

涂料行业面临变局，内资涂企重整再航

——涂料行业深度报告

核心观点

- **国内涂料“大而不强”，内资龙头加速追赶。**我国涂料行业规模较大，但相比海外市场大而不强，且随着房屋竣工增速下行，行业增速逐步趋缓。20年我国产量3513万吨，市场规模4072亿，消费量占全球37.5%；其中建涂产量1640万吨，市场规模1350亿，规上建涂产量增速3%。全球涂料市场格局较为稳定，2021年CR10为39.5%，宣伟、阿克苏诺贝尔、PPG三大龙头2021年市占率23.3%。国内市场呈现“一超多强，外强内弱”的局面，2020年行业前10企业外资占6家，其中立邦在全行业 and 建筑涂料分别以4.3%和10.3%的市占率遥遥领先。近年来以三棵树为代表的内资企业以工程渠道切入，开始加速追赶。
- **行业规模稳定渠道结构变化，产品持续升级市场持续集中。**规模上，据测算“十四五”期间建筑涂料行业规模仍将维持1150亿元以上。渠道上，大B渠道随着地产竣工增速放缓规模将逐步趋稳，但随着精装房渗透率逐步提升，需求将进一步集中。2G渠道随着保障房和旧改的推进将补充大B渠道增速下滑。随着存量房翻新需求增加，小B和2C的“泛C端”将崛起，成为未来行业的重要增量。产品上，随着环保政策持续出台，未来水性涂料、高端产品占比仍将提升。市场上，内资企业有望以工程端为切入口持续追赶，同时加速布局防水、保温板等相似度较高的赛道。
- **海外市场人均用量多，集中度高，重涂占比多，企业多品类全球布局。**展望全球建筑涂料市场，中美欧日印占有主要份额，预计2020年合计份额为74.1%。美，欧，日人均用量分别为20.5，15.4，11.8公斤，领先全球平均的11.9公斤，人均用量不仅取决于城镇化率，与需求结构和收入水平也有较强关联。海外市场相比中国市场，起步早集中度更高，欧美日印等市场都已形成较为成熟的本土龙头。宣伟，PPG，Akzo在其本土市占率相对较高。2019年，美国房屋房龄中位数41年，对应其建筑涂料需求中房屋重涂占比达到83%，且由于其人工成本较高，DIY需求达到41%。与国内龙头相比，海外涂料龙头均开启大规模并购，并实现多品类布局 and 全球布局。
- **涂料行业经历三大冲击，看好国内企业市占率进一步提升。**近年来，涂料行业面临外部需求不足，原料成本高企，信用减值提升三大风险。涂料企业经营面临较大困境，有较多中小企业退出市场，部分抓住行业转型机会进行渠道变革的企业有望脱颖而出。参照海外龙头，我们认为立邦的公司发展路径对国内企业有较强的借鉴意义。先期通过大规模广告投放占领零售市场，在产能和渠道方面以来自建，并根据中国市场变化进行渠道调整。

投资建议与投资标的

经历前两年地产行业需求下行，成本提升等后，随着保竣工保交楼以及成本压力逐步减退，涂料行业有望迎来景气修复。未来行业或将迎来渠道变革与加速集中，头部企业有望凭借强大的执行力以及渠道产能等优势迎来进一步增长。建议关注积极渠道变革的国内涂料龙头三棵树(603737, 未评级)，亚士创能(603378, 未评级)

风险提示

竣工需求不及预期，保竣工保交楼需求不及预期，二手房销售不及预期，假设条件变化影响测算结果

行业评级 **看好 (维持)**

国家/地区 **中国**
行业 **建材行业**
报告发布日期 **2023年04月01日**



证券分析师

余斯杰 yusjie@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860521120002

相关报告

保交楼战线拉长，需求释放或非一蹴而就：——建材行业周报 2023-03-13
再次关注建筑建材央企估值提升机会：——建材行业周报 2023-03-06
地产销售改善，关注早周期品估值与后期业绩改善情况：——建材行业周报 2023-02-27

目录

涂料行业现状.....	5
规模：多年持续增长，国内大而不强.....	5
格局：国内一超多强，内资加速追赶.....	7
属性：利润率低杠杆率高，装饰性与消费性较强.....	10
成本：原料成本占比高，经营杠杆较小.....	11
涂料行业变革.....	13
参照海外：消费量大，集中度高，零售端多.....	13
供给：国产替代，头部集中.....	17
需求：渠道变革，零售增长.....	18
产品：环保升级，品类扩张.....	21
投资建议.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图 1：中国涂料行业历史沿革	5
图 2：目前国内涂料与建筑涂料规上企业产量水平	6
图 3：2012 年以来涂料产量与建筑业竣工面积情况	6
图 4：涂料行业所在全产业链结构	6
图 5：全球涂料市场规模情况	7
图 6：中国涂料消费量和海外消费量水平对比	7
图 7：2021 年全球主要企业市占率	8
图 8：全球主要企业市占率变化情况	8
图 9：2020 年国内涂料全行业市占率情况	8
图 10：外资龙头和内资龙头收入比较	8
图 11：2020 年建筑涂料工程渠道市占率情况	9
图 12：2020 年建筑涂料零售渠道市占率情况	9
图 13：2016-2020 年全球主要龙头年均收入增速（单位：%）	9
图 14：2018-2021 年房地产 500 强首选率前 10 名新进入者年平均数量（单位：家）	10
图 15：2017-2021 年房地产 500 强首选率各行业前 5 名集中度情况（单位：%）	10
图 16：消费建材盈利能力与周转能力比较	11
图 17：消费建材负债水平与营运能力比较	11
图 18：三棵树自产墙面漆成本结构（2013-2015 年平均）	12
图 19：三棵树与亚士创能钛白粉采购价格比较(单位:元/公斤)	12
图 20：2020 年全球建筑涂料市场结构测算	13
图 21：2020 年各国人均建筑涂料使用量(单位：公斤/人/年)	13
图 22：2010-2020 年全球国家城镇化率变化情况	13
图 23：全球各地区人均收入水平与人均涂料消耗量对比	13
图 24：全球各地区涂料行业市场集中度概况	14
图 25：2020 年外资龙头与三棵树在本土市占率比较	14
图 26：2020 年国内建筑涂料行业格局情况	14
图 27：美国房屋房龄结构与城镇化率	16
图 28：美国建筑涂料需求场景结构	16
图 29：国内房屋房龄结构测算	16
图 30：2021 年国内需求场景结构测算	16
图 31：四大海外龙头与三棵树核心财务数据比较	17
图 32：2021 年外资龙头在全球布局情况（单位：百万美元）	17
图 33：国内外与市场规模与产品均价	18
图 34：国内百强涂料企业外资企业情况	18

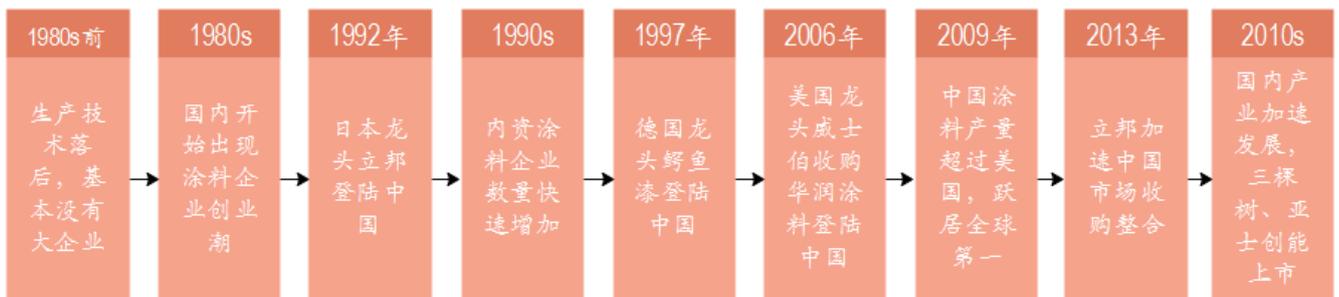
图 35: 2020 年发达国家行业龙头与中国情况对比	18
图 36: 国内涂料集中度提升情况 (单位: %)	18
图 37: 精装房开盘数及渗透率情况	19
图 38: 房企销售面积集中度情况(单位: %)	19
图 39: 近年棚改和旧改执行情况 (单位: 万套)	19
图 40: 各地已公布“十四五”建设保障房数量(单位: 万套).....	19
图 41: 未来全国房屋竣工结构测算 (单位: 亿平)	20
图 42: 未来全国存量房屋建筑面积测算 (单位: 亿平)	20
图 43: 重涂需求占比预计将逐步提升.....	21
图 44: 预计未来几年零售市场和地产市场增速对比	21
图 45: 目前国内环保型涂料占比.....	22
图 46: 不同档次建筑涂料价格水平 (单位: 元/公斤)	22
表 1: 2020 年国内涂料行业不同口径市场规模情况.....	6
表 2: 近年国内实际市场规模估算	7
表 3: 近年来 500 强房企涂料首选率情况	9
表 4: 近年来消费建材财务数据情况汇总	10
表 5: 涂料主要构成物质	12
表 6: 三棵树公司自产墙面漆单吨耗材与成本拆分 (参考 2013-2015 年单耗与 2021 年采购价)	12
表 7: 全球涂料龙头收购情况	15
表 8: 政府保障性住房建设体系测算 (单位: 万套)	19
表 9: 未来涂料行业需求结构测算 (单位: 亿元)	20
表 10: 2016-2018 年涂料相关环保政策密集出台	21
表 11: 主要建材品类行业属性对比	22
表 12: 三棵树和亚士创能不同品类在 500 强房企首选率情况	22

涂料行业现状

规模：多年持续增长，国内大而不强

外资品牌抢占先机，国内市场大而不强。我国涂料行业起步于 20 世纪 50 年代，但主要市场参与者都是小作坊。20 世纪 80 年代开始出现第一批涂料企业，外资涂料企业开始进入中国。1992 年，日本龙头立邦登陆中国，将乳胶漆、水性漆等先进产品引入中国，改变了以往用石灰浆、粘土、水泥混合涂抹上墙的做法，国内涂料行业开始快速发展。90 年代以来，全球龙头如美国威士伯等陆续登陆中国。2009 年，中国涂料产量超过美国，成为全球第一涂料大国，但主要龙头都是外资企业，市场被外资所掌控，“大而不强”是国内产业的一大特点。2010 年以来，以三棵树为代表的民族品牌逐步崛起，在部分细分领域可与外资龙头分庭抗礼，行业格局发展进入新的阶段。

