

大客户战略显成效，营收逆势增长

——三棵树（603737）深度报告

2016年10月18日

推荐

三棵树

深度报告

报告摘要：

三棵树主营业务为墙面涂料、木器涂料以及胶粘剂。作为民营涂料公司的优秀代表，2015年三棵树实现营业收入15.2亿元，其中家装墙面漆、工程墙面漆和家装木器漆是公司最核心的产品。

- ◆三棵树近年来克服宏观环境的不利影响，保持较快的收入增速，市场份额稳步提升，盈利能力平稳增长。2013至2015年我国房屋新开工面积增速放缓，导致墙面漆市场需求不旺。公司积极改变经营策略，通过扩大直销比例、加强与大型地产公司的战略合作，实现了营业收入逆势增长。2013至2015年公司收入年均复合增长率达33.80%。
- ◆墙面漆产能利用率超100%，高端产品比例提升。2015年公司墙面漆产能利用率超过100%，表明公司墙面漆产品获得了市场的广泛认可。公司墙面漆销售收入中，中高端产品销售额占比呈现上升的趋势，核心业务工程墙面漆中高档销售比例游2013年的77.18%上升到了2015年的89.09%。
- ◆未来我们认为公司将继续推行大客户直销战略，工程墙面漆将是公司最重要的增长点。2017年公司新增8万吨墙面漆产能，消除产能瓶颈。同时，我们判断未来几年公司的毛利率将稳定在45%-50%区间，销售费用率、财务费用率的下降将成为公司提升业绩的另一个主要动力。

公司盈利预测及投资评级：

- ◆我们预计公司2016-2018年营业收入分别为17.03亿、19.9亿和23.3亿元，归母净利润分别为1.48亿、1.72亿以及2.16亿元，复合增长率达25.81%，对应EPS分别为1.48元、1.80元和2.31元，对应PE分别为53.4、43.9和34.2倍。公司于今年6月登陆A股市场，目前享受了市场给予的较高新股溢价。短期看公司股价存在回调压力。从中长期角度看，公司未来营业收入及归母净利润保持高速增长的概率较大，上市之后公司借助资本市场平台有望进一步增加产能、扩大市场份额，同时提升品牌知名度。首次覆盖，给予“推荐”评级。

财务指标预测

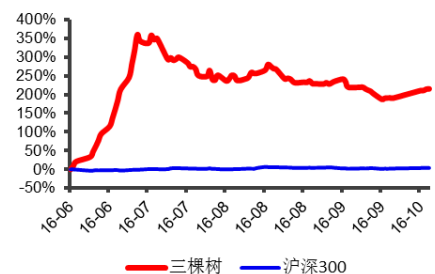
指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,262	1,519	1,703	1,985	2,325
增长率(%)	28.5%	20.3%	12.1%	16.5%	17.1%
净利润(百万元)	102.7	115.5	148.3	180.2	231.2
增长率(%)	2.6%	12.5%	28.4%	21.5%	28.3%
净资产收益率(%)	22.2%	21.1%	15.2%	16.5%	18.7%
每股收益(元)	1.37	1.54	1.48	1.80	2.31
PE	57.7	51.4	53.3	43.9	34.2
PB	12.8	10.8	8.1	7.3	6.4

梁博	liangbo@dxzq.net.cn
021-25102840	S1480512060006
杨若木	yangrm@dxzq.net.cn
010-66554032	S1480510120014
杨行远	yangxy@dxzq.net.cn
010-66554024	S1480115060007
廖鹏飞	liaopf@dxzq.net.cn
010-66554121	S0100115090039
刘宇卓	liu_yz@dxzq.net.cn
010-66554015	S0080114090019

交易数据

52周股价区间(元)	16.06-117.85
总市值(亿元)	78.01
流通市值(亿元)	19.50
总股本/流通A股(万股)	100/25
流通B股/H股(万股)	/
上市来日均换手率	9.52%

上市以来股价走势图



资料来源: wind

相关研究报告

目 录

1. 三棵树, 涂料市场后起之秀	4
1.1 聚焦墙面漆, 营收持续增长	4
1.2 主营业务突出、墙面漆产销率超 100%	4
1.3 已有两大生产基地, 未来产能、销售网络将全国布局	5
1.4 大股东持股比例较高	5
2. 我国涂料市场增速放缓, 企业间竞争将加剧	6
2.1 我国涂料市场增速放缓	6
2.2 我国建筑涂料需求趋于稳定	7
2.3 我国木器漆市场已步入成熟阶段	8
2.4 政策、法律法规助力水性涂料成趋势	8
2.5 企业间竞争加剧利于优势企业提升市场份额	9
3. 涂料市场集中度低, 品牌产品市场份额有望提升	9
3.1 集中度低是我国涂料市场现状	9
3.2 三棵树产量占比提升	10
4. 主营业务逆势快速增长, 工程墙面漆成增长点	10
4.1 主营业务收入逆势快速增长	10
4.2 工程墙面漆业绩可期	11
4.3 募投项目将缓解墙面漆产能压力	12
4.4 墙面漆高端化、木器漆低端化	13
4.5 低杠杆、高毛利率显眼, 净利率下滑	14
4.6 高销售费用和管理成本阻碍公司盈利	15
5. 直销占比上升, 大客户助升业绩	16
5.1 直销占比、毛利率齐升	16
5.2 大客户销售占比提升	16
6. 原材价格稳定, 公司价格风险转移能力强	17
6.1 近年来主要原料价格稳定	17
6.2 公司从容应对原材料和产品价格波动	18
7. 盈利预测及估值	18

表格目录

表 1: 2015 年来我国涂料相关环保法律法规梳理	9
表 2: 我国涂料行业集中度低	10
表 3: 公司高、中、低档产品分类	13
表 4: 公司盈利预测表	21

