

# 工业涂料芯技术，国产替代迈向蓝海

## 麦加芯彩(603062)

► **工业涂料小巨人，风电和集装箱涂料头部企业。**公司是工业涂料细分赛道的头部企业，公司 2021 年风电叶片涂料占据该领域近 30% 的市场份额，集装箱涂料市占率约 20%，是中国四大集装箱涂料供应商之一。布局“1+3+N”战略，其中 1 代表专注于环保、高性能、特殊功能涂料；3 代表构建三大业务板块：新能源、远洋运输、大基建；N 代表每个板块不断外拓。公司现有上海基地产能为水性涂料 2 万吨/年；南通基地水性涂料 4 万吨/年、油性涂料 2 万吨/年，无溶剂涂料 1 万吨/年；募投 7 万吨珠海基地扩充产能，水性涂料已经成为公司最主要的产品。

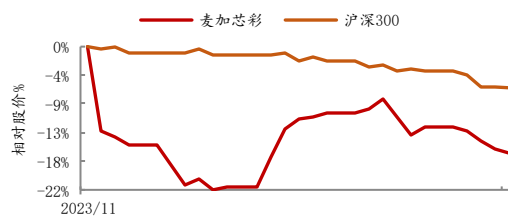
► **“油转水”催化工业涂料格局重塑，国产替代为大势所趋。**根招股书整个涂料大市场 1600 亿美元，相较于建筑涂料，工业涂料下游领域多、单体体量较小、技术壁垒高、认证周期较长，过往外资占据主导，而国内企业近年来国产替代进程如火如荼，将会是未来最大趋势：首先是环保驱使水性漆等环保涂料占比大幅提升带来弯道超车机会，“油转水”趋势明朗；其次是功能化、个性化涂料产品要求越来越高；未来国产化替代未来势不可挡，我们认为公司在集装箱涂料和风电涂料的成功经验有望进一步复制到船舶涂料等其他更大领域中去，实现跨领域成长。

► **集装箱或已开始复苏，风电涂料持续增长。**集装箱经历了 2021 年集运高点后于 22Q4-23Q3 开始逐季下滑，目前我们判断库存周期将率先见底回升带动需求，行业 CR4 超 90% 格局稳固，且替换制造需求也将提振需求；风电涂料分为叶片和塔筒两个市场，在碳中和背景下受益于需求持续提升，同时公司将进入塔筒领域，带来新的增量；我们预计 2027 年，风电叶片和塔筒涂料需求分别达到 4.76 万吨和 9.48 万吨，合计市场规模超 45 亿元，2023-27 年 CAGR 为 8.2%；集装箱涂料 2026 年有望恢复至 31.5 万吨，对应近 56 亿元市场规模，2023-26 年 CAGR 为 55%。

► **核心技术建构护城河，前瞻布局船舶和光伏涂料大蓝海。**目前公司已经布局船舶涂料，我们测算亚洲市场空间约 200 亿元，远大于风电和集装箱涂料，公司预计 2023 年末将开始第三方认证，我们认为依靠公司技术储备和客户协同，将有望切入船舶涂料供应商体系内，实现公司中长期跨越式成长；公司宣布与科思创战略合作进军光伏涂料，预计单光伏

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	62.58
股票代码:	603062
52 周最高价/最低价:	93.0/58.1
总市值(亿)	67.59
自由流通市值(亿)	16.56
自由流通股数(百万)	26.46



分析师: 戚舒扬  
邮箱: qisy1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120523020003  
联系电话:

研究助理: 金兵  
邮箱: jinbing@hx168.com.cn  
SAC NO:  
联系电话:

边框涂层的未来需求潜力就有望达到数万吨级别，光伏涂料蓝海亦值得期待。

### 投资建议

我们预计 2023-2025 年，公司实现收入 11.13/15.43/18.64 亿元，同比增速-19.7%/38.6%/20.9%，归母净利润 1.94/3.01/3.53 亿元，同比增速-25.3%/54.9%/17.3%，EPS 1.80/ 2.79/ 3.27 元，对应 12 月 7 日 62.58 元收盘价 34.81/22.47/19.15x PE。首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

产能释放不及预期，新产品研发进度不及预期；下游需求不及预期；成本高于预期；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,990	1,387	1,113	1,543	1,864
YoY (%)	111.5%	-30.3%	-19.7%	38.6%	20.9%
归母净利润(百万元)	326	260	194	301	353
YoY (%)	85.4%	-20.2%	-25.3%	54.9%	17.3%
毛利率 (%)	31.6%	31.7%	32.8%	31.7%	31.5%
每股收益 (元)	4.02	3.21	1.80	2.79	3.27
ROE	64.1%	40.5%	8.5%	11.6%	12.0%
市盈率	15.57	19.50	34.81	22.47	19.15

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 工业涂料小巨人，多板块全方位战略布局.....	5
1.1. 坚定“1+3+N”战略，为集装箱、风电涂料行业龙头.....	5
1.2. 集装箱涂料短期内承压，风电涂料趋势向好.....	7
2. 工业涂料市场前景光明，国产替代为大势所趋.....	9
2.1. 下游应用场景多元，千亿市场开启在即.....	9
2.2. 全球涂料超 1600 亿美元市场空间，亚洲是最大的生产地区.....	10
2.3. 风电涂料需求持续增长，集装箱市场迎来回暖.....	11
2.4. “油转水”环保势不可挡，多因共振促行业竞争格局重塑.....	14
3. 核心技术建构护城河，下游领域不断延展.....	17
3.1. 风电叶片涂料单项冠军，下游客户认可度高.....	17
3.2. 产能持续扩张，战略布局船舶和光伏涂料大蓝海.....	19
4. 盈利预测和估值.....	20
5. 风险提示.....	21

## 图表目录

图 1 公司发展历程.....	5
图 2 公司主要产品及下游应用场景.....	5
图 3 公司股权结构（截至 23Q3）.....	7
图 4 20-21 年公司营收高增，23Q1-Q3 承压.....	7
图 5 20-23H1 业务结构受下游周期影响变化较大.....	7
图 6 20-21 年公司利润高增，23Q1-Q3 承压.....	8
图 7 23H1 分产品和综合毛利率逐渐回暖.....	8
图 8 20-23H1 公司现金流状况良好.....	8
图 9 20-22 年费用率整体趋势下降.....	8
图 10 涂料下游应用场景多元化.....	9
图 11 涂料行业上下游产业链情况.....	10
图 12 21-29 年全球涂料市场规模情况及预测.....	10
图 13 2022 年全球涂料市场地区分布情况.....	10
图 14 2011 - 2022 年全国涂料总产量呈快速增长趋势.....	11
图 15 10-22 年全球风电累计装机量（GW）.....	11
图 16 10-22 年中国风电新增和累计装机容量.....	11
图 17 16-22 年中国集装箱产量与全球出口贸易总额.....	13
图 18 22-23M4 的中国金属集装箱月度制造量/万 m <sup>3</sup> .....	13
图 19 20-25 年中国桥梁钢结构产量稳步提升.....	14
图 20 16 -22 年 100 强涂料企业国内与国际品牌占比情况.....	15
图 21 2022 年全球涂料企业竞争头部集中.....	16
图 22 2021 年中国工业涂料市场竞争分散.....	16
图 23 2020 年中国集装箱涂料行业竞争集中.....	17
表 1 国内风电涂料市场规模测算.....	12
表 2 国内集装箱涂料市场规模测算.....	13
表 3 国内支持环保涂料的政策和规划.....	14
表 4 行业主要参与者.....	16
表 5 公司的头部风电叶片客户名单.....	18
表 6 公司的头部集装箱客户名单.....	18
表 7 公司 2022 年及未来产能规划.....	19
表 8 公司在船舶涂料的相关技术研发.....	19
表 9 盈利预测.....	20

表 10 可比公司估值 .....21

## 1. 工业涂料小巨人，多板块全方位战略布局

### 1.1. 坚定“1+3+N”战略，为集装箱、风电涂料行业龙头

深耕工业涂料行业，专注“1+3+N”战略。公司是一家聚焦于风电涂料、集装箱涂料等工业涂料领域的研发、生产和销售的高新技术企业，重点开发创新性高性能的水性环保产品，致力于低碳环保、防腐蚀、抗冲击、耐雨蚀和抗结冰等产品的研发和应用。公司于2015年获得上海市科技小巨人企业、2020年获得上海市“专精特新”中小企业、2021年获得上海市专利工作试点企业、并于2022年获得了工信部专精特新“小巨人”企业称号、“国家知识产权优势企业”等荣誉。**公司执行“1+3+N”战略，其中1代表专注于环保、高性能、特殊功能涂料；3代表构建三大业务板块：新能源板块、远洋运输板块、大基建板块；N代表每个板块中，在坚守高端定位的前提下，不断扩充新的应用领域。**

