

## 营收高增速释放利润弹性，成本影响偏短期

公司简报

### ◆一季度公司营业收入 3.4 亿元，同增 58%

报告期公司实现营业收入 3.4 亿元，同增 58%；季节性因素，报告期归母净利润为-1284 万元，同比减亏约 100 万元。公司综合毛利率约为 40%，同比减少 6.5 个百分点。期间费用率 48.9%，同比减少 14.2 个百分点；其中销售费用率 31.2%，同减 8 个百分点；管理费用率 17.7%，同减 6.5 个百分点。收入规模快速提高有效摊薄费用等固定支出。

分产品：自产墙面漆销量达 4.2 万吨，其中自产家装墙面漆 1.8 万吨，自产工程墙面漆 2.4 万吨。墙面漆业务实现营业收入 2.64 亿元，占总营收比重 80%。自产家装墙面漆营收 1.2 亿元，自产工程墙面漆营收 1.3 亿元。

### ◆收入增速为本，成本影响偏短期

**收入增速为本：**17Q1 期间费用率仍高达 31%，不过随着收入规模快速上升，已显著减少。此趋势表明人均销量有效提高，渠道优势已逐步显现。高收入增速能摊薄公司固定费用支出，提升净利润率。墙面漆为其拳头产品，增长潜力巨大。家装墙面漆扎根三四线城市，终端渠道已近 1.6 万家。凭借品牌影响力及线下渠道优势，产品销售将受益于消费升级与三四线地产去库存。工程墙面漆业务则通过绑定大客户迈过增速爆发拐点。

**成本影响偏短期，长期侧重产品结构优化：**公司产品毛利率下滑主要源于原材料成本上升。报告期，乳液、钛白粉、树脂等关键原材料价格同增 20% 以上，与之相对，公司产品结构的优化并非一日之功。家装墙面漆均价同增 1%，表明销售结构变化不大。近期，公司家装墙面漆各品类已不同幅度提价对冲成本压力。长期来看，随着公司中高端产品销量比重提升，且家装墙面漆销量逐步发力，其产品综合毛利率有望回升。

### ◆品牌及渠道铸就护城河，维持买入评级：

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，迎来黄金发展期。预计 2017-19 年归母净利润为 1.94 亿元、2.86 亿元及 3.91 亿元，17-19 年复合增速约 43%。给予 2017 年动态市盈率 46.4x，目标价 90 元。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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,519	1,948	2,503	3,152	3,919
营业收入增长率	20.34%	28.28%	28.49%	25.92%	24.34%
净利润(百万元)	116	134	194	289	397
净利润增长率	12.51%	15.71%	45.21%	48.70%	37.43%
EPS(元)	1.16	1.34	1.94	2.89	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.08%	13.68%	17.16%	20.61%	22.43%
P/E	60	52	36	24	18
P/B	13	7	6	5	4

### 买入(维持)

当前价/目标价：69.56/90.00 元

目标期限：6 个月

#### 分析师

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

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

#### 联系人

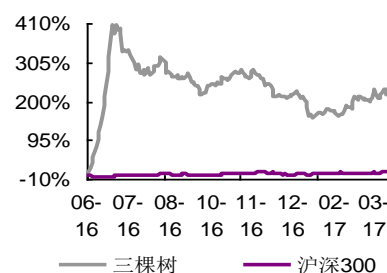
胡添雅  
021-22169106  
[hutianya@ebsec.com](mailto:hutianya@ebsec.com)

