

# 三棵树 (603737.SH)

## 业绩增长提速，处于成长快车道

2016 年公司实现营收 19.48 亿元，同比增长 28.28%，归属净利 1.34 亿元，同比增长 15.71%。每 10 股派发现金股利 4 元。

### ● 墙面涂料快速发展，业绩增长提速

公司业绩增长提速（2015 年收入增速为 20%；净利增速为 13%），主要得益于墙面涂料的高速增长（家装和工程收入分别增长+29%、+50%），墙面涂料占营收比例从 2011 年 50.06% 提升至 2016 年 74.77%。公司 2016 年毛利率同比-2.1pct，主要是原材料价格上升，产品结构调整，且售价较低的工程漆占比增加，这也使得销售费率略有下降 0.67pct，期间费用率同比-1.1pct。2016 经营现金流净额同比减少 73.15%，亦主要是工程漆业务占比提升，和地产商合作需要垫资，反映为应收账款和应收票据大幅增加。

### ● 工程端迅猛发力，零售端深耕三四线将受益于消费升级

公司工程端收入 2011-2016 年 CAGR 高达 40.83%，公司与地产商合作全面开花，市场影响力持续加大。零售端公司先切入三四线，“马上住”服务已覆盖 240 个城市，抢占三四线优质渠道资源。同时，公司投入大量资源进行营销网络建设，销售网点增至 1.6 万个。未来随着三四线城市消费升级与重涂需求的释放，涂料的消费品属性日益凸显，公司依靠其品牌优势与渠道优势将充分受益，实现从品牌推广到市占率提升的转化。

### ● 投资建议：维持“买入”评级

建筑涂料行业是典型的“地产后市场”行业，对标美国市场发展历史，即使未来房地产新开工市场下行，重涂仍有广阔市场空间预期，行业具备中线增长逻辑；公司是国内优质品牌，目前市占率低，先发优势明显，工程端（2B）正处于放量阶段，零售端（2C）公司深耕三四线城市，随着前期投入渠道优化和品牌升级，未来持续增长可期，且短期将充分受益于三四线城市地产好转。预计 2017-2019 年 EPS 为 1.81、2.52、3.52 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**涂料行业下游景气度下行风险，公司扩张经营管理风险。

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,518.71	1,948.21	2,636.20	3,594.33	5,004.22
增长率(%)	20.34%	28.28%	35.31%	36.34%	39.23%
EBITDA(百万元)	167.09	183.17	245.87	328.81	453.30
净利润(百万元)	115.51	133.66	180.72	252.30	351.69
增长率(%)	12.51%	15.71%	35.21%	39.61%	39.39%
EPS（元/股）	1.540	1.337	1.807	2.523	3.517
市盈率（P/E）	-	54.63	41.60	29.80	21.38
市净率（P/B）	-	7.47	6.49	5.33	4.27
EV/EBITDA	-0.52	39.76	29.82	21.81	15.26

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	75.18 元
前次评级	买入
报告日期	2017-04-10

分析师： 邹 戈 S0260512020001

021-60750616

zouge@gf.com.cn

分析师： 谢 璐 S0260514080004

021-60750630

xielu@gf.com.cn

### 相关研究：

三棵树 (603737.SH)：工程 2017-03-24  
端发力，竞争力彰显

三棵树 (603737.SH)：内资 2017-03-23  
品牌，深耕三四线城市

三棵树 (603737.SH)：领先 2017-02-06  
的民族涂料品牌，内生成长性突出

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

## 目录索引

事件描述 .....	4
事件评论 .....	4
墙面涂料快速发展，业绩增长提速 .....	4
研发投入加大、产能扩张助力成长 .....	6
工程涂料发展迅猛，与地产商合作全面开花 .....	7
家装涂料深耕三四线，充分受益消费升级 .....	8
投资建议：维持“买入”评级 .....	10
风险提示 .....	10