图 1 公司发展历程



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

公司是风电叶片及集装箱涂料龙头之一，风电叶片涂料单项冠军。自2002年成立以来，公司始终聚焦于集装箱涂料的经营，并于2009年开始自主研发风电叶片涂料产品，2010年推向市场。凭借对涂料市场及客户需求的深刻理解和对产业发展方向的良好判断，公司自2010年即开始大力研究开发集装箱环保涂料，并于2016年开始建设南通生产基地，迅速扩充水性涂料产能；同年，公司推出了环保类水性风电叶片涂料产品。公司在细分行业市占率处于领先水平，已经成为上述领域国内头部的涂料供应商之一。**2020年及2021年公司风电叶片涂料占据该领域近三分之一的市场份额，处于市场头部地位，并获得了涂界2022年中国涂料工业单项冠军企业榜单中风电防护涂料及风电叶片涂料的单项冠军称号。**目前，公司正在向风电塔筒涂料、船舶涂料、港口设备涂料、储能设备涂料等相关工业涂料领域进行开拓。

图 2 公司主要产品及下游应用场景

集装箱涂料



**干货箱：**中国每年平均生产300万标准箱（TEU）的干货集装箱。自2017年起，出于集装箱制造行业对环境保护的当责，整个行业实现了从传统的溶剂型涂料转换为水性涂料，在行业中，麦加芯彩也连续多年排名前四位。

**冷藏箱：**自2017年行业推行涂料水性化以来，麦加芯彩一直致力于研发冷藏集装箱水性聚氨酯涂料，目前已有多个成功施工案例，具有快速响应、匹配市场需求的产品开发经验。

**特种集装箱：**35吨敞顶集装箱：适用于煤炭、焦煤、铁矿石等散装货物，箱内涂层具有良好的耐磨性或抗冲击性，并获得FDA认证。我们的主要涂装项目之一是中国铁路集装箱，以配合国家“一带一路”发展需求，适应集装箱铁路运输的快速发展。

**耐化学品集装箱：**适用于装运固体或液体腐蚀性化学品，如硫磺、化肥等，麦加芯彩的涂料体系具有很好的耐化学品性能。

**海上集装箱：**适用于高盐度的大气腐蚀环境，麦加芯彩特定的涂料产品体系在沿海地区和海上钻井平台等环境中应用多年后集装箱涂层均表现优异。

**45'HC集装箱：**欧洲铁路集装箱，采用特殊高强度钢板和小型波纹，在涂料施工和外观上都带来了挑战。

**53'HC集装箱：**北美铁路集装箱，采用特殊高强度钢板和小型波纹，在涂料施工和外观上都带来了挑战。在施工以及防腐性能均得到客户的认可。

风电能源涂料



风电叶片涂层产品

油性聚氨酯底面合一系列和油性聚氨酯胶衣系列配套产品；

水性聚氨酯底面合一系列和水性聚氨酯胶衣系列配套产品；

油性聚氨酯防挂冰产品和水性聚氨酯防挂冰产品；

油性快干配套产品和水性快干配套产品；

环氧膜内胶衣、无溶剂膜内胶衣产品和水性膜内胶衣系列产品；

风电叶片前缘保护产品已经研发十多年，推出了一系列可应用于极苛环境的特种产品。



塔筒涂层产品

传统型溶剂型系列产品；

水性环保配套系列配套产品；

新型无溶剂环保型系列配套产品。

桥梁涂料



应用于梁式桥、拱式桥、悬索桥、斜拉桥、钢构桥和组合体系桥等各式桥梁。针对钢结构桥梁和混凝土桥梁防护有着完善的产品配套体系和针对性的防护方案，以及丰富的案例经验，为客户提供优质的产品和服务。

钢结构涂料

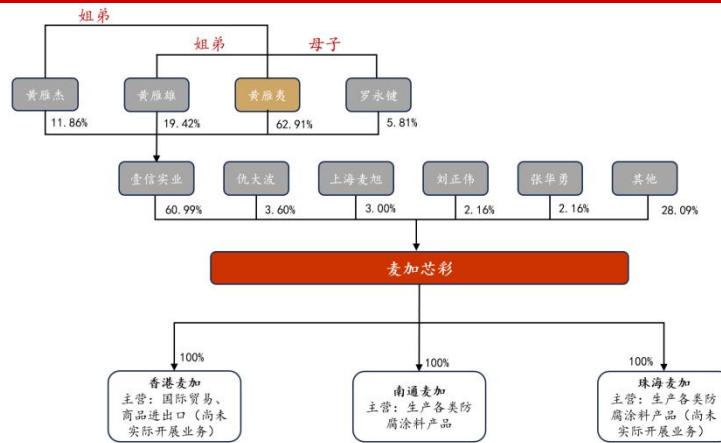


钢结构消耗量持续增长，钢结构设计使用比例升高。麦加芯彩积极开发推动钢结构防腐技术的进一步研发与应用。推出性能稳定的防腐拳头产品，为客户提供更好的防腐防护产品选择。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

**公司股权集中，一致行动人控股 60.99%。**公司实际控制人为黄雁夷和罗永键，为母子关系，分别持有壹信实业 62.91%和 5.81%股权，对应间接持有公司 38.37%和 3.54%股份；壹信实业于 2003 年 6 月设立，设立的背景及原因系其原计划从事集装箱贸易业务，但后续并未实际从事经营活动。黄雁雄和黄雁杰分别通过壹信实业间接持有公司 11.84%和 7.23%股份，与黄雁夷系姐弟关系，均为实际控制人之一致行动人。麦加芯彩旗下拥有香港麦加、南通麦加和珠海麦加三个全资控股子公司。

图 3 公司股权结构（截至 23Q3）

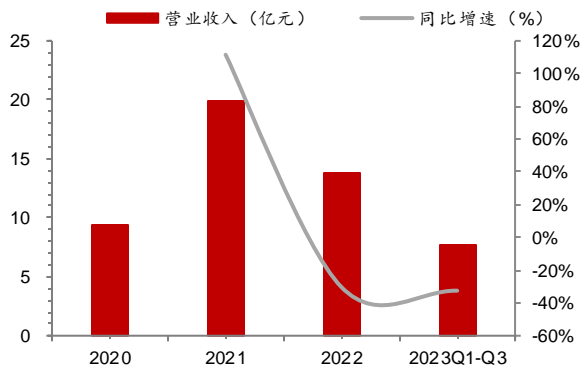


资料来源：公司招股书，Wind，华西证券研究所

## 1.2. 集装箱涂料短期内承压，风电涂料趋势向好

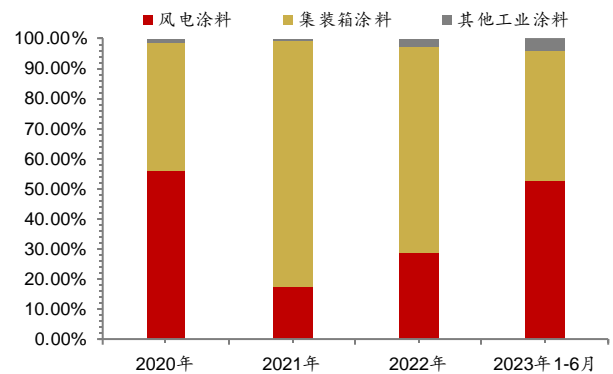
**20-22 年营收和利润复合增速达 20% 以上，23 年承压。**20-22 年公司保持快速增长，营业收入年复合增长率达 21.41%，从 9.41 亿元增长至 13.87 元。20-22 年公司归母净利润与扣非归母净利润总体呈增长趋势，分别为 1.76/3.26/2.60 亿元、1.71/3.21/2.39 亿元，年复合增长率分别为 21.66%、18.15%。其中，2021 年增幅较大，主要原因系 2021 年集装箱制造行业爆发式增长；2022 年增幅放缓，主要受公共卫生事件、地缘政治局势紧张等因素的影响，海运集装箱需求回落，市场箱价与集装箱制造量均有下行。23Q1-Q3 受下游需求放缓影响，收入和利润端阶段性承压。

图 4 20-21 年公司营收高增，23Q1-Q3 承压



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 5 20-23H1 业务结构受下游周期影响变化较大



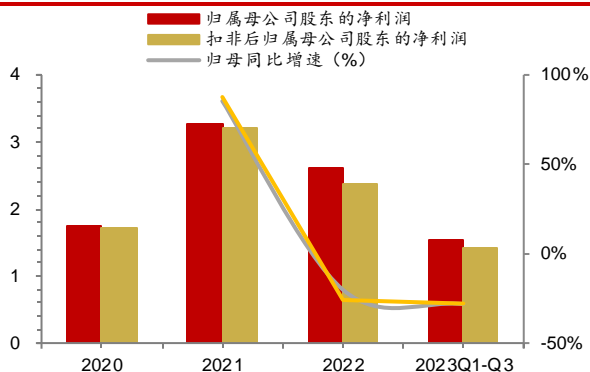
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

公司涂料业务结构近年受下游景气度影响变化较大。公司主要产品包括风电涂料、集装箱涂料以及其他工业涂料，受 20 年风电行业抢装、21 年集装箱制造行业爆发式增长的影响，20-23H1 年公司主营业务收入结构变化较大：风电涂料销售收入占主营业务收入的比例分别为 55.64%/17.20%/28.91%/52.42%；集装箱涂料销售收入占主营业务收入的比例分别为 42.43%/81.93%/67.83%/43.42%；其他工业涂料占主营业务收入比例分别为 1.92%/0.87%/3.26%/4.17%。

