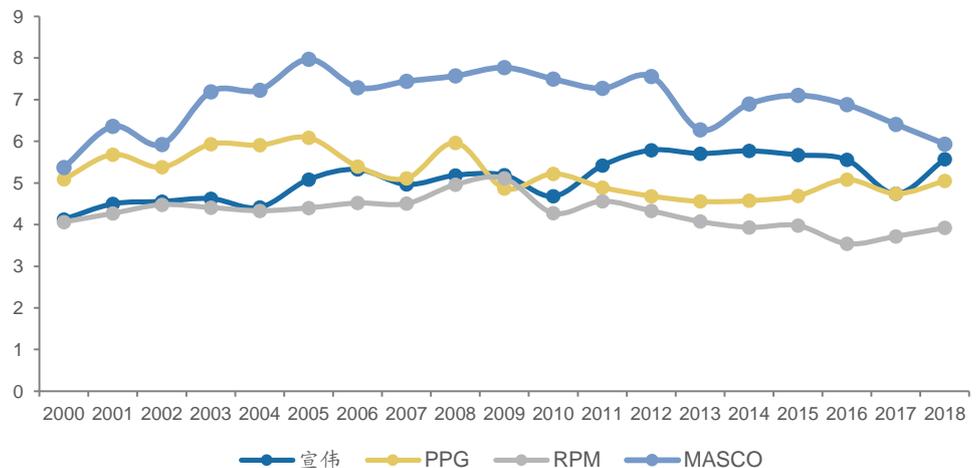
图 42: 宣伟和威士伯毛利率比较



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

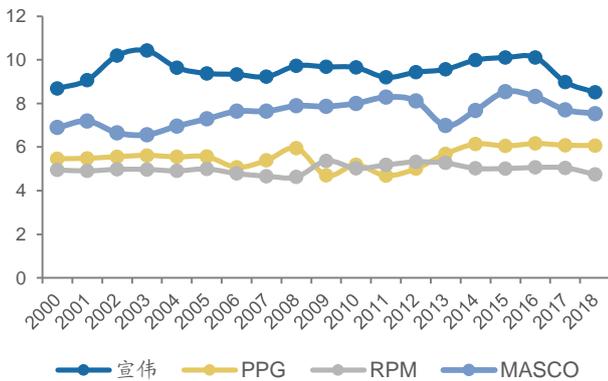
再比较体现公司运营效率的周转率指标，综合存货周转率、应收账款周转率和应付账款周转率来看，宣伟的周转效率最高。Masco存货周转率最高，说明Masco仅在大型零售商出售产品并和第一大家装零售商家得宝进行战略合作的方式能够实现存货快速周转，但应收账款周转率低于宣伟，应付账款周转率高于宣伟，说明涂料供应企业在大型零售商渠道议价能力较弱。宣伟的存货周转率虽低于Masco，但其通过规模优势、议价能力和优秀的运营管理，实现应收账款的高周转率和应付账款低周转率。

图 43: 美国涂料企业存货周转率 (单位: 次)



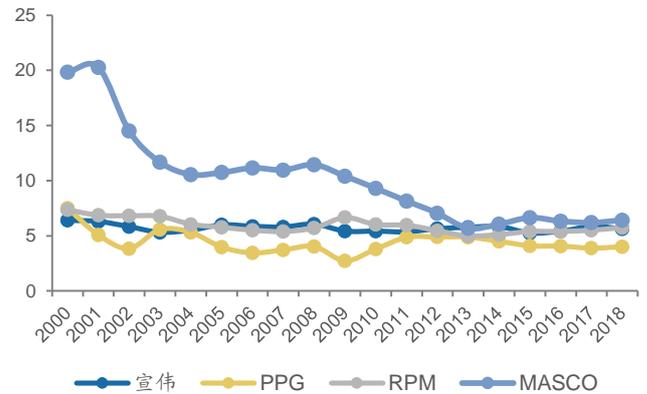
数据来源：公司年报，Bloomberg，广发证券发展研究中心

图 44: 美国涂料企业应收账款周转率 (单位: 次)



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 45: 美国涂料企业应付账款周转率 (单位: 次)



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

公司的运营管理能力还体现在门店管理上, 公司门店发展成功实现“量”“质”齐升。2009-2018年直营店数量从3893增长至4978家, 2009年以来单店营业收入也持续走高, 单店营收也从108万美元增长至193万美元, 增幅约80%。

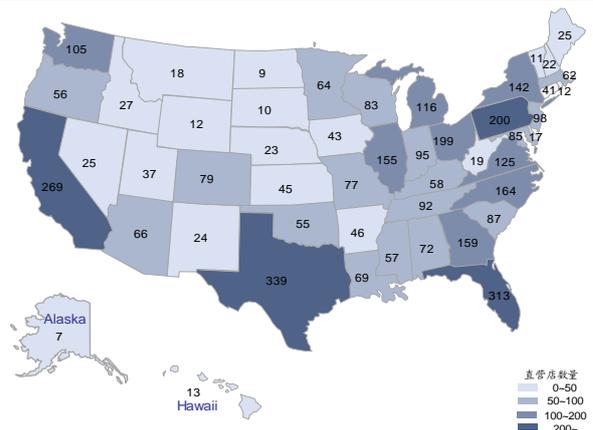
宣伟在美国的建筑涂料行业成功成为大龙头 (52%的市场份额, 第二名PPG仅有15%), 很大程度上要归功于直营店渠道优势。

图 46: 历年宣伟直营店数量 (左轴) 及单店营收 (右轴)



数据来源: 公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心
备注: 05-15年为 paint stores 集团营收, 16-18年为 The Americas Group 集团营收

图 47: 美国宣伟建筑涂料业务直营店分布



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

- 大型零售商: 参与者众多, 厂商议价能力弱, 建立良好合作关系是关键

大型零售商渠道的特点是涂料厂商能利用巨头的零售网络快速对接全国流量入口，实现产品直达终端用户。目前美国知名大型零售商有家得宝（Home Depot）、劳氏（Lowe's）、沃尔玛（Walmart）和Menards等。

大型零售商为了将流量尽可能转化为利润，会严格考量单位面积的销售额来源从而对合作伙伴进行挑选。一般而言涂料企业只有部分品牌产品在大型零售商中销售，主要形式为货架出售，比如PPG的Glidden品牌、TIMELESS品牌，以及宣伟的Valspar品牌等等。

表 11: 2019 年美国大型零售商龙头概况（百万美元）

商超	总营收	涂料相关 营收	涂料相关 营收占比	美国门 店数	平均门店 面积 (ft ²)	平均门 店员工	单人服务 面积 (ft ²)	单位面积创收 (美元/ft ²)
家得宝	108203	8461	7.82%	1981	104000	160	650	450
劳氏	71309	5263	7.38%	1723	103700	150	690	340
沃尔玛	510329	27987	5.48%	4588	178000	300	600	300

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

选择大型零售商渠道的厂商，其核心竞争力体现在控制成本费用以及和大型零售商建立良好的合作伙伴关系上。对于涂料企业来说，该渠道的最大劣势并非被压低的批发价格（同时也节约了管理和销售费用），而是大型零售商和涂料企业之间微妙的合作关系，总的来说，涂料企业处于弱势地位。大型零售商和涂料企业之间的合作关系经常发生变化，以家得宝和劳氏为例，2018年劳氏公司与宣伟威廉斯签订了独家合作协议，拥有宣伟威廉斯众多知名品牌涂料的销售权，如Valspar、HGTV HOME、Winwax等，这导致家得宝必须将之前与宣伟的合作品牌全部撤下货架（其中包括Winwax等一系列品牌漆）。同年，劳氏公司宣布停止销售PPG旗下的OLYMPIC品牌内外墙漆，PPG只能暂停该品牌内外墙漆与大型零售商的合作，并与家得宝签订合作协议，于2018年中起在家得宝店铺中销售其OLYMPIC品牌木器漆，这些品牌合作的变化让PPG在2018年损失了1亿美元左右的销售额。