## 图表索引

图 1: 2016 年收入同比增长 28.28%.....	4
图 2: 2016 年归母净利润同比增长 15.71%.....	4
图 3: 墙面涂料营收占比逐年上升.....	5
图 4: 墙面涂料毛利率基本稳定.....	5
图 5: 2016 年毛利率同比回落 2.08pct.....	5
图 6: 2016 年期间费用率同比下降 1.10pct.....	5
图 10: 2016 年应收账款同比增长 64.20%.....	6
图 11: 2016 年应收账款周转率下降 2.07pct.....	6
图 12: 2016 年研发支出同比增长 75.00%.....	6
图 13: 2011-2016 年工程涂料复合增长率为 40.83%.....	7
图 14: 2016 年工程涂料营收占比达 45.77%.....	7
图 15: 2016 年家装涂料毛利率高达 57.78%.....	8
图 16: 公司经销商数量逐年提升.....	9
图 17: 公司经销商规模不断壮大.....	9
图 18: 公司销售网点区域分布.....	9
表 1: 公司本报告期主要财务指标.....	4
表 2: 公司产能与开工情况.....	7
表 3: 三棵树与部分地产公司签订战略合作协议.....	8

## 事件描述

三棵树公布2016年年报:

- 报告期内公司实现营业总收入**19.48亿元**，同比增长**28.28%**，实现营业利润1.42亿元，同比增长11.64%；实现利润总额1.69亿元，同比增长9.35%。
- 归属于上市公司股东净利润**1.34亿元**，同比增长**15.71%**；对应每股收益1.49元。
- 公司以2016年末总股本10000万股为基数，向全体股东每10股派发现金股利4元。

表 1: 公司本报告期主要财务指标

	本报告期末	去年上年度期末	增减变动
总资产 (万元)	170271.67	98489.57	72.88%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	97689.61	54805.44	78.25%
归属上市公司股东的每股净资产 (元/股)	9.77	7.31	33.65%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入 (万元)	194821.04	151871.47	28.28%
毛利率 (%)	45.34%	47.42%	-2.08pct
营业利润 (万元)	14160.82	12683.82	11.64%
利润总额 (万元)	16898.83	15453.31	9.35%
归属上市公司股东的净利润 (万元)	13365.82	11550.94	15.71%
基本每股收益 (元/股)	1.49	1.54	-3.25%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	5752.50	21421.30	-73.15%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	0.58	2.86	-79.89%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

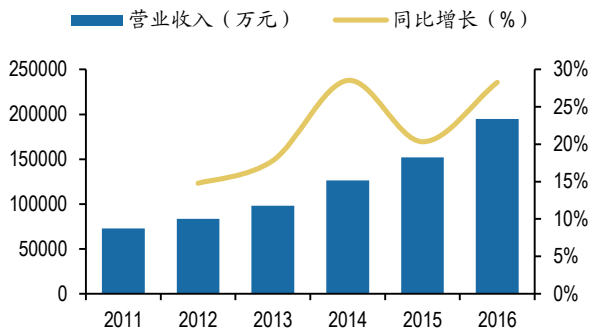
## 事件评论

### 墙面涂料快速发展, 业绩增长提速

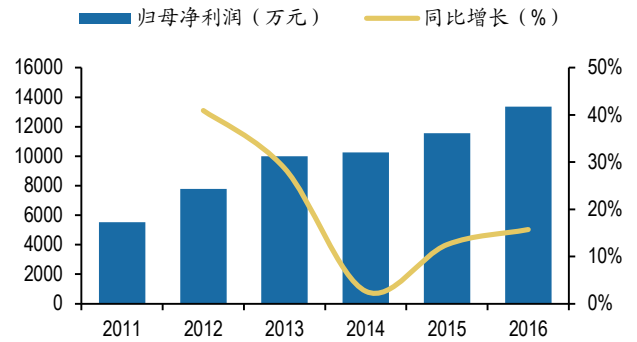
报告期内公司实现营收19.48亿元, 同比增长28.28%, 归属净利1.34亿元, 同比增长15.71%, 其中Q4营收同比增长24.5%, 归属净利同比增长16.23%, 全年公司业绩增长提速 (2015年收入增速为20%; 净利增速为13%), 主要得益于墙面涂料的高速增长 (包括家装墙面漆和工程墙面漆, 2016年收入分别增长+28.68%、+50.06%, 销量分别增长+32.02%、+81.38%), 墙面涂料占营收比例从2011年50.06%提升至2016年74.77%, 毛利率基本保持稳定, 稍有回落, 2011-2016年中枢为47.89%, 2016年为48.40%, 同比下降2.61pct。