风电市场持续向好叠加原材料价格下降，带动总体毛利率回升。20-23H1，公司总体毛利率分别为 39.50%/31.53%/31.69%/36.47%，20-22 年受国际贸易活跃度下

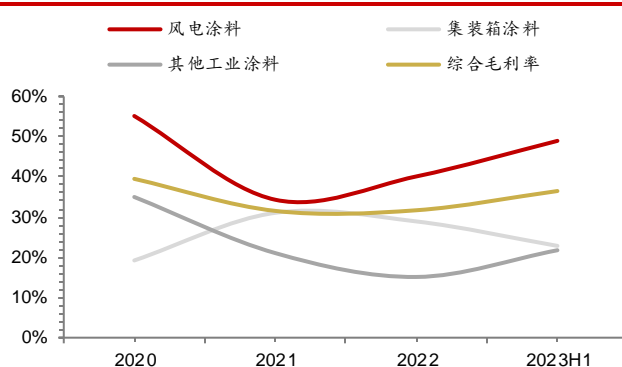
降、全球经济增速放缓、风电行业补贴退坡等因素的影响，公司综合毛利率在有所下降，23H1 由于风电涂料业务收入占比提高，毛利率有所回升。20-23H1 年公司风电涂料的毛利率分别为 55.13%/34.30%/40.10%/48.94%；集装箱涂料的毛利率分别为 19.21%/31.06%/28.91%/22.83%；其他工业涂料的毛利率分别为 34.99%/21.03%/15.10%/21.75%。

图 6 20-21 年公司利润高增，23Q1-Q3 承压



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

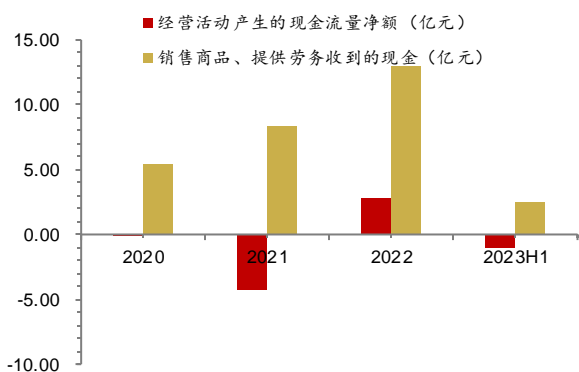
图 7 23H1 分产品和综合毛利率逐渐回暖



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

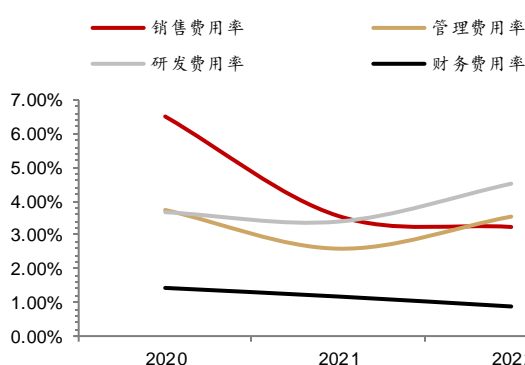
**风电涂料产品是毛利提升的主要贡献者。**2020 年，高毛利的风电涂料产品销售占比较高，带动了公司综合毛利率的提升。2021 年，公司集装箱涂料业务发展迅猛，收入贡献超过 80%，当年综合毛利率与集装箱涂料产品毛利率水平基本保持一致；同时，受当年主要原料如锌粉、水性环氧乳液价格上涨影响，公司整体毛利率较 2020 年度有所下滑。2022 年，集装箱涂料毛利率相比上年度略有下滑，但受到风电涂料业务毛利率提升及风电涂料收入占比上升的影响，综合毛利率较 21 年略有上升。23H1，集装箱涂料毛利率较 22 年度有所下降，但在风电市场持续向好，且风电涂料主要原材料聚异氰酸酯采购价格下降的情况下，风电涂料业务收入占比及毛利率持续增长，带动了主营业务综合毛利率的提升。

图 8 20-23H1 公司现金流状况良好



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 9 20-22 年费用率整体趋势下降



资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

**内部经营管理有效，费用率整体下降趋势明显。**20-23H1，公司经营净现金流量保持分别为-0.12/-4.31/2.83/-1.00 亿元。20/21/23H1，公司经营现金流量净额为负，主要系：1) 受下游客户结算方式等因素影响；2) 20-21 年，公司收入规模增长较快，公司的存货和应收项目亦随之大幅增长，从而耗用了经营活动现金流；3) 由于公司 22 Q4 收入偏低，且 23H1 公司风电涂料销售收入占比提升、风电客户信用期

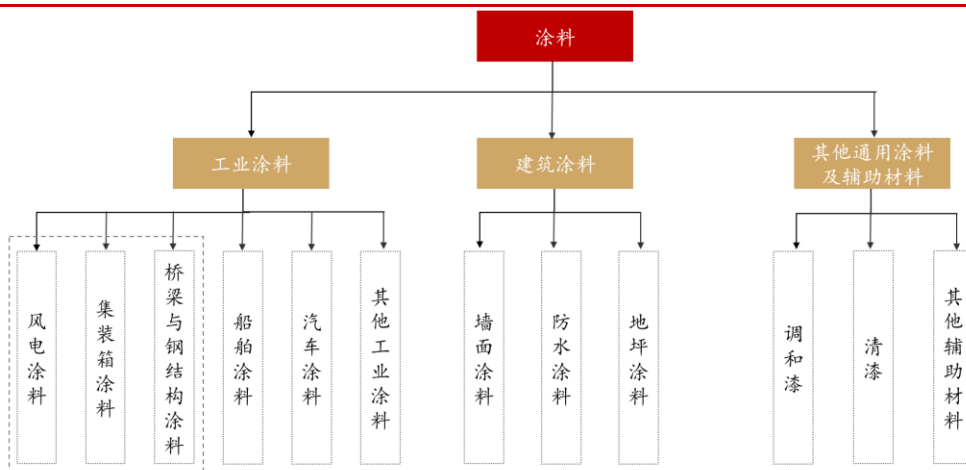
相对较长；综合导致经营活动现金流为负。得益于公司良好的费用控制能力，20-22年，公司期间费用率整体呈下降趋势，分别为 15.35%/10.72%/12.17%。销售费用率下降，管理费用率总体平稳，研发费用率上升，可见公司在研发方面投入较大。

## 2.工业涂料市场前景光明，国产替代为大势所趋

### 2.1.下游应用场景多元，千亿市场开启在即

涂料起到隔绝和保护的功能，下游应用场景多。涂料是涂覆在被保护或被装饰的物体表面，并能与被涂物形成牢固附着的连续薄膜，能够对物体起到保护、装饰或其他功能（如绝缘、防锈、防腐等），主要由成膜物质、颜填料、分散介质和助剂等物质经过一定工艺生产加工而成。根据溶剂种类不同，涂料可分为水性涂料、油性涂料、无溶剂涂料及粉末涂料；根据应用领域不同，涂料可分为工业涂料、建筑涂料、其他通用涂料及辅助材料。

图 10 涂料下游应用场景多元化



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

涂料占下游终端产品原材料成本 5-10%，下游需求具备周期性。下游是应用方和终端消费者，主要为风电设备、集装箱、桥梁、钢结构、船舶、汽车、建筑物的直接客户与终端使用客户等众多应用领域。涂料行业下游应用领域的景气程度将会影响涂料行业的市场空间与细分市场结构，存在一定的周期性。比如近年来，风电产业的快速扩展带动了风电涂料领域的发展；而集装箱涂料则与国际海运市场景气程度密切相关，海运市场受全球宏观经济因素影响波动较大。根据公司招股说明书，对于风电设备、集装箱等下游终端产品而言，涂料在其原材料成本中的占比相对较低，约为 5% 至 10%，因此下游客户对涂料价格整体变动敏感度相对而言较低，而对产品质量有严格的要求，工业涂料很大程度上决定了产品性能。

图 11 涂料行业上下游产业链情况



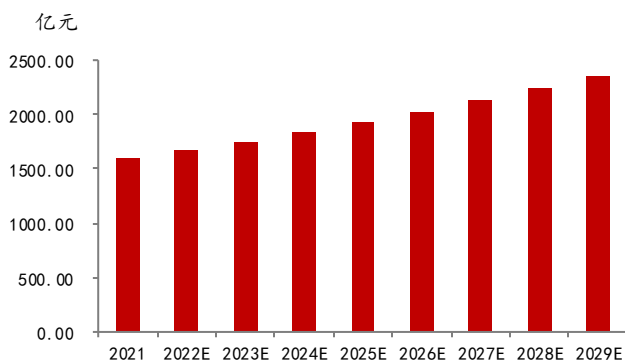
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

## 2.2.全球涂料超 1600 亿美元市场空间，亚洲是最大的生产地区

全球涂料市场规模稳定增长，已达 1600 亿美元。据 Fortune Business Insight 统计数据，2021 年全球涂料市场规模为 1600 亿美元。到 2029 年，全球涂料市场规模预计将增长到 2350 亿美元，22-29 年的年均复合增长率为 5.0%，呈稳定增长趋势。