图 1：中国涂料行业历史沿革



数据来源：新材料在线网，东方证券研究所

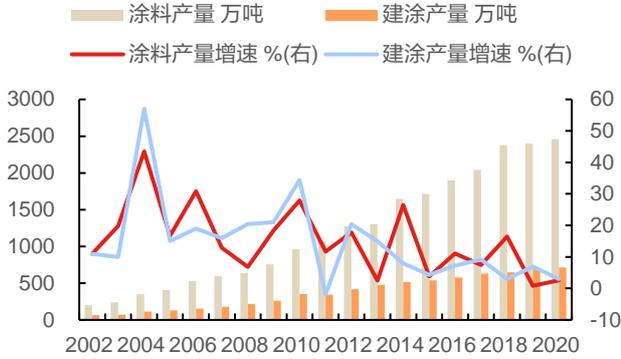
海外品牌市场经验与技术积累深厚，早期对国内企业形成降维打击。与水泥、防水等其他建材不同，涂料行业具有一定的技术壁垒，不仅仅可以应用于建筑，汽车、工业、集装箱等众多制造业都需要涂料的参与，部分高端产品现在仍仅有少数企业可制造。海外不少涂料行业龙头背后其实是大型化工巨头，如德国的巴斯夫。美欧日等发达国家，化学工业起步较早，无论是理论知识还是应用技术都有深厚的积累。很多涂料龙头早在 19 世纪已经成立，携带着背后大量的技术积累和市场经验，在改革开放后国内高速建设期登陆中国，很快对国内市场参与者形成降维打击。

涂料行业增长逐步趋缓，周期性开始逐步体现。1978-2020 年，我国规模以上涂料产量从 34.4 万吨增长至 2,459 万吨，CAGR 为 10.7%；其中规模以上建筑涂料产量 2001 年的 59 万吨增长至 2020 年 715 万吨，CAGR 为 14%。伴随着我国经济高速发展，2000 年后我国涂料行业也进入快速增长期；而随着我国经济逐步进入新常态，涂料行业增速也逐步趋缓，2015-2020 年，全国规模以上涂料产量从 1,710.8 万吨增长至 2,459.1 万吨，CAGR 为 7.5%，其中规模以上建筑涂料从 538 万吨增长至 715 万吨，CAGR 为 5.9%，周期性也开始逐步体现。

建筑涂料产量和地产竣工有较明显相关关系。建筑涂料一般应用在主体结构竣工后外墙施工和内墙装修上，因此和建筑行业竣工数据有较为明显的关系。有部分涂料需求来自存量建筑重涂，但目前重涂需求占比较低，不足以平滑竣工需求对涂料带来的影响。2012 年以来，随着建筑行业竣工面积增速持续下滑，规模以上建筑涂料产量增速中枢也呈现逐步下滑的态势。

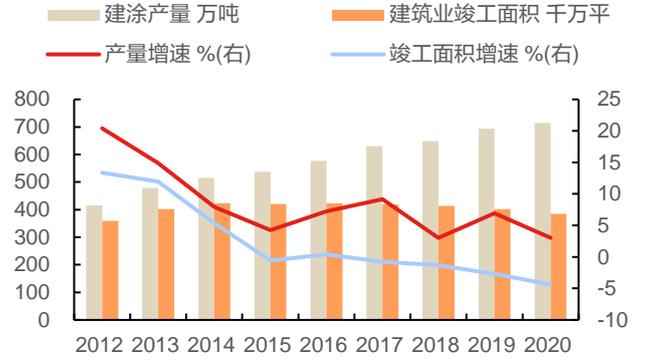
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：目前国内涂料与建筑涂料规上企业产量水平



数据来源：国家统计局，涂界，东方证券研究所

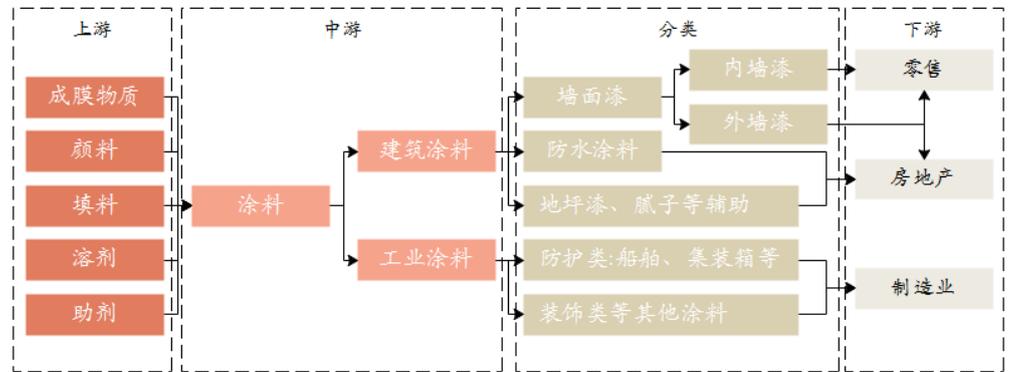
图 3：2012 年以来涂料产量与建筑业竣工面积情况



数据来源：涂界，国家统计局，东方证券研究所

建筑涂料是涂料行业最重要分支，下游主要和房屋建筑相关，分为零售端和工程端。涂料行业上游主要是颜料、填料、溶剂、助剂等化工产品。建筑涂料是涂料最大的分类，其中分为墙面漆、地坪漆、防水涂料等产品，下游主要是房屋建筑。按照使用场景不同可以分为零售端和工程端。根据涂界数据，2020 年建筑涂料工程端市场规模 580 亿元，略小于零售端 630 亿元。

图 4：涂料行业所在全产业链结构



数据来源：涂界，公司公告，东方证券研究所

涂料行业不同口径市场规模梳理。国内关于涂料行业规模有较多表述，不同口径的表述并不具备可比性。首先应该明确，建筑涂料是涂料中的一种，与之并列的有工业涂料等更多品类。按照行业分类，建筑涂料中包括墙面涂料、防水涂料等，但市面多数文章表述和行业排名并不包含防水涂料。涂料工业协会公布的是规模以上产量和市场规模，国内行业期刊《涂界》中有进一步对规模以下企业的产量和市场规模的测算。下表是 2020 年不同口径下涂料行业市场规模数据的梳理。

表 1：2020 年国内涂料行业不同口径市场规模情况

产品口径	企业口径	是否包括防水涂料	市场规模/亿元	产量/万吨
涂料	全部企业	不含防水	4,072.0	3,513.0
涂料	规上企业	不含防水	3,054.3	2,459.1

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

建筑涂料 全部企业 含防水 1,350.1 1,640.0

数据来源：涂界，涂料工业协会，东方证券研究所

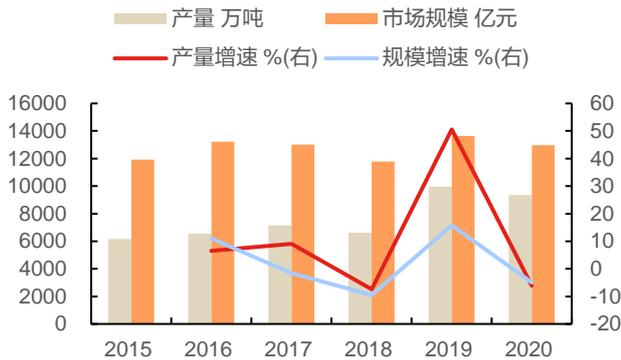
我国涂料消费量占全球 37.5%，是全球第一产销大国。我们采用全行业口径产量和行业进出口数量对表观消费量进行测算，2020 年我国涂料行业表观消费量为 3,504.9 万吨，和产量基本一致，行业进出口依存度都非常低。而 2020 年全球涂料产量为 9,350 万吨，市场规模为 12,958.2 亿元（折算成人民币）。我国涂料行业消费量占全球消费量 37.5%，是全球第一大涂料产销大国。

表 2：近年国内实际市场规模估算

年份	产量 万吨	进口 万吨	出口 万吨	表观消费量 万吨
2018	2,515.0	17.5	19.7	2,512.8
2019	3,750.0	18.1	27.5	3,740.6
2020	3,513.0	17.5	25.6	3,504.9

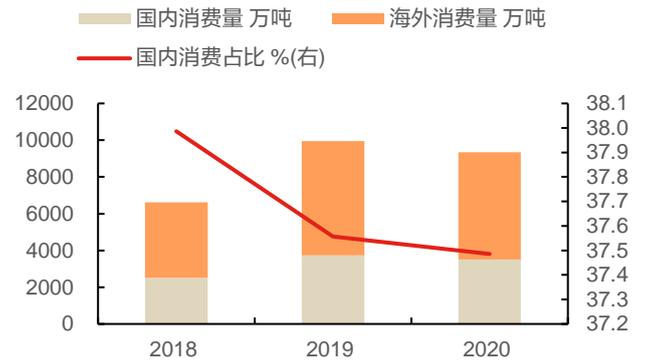
数据来源：涂界，海关总署，东方证券研究所

图 5：全球涂料市场规模情况



数据来源：涂界，国家统计局，东方证券研究所

图 6：中国涂料消费量和海外消费量水平对比

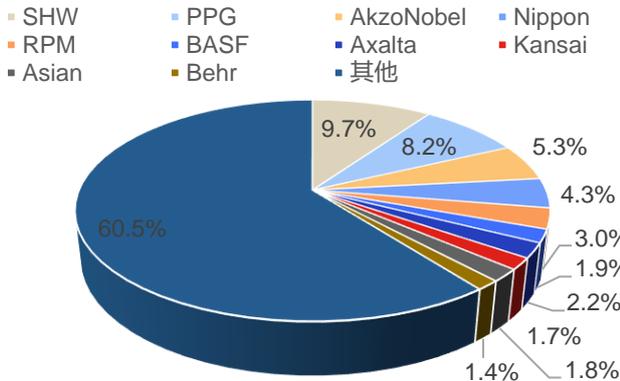


数据来源：涂界，海关总署，东方证券研究所

格局：国内一超多强，内资加速追赶

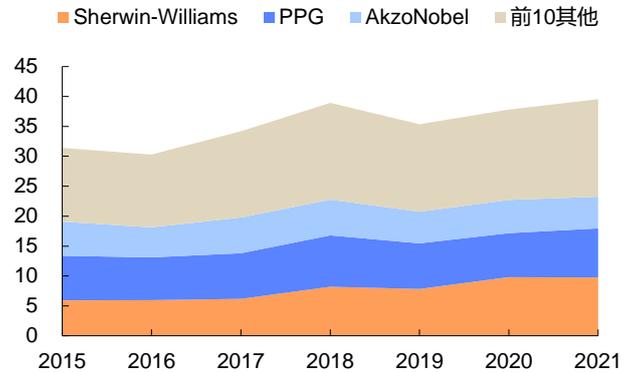
全球市场格局较为稳定 CR10 为 30-40%，宣伟为全球龙头 2021 年市占率 7.6%。全球涂料行业格局相对比较稳定，近年来前 10 名企业和市场份额变化并不明显，2015-2021 年 CR10 稳定在 30-40% 的水平。其中宣伟、PPG、阿克苏诺贝尔稳定占据行业前三，其中宣伟依靠收购美国龙头威士伯从行业第三超车为行业全球第一龙头。2021 年宣伟收入为 199.4 亿美元，市占率为 7.6%。