插图目录

图 1: 三棵树主要产品类别	4
----------------------	---

图 2: 公司主营业务收入.....	4
图 3: 2015 年公司产能及产能利用率.....	5
图 4: 公司主要股东及子公司.....	5
图 5: 2001-2015 年我国涂料产量及增速.....	6
图 6: 我国涂料产量与 GDP 具有强相关性.....	6
图 7: 我国涂料产量与房地产具有强相关性.....	6
图 8: 根据竣工建筑面积估算墙面漆使用量.....	7
图 9: 我国墙面漆需求量估算值增速下滑.....	7
图 10: 2000-2015 年我国房屋竣工、施工、新开工面积及增速.....	8
图 11: 我国木制家具行业不断萎缩.....	8
图 12: 三棵树涂料产量占行业总产量比重上升.....	10
图 13: 近年同类上市公司涂料销量及其增长率.....	11
图 14: 三棵树、嘉宝莉墙面漆销量占比.....	12
图 15: 三棵树产销率.....	12
图 16: 三棵树产能利用率.....	12
图 17: 年产八万吨水性涂料扩建项目募集资金使用进度计划.....	12
图 18: 自产工程墙面漆高端化趋势明显.....	14
图 19: 家装墙面漆中档及以上销售比重小幅波动.....	14
图 20: 家装木器漆低端化趋势明显.....	14
图 21: 公司负债率较低.....	14
图 22: 公司毛利率高于同行.....	14
图 23: 公司营业利润率不具明显优势且波动较大.....	15
图 24: 公司净利润率下滑.....	15
图 25: 公司销售费用占营业收入比例较高且不断上升.....	15
图 26: 公司管理费用占营业收入比例较高且有上升趋势.....	15
图 27: 直销成为公司未来发展方向.....	16
图 28: 直销毛利率上升并超过经销毛利率.....	16
图 29: 大客户提升公司营业收入.....	17
图 30: 2013-2015 年各原材料成本占主营业务成本比例图.....	17
图 31: 近年来原材料价格相对稳定.....	17
图 32: 工程墙面漆成本、售价对毛利率变动影响.....	18
图 33: 家装墙面漆成本、售价对毛利率变动影响.....	18
图 34: 家装木器漆成本、售价对毛利率变动影响.....	18
图 35: 净资产收益率维持较高水平.....	19
图 36: 杜邦分析.....	19
图 37: 销售费用率偏高, 财务费用率下行.....	19
图 38: 墙面漆业务产能投放带动收入增长.....	20

1. 三棵树，涂料市场后起之秀

1.1 聚焦墙面漆，营收持续增长

三棵树主营业务为墙面涂料、木器涂料以及胶粘剂的研发、生产和销售。墙面涂料可分为面向以家庭消费者为主的**家装墙面漆**和面向以地产公司、建筑工程公司等企业为主的**工程墙面漆**。木器涂料可分为面向以家庭消费者为主的家装木器漆和面向家具、门窗等木制品生产企业为主的工业木器漆。

三棵树将“健康、绿色”的理念贯穿在产品的研发和制造过程中，聘请了诺贝尔化学奖得主杰马里·莱恩教授为首席顾问，与杜邦、巴斯夫、陶氏和中科院等开展前瞻性多领域合作，产品的外墙抗污性、耐候性、耐久性、保色性、节能型、低碳环保等指标均处于国内领先地位。

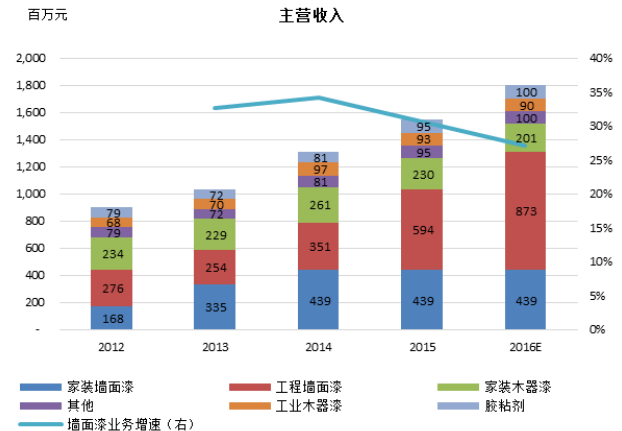
2015年，三棵树实现营业收入15.2亿元，其中家装墙面漆、工程墙面漆、家装木器漆和工业木器漆在公司主营业务收入中的占比合计达90%以上，是公司最核心的产品。2013年至2015年公司营业收入呈快速成长态势，年均复合增长率达23.97%。

图 1：三棵树主要产品类别



资料来源：公司主页，东兴证券研究所

图 2：公司主营业务收入



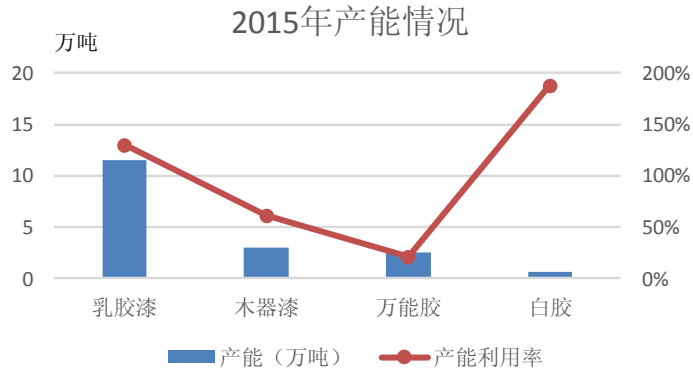
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

1.2 主营业务突出，墙面漆产销率超 100%

公司目前主要有两种生产车间，一种是乳胶漆生产车间，主要生产墙面漆，一种是木器漆生产车间，主要生产木器漆。截至2015年底，公司总产能约17.6万吨，总产量约23.6万吨，综合产能利用率为134%。按产品类别分，乳胶漆（主要产品为墙面漆）的产能利用率为130%，处于满负荷生产状态。木器漆和万能胶的产能利用率较低，分别为61%和21%，这两块业务占总收入的占比也在不断下降。白胶业务收入规模小，虽然产能利用率高达188%，但对公司收入和利润的影响较小。

我们认为公司核心业务墙面漆产销情况较好，产能利用率稳定在100%以上，在当前的发展趋势下，公司需要扩充产能，以满足下游需求，提升市场占有率。

图 3: 2015 年公司产能及产能利用率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

1.3 已有两大生产基地, 未来产能、销售网络将全国布局

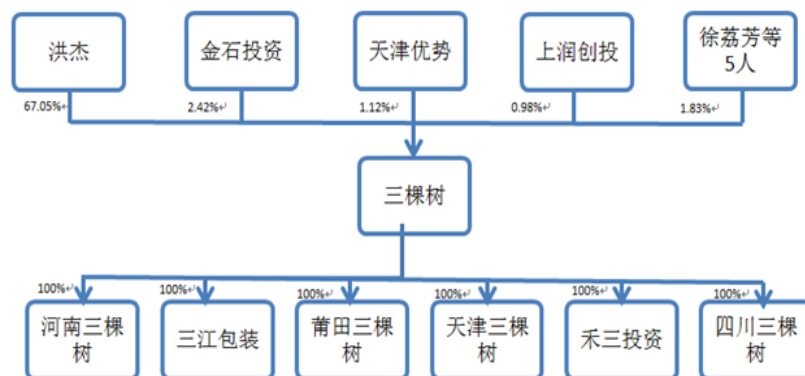
公司生产基地位于福建莆田以及天津。除了福建莆田和天津两个生产基地之外, 子公司河南三棵树和四川三棵树两个生产基地目前处于基建阶段, 建成之后公司将实现南、北、中、西 4 个生产基地的布局, 产能分布将更加合理。