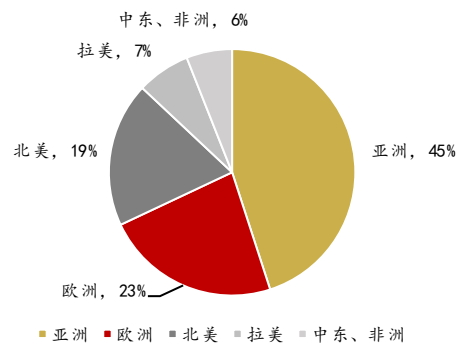
亚洲占据全球 45% 涂料市场。根据 Orr & Boss 咨询公司的统计数据，2022 年全球涂料市场亚洲占据 45%，是全球最大的涂料生产地区。欧洲、北美、拉美、中东及非洲分别占据全球 23%、19%、7% 及 6% 的涂料市场份额。近年来受“碳中和、碳达峰”等政策的影响，以及中国在全球供应链中地位的提升，风电制造、集装箱制造等工业细分领域行业规模稳定增长，对相关行业涂料的需求量也将稳步提升。根据中国涂料工业协会所作的《中国涂料行业 2022 年经济运行情况分析 & 2023 年发展趋势分析》报告，2022 年，中国涂料全行业企业总产量约为 3488 万吨。2011 年到 2022 年，中国涂料产量从 1080 万吨增长到 3488 万吨，年化增长率达到 11.25%。

图 12 21-29 年全球涂料市场规模情况及预测



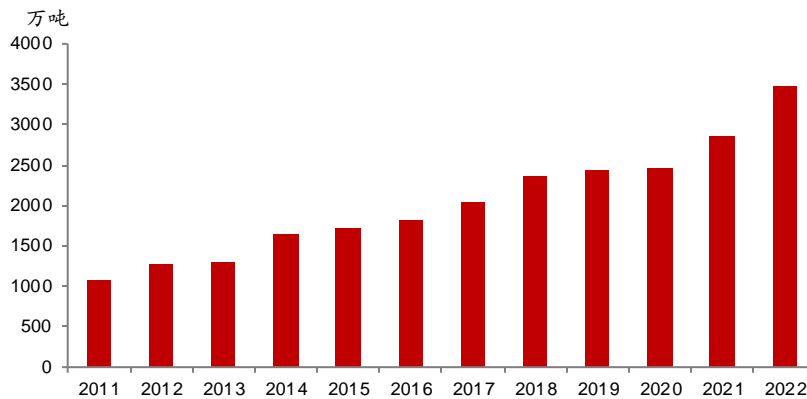
资料来源：Fortune Business Insight，华西证券研究所

图 13 2022 年全球涂料市场地区分布情况



资料来源：Orr & Boss，华西证券研究所

图 14 2011 - 2022 年全国涂料总产量呈快速增长趋势

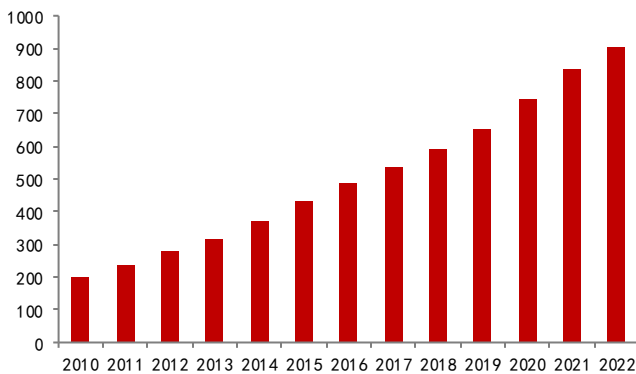


资料来源：中国涂料工业协会、国家统计局，华西证券研究所

### 2.3. 风电涂料需求持续增长，集装箱市场迎来回暖

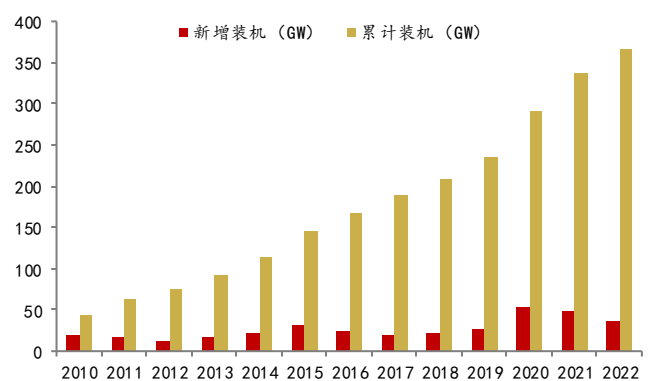
风电涂料市场逐步打开，装机量高速增长。风电涂料的市场规模主要取决于下游风电整机设备新增装机量及风电设备修补存量。随着风电的成本优势逐渐凸显，预计未来全球风电占总能源比重将逐步升高。据 GWEC 数据，2010 年至 2022 年，全球风电总装机容量从 198GW 达到了 906GW，年化增长率达到 13.51%。GWEC 预测，2023 年到 2027 年之间，全球预计将新增 680GW 的风电装机容量。2010 年到 2021 年，中国风电装机总量由 44.73GW 增长到 338.31GW，年化增长率达到 20.19%，高于全球同期增速。据 GWEC 《全球风能报告 2023》预测数据，在 2023 年到 2030 年，中国风电年装机容量将达到 70-80GW，将继续保持全球最大的风电市场地位。

图 15 10-22 年全球风电累计装机量 (GW)



资料来源：GWEC，华西证券研究所

图 16 10-22 年中国风电新增和累计装机容量



资料来源：GWEC，国家能源局，华西证券研究所

预计 2027 年叶片和塔筒涂料需求分别达到 4.76 万吨和 9.48 万吨，合计市场规模超 45 亿元，CAGR 为 8.2%。根据公司意见回复函，受“双碳”政策与全球范围内能源转型的影响，2023-2027 年预计风电叶片涂料预计市场规模将由 3.46 万吨增长至 4.76 万吨，合计增长 37.39%，市场规模 22.84 亿元。除风电叶片外，风电塔筒也能给涂料企业带来增量，GWEC 预测及测算，2023 年中国预计新增装机容量将达到 69GW，单个塔筒涂料使用量约为风电叶片的 2 倍，即 1000 吨/gw；按 2.5MW 级标

准塔筒换算，相当于市场新增 2.76 万个标准塔筒，依据单个标准塔筒 5-6 万元的涂料费用估算，则 2023 年中国风电塔筒涂料的市场容量约 16 亿元，我们预计到 2027 年，风电塔筒的市场需求为 9.48 万吨，市场规模为 22.75 亿元；在风电行业，合计市场规模约为 45.6 亿元。

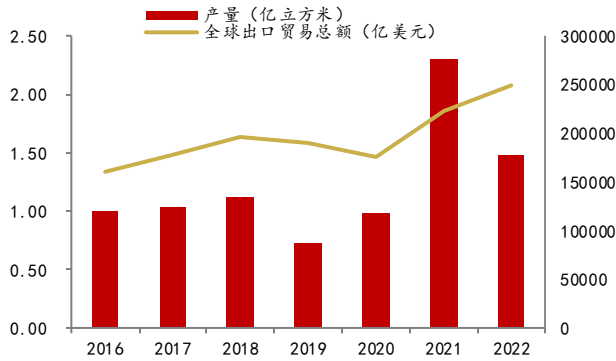
表 1 国内风电涂料市场规模测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
中国风电叶片预计新增供应量 (GW)	69	74.4	81	89.4	94.8
单位风电叶片供应量对应涂料销量 (吨/GW)			502		
风电叶片涂料预计市场需求 (万吨)	3.46	3.73	4.07	4.49	4.76
风电叶片涂料预计单价 (万元/吨)	4.80	4.80	4.80	4.80	4.80
风电叶片涂料市场规模 (亿元)	16.63	17.93	19.52	21.54	22.84
单位风电塔筒供应量对应涂料销量 (吨/GW)			1000		
风电塔筒涂料预计市场需求 (万吨)	6.90	7.44	8.10	8.94	9.48
风电塔筒涂料预计单价 (万元/吨)	2.40	2.40	2.40	2.40	2.40
风电塔筒涂料市场规模 (亿元)	16.56	17.86	19.44	21.46	22.75
<b>风电涂料合计 (亿元)</b>	<b>33.19</b>	<b>35.78</b>	<b>38.96</b>	<b>43.00</b>	<b>45.60</b>