图1: 2016年收入同比增长28.28%

图2: 2016年归母净利润同比增长15.71%

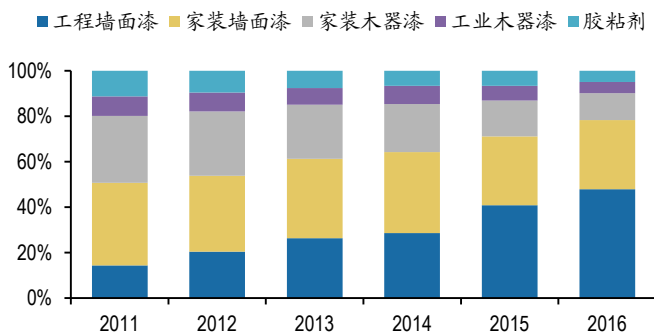


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心



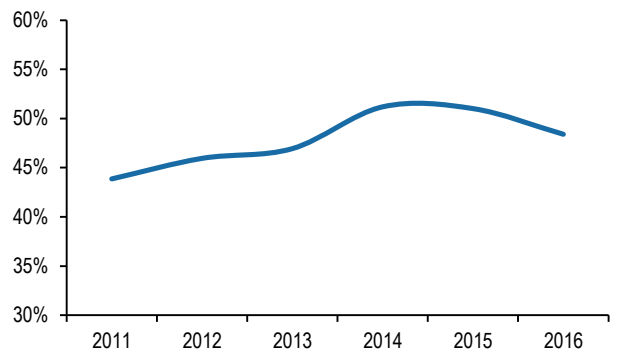
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图3: 墙面涂料营收占比逐年上升



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

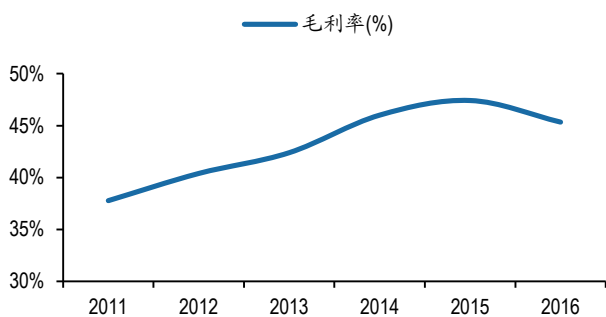
图4: 墙面涂料毛利率基本稳定



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

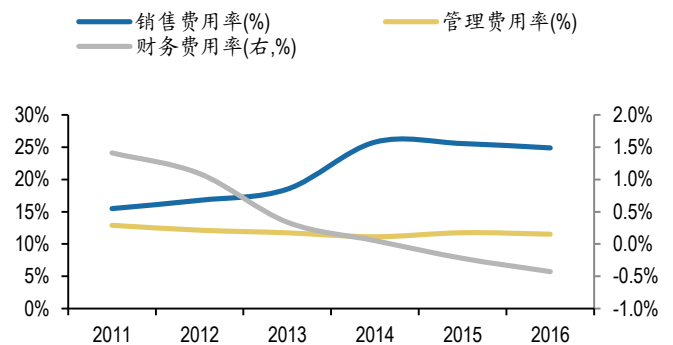
公司毛利率略有回落，期间费率略有下降。从盈利能力看来，2016年公司毛利率为45.34%，同比减少2.08pct，毛利率有所回落一来是由于原材料、人工费用上涨；二来是公司产品结构调整，售价较低的工程漆占比增加；三是单位产品均价出现不同程度下降（家装漆和工程漆分别同比下降0.06元/公斤、0.38元/公斤）。公司2016年期间费用率同比下降1.10pct，其中销售费用率同比下降0.67pct，管理费用率同比下降0.22pct，销售费用率下降主要得益于工程涂料销售费用相对较低。

