

千亿墙面漆市场，海阔凭鱼跃

公司动态

◆墙面漆市场空间大，三棵树墙面漆有品牌优势：

三棵树拳头产品为墙面漆。保守测算，我国墙面漆市场规模在1400亿-2000亿。若考虑腻子等辅材，则规模更大。随着存量建筑面积上升，重涂频率逐步提高，市场空间持续扩大。墙面漆CR8市占率约10%。三棵树16年墙面漆收入规模达14.7亿元，与嘉宝莉相仿。推断其墙面漆销售规模应处行业前列，为民族墙面涂料品牌龙头企业之一。

◆行业集中度趋势提升，品牌涂料有大机会：

墙面漆实际市场规模大于行业协会公布规模以上企业产量数据，主要在于涂料行业较为分散，作坊式企业较多。随着消费升级及环保标准提升，行业集中度趋势提升，品牌涂料大有可为：1) 消费升级的背景下，用户倾向于采购有品牌影响力的涂料产品，而墙面漆支出占消费者装修成本比重较低，品牌涂料低端产品与杂牌涂料价格差距并不大。2) 产品标准提升，尤其是VOC限制趋严加速行业优胜劣汰。2016年，仅浙江省关停约200多个项目，其中有40多个产能规模仅为百吨的水性涂料作坊。

◆渠道为其护城河，涂料界“OPPO”或将诞生：

2B端，公司产品为多个知名地产商所认可，近期已与恒大签署5年20亿框架采购协议。2C端，公司终端渠道约有1.6万家，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。三棵树的渠道及品牌优势叠加行业集中趋势提升的大背景，三棵树或上演“OPPO”式逆袭。

◆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%	49.16%	36.98%
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%	20.66%	22.42%
P/E	56	48	33	22	16
P/B	12	7	6	5	4

买入(维持)

当前价/目标价：66.44/90.00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

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

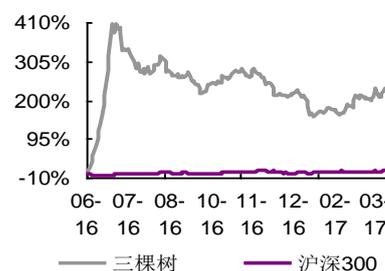
联系人

胡添雅
021-22169106
hutianya@ebsec.com
师克克
021-22169158
shikk@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)：1.00
总市值(亿元)：66.44
一年最低/最高(元)：22.95/118.50
近3月换手率：62.14%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.27	6.72	0.00
绝对	-11.05	4.50	0.00

相关研报

营收高增速释放利润弹性，成本影响偏短期
.....2017-04-25
乘三四线城市春风，品牌及渠道铸就护城

墙面漆市场空间为核心问题

我们已在深度报告《乘三四线城市春风，品牌及渠道铸就护城河》中详细阐述了涂料行业的竞争格局以及三棵树成长路径。在与市场交流过程中，我们发现，由于三棵树拳头产品为墙面漆，对于墙面漆市场空间认识的分歧将直接影响对三棵树中长期成长性的判断。而目前市场对墙面漆（建筑涂料的一种）这一细分市场规模尚未有相对精准的推算，本篇报告将主要讨论此问题。

市场质疑，参照涂料行业公布的建筑涂料产量 600 万吨，对应市场规模仅为 500 亿左右。以立邦中国 100 亿左右、阿克苏诺贝尔（多乐士）50 亿左右建筑涂料销售规模推算，前两大巨头市占率已达 30%。这一行业竞争格局不利于公司长期成长。然而据我们保守推算，我国仅墙面漆这一细分市场领域空间可达 1400 亿-2000 亿，细分领域 CR8 仅为 10%。墙面漆领域，三棵树仅次于立邦、多乐士，与威士伯（华润漆）和嘉宝莉销售规模相若。若三棵树墙面漆销售增速维持高位，其有望于 2017 年末排名上升至墙面漆领域第三位。凭借品牌及渠道优势，三棵树有望实现弯道超车，上演涂料界“OPPO”式逆袭。