资料来源: Wind, 审核问询函的回复报告, 华西证券研究所

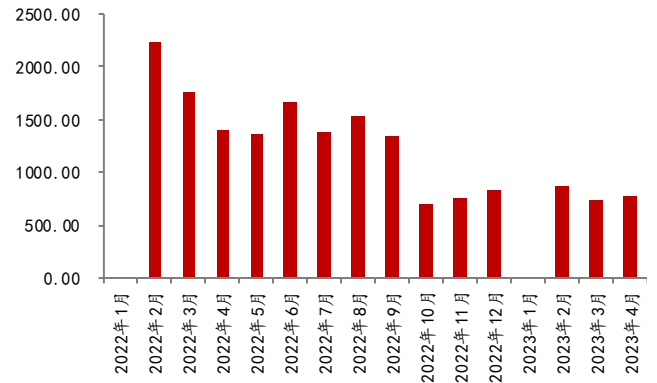
**集装箱涂料市场预计需求逐步回暖。**集装箱涂料的市场规模主要取决于下游集装箱新造量及存量集装箱的维护更新需求，而以上需求与全球及中国的海运市场景气情况息息相关。集装箱制造行业集中度较高，全球行业内的企业主要分布在国内，包括中集集团、中远海运、新华昌集团、胜狮货柜及富华机械等。自 2016 年至 2020 年，除 2019 年受整体周期性影响集装箱产量略低外，其余年份集装箱产量情况较为平稳。2021 年中国集装箱产量达到 2.31 亿立方米，较 2020 年增长 133.76%，主要系受公共卫生事件影响，全球可用集装箱短缺，需求量显著上升。我们预计未来我国集装箱产量和价格将回到 2021 年以前的平稳发展模式。2022 年，中国集装箱产量为 1.48 亿立方米，较 2020 年及之前产量仍处高位。2023 年 1-6 月，中国金属集装箱产量为 0.37 亿立方米，我们认为随着疫情后全球供应链的复苏，整体处于企稳回暖阶段。由于中国集装箱产量占据全球 90% 以上份额，因此与全球出口贸易总额具有高度相关性。未来全球贸易水平的发展将为集装箱制造业奠定基础。

图 17 16-22 年中国集装箱产量与全球出口贸易总额



资料来源：国家统计局，WTO，华西证券研究所

图 18 22-23M4 的中国金属集装箱月度制造量/万 m<sup>3</sup>



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

**2026 年有望恢复至 31.5 万吨，对应近 56 亿元市场规模，CAGR 为 55%。**根据 Clarksons 数据，由于 2020 年至 2021 年间大量新签集装箱造船订单将于 2023 年至 2025 年集中交付，2023 年新交付船舶量预计将达到 249.9 万 TEU，如果按照箱船比 1.9 计算，将释放 475 万 TEU 集装箱需求。根据公司意见回复函，2026 年集装箱涂料市场规模预计将达到 26.68 万吨至 31.53 万吨，相较于 2023 年的预计涂料市场规模将增长 200% 以上，对应超过 56 亿元市场规模。根据审核问询函的回复报告，每年集装箱每年存量集装箱淘汰置换需求占据当年全部集装箱制造量的 50% 以上，而无论是新建造还是置换更新，对上游涂料企业来说都是增量需求。

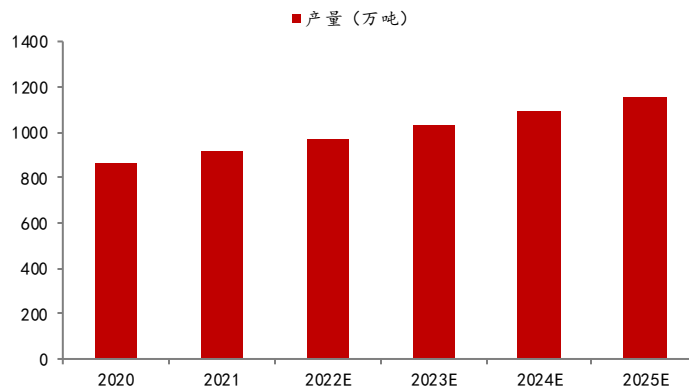
表 2 国内集装箱涂料市场规模测算

	2023E	2026E
集装箱预计制造量 (万 TEU)	140	520
单位集装箱制造量对应集装箱涂料销量 (吨/万 TEU)	606.27	
集装箱涂料预计市场规模 (万吨)	8.49	31.53
集装箱涂料预计单价 (万元/吨)	1.80	1.80
集装箱涂料市场规模 (亿元)	15.28	56.75

资料来源：Wind，审核问询函的回复报告，华西证券研究所

**桥梁与钢结构市场稳态提升。**桥梁涂料主要应用于新建的铁路、公路、跨海大桥的初次涂装或维修涂装，主要基材为钢结构和混凝土。根据中研普华产业研究院的统计数据，2021 年中国桥梁钢结构产量为 918 万吨，较 2020 年的 866 万吨增长 6.00%，预计在 2025 年中国桥梁钢结构产量将达到 1159 万吨，较 2021 年的 918 万吨年复合增长率将达到 6.00%。

图 19 20-25 年中国桥梁钢结构产量稳步提升



资料来源：中研普华产业研究院，华西证券研究所

## 2.4. “油转水”环保势不可挡，多因共振促行业竞争格局重塑

**行业趋势一：水性漆等环保涂料占比逐渐提升，“油转水”趋势明朗。**随着环保政策法规日益趋严，一系列降低 VOCs 的环保政策的实施，将促进涂料将由传统的油性涂料逐步向高固体分、水性涂料和粉末涂料等环境友好型涂料转变。美国的《大气清洁法》、欧盟的《欧洲清洁空气计划》，以及日本的《大气污染防治法》与《生活环境保护条例》，都对 VOCs 的排放标准和排放源进行了限制。国务院 2021 年 12 月出台的《“十四五”节能减排综合工作方案》，提出到 2025 年溶剂型工业涂料的使用比例需要降低 20%，以减少 VOCs 的整体排放。据涂界数据，2017 年欧美等发达国家油性涂料产量平均占比不到 40%，美国不到 30%，德国仅 20% 左右。相比之下，国内油性涂料占比达到 52%，水性和粉末涂料占比分别约 35% 和 10%，光固化和无溶剂等环保型涂料占比约 3%，环保型涂料合计不足 50%。随着环保要求的提高，国内水性漆等环保涂料将获得进一步的发展，在涂料整体行业规模内的占比将继续提升。

表 3 国内支持环保涂料的政策和规划

政策/规划	相关内容
《战略性新兴产业分类（2018）》	将“风电涂料”、“无溶剂涂料”等“新型功能涂层材料制造”列入战略性新兴产业
《“十四五”节能减排综合工作方案的通知》	以工业涂装、包装印刷等行业为重点，推动使用低挥发性有机物含量的涂料、油墨、胶粘剂、清洗剂，到 2025 年，溶剂型工业涂料、油墨使用比例分别降低 20%、10%，溶剂型胶粘剂使用量降低 20%。 <b>到 2025 年，环境友好型涂料品种占涂料总产量的 70%，</b> 并将高性能水性防护涂料、高性能水性聚氨酯涂料、用于海洋工程的高可靠性水性涂料等列为亟待解决的关键技术和开发的产品。
中国涂料行业“十四五”发展规划（环保篇）	<b>船舶涂料与涂装：</b> 1、源头控制：底漆固含量从 72% 提高到 80%，VOCs 降低 17.7%，施工同等膜厚，油漆用量可减少 11%，总 VOCs 的排放减少 26%；无溶剂产品基本不含 VOCs；固含量相近的水性产品相比溶剂型产品，VOCs 的含量可以减少超过 80%；2、完善环保产品配套体系；3、水性涂料产品技术突破；4、限制高 VOCs 低固含溶剂型船舶涂料生产应用：VOCs 超过 500g/L 或者稀释后 VOCs 含量超过 600g/L 涂料应予以限制生产或逐步淘汰。 <b>钢结构涂料与涂装：</b> 1、开发低 VOCs 钢结构防腐涂料，减少 VOCs 排放；2、提高涂层防腐质量降低涂层维修次数；3、清洁、规范施工。推广采用高压无气喷涂、空气辅助无气喷涂、高压无气静电喷涂、热喷涂等高施工效率、低污染涂装技术。

**集装箱涂料与涂装：**

1、进一步降低水性涂料的 VOCs；2、开发新型环境友好型涂料品种，大力开发电泳涂料、粉末涂料，目前相关工作已启动；3、涂装工艺升级，除坚持采用车间底漆自动辊涂、整箱排喷工艺、机器人喷涂外，还要升级烘干工艺，改变目前燃烧燃气加热的方式，开发红外加热、微波加热，提高热效率，降低碳排放。

将“水性工业、船舶用涂料，低 VOCs 含量的环境友好、资源节约型涂料。用于飞机、高铁等重点领域的高性能防腐涂料生产”列入鼓励类项目

《产业结构调整指导目录（2019 年）》

《石油和化学工业“十四五”发展指南及二〇三五年远景目标》

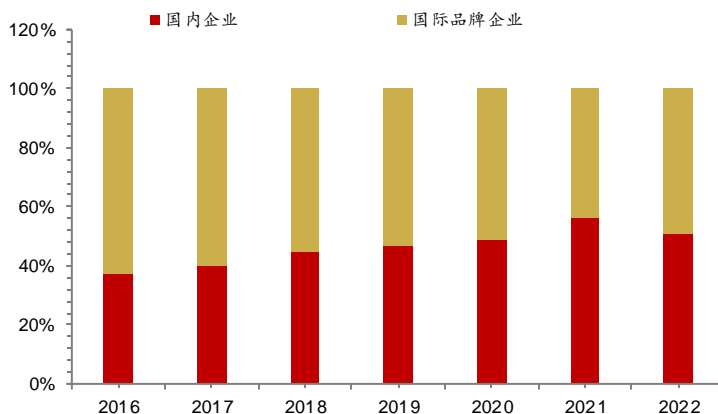
要求严格落实涂料、胶粘剂产品 VOCs 含量限值标准，大力推进低（无）VOCs 含量原辅材料替代