图 48: BEHR百色熊品牌漆在家得宝中的店铺区展示图



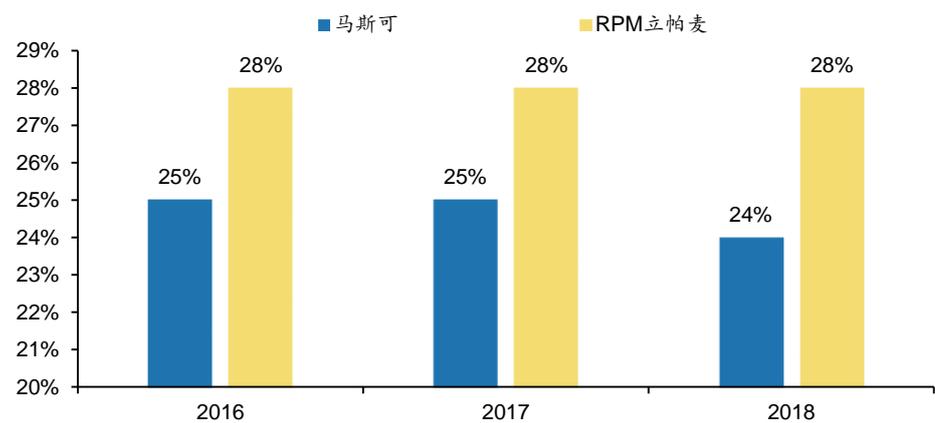
数据来源：Masco马斯可业绩推介材料，广发证券发展研究中心

与其他两家企业不同，Masco旗下的BEHR品牌漆与家得宝已经有40年的合作历史，其产品质量可靠价格低廉，在消费市场影响力大，使得BEHR产品在家得宝超市中拥有独立宣传与店铺区，并配有专门的销售人员进行服务。虽然企业被压低批发价格的风险可以通过与大型零售商协商博弈、增加广告策略和促销活动、降低自身成本费用等方法实现对冲，但是稳定的合作关系始终是涂料企业从该渠道获利的保证。

PPG和Masco销售管理费用常年控制在15%-20%的水平，显著低于同行（数据请见图37）。但PPG因为合作关系的变化导致巨额损失，Masco则在保持和家得宝良好合作关系的同时降低费用实现共赢。Masco旗下BEHR是其唯一和家得宝合作品牌，每年Masco建筑涂料销售额中的25%左右来自家得宝渠道。RPM立帕麦也是大型零售商渠道的参与者之一，每年其消费涂料业务销售额中的30%左右来自家得宝渠道。

大型零售商的零售管理能力强，门店多，销量大，该渠道投入资金不大，对于规模较大且有独立品牌的涂料企业来说，与头部零售企业建立良好的合作关系是其重要的渠道选择。

图 49: Masco及RPM立帕麦在家得宝渠道涂料收入占总建筑涂料收入比例



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

● 独立经销商：极致服务与高效管理成就“小而美”的本杰明摩尔崛起

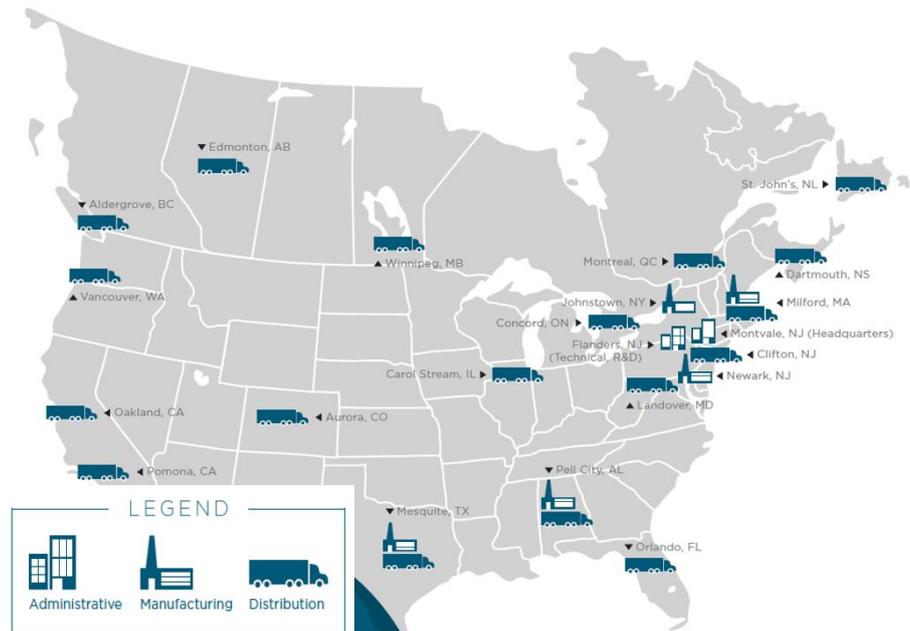
独立经销商是占比最小的渠道，从1990年代末以来，大型零售商迅速扩张，蚕食了独立经销商的渠道流量，其占比从26%一路下滑至如今的15%左右。龙头公司纷纷扩张公司直营店或与大型零售商开展合作以抢占渠道资源，独立经销商渠道逐渐萎缩。本杰明摩尔是独立经销商渠道中的佼佼者。

本杰明摩尔成立于1883年，属于美国建筑涂料最早成立的一批企业。从成立之初，其定位就明确为“小而精的高端涂料品牌”，极其注重产品质量与服务，深耕内外墙涂料；二战过后，美国环保意识的觉醒推动了一系列建筑涂料的环保改革，在1960年代后期美国涂料环保立法开始实施之前，本杰明摩尔于1957年推出VOC含量极低的Regal Wall Satin室内水性乳胶漆，迅速风靡DIY市场；1982年，公司推出计

算机色彩匹配系统，使得其独立经销商能匹配任何样品的颜色，在产品色彩和用户服务上超越同行；本杰明摩尔产品口碑极佳，被誉为建筑涂料中的“劳斯莱斯”，成为推动整个美国建筑涂料发展的重要力量之一。2000年被巴菲特公司收购。

截至2018年，本杰明在美国共有5个工厂和17个分发中心。公司自成立以外主要通过独立经销商销售产品，其在北美建立了超过5000家独立经销商的销售网络。根据涂界的统计数据，本杰明摩尔2018年建筑涂料销售额为8.7亿美元左右。

图 50: 2018年本杰明摩尔总部、工厂及分发中心分布图



数据来源：《Corporate Responsibility Report》，广发证券发展研究中心

本杰明摩尔凭借极致的服务和高效的管理克服了独立经销商渠道的劣势，将独立经销商训练成了公司的“直营店”。

在客户服务方面，本杰明摩尔为独立经销商提供营销、教育培训和技术支持，并不收取费用；一方面，本杰明摩尔凭借精细化的产品和卓越的质量帮助独立经销商获得更好的口碑，公司产品种类和配套十分精细，如外墙涂料与内墙涂料均按不同的基材划分了不同的品种，包括木材、金属、砌块、石膏板、墙体等等。另一方面，公司配合独立经销商为用户进行计算机选色和配色、开设线上商店支持店内取货等，极大程度提高了用户的消费体验。

表 12: 本杰明摩尔产品根据基材分类情况

涂刷部位	基材分类
外墙	无处理的木材、上了漆的木材、有油污的木材、风化的木材、用化学材料浸渍过的木材、黑色金属、铝、锌、砌块、平滑砌块、刷过涂料的砌块、粘土砖、水泥板等。
内墙	上过油漆的木材、没上过漆的木材、有油污的木材、已用腻子抹光的木材、新木材、旧木材、水泥砂浆或干燥的墙体、已经处理过的墙体、未处理过的墙体、已经有底涂的墙体、砌块、黑色金属、锌、石膏板、保温材料等。