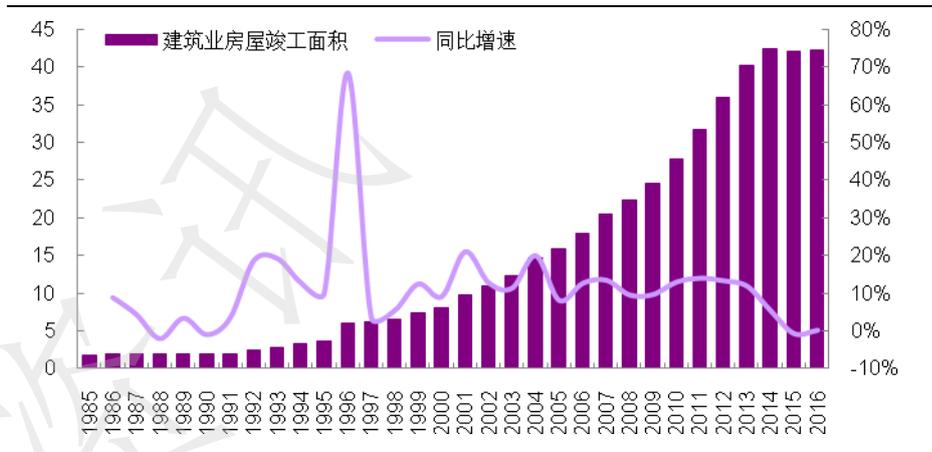
墙面漆下游需求稳定，变量在于重涂市场

建筑新竣工需求相对稳定

墙面漆下游需求主要来自于房屋新装修或重装修。房屋新装修主要与年新竣工面积相关；重装修主要与存量房屋竣工面积及重装频率相关。

2016年，我国建筑业房屋竣工面积为42.2亿平方米。近年来，建筑业竣工面积大体维持稳定，预计未来1-2年可维持在40亿平方米左右竣工面积。

图1：建筑业房屋竣工面积（亿平方米）

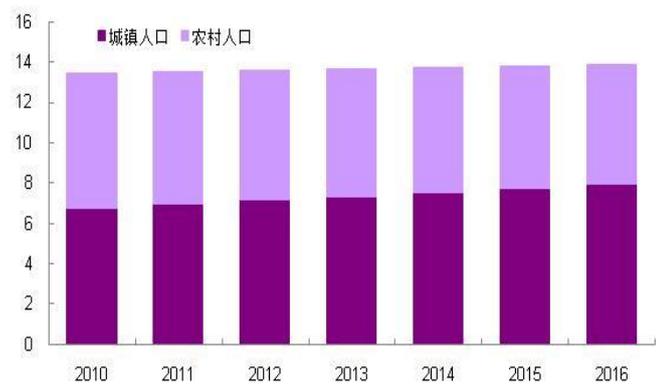


资料来源：国家统计局，Wind

“建筑业房屋竣工面积”统计口径指具有建筑业资质的企业竣工的房屋面积，此部分数据忽视了农村地区自建房竣工面积。根据《建筑法》、《建筑工程质量管理条例》、《关于加强村镇建设工程质量安全管理的若干意见》等法律法规规定，对于村庄建设规范范围内的农民自建两层（含两层）以下住宅不适用《建筑法》。换言之，农村自建低层住宅（两层及以下）不需要建筑资质。从实际情况来看，多数农村自建房为业主直接发包给个人或施工队，此部分自建房面积并未纳入“建筑业房屋竣工面积”统计口径。

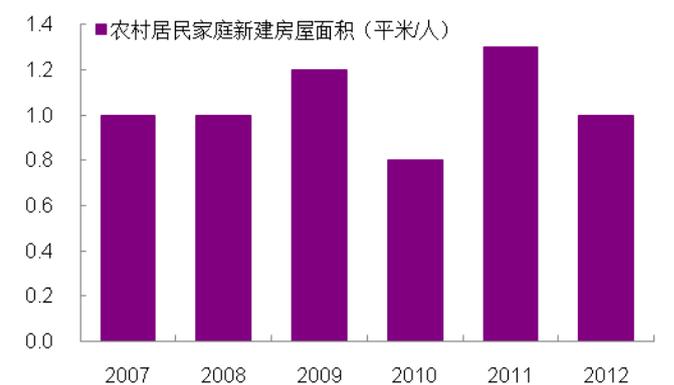
历史上看，农村家庭人均年新建房屋面积为1平方米左右。由于目前农村人口约5.9亿，推算得出农村自建房年均新竣工面积约为6亿平方米（仅考虑住宅）。