公司目前也只有莆田和天津两个物流配送中心, 江苏连云港、湖北武汉以及辽宁营口三个物流配送中心正在建设中。随着其他三个物流配送中心的建设, 未来公司产品辐射面积将会增加, 产品运输成本也将会降低。

1.4 大股东持股比例较高

截至 2016 年 6 月, 公司实际控制人为自然人洪杰。三棵树全资子公司有莆田三棵树、天津三棵树、三江包装、河南三棵树、四川三棵树等六家公司。其中四川三棵树以及河南三棵树目前均处于基建阶段, 尚未开展经营活动。

图 4: 公司主要股东及子公司



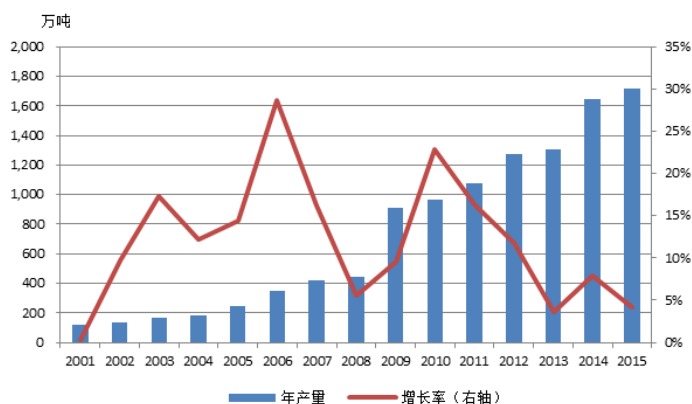
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 我国涂料市场增速放缓, 企业间竞争将加剧

2.1 我国涂料市场增速放缓

从历史数据看, 我国涂料市场增长率波动较大, 具有一定的周期性, 目前处于下行周期中。最近三年行业整体增长率在 0-7% 区间内小幅波动。如果以相邻波峰作为一个周期, 该周期为 3-4 年; 如果以相邻波谷为一个周期, 该周期为 4-5 年。

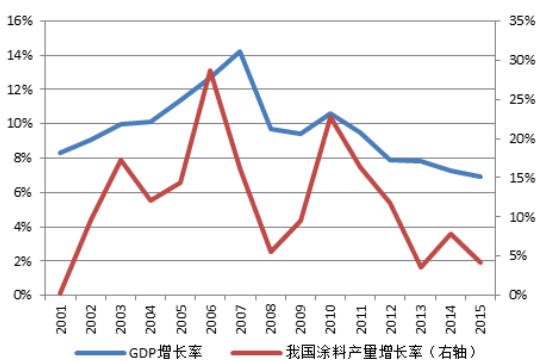
图 5: 2001-2015 年我国涂料产量及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

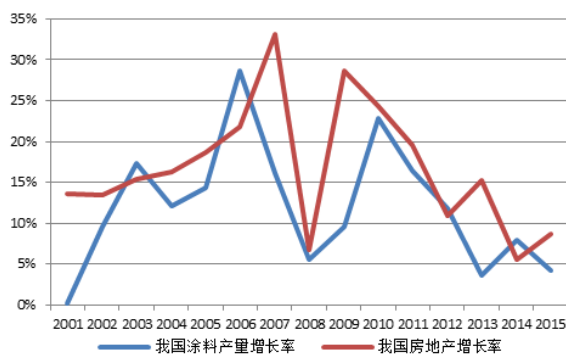
另一方面, 我国涂料产量增速与 GDP 增速和房地产增速关联性均较强, 相关系数分别为 0.71 和 0.54。我们认为, 随着结构性改革进一步的深入, 越来越多的落后产能被淘汰, 未来我国经济增速很有可能维持现有水平, 或进一步下降, 同时我国房地产泡沫依旧存在, 行业不确定性越来越大。我国涂料产量与 GDP 的强相关性某种程度上预示着, 我国涂料产量未来很可能也会维持现有较低增速, 甚至可能萎缩。从宏观层面上看, 我们预计行业内部企业间竞争将加剧。

图 6: 我国涂料产量与 GDP 具有强相关性



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 7: 我国涂料产量与房地产具有强相关性



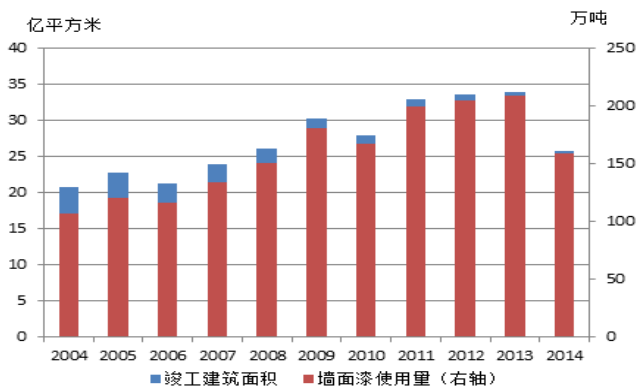
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.2 我国建筑涂料需求趋于稳定

我国建筑涂料中使用最广泛的是墙面漆 (建筑涂料), 目前没有相关的权威数据, 但是可以根据历年竣工建筑面积以及其内外涂料比例等数据来估算近年来我国墙面漆需求量。

根据估算, 2011年后我国建筑涂料需求量增速开始不断下降, 2012年和2013年维持低于3%的速度增长, 而到了2014年, 我国墙面漆涂料需求量约为158.93万吨, 同比下降了23.81%。

图 8: 根据竣工建筑面积估算墙面漆使用量



资料来源: 国家统计局及《性能、功能和环保: 建筑涂料行业 2013 年回顾及展望》, 东兴证券研究所

图 9: 我国墙面漆需求量估算值增速下滑



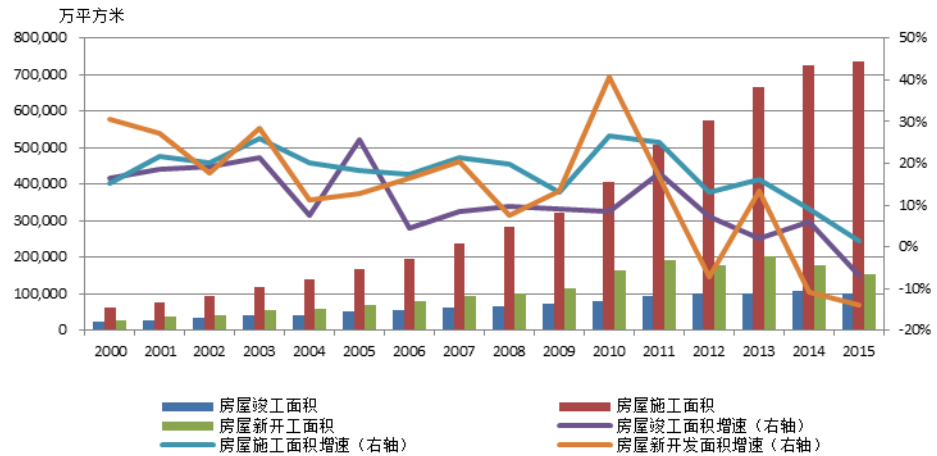
资料来源: 国家统计局及《性能、功能和环保: 建筑涂料行业 2013 年回顾及展望》, 东兴证券研究所

