

## 乘三四线城市春风，品牌及渠道铸就护城河

公司深度

◆**公司简介：**三棵树以墙面涂料为核心产品，品牌知名度高。在三四线城市市场树立起高端健康家装漆品牌形象，与竞争对手形成错位竞争格局。

◆**品牌涂料市场仍是蓝海：**我国有品牌知名度的涂料企业并不多，三棵树处于民族品牌第一梯队。目前品牌涂料市场仍是蓝海，相关企业产品与经销商利润率均较高。随着产品标准提高及消费升级，市场将向品牌企业集中。目前我国 CR8 占比仅为 13%，而世界范围 CR10 占比高达 30%。

◆**小镇家庭的消费升级：**消费者对室内空气质量越发重视，由于涂料占装修成本比重较小，消费者未来会更倾向于采购更健康的品牌涂料。小镇家庭消费升级对公司的影响有：1) 现有目标客户群体所采购产品档次有所提升；2) 消费者将更倾向于采购有品牌知名度的涂料产品。前者将优化公司产品销售结构，后者则将提升三棵树产品综合销量。

◆**渠道为其护城河，涂料界“OPPO”或将诞生：**统计显示公司约有 4500 家门店，其中约有 80% 位于三四线城市。扁平化的管理体系使其经销商有足够的利润空间在当地进行市场推广。现有经销商对三棵树品牌认可度高、粘性强，正自发扩大经销覆盖区域。经销商在当地编织的分销网络（如装修公司等）为三棵树的护城河。渠道下沉、经销商护城河叠加三四线地产销售复苏与小镇家庭消费升级，三棵树或上演“OPPO”式逆袭。

◆**墙面漆业务高增长可期：**工程墙面漆贡献收入规模、利润弹性来自于家装墙面漆。工程墙面漆通过绑定地产开发商快速做大规模，家装墙面漆通过加大经销商发展力度以开拓市场。近年公司产品销量复合增速快于销售人员增速，表明其扩张卓有成效。随着三棵树经销商渠道体系逐步成熟、三四线地产销售景气，家装墙面漆销量将迎来快速增长。届时，公司销售人员人均销量将大幅提升，销售费用率也将降低。

◆**盈利预测与投资建议：**品牌涂料市场仍是蓝海，随着产品标准提高以及消费升级，市场将向优势品牌集中。三棵树在品牌以及线下渠道有优势，将借助三四线城市地产去库存的东风，迎来快速发展黄金期。预计 2017-18 年规模净利润为 1.9 亿元及 2.7 亿元，预计 17-19 年复合增速约 43%。给予 2017 年动态市盈率 47x，目标价 90 元。首次覆盖，买入评级。

◆**风险提示：**销售渠道布局不及预期、三四线地产销售快速下滑

### 业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1262	1519	1931	2457	3006
营业收入增长率	28.53%	20.34%	27.17%	27.21%	22.34%
净利润(百万元)	103	116	122	190	270
净利润增长率	2.63%	12.51%	5.71%	55.82%	42.00%
EPS(元)	1.03	1.16	1.22	1.90	2.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	22.20%	21.08%	11.43%	15.26%	18.04%
P/E	70	62	59	38	27
P/B	16	13	7	6	5

## 买入(首次)

当前价/目标价：71.81/90.00 元

目标期限：6 个月

### 分析师

陈浩武 (执业证书编号：S0930510120013)  
021-22169050  
[chenhaowu@ebsecn.com](mailto:chenhaowu@ebsecn.com)

孙伟风 (执业证书编号：S0930516110003)  
021-22169329  
[sunwf@ebsecn.com](mailto:sunwf@ebsecn.com)

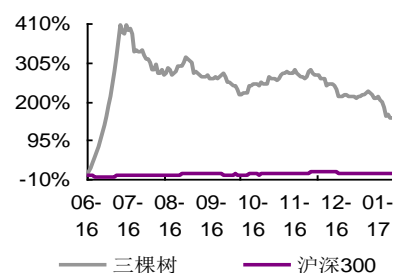
### 联系人

师克克  
021-22169158  
[shikk@ebsecn.com](mailto:shikk@ebsecn.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：1.00  
总市值(亿元)：69.88  
一年最低/最高(元)：22.95/118.50  
近 3 月换手率：43.82%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	13.78	-1.15	0.00
绝对	15.09	0.28	0.00

### 相关研报

## 投资要件

### 关键假设

三四线城市需求好转，工程漆大客户战略推进，假设公司 2016-18 年墙面漆销量约为 28 万吨、35 万吨和 42 万吨。

小镇消费升级带来公司产品结构优化，家装墙面漆 2016-18 年均价分别为 7.3 元/公斤、7.4 元/公斤和 7.6 元/公斤。

销售人员人均销量提升，销售费用率有所降低。

### 我们区别于市场的观点

**小镇家庭消费升级，三棵树将受益：**市场担忧立邦、多乐士等外资一线品牌对三四线城市的渗透，加之涂料并不贵，消费者会倾向于选择外资品牌。我们认为 1) 涂料行业集中度低，巨头之间竞争并不激烈。短期来看更多是品牌涂料分食其他小企业的市场份额；2) 市场低估了三棵树在“小镇”的品牌影响力。扁平化的管理体系使其经销商有足够的利润空间在当地进行市场推广。消费升级未来将优化三棵树产品销售结构同时提高产品销量。

**品牌涂料界或将上演“OPPO”式逆袭。**我们认为涂料行业已具备孕育“OPPO”的土壤，主要在于 1) 市场空间足够大，但集中度较低，消费升级带来市场向品牌企业集中；2) 三四线地产销售好转，实际需求较一二线城市更大，使“农村包围城市”成为可能。3) 涂料销售更依赖于线下渠道布局，产品较高的利润水平为经销商留足了利润空间，有渠道优势的企业将能成功。

### 股价上涨的催化因素

**长期股价催化剂：**消费升级带来品牌涂料厂商销量持续增长，三棵树中高档、中档产品销售比重持续提升，下游销售渠道布局加快。

**短期股价催化剂：**三四线城市地产销售维持高位。

### 估值和目标价格

品牌涂料市场仍是蓝海，随着产品标准提高以及消费升级，市场将向优势品牌集中。三棵树在品牌以及线下渠道有优势，将借助三四线城市地产去库存的东风，迎来快速发展黄金期。预计 2017-18 年规模净利润为 1.9 亿元及 2.7 亿元，预计 17-19 年复合增速约 43%。

考虑到公司未来数年较高的利润增速，给予其 2017 年动态市盈率 47x，对应目标价 90 元。**首次覆盖，买入评级。**

### 投资风险

**销售渠道布局不及预期：**销售渠道布局不及预期将导致三棵树家装系列产品销量放缓，进而降低其利润弹性。

**三四线地产销售快速下滑：**三四线地产销售快速下滑意味着公司销售人员人均销量将有所下滑，进而使公司的销售费用维持在较高水平，降低综合盈利能力。

# 目 录

1、 从偏处一隅到走向全国 .....	7
1.1、 历史沿革及业务模式 .....	7
1.2、 墙面漆为增长核心 .....	8
1.3、 成长期，费用支出较高 .....	10
1.4、 品牌涂料界“OPPO”式逆袭或将上演 .....	10
2、 民族涂料品牌市场空间巨大 .....	11
2.1、 有影响力的民族涂料品牌不多见 .....	11
2.2、 我国涂料行业年均市场规模数千亿元 .....	11
2.3、 品牌市场仍是蓝海，环保加速行业洗牌 .....	13
3、 乘三四线地产之东风 .....	16
3.1、 广阔的市场需求来自于三四线城市 .....	16
3.2、 三棵树渠道优势在三四线城市 .....	17
3.3、 立足三四线，是公司成为下一个“OPPO”的基础 .....	18
4、 人均销量提升，费用率有望下降 .....	19
4.1、 经销商数量决定产品销量 .....	19
4.2、 销售人员投入直接影响产品销量 .....	20
4.3、 同店销量提升可致费用率下降 .....	21
5、 墙面漆销量有望维持高增速 .....	22
5.1、 产能不构成增长瓶颈 .....	22
5.2、 工程墙面漆绑定开发商以量取胜 .....	23
5.3、 家装经销商粘性强，自发拓展市场 .....	24
6、 小镇家庭的消费升级故事 .....	26
6.1、 三棵树产品受市场认可度较高 .....	26
6.2、 家装产品仍以中低档为主 .....	26
6.3、 消费升级促中档、中高端产品销量提升 .....	27
7、 销量、人均销量、消费升级对业绩敏感性测算 .....	29
7.1、 墙面漆销量、消费升级、人均销量提升对公司业绩的影响 .....	29
7.2、 分产品销量对业绩敏感性分析 .....	29
7.3、 人均销量对公司业绩的敏感性分析 .....	31
7.4、 消费升级对业绩敏感性分析 .....	32
7.5、 原材料成本波动对公司利润影响 .....	34
8、 盈利预测与估值评级 .....	36
8.1、 关键假设及盈利预测 .....	36

8.2、 相对估值 .....	37
8.3、 绝对估值 .....	38
8.4、 估值结论与投资评级 .....	39
8.5、 股价驱动因素 .....	39
9、 风险分析 .....	39

## 图表目录

图 1：历史沿革.....	7
图 2：公司股权结构.....	7
图 3：产品销售经销与直销相结合.....	8
图 6：公司分产品毛利（百万元）.....	9
图 7：公司主要产品毛利率变化趋势.....	9
图 8：墙面漆营收（百万，左侧）及增速.....	9
图 9：墙面漆毛利率.....	9
图 10：利润变化趋势（百万元）.....	10
图 11：主要盈利能力指标.....	10
图 12：我国市场主要涂料品牌.....	11
表 1：国内家装品牌定位.....	11
图 13：我国涂料年产量（万吨，左侧）及增速.....	12
图 14：建筑涂料产量占比约 30%（2015 年）.....	12
图 15：涂料分类占比情况（2015 年）.....	12
图 16：涂料行业规模以上企业营业收入规模（亿元）.....	13
图 17：全球销售额前十企业销售额（亿美元）及占比.....	13
图 18：我国前八大涂料企业销售额（亿人民币）及占比.....	13
图 19：立邦中国区销售额（亿元，左侧）.....	14
图 20：立邦区域发展目标.....	14
图 21：立邦中国工厂扩张计划.....	14
表 2：涂料行业相关环保政策梳理.....	15
图 22：2015 年商品房住宅成交面积占比.....	16
图 23：40 大中城市：三线城市商品房销售面积（万平米，左侧）.....	16
图 24：三棵树、立邦及多乐士中国区门店家数.....	17
图 25：分区域门店占比.....	17
图 26：公司三四线城市门店分布占比情况.....	17
图 27：立邦中国门店扩张计划.....	18
图 28：墙面漆经销商家数.....	19
图 29：单个经销商平均采购金额（万元）.....	19
图 30：单个经销商平均采购重量（吨）.....	19
图 31：产品总销量增速与销售人数增速.....	20
图 32：经销商家数与销售人数比值.....	20
图 33：销售人员工资及福利支出占比较高.....	21
图 34：工程墙面漆营业收入（百万元，左侧）.....	23
图 35：工程墙面漆销量（万吨，左侧）.....	23
图 36：直销金额（百万，左侧）与直销占营业收入比重.....	23

图 37：大地产商年度采购金额（万元，左侧） .....	24
图 38：至 2015 年年末，公司标准家装门店分布 .....	24
图 39：家装经销商销量（吨/年，左侧） .....	25
图 40：家装标准店销量（吨/年，左侧） .....	25
图 41：装修经销商家数 .....	25
图 42：标准家装门店家数与装修经销商比重 .....	25
图 43：墙面漆产销率以及产能利用率 .....	22
图 44：公司分产品产能情况统计 .....	22
表 3：各品牌畅销产品销量以及价格 .....	26
图 45：2015 年家装墙面漆单价（元/公斤） .....	26
图 46：家装墙面漆销量占比 .....	26
图 47：家装墙面漆均毛利（元/公斤，左侧） .....	27
表 4：家装墙面漆细分情况 .....	27
表 5：消费者采购金额测算（以实用面积 140 平米户型为计算基础） .....	28
表 6：内墙面刷乳胶漆人工费用测算（采用 2016 年 4 季度报价） .....	28
表 7：墙面漆销量增长、消费升级、销售人均销量提升对公司业绩的影响 .....	29
表 8：以 2015 年经营数据为基数，测算新工程墙面漆产线产能利用率对净利的影响 .....	30
表 9：以 2015 年经营数据为基数，测算家装墙面漆产线产能利用率对净利的影响 .....	30
表 10：家装墙面漆销量对销售人员配置的影响 .....	31
表 11：标准门店采购销量变化对销售人员配置数量的影响 .....	31
表 12：人均销量提升对销售费用率的影响 .....	32
表 13：人均销量提升对公司净利润的影响 .....	32
表 14：家装墙面漆产品结构变化对其产品均价敏感性分析 .....	32
表 15：以 2015 年经营数据为基数，测算不同情景情况下家装墙面漆产量占比提升对净利润的影响 .....	33
表 16：家装墙面漆产品结构变化对其产品均价敏感性分析 .....	33
表 17：以 2015 年经营数据为基数，测算不同情景情况下家装墙面漆产量占比提升对净利润的影响 .....	33
图 48：家装墙面漆成本分解（2015 年） .....	34
图 49：工程墙面漆成本分解（2015 年） .....	34
图 50：原材料采购价格走势（2013 年-2015 年） .....	34
表 18：2015 年主要产品采购均价（算数平均） .....	35
表 19：家装墙面漆不同档次产品毛利率变化 .....	35
表 20：工程墙面漆不同档次产品毛利率变化 .....	35
表 21：分产品销量 .....	36
表 22：分产品均价与成本 .....	36
表 23：关键假设 .....	37
表 24：同类公司估值比较 .....	37
敏感性分析 .....	38
估值结果汇总 .....	39

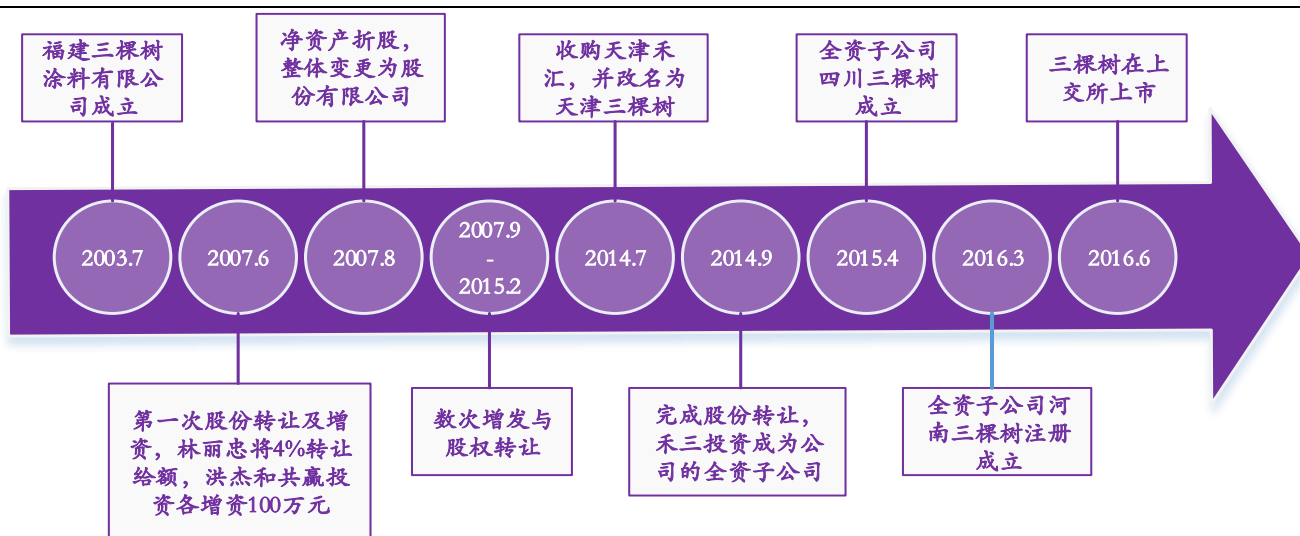
# 1、从偏处一隅到走向全国

## 1.1、历史沿革及业务模式

### 1.1.1、历史沿革

三棵树成立于2003年。经过10余年的快速发展，至2015年公司收入规模已达15亿元，利润规模超1亿元，已跃升成为国内涂料品牌第二梯队。2016年6月公司登陆上交所，成为建材涂料第一股。