数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

在经销商管理方面，一方面本杰明摩尔通过严格挑选经销商以及和其签订90%以上独立业务的协议，寻找并绑定优质商铺；另一方面，本杰明摩尔为每一个合作经销商提供一个六到八周的免费综合培训计划，并在他们的业务生活中提供持续的免费指导。在和经销商的合作中，本杰明摩尔不收取任何特许经营费、也不收取版税，并最多提供15万美元的资助补贴。同时公司还持续提供建立和运营业务所需要的额外支持，包括选址、零售、营销、财务和门店运营等。本杰明摩尔的高效管理提升了经销商运营能力。

品牌制胜，优势公司逐步构筑宽深护城河

由于建筑涂料具有消费属性，品牌是公司的长期护城河。大企业都十分重视品牌建设，均深耕多年打造核心品牌，进行差异化竞争。龙头公司明星品牌数量多且覆盖面广，逐渐形成品牌梯队优势。

表 13: 美国龙头建筑涂料公司主要品牌信息

排序	公司名称	核心品牌	数量	品牌覆盖范围
1	宣伟威廉斯	Sherwin-Williams、HGTV Home、Valspar、MINWAX、Purdy、Krylon、Thompson's WaterSeal、Cabot、Dutch Boy、Wattyl	11+	内墙漆、外墙漆、底漆、木器漆、防水漆、涂刷工具等
2	PPG 工业	PPG、Glidden、DULUX、HOMAX、PROLUX、PORTER、Pittsburgh Paint & Stain	7+	内墙漆、外墙漆、木器漆、底漆、着色剂等
3	Masco 马斯可	BEHR 百色熊、KILZ	2+	内墙漆、外墙漆、底漆、木器漆
4	RPM 立帕麦	Rust-Oleum、DAP、Zinsser、Varathane	4+	内墙漆、外墙漆、底漆、木器漆
5	本杰明摩尔	Aura、Natura、Regal、ben、ADVANCE、ARBORCOAT、Fresh Start	7+	内墙漆、外墙漆、底漆、木器漆、砖石漆

数据来源：各公司官网、推介材料，广发证券发展研究中心

建筑涂料主要从三个方面来培育品牌影响力和品牌忠诚度：1、产品（和服务），满足消费者对品质的要求，提升用户体验。2、价格策略，根据品牌内涵来制定价格策略，满足多样化消费者需求，维持客户忠诚度。3、营销推广，通过广告宣传、公关、促销等提升品牌知名度。

● 品质与价格是品牌基础，高端品牌注重用户体验

产品品质和价格是各公司建立品牌的基础。每个公司根据目标市场制定不同的产品策略进行差异化竞争。

建筑涂料产品性能体现在四个方面：一、环保性，即有害物质含量低；二、装饰性，即色彩的多样性与搭配、纹理质感的变化与美感；三、使用性，即遮盖力、着色度、黏附度、成膜快慢等；四、功能性，即保护、持久、耐磨、保温隔热、除菌、除臭、防火、防水、耐擦洗等。

环保是建筑涂料产品最基础要求，美国经历了上世纪末严格的环保管制，加上消费者环保意识不断加强，各大公司积极研发满足环保规定的涂料，可挥发性有机物（VOC）含量极低的水性乳胶漆替代溶剂型涂料逐渐占据市场，市场上出售的建筑涂料均为低VOC或零VOC产品，建筑涂料业务的研发不再是攻克新的产品技术，主要体现在研发满足消费者偏好的新产品。

图 51: 各公司产品数据对比

	公司	油漆品牌	VOC (g/L)	固含量	覆盖面积 (平方英尺/加仑)	推荐膜厚(密尔) (湿膜/干膜)	干燥时间 (hour) (可触摸/可重涂)
内墙漆	Masco	BehrUltra	47	-	250-400	-	1/2
		BehrMarquee	45	-	250-400	-	1/2
		BehrPremiumPlus	2	-	250-400	-	1/2
	PPG	PPGTIMELESS	<50	49% ± 2%	>400	4/2	1/4
		PPGDiamond	0	43% ± 2%	300-400	4.0-5.3/1.7-2.3	1/4
		GliddenPremium	0	36% ± 2%	400	4/1.4	0.5-1/2-4
		GliddenEssentials	<50	38% ± 1%	300-400	4.0 - 5.3/1.5-2	0.5/2
	宣伟	Valspar	<50	46%	400	4/2	0.5-1/2-4
		SuperPaint	<50	38 ± 2%	350 - 400	4/1.5	1/4
		Harmony	<50	44 ± 2%	350 - 400	4/1.7	1/4
		Duration	<50	41 ± 2%	350 - 400	4/1.6	1/4
		AllSurface	<50	43 ± 2%	350 - 400	4/1.7	1/4
	BenjaminMoore	ProClassic	<50	35 ± 2%	350 - 400	4/1.4	1-2/4
		Ben	0	31.50%	400-450	3.8/1.2	1/1-2
		Regal	0	40.10%	400-450	3.8/1.5	1/1-2
		Aura	0	48%	350 - 400	4.3/2.1	1/1
外墙漆	Masco	BehrUltra	49	-	250-400	-	2/4
		BehrMarquee	26	-	250-400	-	1/2
		BehrPremiumPlus	20	-	250-400	-	1/2
	PPG	PPGTIMELESS	<50	44% +/- 2%	250-300	5.3-6.4/2.3-2.8	0.5/4
		PPG PERMANIZER	<50	39% +/- 2%	250-300	5.3-6.4/2.1-2.5	0.5/4
		GliddenPremium	<50	36% +/- 2%	300-400	4/1.4	0.5-1/2-4
		GliddenEssentials	<50	34% +/- 2%	300-400	4.0-5.3/1.6-2.2	0.5/4
	宣伟	Valspar	<50	36.21 ± 2%	250-400	4-6.4/1.6-2.5	1/4
		SuperPaint	<50	36 ± 2%	350-400	4/1.4	2/4
		AllSurface	<50	43 ± 2%	350-400	4/1.7	1/4
		Resilience	<50	39 ± 2%	350-400	4/1.6	2/4
		Duration	<50	43 ± 2%	250-300	5.3 - 6.4/2.2-2.7 mils	1/4
		Emerald	<50	34 ± 2%	350-400	4/1.36	2/4
	BenjaminMoore	Ben	0	47.80%	350-400	4.3/2.1	1/1
		Regal	47	42.00%	300-400	4.6/1.9	2-4/4
Aura		47	46%	250-350	4.6-6.4/2.1-2.9	1/4	

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

建筑涂料的装饰性（外观色彩）首先被用户感知，各大涂料厂商均关注如何满

足消费者在颜色上的差异化需求；在涂料颜色上，宣伟的产品可调配1700种色彩，PPG有2000多种颜色可供选择，本杰明摩尔能够满足3500种颜色需求，Masco的Behr涂料也有千余种颜色可供选择；为了方便消费者选择颜色，各公司开发专门的移动应用程序，如宣伟的ColorSnap Visualizer和Masco的Behr ColorSmart应用程序，用户可以看到几千种涂料颜色在墙壁上的效果，使得消费者选择涂料颜色更加方便；在涂料颜色竞争上，大涂料企业旗鼓相当。

使用性（施工性能）是评价建筑涂料产品质量好坏的重要方面，主要有：遮盖力，指的是遮盖物面原来底色的最小色漆用量；使用量，即涂覆单位面积所需要的涂料数量；干燥时间，涂料涂装施工以后，从流体层到全部形成固体涂膜的这段时间，成为干燥时间；流平性系指施工后形成平整涂膜的能力；此外，还有耐飞溅、易于清理等性能。比如，主打高质量的宣伟和Benjamin Moore产品具备较好的遮盖力，尤其是宣伟的产品涂料覆盖力非常强，涂料和底漆合二为一，油漆通常只需要涂一层而不是两层，且干燥时间短，极大地节省了涂刷时间，非常适合人力成本较高的专业承包商。根据Painter Choice对12000名承包商发起的调查，在选购外墙涂料中，承包商首选产品线丰富的宣伟的产品，其次就是本杰明摩尔。