图 2：我国人口结构（亿人）



资料来源：国家统计局

图 3：农村居民家庭人均新建房屋面积（平米/人）



资料来源：国家统计局

综合考虑建筑业房屋竣工面积以及农村自建房面积，测算得出每年约有 48 亿平方米房屋竣工（住宅及其他房屋），此为墙面漆较为稳定的需求来源。

表 1：年新竣工建筑面积

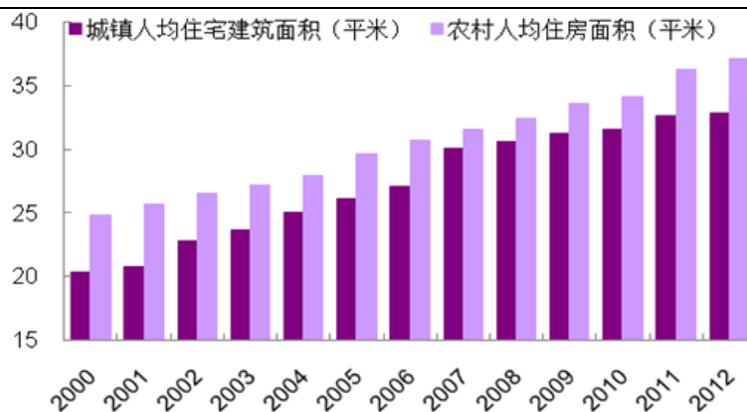
	年新竣工房屋面积	备注
建筑业房屋竣工面积	42 亿平方米	指有建筑资质企业竣工面积
农村自建房	6 亿平方米	仅考虑农村自建住宅
合计	48 亿平方米	

资料来源：国家统计局，Wind，光大证券研究所

年均重涂需求弹性大

自有统计数据（1985）以来至今，累计建筑业房屋竣工面积约为 470 亿平方米。以农村常住人口 5.9 亿以及人均住房面积 40 平米推算（以年均新增 1 平米推算得出），农村自建房存量面积（仅考虑住宅）达 240 亿平米。农村存量自建房面积应被低估，主要在于农村人口统计口径为常住人口，而人均住房面积则对应户籍人口。

图 4：城镇及农村人均住宅建筑面积



资料来源：国家统计局

注：人均住宅建筑面积=住宅建筑面积/居住人口（居住人口指报告期末与住宅统计口径一致的、当地公安部门统计的户籍人口）

二次装修需求目前没有相对精准的测算方式，只能通过存量竣工面积以及重涂频率进行推算。假设建筑业竣工房屋以 10 年为重涂周期，农村自建房以 15 年为重涂周期，则重涂建筑面积约为 63 亿平米。

表 2：重涂建筑面积测算

项目		建筑业	农村自建房（住宅）
存量竣工面积（亿平米）		470	240
重涂需求 （亿平米）	每 5 年重涂	94	48
	每 10 年重涂	47	24
	每 15 年重涂	31.3	16
	每 20 年重涂	23.5	12

资料来源：国家统计局，Wind，光大证券研究所

注：建筑业年竣工面积数据自 1985 年起公布，之前竣工面积未纳入统计

注：农村自建房（住宅）由农村人口 x 农村人均住房面积得出，此处农村人口指常住人口，而人均住房面积则使用户籍人口为基数。

随着存量建筑面积逐步增多以及消费升级带来重装修频率提高，年均重涂面积将持续攀升。

推算墙面漆年市场规模超千亿

内墙漆市场规模千亿左右

建筑面积一般大于使用面积。以商品房为例，成套房屋的建筑面积=套内建筑面积+分摊的公用建筑面积。在实际情况中，公用区域如楼梯、楼梯间等区域墙面也会有墙面涂料覆盖，因此在计算墙面漆涂料用量时，我们粗略地将建筑面积等同于使用面积。