图 7：2021 年全球主要企业市占率



数据来源：涂界，东方证券研究所

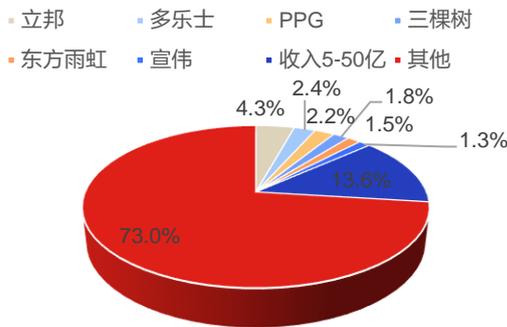
图 8：全球主要企业市占率变化情况



数据来源：涂界，东方证券研究所

我国涂料行业格局呈现“一超多强，外强内弱”的局面。我国涂料行业明显呈现一超多强的格局，立邦涂料作为最早登陆中国市场的海外龙头之一，2020 年以 174.1 亿占据国内 4.3% 市场份额遥遥领先。多乐士、PPG、三棵树、东方雨虹（主要是防水涂料）、宣伟几大龙头成为市场第二梯队，营业收入从 50-100 亿元不等，市占率从 1.3% 到 2.4%。收入为 5-50 亿元共有 31 家公司，占据 13.6% 的市场份额。长久来我国涂料行业一直呈“大而不强，外强内弱”的局面。2020 年国内 10 强有 6 家为外资企业，百强企业收入 50.9% 来自外资企业。近年来随着三棵树、东方雨虹、亚士创能等国内品牌崛起，外强内弱的局面有所改善，但是外资占有的基本盘依然没变。

图 9：2020 年国内涂料全行业市占率情况



数据来源：涂界，东方证券研究所

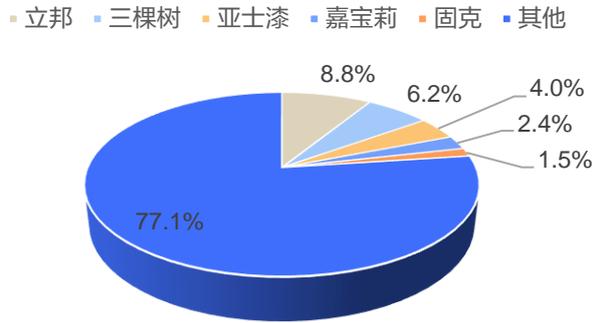
图 10：外资龙头和内资龙头收入比较



数据来源：涂界，东方证券研究所

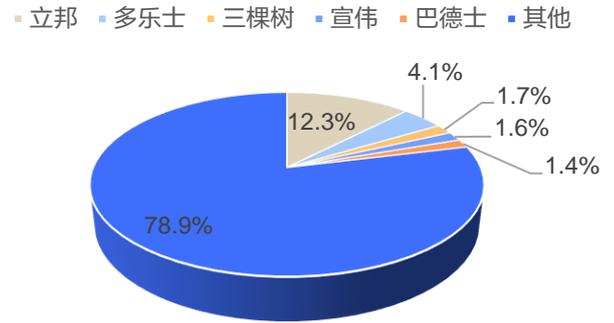
国内建涂立邦遥遥领先，三棵树紧随其后，外资品牌在零售渠道占优。在国内建筑涂料领域，立邦领先优势依然明显，2020 年以 123 亿元占据 10.3% 市场份额遥遥领先，三棵树以 56.2 亿元占据 4.6% 市场份额领跑第二梯队。分渠道看，2020 年工程渠道五强分别是立邦、三棵树、亚士创能、嘉宝莉、固克，除了立邦其他都是内资企业，CR5 为 22.9%；零售渠道五强为立邦、多乐士、三棵树、宣伟、巴德士，外资品牌在零售渠道占优，CR5 为 21.1%。

图 11：2020 年建筑涂料工程渠道市占率情况



数据来源：涂界，东方证券研究所

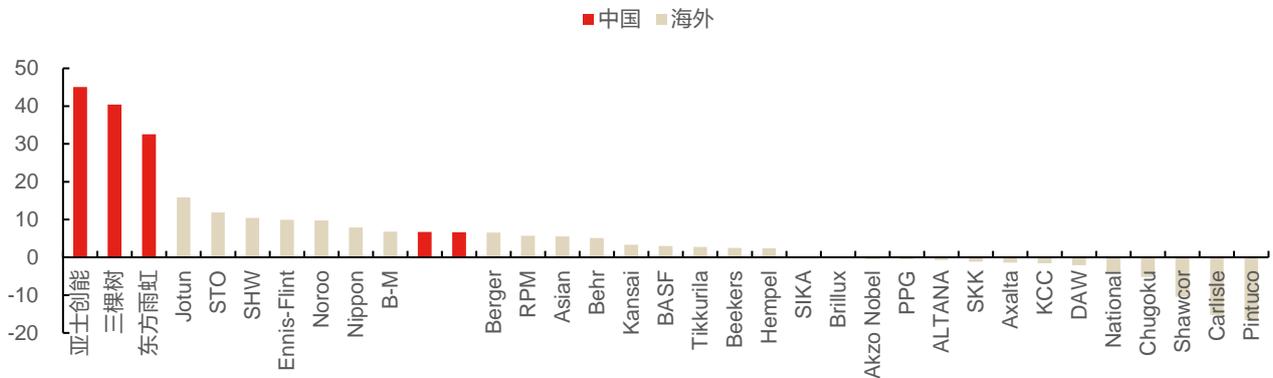
图 12：2020 年建筑涂料零售渠道市占率情况



数据来源：涂界，东方证券研究所

中国企业增长态势良好，追赶态势明显。回溯近年来全球涂料行业格局变化，可以发现全球格局尤其是前十龙头相对稳定，但中国企业追赶态势非常明显。国内龙头三棵树、亚士创能、东方雨虹全球市占率分别从 2015 年的 1.1‰、0.4‰、1.3‰增长至 2020 年的 5.9‰、2.8‰、4.9‰，是全球领域增长态势最好的企业。

图 13：2016-2020 年全球主要龙头年均收入增速（单位：%）



数据来源：涂界，东方证券研究所

立邦和三棵树以较高的首选率领跑工程渠道。国内品牌占优。根据房地产业协会 500 强房企涂料首选率排名，2021 年立邦依然是 19% 的首选率排名行业第一，在工程渠道地位依然领先。但三棵树以 18% 的首选率紧随其后，从首选率数据上呈现“两超多强”的局面。亚士漆以 12% 的首选率位列第三，和三棵树有较大差距，但前三格局保持稳定。富思特、固克、嘉宝莉等国内品牌以 9% 的首选率位于第三梯队。除了立邦以外，首选率前 10 的其他品牌均为内资品牌，国内品牌在工程渠道占据一定优势。

表 3：近年来 500 强房企涂料首选率情况

排名	2017		2018		2019		2020		2021	
	品牌	首选率								
1	立邦	21.0%	立邦	19.0%	立邦	20.0%	立邦	18.0%	立邦	19.0%

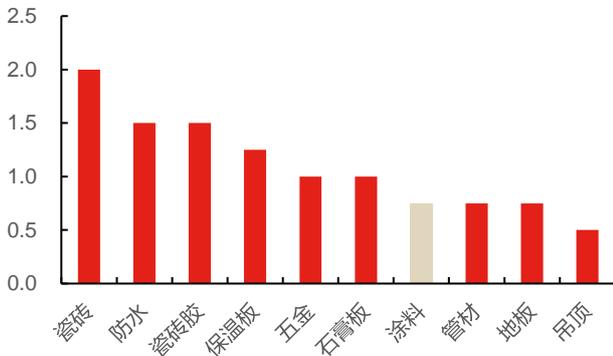
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

2	三棵树	17.0%	三棵树	17.0%	三棵树	19.0%	三棵树	17.0%	三棵树	18.0%
3	亚士漆	17.0%	亚士漆	16.0%	亚士漆	18.0%	亚士漆	15.0%	亚士漆	12.0%
4	多乐士	17.0%	多乐士	14.0%	固克	9.0%	固克	9.0%	富思特	9.0%
5	富思特	11.0%	富思特	11.0%	富思特	9.0%	富思特	9.0%	固克	9.0%
6	嘉宝莉	4.0%	嘉宝莉	6.0%	嘉宝莉	8.0%	嘉宝莉	7.0%	嘉宝莉	9.0%
7	美涂士	3.0%	固克	5.0%	美涂士	6.0%	德爱威	5.0%	美涂士	5.0%
8	PPG	2.0%	美涂士	5.0%	巴德士	3.0%	美涂士	5.0%	德爱威	5.0%
9	固克	2.0%	PPG	2.0%	多乐士	3.0%	巴德士	4.0%	巴德士	4.0%

数据来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，优采平台，东方证券研究所

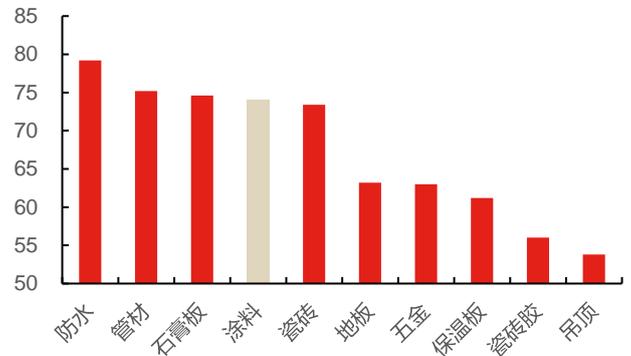
内资企业优势初步确立，国内涂料工程渠道竞争格局基本稳定成型。从房企 500 强首选率数据来看，2017-2021 涂料行业前三名格局保持稳定没有变化，外资龙头 PPG 和多乐士逐步退出国内工程市场。近年来三棵树、亚士创能、固克等国内品牌依靠工程集采渠道的快速增长收获了工程端的良好业绩和排名的快速提升。目前国内首选率前 10 名企业除了立邦其他全部为国内品牌，内资企业优势初步确立。横向看，涂料相比其他装修建材首选率排行榜，前 10 名新进入者数量相对较少，前 5 名集中度也相对较高。表明随着内资企业快速成长，目前国内工程渠道的竞争格局也基本稳定成型。

图 14：2018-2021 年房地产 500 强首选率前 10 名新进入者年平均数量（单位：家）



数据来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，优采，东方证券研究所

图 15：2017-2021 年房地产 500 强首选率各行业前 5 名集中度情况（单位：%）



数据来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，优采，东方证券研究所

属性：利润率低杠杆率高，装饰性与消费性较强

行业呈现低利润率、中周转率、高杠杆率的特点，盈利能力中等营运资本控制能力较好。我们选取消费建材各细分品类代表企业 2016-2021 年财务数据进行比较。涂料相比其他建材，利润率中等偏下，资产周转能力中等，杠杆率最高，净营运周期最低。这表明涂料行业产品本身盈利能力并不强，也很难通过重资产壁垒形成规模效应，必须通过高杠杆实现快速扩张。14.5%的平均 ROE 水平相比其他细分行业处于中等水平。涂料行业净营运周期最低，表明企业营运资本和现金流控制情况较好，我们认为这可能与行业 2C 需求和经销渠道占比较高有关。