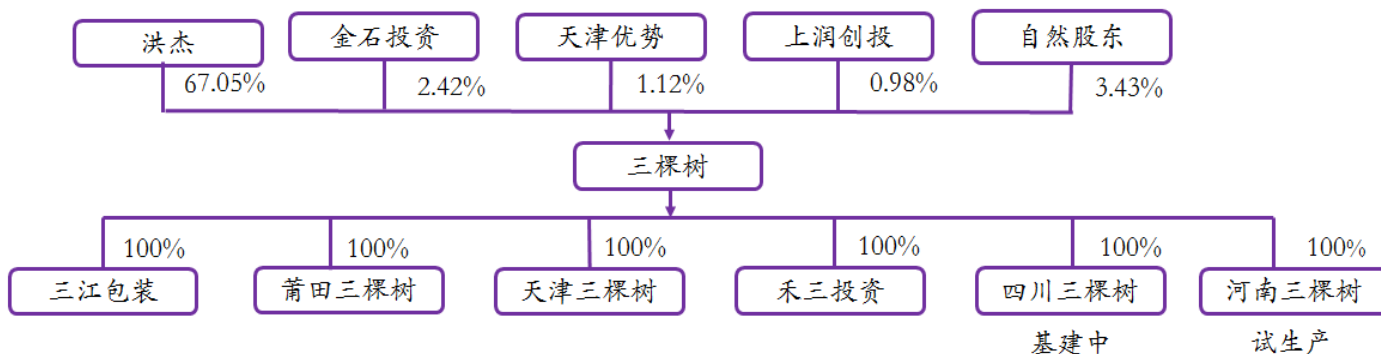
图1：历史沿革



资料来源：公司公告，光大证券研究所

目前公司实际控制人为洪杰先生，持股比例达67%。旗下子公司主要有三江包装、莆田三棵树、天津三棵树、四川三棵树、河南三棵树以及禾三投资等。其中河南三棵树已进入试生产阶段，四川三棵树尚在基建中，预计17年可投入生产。

图2：公司股权结构

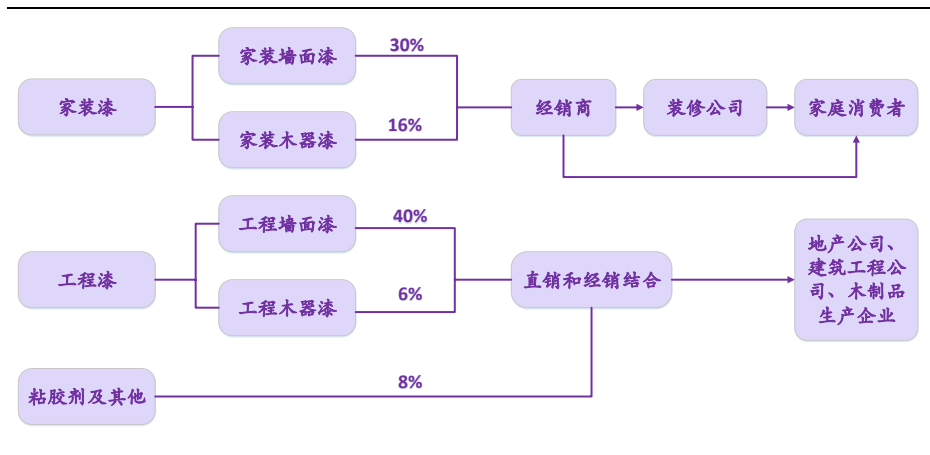


资料来源：公司公告

### 1.1.2、经销模式为主，直销模式为辅

公司产品销售采用经销与直销相结合的方式，家装类产品包括家装墙面漆与家装木器漆主要以经销方式对外销售；其余产品采用经销与直销相结合的方式。

图 3：产品销售经销与直销相结合



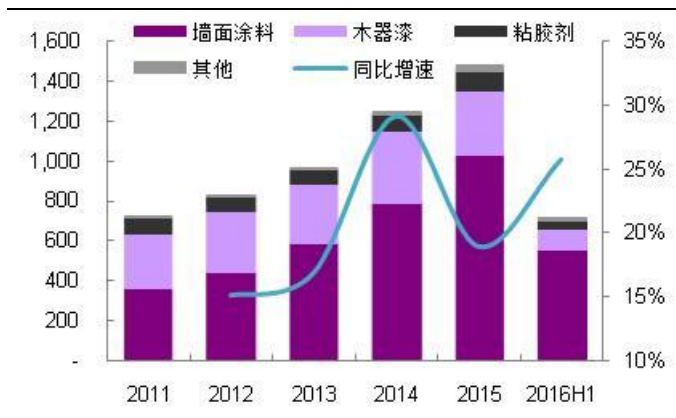
资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 1.2、墙面漆为增长核心

### 1.2.1、墙面漆贡献主要收入及利润来源

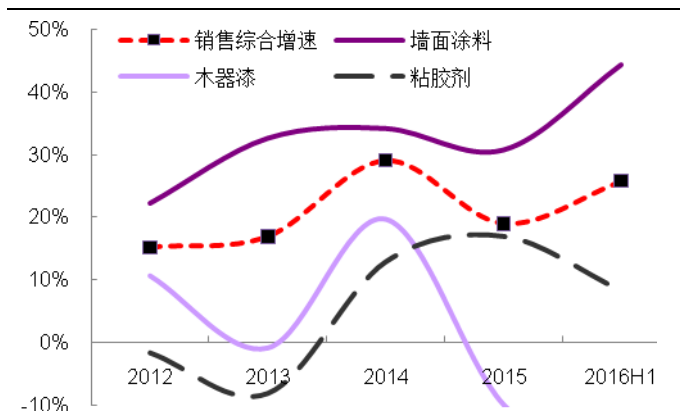
公司涂料类产品主要分为墙面涂料、木器漆以及胶黏剂，分别占营业收入比重达 68%、21%以及 6%。2011-15 年，墙面漆营业收入复合增速约为 30%，其中工程墙面漆快速放量导致墙面漆业务总量增速较快；木器漆与胶黏剂产品复合增速相对较慢，分别为 4%和 5%。墙面漆业务快速扩张是公司在过去数年保持相对稳定增速的关键。

图 4：公司分产品营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 5：公司分产品营业收入增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所



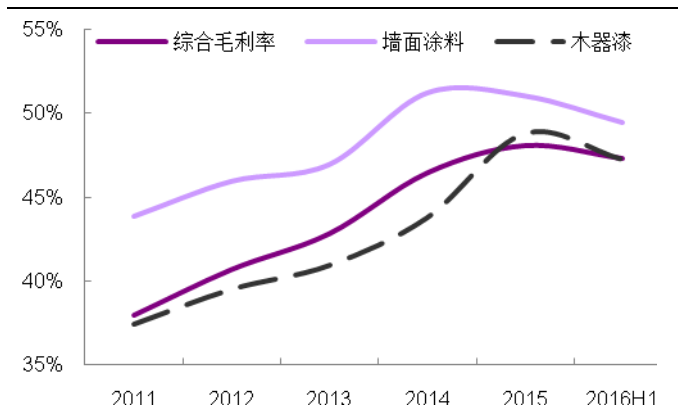
墙面漆产品毛利率相对较高，2015 年毛利率达 51%；木器漆毛利率次之，为 49%；胶黏剂毛利率较低，为 24%。近年来，公司整体毛利率基本呈逐年上升态势，尤其是墙面漆毛利率自 2011 年 46% 上升至 2015 年 51%，五年时间内，毛利率提高约 7.2 个百分点。

图 6：公司分产品毛利（百万元）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 7：公司主要产品毛利率变化趋势



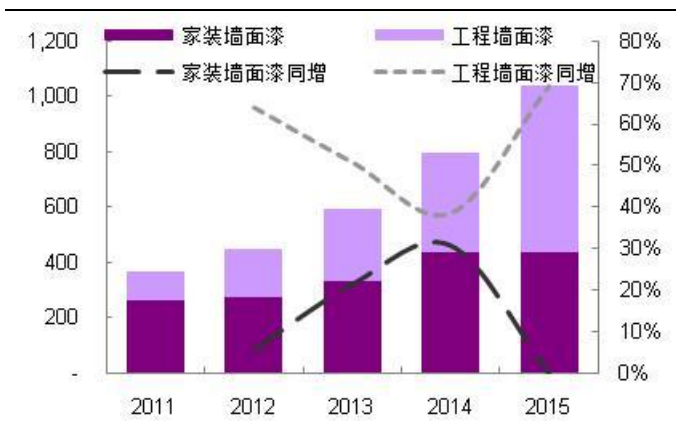
资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：2014 年起运费计入均价。

### 1.2.2、工程墙面漆收入增速高，家装墙面漆贡献利润弹性

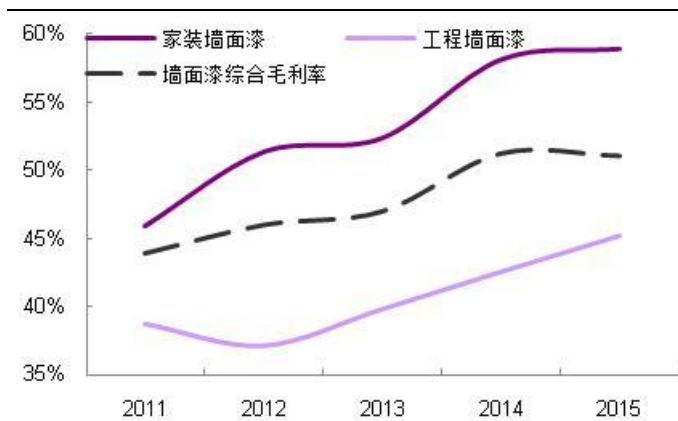
**工程墙面漆收入增速高：**2015 年公司家装墙面漆与工程墙面漆分别占营业收入比重为 29% 与 39%，占营业毛利 36% 与 37%；工程墙面漆为公司 2010 年前后新拓展之业务领域，复合增速较高。

图 8：墙面漆营收（百万，左侧）及增速



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 9：墙面漆毛利率



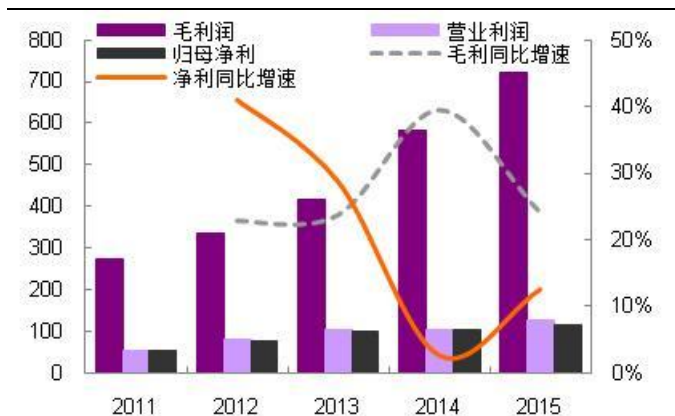
资料来源：公司公告，光大证券研究所

**家装墙面漆毛利率更高：**至 2015 年家装墙面漆毛利率约为 58.9% 高出工程墙面漆约 13.7 个百分点；若家装类产品销量快速上升，则对公司净利影响更为显著。

### 1.3、成长期，费用支出较高

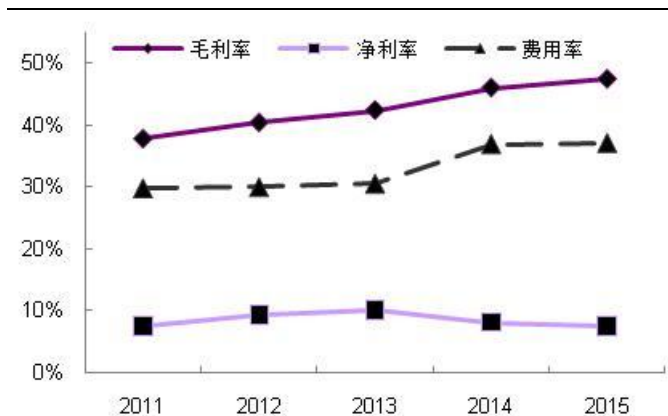
2011-15 年公司收入端与利润端复合增速均约为 20%，收入与利润增速基本相符。现阶段，公司仍处在快速扩张期，需通过扩大下游销售渠道（经销与直销渠道）来吸收新建产能，因而仍会在营销以及销售人员配置上会有较大支出。15 年三棵树期间费用率为 37%，16 年三季报约为 40%，判断短期之内期间费用率依旧将维持在较高水平。

图 10：利润变化趋势（百万元）



资料来源：公司公告

图 11：主要盈利能力指标



资料来源：公司公告

### 1.4、品牌涂料界“OPPO”式逆袭或将上演

**智能手机领域，民族品牌正在逆袭。**2016 年我国智能手机市场同比增长 8.7%，其中 OPPO/VIVO 销量同比增速高达 122.2%及 96.9%，分别为 78.4 百万台、69.2 百万台，位列市场第一及第三位置。2016 年 OPPO/VIVO 市占率高达 16.8%和 14.8%，而 2015 年市占率仅为 8.2%和 8.2%。OPPO/VIVO 出货量的爆发除其产品把握了消费者需求痛点外，更离不开其线下销售渠道优势。相较苹果、三星、华为等品牌，OPPO/VIVO 线下销售渠道在三四线及以下城市市场更有优势，此类“小镇”需求爆发与升级也促使 OPPO/VIVO 的销量爆发。

**品牌涂料界或将上演“OPPO”式逆袭。**我们认为涂料行业已具备孕育“OPPO”的土壤，主要在于 1) 市场空间足够大，但集中度较低，消费升级带来市场向品牌企业集中；2) 三四线地产销售好转，实际需求较一二线城市更大，使“农村包围城市”成为可能。3) 涂料销售更依赖于线下渠道布局，产品较高的利润水平为经销商留足了利润空间，有渠道优势的企业将能成功。

## 2、民族涂料品牌市场空间巨大

### 2.1、有影响力的民族涂料品牌不多见

在全国范围享有知名度的品牌涂料企业相对较少，按类型可以分为三个层次，立邦和阿克苏诺贝尔处于第一梯队，三棵树、美涂士等六家公司处于第二梯队，其余为竞争力较弱的众多小品牌。