在施工作业中，滚涂法或喷涂法对应的涂料消耗量不同。喷涂作业因其施工进度较快、手感光滑细腻且较为平整。在人工成本刚性上升的大背景下，未来喷涂法作业占比将逐步提高。

通常情况下，每 100 平方米的使用面积涂刷面积为 300 平方，常规滚涂 1 底 2 面（3 遍）使用涂料约 66L，每升约 1.4 公斤，折用量总计约 92 公斤。参考三棵树官网用漆量计算表，取内墙漆 90 公斤每 100 平方米使用面积。喷涂法较滚涂法用量多约 30%。**注：行业经验表明，我国内墙乳胶漆约占到整个内墙装饰 85% 以上。**

表 3：内墙墙面漆需求量测算

	备注	假设 1	假设 2
年均新增房屋面积（平方米）	含农村自建房（住宅）	48	48
存量房重涂面积（平方米）	假设 1：城市重涂频率 10 年、农村重涂频率 15 年 假设 2：城市重涂频率 5 年、农村重涂频率 10 年	63	118
每 100 平方米使用面积内墙漆用量（kg）	参考行业经验及三棵树官网用漆量计算表	90	90
滚涂法年均内墙漆需求量（万吨）		999	1494
喷涂法年均内墙漆需求量（万吨）	喷涂法较滚涂法用量多约 30%	1299	1942

资料来源：三棵树官网，国家统计局，光大证券研究所

内墙漆市场规模受重涂频率影响较大，若以城市重涂频率 10 年、农村重涂 15 年为计，则年内墙漆需求量约为 1000 万吨-1300 万吨；若以城市重涂频率 5 年、农村重涂频率 10 年为计，则内墙漆需求量为 1500 万吨-2000 万吨。

表 4：内墙漆年均市场规模（批发端）

项目	假设 1	假设 2
家装墙面漆批发均价（元/吨）	7000	7000
滚涂法对应市场规模（亿元）	700	1045
喷涂法对应市场规模（亿元）	910	1360

资料来源：三棵树，光大证券研究所

目前内墙漆批发价格不一，若以三棵树内墙漆批发均价 7 元/公斤为计，则在不考虑腻子等辅料消耗情况下，内墙漆年均市场规模至少在 700 亿以上。

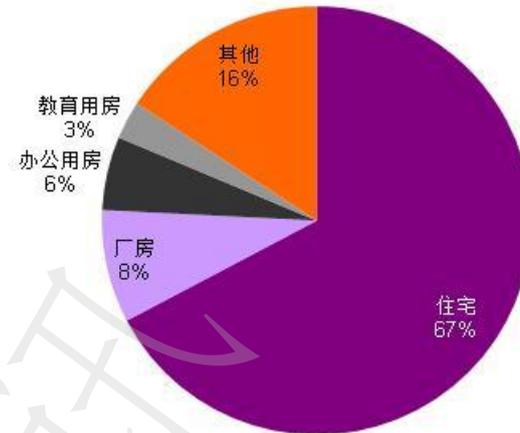
外墙漆市场规模亦近千亿

外墙装饰有涂料、石材、铝板及玻璃幕墙等诸多材料。在考虑外墙涂料

潜在需求量中，主要考虑住宅类竣工面积，主要在于住宅类建筑使用涂料的比例较高，而办公建筑、商业建筑有相当一部分会采用其他外墙材质。

2016 年建筑业竣工面积约为 42.2 亿平方米，其中住宅类竣工面积 28.4 亿平方米，占比接近 67%。若考虑农村新建自建房，则外墙涂料对应潜在需求竣工面积应为 34.4 亿平方米。

图 5：截至 2016 年末建筑业竣工面积按用途分布



资料来源：国家统计局，Wind

通常情况下，外墙漆使用寿命应在 20 年左右。不过由于外墙产权不太明晰，因此重涂频率较难判断，此次暂不考虑外墙重涂问题。

表 5：外墙涂料需求量测算

	数值	备注
建筑面积 (亿平方米)	34.4	未考虑重涂
外墙面积系数	90%	住宅建筑外墙面积 (扣除门窗等) 约等于建筑面积的 90%。
外墙面积	31	
每平方米外墙涂料用量 (kg/平方米)	4	参考真石漆每平方米用量 (每平方米刷两遍)
外墙涂料需求量 (万吨)	1240	不考虑底漆、罩漆及腻子等辅材