表 4：近年来消费建材财务数据情况汇总

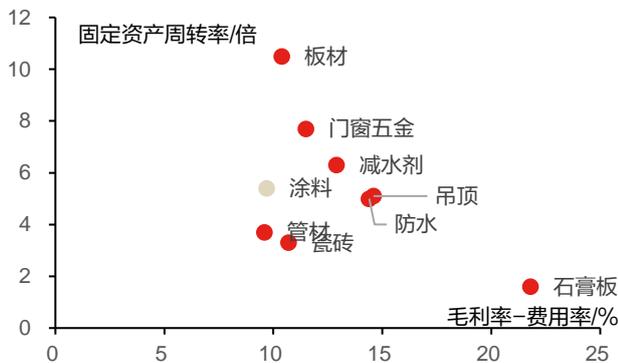
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	毛利-费用率	折旧/成本	固定资产周转	净营业周期	总资产周转	杠杆率	净利率	ROE
	%	%	倍	天	倍	倍	%	%
防水	14.4	2.6	5.0	106.8	0.7	2.0	11.3	14.3
减水剂	12.9	3.2	6.3	165.3	0.7	1.6	10.4	10.2
管材	9.6	4.4	3.7	101.5	0.8	1.8	6.4	8.9
瓷砖	10.7	5.4	3.3	102.0	0.7	1.9	9.3	11.0
涂料	9.7	2.4	5.4	0.7	0.9	2.3	7.0	14.5
板材	10.4	2.2	10.5	53.1	1.3	1.8	9.0	18.5
吊顶	14.6	2.5	5.1	16.6	0.6	1.6	16.2	16.4
石膏板	21.8	5.3	1.6	37.3	0.7	1.4	17.7	16.6
门窗五金	11.5	2.1	7.7	109.5	0.9	1.5	8.5	12.6

数据来源：公司年报，东方证券研究所。注：财务数据选择各细分板块代表企业 2016-2021 年年报取平均。防水包括：东方雨虹、科顺股份、凯伦股份。减水剂包括 垒知集团、苏博特、红墙股份。管材包括伟星新材、公元股份、雄塑科技、纳川股份、东宏股份、顾地科技。瓷砖包括东鹏控股、蒙娜丽莎、帝欧家居、悦心健康、惠达卫浴。涂料包括三棵树、亚士创能。板材包括兔宝宝、大亚圣象。吊顶包括友邦吊顶，法狮龙。石膏板、门窗五金分别是北新建材、坚朗五金。

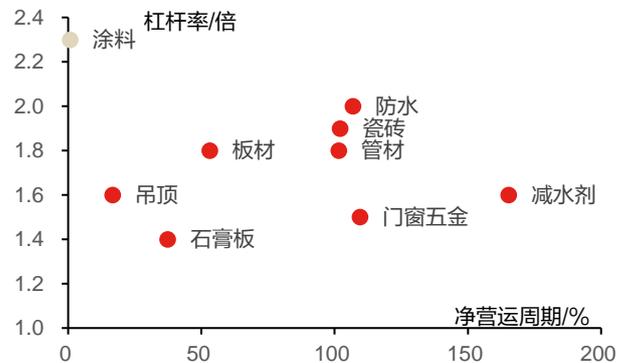
装饰性较强，功能性中等，标准化较弱；客户倾向消费大品牌，消费属性较强。涂料行业无论是工程还是零售，装饰性都比较强，不同客户的消费特点相差较大，这意味着涂料行业的消费属性偏强，标准化程度偏低。建筑涂料也没有特别强的功能性，主要以防水、防污、防火等为主，虽有一定的功能性但并不以功能性为吸引客户的主要手段。较强的消费属性和中等的功能性意味着涂料行业拥有较强的品牌效应，客户更加青睐于在大品牌进行消费。

图 16：消费建材盈利能力与周转能力比较



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 17：消费建材负债水平与营运能力比较

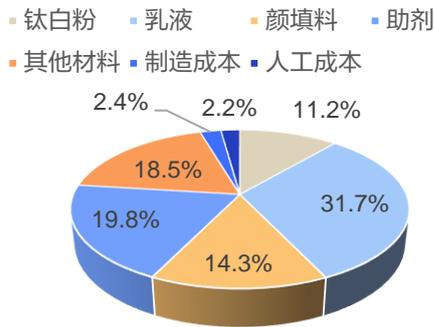


数据来源：公司年报，东方证券研究所

成本：原料成本占比高，经营杠杆较小

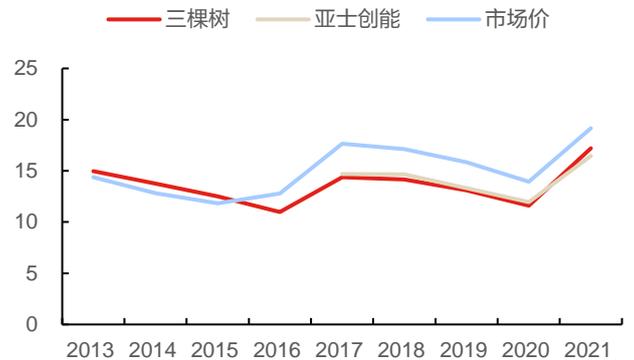
原料成本占生产成本绝大部分，原料价格变动对盈利至关重要。我们参考 2013-2015 年三棵树涂料的成本数据，原材料成本占比达到 95.4%。其中钛白粉、乳液、颜填料、助剂占比最大，分别为 11.2%、31.7%、14.3%、19.8%，合计达成成本的 77%。因此原材料价格变动对企业利润影响至关重要。2021 年以钛白粉为代表的各项原料价格明显上涨，三棵树等涂料企业受到显著的压制。

图 18：三棵树自产墙面漆成本结构（2013-2015 年平均）



数据来源：三棵树招股说明书，东方证券研究所

图 19：三棵树与亚士创能钛白粉采购价格比较(单位:元/公斤)



数据来源：三棵树年报，亚士创能年报，万得，东方证券研究所

涂料主要构成物质分为成膜物质、颜填料、分散介质、助剂四类。成膜物质是基料，主要功能是使得涂料附着在被涂物质上并形成薄膜，主要有油脂、树脂、乳液等。颜填料包括起到改善性能、增强保护、装饰、防锈等作用，包括着色料和填充料两小类。分散介质包括溶剂和水，会挥发，起到施工前确保分散体系稳定性和流动性。助剂用量较小，主要对涂料部分性能起到重要作用。

表 5：涂料主要构成物质

类别	作用	主要类别
成膜物质	主要使涂料牢固附着于被涂物面上形成连续薄膜的主要物质，是构成涂料的基础	油脂、油脂加工品、纤维素衍生品、天然与合成树脂，还包括部分不挥发的活性稀释剂。
颜料/填料	主要用于着色和改善涂膜性能，增强保护、装饰、防锈功能	着色料：(铁红粉、钛白粉、炭黑)，填充料（滑石粉、硫酸钡、碳酸钙、二氧化硅等）
分散介质	包括溶剂和水，是挥发物质，成膜后不留在涂膜中，确保分散体系稳定性和流动性，在施工和成膜过程中起重要作用	烃类（矿物精油、煤油等）、醇类、醚类、酮类、酯类物质
助剂	用量少，不能成膜，但对基料形成涂膜的过程与耐久性起重要作用	消泡剂、流平剂、底材润滑剂

数据来源：三棵树招股说明书，东方证券研究所

乳液是影响成本最重要的原材料。参考三棵树招股说明书 2013-2015 年数据，生产单吨墙面漆分别消耗钛白粉、乳液、颜填料、助剂 26.8、130.6、256.7、33.4 公斤，对应 2021 年原料价格吨消耗额分别为 460.3、901.3、179.7、605.3 元。相比之下，乳液单吨消耗量和消耗额都比较大，是影响生产成本最重要因素。2021 年三棵树墙面漆单吨制造和单吨人工成本分别为 106.3 和 96.5 元/吨，相比 2013-2015 年平均水平 77.2 和 69.7 元/吨有所提升。

表 6：三棵树公司自产墙面漆单吨耗材与成本拆分（参考 2013-2015 年单耗与 2021 年采购价）

项目	单价(元/公斤)	单吨消耗(公斤/吨)	单吨成本(元/吨)	项目	单吨成本(元/吨)
钛白粉	17.2	26.8	460.3	其他材料	690.8
乳液	6.9	130.6	901.3	单吨制造	106.3
颜填料	0.7	256.7	179.7	单吨人工	96.5
助剂	18.1	33.4	605.3	单吨运费	233.1

数据来源：三棵树招股说明书，三棵树年报，三棵树公告，东方证券研究所

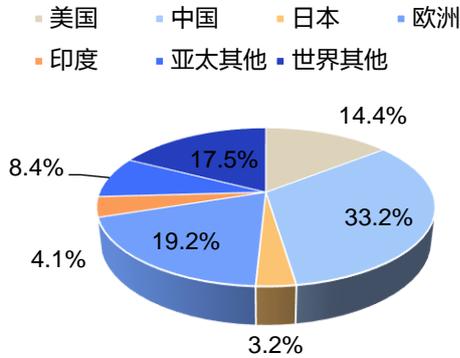
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

涂料行业变革

参照海外：消费量大，集中度高，零售端多

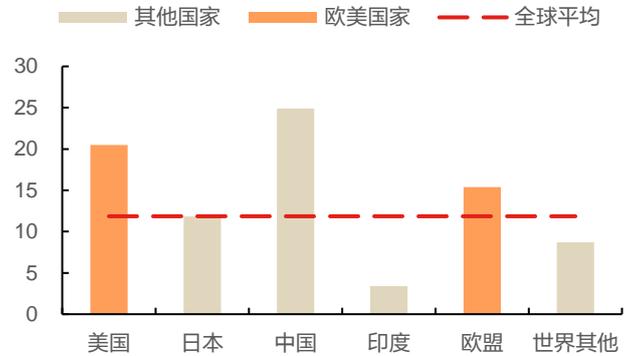
中美欧日印占有全球涂料市场主要份额，发达国家人均消费水平更高。根据涂界公开数据进行换算，2020年涂料行业市场规模为1878亿美元，其中中国市场规模为624亿美元，占有全球份额33.2%；欧盟，美国，印度，日本市场规模分别为360、270、77.5、60亿美元；中美欧日印合计占有全球建筑涂料市场份额的74.1%。美，欧，日人均年消耗量分别为20.5、15.4、11.8公斤，高于除中国外世界的其他地区，发达国家人均消耗量会更大。