图 12：我国市场主要涂料品牌

资料来源：天猫商城

表 1：国内家装品牌定位

梯队	品牌	特点
第一梯队	立邦、阿克苏诺贝尔	一般都有着较长的发展历史、深厚的技术储备和资金实力，在特种涂料和功能涂料领域具有较为强势的领先地位
第二梯队	华润漆、三棵树、美涂士、嘉宝莉、大宝漆、展辰涂料	这些企业通过在某些细分领域的专业化经营、品牌化运作及销售渠道建设，在部分细分行业具备较强的竞争优势，有较大的发展空间
第三梯队	众多小品牌	投资较少，在生产规模、技术实力方面均处于劣势地位

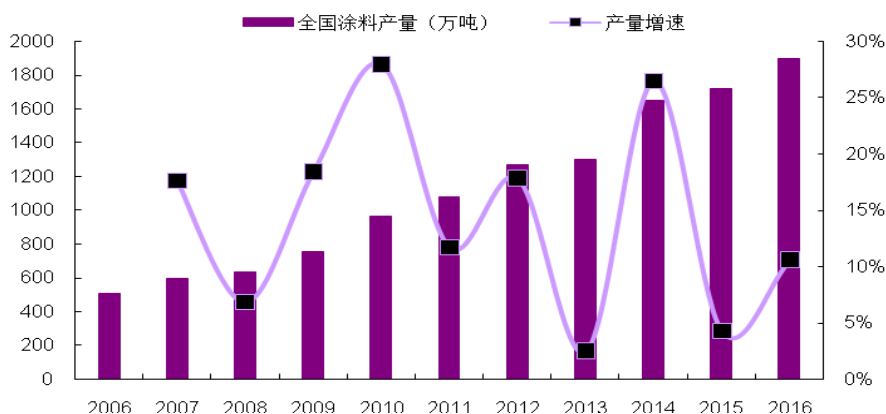
资料来源：公司公告

立邦及阿克苏诺贝尔（多乐士）布局较早，品牌优势在一二线城市较为明显；华润漆、三棵树、美涂士等民族品牌在部分细分行业有较强的竞争优势，同时此类企业品牌化的运作模式以及销售渠道建设布局为其区别于其他小品牌的主要优势。

### 2.2、我国涂料行业年均市场规模数千亿元

涂料行业是国民经济多个行业起到服务和配套的重要作用。涂料广泛应用于机械制造、交通运输、轻工、化工、建筑等行业，是不可或缺的功能材料。2006 年以来，中国涂料产量整体保持稳步增长的态势。2006-2016 年，我国涂料行业产量 CAGR 为 14.1%。

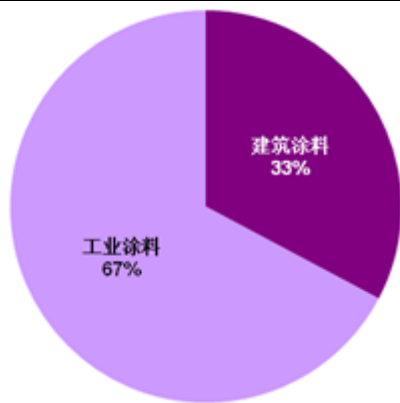
图 13: 我国涂料年产量 (万吨, 左侧) 及增速



资料来源: Wind

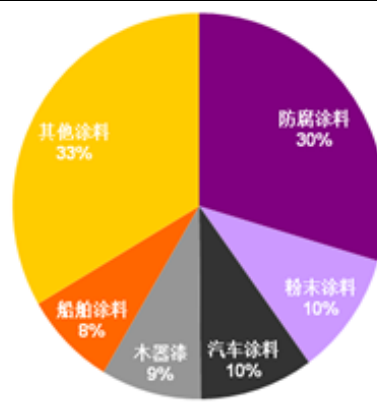
据国家统计局统计, 2015 年我国工业涂料总产量达 1155.13 万吨, 占比 67.25%, 建筑涂料总产量达 562.44 万吨, 占比 32.75%。从细分领域来看, 防腐材料产量 508.29 万吨, 占比 29.59%, 汽车涂料产量约为 169.56 万吨, 占比为 9.87%; 木器漆产量约为 149.52 万吨, 占比为 8.7%; 船舶涂料产量约为 137.36 万吨, 占比为 8.0%。

图 14: 建筑涂料产量占比约 30% (2015 年)



资料来源: 国家统计局

图 15: 涂料分类占比情况 (2015 年)



资料来源: 国家统计局

2015 年我国涂料行业规模以上企业营业收入规模达到 4354 亿元, 2011 年-2016 年复合增速达 10%。以建筑涂料占行业比重 30% 为计, 我国建筑涂料年均市场规模约 1300 亿元。

图 16: 涂料行业规模以上企业营业收入规模 (亿元)



资料来源: wind, 中国涂料工业协会

## 2.3、品牌市场仍是蓝海，环保加速行业洗牌

2C 端的品牌家装涂料仍是蓝海。前八大品牌市场占比尚低，各大品牌产品毛利率尚高，未出现低价竞争迹象。随着环保以及产品政策对小型涂料企业市场空间挤压，以及消费者对品牌认知度提高，具有品牌优势的民族企业有望崛起。民族品牌或在涂料行业上演“OPPO/VIVO”的逆袭故事。

### 1) 品牌市场仍是蓝海，龙头加速布局

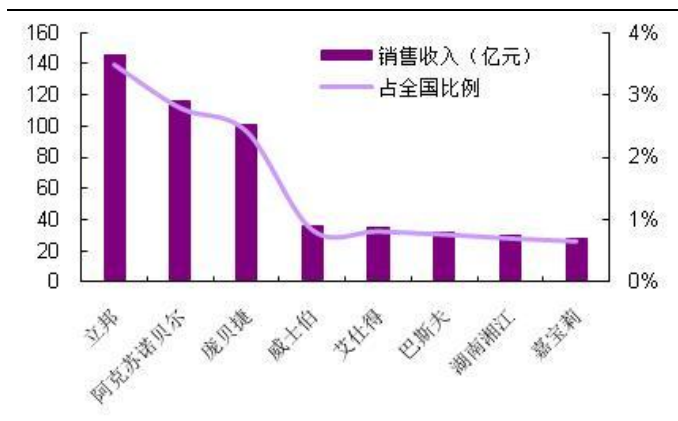
我国涂料行业属于完全竞争行业，企业数量众多，与全球涂料行业比，集中度较低。2015 年我国 CR8 为 12.5%，全球涂料行业 CR10 为 29.8%。

图 17: 全球销售额前十企业销售额 (亿美元) 及占比



资料来源:《涂界》，光大证券研究所

图 18: 我国前八大涂料企业销售额 (亿人民币) 及占比

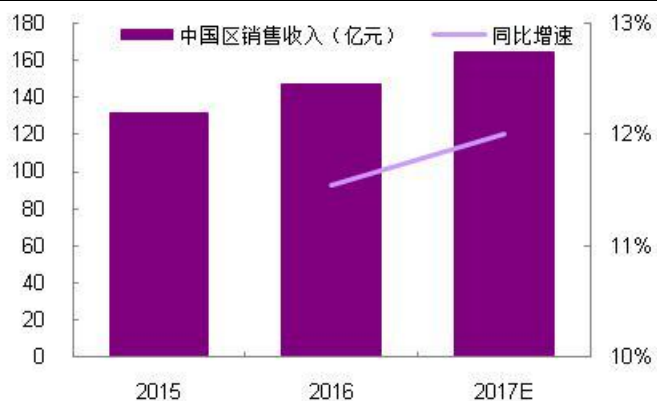


资料来源:《涂界》，光大证券研究所

虽然我国涂料行业产量增速正在逐步放缓，但是龙头立邦漆营业收入增速依旧较快。立邦 2016 年中国区涂料销售额增速达 11%，高于行业平均。立邦预计 2017 年中国区销售额增速可提高至 12%，且未来数年中国市场均为其业务发展之重心。

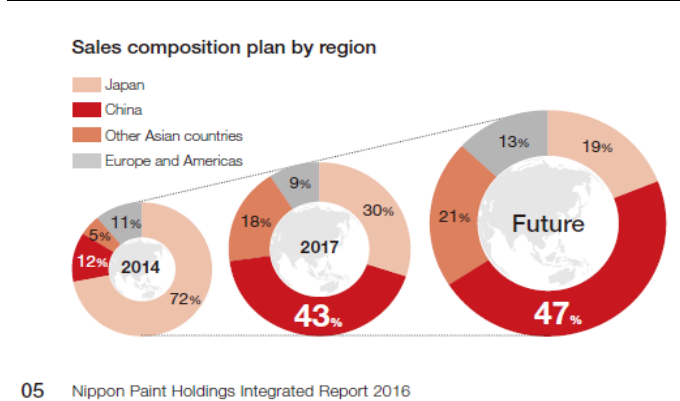
注：2014年12月，日涂控股完成对亚洲区域8家合资公司的“子公司化”，以及完成了面向亚洲合资事业即立邦涂料事业的合作伙伴吴德南集团的定向增发。这8家合资企业包括中国市场的4家：立邦涂料（香港）有限公司、立邦涂料（中国）有限公司、广州立邦涂料有限公司和立邦涂料（成都）有限公司。

图 19：立邦中国区销售额（亿元，左侧）



资料来源：立邦公告  
注：人民币兑日元为 16.03

图 20：立邦区域发展目标



资料来源：立邦公告

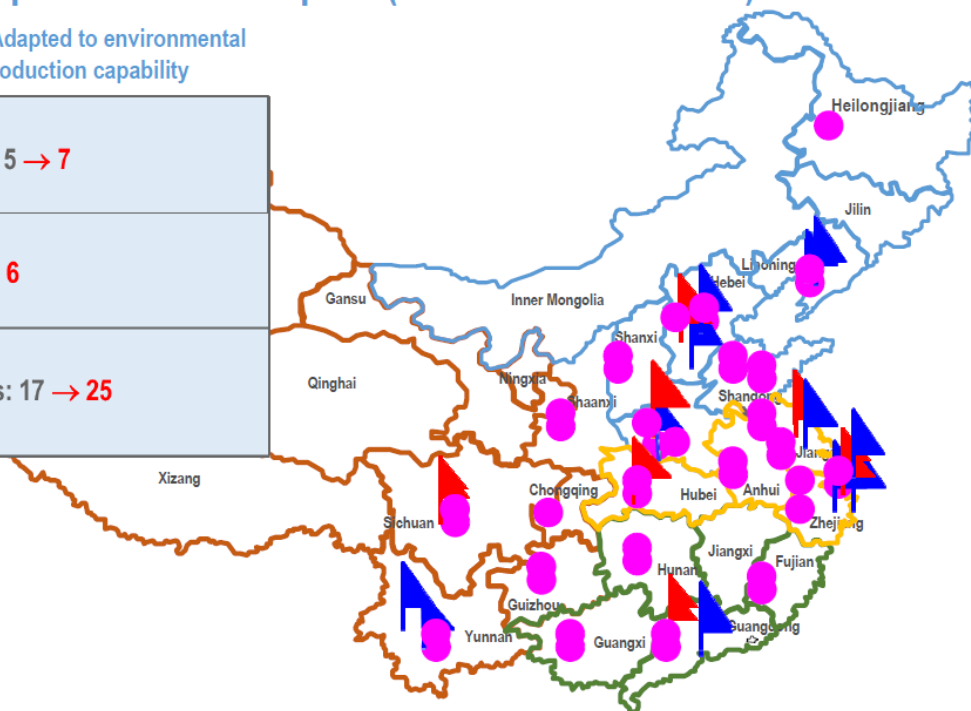
出于对中国市场的看好，立邦加大了中国地区产能布局。预计其工厂个数将从 2015 年末的 29 家提升至 2018 年 38 家。

图 21：立邦中国工厂扩张计划

Capital investment plan (2015 → end of 2018)

✓ New capital investment: Adapted to environmental regulations / enhanced production capability

	Integrated plants: 5 → 7
	Local plants: 7 → 6
	Specialized plants: 17 → 25



资料来源：立邦公告

## 2) 环保以及产品标准的提高将加速行业洗牌

消费者环保意识提升以及环保法规逐步完善加速了涂料行业优胜劣汰。众多小品牌涂料企业在资金实力、技术实力以及品牌效应等方面都处于劣势地位，难以在环保领域保持大规模投资。环保法以及涂料产品标准提高加速了行业洗牌过程，导致市场向大品牌集中。因而，**品牌涂料增长空间不在于行业增速，而是在对小品牌的市场替代。**

表 2：涂料行业相关环保政策梳理

时间	政策	内容
2013 年 5 月	《产业结构调整指导目录》	鼓励水性木器、工业、船舶涂料等环境友好型涂料
2014 年 7 月	《环境标志产品技术要求水性涂料》	实施新标准，提高对挥发性有机化合物（VOC）以及苯、甲苯、二甲苯、乙苯的限量要求。
2015 年 1 月	《环境保护法》	企业事业单位和其他生产经营者违法排放污染物，受到罚款处罚，被责令改正，拒不改正的，依法作出处罚决定的行政机关可以自责令更改之日的次日起，按照原处罚数额按日连续处罚。
2015 年 5 月	《儿童水性内墙涂料》	新标准在耐洗刷性(次)、耐污渍等物理性能、挥发性有机化合物含量、游离甲醛、六价铬含量等化学性能量化指标上堪称“史上最严格”。
2015 年 6 月	《水性聚氨酯涂料》 《水性环氧树脂防腐涂料》 《水性丙烯酸树脂涂料》	水性工业涂料产品标准正式实施。
2015 年 11 月	《关于加快推动生活方式绿色化的实施意见》	鼓励推广使用水性漆及低 VOC 含量的涂料
2016 年 6 月	《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将不被列为为危险废物
2016 年 7 月	《家具制造行业 VOC 排放标准》	污染物排放限值均达到国际先进水平。
2016 年 12 月	《国家先进污染防治技术目录(VOCs 防治领域)》	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
2016 年 12 月	《国家鼓励的有毒有害原料(产品)替代品目录(2016 年版)》	引导企业持续开发、使用低毒低害和无毒无害原料，多次提及以“水性漆”替代“溶剂型涂料”

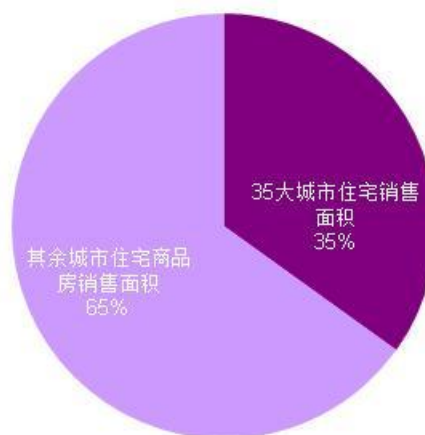
资料来源：光大证券研究所

### 3、乘三四线地产之东风

#### 3.1、广阔的市场需求来自于三四线城市

涂料的广阔的市场需求在三四线城市。统计 2015 年我国商品房住宅成交面积，35 大城市商品房住宅销售面积约 3.9 亿平方米，占比 35%；其余城市商品房住宅销售面积约 7.3 亿平方米，占比 65%。三四线及以下城市商品房销量比重更高，对家装涂料的需求量也更大。