图 52: 最受承包商欢迎的外墙涂料调查



数据来源：Painter Choice，广发证券发展研究中心

建筑涂料产品服务属性重，随着专业承包商涂刷占比越来越高，服务越来越成为提升客户品牌忠诚度的关键。

在服务上，宣伟通过广泛的直营店网络建立了强大优势，主要体现在几个方面：1、直营店人员都是厂商自己员工，服务更加专业；宣伟坚持专业服务，新员工都会被派往四个区域培训中心之一，在客户服务、油漆知识以及如何“帮助承包商减少劳动时间和提高利润率”方面受到专业培训，而大型零售商和独立经销商无法保证专业性；而且重视人员投入，宣伟在美国有3000多名销售代表服务直营店和劳氏，

每4个劳氏商店就有1个销售代表，投入力度远超其他企业；一家典型宣伟公司直营店面积约为6000平方英尺，门店内员工在15人左右，平均每人服务面积约为36平方米，像家得宝人均服务面积为100平方米以上；在涂料购买过程中常常遇到用户更换颜色、更改用量、多余涂料回收等问题，配备数量更多以及专业程度更高的服务人员将大大提高对用户问题的反馈速度与质量。2、宣伟为其直营店组建自有的运输团队，提供免费快捷交付到工作现场的服务（快速运输，且对数量没有要求），大部分大型零售商和经销商无法提供免费又快速交货服务。3、宣伟直营店渠道直接连接工厂和消费者，通过其遍布全美的4000多家直营店能够直观感受消费者需求的变化，并第一时间反馈至研发中心，从而研发出满足消费者偏好的产品。4、一站式购物体验，为承包商提供从销售端到使用端的全方位服务；宣伟除了销售涂料外，还有喷涂工具、修补工具等一揽子辅料，宣伟喷涂设备服务中心提供从新设备、零件和配件，维护和维修到租赁计划的所有服务；购买过多的底漆甚至内外墙涂料都可以退回；美洲集团遍布北美的4032家商店和3008名销售代表提供专业的服务和技术支持，根据施工程序及工程进度周密安排分阶段的要料计划，帮助承包商估算涂料使用量和工作量等。5、宣伟的直营店通过长期在当地耕耘，已经建立了晚上的客户资料系统，如分级折扣制度、保存了历史交易信息的账户，能给客户提供更适合的服务。

表 14: 2018 年宣伟威廉斯用户口碑情况

名次	奖项/成就	评选机构
1	涂料品牌知名度	MarketVision Research
1	专业人士最喜爱品牌	MarketVision Research
1	用户最喜爱的涂料零售商	J.D. Power
1	内墙漆满意度排行榜	J.D. Power
Top10	产品净推荐值	Medallia

数据来源：宣伟威廉斯推介材料，广发证券发展研究中心

PPG一直贯穿三大销售渠道齐发展的策略，自收购阿克苏诺贝尔北美业务后，直营店数量从400个增至900个，销售网点从5000个增加至15000个，除直营店渠道外均超过宣伟，但充分的网点补给并未给公司带来相应的回报，PPG的建筑涂料业务收入仅为宣伟的1/4，略高于只在大型零售商出售的Masco，原因在于服务配套没跟上网点布局；除直营店外，公司未投入到其他渠道建设中去，只提供产品不提供服务；对大型零售商/经销商而言，PPG无法提供产品的独家代理权和教育、技术支持；对普通消费者而言，他们无法在大型零售商和经销商处获得PPG提供的服务，造成PPG产品在大型零售商/经销商销售困难，因此PPG建筑涂料的收入大部分都来源于直营店。本杰明摩尔坚持独立经销商渠道，厂商给经销商提供各种服务支持，然后依赖独立经销商为当地消费者提供服务，这种服务的模式优缺点非常明显；优点是独立经销商往往为深耕当地多年的门店，与当地消费者建立了良好的社区关系，更了解消费者具体的需求，能够针对性地提供涂料选购、颜色建议、上门送货等服务；缺点在于服务的质量受到门店老板专业性的限制，无法统一服务标准。

Masco的服务区分DIY客户和专业承包商，专业承包商可以获得专业销售代表支

持、免费工作现场交付服务（购买24加仑以上）、颜色建议和承包商折扣等，但对DIY客户来说，公司提供的配套服务有限，Masco建筑涂料的DIY客户占比75%，但未对DIY客户制定专属服务。RPM几乎在所有的大型零售商出售产品，主打和内外墙涂料配套使用的底漆、密封剂等产品和小项目油漆类别，单价较低且使用简单，客户可以独立选购使用，公司只需负责产品供应，不需要提供专门的客户服务。

产品（服务）品质配合定价策略体现品牌内涵。宣伟高质量服务和直营店渠道体系，产品定价以中高端为主；同时折扣力度大，对个人消费者，注册成为会员即有10%的折扣，并经常开展30%的折扣活动，对专业承包商有更大的分级折扣；定价策略既体现了中高端品牌形象，又维护了客户忠诚度；收购威士伯后，补充了大型零售商渠道和DIY市场，在劳氏出售的威士伯和HGTV HOME品牌定价较低。本杰明摩尔也是主打高品质（产品和服务），定位中高端，价格较贵，针对不同客户给予相应折扣，维护客户忠诚度。PPG定价较低，折扣活动较少，个人会员只在少数特定产品才能获得较低折扣（每加仑5美元折扣）。Masco的Behr涂料主要在大型零售商出售，定价权受到限制，且由于大型零售商的DIY客户占比较高，Behr主打低价涂料，凭借低廉的价格吸引个人消费者；在折扣上主要针对承包商客户，通过家得宝Pro Xtra奖励计划，提供分级折扣，在家得宝购买的Behr涂料越多，节省的越多，最高20%的全额折扣，折扣力度较低。

图 53: 各公司内外墙油漆均价对比

公司	销售渠道	油漆品牌	内墙漆	油漆品牌	外墙漆
			品牌均价（美元/加仑）		品牌均价（美元/加仑）
Masco	家得宝官网	BehrUltra	36.98	BehrUltra	38.98
		BehrMarquee	39.98	BehrMarquee	46.98
		BehrPremiumPlus	30.98	BehrPremiumPlus	32.98
PPG	家得宝官网	PPGTIMELESS	33.98	PPGTIMELESS	40.98
		PPGDiamond	23.98	PPGDiamond	/
		GliddenPremium	18.98	GliddenPremium	21.96
		GliddenEssentials	15.98	GliddenEssentials	16.98
宣伟	劳氏官网	Valspar	10.98-15.98	Valspar	11.98-28.98
		HGTVHOME	14.98-42.98	HGTVHOME	25.98/41.98
	宣伟官网	HGTVHOME	32.99/23.09	A100	47.99/33.59
		SuperPaint	58.99/41.29	SuperPaint	61.99/43.39
		Harmony	58.99/41.29	AllSurface	70.99/49.69
		Duration	67.99/47.59	Resilience	71.49/50.04
		AllSurface	70.99/49.69	Duration	78.99/55.29
		ProClassic	75.99/53.19	Emerald	92.99/65.09
BenjaminMoore	BenjaminMoore官网	Ben	42.99	/	/
		Regal	58.99	/	/
		Aura	79.99	/	/