资料来源：光大证券研究所

在不考虑罩漆、底漆及腻子等辅材的情况下，以真石漆用量为基数，推算年新竣工住宅所需外墙涂料约 1240 万吨。注：水包水 (仿石漆)、氟碳漆等外墙涂料虽然每平方米重量较小，但是单价较高，折合每平方米成本与真石漆相仿或更贵。

表 6：外墙涂料市场规模测算 (批发端)

项目	数值	备注
外墙涂料需求量 (万吨)	1240	
均价 (元/吨)	5500	采用三棵树 16 年均价
市场规模 (亿元)	680	

资料来源：光大证券研究所

基于外墙涂料需求量，参考三棵树自产墙面漆均价，推算外墙墙面漆市场规模可达 700 亿元。如果考虑重涂、非住宅建筑以及基建等应用场景，则外墙涂料规模亦近千亿。

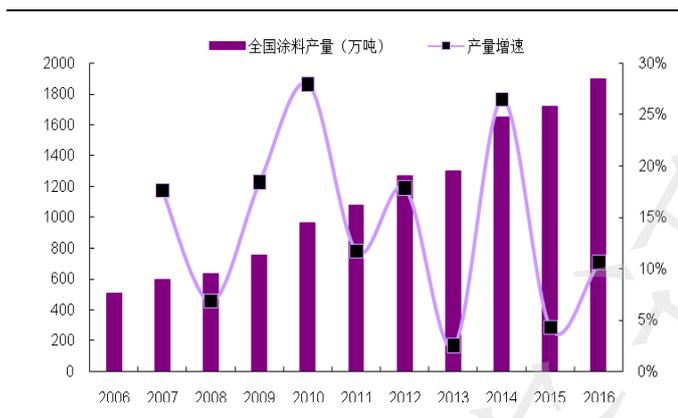
注：此部分推算主要的误差在于 1) 住宅外墙装饰并不会全部采用涂料（市场规模或被高估）；2) 未考虑现有建筑重涂情况（市场规模或被低估）；3) 办公楼、教育用房等其他建筑外墙装饰中亦有相当比例会采用涂料（市场规模或被低估）；5) 目前基建项目中，墙面采用涂料覆盖保护的比例越来越高，而基建项目目前未纳入统计（市场规模或被低估）6) 未考虑底漆、罩漆以及腻子等辅料使用情况（市场规模或被低估）。

三棵树墙面漆规模处行业前列

墙面漆测算规模与行业数据差异较大

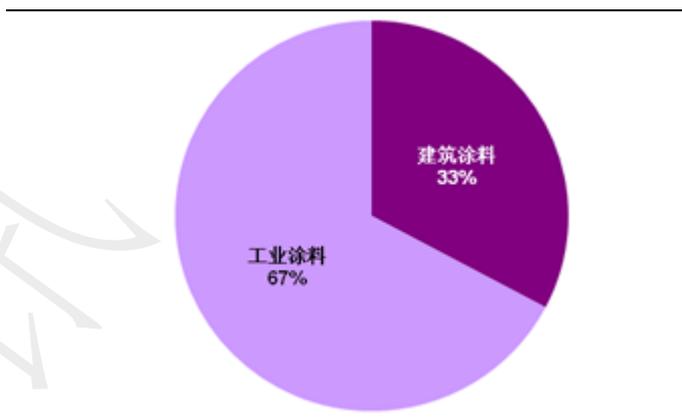
据国家统计局统计，2016 年我国涂料行业规模以上企业总产量达 1900 万吨，其中建筑涂料占比约 30%。建筑涂料包含墙面漆、防水涂料、地坪涂料和功能性涂料。而据上文测算，仅墙面漆用量就远大于行业建筑涂料产量。

图 6：我国涂料年产量（万吨，左侧）及增速



资料来源：Wind

图 7：建筑涂料产量占比约 30%



资料来源：Wind，国家统计局

测算结论与行业数据差异较大的原因在于行业数据仅统计了规模以上涂料企业产量。但现实情况中，涂料行业尤其是建筑涂料行业集中度低，存在较多小作坊式的企业。此类作坊企业年产仅数百吨规模，未纳入行业统计范围。