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

#### 市场数据

总股本(亿股)：1.00  
总市值(亿元)：69.56  
一年最低/最高(元)：22.95/118.50  
近 3 月换手率：60.58%

#### 股价表现(一年)

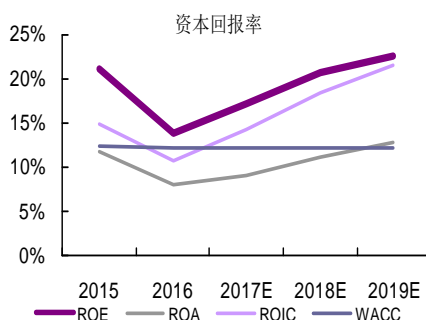
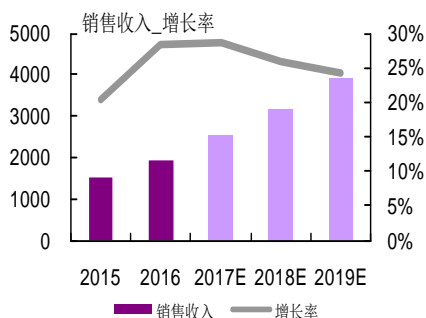
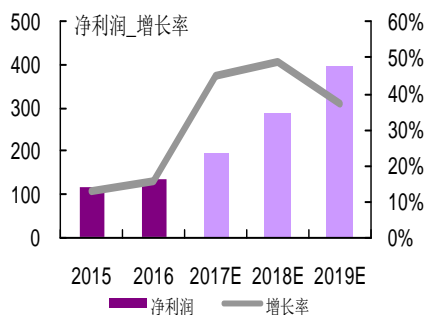
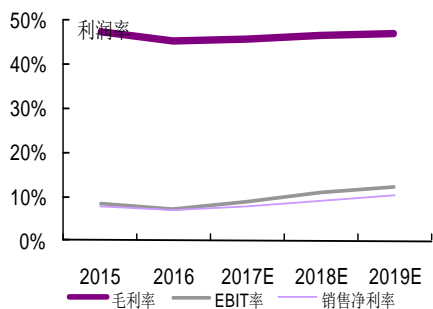


#### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.03	13.64	0.00
绝对	-0.92	15.64	0.00

#### 相关研报

墙面漆产销高增速，显著受益于三四线地产去库存  
..... 2017-04-10  
乘三四线城市春风，品牌及渠道铸就护城



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>1,519</b>	<b>1,948</b>	<b>2,503</b>	<b>3,152</b>	<b>3,919</b>
营业成本	799	1,065	1,355	1,676	2,077
折旧和摊销	38	40	73	78	83
营业税费	24	31	40	51	63
销售费用	388	485	593	708	834
管理费用	179	225	289	363	452
财务费用	-3	-8	5	11	11
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>127</b>	<b>142</b>	<b>218</b>	<b>338</b>	<b>474</b>
<b>利润总额</b>	<b>155</b>	<b>169</b>	<b>245</b>	<b>365</b>	<b>501</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>115.51</b>	<b>133.66</b>	<b>194.09</b>	<b>288.61</b>	<b>396.62</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>985</b>	<b>1,703</b>	<b>2,155</b>	<b>2,611</b>	<b>3,121</b>
流动资产	446	817	1,169	1,521	1,941
货币资金	163	159	268	337	419
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	165	271	349	439	546
应收票据	9	147	189	238	295
其他应收款	6	15	19	24	30
存货	77	127	162	200	248
可供出售投资	0	168	185	203	224
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	315	355	406	446	463
无形资产	160	155	148	141	135
<b>总负债</b>	<b>437</b>	<b>726</b>	<b>1,024</b>	<b>1,211</b>	<b>1,353</b>
无息负债	362	585	731	898	1,105
有息负债	75	140	292	313	249
<b>股东权益</b>	<b>548</b>	<b>977</b>	<b>1,170</b>	<b>1,437</b>	<b>1,799</b>
股本	75	100	100	100	100
公积金	49	369	371	371	371
未分配利润	424	508	699	965	1,327
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>214</b>	<b>58</b>	<b>169</b>	<b>257</b>	<b>357</b>
净利润	116	134	194	289	397
折旧摊销	38	40	73	78	83
净营运资金增加	-59	199	161	190	218
其他	120	-316	-259	-299	-341
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-83</b>	<b>-409</b>	<b>-172</b>	<b>-183</b>	<b>-176</b>
净资本支出	83	191	101	101	81
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-167	-599	-273	-284	-257
<b>融资活动现金流</b>	<b>-50</b>	<b>356</b>	<b>111</b>	<b>-5</b>	<b>-98</b>
股本变化	0	25	0	0	0
债务净变化	-15	65	152	21	-64
无息负债变化	104	224	146	167	206
<b>净现金流</b>	<b>80</b>	<b>5</b>	<b>108</b>	<b>69</b>	<b>82</b>