资料来源：各政策/规划文件，华西证券研究所

**行业趋势二：功能化、个性化涂料产品要求越来越高。**1) **风电行业：**主机的大型化和低成本趋势将驱使叶片全面转型为大型化和轻量化产品。风电叶片大型化使得其叶片前缘线速度不断提升，更容易受到雨滴、冰雹等粒子的侵蚀，影响叶片的性能和机组出力。为维持风机的发电效率，延长叶片的使用寿命，下游行业对风电叶片防护材料提出了更高的防护等级要求。2) **集装箱涂料行业：**目前普通干货箱用水性涂料的性能与油性产品接近，但特种箱使用的水性涂料在防腐和施工性能上还有待提高。未来如何在进一步满足环保性能的前提下，提升特种箱水性涂料的应用属性，以及提高水性涂料的施工性能，对集装箱涂料的功能性应用提出新要求。

**行业趋势三：国产化替代未来势不可挡。**根据 Orr & Boss 咨询公司的统计数据，2022 年全球涂料市场亚洲将占据 45%，是全球最大的涂料生产地区，且在销售总量与各细分市场上均占据最大市场份额。未来，随着亚太地区人均涂料消费量逐渐接近欧美，涂料行业中心将进一步向亚太地区转移。在涂料生产方面，根据涂界数据，2016 年到 2021 年中国前一百强涂料企业营业收入中，中国企业占比不断提高，6 年间占比提升 19 pct，涂料市场的国产化替代趋势愈发明显。我们认为，类似于集装箱、风电领域发生的国产替代进程，未来我国企业在工业涂料领域中船舶、汽车等领域也将逐步进行国产替代，实现这些应用场景的“0-1”的突破。

图 2016 -22 年 100 强涂料企业国内与国际品牌占比情况



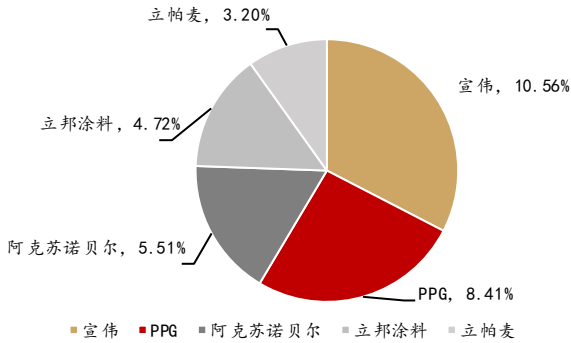
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

**全球涂料市场呈现头部集中效应。**根据涂界数据，2022 年全球涂料前 100 强企业累计销售收入占全球涂料企业总收入的比例为 60.53%，较 2020 年增长 2.04%，行业集中度有所提高。其中，全球涂料行业前 10 强企业销售总收入，占全球涂料企业总收入的 42.14%，占全球前 100 强企业收入比例为 69.62%。截至 2022 年，全球市占率前五的企业分别为宣伟、PPG、阿克苏诺贝尔、立邦涂料和立帕麦，分别占

有全球 10.56%、8.41%、5.51%、4.72%和 3.20%的市场份额，合计占有全球 32.40% 的市场份额，全球前十强则占有 42.14% 的市场份额。

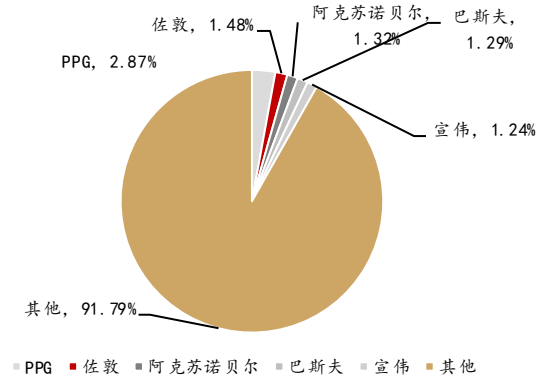
**2021 年中国工业涂料市场格局较为分散，集中度提升空间大。**根据涂界数据，中国工业涂料排名前 25 的企业销售总收入占到全国工业涂料比例的 18.84%，排名前 10 的企业销售收入占到全国工业涂料市场份额的 13.20%，我国工业涂料市场集中度仍然较低。从品牌来看，市占率靠前的企业国际品牌仍然占主导地位，**全国工业涂料市占率前十的企业中，国际品牌有 8 家，本土企业仅 2 家，未来本土企业有望在新的行业格局下突围，其提升空间大。**

图 21 2022 年全球涂料企业竞争头部集中



资料来源：涂界，华西证券研究所

图 22 2021 年中国工业涂料市场竞争分散



资料来源：涂界，华西证券研究所

表 4 行业主要参与者

参与者	公司简介
PPG	成立于 1883 年，总部位于美国。从事涂料，特种材料和玻璃产品的制造和分销，其涂料产品包括高性能涂料和工业涂料。高性能涂料业务包括修补漆，航空航天，防护和海洋以及建筑涂料业务；工业涂料业务包括汽车 OEM，工业涂料，包装涂料以及特种涂料和材料业务。
阿克苏诺贝尔	1994 年由荷兰阿克苏公司和瑞典诺贝尔公司合并而成。主要有药品、涂料和化学 3 个部门，主要经营盐、碱、塑料、添加剂、工业及纺织用纤维、各种薄膜、医疗设备、药品及药品生产用原料等，产品涉及工业涂料，粉末涂料，船舶及防护涂料，包装涂料，纸浆和造纸化学品，基础化学品及聚合物化学品等，广泛生产和供应各类油脂，涂料和专业化学品。
立邦涂料	1881 年成立于新加坡。业务包括建筑涂料、汽车涂料、一般工业涂料、卷材涂料、重防腐涂料、粉末涂料等领域。
关西涂料	创建于 1918 年的日本上市公司。专门从事研发、生产、销售汽车涂料、船舶涂料、防腐涂料、建筑涂料、工业涂料、各种功能性涂料、环保涂料及涂料用各类树脂和原材料。拥有涂料和树脂的高新技术和节能环保新技术，是日本的综合涂料厂家。
金刚化工	是韩国最大的涂料和建材生产企业。产品广泛运用于汽车、船舶、集装箱、工业、彩钢和建筑等行业，是一家国际精密化学企业。在韩国骊州、蔚山、丽川、彦阳、全州、文幕、世宗、牙山、大竹等设有工厂，在中国、新加坡、印度、土耳其、越南等海外全球设立生产工厂。
佐敦涂料	1926 年成立于挪威，是一家专注于涂料的国际涂料集团，目前在全球共拥有 67 家子公司和 40 家生产工厂。主要产品分为装饰涂料、海上涂料、防护涂料和粉末涂料四个部门，广泛应用于家装、建筑设计、基础设施、光能工业、船舶和新能源等领域。
德威涂料	成立于 2004 年的中国企业，专注于重工业环保涂料研发、制造和客户服务，涉及集装箱、风电、工程机械、港口机械、船舶海工、石油化工、重型车辆、装备制造、建筑钢结构等专业领域。目前拥有两家涂料产品工厂，现有产能达到每年 85,000 吨水性涂料。除涂料生产外，德威涂料为客户提供现场涂装施工的技术服务，对涂装施工进行监督并提供技术支持。
中远关西	始建于 1992 年，是由中远海运国际（香港）有限公司和日本关西涂料株式会社共同投资兴建的合资企业。目前在国内拥有四家公司，分别坐落在长三角、环渤海湾和珠三角三大经济区，专业从事集装箱涂料、工业防腐涂料、海洋工程和船舶涂料的生产经营和技术研发。
集泰股份	以生产密封胶和涂料为重点的高新技术企业，产品广泛应用于建筑工程、家庭装修、集装箱制造、钢结构制造、石化装备、船舶游艇等领域。
飞鹿股份	是国内轨道交通装备防腐涂料、轨道交通工程防水材料供应和涂装施工一体化解决方案的供应商。建有防腐涂料、防水涂料等多条生产线。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

### 3.核心技术建构护城河，下游领域不断延展

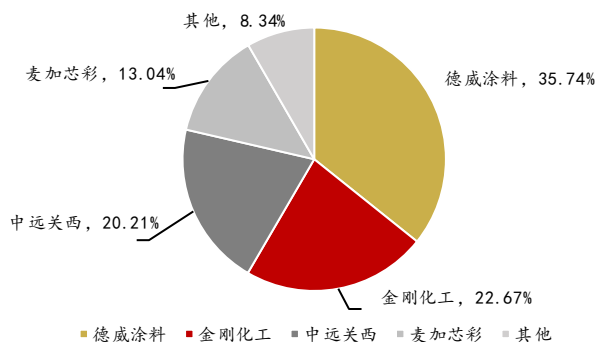
#### 3.1.风电叶片涂料单项冠军，下游客户认可度高

1) **风电涂料：叶片涂料单项冠军，市占率约 30%**。公司自 2010 年开始研究叶片前缘防护材料，是国内较早重点开展风电叶片前缘防护研究的企业，公司的雨蚀实验室于 2016 年 11 月投入运行，历经多年的专注研究，公司的风电叶片前缘防护产品性能已处于行业领先，并开始进入各大海上风电厂商海上挂机测试阶段。**2020 年及 2021 年，根据测算，公司风电叶片涂料占据该领域近三分之一的市场份额，处于市场头部地位，并获得了涂界 2022 年中国涂料工业单项冠军企业榜单中风电防护涂料及风电叶片涂料的单项冠军称号。**