图 20：2020 年全球建筑涂料市场结构测算



数据来源：中国涂料工业协会，涂界，Indian Mirror，东方证券研究所

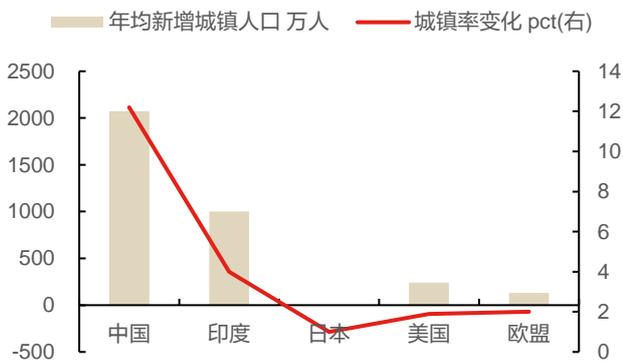
图 21：2020 年各国人均建筑涂料使用量(单位：公斤/人/年)



数据来源：万得，Indian Mirror，东方证券研究所
注：用各国产量近似为销量，除以人数，得到人均使用量

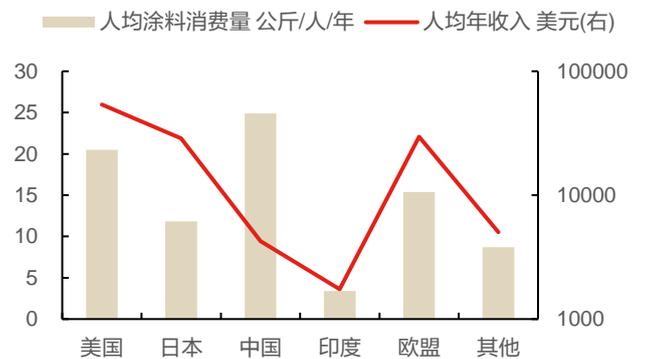
人均用量不仅与城镇化率变化有关，更与需求结构和收入水平有关。对比中美欧日印的城镇化水平，2010-2020年中印两国正处于城镇化快速发展阶段，中国和印度年均新增城镇人口分别为2073.6和1002.2万人，远高于美欧日发达国家。城镇化率或为涂料人均涂料消耗量的影响因素之一。其次，数据表明，人均收入与涂料消费类也有关系。发达国家人均收入高，存量房屋多，零售市场发达，是另一导致人均消费量高的主要原因。

图 22：2010-2020 年全球国家城镇化率变化情况



数据来源：世界银行，东方证券研究所

图 23：全球各地区人均收入水平与人均涂料消耗量对比



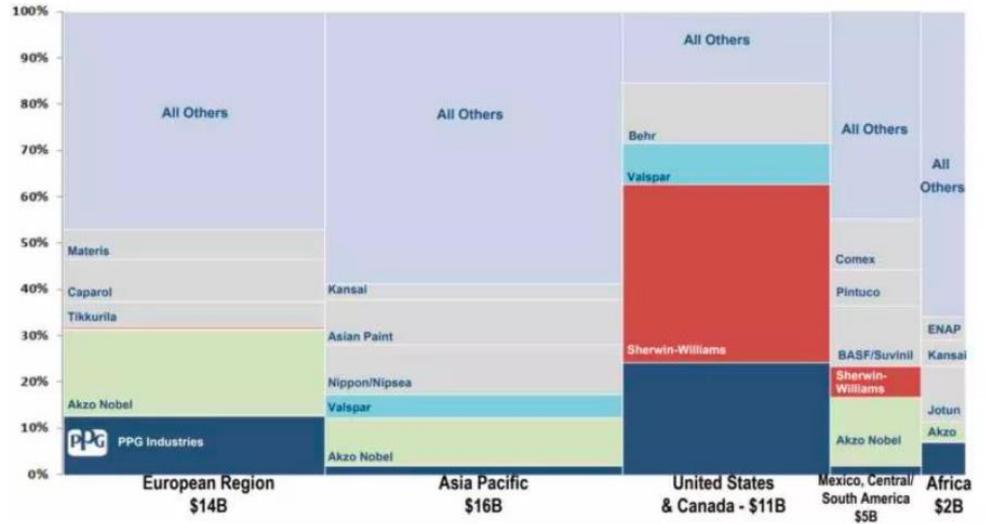
数据来源：万得，Indian Mirror，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

注：用各国产量近似为销量，除以人数，得到人均使用量

海外涂料市场集中度较高，区域内龙头已逐步形成。相比国内市场，全球其他国家与地区涂料行业格局更为成熟与稳定。每个地区都已演化形成较为稳定的龙头，美国以宣伟和 PPG 为代表，欧洲以巴斯夫和阿克苏诺贝尔为代表，日本以日涂和关西涂料为代表，印度以亚洲和伯爵涂料为代表，头部企业在各自市场均有较高且较为稳定的市场份额。

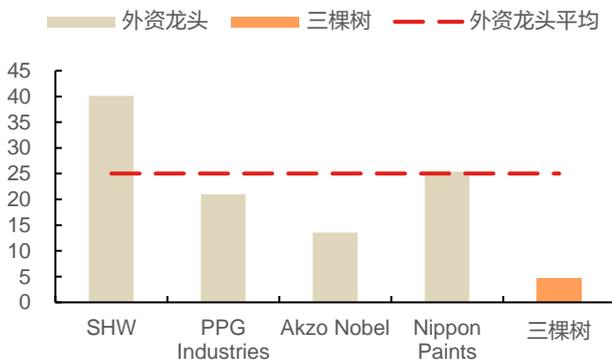
图 24：全球各地区涂料行业市场集中度概况



数据来源：涂料经，东方证券研究所

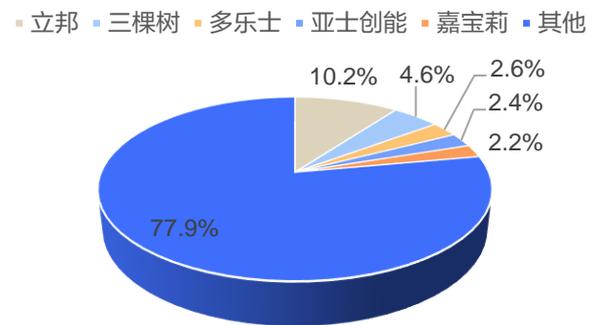
国内市场结构分散，外资依然占据主导，真正的内资龙头尚未出现。相比之下，中国国内并未出现真正的本土涂料龙头。宣伟，PPG，阿克苏诺贝尔，日涂四大全球龙头在其本土的市占率平均超过 20%的水平。我国当前涂料行业头部格局依然为外资所把持，建筑涂料仍维持立邦一家领先的现状，2020 年市占率也仅为 10.2%，三棵树和多乐士分别为 4.6%和 2.6%，领跑第二梯队。

图 25：2020 年外资龙头与三棵树在本土市占率比较



数据来源：涂界，各公司年报，东方证券研究所

图 26：2020 年国内建筑涂料行业格局情况



数据来源：涂界，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

海外龙头加速兼并，本质是市场要素的并购。与其他海外建材行业龙头一样，当前全球涂料行业龙头也已经进入对外并购扩张的道路。据统计，2016年以来，PPG、立邦、宣伟、阿克苏诺贝尔四大海外涂料龙头合计对外收并购 20 次。其中有 2017 年宣伟斥资 93 亿美元收购美国另一大涂料龙头威士伯，收购后宣伟收入规模超越 PPG 和阿克苏诺贝尔，跃居全球第一。我们认为海外龙头对外收购，有利于其快速建立渠道开拓市场，本质上是对海外优质市场要素（劳动力，渠道，产能）等的收购。当前国内涂料龙头仍处于快速扩张产能，跑马圈地的阶段，背后的原因是市场集中度还处于较低水平，随着集中度的持续提升，市场规模见顶，对外收购快速扩张也将是国内龙头的必经之路。

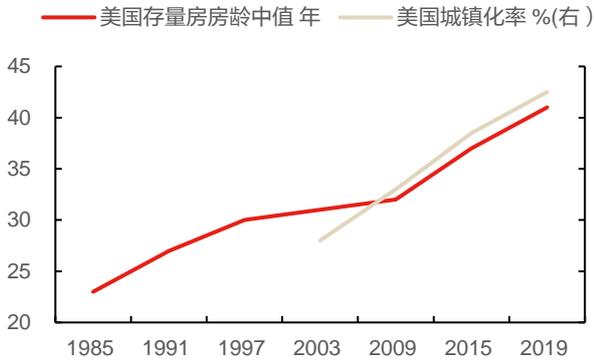
表 7：全球涂料龙头收购情况

时间	交易标的	收购比例	交易买方	交易价值/百万	国家/地区
2020-12	Tikkurila	100.0%	PPG Industries	€ 1,100.0	美国
2020-11	Ennis-Flint Inc	100.0%	PPG Industries	\$1,150.0	美国
2016-06	MetoKote		PPG Industries		美国
2016-11	PPG Univer	50.0%	PPG Industries		意大利
2016-11	DEUTEK		PPG Industries		罗马尼亚
2017-04	TCI	40.0%	PPG Industries	\$100.0	中国台湾
2017-04	Ommi-Plus	50.0%	PPG Industries		新加坡
2018-01	Procoating	100.0%	PPG Industries	\$108.0	荷兰
2020-08	Nipsea Pte Ltd	100.0%	Nippon Paint	\$9,922.0	新加坡
2020-08	Wuthelam Holdings Ltd-Indonesia Business	100.0%	Nippon Paint	\$2,226.0	
2019-04	DuluxGroup Ltd	100.0%	Nippon Paint	\$2,898.4	澳大利亚
2016-02	Bollig&Kemper GmbH&Co.KG	49.0%	Nippon Paint		德国
2017-03	Dunn-Edward	100.0%	Nippon Paint	\$608.0	美国
2016-09	长润发涂料	60.0%	Nippon Paint		中国
2017-06	Valspar	100.0%	Sherwin-Williams	\$9,300.0	美国
2017-07	Flexcrete Technologies Ltd	100.0%	Akzo Nobel	€ 113.0	英国
2016-12	BASF		Akzo Nobel	€ 425.0	德国
2017-07	Disa Technology	100.0%	Akzo Nobel		法国
2017-11	V.Powdertech	100.0%	Akzo Nobel		泰国
2018-06	Fabryo	100.0%	Akzo Nobel		罗马尼亚