图 22：2015 年商品房住宅成交面积占比



资料来源：Wind

三线城市地产销售数据自 2016 年出现好转。在国家大力推进三四线城市地产去库存的背景下，三四线城市地产销售景气有望延续。

图 23：40 大中城市：三线城市商品房销售面积（万平米，左侧）



资料来源：Wind

公司墙面漆产品占营业收入比重达 68%，其需求与房地产交投相关性较大。工程墙面漆的使用者多为房地产公司、建筑工程公司，其消费受区域市

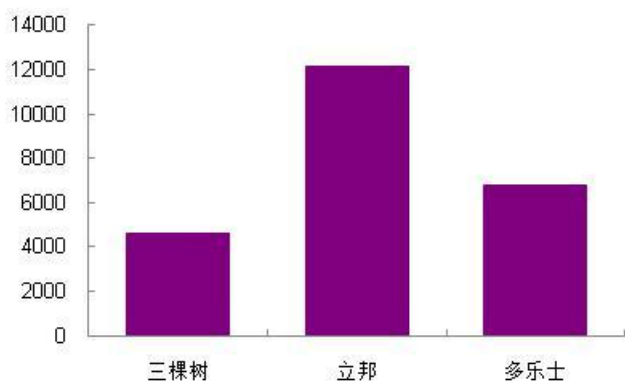


场内房屋建筑面积的影响；家装墙面漆、家装木器漆主要适用于家庭装修，与新房、二手房的交易量、购房者的装修进度相关。

### 3.2、三棵树渠道优势在三四线城市

据统计三棵树全国范围内门店数量（一级经销商标准门店以及其他网点）约为 4500 家，低于立邦及多乐士。目前其门店主要集中于华东、华中及西南区域，与国际巨头立邦、多乐士布局较为类似。

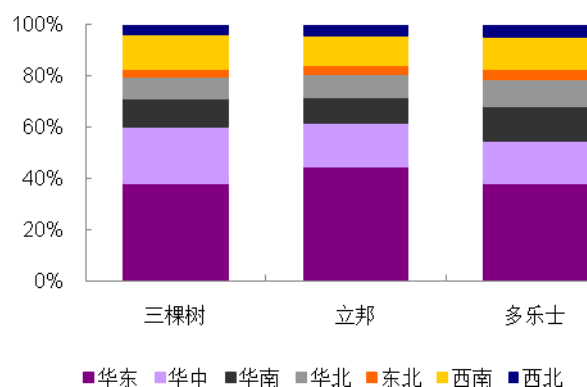
图 24：三棵树、立邦及多乐士中国区门店家数



资料来源：百度地图，光大证券研究所

注：门店家数无法对家装工程墙面漆、木器漆、胶黏剂进行区分

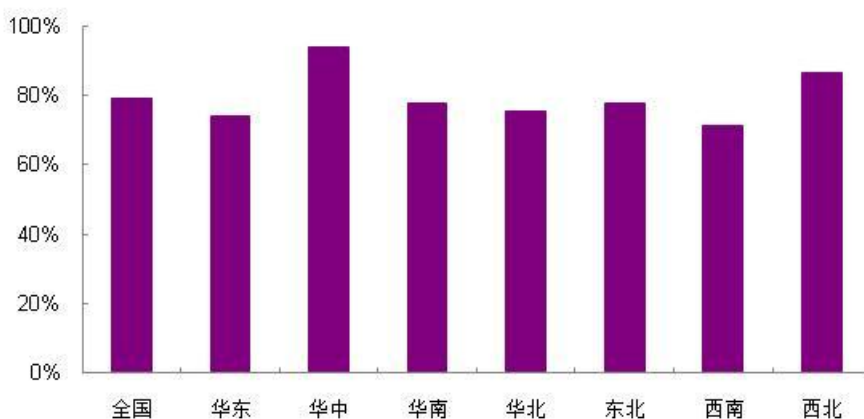
图 25：分区域门店占比



资料来源：百度地图，光大证券研究所

三棵树于三四线门店数量约为 3600 家，占比接近 80%。其中，华东地区三四线城市门店约为 1300 家，占比约为 75%；华中地区三四线门店约为 950 家，占比超过 90%。三四线城市需求变化对公司家装墙面漆销量影响较大，其中华东及华中区域影响更为显著。

图 26：公司三四线城市门店分布占比情况



资料来源：百度地图，光大证券研究所

### 3.3、立足三四线，是公司成为下一个“OPPO”的基础

三四线城市地产销售好转对公司直接影响有两部分：1) 销量快速增长，现有的三四线销售渠道效用最大化；2) 人均销量提升，费用率降低。

从产品角度来看，同一档次以及同一类型的乳胶漆产品差别并不大，产品价格更多体现的是品牌溢价。参考“OPPO/VIVO”发展经验，线下经销商及门店对公司产品的推广力度以及认可程度尤为关键。

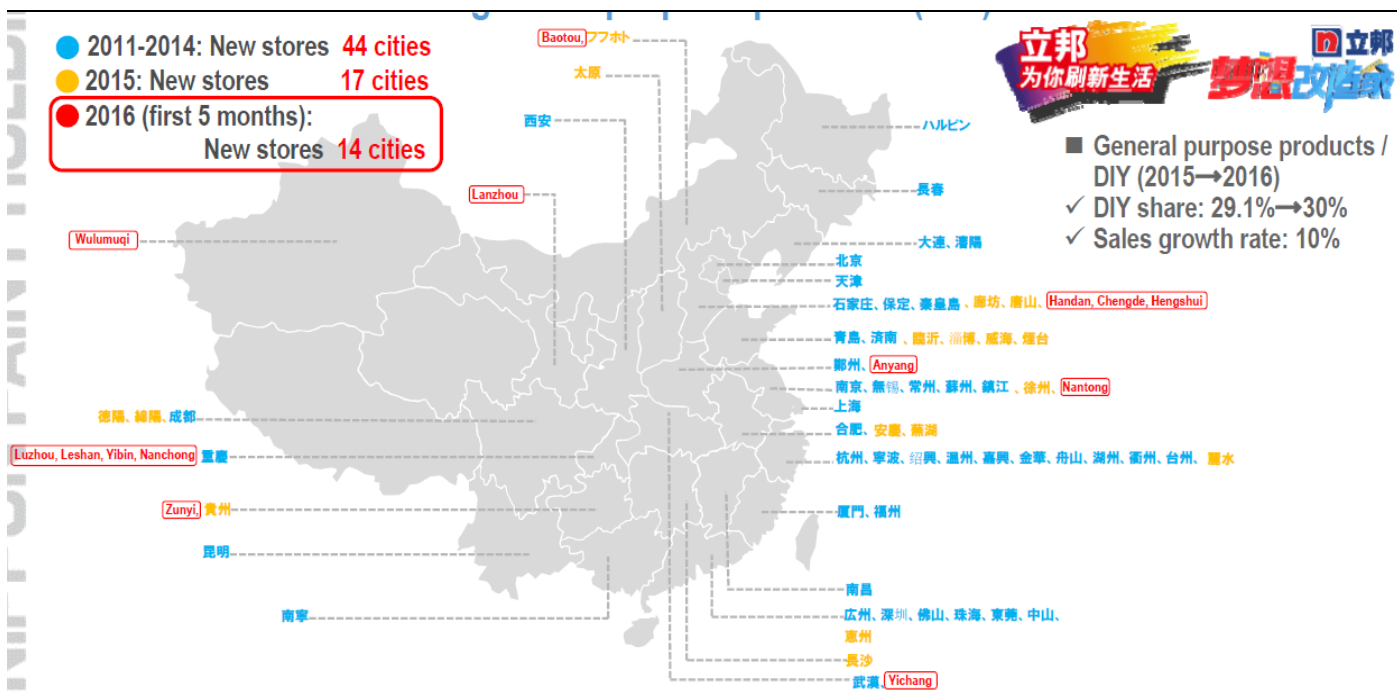
**1) 扁平化的经销商管理体系有助于产品分销：**当地经销商的利润空间将直接影响其市场推广能力与热情。外资通常采用多层经销商分销体系以简化管理，缺点是减少了底层分销商利润，降低其市场拓展的积极性。而三棵树采用扁平化的经销商管理体系，保证了底层分销商利润从而提高分销人员产品推广的热情。

**2) 经销商销售网络铸就护城河：**家装装修有一定特殊性，除消费者直接购买涂料产品外，还有一部分为装修工人以及装修公司代为采购。此外，装修工人与装修公司还能对消费者最终决策产生较大影响。经销商在当地组织的装修公司及装修工人销售网络为三棵树的护城河。

**3) 随着经销商网络成熟，销售人均销量提升，费用有望下降：**销售人员并不直接参与产品销售。家装墙面漆业务中，销售人员更多是开发经销商以及分销商，工程墙面漆业务则更多是开发大客户。随着经销商网络逐步成熟，销售人员人均销量有望提升。2015 年公司销售人员工资及福利支出占到营业收入比重达 10%。人均销量提升将能显著降低公司费用率。

**外资巨头也逐步开始下沉渠道，但覆盖面仍较窄：**以立邦为代表的外资企业已逐步将市场拓展重心下沉至三四线及以下城市，不过其门店覆盖范围依旧较窄。多层经销商体系也削弱了其在当地的市场推广能力。

图 27：立邦中国门店扩张计划



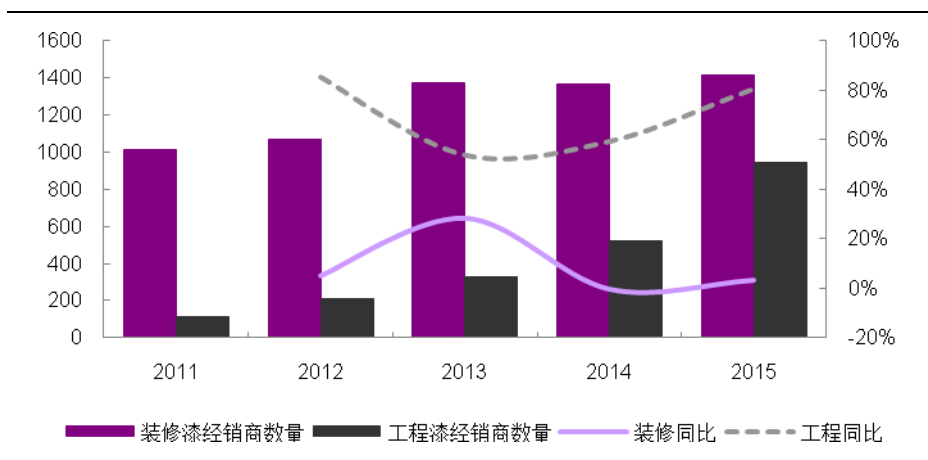
资料来源：立邦公告

## 4、人均销量提升，费用率有望下降

### 4.1、经销商数量决定产品销量

公司墙面漆产品采用经销与直销相结合的方式，装修墙面漆主要是采用经销模式，工程墙面漆销售约有 50%来自于经销。至 2015 年末，公司各类产品经销商家数为 2782 家（其中有 96 家兼营两类产品），其中墙面漆经销商家数为 2360 家，占比 80%以上。分项统计，公司装修墙面漆经销商数量为 1416 家，近年增长较慢；工程墙面漆 944 家，为公司近年市场拓展重点。

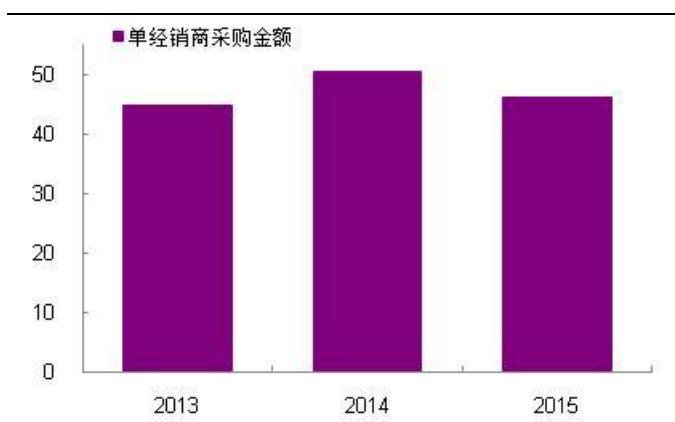
图 28：墙面漆经销商家数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

销量增长关键在于加强渠道布局。单个经销商采购金额相对稳定，因而若要实现营收快速增长，加大销售渠道布局为关键。细分来看，单个经销商采购重量逐年上升，但采购金额却呈下降态势，显示产品销售单价有所下滑。未来在加大销售渠道拓展力度的同时，提高“高价”产品销售比重也可快速提升公司营收及利润。

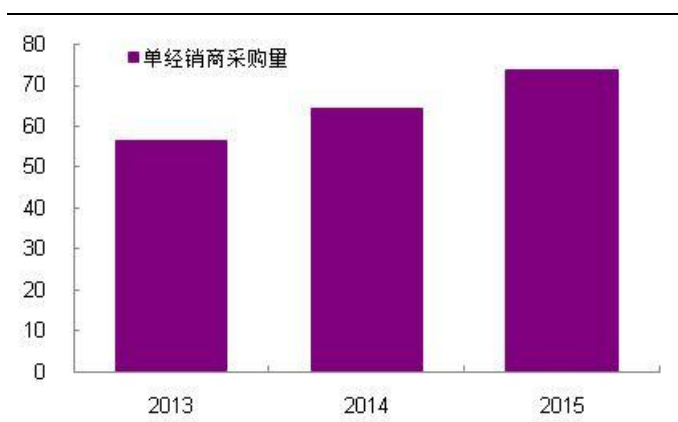
图 29：单个经销商平均采购金额（万元）



资料来源：公司公告

注：采购金额为公司经销销售额除以总经销商个数所得（涵盖墙面漆、木器漆、胶黏剂等）

图 30：单个经销商平均采购重量（吨）



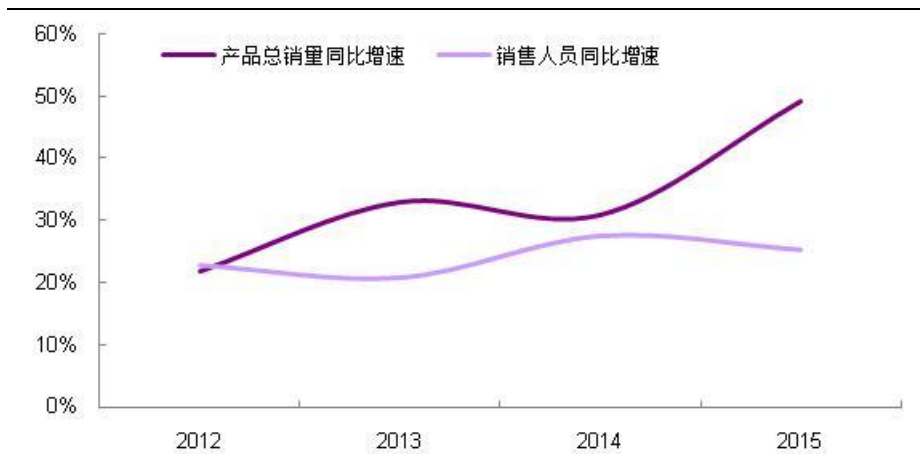
资料来源：公司公告

注：采购量为公司单个经销商采购金额除以年度产品均价所得

## 4.2、销售人员投入直接影响产品销量

销售人员数量与产品销量正相关。2015 年公司销售人员 945 人，2011-15 年复合增长率约为 24%，低于公司产品总销量复合 34% 的增速，表明公司加大市场拓展力度效果显著。