**进军塔筒领域，提供未来成长性。**根据公司披露，塔筒涂料单价约为叶片一半而用量为叶片约一倍（内外壁多层涂装），因此塔筒市场从价值量上与风电叶片规模类似。我们认为，塔筒将为公司提供除了叶片行业β外额外的增量，目前公司已经成功进入了国内最大终端风电整机厂金风科技，以及全国市占率第二的风电塔筒制造企业泰胜风能的认可供应商名录，并已取得泰胜风能的塔筒涂料订单。

2) **集装箱涂料行业头部之一，市占率 20%左右。**公司水性涂料的各项性能指标优于行业标准，在推出后迅速取得了客户认可，帮助公司集装箱涂料市场占有率逐年提升。**2022 年公司已占据集装箱涂料行业五分之一的市场规模，是中国四大集装箱涂料供应商之一（分别为德威涂料、金刚化工、中远关西和公司），且水性系列产品市场占有率较高。**

图 23 2020 年中国集装箱涂料行业竞争集中



资料来源：中国涂料工业年鉴，华西证券研究所

**风电涂料产品应用高难度项目。**公司的环保涂料产品丰富，已开发出的多项水性涂料产品包括：集装箱涂料中的水性环氧富锌底漆、水性丙烯酸面漆、水性环氧中间漆、水性环氧内面漆以及风电涂料中的水性聚氨酯面漆和抗结冰水性聚氨酯面漆。此外，公司还针对水性涂料、粉末涂料等环保型产品做了较大量的研发投入和技术储备，以进一步增强公司持续竞争力和盈利能力。公司在风电叶片涂料与集装箱涂料领域形成了包括油性风力发电机叶片涂层配套体系、水性风力发电机叶片涂层配套体系、风力发电机叶片前缘防护涂层、水性集装箱防护涂料配套体系等自主核心技术，构建了自身细分领域竞争优势。公司的产品成功用于高难度项目上，**比如，公司的风电叶片涂料产品成功应用到了双瑞风电 126 米风电叶片，该叶片将应用于中国海装 18 兆瓦海上风力发电机组，发电机组直径达到 260 米。**

**产品认可度高，是风电、集装箱头部企业供应商。**在风电叶片、集装箱制造行业，进入终端客户的供应商名录是产品进入相关制造商的前置条件。公司进入了包括金风科技、远景能源、中国海装、上海电气、哈电风能、运达股份、明阳智能、中国中车、三一重能、东方电气、国电联合动力等风电整机厂，以及 Maersk、CMA CGM、COSCO、OOCL、Hapag-Lloyd、Evergreen、HMM、Yang Ming、ZIM、Wan Hai、PIL 等全球头部集装箱航运公司，Textainer、Seaco、CAI、SeaCube、BlueSky、GCI、Touax 等全球头部集装箱租赁公司的认可供应商名录。

表 5 公司的头部风电叶片客户名单

排名	公司名称	产能排名(兆瓦/年)	是否使用公司涂料产品
1	中材科技	10,000	√
2	时代新材	10,000	√
3	艾郎科技	9,000	√
4	中复连众	6,000	√
5	中科宇能	5,000	√
6	重通成飞	4,500	√
7	双瑞风电	4,500	√
8	天顺风能	3,000	√
9	上海玻璃钢	1,400	√

公司在头部风电叶片独立制造厂商的进入情况

排名	风电整机厂商	全球市占率	是否为公司涂料产品终端客户
1	金风科技	11.80%	√
2	远景能源	8.60%	√
3	明阳智能	6.80%	√
4	运达股份	6.70%	√
5	上海电气	5.50%	√
6	中国海装	3.40%	√
7	东方电气	3.20%	√
8	中国中车	3.20%	√
9	三一重能	3.10%	√
10	国电联合动力	1.20%	√

公司在主要终端风电整机制造厂商的进入情况

资料来源：GWEC《2020年风电叶片供应链更新》《2021年全球风电供应链报告》，华西证券研究所

表 6 公司的头部集装箱客户名单

排名	集装箱制造企业	全球市占率	是否为公司客户
1	中集集团	44.47%	√
2	中远海运	20.67%	√
3	新华昌集团	11.98%	√
4	富华机械	7.68%	√
5	浙江泛洋	5.36%	√
6	胜狮货柜	5.13%	√

公司在头部集装箱制造厂商的进入情况

排名	集装箱航运公司	全球市占率	是否为公司涂料产品终端客户
1	MSC	17.40%	
2	Maersk	16.60%	√
3	CMA CGM	12.80%	√
4	COSCO	11.20%	√
5	Hapag-Lloyd	6.80%	√
6	Evergreen	6.10%	√
7	ONE	5.80%	
8	HMM	3.20%	√
9	Yang Ming	2.70%	√
10	Zim	2.00%	√

公司在头部终端集装箱航运公司的进入情况

排名	集装箱租赁公司	全球市占率	是否为公司涂料产品终端客户
1	TIL	27.70%	
2	Florens	16.80%	
3	Textainer	16.00%	√

公司在头部终端集装箱

租赁公司的进入情况				
	4	Seac	10.60%	√
	5	CAI	7.30%	√
	6	Beacon	7.20%	√
	7	SeaCube	4.50%	√
	8	Touax	2.00%	√
	9	Blue Sky	1.80%	√
	10	UES	1.60%	

资料来源：Drewry《2019年集装箱及租赁调查及全球集装箱单位预测》、2022年数据，Alphaliner《2022年8月月度监控数据》，华西证券研究所

### 3.2. 产能持续扩张，战略布局船舶和光伏涂料大蓝海

公司的环保产品丰富，质量管控程序严格。公司现有涂料产品的生产通过上海工厂及南通工厂完成，其中上海生产基地产能为水性涂料 2 万吨/年；南通生产基地产能为水性涂料 4 万吨/年，油性涂料 2 万吨/年，无溶剂涂料 1 万吨/年，可见环保型涂料如水性涂料和无溶剂涂料已经成为公司最主要的拳头产品。随着募投项目“新建年产七万吨高性能涂料项目”的顺利实施，珠海工厂也将继南通工厂之后成为公司未来重要的生产基地之一，而上海本部则会转型为研发和管理总部，生产职能将会弱化。

表 7 公司 2022 年及未来产能规划

基地	主要产品	2022 年产能 (万吨/年)	在建项目及产能情况 (万吨/年)
上海基地	水性涂料	2	
	水性涂料	4	
南通基地	油性涂料	2	
	无溶剂涂料	1	
珠海基地	水性涂料		4
	油性涂料		2
	无溶剂涂料		1

资料来源：公司官网，审核问询函的回复报告，华西证券研究所

**船舶涂料大蓝海市场，有望复制在风电涂料和集装箱涂料的成功经历。**根据涂界数据，2021 年全球船舶涂料市场规模约为 42 亿美元。从区域来看，亚太地区在船舶涂料领域占有 70% 的全球市场份额，我们测算亚洲市场规模约 200 亿元，远大于风电涂料和集装箱涂料市场，堪称工业涂料的大蓝海市场。其中佐敦涂料、阿克苏诺贝尔等外资企业占据了全球船舶涂料领域前十的市场地位，合计在 2021 年占有 93.32% 的市场份额，属于集中度较高的细分涂料市场。尽管中国是全球第一的造船大国，但是国产品牌在船舶涂料领域仍然处于缺位状态，未来国产船舶涂料品牌的出现将改变外资垄断的市场格局，国产替代的序幕已经拉开。

**目前公司已经布局船舶涂料，预计 2023 年末将开始第三方认证。**公司也针对船舶涂料进行了相关技术研发。公司目前已经进入了包括头部航运公司在内的最终用户的集装箱涂料供应商名录，并与其建立了良好的合作关系，公司未来将依托现有的终端客户认可优势，较快地切入船舶涂料的供应商体系内，实现相关业务的拓展。

我们认为船舶涂料提供远期成长性，将成为公司未来 5-10 年发展的重要抓手和突破口之一，公司有望在未来复刻风电涂料和集装箱涂料的替代路径，而高门槛、长认证周期将成为公司利润的持续来源。

表 8 公司在船舶涂料的相关技术研发

在研项目名称	研发内容	技术所有权
--------	------	-------

远洋轮船涂料系列开发	1、研发远洋船舶用通用防腐底漆； 2、开发远洋船舶用压载舱漆及其施工研究； 3、研发远洋船舶船底防污漆。	自主研发
------------	--	------

委托长江大学研发“五年期船舶防污水性丙烯酸树脂的研究及应用(第1期)项目”合作期限：2023年4月至2024年3月

在丙烯酸树脂中引入功能基团，在海水中通过水解达到长效防污的目的，实现丙烯酸树脂可控水解。

- 1、长江大学在履行协议过程中形成的所有技术成果归属公司所有；
- 2、公司有权对本项目下的技术成果进行后续改进，由此产生的具有实质性或创造性技术进步特征的新技术成果，其知识产权归公司所有；
- 3、长江大学有权对本项目下的技术成果进行后续改进，由此产生的具有实质性或创造性技术进步特征的新技术成果，归公司所有；
- 4、双方共同对本项目技术成果做出的改进技术，知识产权归公司所有。