数据来源：万得，中国涂料工业协会，东方证券研究所

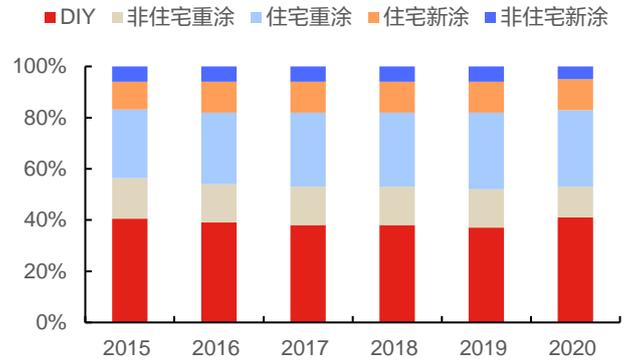
美国城镇化率启动较早房龄较高，重涂是需求的主要来源，其中 DIY 需求占比最高。美国城镇化进程开启较早，目前已进入尾声。2003-2019 年，美国城镇化率从 79.6% 提升至 82.5%，变化甚小。城镇化率变化小意味着新建房屋数量较少，美国房屋房龄显著高于中国。据宣伟官网数据，2009 年全美房屋房龄中位数为 32 年，到 2019 年，这一数字提升到 41 年。而我们测算，2021 年中国房龄超过 15 年的房屋建筑占比仅为 30.9%，中美房屋房龄水平存在巨大差距。相比之下，既有房屋修缮与重涂成为美国建筑涂料的主要需求场景。据宣伟官网数据，2020 年新建房屋涂料需求占建筑涂料需求比重仅为 17%，2015 年-2020 年这一数字从未超过 20%。美国人力成本较高，零售端需求占比远高于国内，2020 年 DIY 需求占比达到 41%，且 2015-2020 年这一占比从未低于 35%，高于其他所有需求场景。

图 27: 美国房屋房龄结构与城镇化率



数据来源: Sherwin-Williams 官网, 世界银行, 东方证券研究所

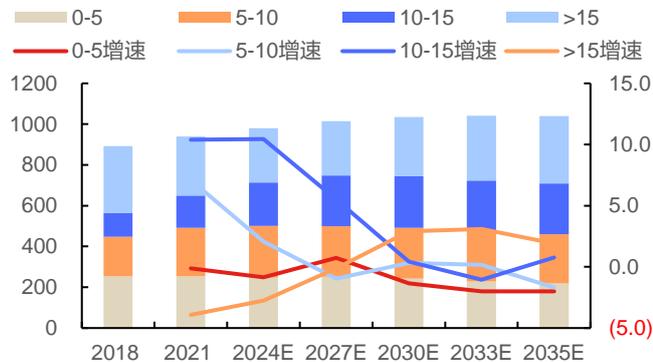
图 28: 美国建筑涂料需求场景结构



数据来源: Sherwin-Williams 官网, 东方证券研究所

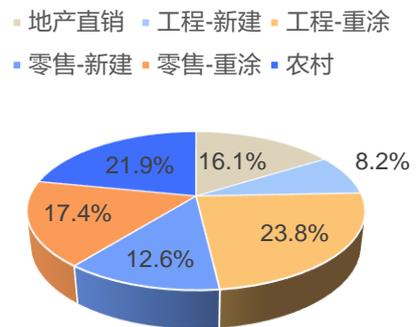
当前我国涂料需求以新建建筑为主，重涂需求占比较低，但未来随着存量房屋增加，重涂需求占比将持续提升。当前建筑涂料需求结构与美国有较大差别，据我们测算，2021 年全国存量房屋建筑面积约为 940 亿平，房龄超过 15 年的占比仅为 30.9%，绝大多数房屋房龄均为 15 年以下。对应我们测算当前涂料重涂需求（翻新和旧改）占比为 41.2%，新建建筑仍是当前涂料需求的主要来源。我们预计到 2035 年，房龄超过 15 年的房屋占比将达到 31.7%，对应房屋重涂需求占比将有持续提升。

图 29: 国内房屋房龄结构测算



数据来源: 《2005 年城镇房屋概况统计公报》，《2016 年城乡建设统计公报》，住建部，国家统计局，东方证券研究所
注: 房龄单位为年，数量单位为亿平，取坐标左轴；增速单位为%，取坐标右轴

图 30: 2021 年国内需求场景结构测算



数据来源: 《2005 年城镇房屋概况统计公报》，《2016 年城乡建设统计公报》，住建部，国家统计局，东方证券研究所

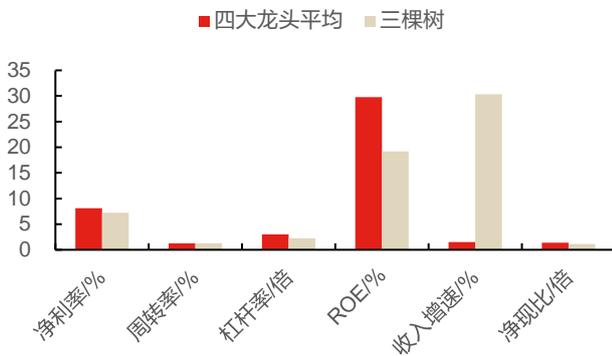
海外龙头财务数据呈“高杠杆、高盈利、低增长”的现金奶牛特点，本土市占率明显较高。我们选取宣伟、PPG、阿克苏诺贝尔和立邦四家全球龙头财务数据和三棵树进行比较。相比海外龙头，三棵树净利率和杠杆率偏低，ROE 水平明显低于海外龙头。海外龙头平均杠杆率为 3 倍，而三棵树仅为 2.2 倍；海外龙头平均 ROE 为 29.8%，三棵树仅为 19.2%。杠杆率是三棵树 ROE 偏低的主要原因。此外，三棵树增长率远高于海外龙头，近年来平均收入增速为 30.4%，海外龙头仅为 1.5%。海外龙头数据总体呈现高杠杆，高盈利，低增长的“现金奶牛”特点。同时三棵树的市占率仍低于海外龙头水平，据测算，2020 年四大海外龙头在本土市占率平均为 16.2%，高于三棵树

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

的 4.6%。假设建筑涂料市场规模稳定在 1,200 亿元，三棵树市占率可达到 16%，则理论上三棵树建筑涂料业务收入规模可达到 192 亿元，相比当下仍有较大的增长空间。

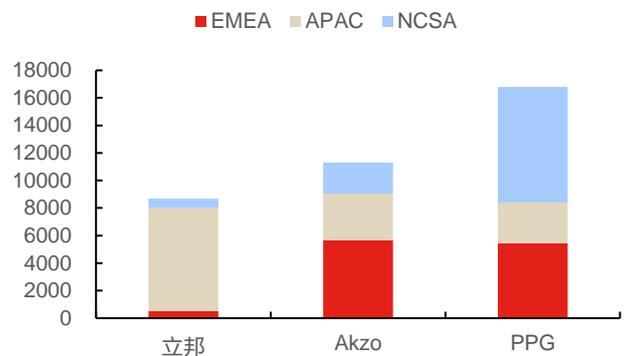
外资龙头普遍产品品类更丰富且全球布局。2021 年，立邦涂料日本国内收入贡献仅为 15.9%，海外特别是中国大陆对收入贡献巨大。阿克苏诺贝尔荷兰国内收入贡献仅为 3.5%，欧非中东收入贡献为 50%，更多收入来自亚太和美洲。PPG 来自美洲收入占比为 49.9%。海外龙头从产品结构和区域结构上来看更为多元化，不仅仅以来单个地区收入或者单类产品收入，抵御行业或者地区风险能力更强，广阔的布局也使得企业拥有更高的成长空间。

图 31：四大海外龙头与三棵树核心财务数据比较



数据来源：各公司年报，东方证券研究所
注：财务数据计算采取 2012-2021 年调整后平均值

图 32：2021 年外资龙头在全球布局情况（单位：百万美元）



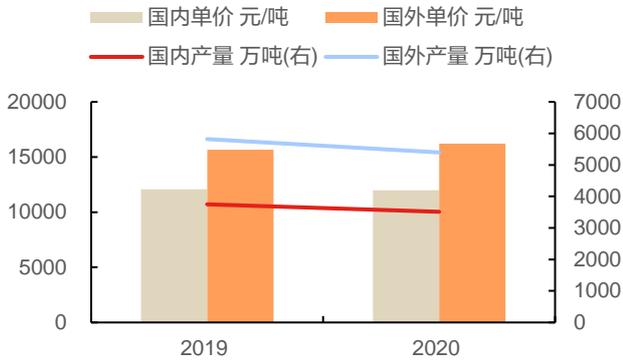
数据来源：涂界，各公司年报，东方证券研究所

国内企业仍有成长空间，渠道变革扩张品类海外布局是必由之路。对比国内外涂料行业现状，我们认为发达国家涂料行业相比国内人均消费量更多，集中度更高，重涂需求占比大。海外龙头普遍多品类全球化布局。总结起来我们认为相比发达国家，我国涂料行业仍存在一定的增长空间，龙头集中度也有望进一步提升。而随着存量房屋占比持续提升，重涂需求以及泛零售端需求将进一步崛起，先期深耕零售端的企业有望脱颖而出。对于海外龙头来讲，单品类单区域的市场规模并不能支撑其长期的发展，对于国内龙头来说，完成渠道变革以及国内市场份额提升后，加速收购扩张品类以及进行海外拓张，提升自身成长天花板是必由之路。

供给：国产替代，头部集中

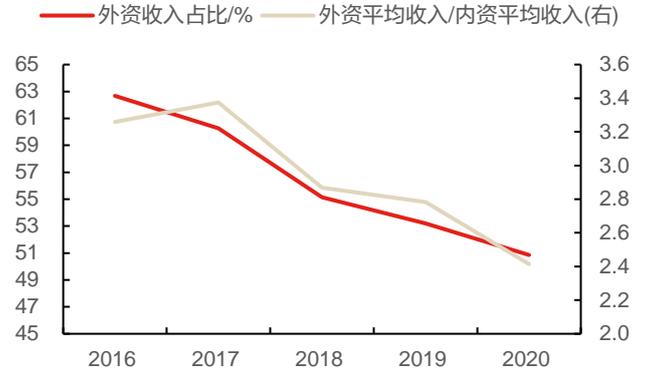
国内品牌在价格和下沉市场占据优势，国内企业开始呈现追赶态势。海外品牌市场经验技术积累雄厚，率先进入中国市场，具备先发优势，目前也在国内市场占据优势。但是国内品牌具有价格优势，而且深耕下沉市场，随着国内城镇化进展到三四线城市和乡镇层次，国内品牌有更大的成长空间。近年来，国内百强企业中外资品牌收入占比有所下降，从 2016 年的 62.7% 下降到 2020 年的 50.9%，国内企业呈现追赶态势。