图 31：产品总销量增速与销售人员的增速

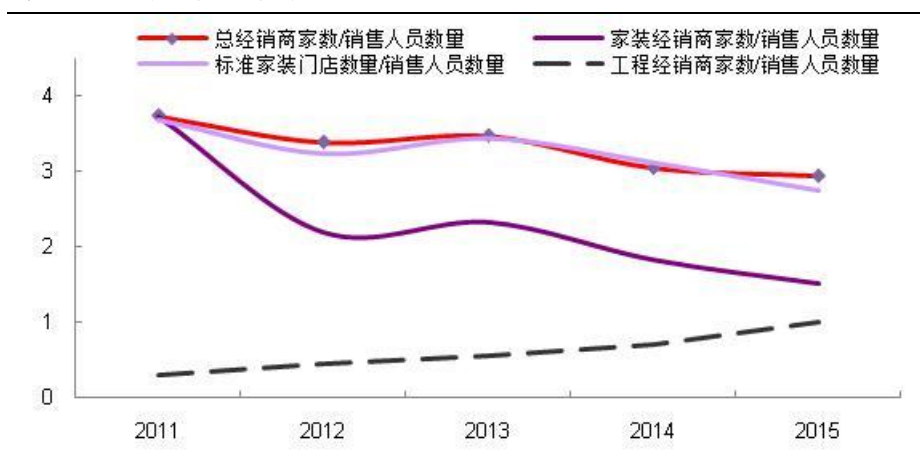


资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：2011/12/14 销售人员数量从销售费用中工资及福利支出推算得出

近年销售人员主要投向工程墙面漆领域。公司经销商数量与销售人员比值基本维持在 3 左右。2010 年前后，公司加大对工程墙面漆业务的开发力度，工程墙面漆带动整体营收规模快速增长，未来随着影响力的提升，公司也有望切入一二线城市市场。

图 32：经销商家数与销售人员的比值



资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：2011/12/14 年销售人员数量通过销售费用中工资及福利支出推算得出

### 4.3、同店销量提升可致费用率下降

销售费用对公司盈利情况影响较大，其中销售人员工资及福利支出占营业收入比重达 10%，此部分支出与公司销售人员规模直接相关。随着经销商数量增长、门店数量增加以及同店销量提升，销售人员人均销量将有提升进而降低公司费用率。

三四线地产销量好转能够直接提升同店销量，进而提高销售人员人均销量，对公司的直接影响有 1) 新产线能较快实现满产；2) 费用率下降。

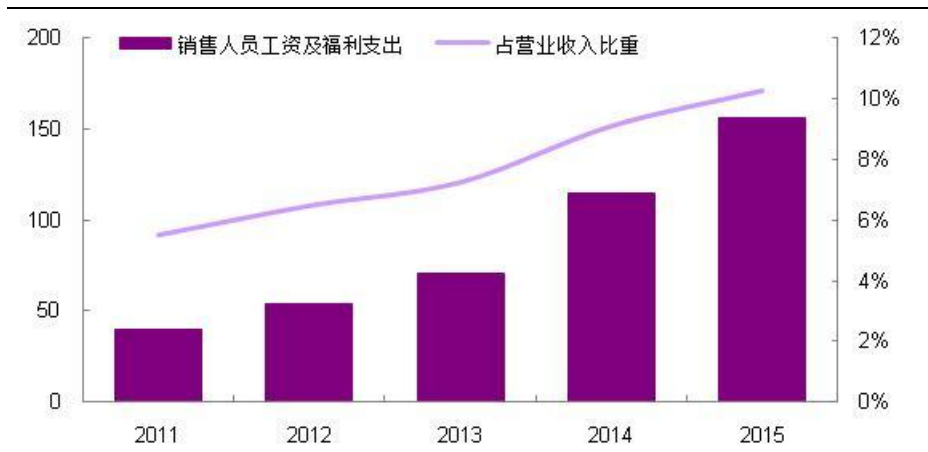
#### 1) 人均销量提升促进新产线较快实现满产

标准家装门店 2015 年同店销量为 23.8 吨,2011 年来最高值为 25.1 吨。随着三四线城市需求好转，同店销量有望走高。经销商自发拓展经销区域、标准家装门店/家装经销商比值有望继续上升；随着公司品牌效应提升，以及对零售端销售渠道投入逐步加大，判断家装经销商/销售人员也有望提高。

#### 2) 人均销量提升促费用率下降

销售人员工资及福利支出占公司营业总收入比重达 10%，而 2015 年公司净利润率仅为 7%左右，因而销售人员力量投入对公司净利润影响较大，但是渠道拓展离不开销售人员力量的投入，因而如果销售人员人均家装墙面漆销量能有较大提升，则公司利润可以有较为明显的提升。三四线城市需求好转，配合下游装修商自发拓展经销区域，判断销售人员人均销量可见较为明显的提升。

图 33：销售人员工资及福利支出占比较高



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 5、墙面漆销量有望维持高增速

### 5.1、产能不构成增长瓶颈

公司自产墙面漆产能利用率已近 100%。市场担忧公司现有产能是否能够满足下游需求。**产能并不会构成增长瓶颈**：公司标准产能为单班制且工作日约为 220 天左右，进入旺季可加班生产，实际产能可有较大弹性。

图 34：墙面漆产销率以及产能利用率

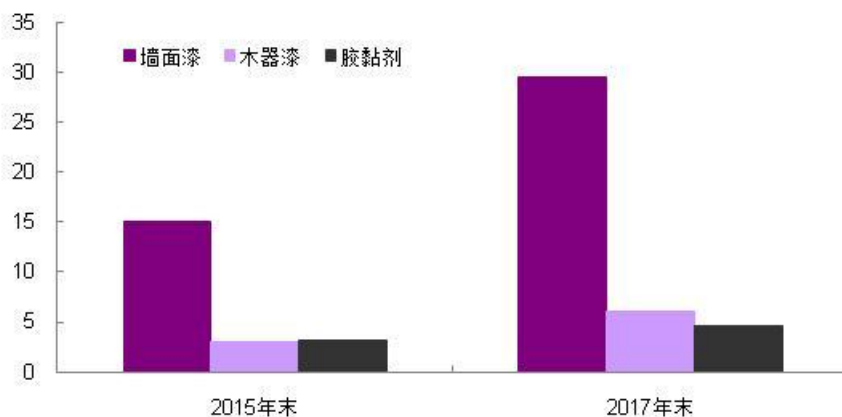


资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：销量数据涵盖辅料等产品，OEM 部分主要为腻子粉等单价较低的产品

此外，随着河南三棵树以及四川三棵树产线投产，墙面漆产能从 2015 年末 11.5 万吨提升至 29.5 万吨；若下游需求较为旺盛，公司还可通过租赁快速扩张产能（河南三棵树产能即为租赁改造）。总体来看产能并不会成为公司增长瓶颈。

图 35：公司分产品产能情况统计



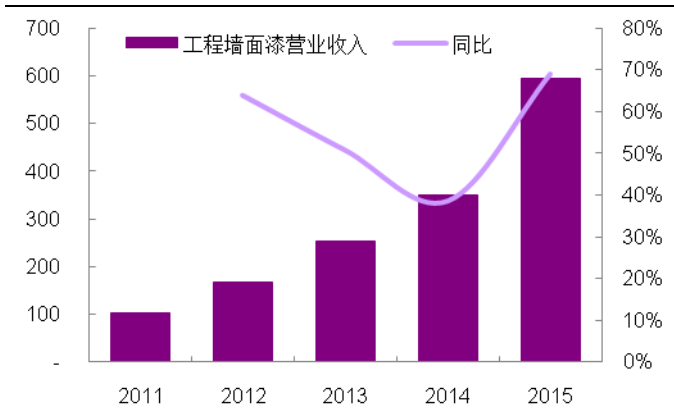
资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：河南三棵树于 2016 年投产，四川三棵树预计于 2017 年年中投产

## 5.2、工程墙面漆绑定开发商以量取胜

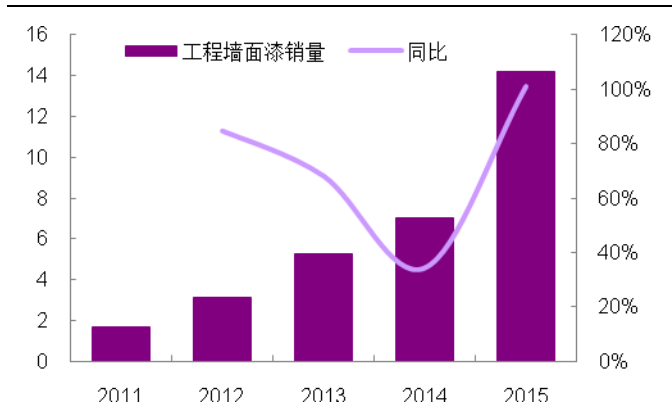
2011-2015 年公司工程墙面漆销量复合增速约为 70%，营收复合增速约为 55%。销量增速较快主要由于其 OEM 产品单价较低。

图 36：工程墙面漆营业收入（百万元，左侧）



资料来源：公司公告

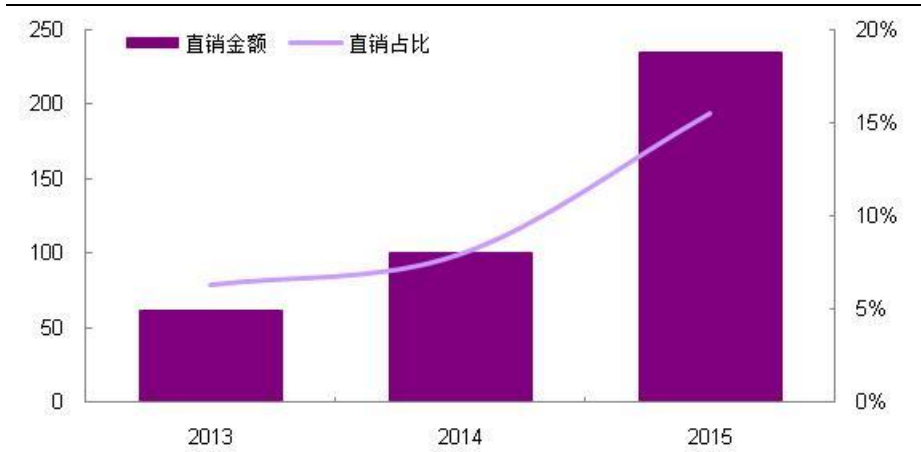
图 37：工程墙面漆销量（万吨，左侧）



资料来源：公司公告

公司工程墙面漆通过与大地产商与建筑工程企业合作，将墙面漆销售渠道拓展至一二线城市。房地产商、建筑工程企业多为直销，客户维护成本较低，对墙面涂料需求量大且稳定。凭借公司与大地产商以及建筑企业良好的合作关系，未来工程墙面漆销量有望快速增长。2015 年，公司直销金额（基本为对大客户销售）达 2.3 亿元，占总销售额比重为 15.5%，较 2013 年提升 9.2 个百分点。

图 38：直销金额（百万，左侧）与直销占营业收入比重

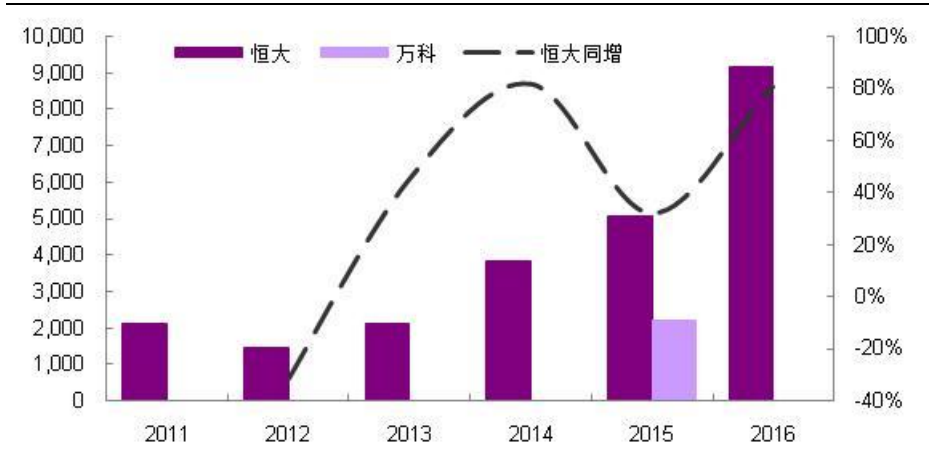


资料来源：公司公告

目前公司已与恒大地产、万科地产、富力地产等建立了较为良好的合作关系。从公司前十大客户来看，恒大地产 2015 年采购相关产品金额达 5000 余万元，且采购金额多年保持较高增速，表明公司相关产品已受到恒大地产

的认可。此外，万科地产于 2015 年进入公司前十大客户，采购金额约 2000 万元。随着公司与大地产商合作加深，未来采购量也会逐步加大。

图 39：大地产商年度采购金额（万元，左侧）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

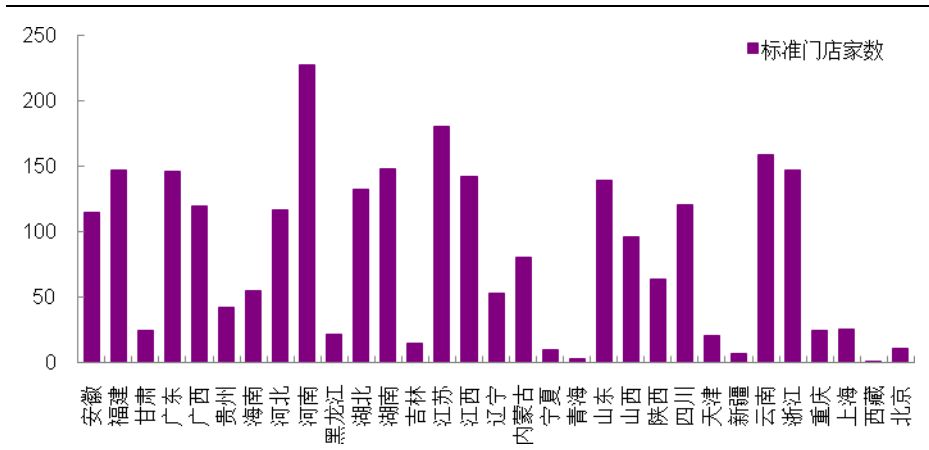
注：万科 2016 年采购金额尚未公布

**大客户战略已奏效，判断未来工程墙面漆销量高增长。**2017 年 3 月 23 日，公司公告与恒大签署战略合作框架协议，约定恒大新材料于 2017-2019 年累计向三棵树采购金额不少于 10 亿元，2017-2021 年累计采购金额不少于 20 亿元。

### 5.3、家装经销商粘性强，自发拓展市场

公司对家装经销商实行扁平化分区域管理，一个区域通常只有一个家装经销商。家装经销商须在区域内布局至少一家标准家装门店作为该区域销售产品对应门店。若在经销商后续发展过程中，其在经销区域开发二级网点（包括新的专卖店或其他网点）但此类二级不纳入公司销售管理范畴。截至 2015 年年末，公司标准家装门店家数为 2600 家（不含二级网点及门店）。