资料来源: 光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	20.34%	28.28%	28.49%	25.92%	24.34%
净利润增长率	12.51%	15.71%	45.21%	48.70%	37.43%
EBITDA/EBITDA 增长率	24.14%	10.50%	70.20%	44.34%	33.15%
EBIT/EBIT 增长率	24.62%	11.62%	67.12%	56.41%	39.18%
<b>估值指标</b>					
PE	60	52	36	24	18
PB	13	7	6	5	4
EV/EBITDA	33	40	24	17	12
EV/EBIT	43	52	32	20	14
EV/NOPLAT	57	66	40	26	18
EV/Sales	3	4	3	2	2
EV/IC	8	7	6	5	4
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	47.42%	45.34%	45.87%	46.82%	47.00%
EBITDA 率	10.83%	9.33%	11.80%	13.52%	14.48%
EBIT 率	8.35%	7.27%	8.90%	11.05%	12.37%
税前净利润率	10.18%	8.67%	9.80%	11.58%	12.79%
税后净利润率 (归属母公司)	7.61%	6.86%	7.75%	9.16%	10.12%
ROA	11.73%	7.85%	9.01%	11.05%	12.71%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.08%	13.68%	17.16%	20.61%	22.43%
经营性 ROIC	14.81%	10.56%	14.22%	18.25%	21.38%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.04	1.14	1.16	1.28	1.46
速动比率	0.86	0.96	1.00	1.11	1.27
归属母公司权益/有息债务	7.31	6.96	4.01	4.59	7.24
有形资产/有息债务	10.88	10.95	6.83	7.86	11.96
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	1.16	1.34	1.94	2.89	3.97
每股红利	0.00	0.40	0.19	0.29	0.40
每股经营现金流	2.14	0.58	1.69	2.57	3.57
每股自由现金流(FCFF)	1.12	-2.35	-0.09	0.68	1.76
每股净资产	5.48	9.77	11.31	14.00	17.68
每股销售收入	15.19	19.48	25.03	31.52	39.19

资料来源：光大证券、上市公司

## 分析师声明

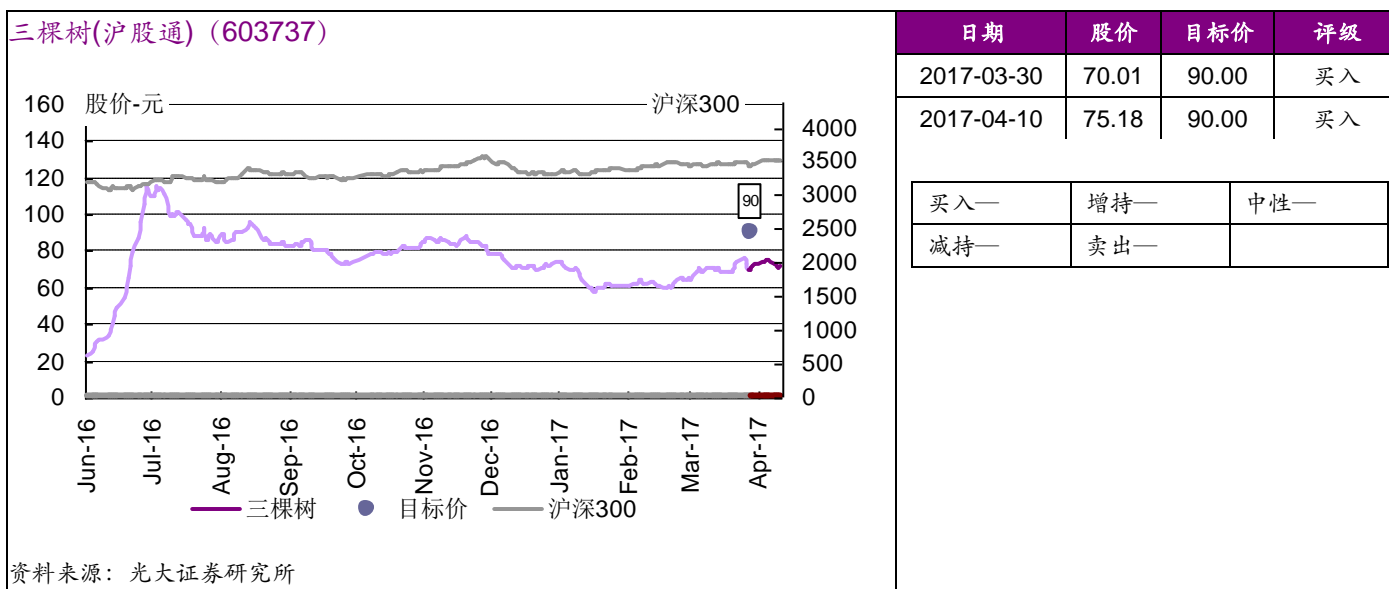
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 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。

## 投资建议历史表现图



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