图5: 2016年毛利率同比回落2.08pct



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图6: 2016年期间费用率同比下降1.10pct

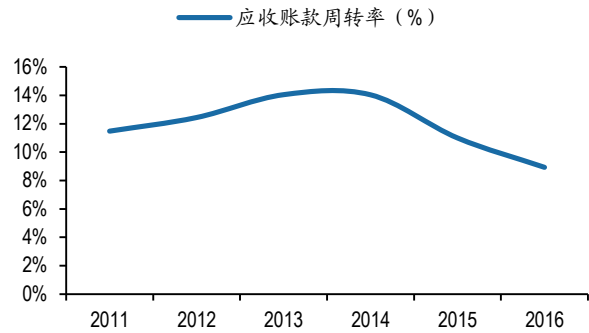
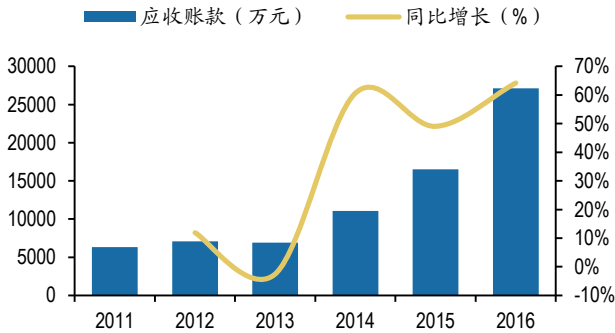


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

**应收账款增加，经营现金流减少。**公司2016年经营活动现金流净额同比减少73.15%，主要是公司工程涂料收入占比增加，给予地产开发商较高的信用额度和较长的信用账期，导致应收账款和应收票据大幅增加（分别同比增加1.06亿元、1.37亿元）。

图7：2016年应收账款同比增长64.20%

图8：2016年应收账款周转率下降2.07pct



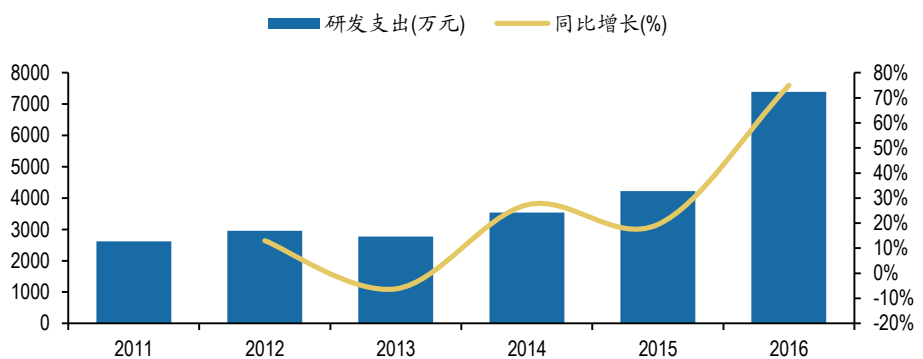
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

### 研发投入加大、产能扩张助力成长

**研发投入大幅增加，建立技术护城河。**公司2016年研发投入同比增长75.00%，营收占比同比提升1.01pct，是行业内对产品技术投入最多的公司之一。公司加强了新产品、新工艺的研发投入，推出了资源节约型（如真石漆、质感涂料、花岗岩涂料和水性氟碳漆等）、健康环保型（健康+产品）产品，不断满足消费者多层次的消费需求。公司通过高研发投入建立技术壁垒，推出更多高附加值涂料产品，未来有望进一步提升市场占有率。

图9：2016年研发支出同比增长75%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

**产能持续扩张，公司成长加速。**公司目前正处于高速成长期，产品种类和市场规模持续扩大，公司不断扩张产能以缓解产能不足的影响：1) 提升产能：公司对莆田生产基地进行了产能升级和技术改造，其中墙面涂料产能同比增加6万吨/年；2) 降低成本：公司取得南召鑫泰7万吨涂料生产线及相应附属设施的使用权，以缩短原材料和产品运输半径。3) 募投项目投产：公司四川募投项目厂房建设及设备安装均已完成