资料来源：公司招股书，华西证券研究所

**与科思创战略合作进军光伏涂料，新蓝海值得期待。**公司借助自身已在风电叶片涂料领域行业头部企业的优势，在风电塔筒领域不断扩大和储能领域持续深耕的背景下，与科思创在光伏领域进行战略合作，将联合价值链上下游多领域合作伙伴，加速光伏行业产业化升级，将帮助公司将低碳材料扩展至光伏领域。得益于全球能源计划和国家政策的驱动，作为可再生能源，光伏将成为全球最大的电力来源，并在未来十年保持增长；公司预计单光伏边框涂层的未来需求潜力就有望达到数万吨级别，光伏涂料蓝海值得期待。

## 4. 盈利预测和估值

在工业涂料行业“油转水”、叠加功能化和个性化涂料产品要求越来越高，我们认为国内工业涂料的行业竞争格局将得到重塑，国产化替代是未来确定的趋势。行业市场规模上，预计在未来三年风电叶片涂料预计市场规模 4.7 万吨，需求保持持续增长；除风电叶片外，风电塔筒也能带来较大增量，中国风电塔筒涂料的市场容量约为 16 亿元，未来随着装机量上升亦将出现增长，整体增量较大；公司在风电涂料市占率超过 30%，作为行业细分龙头在市场需求提升下显著受益；我们预计未来三年集装箱涂料市场规模预计将达到 31 万吨，相较于 2023 年的预计涂料市场规模将增长 200% 以上；加之公司前瞻性布局船舶和光伏涂料大蓝海，未来战略发展想象力打开。

公司作为涂料细分行业的龙头之一，预计未来公司在需求提升、行业竞争格局重塑、国产替代的宏观背景下，加上公司本身产品在行业内具备较高的技术壁垒、以及有粘性的高质量客户，我们认为今年内公司受行业影响集装箱涂料业务将短期承压，将在市场逐步回暖后，集装箱涂料和风电涂料在营收端和利润端得到的大幅提升。

我们预计 2023-2025 年，公司实现收入 11.13/15.43/18.64 亿元，同比增速-19.7%/38.6%/20.9%，归母净利润 1.94/3.01/3.53 亿元，同比增速-25.3%/54.9%/17.3%，EPS 1.80/ 2.79/ 3.27 元，对应 12 月 7 日 62.58 元收盘价 34.81/22.47/19.15x PE。

表 9 盈利预测

(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>风电涂料</b>					
收入	342.17	400.66	492.33	682.91	821.41
同比(%)	-34.35%	17.09%	22.88%	38.71%	20.28%
成本	(224.80)	(239.98)	(267.24)	(389.80)	(483.35)
毛利	117.37	160.68	225.09	293.11	338.06
毛利率(%)	34.30%	40.10%	45.72%	42.92%	41.16%
<b>集装箱涂料</b>					
收入	1,629.86	940.18	568.62	800.39	920.45
同比(%)	310.08%	-42.32%	-39.52%	40.76%	15.00%

成本	(1,123.57)	(668.42)	(437.95)	(613.43)	(705.45)
毛利	506.29	271.76	130.67	186.96	215.00
毛利率(%)	31.06%	28.91%	22.98%	23.36%	23.36%
船舶涂料					
收入					55.00
同比(%)					
成本					(30.25)
毛利					24.75
毛利率(%)					45.00%
其他工业涂料					
收入	17.21	45.21	51.47	58.60	66.72
同比(%)	-4.55%	162.70%	13.85%	13.85%	13.85%
成本	(13.59)	(38.38)	(43.25)	(49.74)	(57.20)
毛利	3.62	6.83	8.22	8.86	9.51
毛利率(%)	21.03%	15.11%	15.96%	15.12%	14.26%
合计收入	1,990.10	1,386.79	1,113.16	1,542.64	1,864.31
同比(%)	111.53%	-30.32%	-19.73%	38.58%	20.85%
成本	(1,361.96)	(946.78)	(748.44)	(1,052.98)	(1,276.25)
毛利	628.14	440.01	364.72	489.67	588.06
毛利率(%)	31.56%	31.73%	32.76%	31.74%	31.54%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

我们选取松井股份、三棵树、亚士创能等涂料企业作为可比对象, 其 2023 年 Wind 一致预期均值为 42.12xPE。首次覆盖给予“买入”评级。

表 10 可比公司估值

公司代码	公司简称	2023E PE	2024E PE	2025E PE
688157.SH	松井股份	67.80	41.88	28.40
603737.SH	三棵树	33.10	23.11	17.60
603378.SH	亚士创能	25.46	15.57	11.74
	平均值	42.12	26.85	19.25

资料来源: Wind 一致预测, 华西证券研究所

## 5. 风险提示

**产能释放不及预期, 新产品研发进度不及预期:** 如果产能释放及市场开拓速度不及预期, 如果船舶涂料研发进度低于预期, 则公司收入和盈利水平可能低于预期。

**下游需求不及预期:** 如果风电装机速度、集装箱行业恢复速度较慢, 需求可能低于预期。

**成本高于预期:** 如果原材料价格高于预期, 则公司毛利率可能低于预期。

**系统性风险:** 宏观经济及贸易摩擦走势可能影响 A 股整体走势及估值。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,387	1,113	1,543	1,864	净利润	260	194	301	353
YoY(%)	-30.3%	-19.7%	38.6%	20.9%	折旧和摊销	15	14	16	19
营业成本	947	748	1,053	1,276	营运资金变动	7	4	-272	84
营业税金及附加	8	7	9	11	经营活动现金流	283	224	57	468
销售费用	45	43	60	73	资本开支	-16	-50	-37	-39
管理费用	49	42	58	70	投资	6	1	1	2
财务费用	12	-3	-51	-52	投资活动现金流	-9	-50	-36	-37
研发费用	63	54	75	93	股权募资	0	1,434	0	0
资产减值损失	-7	-6	-6	-6	债务募资	-24	1	1	0
投资收益	2	1	1	2	筹资活动现金流	-140	1,430	-4	-4
营业利润	307	232	357	418	现金净流量	134	1,605	17	427
营业外收支	-2	-4	-4	-4	<b>主要财务指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
利润总额	305	228	353	415	<b>成长能力</b>				
所得税	45	34	53	62	营业收入增长率	-30.3%	-19.7%	38.6%	20.9%
净利润	260	194	301	353	净利润增长率	-20.2%	-25.3%	54.9%	17.3%
归属于母公司净利润	260	194	301	353	<b>盈利能力</b>				
YoY(%)	-20.2%	-25.3%	54.9%	17.3%	毛利率	31.7%	32.8%	31.7%	31.5%
每股收益	3.21	1.80	2.79	3.27	净利率	18.7%	17.4%	19.5%	18.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	总资产收益率 ROA	21.2%	7.2%	8.6%	9.7%
货币资金	251	1,856	1,873	2,300	净资产收益率 ROE	40.5%	8.5%	11.6%	12.0%
预付款项	2	2	3	4	<b>偿债能力</b>				
存货	124	59	206	120	流动比率	1.83	6.08	3.57	5.03
其他流动资产	679	571	1,205	956	速动比率	1.59	5.91	3.34	4.84
流动资产合计	1,055	2,488	3,287	3,380	现金比率	0.44	4.54	2.03	3.42
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	47.6%	15.5%	26.5%	18.8%
固定资产	101	121	129	136	<b>经营效率</b>				
无形资产	41	51	59	66	总资产周转率	0.93	0.57	0.50	0.52
非流动资产合计	171	205	225	243	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	1,226	2,693	3,512	3,623	每股收益	3.21	1.80	2.79	3.27
短期借款	84	84	84	84	每股净资产	7.93	21.07	23.91	27.23
应付账款及票据	412	225	718	444	每股经营现金流	3.49	2.08	0.53	4.33
其他流动负债	80	100	118	144	每股股利	0.00	1.20	0.00	0.00
流动负债合计	577	409	920	672	<b>估值分析</b>				
长期借款	5	5	5	5	PE	19.50	34.81	22.47	19.15
其他长期负债	3	3	4	4	PB	0.00	2.97	2.62	2.30
非流动负债合计	8	8	9	9					
负债合计	584	417	929	682					
股本	81	108	108	108					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	642	2,276	2,582	2,941					
负债和股东权益合计	1,226	2,693	3,512	3,623					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

**戚舒扬：**建筑建材+新材料团队首席分析师，FRM，香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于华泰证券、国泰君安证券等机构任建材行业分析师，7年卖方从业经验。曾作为核心成员获得2016、2017年新财富非金属建材第二、第一名，2020年个人获得21世纪金牌分析师金属、非金属类建材和新材料第五名、wind金牌分析师第二名、东方财富2020年最佳分析师第二名等奖项。

**金兵：**建筑建材+新材料行业研究助理，土木工程学士，金融学硕士；5年工程建设和融资经验，曾任职于百强房企资金管理部、咨询公司项目管理部；全程深度参与上海迪士尼乐园、合肥离子医学中心等重大工程建设开发，建筑建材从业经历和产业积累丰富。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。