同时我们也可以根据我国过去房屋竣工、施工、新开工面积数据预测未来我国建筑涂料行业发展趋势。进入 21 世纪后, 我国房屋建筑面积经历了一个高速增长期, 而 2011 年后, 由于受到包括国家政策以及经济周期的影响, 我国房屋竣工、施工、新开工速度均明显下降, 新开工面积增速在 2014 年和 2015 年两个年度内均为负; 房屋竣工面积在 2015 年也负增长。

房屋新开发面积对房屋竣工面积的影响, 大概有两年左右时间的“延滞”, 也就是说 2013 年到 2015 年房屋新开发面积的增速放缓, 预示着 2015 到 2017 房屋竣工面积也可能难以实现明显增长。

我们预测未来一到两年内, 我国建筑涂料市场整体处于低速增长期。建筑涂料市场的竞争将进一步加剧, 企业之间将出现分化, 优秀企业有望在激烈的市场竞争中脱颖而出。

图 10: 2000-2015 年我国房屋竣工、施工、新开工面积及增速



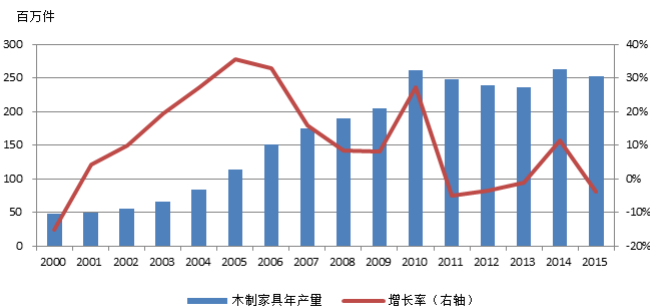
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.3 我国木器漆市场已步入成熟阶段

我们可以根据我国木制家具产量历史数据来窥探我国木器涂料行业发展现状以及预测未来发展趋势。

与我国房屋竣工、施工、新开工数据类似，在 2010 年前，我国木制家具经历了一个高速的增长期，2010 年后，我国木制家具销量增速急剧下滑，过去 5 年中，除了 2014 年短期反弹有 10% 左右增长外，2011 年、2012 年、2013 年以及 2015 年均均为负增长。我们预计未来两年内，我国木制家具市场很有可能维持现有水平或小幅波动。对于三棵树而言，未来木器漆业务将不是公司发展的重点。

图 11: 我国木制家具行业不断萎缩



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2.4 政策、法律法规助力水性涂料成趋势

目前主要发达国家，环境友好型涂料占据绝大部分市场份额。美国目前水性涂料占据整个市场份额的 90% 左右，其他主要欧美国家水性涂料占比也均达到 80% 之上。我国目前水性涂料渗透率只有 30%，木器涂料市场水性涂料占比尚不足 5%。

随着政府环保意识越来越强，一大批新的法律法规以及政策性规定出台，以及从发达

国家涂料行业发展历史经验来看, 我们认为, 水性涂料将是我国涂料行业发展的大趋势。

表 1: 2015 年来我国涂料相关环保法律法规梳理

实施时间	法律法规	主要内容
2015 年 1 月	《环保法》	对企业惩治力度大大加强, 修订后的第六章第五十九条明确规定, “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》	工业涂料水性化大势已定。
2015 年 7 月	政策性规定	深圳市从 7 月起禁止禁用溶剂型涂料油漆
2016 年 1 月	《大气污染防治法》	相比 15 年前, 新大气法条文增加一倍, 明确了政府职责, 提高了对企业的要求及处罚标准, 并要求公众举报渠道畅通。首次将挥发性有机化合物(VOCs) 纳入监管范围。
2016 年 7 月	《家具制造行业 VOC 排放标准》	严格限制家具制造业 VOC 排放标准。

资料来源: 网络资料, 东兴证券研究所

2.5 企业间竞争加剧利于优势企业提升市场份额

我们认为, 近年来, 同类上市公司在整体涂料销售收入剧减的情况下, 建筑涂料销售收入占总收入之比不断上升, 最主要的原因是因为水性涂料在墙面漆涂料市场的快速增长。

由于我国众多小型涂料生产企业不具备相应的环保技术实力, 随着环保意识的加强, 特别是 2015 年来, 众多相关法律法规以及政府政策性规定的出台, 使得传统油漆在墙面漆市场中份额不断缩小, 从而使得墙面漆涂料行业市场份额向具有一定环保技术实力的上市公司集中, 使得上市公司虽然整体销售额疲软, 但墙面漆比重上升。

由于我国目前墙面漆水性涂料占比只有 30%左右, 木器漆水性涂料占比不足 5%, 所以我们预计, 这种趋势会在未来数年内将会持续下去。随着 2016 年 7 月《家具制造行业 VOC 排放标准》的实施, 我们预计木器漆市场份额未来也会向具有环保技术实力的上市公司集中。

所以我认为, 无论是企业间竞争的加剧, 还是整个涂料行业的“水性化”趋势, 都有利于整个行业的集中度向三棵树这样, 具有一定的品牌效应以及环保技术实力的公司集中。

3. 涂料市场集中度低, 品牌产品市场份额有望提升

3.1 集中度低是我国涂料市场现状

与欧美发达国家涂料市场相比, 目前我国涂料市场集中度非常低。2015 年我国涂料市场 CR10 约为 13.7%, 同期世界平均水平约为 29.8%, 美国高达 80% 以上。尽管近年来, 三棵树产量不断上升, 市场份额逐步提高, 但依然不到 1%。