图 40：至 2015 年年末，公司标准家装门店分布

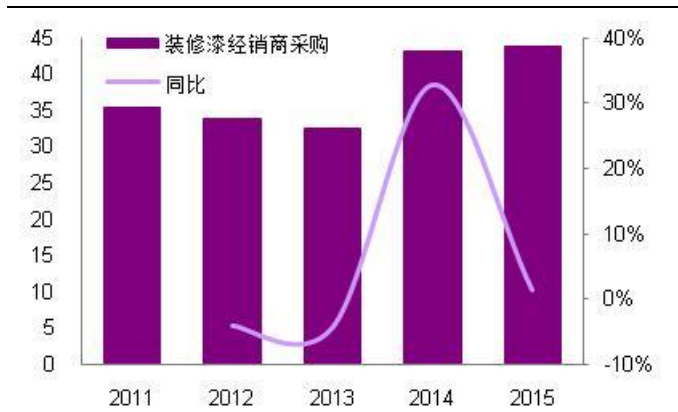


资料来源：公司公告



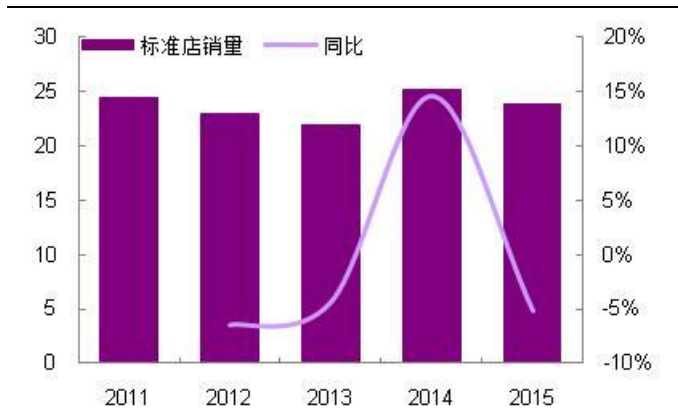
标准家装门店同店销量大致稳定，但家装经销商销量稳步上升。主要由于家装经销商自发拓展经销区域，增加标准门店家数。

图 41：家装经销商销量（吨/年，左侧）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

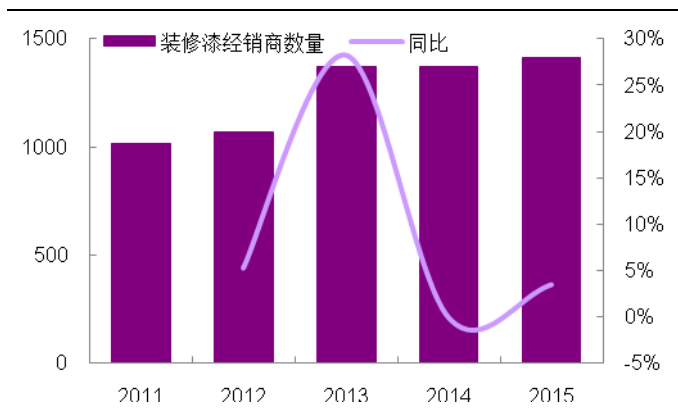
图 42：家装标准店销量（吨/年，左侧）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

**家装经销商自发拓展市场。**13-15 年，公司调整已有家装经销商结构，放缓市场拓展步伐。工作重心阶段性转向拓展工程墙面漆大客户。即便如此，公司家装经销商数量依旧维持增长。尤其是在整个三四线地产销售相对低迷的背景下，经销商自发拓展销售区域，扩大二级网点数量以加强市场渗透。标准门店数量与家装经销商数量比值不断提升，表明家装经销商对三棵树产品市场销售前景较为乐观。

图 43：装修经销商家数



资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 44：标准家装门店家数与装修经销商比重



资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 6、小镇家庭的消费升级故事

### 6.1、三棵树产品受市场认可度较高

三棵树家装墙面漆产品性价比适中，较受市场欢迎度高。选取各大品牌最畅销品牌销量及价格比较，在相同价位区间中，三棵树的净味竹炭漆最近月度销量达 1855 单，高于立邦、多乐士及嘉宝莉；产品价格为 443 元（以 18L 为计），售价较立邦与多乐士低近 130 元。

表 3：各品牌畅销产品销量以及价格

品牌	商品名称	容量	价格(元)	同为 18L 容量的价格	月销量
立邦	净味 120 防潮内墙乳胶漆	15L	482	578.4	615
多乐士	竹炭无添加内墙乳胶漆	18L	579	579	109
三棵树	净味竹炭内墙乳胶漆	15L	369	442.8	1855
嘉宝莉	净味内墙乳胶漆	15L	368	441.6	994
美涂士	净味 365 防霉内墙乳胶漆	15L	399	478.8	42

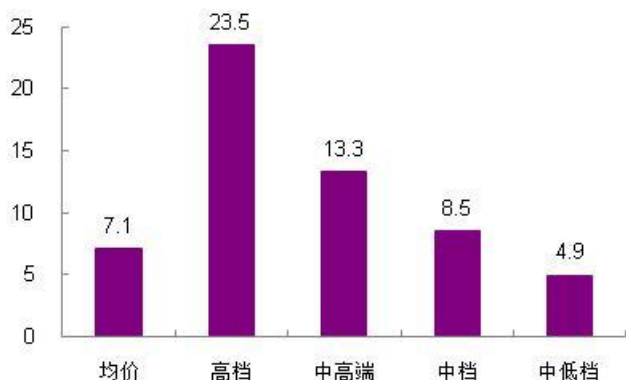
资料来源：天猫商城，光大证券研究所

注：销量数据截止 2017 年 3 月 15 日

### 6.2、家装产品仍以中低档为主

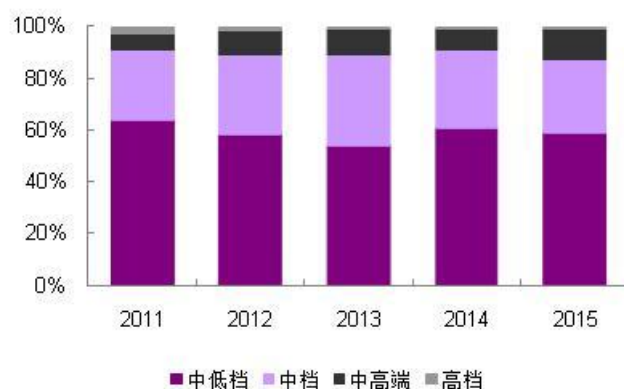
公司家装墙面漆按照产品可分为高档产品、中高端产品、中档产品以及中低档产品。从公司销量数据来分析，公司的中档与中低档产品更受市场欢迎，中档以及中低档产品占公司家装墙面漆销量近 90%。这一销量占比从侧面反映了三四线城市对中档及中低档产品需求较为旺盛。

图 45：2015 年家装墙面漆单价（元/公斤）



资料来源：公司公告

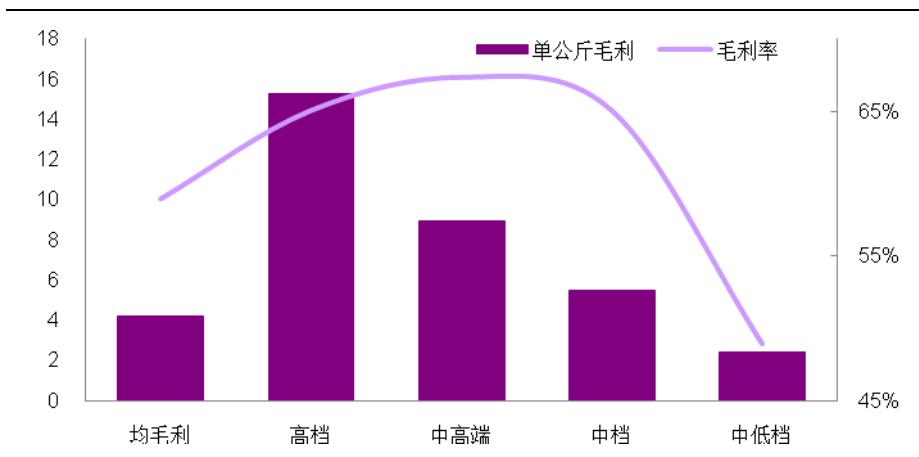
图 46：家装墙面漆销量占比



资料来源：公司公告

2015 年公司家装墙面漆单公斤毛利约为 4.2 元，综合毛利率为 58.9%。其中，中档产品以及中低档产品均毛利约为 5.5 元/公斤及 2.42 元/公斤，毛利率分别为 65%及 49%。由于公司中低档产品销量占家装墙面漆比重约 90%，中低档产品较弱的盈利水平拖累了公司家装墙面漆的综合利润率。

图 47：家装墙面漆均毛利（元/公斤，左侧）



资料来源：公司公告，光大证券研究所

### 6.3、消费升级促中档、中高端产品销量提升

我们认为消费升级可有两个含义 1) 指公司现有目标客户群体所采购产品档次有所提升；2) 消费者将更倾向于采购有品牌知名度的涂料产品。前者带来公司产品销售结构变化，后者则将提升公司产品综合销量。

公司家装墙面漆不同档位对应的功能有一定的不同。中低档产品仅能满足墙面漆最为基本的性能需求，而中档产品则有耐擦洗等特点；中高端产品在天猫商城中最为畅销，其能有效降低室内空气污染。

表 4：家装墙面漆细分情况

产品档次	产品售价范围	功能及产品系列
高档	销售价格超过 20 元/公斤的产品	能够凸显产品的科技感和技术含量，满足高层次消费群体对于健康性能的需求，如 <b>隔热保温、除醛、抗菌、抗污、无添加、释放负离子</b> （主要产品系列：太空墙面漆、儿童健康宝等）
中高端	销售价格在 10 元/公斤-20 元/公斤间产品	在解决家居常规装修问题的同时，能够 <b>降低污染、净化室内空气、提供健康保障</b> ，既满足墙面装修的物理功能，如耐擦洗、白度、遮盖力等，又能确保室内家居环境健康的诉求，如净味、防潮、防霉抗碱等（主要产品系列：净味 360、净味竹炭等）
中档	销售价格在 7 元/公斤-10 元/公斤间产品	在解决常规家庭装修对墙面漆基本性能需求的同时，能够有效满足消费者对产品的基础功能需求，如 <b>耐擦洗、墙面持久亮丽、抗碱等</b> （主要产品系列：都市木歌、随易洗等）
中低档	销售价格在 7 元/公斤以下的产品	满足常规家庭装修对墙面漆的基本性能需求，如白度、遮盖力、施工性、消泡性、干燥性、流平性（主要产品系列：真时丽、田园美等）

资料来源：公司公告

装修对涂料价格并不敏感，假设三四线城市平均户型面积约为 140 平米，则内墙粉刷通常需要涂料约 90L，折 126 公斤。假设经销商毛利率约为 50%（通常情况下越高档的产品经销商毛利率会有所降低，但是每公斤毛利较大），则消费者对中高端、中档以及中低档产品采购金额仅差千元左右。换言之，相较于购置新房、装修总成本，消费者对涂料采购支出并不敏感；如在南昌，粉刷 140 平米户型所需的人工费用需要 4195 元，而公司中高端产品采购费用也仅为 3000 元左右。

表 5：消费者采购金额测算（以实用面积 140 平米户型为计算基础）

产品档次	2015 年均价	消费采购价格	总金额
单位	元/公斤	元/公斤	元
高档	23.5	47	5922
中高档	13.3	26.6	3351.6
中档	8.5	17	2142
中低档	4.9	9.8	1234.8

资料来源：公司公告，光大证券研究所

注：假设经销商毛利率为 50%（加价）

表 6：内墙面刷乳胶漆人工费用测算（采用 2016 年 4 季度报价）

地区	人工费用（元/平米）	总人工支出（元）
北京	13.03	5473
上海	19.35	8185
长春	11.14	4746
太原	7.25	3110
南昌	9.71	4195
成都	14	6090
杭州	14.22	6228
西安	16.5	7277

资料来源：Wind，中国建设工程造价信息网，光大证券研究所

注：人工指满刮腻子一遍/二遍涂料成活

## 7、销量、人均销量、消费升级对业绩敏感性测算

### 7.1、墙面漆销量、消费升级、人均销量提升对公司业绩的影响

销量、均价及毛利率、费用率水平三者将直接影响公司利润水平。

墙面漆销量受产能、销售渠道以及下游需求等因素影响较大。

均价及毛利率对三棵树的影响更多体现在其产品销售结构变动，产品销售结构变化受终端客户市场消费升级影响较大。

费用率主要指销售费用率及管理费用率。公司 2015 年期间费用率高达 37%，对净利润影响较大。细分来看，公司销售人员工资及福利支出占营业收入规模近 10%。判断未来随着渠道布局完善、客户合作加深，销售人均销量将有明显增长，进而人员工资支出占营业收入比重有望下降。

表 7：墙面漆销量增长、消费升级、销售人均销量提升对公司业绩的影响

	2015 年	销量变化		消费升级		费用率变化
不同项目提升 10% 对净利润的影响		自产工程墙面漆销量提高 10%	家装墙面漆销量提升 10%	家装中档产品销量占比提升 10%	家装中高档产品销量比重提升 10%	销售人员人均家装墙面漆销量提升 10%
规模净利润(百万)	115.5	119.1	124.0	126.0	130.2	129.7
较 15 年增加	%	3.1%	7.3%	9.1%	12.8%	12.3%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

**销量方面：**以 2015 年经营数据为基数，自产工程墙面漆销量提升 10%，则利润可增加 3%，家装墙面漆销量提升 10%，则利润可增加 10%。

**消费升级方面：**家装墙面漆中档及以上产品销量占比每提升 10%，利润亦可增加约 10%。

**人均销量影响：**假设销售人员人均销量提升 10%，则在维持 2015 年销量不变的情况下，对应销售人员工资及福利支出降低，利润可相应增加约 12%。

### 7.2、分产品销量对业绩敏感性分析

新产能投产之后，若墙面漆产能利用率达到此前水平（家装墙面漆 100% 利用率，工程墙面漆 130% 产能利用率），则净利润可达到 2.73 亿元（假设墙面漆均价成本保持与 2015 年不变，木器漆、胶黏剂等业务维持与 2015 年情况不变）。不过，新产能是否能够满产取决于多个因素。

**产能、销售渠道制约销量。**我们判断工程墙面漆（通常为定制化产品）扩张受产能影响较大，家装墙面漆（标准化产品）主要关注销售渠道布局。

### 7.2.1、产能为影响工程墙面漆销量的关键因素

大地产开发商、建筑公司对工程墙面漆需求量较大且稳定。随着与大客户合作加深，判断工程墙面漆新产线可在较短时间内实现满产。因此产能对工程墙面漆产销至关重要。

随着河南三棵树以及四川三棵树陆续投产，工程墙面漆新增产能约 10 万吨。仅考虑工程墙面漆对公司业绩影响，测算新产线在不同产能利用率情况下对公司营业收入以及净利润的贡献（以 2015 年公司经营数据为基数）

表 8：以 2015 年经营数据为基数，测算新工程墙面漆产线产能利用率对净利的贡献

工程墙面漆新产线产能利用率	2015 年	30%	50%	70%	90%	110%	130%
自产墙面漆总产品（万吨）	9.5	12.5	14.5	16.5	18.5	20.5	22.5
营业收入（百万）	1,518	1,693	1,817	1,937	2,056	2,175	2,295
营业收入较 15 年增加	%	11%	20%	28%	35%	43%	51%
归母净利润	116	127	135	143	150	158	166
归母净利较 15 年增加	%	10%	17%	23%	30%	37%	43%

资料来源：光大证券研究所

注：产品均价与成本采用 2015 年数据；假设旧产线产能利用率不变（2015 年产线）；假设费用支出占营业收入比重不变；不考虑家装墙面漆、木器漆、胶黏剂新产线情况

仅考虑工程墙面漆新产线投放，维持其他经营数据不变，得出当新产线达到 130%（与 15 年相仿），其净利润可增加 43%，约为 1.66 亿元。

### 7.2.2、渠道为影响家装墙面漆销量的关键因素

不考虑销售渠道承受能力，仅考虑家装墙面漆新产能影响，得出在 2015 年的均价成本情况下，家装墙面漆新产能达 100% 利用率时（总产量 14.2 万吨），公司归母净利润可较 2015 年增长 94%，约为 2.24 亿元。