数据来源：各公司官网，广发证券发展研究中心

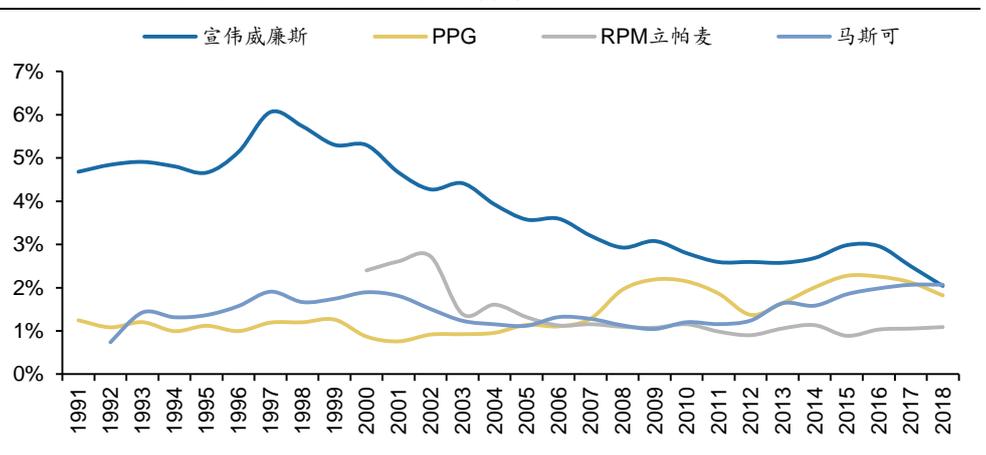
备注：宣伟两个价格表示原价和打折后的价格

● 品牌影响力建立需要持续大力广告投入

产品的品牌建立需要时间沉淀，宣伟威廉斯是行业中对品牌营销投入最早、投资最大的一家企业。

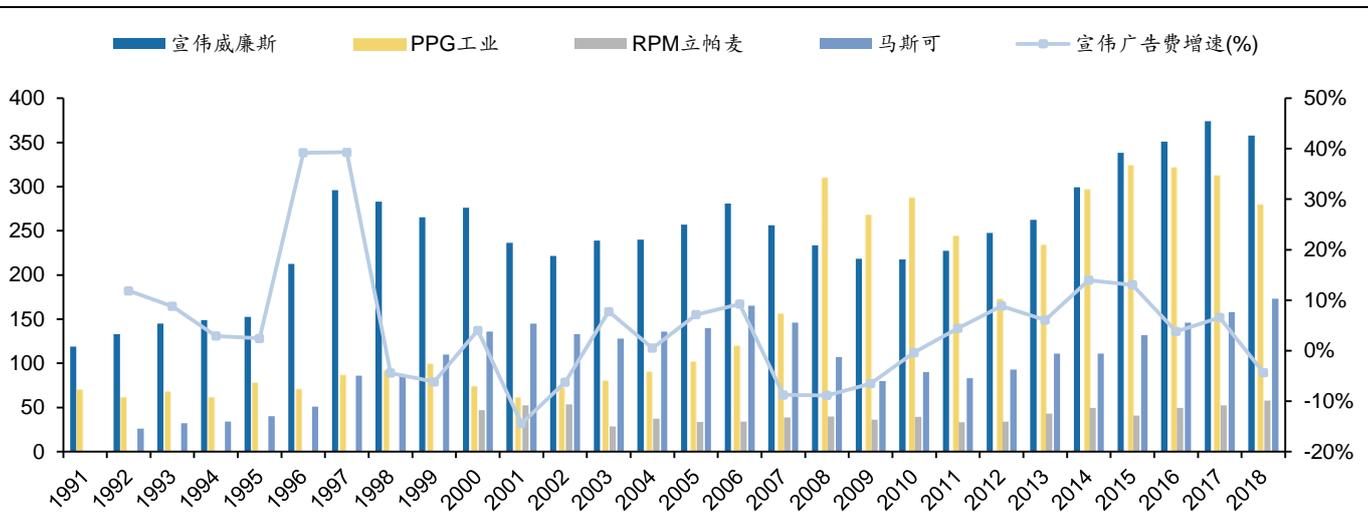
在广告投入方面，宣伟同样抓住先发优势，在同行企业忙于业务转型时大力投入广告，一步一步建立起自身的品牌影响力。横向来看，宣伟的广告费用率长期处于5%左右的高位，同期竞争企业平均广告费用率仅有1%左右；纵向来看，宣伟早期大力投入广告宣传自身产品，高位广告费率持续15年以上后逐渐回落至2%左右。从广告费的绝对量来看，宣伟广告投入始终保持增长态势，直到2008年才被PPG工业超越。随后公司广告费用继续上升，除去2008年前后受到经济危机影响，近20多年来公司广告投入力度一直处于行业第一位。值得注意的是，近年来Masco广告费用率一路上扬，主要原因是公司赖以销售的大型零售商渠道竞争加剧，公司不得不增加促销活动力度，增加广告促销成本。

图 54：1990年代以来各涂料企业广告费率变化情况



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

图 55：1990年代以来各涂料企业广告费用变化情况 (百万美元)



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

而且从宣伟广告投放的平台来看，宣伟的广告合作商均为美国知名媒体公司，如FOX、ESPN、NBC、TNT、HGTV等。其中HGTV是美国著名收费网络电视台Discovery旗下的家装与居家类电视频道，截至2015年，美国共有约9600万户家庭接收了HGTV频道（占电视家庭的82%），该频道在家装市场有着巨大影响力，在2016年时其取代CNN成为美国第三大最受欢迎的有线电视频道，仅次于FOX和ESPN。合作媒体的知名度与收视率保证了宣伟品牌宣传的力度和广度。

基于Nielsen的调查报告，2018年全美有线电视媒体排名前20名中，宣伟威廉斯的广告合作商按黄金时段和全时段分各有13位和12位，强势的阵容是宣伟品牌建设背后的核心竞争力。对比其他企业可以发现，并非广告投入大，合作商知名，产品品牌建设效果就好。以本杰明摩尔为例，该公司很少在公开场合宣传自身品牌，但是其产品为消费者市场口碑并不输宣伟，可见品牌的建立是综合了营销、产品以及服务的结果。

表 15: 2018 年美国有线电视媒体排名（深色背景为宣伟合作广告商）

黄金时段 (8p - 11p)				全时段 (6a - 6a)			
排名	媒体	平均收视率	平均收视户数	排名	媒体	平均收视率	平均收视户数
1	Fox News	2.22%	1938000	1	Fox News	1.37%	1198000
2	ESPN	1.63%	1407000	2	MSNBC	1.00%	879000
3	MSNBC	1.71%	1493000	3	Nickelodeon	0.72%	623000
4	HGTV	1.16%	1040000	4	ESPN	0.70%	603000
5	USA	1.07%	972000	5	HGTV	0.68%	612000
6	TBS	1.03%	937000	6	Inv. Discovery	0.76%	630000
7	TNT	0.97%	874000	7	CNN	0.68%	620000
8	HallMark	1.04%	909000	8	HallMark	0.65%	566000
9	History	0.87%	780000	9	USA	0.56%	508000
10	Inv. Discovery	1.01%	840000	10	TNT	0.53%	480000
11	CNN	0.91%	824000	11	History	0.48%	428000
12	Discovery	0.79%	704000	12	Food	0.46%	424000
13	A&E	0.76%	668000	13	TV Land	0.49%	421000
14	Food	0.71%	650000	14	TBS	0.43%	393000
15	TLC	0.79%	694000	15	The Cartoon	0.41%	365000
16	AMC	0.62%	558000	16	A&E	0.42%	370000
17	FX	0.60%	538000	17	Discovery	0.37%	332000
18	Adult Swim	0.54%	488000	18	HM&M	0.49%	334000
19	TV Land	0.61%	519000	19	TLC	0.37%	325000
20	BRAVO	0.58%	506000	20	AMC	0.33%	296000

数据来源: SCRIBD, Nielsen, 广发证券发展研究中心

外部并购和内部协同，助推强者恒强

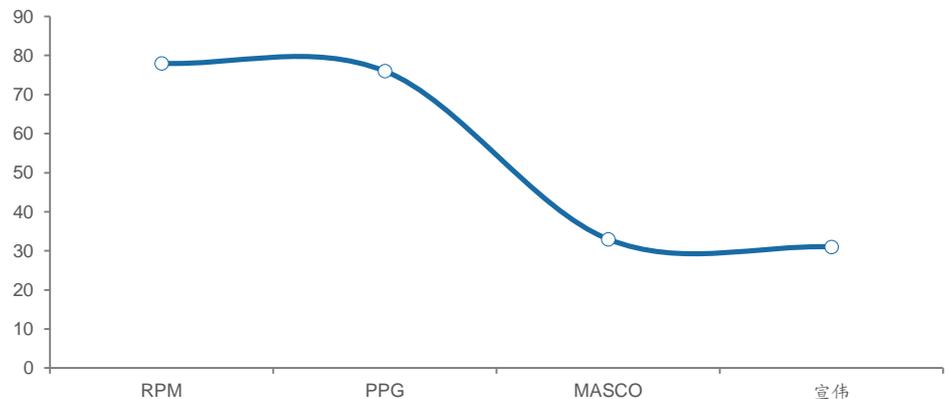
除了建筑涂料内在的经营逻辑（渠道和品牌）以外，外部并购和内部协同也助力大涂料企业强者恒强。