从行业发展规律来看, 未来我国涂料行业集中度不可避免的会逐步提高, 市场份额会向品牌效应强的公司慢慢集中。

表 2: 我国涂料行业集中度低

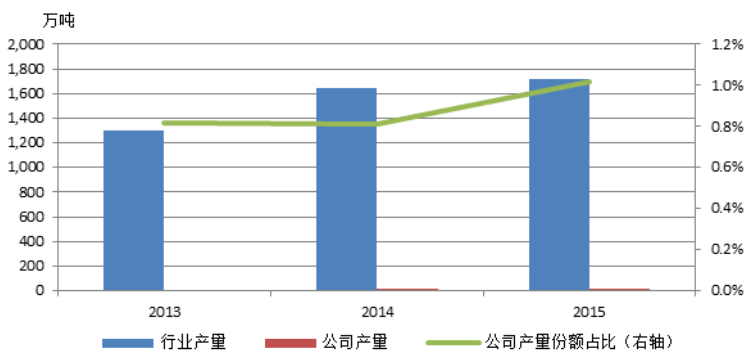
排名	公司	销售额 (亿元)	占比
1	立邦 (中国) 投资有限公司	145.29	3.47%
2	阿克苏诺贝尔 (中国) 投资有限公司	116.51	2.78%
3	庞贝捷 (上海) 有限公司	101.15	2.42%
4	威士伯 (上海) 企业管理有限公司	35.44	0.85%
5	艾氏得涂料系统 (上海) 有限公司	34.47	0.82%
6	巴斯夫上海涂料有限公司	32.37	0.77%
7	湖南湘江涂料集团有限公司	29.83	0.71%
8	嘉宝莉化工集团股份有限公司	27.88	0.67%
合计		522.94	12.50%

资料来源:《涂界》, 东兴证券研究所

3.2 三棵树产量占比提升

近年来, 随着公司营业额急剧增长, 以及产能的增长, 公司产量占我国涂料行业总产量比重有上升趋势。参照欧美主要发达国家行业集中度指标, 我们认为, 公司未来市场份额增长潜力广阔。

图 12: 三棵树涂料产量占行业总产量比重上升



资料来源: Wind, 招股说明书, 东兴证券研究所

4. 主营业务逆势快速增长, 工程墙面漆成增长点

4.1 主营业务收入逆势快速增长

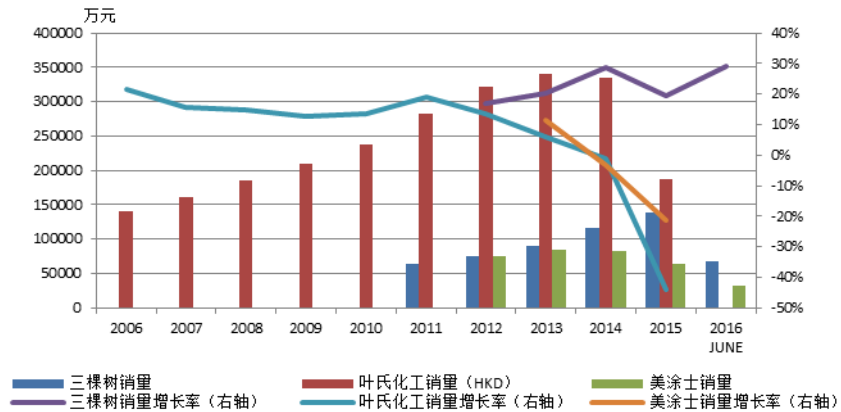
近年来同类上市公司涂料销售额出现了较大跌幅, 而三棵树营业额在过去三年中均维

持了 20.00%以上的增速。

2014 年叶氏化工集团涂料销售额增长率为-1.32%，2015 年为-44.00%。而在 2011 年之前叶氏化工集团涂料销售额增速一直保持相对稳定，且均在 10.00%之上。过去几年中美涂士涂料销售额增速同样出现了急剧下滑，从 2013 年的 11.43%，下滑到 2014 年的-3.41%，在 2015 年达到了-21.27%。

与之对比的是，三棵树在 2011 年至 2016 年期间，其涂料销售额稳定增长，复合增长率达到了 22.71%（2016 年销售额根据上半年销售额，除以 2015 年上半年销售额占全年销售额比估算求得）；2015 年增长率为 20.34%，2016 年增长率预计达到 29.04%。

图 13：近年同类上市公司涂料销量及其增长率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

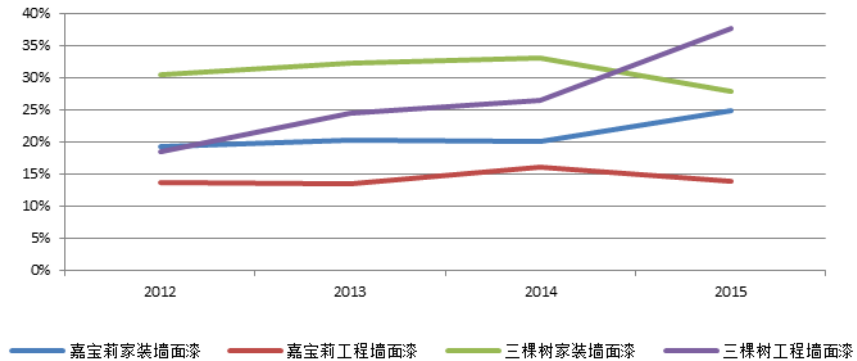
4.2 工程墙面漆业绩可期

在公司主营业务收入增速明显大于同类上市公司情况下，公司工程墙面漆销量占比（工程墙面漆销售收入占主营业务收入比例）近年来不断提升，成为公司营业收入快速增长的主要动力。特别是 2015 年，万科首次成为公司客户，并成为公司当年第三大客户，直接带动了工程墙面漆销售额。但与此同时，公司家装木器漆和工业木器漆销量出现了不同程度的下滑，家装墙面漆销量几乎没有增长。

从产能利用率来看，2013 年至 2015 年期间，公司主要用来生产家装墙面漆和工程墙面漆的乳胶漆车间一直处于超负荷生产中，产能利用率始终超过 120%，2014 年更是达到 144.08%，而木器漆车间产能利用率一直在 50%到 65%内，近半产能处于闲置状态。

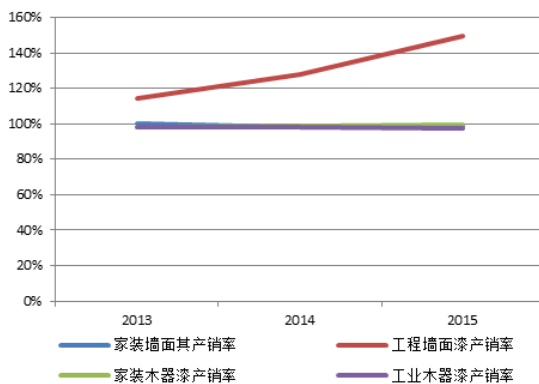
从产品产销率来看，工程墙面漆近年来一直处于严重“脱销”状态，2015 年产销率为 149.30%；而其他三种油漆处于产销平衡状态。