表 9：以 2015 年经营数据为基数，测算家装墙面漆产线产能利用率对净利的贡献

家装墙面漆新产线产能利用率	2015 年	20%	40%	60%	80%	100%	120%
家装墙面漆总产量（万吨）	6.2	7.8	9.4	11.0	12.6	14.2	15.8
营业收入（百万）	1,518	1,632	1,746	1,859	1,973	2,086	2,199
营业收入较 15 年增加	%	+7%	+15%	+22%	+30%	+37%	+45%
归母净利润（百万）	116	137	159	181	202	224	246
归母净利较 15 年增加	%	+19%	+38%	+56%	+75%	+94%	+113%

资料来源：光大证券研究所

注：产品均价与成本采用 2015 年数据；假设旧产线产能利用率不变（2015 年产线）；假设费用支出占营业收入比重不变；不考虑工程墙面漆、木器漆、胶黏剂新产线情况

**家装漆销量取决于渠道：**标准家装门店历史年均采购量稳定在 24 吨左右。假设标准家装门店/装修经销商与销售人员的数量比值不变，测算目标销量所对应的人员投入。

以 2015 年为基数，若家装墙面漆销量达到 14.2 万吨，则需配置销售人员 2166 人，较 15 年增加约 129%。销售人员扩张速度有局限，历史复合增速仅为 24%。若下游需求、渠道布局未改观，即便有新产能投产，销量短期难达目标。

表 10：家装墙面漆销量对销售人员配置的影响

家装墙面漆新产线产能利用率	2015 年	20%	40%	60%	80%	100%	120%
家装墙面漆销量 (万吨)	6.2	7.8	9.4	11.0	12.6	14.2	15.8
单店采购量 (吨)	24	24	24	24	24	24	24
标准门店家数	2600	3272	3943	4615	5287	5958	6630
标准家装门店数量/装修经销商数量	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
销售人员数量/装修经销商数量	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
销售人员数量 (人)	945	1189	1433	1677	1921	2166	2410
销售人员数量较 15 年增长	%	+26%	+52%	+77%	+103%	+129%	+155%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 7.3、人均销量对公司业绩的敏感性分析

### 7.3.1、人均销量提升加速家装墙面漆满产进程

新产线满产后家装墙面漆产量可达 14.2 万吨，假设人均销量较 15 年提升 30%，则所需销售人员仅为 1667 人，对应 2015 年销售人数增长 76%。考虑到销售人员 2011 年以来复合增速约为 24%，则家装墙面漆新产线有望在 2-3 年（即 2017-18 年）达到满产水平。

表 11：标准门店采购销量变化对销售人员配置数量的影响

新产线产能利用率	2015 年	20%	40%	60%	80%	100%	120%	
家装墙面漆总销量 (万吨)	6.2	7.8	9.4	11.0	12.6	14.2	15.8	
人均销量变化对销售人员投入影响	初始销售人数	945	1190	1434	1678	1922	2167	2411
	人均销量提高 10%	-86	-108	-130	-153	-175	-197	-219
	人均销量提高 20%	-157	-198	-239	-280	-320	-361	-402
	人均销量提高 30%	-218	-275	-331	-387	-444	-500	-556

资料来源：光大证券研究所

注：产品均价与成本采用 2015 年数据；假设旧产线产能利用率不变（2015 年产线）；假设费用支出占营业收入比重不变；不考虑工程墙面漆、木器漆、胶黏剂新产线情况

### 7.3.2、人均销量提升可降低费用进而提升业绩

由于销售人员工资及福利支出占营业收入比重约 10%，人均销量提升可以使公司在相同的销量规模情况下所需支出的销售费用有所降低。假设销售人员人均工资与福利维持 2015 年水平，人均销量每提高 10%，销售费用率可减少 1-1.5 个百分点。

表 12: 人均销量提升对销售费用率的影响

家装墙面漆新产线产能利用率		2015 年	20%	40%	60%	80%	100%	120%
家装墙面漆总产量 (万吨)		6.2	7.8	9.4	11.0	12.6	14.2	15.8
销售费用率 变化	初始销售费用率	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
	人均销量提高 10%	24.6%	24.4%	24.3%	24.2%	24.1%	24.0%	23.9%
	人均销量提高 20%	23.8%	23.5%	23.3%	23.1%	22.9%	22.7%	22.5%
	人均销量提高 30%	23.2%	22.8%	22.4%	22.1%	21.8%	21.6%	21.4%

资料来源: 光大证券研究所

注: 产品均价与成本采用 2015 年数据; 假设旧产线产能利用率不变 (2015 年产线); 不考虑工程墙面漆、木器漆、胶黏剂新产线情况; 销售人员人均工资与福利支出维持 2015 年水平; 其他费用支出占比维持不变

由于公司销售人员人工支出费用比重较高, 随着销售人均销量提升, 则其利润亦可有明显的改善。假设家装墙面漆总量为 14.2 万吨, 若销售人员人均销量提升 30%, 公司利润可提高约 37%, 折净利润为 3.07 亿元。

表 13: 人均销量提升对公司净利润的影响

家装墙面漆新产线产能利用率		2015 年	20%	40%	60%	80%	100%	120%
家装墙面漆总产量 (万吨)		6.2	7.8	9.4	11.0	12.6	14.2	15.8
归母净利润 较初始净利润 增加	初始净利润 (百万)	116	137	159	181	202	224	246
	人均销量提高 10%	+12.3%	+13.0%	+13.5%	+13.9%	+14.3%	+14.5%	+14.7%
	人均销量提高 20%	+22.5%	+23.9%	+24.8%	+25.6%	+26.1%	+26.6%	+27.0%
	人均销量提高 30%	+31.2%	+33.0%	+34.4%	+35.4%	+36.2%	+36.8%	+37.4%

资料来源: 光大证券研究所

注: 产品均价与成本采用 2015 年数据; 假设旧产线产能利用率不变 (2015 年产线); 假设费用支出占营业收入比重不变; 不考虑工程墙面漆、木器漆、胶黏剂新产线情况; 销售人员人均工资与福利支出维持 2015 年水平;

## 7.4、消费升级对业绩敏感性分析

### 7.4.1、中档产品销量比重提升对净利润影响

假设公司中档产品销量比重提升(中低档产品销售同比例下降), 以 2015 年家装墙面漆产品均价、成本为基数测算公司均价。

以 2015 年数据为基数, 若中档产品销量比重提升从 28.3% 提升至 48.3%, 中低档产品销量比重从 59% 下降至 39%, 则家装墙面漆均价可从 2015 年 7.09 元/公斤提升至 7.8 元/公斤, 产品毛利率从 58.9% 提升 2.6 个百分点至 61.5%。

表 14: 家装墙面漆产品结构变化对其产品均价敏感性分析

项目	2015 年	情景一	情景二	情景三	情景四
假设家装墙面漆中档产品销量比重提升	28.3%	+5%	+10%	+15%	+20%
均价 (元/公斤)	7.09	7.27	7.23	7.62	7.80
家装墙面漆毛利率	58.9%	59.6%	60.3%	60.9%	61.5%

资料来源: 光大证券研究所



注：以 2015 年各档产品均价以及销量占比为基数测算，假设中档产品销量比重提升幅度与中低端产品销量下降比重幅度一致

据测算中档产品占比每提升 5 个百分点，净利润可增加 4-5%（，若中档产品占比提升至 48%（情景四），净利可较初始值增加约 20%。

**表 15：以 2015 年经营数据为基数，测算不同情景情况下家装墙面漆产量占比提升对净利润的影响**

家装墙面漆产销量		6.2 万吨	7.8 万吨	9.4 万吨	11.0 万吨	12.6 万吨	14.2 万吨	15.8 万吨
初始行：不同产量下的归母净利润		116	137	159	181	202	224	246
归母净利润较初始行增加	情景一，占比提高 5%	+4.5%	+4.8%	+5.0%	+5.1%	+5.2%	+5.3%	+5.4%
	情景二，占比提高 10%	+9.0%	+9.5%	+9.9%	+10.2%	+10.5%	+10.7%	+10.8%
	情景三，占比提高 15%	+13.5%	+14.3%	+14.9%	+15.4%	+15.7%	+16.0%	+16.2%
	情景四，占比提高 20%	+18.0%	+19.1%	+19.9%	+20.5%	+20.9%	+21.3%	+21.6%

资料来源：光大证券研究所

注：墙面漆产量以 2015 年为基数，除家装墙面漆随情景假设变化外，其余均价及成本维持不变；假设墙面漆 OEM 及辅料相关营业收入及成本维持不变；假设木器漆等其他产品营收及成本不变；假设期间费用率及其他支出费用占比不变；

#### 7.4.2、中高档产品销量比重提升对净利润影响

中高端产品代表净味竹炭为公司网上热销产品。随着消费者对室内空气质量要求提高，此类产品销量占比有望提高。

假设公司中档产品销量比重提升（中档产品及中低档产品同比例下降），以 2015 年家装墙面漆产品均价、成本为基数测算公司均价。

以 2015 年数据为基数，若中高档产品销量比重提升从 11.8% 提升至 31.8%，则家装墙面漆均价可从 2015 年 7.09 元/公斤提升至 8.41 元/公斤，产品毛利率从 58.9% 提升 2.6 个百分点至 61.6%。

**表 16：家装墙面漆产品结构变化对其产品均价敏感性分析**

项目	2015 年	情景一	情景二	情景三	情景四
假设中高档产品销量比重提升	11.82%	+5%	+10%	+15%	+20%
均价（元/公斤）	7.09	7.42	7.75	8.08	8.41
家装墙面漆毛利率	58.9%	59.7%	60.4%	61.0%	61.6%

资料来源：光大证券研究所

注：以 2015 年各档产品均价以及销量占比为基数测算，假设中高档产品销量比重提升，中档、中低端产品销量比重下降幅度一致

据测算中高档产品占比每提升 5 个百分点，净利润可增加 6.5-7.5%，若中高档产品占比提升至 31.8%（情景四），净利可较初始值增加约 30%。

**表 17：以 2015 年经营数据为基数，测算不同情景情况下家装墙面漆产量占比提升对净利润的影响**

家装墙面漆产销量		6.2 万吨	7.8 万吨	9.4 万吨	11.0 万吨	12.6 万吨	14.2 万吨	15.8 万吨
初始行：不同产量下的归母净利润		116	137	159	181	202	224	246
归母净利润较初始行增加	情景一，占比提高 5%	+6.4%	+6.7%	+7.0%	+7.2%	+7.4%	+7.5%	+7.6%
	情景二，占比提高 10%	+12.7%	+13.5%	+14.0%	+14.4%	+14.8%	+15.0%	+15.2%

情景三, 占比提高 15%	+19.1%	+20.2%	+21.0%	+21.6%	+22.1%	+22.5%	+22.9%
情景四, 占比提高 20%	+25.4%	+26.9%	+28.0%	+28.9%	+29.5%	+30.0%	+30.5%

资料来源: 光大证券研究所

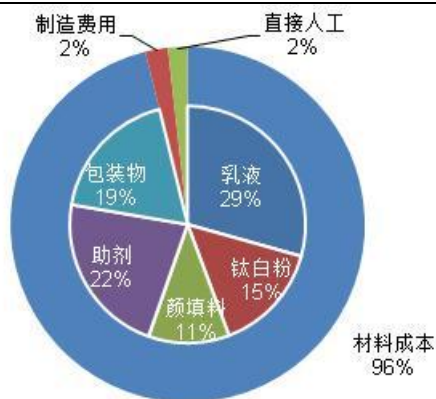
注: 墙面漆产量以 2015 年为基数, 除家装墙面漆随情景假设变化外, 其余均价及成本维持不变; 假设墙面漆 OEM 及辅料相关营业收入及成本维持不变; 假设木器漆等其他产品营收及成本不变; 假设期间费用率及其他支出费用占比不变;

## 7.5、原材料成本波动对公司利润影响

### 7.5.1、原材料占成产比重较高

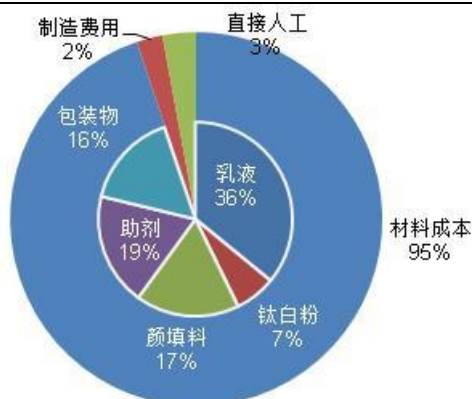
涂料类产品原材料占生产成本比重较大。以墙面漆为例, 材料成本占生产成本比重达 95%, 其中乳液、钛白粉、助剂、颜填料等原材料成本占比超 10%。

图 48: 家装墙面漆成本分解 (2015 年)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

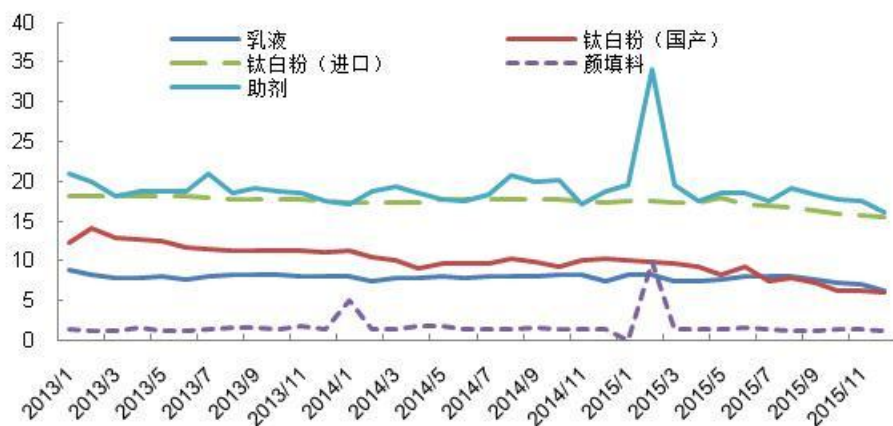
图 49: 工程墙面漆成本分解 (2015 年)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

以 2013 年-2015 年公司原材料采购走势来看, 助剂、颜填料价格波动相对较大。

图 50: 原材料采购价格走势 (2013 年-2015 年)



资料来源: 公司公告

考虑到近期原材料价格波动较大,若钛白粉、乳液采购价格快速上涨将影响公司产品利润率。据测算,钛白粉价格每上涨 10%,将影响家装墙面毛利率约 0.6 个百分点;乳液、助剂成本每上涨 10%,将影响家装墙面漆毛利率约 1 个百分点。

### 7.5.2、产品销售结构对毛利率影响更大

我们认为,相较于原材料价格变动,公司产品销售结构对产品的毛利率影响更大。以家装墙面漆为例,家装墙面原材料主要为乳液、钛白粉、颜填料、助剂等。若考虑采购均价以及原材料成本占比,2015 年较 2014 年实则变化不大。

表 18: 2015 年主要产品采购均价 (算数平均)

2015 年	单位	乳液	钛白粉 (国产)	颜填料	助剂
原材料价格	元/千克	7.64	8.15	2.15	19.53
同比	%	-4%	-18%	17%	4%

资料来源:公司公告,光大证券研究所

在原材料采购价格大致维持稳定的情况下,公司的部分产品毛利率变化较大,因此我们判断墙面漆毛利率变化与具体产品销售结构更为相关。

表 19: 家装墙面漆不同档次产品毛利率变化

	2014	2015
家装墙面漆综合毛利率	58.1%	58.9%
高档	65.8%	65.0%
中高端	67.3%	67.3%
中档	62.7%	65.0%
中低档	50.2%	48.9%