图 8：涂料小作坊



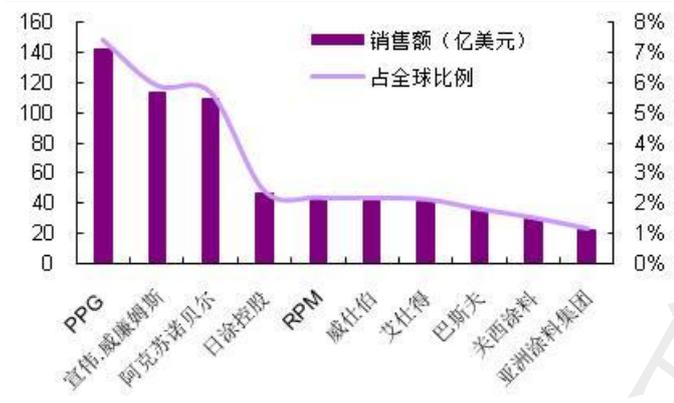
资料来源：中国山东网

根据我们对墙面漆市场实际需求量的推算，我国墙面漆规模以上企业产量或仅占行业实际产量不到 1/3。随着供给侧改革以及消费升级，行业集中度将逐步提高。

三棵树墙面漆应处行业前列

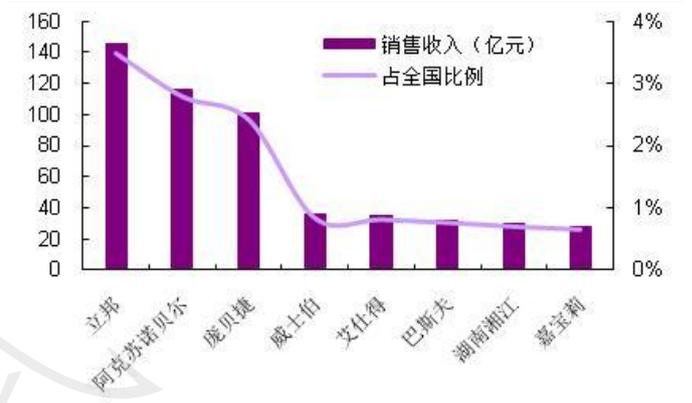
我国涂料行业属于完全竞争行业，企业数量众多，与全球涂料行业比，集中度较低。2015 年我国 CR8 为 12.5%，全球涂料行业 CR10 为 29.8%。

图 9：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 10：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

三棵树处墙面漆品牌前列。涂料行业前八大企业中，立邦建筑涂料占比最高（含防水涂料、功能性涂料、地坪涂料等），阿克苏诺贝尔建筑涂料占比次之，威士伯前期通过收购华润漆扩大中国市场规模，而庞贝捷、艾仕得、巴斯夫、湖南湘江关西涂料的中国市场产品主要为工业涂料或交通涂料。嘉宝莉收入结构中墙面漆占比约为 40%。

据此推算，涂料行业 CR8 在墙面漆领域市占率占比不到 10%。其中，三棵树墙面漆销售规模上升较快，其在墙面漆领域销售规模目前排名应仅次于立邦、阿克苏诺贝尔，与威士伯（华润漆）、嘉宝莉相仿。

墙面漆行业集中度趋势提升，三棵树有大机会

墙面漆市场空间较大，行业集中度依旧较低。在消费升级以及环保限产的大背景下，品牌涂料现阶段增长空间不在于行业增速而在于对杂牌涂料市场的替代。

集中度提升源于环保以及涂料产品标准提升：环保法规及产品标准的提升加速行业优胜劣汰。产品标准上对 VOC 排放限制愈发严格，水性涂料为政策鼓励方向。部分溶剂型墙面漆产品则被列入淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录，如聚乙烯醇及其缩醛类内外墙涂料(106、107 涂料等)、多彩内墙涂料(树脂以硝化纤维素为主，溶剂以二甲苯为主的 O/W 型涂料)、氯乙烯-偏氯乙烯共聚乳液外墙涂料、聚醋酸乙烯乳液类(含乙烯/醋酸乙烯酯共聚物乳液)外墙涂料。