预计2017年下半年可以投入使用。

表 2: 公司产能与开工情况

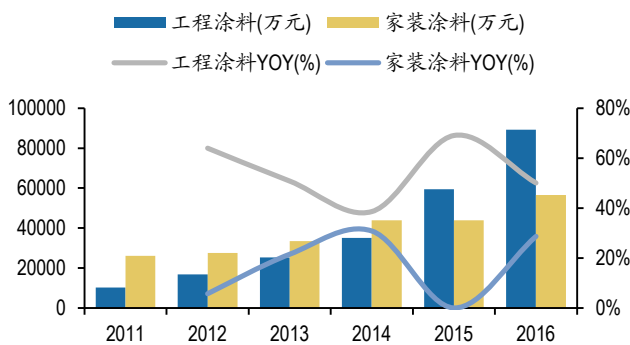
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
三棵树股份	墙面涂料 12.5 万吨/年	128.66	-	-
	木器涂料 3 万吨/年	64.6	-	-
	胶黏剂 2.5 万吨/年	18.27	-	-
天津三棵树	墙面涂料 5 万吨/年	61.52	-	-
	腻子粉 1 万吨/年	86.16	-	-
河南三棵树	墙面涂料 7 万吨/年	31.24	-	-
四川三棵树	墙面涂料 14.07 万吨/年	-	固定资产投资总额 29,645 万元, 已投资 14,723.99 万, 部分车间已开始试生产	2017 年 4 月
	木器涂料 3.054 万吨/年	-		2017 年 7 月
	胶黏剂 1.5 万吨/年	-		2017 年 7 月
	包装罐 1200 万个/年	-		2017 年 4 月
三江包装	包装罐 1674.06 万个/年	88.24	-	-

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

### 工程涂料发展迅猛, 与地产商合作全面开花

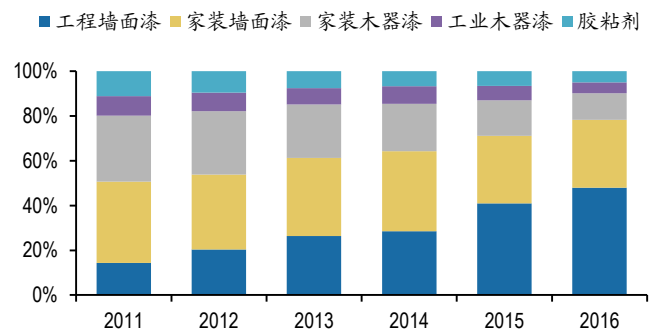
工程涂料发展迅猛, 营收贡献逐年提升。2011-2016年, 公司工程墙面漆收入从1.61亿增长至8.92亿, 年复合增长率高达40.83%, 从营收贡献来看, 工程墙面漆营收占比从22.92%提升至45.77%。

图 10: 2011-2016年工程涂料复合增长率为40.83%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 11: 2016年工程涂料营收占比达45.77%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

地产商合作全面开花, 市场影响力持续加大。公司工程涂料销售主要采取直销模式, 在该模式下, 公司通过与大型建筑工程企业、大地产商建立合作关系从而迅速占领市场。近年来公司大力开发工程端市场, 与包括恒大、万科、保利、中海、富力、金科等在内的国内10强地产中7家、50强地产中20家、100强地产中40家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系, 品牌影响力持续提升。其中, 恒大集团是公司最大直销客户, 公司自2009年起向恒大销售建筑涂料以来, 已连续六年被评为其“优秀供应商”。最近三年公司向其销售金额分别为3828.60万元、5062.88万元、9155.60万元,