图 14: 三棵树、嘉宝莉墙面漆销量占比



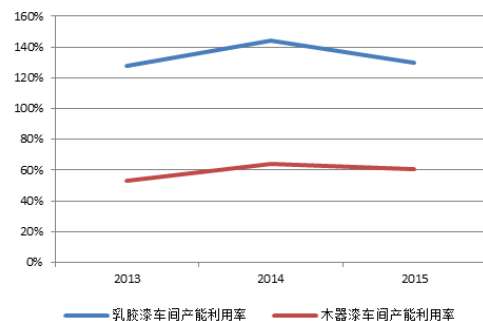
资料来源: Wind, 招股说明书, 东兴证券研究所

图 15: 三棵树产销率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 16: 三棵树产能利用率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

4.3 募投项目将缓解墙面漆产能压力

随着公司首次公开发行股票, 以及主要生产墙面漆的“年产 8 万吨水性涂料扩建项目”的进行, 预计 2017 第二季度项目竣工后工程墙面漆产量会得到较大幅度增长, 也会给公司业绩带来较大提升。

图 17: 年产八万吨水性涂料扩建项目募集资金使用进度计划



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

4.4 墙面漆高端化、木器漆低端化

在公司营业收入快速增长的同时,我们发现,公司今年销售的产品有“墙面漆高端化、木器漆低端化”倾向。同一种涂料,公司采取不同产品定位和价格差异化销售策略。根据产品定位和价格不同,同一种产品可以分为不同档次。一般地,同一种涂料中,中高档次产品毛利率要比低档次产品毛利率高。

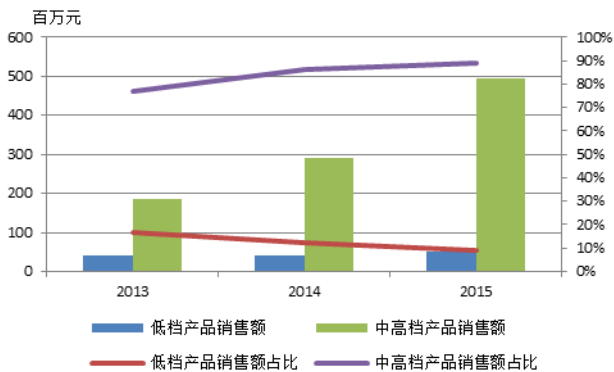
表 3: 公司高、中、低档产品分类

工程墙面漆			
档次	价格	功能	近年平均毛利率
高档	>20 元/KG	装饰性、保护性、耐候性等功能突出,能满足各种特殊场所的使用要求。	41.93%
中档	5-20 元/KG	产品符合国家标准,漆膜丰满,粘结牢固,质感强烈,耐候性好等特点。	44.46%
低档	<5 元/KG	性价比高、经济实惠的工程产品。	37.85%
家装墙面漆			
高档	>20 元/KG	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	63.35%
中高档	10-20 元/KG	在解决家居常规装修问题的同时,能够降低污染、净化室内空气,提供健康保障,既满足墙面装修的物理功能	65.67%
中档	7-10 元/KG	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	60.62%
中低档	<7 元/KG	满足常规家庭装修对墙面漆的基本性能需求	47.96%
家装木器漆			
高档	>30 元/KG	满足高端消费者对环保的追求,并迎合对木器高层次的功能需求	60.09%
中高档	25-30 元/KG	产品不仅有高标准环保认证,同时产品性能可较好展现自然木纹的原始状态,提升产品的质感和美感。	54.41%
中档	21-25 元/KG	产品不仅环保且能够满足中层家庭对木器漆的一般要求	51.57%
中低档	<21 元/KG	满足常规家庭装修对木器漆的基本需求,如遮盖、透明、易打磨、手感细腻、性价比高等。	46.37%

资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

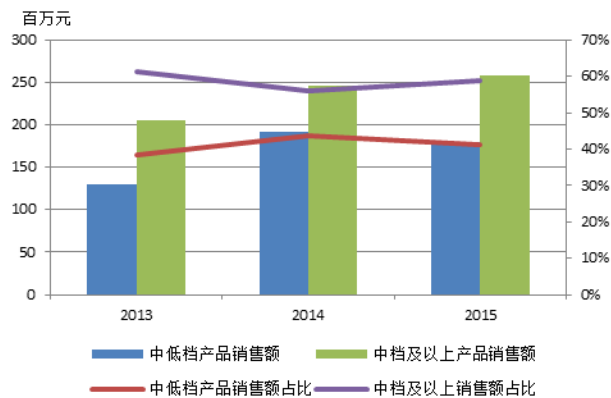
近年来,公司墙面漆销售收入中,中高端产品销售额占比由上升的趋势,特别是工程墙面漆中中高档销售比例由 2013 年的 77.18% 上升到了 2015 年的 89.09%。这可能和近年来墙面漆水性化有关;而公司家装木器漆中,中低档销售额产品比例不断上升,中档及以上产品则不断下降,由 2013 年的 51.41% 下降到了 2015 年的 33.10%。

图 18: 自产工程墙面漆高端化趋势明显



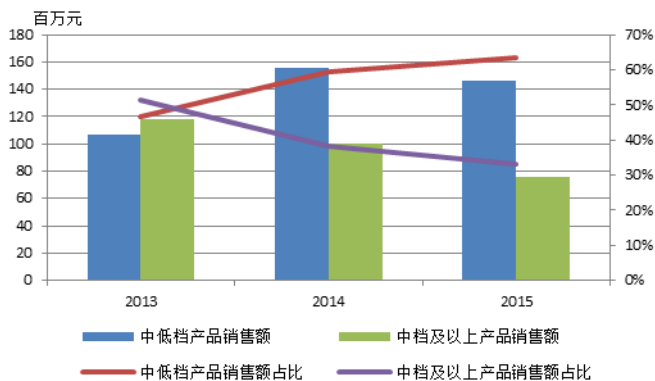
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 19: 家装墙面漆中档及以上销售比重小幅波动



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 20: 家装木器漆低端化趋势明显



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

4.5 低杠杆、高毛利率显眼，净利率下滑

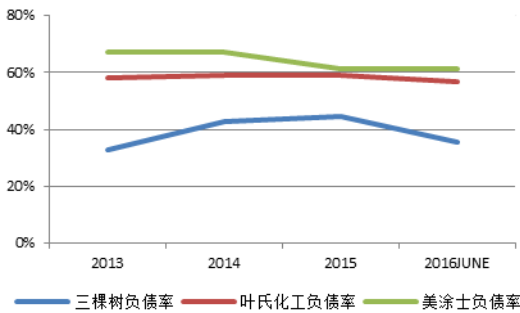
与同属于油漆行业的叶氏化工和美涂士相比，三棵树用了较低的财务杠杆获得了较高的销售毛利率，但较高的销售毛利率并没有带来较高的营业利润率，并且三棵树的营业利润率近年来不稳定，波动较大。