图 33: 国内外与市场规模与产品均价



数据来源: 涂界, 国家统计局, 东方证券研究所

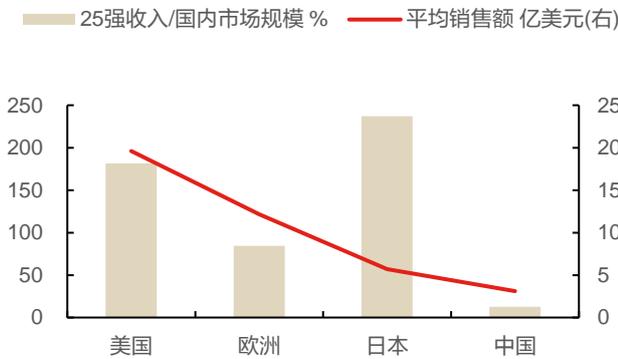
图 34: 国内百强涂料企业外资企业情况



数据来源: 涂界, 东方证券研究所

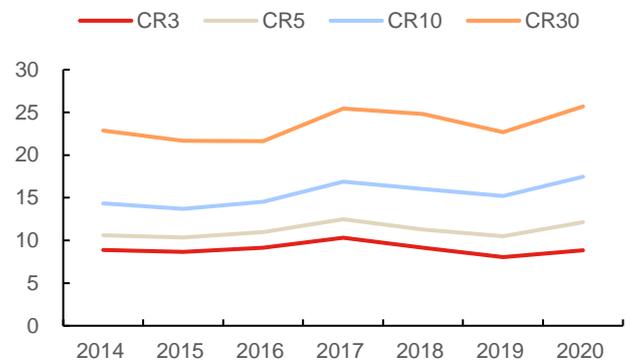
国内行业集中度有进一步提升的空间。发达国家涂料行业发展比较成熟。参考美欧日涂料行业，2020 年行业前 25 名企业合计收入占当地市场规模分别为 181.5%、84.4%、237%，表明国内市场高度集中同时龙头国际化程度较高，有较多收入来自海外。相比之下，国内集中度仍有较大提升空间，企业体量也有较大提升空间。2014 年至 2020 年，国内涂料行业 CR30 从 22.9% 提升至 25.7%，集中度有所提升。

图 35: 2020 年发达国家行业龙头与中国情况对比



数据来源: 涂界, 东方证券研究所

图 36: 国内涂料集中度提升情况 (单位: %)

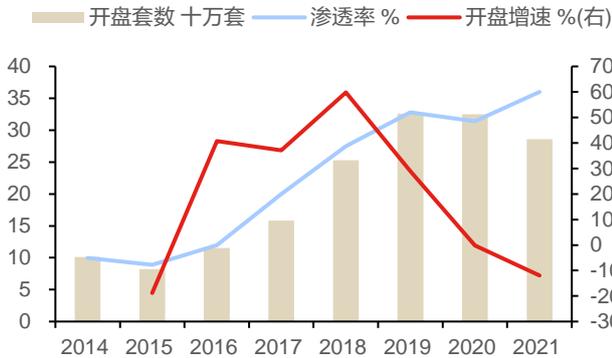


数据来源: 涂界, 东方证券研究所

需求: 渠道变革, 零售增长

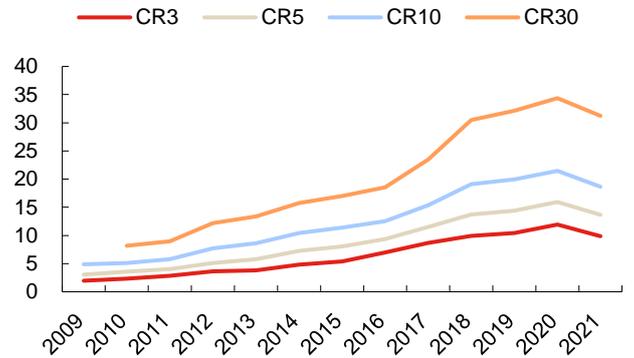
预计未来竣工需求会减少, 但结构上更集中。从总量上看, 随着国内城镇化进展进入下半场, 预计未来竣工需求将有所减少。从结构上看, 地产 2020 年以来受到疫情和政策强监管影响, 集中度提升进展被打乱, 精装房市场规模也有所萎缩。但我们认为政策强监管对地产行业是一次洗牌, 未来随着行业长效机制建立, 新龙头会重新出现, 行业集中度会重新提升, 同时精装房在政策鼓励下, 渗透率仍将逐步提升, 大 B 端仍将成为重要的需求来源且进一步集中。

图 37: 精装房开盘数及渗透率情况



数据来源: 国家统计局, 奥维云网, 万得, 东方证券研究所

图 38: 房企销售面积集中度情况(单位: %)



数据来源: 万得, 东方证券研究所

旧改接力棚改，携手保障房成为工程渠道的重要补充。2019年以来，旧改开始取代棚改成为政府主导投资需求的重要来源。2019-2021年全国旧改执行户数分别为352、736、965万户。根据目前已公布旧改计划的省份数据来推算，预计2022年全国执行旧改户数将达到900万套。参考“十四五”旧改规划，2023-2025年每年执行套数至少仍将维持500万套以上。据各地方政府网站，预计“十四五”期间全国将规划建设870万套保障房。其中2022年保障房建设套数将达到240万套，而2023-2025年每年建设规模仍将保持100万套以上水平。旧改和保障房建设将同时拉动外墙漆和内墙漆需求，一定程度补充工程涂料需求。

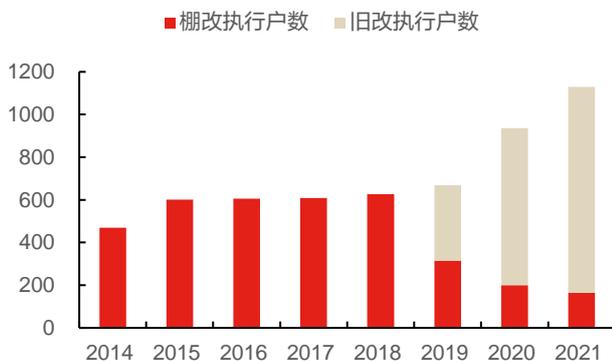
表 8: 政府保障性住房建设体系测算 (单位: 万套)

	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
公/廉租房	122.9	106.3	108.4	84.4				
棚改	626.0	316.0	209.0	165.0	82.5	41.3	20.6	10.3
保障房				94.2	240.0	209.3	178.6	147.9
旧改		352.0	736.0	965.0	912.4	777.2	641.9	506.7
合计	748.9	774.3	1,053.4	1,308.6	1,234.9	1,027.8	841.1	664.9

数据来源: 财政部, 各政府网站, 国务院, 东方证券研究所

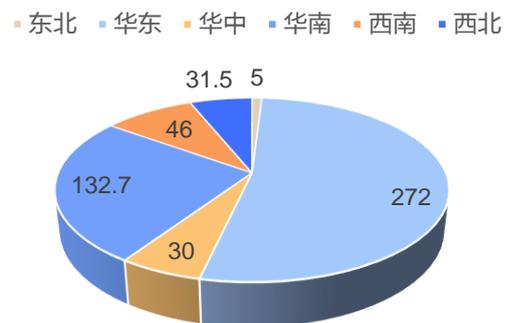
注: 公/廉租房数量根据财政部拨款数据推算, 棚户区改造假设未来每年减少50%(实际可能更快), 保障房和旧改根据各地方政府计划以及“十四五”总规划推算

图 39: 近年棚改和旧改执行情况 (单位: 万套)



数据来源: 万得, 政府工作报告, 东方证券研究所

图 40: 各地已公布“十四五”建设保障房数量(单位: 万套)



数据来源: 各地住建部官网, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

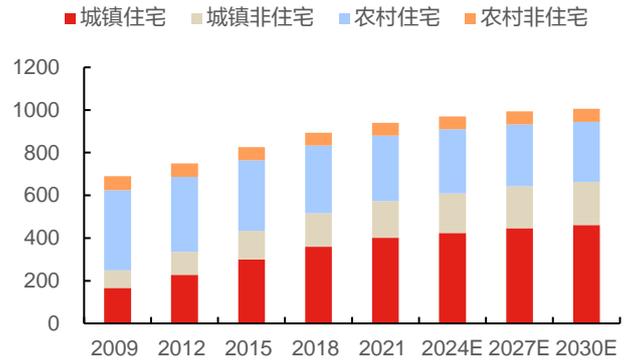
重装有望对冲地产需求下行，泛 C 端渠道有望崛起。国内房屋重涂需求一般在 5-15 年。据我们测算，预计未来国内房屋竣工规模或将进入中长期的下行周期，而存量房屋面积将持续提升。随着存量房屋房龄增长，重装需求将成为国内涂料需求的重要来源。对应以 2C 和小 B 为代表的泛 C 端市场有望崛起。重装市场也将在一定程度对冲地产整体下行带来的市场规模下滑。

图 41: 未来全国房屋竣工结构测算 (单位: 亿平)



数据来源:《2005 年城镇房屋概况统计公报》,《2016 年城乡建设统计公报》,住建部,国家统计局,东方证券研究所

图 42: 未来全国存量房屋建筑面积测算 (单位: 亿平)



数据来源:《2005 年城镇房屋概况统计公报》,《2016 年城乡建设统计公报》,住建部,国家统计局,东方证券研究所

预计“十四五”期间行业规模将维持 1,150 亿元以上。参照《涂界》数据，国内城镇新建房屋中，内外墙采用涂料装饰的比例分别为 80%和 60%，乡村房屋比例则分别为 90%和 30%。国内建筑内外墙墙地比分别为 2.5 和 0.7，单平内外墙涂料重量分别为 0.5 和 2.8 公斤。尽管预计未来国内新建房屋面积将缓慢减少，但在重涂需求加持下，未来市场规模仍将维持在 1,150-1,350 亿元。

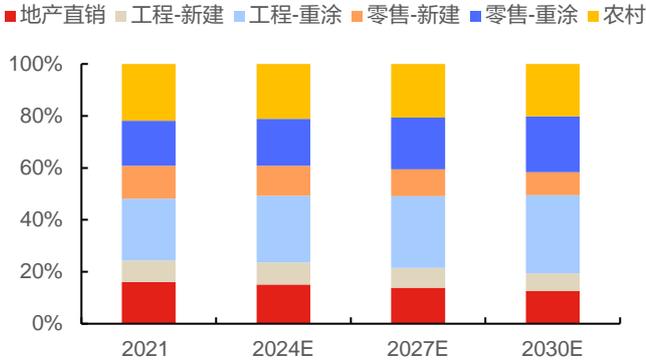
表 9: 未来涂料行业需求结构测算 (单位: 亿元)

		装修部位	渠道属性	2019	2020	2021E	2024E	2027E	2030E	
城镇	商品住宅	精装房	内墙+外墙	大 B	49.1	43.7	43.9	44.2	49.4	53.3
		毛坯房	外墙	大 B	54.3	51.6	55.3	54.3	47.7	41.2
	非商品住宅		内墙	小 B、2C	65.2	60.4	70.5	67.5	60.9	52.6
			外墙	大 B、2G	72.5	79.1	65.1	58.7	55.4	52.7
			内墙	小 B、2C	106.5	94.9	76.2	74.8	68.8	67.2
			商业建筑	内墙+外墙	大 B	57.0	61.4	53.4	56.9	52.2
	公共建筑/工业建筑	内墙+外墙	大 B、2G	75.3	82.0	72.5	72.8	81.9	76.0	
农村	自建住宅	内墙+外墙	小 B、2C	103.5	91.7	86.8	64.5	61.8	59.1	
	生产建筑	内墙+外墙	小 B、2C/G	21.3	20.4	21.2	18.6	19.9	18.9	
翻新	城镇	住宅	外墙	2G	158.5	162.4	157.1	172.5	194.2	222.3
			内墙	小 B、2C	190.1	190.0	200.1	214.3	247.7	283.5
	农村	非住宅	内墙+外墙	大 B、2G	126.5	128.8	124.9	141.0	160.7	185.3
		住宅	内墙+外墙	小 B、2C	135.6	129.3	131.1	129.7	137.5	146.4
	非住宅	内墙+外墙	小 B、2C/G	21.9	21.3	21.2	22.4	24.6	27.4	
总计				1,230.6	1,162.7	1,150.3	1,185.9	1,245.9	1,316.1	