并购同行一直是全球涂料行业重要特质。我们统计了Bloomberg披露的自90年代以来美国四大涂料公司成功并购数量，总共高达218起；观察这些并购交易，就并购数量而言，RPM>PPG>Masco>宣伟，但RPM和Masco主要为非建筑涂料业务，PPG建筑涂料业务并购数量最多，宣伟其次。

各涂料企业的建筑涂料品牌多为并购获得。如Masco的两个建筑涂料品牌Behr（百色熊）和Kilz分别为1999年和2000年并购获得，2000年以来的所有并购均为非建筑涂料业务。RPM的三个重要的建筑涂料品牌（Rust-Oleum、DAP、Zinsser）也均在2000年之前并购获得。和Masco、RPM不同，宣伟和PPG进入2000年之后一直坚持通过并购扩大建筑涂料业务规模，如宣伟分别于2013年和2016年并购的Comex北美业务和威士伯，PPG分别于2012和2014年并购的Comex公司和阿克苏诺贝尔北美建筑涂料业务，并购规模呈现越来越大的特点。

持续的并购整合推动了涂料行业集中度提升，也助力大涂料企业强者恒强。

图 56：90年代以来公司成功并购数量（起）



数据来源：Bloomberg，广发证券发展研究中心

表 16: 近年来美国建筑涂料行业重大并购事项

序号	公布日期	目标名称	收购方名称	交易金额 (百万美元)
1	2016	威士伯公司	宣伟	11276
2	2013	Consorcio Comex US & Canada business	宣伟	165
3	2004	Duron Inc	宣伟	253
4	2014	Consorcio Comex SA de CV	PPG	2300
5	2012	阿克苏诺贝尔北美建筑涂料业务	PPG	1050
6	2011	Dyrupe A/S	PPG	168
7	2007	SigmaKalon Group BV	PPG	3040
8	2000	Monarch Paint Co	PPG	110
9	1998	Porter Paints	PPG	288
10	2000	Masterchem Industries LLC (KILZ 生产商)	MASCO	250.17
11	1999	Behr (百色熊)	MASCO	/
12	1999	DAP Adhesive Units	RPM	290
13	1994	Rust-Oleum Corp	RPM	182.6
14	1986	Zinsser	RPM	/

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

并购整合能带来协同作用。受到原材料采购、产品制造、分销、销售、运输和研发的规模经济的推动，涂料并购交易可获得大量协同作用，使得大公司有动力通过并购扩张。在收入端，企业通过并购也完善了渠道布局，双方整合技术、销售渠道和市场、增强产品定价权等可获得增量收入。在成本端，规模增长带来更高效的采购和与供应商的谈判能力的提升，还可能带来关键原材料的生产能力（如树脂的生产需要大量的投资和规模保持运作），除了原材料和采购外，其他可能节省成本的领域包括制造和生产成本、SG & A以及运输成本。

以宣伟并购威士伯的交易为例，宣伟公司预计宣伟和威士伯的并购交易每年产生2.8亿美元的协同效益，将隐含交易倍数从15倍EBITDA减少为约11倍，长期目标每年可节省约3.2亿美元，另外还有6500万美元的年度收入协同效应和3000万美元的成本协同效应目标，共计3.85-4.15亿美元。

涂料企业大多都会适当多元化，除本杰明摩尔只做单一建筑涂料业务（包括29款内外墙涂料和12款底漆等其他涂料）外，其他美国建筑涂料公司通常还有其他涂料或其他家装用品业务。其中，宣伟的建筑涂料业务占比高达65%，PPG、Masco和RPM的建筑涂料业务均小于50%。公司的业务协同主要发生在建筑涂料和工业涂料、建筑涂料和其他家装用品之间；业务间的协同也使得大企业强者恒强。

图 57: 各公司内部业务的协同效应

公司	业务结构划分	建筑涂料业务策略	建筑涂料与工业涂料协同	建筑涂料与非涂料业务协同
宣伟	美洲集团 (55%) 性能涂料集团 (29%) 消费者品牌集团 (16%)	宣伟收购威士伯后, 建筑涂料业务横跨两大集团, 美洲集团的产品在美洲直营店销售, 消费者品牌在大型零售商、独立经销商、五金店、工业经销等渠道销售, 两个集团的建筑涂料业务共享研发、生产、采购、广告等程序。	采购和管理费用有一定协同	涂料配套工具种类丰富、品质较好, 为消费者提供建筑涂料一站式购物体验
PPG	建筑涂料 (35%) 一般工业涂料 (20%) 汽车OEM涂料 (30%) 航空航天涂料 (15%)	PPG作为典型的均衡发展的涂料公司, 在建筑涂料发展区域、销售渠道等方面呈现分散化布局, 不同区域之间和不同渠道之间协同作用很弱。	PPG集团是从汽车涂料开始, 渗透到与金属有关的建筑涂料领域, 在建筑用金属涂料方面, PPG产品多、种类全, 始终保持建筑金属涂料方面的世界领先地位。	/
Masco	水暖产品 (48%) 装饰建筑产品 (32%) 橱柜产品 (11%) 窗户和其他产品 (9%)	建筑涂料品牌为Behr, 主要在家得宝出售, 品牌和渠道单一。	采购和管理费用有一定协同	除涂料配套业务外, Masco还出售水暖、橱柜、门窗等一系列家装产品, 主打一揽子家装产品服务, 分销渠道和销售渠道、营销和广告均可以共享, 家装产品组合能够节省销售费用和管理费用。
RPM	建筑产品 (34%) 性能涂料 (20%) 消费者集团 (34%) 特种涂料 (13%)	RPM的优势在于底漆, 七十多种底漆, 内外墙涂料只有几种, 由于该公司底漆质量优异, 美国很多大涂料公司都采用Zinsser底漆与之配套。此外, Rust-Oleum的小项目油漆类别 (如防锈漆、门廊和地板漆等) 和DAP的填缝和密封胶, 是这些细分专业市场的领导者, 多元化产品组合叠加广泛的渠道布局和主打内外墙涂料的龙头企业形成良好配套。	采购和管理费用有一定协同	除建筑涂料外, RPM还出售建筑产品和服务, 如防水、防火、防风、密封和粘合等系统, 分销渠道和销售渠道、营销和广告均可以共享。
Benjamin Moore	建筑涂料100%	只做单一建筑涂料业务 (包括29款内外墙涂料和12款底漆等其他涂料)	/	/

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

市场高度集中和消费属性强, 造就涂料龙头长牛表现

美国建筑涂料行业经过200多年的发展, 行业集中度持续提升, 形成目前高度集中格局。一方面, 市场中建筑涂料生产企业数量逐渐减少; 第二次世界大战之后, 美国进行了数次建筑涂料环保改革行动, 出台了一系列相关政策; 从1950年代以后, 美国涂料生产企业经历了环保升级和整合并购的过程, 建筑涂料企业包括整个涂料行业企业数量持续减少。

另一方面, 根据各公司年报披露的涂料收入数据, 我们估算2018年美国前三家建筑涂料企业占比约81%, 前五家建筑涂料企业占比约94%, 行业格局已经高度集中。

表 17: 美国建筑涂料企业数量变化情况

企业	1977	1987	1992	1997	2002	2018
整个涂料行业企业数	1288	1121	1130	1205	1139	~1100
建筑涂料企业数 (销售规模 10 万美元以上)	-	297	285	224	170	~150