虽然过去几年三棵树的净利润率有一定的相对优势，但这种优势正在慢慢消退，净利润率近年来不断下行。2016 年上半年，公司净利润率 4.62%，不及美涂士的 5.7%。

我们认为，较低的营业利润率和不断下滑的净利润率表明相对其他同行业上市公司，公司目前盈利能力并不具有明显优势。

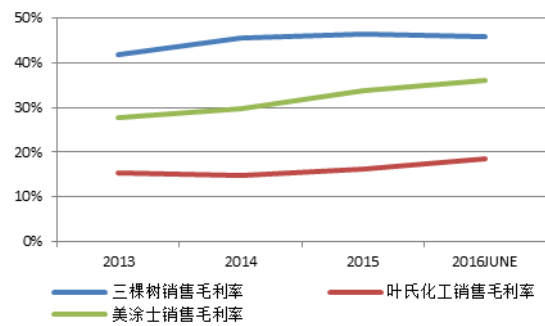
图 21: 公司负债率较低

图 22: 公司毛利率高于同行



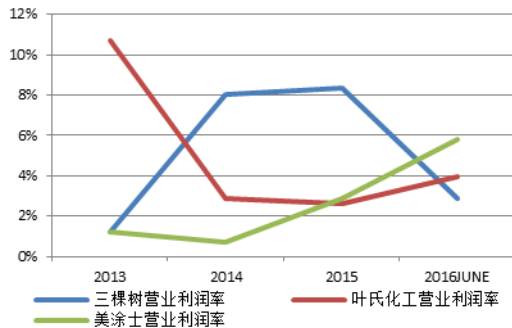
资料来源: Wind, 财务报表, 东兴证券研究所

图 23: 公司营业利润率不具明显优势且波动较大



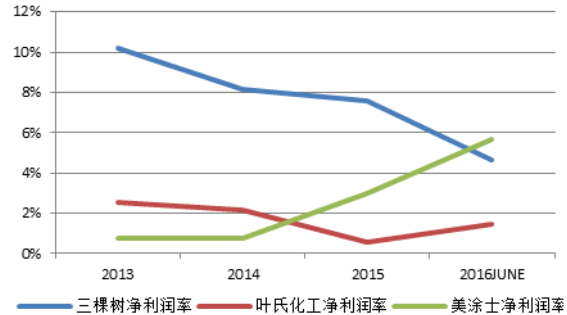
资料来源: Wind, 财务报表, 东兴证券研究所

图 24: 公司净利润率下滑



资料来源: Wind, 财务报表, 东兴证券研究所

图 25: 公司销售费用占营业收入比例较高且不断上升



资料来源: Wind, 财务报表, 东兴证券研究所

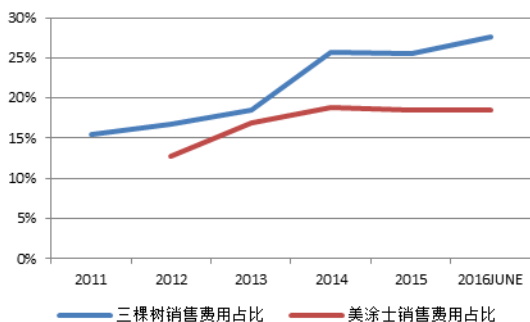
图 26: 公司管理费用占营业收入比例较高且有上升趋势

4.6 高销售费用和管理成本阻碍公司盈利

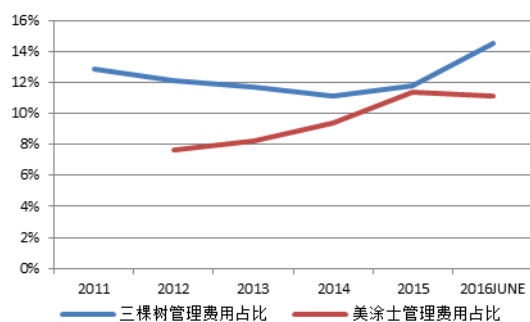
我们认为, 公司出现“高营业额增长率、高毛利率、低营业利润率以及净利润率下降”这种现象, 主要和公司比较激进的销售策略有关。

公司近年来提高了销售费用和管理成本支出, 两者占营业收入之比明显高于同类上市公司, 这一方面提高了公司产品知名度, 增强了品牌效应, 促进了产品销售的同时也保证了较高的毛利润率, 但另一方面也增加了销售成本, 降低了净利润率。

公司未来可以在保证产品品牌效应的前提下, 适当缩减销售费用和管理费用占营业收入比重, 提高企业股东价值。



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

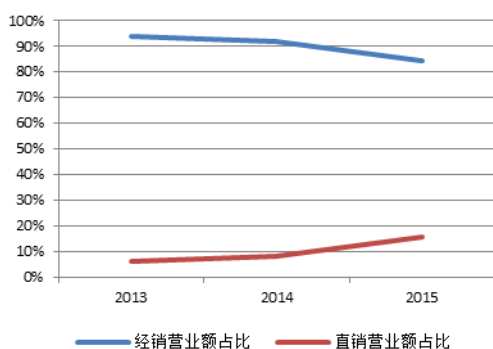
5. 直销占比上升, 大客户助升业绩

5.1 直销占比、毛利率齐升

2013年至2015年期间, 公司直销营业收入占比不断提升。在此期间, 经销毛利率维持相对稳定, 而直销毛利率快速增长, 2015年达到了52.87%, 并首次超过经销毛利率。

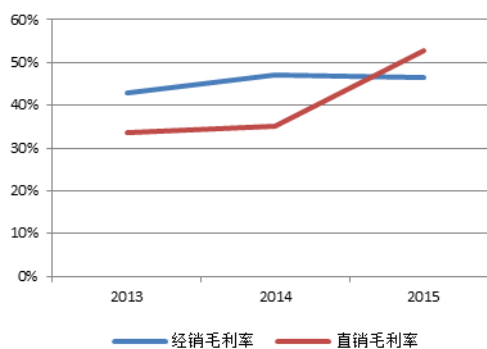
我们认为, 随着公司与直销客户关系越来越稳定, 以及直销渠道后期投资需求减弱, 未来直销毛利率有望进一步提升, 公司毛利率也将会随着直销占比的提升而增长。

图 27: 直销成为公司未来发展方向



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 28: 直销毛利率上升并超过经销毛利率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