处于快速增长态势。

表 3: 三棵树与部分地产公司签订战略合作协议

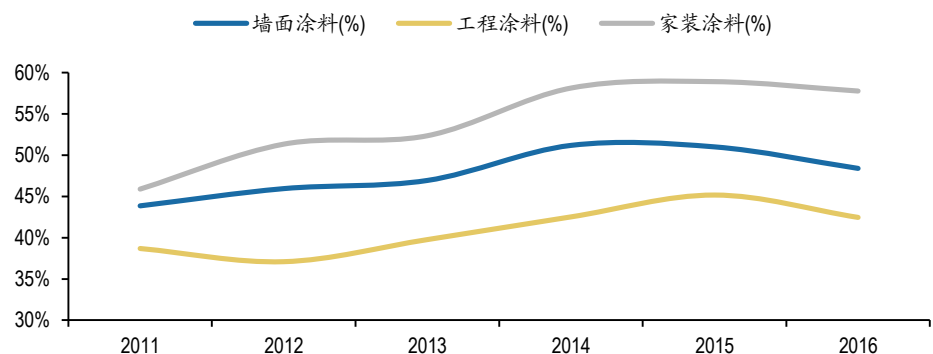
合作伙伴	签约时间	签约内容
万科	2015 年 1 月	《2014-2016 年度涂料集中采购战略协议》
龙湖地产	2015 年 2 月	《2015-2016 年度外墙涂料全国战略合作协议》
阳光城	2015 年 2 月 6 日	《2015-2016 年度外墙涂料全国战略合作协议》
中铁置业集团	2015 年 2 月 10 日	《2015-2016 年度建筑涂料全国内外墙战略合作协议》
金地	2015 年 3 月 19 日	《2015-2017 年度外墙涂料全国战略合作协议》
保利	2015 年 6 月	《2015-2018 年度外墙涂料战略合作协议》
金科	2015 年 12 月	《金科地产 2015-2017 年度内外墙涂料战略合作协议》
雨润地产	2016 年 2 月	《雨润控股集团 2016-2017 年度内外墙涂料战略合作协议》
富力地产	2016 年 4 月	三棵树木器漆
华夏幸福基金	2016 年 8 月	-
恒大	2009 年首签, 2016 年 3 月第八次续签	《2016-2017 年度内外墙涂料战略合作协议》
首创置业	2014 年 12 月首签, 2016 年 1 月第二签	《2015-2016 年度外墙涂料战略供应商》
天朗控股集团	2015 年 11 月续签	《2015-2017 年度内外墙涂料战略合作
中海地产	2015 首签, 2017 第三次续签	-
中南集团	2016 年	-
绿地	2016 年 4 月第三次签	《内外墙战略合作协议》

数据来源: 公司官网、新浪地产、广发证券发展研究中心

### 家装涂料深耕三四线, 充分受益消费升级

家装涂料盈利水平高, 业绩弹性大。2016年公司家装墙面漆收入5.65亿元, 营收占比达29.00%。家装涂料毛利率显著高于工程涂料, 2016年公司家装墙面漆毛利率达57.78%, 高出工程涂料15.32pct。未来在消费升级和重涂需求释放的驱动下, 家装涂料放量将为公司贡献高业绩弹性。

图 12: 2016年家装涂料毛利率高达57.78%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

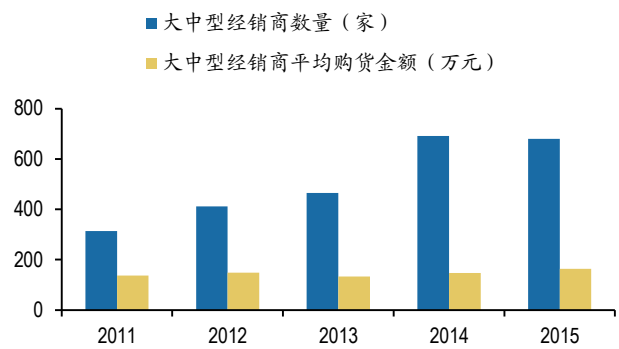
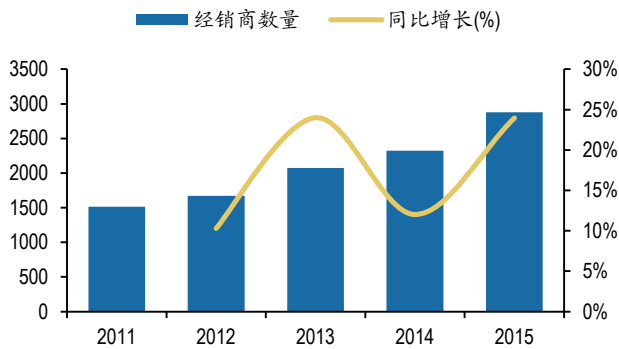
经销商布局加速, 渠道壁垒日益完善。公司家装涂料销售主要采用经销商模式, 通过发展及稳定对地域环境和市场较为熟悉的优质经销商, 提高对家庭消费者的区域覆盖