数据来源: U.S. Department of Commerce, First Research, 何晃《论美国建筑涂料业的环保转型 (1967-1998)》, 广发证券发展研究中心

表 18: 18年美国建筑涂料市场销售排行榜

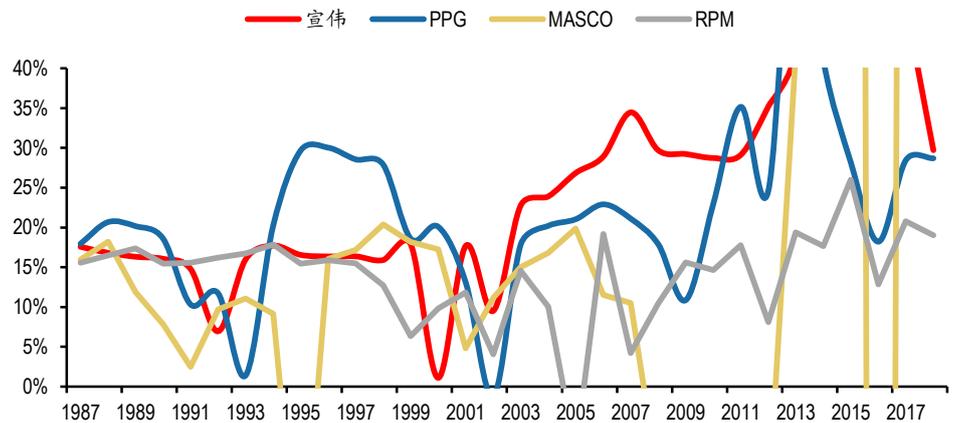
排名	品牌名称	建筑涂料收入 (亿美元)	美国地区收入占比	公司在美国地区建筑涂 料收入(亿美元)	美国地区市占率
1	宣伟 (Sherwin-Williams)	78.7	80%	62.9	52%
2	PPG (PPG Industries)	53.8	34%	18.2	15%
3	Masco	20.3	80%	16.2	14%
4	Benjamin Moore	8.7	100%	8.7	7%
5	RPM	9.0	79%	7.1	6%

数据来源: 公司年报, Coating World, 涂界, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

涂料行业高度集中格局和建筑涂料强消费属性, 使得优质涂料企业财务表现长期优秀, 带来股价也走出长牛行情。

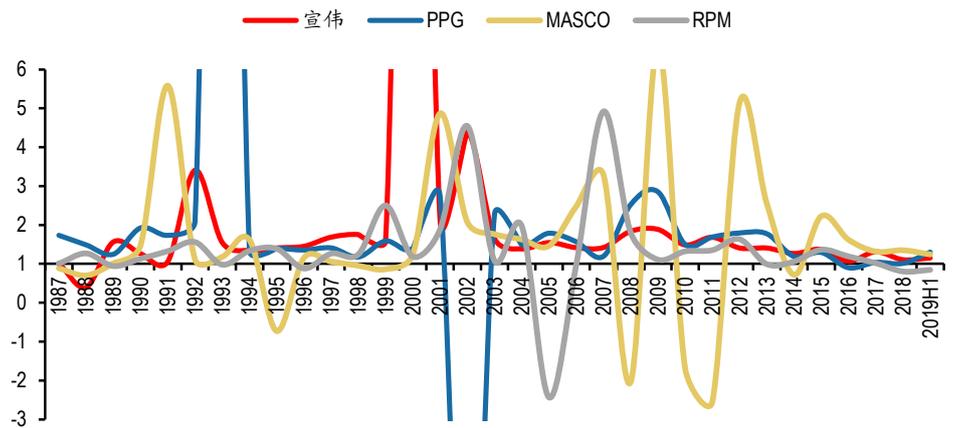
首先从财务指标来看, 我们主要选取了ROE和经营净现金流/净利润两个指标, 1987年以来, 宣伟的ROE一直处于领先地位, 均值28%(中位数20%), 其次是PPG, 均值22%(中位数20%); RPM的ROE在20%以下, Masco的ROE波动大; 四家公司经营性现金流/净利润指标大部分年份都在1以上, 宣伟的经营性现金流/净利润处于领先地位, 均值2.44(中位数1.44), PPG也较好, 均值2.16(中位数1.49)。

图 58: 美国四大涂料企业ROE



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 59: 美国四大涂料企业经营净现金流/净利润



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

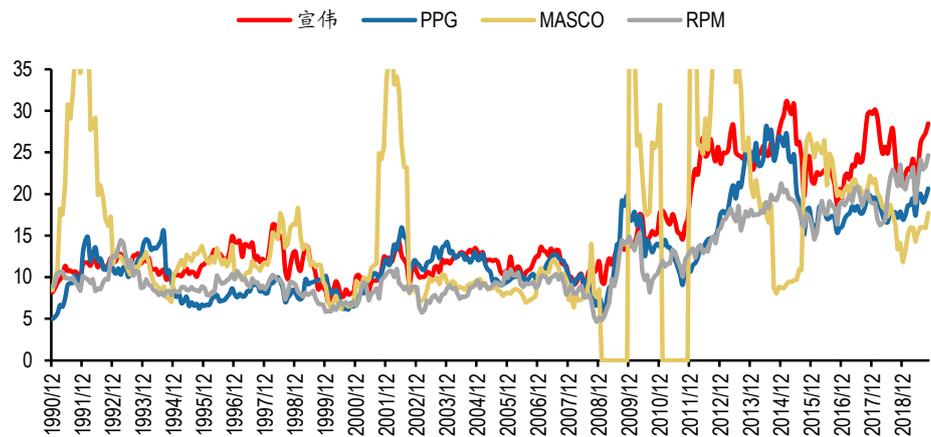
表 19: 2018年美国四大涂料企业ROE和经营净现金流/净利润

公司	ROE		经营净现金流/净利润	
	均值	中位数	均值	中位数
宣伟	28.45%	20.33%	2.44	1.44
PPG	22.23%	20.44%	2.16	1.49
MASCO	-	11.70%	1.59	1.33
RPM	13.90%	15.53%	1.39	1.25

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

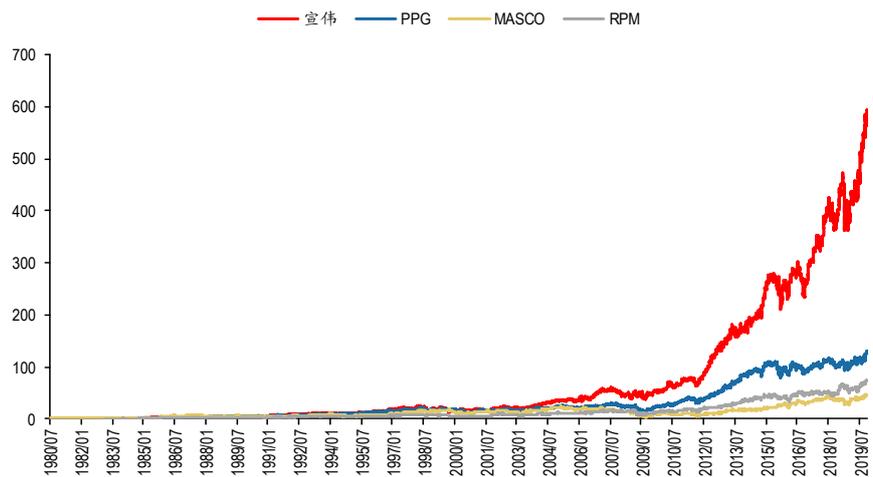
其次从市场表现来看,我们主要选取了PE、股价、市值三个指标。1991年以来,四家涂料企业PE估值水平处于上行状态(尤其2012年以来),其中宣伟PE估值抬升最明显,均值15.4倍(中位数12.6倍),当前值28.5倍;PPG,均值12.9倍(中位数11.8倍),当前值20.7倍。根据Bloomberg能下载到最早1980/7/28的股价数据,我们计算出各涂料企业三十多年的股价累计涨幅和年复合涨幅,其中,宣伟一骑绝尘,近39年股价年复合增速达到20.1%,PPG以13.9%的增速位列第二,RPM股价表现排名第三,Masco的涨幅和增速最低。截至2019/11/15日,宣伟和PPG是美国唯一两家过千亿的上市涂料企业,宣伟以折合人民币3835亿元的总市值位列美国涂料企业第一,PPG以2146亿元排名第二,排名第三和第四的Masco、RPM市值也不小。