资料来源:公司公告

表 20: 工程墙面漆不同档次产品毛利率变化

	2014	2015
工程墙面漆毛利率	43.0%	46.3%
高档	42.4%	43.5%
中档	44.2%	46.7%
低档	36.8%	42.8%

资料来源:公司公告

## 8、盈利预测与估值评级

### 8.1、关键假设及盈利预测

分产品销量基于产能数据以及线下销售渠道承载能力进行测算，三四线地产销售数据维持高位有助于三棵树墙面漆产品放量。

表 21：分产品销量

分项目	单位	2014	2015	2016E	2017E	2018E
墙面漆	吨	129,648	203,995	275,942	350,540	424,898
同比	%	33%	57%	35%	27%	21%
家装墙面漆	吨	59,026	61,937	80,168	103,949	134,863
自产工程墙面漆	吨	54,175	92,703	136,548	175,521	204,751
木器漆	吨	18,503	17,750	15,968	17,464	20,413
胶黏剂	吨	10,409	14,618	18,149	22,539	26,929
总计	吨	158,561	236,363	310,059	390,544	472,240

资料来源：公司公告，光大证券研究所

墙面漆均价及毛利率主要受分产品销量结构影响较大。假设工程墙面漆均价与毛利率不变；假设家装墙面漆受益于消费升级，**中档产品销量比重提升**，均价及毛利率因此均出现改善。

假设木器漆及胶黏剂均价及毛利率变化主要受其细分产品销量结构影响较大。

表 22：分产品均价与成本

分项目	单位	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>均价</b>	<b>元/吨</b>	<b>7,858</b>	<b>6,272</b>	<b>6,104</b>	<b>6,165</b>	<b>6,237</b>
墙面漆	元/吨	6,096	5,065	5,242	5,364	5,461
其中家装墙面漆	元/吨	7,436	7,090	7,268	7,444	7,620
木器漆	元/吨	19,387	18,215	17,238	17,728	17,665
胶黏剂	元/吨	7,829	6,519	7,056	7,202	7,353
<b>均成本</b>	<b>元/吨</b>	<b>4,210</b>	<b>3,258</b>	<b>3,184</b>	<b>3,181</b>	<b>3,181</b>
墙面漆	元/吨	2,975	2,481	2,563	2,599	2,606
其中家装墙面漆	元/吨	3,113	2,912	2,934	2,956	2,978
木器漆	元/吨	10,901	9,329	9,212	9,271	9,263
胶黏剂	元/吨	6,436	4,972	5,362	5,468	5,577
<b>毛利率</b>	<b>%</b>	<b>46.4%</b>	<b>48.1%</b>	<b>47.8%</b>	<b>48.4%</b>	<b>49.0%</b>
墙面漆	%	51.2%	51.0%	51.1%	51.5%	52.3%
其中家装墙面漆	%	58.1%	58.9%	59.6%	60.3%	60.9%
木器漆	%	43.8%	48.8%	46.6%	47.7%	47.6%
胶黏剂	%	17.8%	23.7%	24.0%	24.1%	24.2%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

基于三四线地产销售好转，假设销售人员人均销量提升，判断自 2017 年起公司销售费用率缓步下滑。

表 23：关键假设

分项目	单位	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>百万</b>	<b>1,262</b>	<b>1,519</b>	<b>1,931</b>	<b>2,457</b>	<b>3,006</b>
墙面漆	百万	790	1,033	1,447	1,880	2,320
木器漆	百万	359	323	275	310	361
胶黏剂	百万	81	95	128	162	198
<b>营业成本</b>	<b>百万</b>	<b>681</b>	<b>799</b>	<b>1,019</b>	<b>1,283</b>	<b>1,552</b>
墙面漆	百万	386	506	707	911	1,107
木器漆	百万	202	166	147	162	189
胶黏剂	百万	67	73	97	123	150
<b>管理费用</b>	<b>%</b>	<b>140</b>	<b>179</b>	<b>227</b>	<b>288</b>	<b>353</b>
管理费用率	%	11.1%	11.8%	11.8%	11.8%	11.8%
<b>销售费用</b>	<b>%</b>	<b>325</b>	<b>388</b>	<b>522</b>	<b>632</b>	<b>734</b>
销售费用率	%	25.8%	25.5%	27.0%	25.7%	24.4%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

## 8.2、相对估值

三棵树目前市值较小，估值较贵，其未来两年净利润预期增速较高。

表 24：同类公司估值比较

标的	市值	归母净利润（亿元）				CAGR	PE		
	亿元	2015	2016	2017E	2018E	2016-18	2016	2017E	2018E
兔宝宝	116	1.0	2.6	4.1	6.2	55%	45	28	19
索菲亚	318	4.6	6.6	9.4	12.7	38%	48	34	25
好莱客	110	1.6	2.5	3.4	4.7	36%	44	32	24
曲美家居	81	1.2	1.9	2.5	3.2	32%	44	33	25
<b>三棵树</b>	<b>70</b>	<b>1.16</b>	<b>1.22</b>	<b>1.90</b>	<b>2.70</b>	<b>49%</b>	<b>57</b>	<b>37</b>	<b>26</b>

资料来源：Wind

注：截至 2017 年 3 月 31 日；三棵树数据为光大证券研究所预估；

考虑到公司未来三年复合增速较高，给予其 2017 年动态市盈率 47x，对应目标价 90 元。

### 8.3、绝对估值

- 1、长期增长率：三棵树目前尚处快速增长期，但长期增速应当与涂料行业增速较为相符，故假设长期增长率为4%。
- 2、β值选取：采用申万二级行业分类-建材的行业β作为公司无杠杆β的近似；
- 3、税率：我们预测公司未来税收政策较稳定，结合公司过去几年的实际税率，假设公司未来税率为25.25%。

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	4.00%
无风险利率 Rf	2.89%
β(βlevered)	1.46
Rm-Rf	6.43%
Ke(levered)	12.27%
税率	25.25%
Kd	0.00%
Ve	2466.9
Vd	0.0
目标资本结构	11.44%
WACC	10.86%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	700.84	7.54%
第二阶段	2538.32	27.30%
第三阶段 (终值)	6059.40	65.16%
企业价值 AEV	9298.57	100.00%
加：非经营性资产价值	114.79	1.23%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	0.00	0.00%
总股本价值	9413.36	101.23%
股本 (百万股)	100.00	-
每股价值 (元)	94.13	-
PE (隐含)	77.09	-
PE (动态)	58.81	-

资料来源：光大证券研究所

#### 敏感性分析

WACC	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
8.36%	123.49	131.08	140.09	150.94	164.28
8.86%	111.95	118.13	125.35	133.92	144.25
9.36%	102.08	107.15	113.03	119.90	128.06
9.86%	93.54	97.76	102.59	108.18	114.73
10.36%	86.09	89.63	93.65	98.25	103.58

资料来源：光大证券研究所

### 估值结果汇总

估值方法	估值结果		估值区间		敏感度分析区间
FCFF	94	73	-	132	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	85	67	-	115	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

根据以上几种绝对估值方法，得到公司每股价值区间为 73-132 元。

## 8.4、估值结论与投资评级

品牌涂料市场仍是蓝海，随着产品标准提高以及消费升级，市场将向优势品牌集中。三棵树在品牌以及线下渠道有优势，将借助三四线城市地产去库存的东风，迎来快速发展黄金期。预计 2017-18 年规模净利润为 1.9 亿元及 2.7 亿元，预计 17-19 年复合增速约 43%。

考虑到公司未来数年较高的利润增速，给予其 2017 年动态市盈率 47x，对应目标价 90 元。**首次覆盖，买入评级。**

## 8.5、股价驱动因素

**长期股价催化剂：**消费升级带来品牌涂料厂商销量持续增长，三棵树中高档、中档产品销售比重持续提升，下游销售渠道布局加快。

**短期股价催化剂：**三四线城市地产销售维持高位。

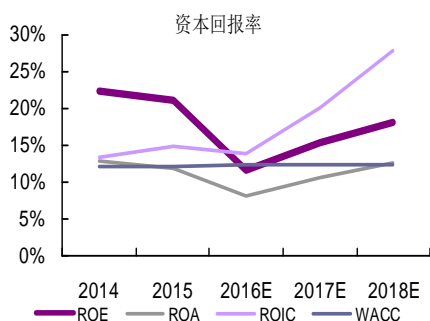
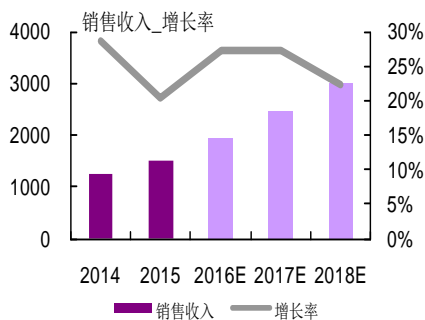
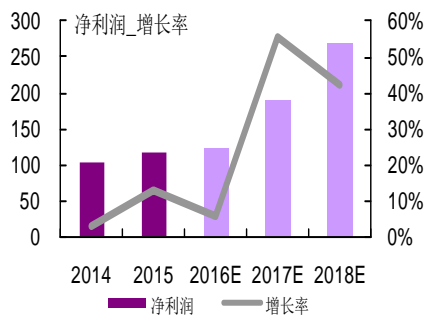
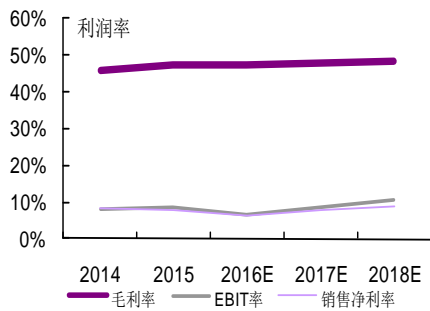
## 9、风险分析

### 销售渠道布局不及预期

销售渠道布局不及预期将导致三棵树家装系列产品销量放缓，进而降低其利润弹性。

### 三四线地产销售快速下滑

三四线地产销售快速下滑意味着公司销售人员人均销量将有所下滑，进而使公司的销售费用维持在较高水平，降低综合盈利能力。



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>1262</b>	<b>1519</b>	<b>1931</b>	<b>2457</b>	<b>3006</b>
营业成本	681	799	1019	1283	1552
折旧和摊销	31	38	64	68	72
营业税费	7	24	31	39	48
销售费用	325	388	522	633	735
管理费用	140	179	227	289	353
财务费用	1	-3	-7	-17	-21
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>102</b>	<b>127</b>	<b>136</b>	<b>226</b>	<b>332</b>
<b>利润总额</b>	<b>128</b>	<b>155</b>	<b>163</b>	<b>255</b>	<b>361</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>102.67</b>	<b>115.51</b>	<b>122.11</b>	<b>190.27</b>	<b>270.18</b>

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>总资产</b>	<b>810</b>	<b>985</b>	<b>1516</b>	<b>1797</b>	<b>2153</b>
流动资产	340	446	940	1188	1539
货币资金	75	163	579	731	982
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	111	165	210	267	327
应收票据	30	9	12	15	18
其他应收款	14	6	8	10	13
存货	81	77	98	124	150
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	311	315	350	382	395
无形资产	129	160	153	146	140
<b>总负债</b>	<b>348</b>	<b>437</b>	<b>447</b>	<b>550</b>	<b>656</b>
无息负债	258	362	447	550	656
有息负债	90	75	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>463</b>	<b>548</b>	<b>1069</b>	<b>1247</b>	<b>1498</b>
股本	75	75	100	100	100
公积金	49	49	434	435	435
未分配利润	339	424	534	712	963
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	<b>127</b>	<b>214</b>	<b>188</b>	<b>250</b>	<b>331</b>
净利润	103	116	122	190	270
折旧摊销	31	38	64	68	72
净营运资金增加	3	-59	36	48	52
其他	-10	120	-34	-57	-64
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-105</b>	<b>-83</b>	<b>-101</b>	<b>-101</b>	<b>-81</b>
净资本支出	52	83	101	101	81
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-157	-167	-202	-202	-162
<b>融资活动现金流</b>	<b>-9</b>	<b>-50</b>	<b>330</b>	<b>3</b>	<b>1</b>
股本变化	0	0	25	0	0
债务净变化	40	-15	-75	0	0
无息负债变化	112	104	85	103	105
<b>净现金流</b>	<b>13</b>	<b>80</b>	<b>416</b>	<b>152</b>	<b>251</b>

资料来源：光大证券、上市公司



关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	28.53%	20.34%	27.17%	27.21%	22.34%
净利润增长率	2.63%	12.51%	5.71%	55.82%	42.00%
EBITDA 增长率	-0.03%	24.14%	19.71%	43.90%	38.00%
EBIT 增长率	-3.36%	24.62%	4.48%	62.39%	48.45%
<b>估值指标</b>					
PE	70	62	59	38	27
PB	16	13	7	6	5
EV/EBITDA	42	34	35	24	17
EV/EBIT	54	44	53	32	21
EV/NOPLAT	68	59	71	43	28
EV/Sales	4	4	4	3	2
EV/IC	9	9	10	9	8
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	46.01%	47.42%	47.21%	47.76%	48.36%
EBITDA 率	10.50%	10.83%	9.99%	11.30%	12.75%
EBIT 率	8.06%	8.35%	6.68%	8.53%	10.35%
税前净利润率	10.18%	10.18%	8.46%	10.36%	12.03%
税后净利润率 (归属母公司)	8.13%	7.61%	6.32%	7.74%	8.99%
ROA	12.67%	11.73%	8.06%	10.59%	12.55%
ROE (归属母公司) (摊薄)	22.20%	21.08%	11.43%	15.26%	18.04%
经营性 ROIC	13.36%	14.81%	13.85%	20.11%	27.75%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.00	1.04	2.13	2.18	2.36
速动比率	0.76	0.86	1.91	1.95	2.13
归属母公司权益/有息债务	5.14	7.31	-	-	-
有形资产/有息债务	7.40	10.88	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.03	1.16	1.22	1.90	2.70
每股红利	0.00	0.00	0.12	0.19	0.27
每股经营现金流	1.27	2.14	1.88	2.50	3.31
每股自由现金流(FCFF)	0.63	1.12	0.26	0.79	1.78
每股净资产	4.63	5.48	10.69	12.47	14.98
每股销售收入	12.62	15.19	19.31	24.57	30.06

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

陈浩武，上海交通大学安泰经济与管理学院管理学博士，光大证券研究所非金属建材行业研究员。研究注重逻辑和前瞻性，运用合理方法，力求准确把握行业发展趋势和热点，重点公司深入分析、跟踪紧密，最后综合基本面和估值给出投资建议。个人优势：基本面研究，行业及重点公司数据全市场应为独到；优势领域：水泥行业。熟悉公司：华新水泥、江西水泥、同力水泥、天山股份、青松建化。

孙伟风，美国西北大学应用数学专业硕士，浙江大学自动化学士。14年进入证券行业，先后研究周期、新能源等行业。16年加盟光大证券建筑建材团队。覆盖建材主要子行业及部分建筑公司。对建材及新能源相关行业有较深研究和认识。熟悉公司：开尔新材、华新水泥、海螺水泥等。

## 行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com	
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com	
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com	
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com	
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com	
张彦斌		010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com	
深圳		黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com	
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com	
	国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
戚德文		021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com	
金英光		021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com	
傅裕		021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com	