表 7：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改正之日的次日起，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

2016年，浙江省关停涂料项目及企业达200余个，其中约有40多个为水性涂料企业。关停的水性涂料企业或项目普遍规模较小、技术水平较低，产能以150吨到1000吨规模居多。

消费升级促品牌企业影响力提升：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，而三棵树中高端产品采购费用也仅为3000元左右。

表8：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9：内墙面刷乳胶漆人工费用测算（采用2016年4季度报价）

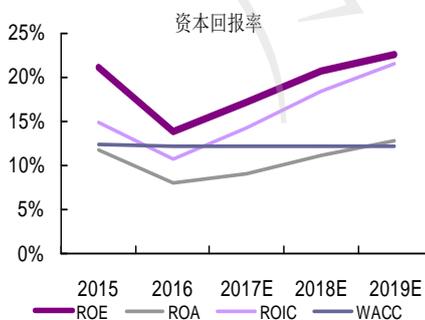
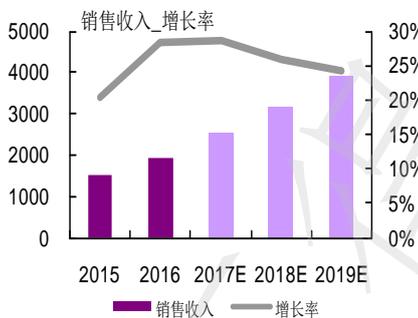
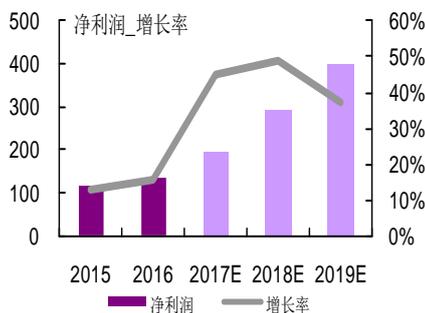
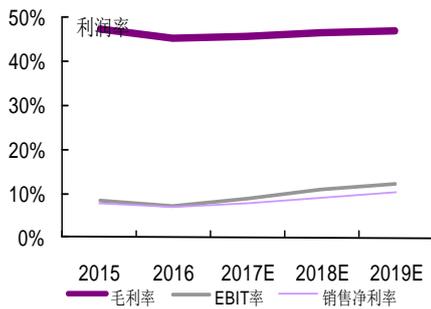
地区	人工费用（元/平米）	总人工支出（元）
北京	13.03	5473
上海	19.35	8185
长春	11.14	4746

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

三棵树有大机会：我国墙面漆市场规模超千亿，且目前细分市场集中度较低。在涂料集中度趋势提升的背景下，作为民族墙面漆品牌龙头，三棵树的成长性将穿越房地产产业链周期，演绎市占率提升乃至弯道超车的大故事。看好三棵树凭借其在三四线城市及农村市场的渠道布局，上演涂料界“OPPO”式逆袭。（对于三棵树成长性分析，参见深度报告《乘三四线城市春风，品牌及渠道铸就护城河》）



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1519	1948	2503	3152	3919
营业成本	799	1065	1355	1676	2077
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
营业利润	127	142	218	339	474
利润总额	155	169	245	366	501
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	115.51	133.66	194.08	289.49	396.56

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	985	1703	2155	2613	3124
流动资产	446	817	1170	1523	1943
货币资金	163	159	268	337	419
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	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	202	250
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
总负债	437	726	1024	1212	1355
无息负债	362	585	731	898	1105
有息负债	75	140	292	314	250
股东权益	548	977	1131	1401	1769
股本	75	100	100	100	100
公积金	49	369	371	371	371
未分配利润	424	508	660	930	1297
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	214	58	169	256	356
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	162	191	219
其他	120	-316	-259	-302	-342
投资活动产生现金流	-83	-409	-172	-183	-176
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
融资活动现金流	-50	356	111	-4	-98
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
净现金流	80	5	108	69	82