数据来源:涂界,住建部,国家统计局,东方证券研究所

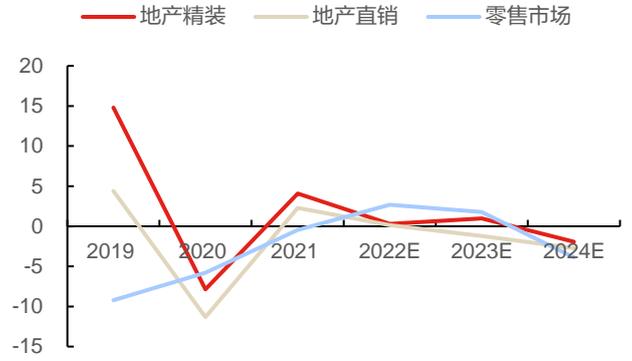
有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 43：重涂需求占比预计将逐步提升



数据来源：涂界，住建部，国家统计局，东方证券研究所

图 44：预计未来几年零售市场和地产市场增速对比



数据来源：涂界，住建部，国家统计局，东方证券研究所

产品：环保升级，品类扩张

行业环保政策持续出台，有望带动产品结构持续升级。“十三五”以来，环境保护加速推进。涂料行业作为高污染行业，相关政策出台有明显增加。主要关注点在于限制 VOCs 排放量以及推广水性涂料等。我们认为在政策推动下，我国未来环保型涂料占比有望持续提升，带动行业产品结构升级。企业层面则是促使企业加大研发开发新产品，不符合要求的企业和产品逐步被淘汰。

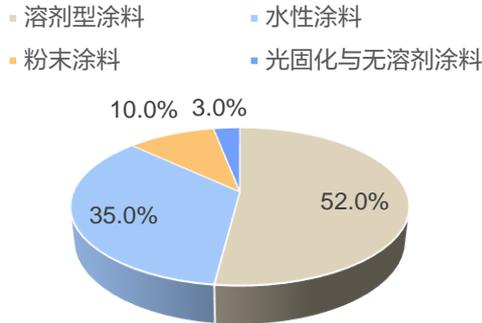
表 10：2016-2018 年涂料相关环保政策密集出台

时间	部门	文件	内容
2016-06	环保部、发改委	《国家危险废物名录》	水性涂料生产和使用过程中产生的废物不被列为废品
2016-07	工信部、财政部	《挥发性有机物削减行动计划》	重点推广水性涂料、无溶剂涂料、UV 涂料等绿色涂料产品
2016-10	工信部	《建材工业发展规划》	修订建筑用涂料、胶黏剂等材料挥发性有机物(VOCs)限额标准
2016-12	环保部	《国家先进污染防治技术目录》	总计 18 项 VOCs 污染防治先进技术，其中“木器涂料水性化技术”在列
2017 年	国务院	《“十三五”节能减排综合工作方案》	正式将 VOC 纳入节能减排指标之一，到 2020 年全国挥发性有机物排放总量比 2015 年下降 10%以上
2017-09	环保部等六部门	《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》	重点推进集装箱、汽车、家居等工业涂装 VOCs 排放控制，到 2020 年全国工业涂装 VOCs 排放量减少 20%以上，重点地区减少 30%以上
2017-11	环保部	《环境保护综合名录(2017 年版)(征求意见稿)》	列明高污染高风险产品名录。其中木器家具喷涂、玩具涂料、汽车、船类涂料等制造业用漆名列榜单多项高 VOCs 涂料被列为“双高”

数据来源：全国人大，国务院，发改委，生态环境部，工信部，科技部，商务部，公安部，东方证券研究所。

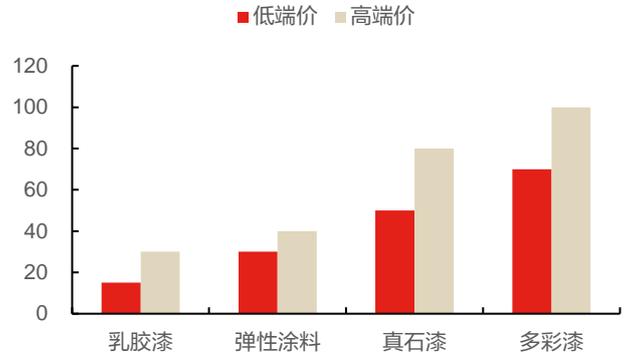
产品持续高端化，三棵树引领国内产品升级。随着国人消费能力增强，涂料行业也在经历产品升级。三棵树作为龙头，凭借领先的技术，引领着产品升级。从传统的乳胶漆出发，公司陆续推出内墙涂料环保升级，真石漆替代外墙砖，多彩漆环保墙面材料等。产品功能不断丰富，引领行业升级迭代。随着产品升级，单价提升，领先企业有望通过持续推出新品维持高于同行的利润率。

图 45：目前国内环保型涂料占比



数据来源：涂界，东方证券研究所

图 46：不同档次建筑涂料价格水平（单位：元/公斤）



数据来源：王雪婷;住宅外立面材料使用探讨[J];浙江建筑;2019 年 05 期，东方证券研究所

防水和保温板是涂料龙头进行品类扩张的首选。据测算，我们认为未来国内行业市场规模大概率维持在 1,200 亿元以上水平。相比瓷砖、水泥等，涂料并不是大行业。龙头进行品类扩张是必由之路。通过对比其他消费建材行业属性，我们认为防水行业盈利能力、标准化程度较高，工程属性较强，壁垒较低，目前正处于集中度快速提升期，是扩张的首选。而保温板同为外墙饰面材料，标准化较强，资本壁垒较低，涂企可通过现有渠道直接进行投放，也是品类扩张的优势赛道。

表 11：主要建材品类行业属性对比

	防水	保温板	建筑涂料
行业概况	市场规模 25.2 亿平(2020 年)	7000 万平(2020 年)	1290 亿元(2021 年)
行业属性	主要原料 沥青	聚苯乙烯	钛白粉、树脂等
	需求场景 基建、集采、装修	地产工程端	地产集采+装修
	宏观数据 基建、地产开/竣工	地产竣工	地产竣工
产品属性	标准化、功能性	标准化、功能性	相对标准化、装饰+功能

数据来源：中国建筑防水协会，亚士创能年报，东方证券研究所

目前行业龙头三棵树和亚士创能正加速布局保温板和防水材料。实际上目前三棵树和亚士创能已经在防水和保温板行业加速布局。三棵树目前已经在 500 强房企首选保温板榜单中排名第二，仅次于亚士创能；同时正加大防水材料布局。亚士创能原先主营保温板，具备主场优势，近年来也在加大防水材料的布局。目前三棵树和亚士创能多品类建材龙头雏形初具。

表 12：三棵树和亚士创能不同品类在 500 强房企首选率情况

公司	品种	品牌	2017		2018		2019		2020		2021	
			首选率	排名								
三棵树	涂料	三棵树	17.0%	2	17.0%	2	19.0%	2	17.0%	2	18.0%	2
	保温板	三棵树					8.0%	5	12.0%	2	14.0%	2
	瓷砖胶	三棵树							4.0%	8	4.0%	8
亚士创能	涂料	亚士漆	17.0%	3	16.0%	3	18.0%	3	15.0%	3	12.0%	3
	保温板	亚士创能	13.0%	2	14.0%	2	17.0%	2	16.0%	1	16.0%	1

数据来源：中国房地产业协会，中国房地产测评中心，优采平台，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资建议

国内涂料“大而不强”，内资龙头加速追赶。我国涂料行业规模较大，但相比海外市场大而不强，且随着房屋竣工增速下行，行业增速逐步趋缓。20年我国产量 3513 万吨，市场规模 4072 亿，消费量占全球 37.5%；其中建涂产量 1640 万吨，市场规模 1350 亿，规上建涂产量增速 3%。全球涂料市场格局较为稳定，2021 年 CR10 为 39.5%，宣伟、阿克苏诺贝尔、PPG 三大龙头 2021 年市占率 23.3%。国内市场呈现“一超多强，外强内弱”的局面，2020 年行业前 10 企业外资占 6 家，其中立邦在全行业和建筑涂料分别以 4.3%和 10.3%的市占率遥遥领先。近年来以三棵树为代表的内资企业以工程渠道切入，开始加速追赶。

行业规模稳定渠道结构变化，产品持续升级市场持续集中。行业规模上，据测算“十四五”期间建筑涂料行业规模仍将维持 1150 亿元以上。渠道结构上，大 B 渠道随着地产竣工增速放缓规模将逐步趋稳，但随着精装房渗透率逐步提升，需求将进一步集中。2G 渠道随着保障房和旧改的推进将有效补充大 B 渠道增速下滑。随着存量房翻新需求增加，小 B 和 2C 的“泛 C 端”渠道将崛起，成为未来行业的重要增量。产品结构上，随着环保政策持续出台，未来水性涂料、高端产品占比仍将持续提升。市场结构上，内资企业有望以工程端为切入口持续追赶，同时加速布局防水、保温板等相似度较高的赛道。

看好涂料行业景气度修复与行业龙头进一步增长。经历前两年地产行业需求下行，成本提升等后，随着保竣工保交楼以及成本压力逐步减退，涂料行业有望迎来景气修复。未来行业或将迎来渠道变革与加速集中，头部企业有望凭借强大的执行力以及渠道产能等优势迎来进一步增长。建议关注积极渠道变革的国内涂料龙头三棵树(603737，未评级)，亚士创能(603378，未评级)

风险提示

竣工需求不及预期。涂料主要应用在房屋竣工。2021 年以来在地产强监管政策下地产新开工面积持续下行，预计后续将逐步传导至地产竣工，导致地产竣工需求疲软，对应 B 端涂料需求有较大下滑风险。

保竣工保交楼需求不及预期。政府切实推进保竣工保交楼，但部分项目若出现资金不到位，则会造成项目动工但未形成实物工作量的情况，无法对涂料形成实际需求。

二手房销售不及预期。二手房销售关系到涂料行业 C 端需求，若二手房销售数据下滑，则将对涂料行业 C 端需求形成一定冲击。

假设条件变化影响测算结果。文中测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。