能力。近年来公司投入大量资源进行营销网络建设，2011-2015年公司经销商从1488家提升至2781家，公司经销商数量提升的同时，规模也不断壮大，大中型（年购货额50万以上）经销商平均购货金额从136.72万元提升至163.87万元。2016年公司经销商队伍进一步壮大，截止2016年年末公司终端销售网点数量增至1.6万个。公司将依靠其日益完善的市场营销网络进一步打造其渠道壁垒，实现从经销商拓展到产品销量增长、市场占有率提升的转化。

图13: 公司经销商数量逐年提升

图14: 公司经销商规模不断壮大

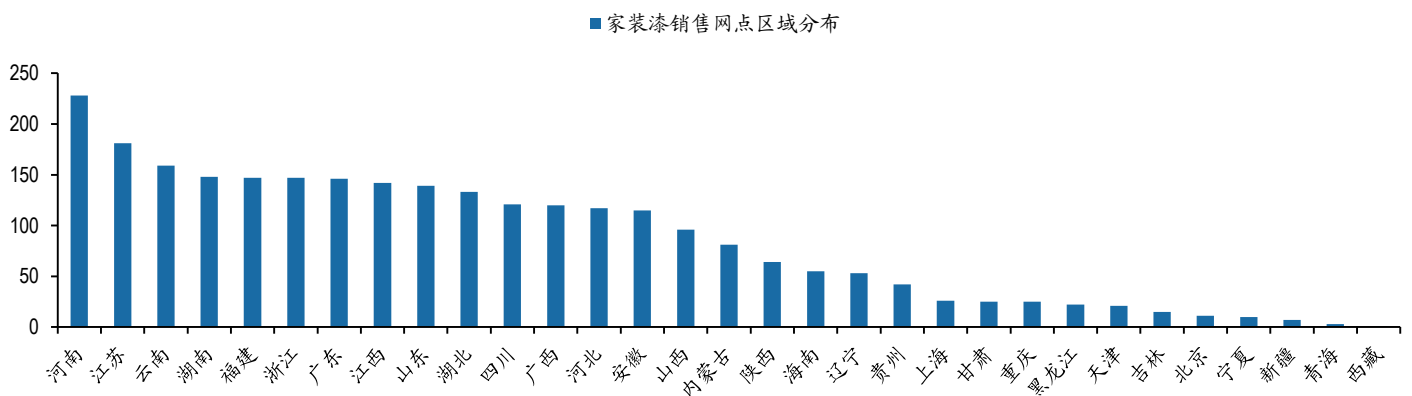


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

**深耕三四线, 充分受益消费升级。**公司采取先切入三四线城市的战略, 成功推出“三棵树, 马上住”涂刷服务, 塑造高端健康家装漆的品牌形象, 抢占三四线优质渠道资源。目前“马上住”服务已有253个服务提供商正式向客户提供一体化涂装服务, 覆盖240个城市(大部分是三四线城市), 服务人员达1000多人。凭借这一业务, 公司实现了从单一涂料产品提供商向“涂料+施工+服务咨询”的综合供应商的转变, 同时提升了单位投入的业务贡献。未来随着三四线城市消费升级, 涂料的消费品属性日益凸显, 公司依靠其品牌优势与渠道优势将充分受益, 公司家装涂料将保持持续增长态势。