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
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%	49.16%	36.98%
EBITDA 增长率	24.14%	10.50%	70.20%	44.73%	32.79%
EBIT 增长率	24.62%	11.62%	67.12%	56.93%	38.72%
估值指标					
PE	58	50	34	23	17
PB	12	7	6	5	4
EV/EBITDA	31	38	23	16	12
EV/EBIT	41	50	30	19	14
EV/NOPLAT	55	63	38	24	17
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	8	7	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	47.42%	45.34%	45.87%	46.82%	47.00%
EBITDA 率	10.83%	9.33%	11.80%	13.56%	14.48%
EBIT 率	8.35%	7.27%	8.90%	11.09%	12.37%
税前净利润率	10.18%	8.67%	9.80%	11.61%	12.79%
税后净利润率 (归属母公司)	7.61%	6.86%	7.75%	9.18%	10.12%
ROA	11.73%	7.85%	9.01%	11.08%	12.70%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.08%	13.68%	17.16%	20.66%	22.42%
经营性 ROIC	14.81%	10.56%	14.22%	18.28%	21.36%
偿债能力					
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	3.87	4.46	7.07
有形资产/有息债务	10.88	10.95	6.82	7.84	11.90
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
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	2.56	3.56
每股自由现金流(FCFF)	1.12	-2.35	-0.10	0.66	1.75
每股净资产	5.48	9.77	11.31	14.01	17.69
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

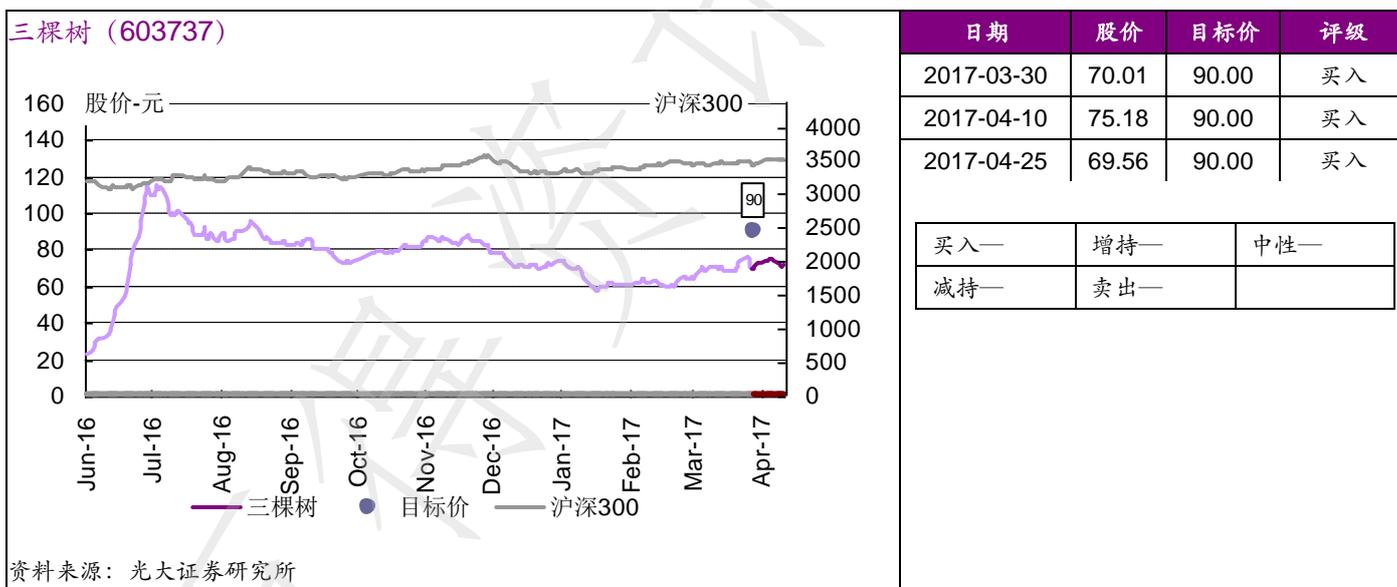
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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

上海市新闻路 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	
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingke@ebscn.com	
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com	
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com	
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebscn.com	
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com	
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com	
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com	
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
		梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com	
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebscn.com	
张彦斌		010-58452040	18614260865	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	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	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	