图 60: 美国涂料企业PE估值



数据来源: 各公司年报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 61: 美国涂料企业股价走势 (前复权价格, 单位: 美元/股)



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 20: 美国涂料企业股价复合增速和总市值

股价表现	宣伟	PPG	MASCO	RPM
近 39 年股价复合增速 (1980/7/28-2019/11/15)	20.1%	14.5%	9.3%	/
近 36 年股价复合增速 (1983/2/8-2019/11/15)	18.3%	13.9%	7.9%	14.2%
当前市值 (亿人民币) (2019/11/15)	3835	2146	915	681

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

对中国的启示，三棵树长期发展可期

通过上面对美国建筑涂料市场分析，和目前中国建筑涂料市场比对，我们可以找到“同”和“异”、投资线索。

1. 中国和美国建筑涂料市场总量都很大，中国市场全球第一大，美国市场全球第二大；建筑涂料长期需求取决于人口数量和消费频率（人均消费量），中美两国建筑涂料需求的驱动因素是不一样的，中国人口总量多（是美国的4.3倍），美国人均消费量多（是中国的2.5倍）；考虑到中国的消费升级，人均建筑涂料消费量仍有一定提升空间，但肯定达不到美国的水平（我们前文分析过，美国的建筑结构和中国不一样，导致美国的建筑涂料消费比率比中国高）。

图 62: 中美建筑涂料产量 (万吨)

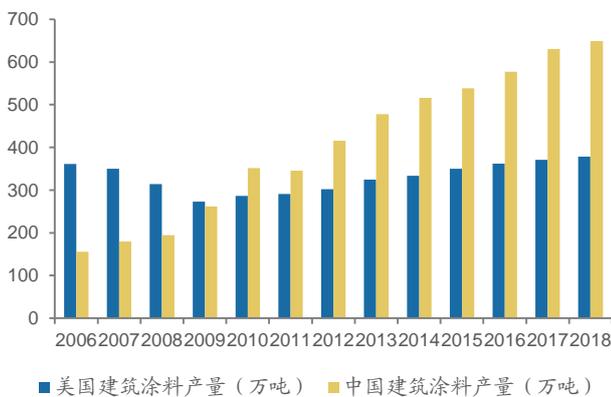
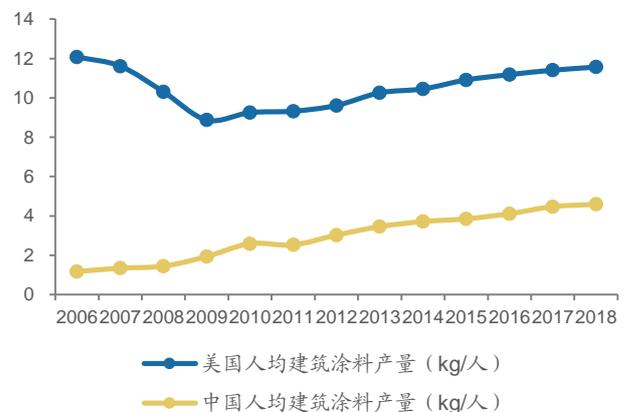


图 63: 中美人均建筑涂料产量 (kg/人)

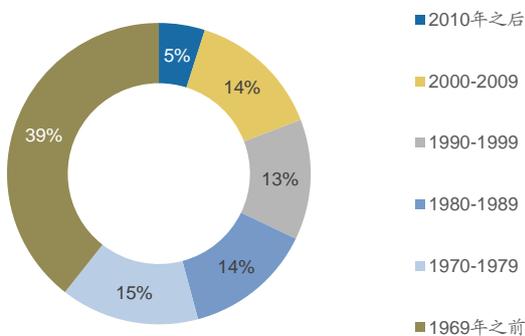


数据来源: US Department of Census, U.S. Bureau of Economic Analysis, 统计局, 中国涂料工业协会, 广发证券发展研究中心

数据来源: US Department of Census, U.S. Bureau of Economic Analysis, 统计局, 中国涂料工业协会, 广发证券发展研究中心

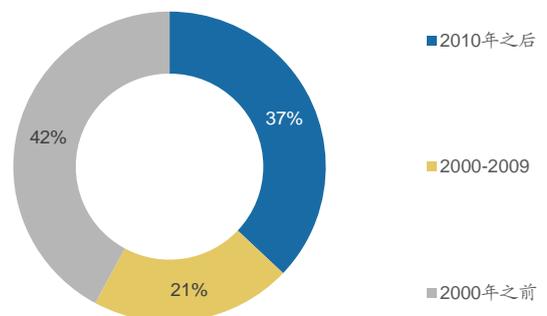
2. 中美两国建筑涂料需求结构差异很大，中国仍以新建房为主，美国以存量房为主；随着中国城镇化逐步接近发达国家水平、房屋年龄增加，中国建筑涂料需求也将慢慢步入存量房阶段，需求将更加稳定。

图 64: 2017年美国存量房屋年限结构



数据来源: 克而瑞, 广发证券发展研究中心

图 65: 2018年中国存量商品住宅年限结构 (统计局竣工口径)

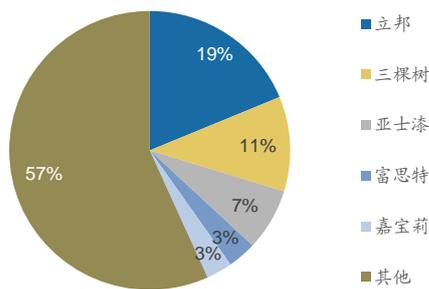


数据来源: 克而瑞, Builder, 广发证券发展研究中心

3. 从消费行为来看，个人采购占比都在下降（无论是DIY还是BIY），代理人采购占比都在提升，只是中国现在是大B（开发商）和小B（装修公司、装修工人等）并存，美国以小B（专业承包商，存量房属性决定）为主。

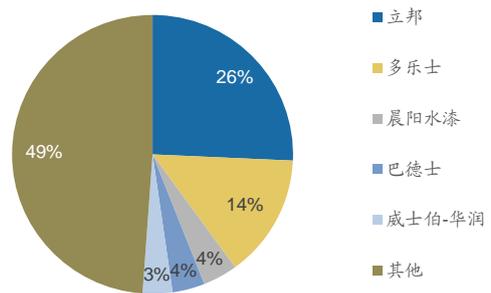
4. 美国建筑涂料行业集中度非常高，而相比之下中国建筑涂料行业集中度还较低（根据中国工业统计年鉴，2018年规模以上的涂料企业数量为2016家），行业格局尚未定，近几年以三棵树为代表的国产品牌在快速崛起，未来份额提升空间还很大。

图 66: 中国工程建筑涂料市占率



数据来源：涂界，广发证券发展研究中心

图 67: 中国装饰建筑涂料市占率



数据来源：涂界，广发证券发展研究中心

5. 行业内竞争逻辑都是渠道和品牌，寻找中国建筑涂料的“未来之星”可以沿着这个线索去找；渠道和品牌的核心要素是优秀的用户体验（产品和服务），密集覆盖各细分市场、执行力强、有粘性的渠道网络，持续较大的广告投入；而这些背后少不了优秀的团队和企业文化、专注而坚定的企业战略作为基础支撑；基于这些线索，我们认为三棵树作为国产品牌的代表，未来增长潜力较大，长期发展可期，我们继续看好其中长期价值。

风险提示

对美国宏观经济、行业政策、消费习惯了解分析不充分的风险，中国建筑涂料行业存在集中度不及预期的风险，三棵树经营管理风险。

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：资深分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：资深分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 李振兴：联系人，中国科学院研究生院硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。