图15: 公司销售网点区域分布



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

## 投资建议：维持“买入”评级

建筑涂料行业是典型的“地产后市场”行业，对标美国市场发展历史，即使未来房地产新开工市场下行，重涂仍有广阔市场空间预期，行业具备中线增长逻辑；公司是国内优质品牌，目前市占率低，先发优势明显，工程端（2B）正处于放量阶段，零售端（2C）公司深耕三四线城市，随着前期投入渠道优化和品牌升级，未来持续增长可期，且短期将充分受益于三四线城市地产好转。预计2017-2019年EPS为1.81、2.52、3.52元，维持“买入”评级。。

## 风险提示

涂料行业下游景气度下行风险，公司扩张经营管理风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	446	817	747	1123	1696
货币资金	163	159	200	348	601
应收及预付	206	472	393	572	816
存货	77	127	155	203	278
其他流动资产	0	59	0	0	0
<b>非流动资产</b>	539	886	944	1061	1182
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	315	355	361	372	387
在建工程	55	155	235	321	406
无形资产	162	156	180	200	222
其他长期资产	7	220	168	168	168
<b>资产总计</b>	985	1703	1691	2184	2878
<b>流动负债</b>	429	715	533	774	1116
短期借款	75	140	14	0	0
应付及预收	354	575	520	774	1116
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	8	11	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	11	0	0	0
<b>负债合计</b>	437	726	533	774	1116
股本	75	100	100	100	100
资本公积	11	321	321	321	321
留存收益	462	555	736	988	1340
归属母公司股东权	548	977	1158	1410	1762
少数股东权益	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益</b>	985	1703	1691	2184	2878

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	214	58	271	300	403
净利润	116	134	181	252	352
折旧摊销	38	40	41	47	55
营运资金变动	43	-128	54	26	24
其它	18	11	-6	-26	-27
<b>投资活动现金流</b>	-83	-409	-84	-138	-150
资本支出	-83	-191	-84	-138	-150
投资变动	0	-218	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-50	356	-146	-15	0
银行借款	150	220	-127	-14	0
债券融资	-165	-155	-11	0	0
股权融资	0	399	0	0	0
其他	-35	-108	-9	-1	0
<b>现金净增加额</b>	80	5	41	148	254
<b>期初现金余额</b>	75	163	159	200	348
<b>期末现金余额</b>	155	167	200	348	601

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	20.3	28.3	35.3	36.3	39.2
营业利润增长	24.6	11.6	42.0	43.7	42.9
归属母公司净利润增长	12.5	15.7	35.2	39.6	39.4
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	47.4	45.3	45.2	44.7	44.8
净利率	7.6	6.9	6.9	7.0	7.0
ROE	21.1	13.7	15.6	17.9	20.0
ROIC	21.0	14.3	20.4	25.2	32.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.4	42.6	31.5	35.4	38.8
净负债比率	-0.2	-	-0.2	-0.2	-0.3
流动比率	1.04	1.14	1.40	1.45	1.52
速动比率	0.80	0.91	1.01	1.09	1.18
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.69	1.45	1.55	1.86	1.98
应收账款周转率	11.00	8.93	10.94	10.19	9.95
存货周转率	10.12	10.43	9.40	9.80	9.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.54	1.34	1.81	2.52	3.52
每股经营现金流	2.86	0.58	2.71	3.00	4.03
每股净资产	7.31	9.77	11.58	14.10	17.62
<b>估值比率</b>					
P/E	-	54.6	41.6	29.8	21.4
P/B	-	7.5	6.5	5.3	4.3
EV/EBITDA	-0.5	39.8	29.8	21.8	15.3

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1519	1948	2636	3594	5004
营业成本	799	1065	1444	1987	2761
营业税金及附加	24	31	33	54	73
销售费用	388	485	659	881	1226
管理费用	179	225	295	392	545
财务费用	-3	-8	4	-7	-14
资产减值损失	6	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	127	142	201	289	413
营业外收入	32	31	28	30	31
营业外支出	4	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	155	169	226	315	440
所得税	39	35	45	63	88
<b>净利润</b>	116	134	181	252	352
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	116	134	181	252	352
EBITDA	167	183	246	329	453
EPS(元)	1.54	1.34	1.81	2.52	3.52

## 广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。  
谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。  
徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

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

## 广发证券—公司投资评级说明

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

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

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

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。