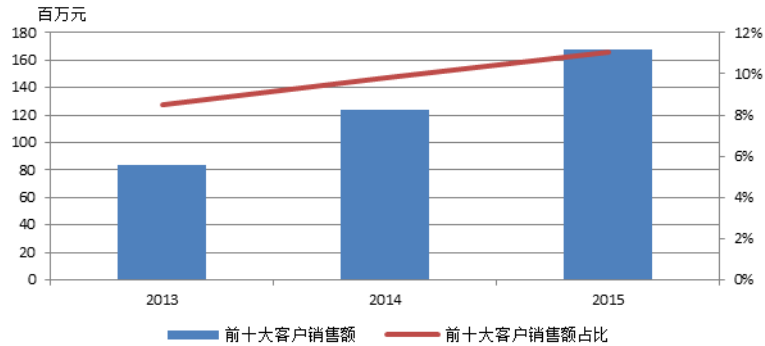
5.2 大客户销售占比提升

近年来, 前十大客户销售额占公司营业收入比重不断提升, 由2013年的8.53%上升到了2015年的11.05%。特别是2014年公司新增客户重庆庆科商贸有限公司, 以及2015年万科企业股份有限公司首次成为公司客户, 都提升了大客户销量占比和直销占比。

我们认为, 相对小客户, 大客户不仅销量大, 单位运输成本低, 而且关系更为稳定, 甚至可能为公司带来战略资源等等。大客户销量占比的上升有利于企业价值的提升,

也是公司未来发展的一个方向。

图 29: 大客户提升公司营业收入



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

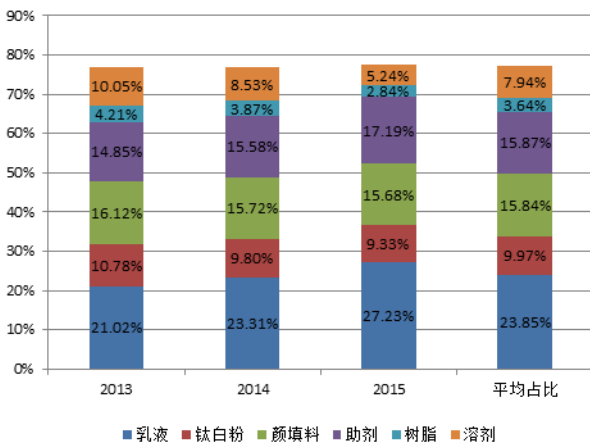
6. 原材价格稳定, 公司价格风险转移能力强

6.1 近年来主要原料价格稳定

公司主要主营业务成本主要含材料成本、制造成本和直接人工费用。材料成本占主营业务成本 95%以上。公司原材料主要包括乳液、钛白粉、颜填料、助剂、树脂、溶剂、包装物和其他成本构成, 其中包装物和其他成本占比不超过 19%。根据 2013 年至 2015 年数据, 我们可以写出以下简单公式:

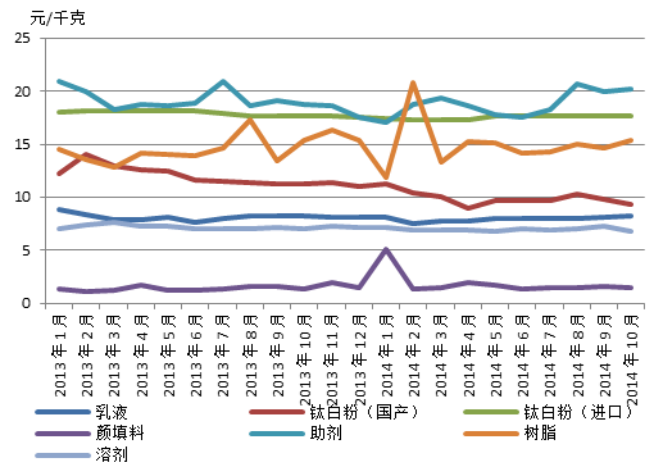
$$\text{主营业务成本} = 23.85\% \times \text{乳液采购价} + 15.87\% \times \text{助剂采购价} + 15.84\% \times \text{颜填料采购价} + 9.97\% \times \text{钛白粉采购价} + 7.94\% \times \text{溶剂采购价} + 3.64\% \times \text{树脂采购价} + 14.78\% \times \text{包装物采购价} + 0.08\% \times \text{其他材料成本} + 2.97\% \times \text{制造费用} + 2.01\% \times \text{直接人工费用}$$

图 30: 2013-2015 年各原材料成本占主营业务成本比例图



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 31: 近年来原材料价格相对稳定



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

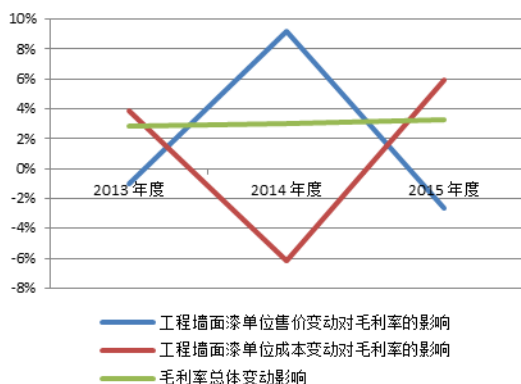
近年来, 公司主要原材料价格“稳中有降”。价格波动相对较大的是颜填料与树脂, 两者最近三年占主营业务成本权重分别为 15.84%和 3.64%。

6.2 公司从容应对原材料和产品价格波动

从最近三年公司工程墙面漆、家装墙面漆以及家装木器漆的成本和售价对毛利率影响来看, 无论单位成本上升还是下降, 毛利率总体变动影响始终在 0 以上。也就是说, 如果单位成本上升, 公司能够通过提高单位售价, 把成本上升的影响传导给销售者; 如果单位成本下降, 产品市场单位价格随之下降, 但公司可以有效控制产品市场价格下降幅度, 使得产品毛利率总体变动影响依旧大于零。

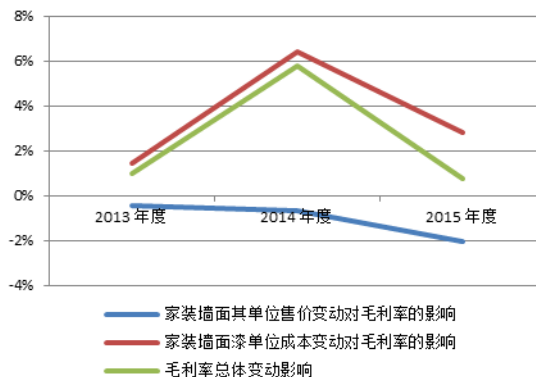
同时, 2013 年至 2015 年期内, 单位成本变动对毛利率影响的绝对值往往要大于单位售价变动对毛利率影响的绝对值, 这表明, 产品毛利率对成本的敏感度的绝对值要大于其对售价的敏感度的绝对值。也就是说, 相对产品价格的提升, 成本的下降更有利于总体毛利率的提升。

图 32: 工程墙面漆成本、售价对毛利率变动影响



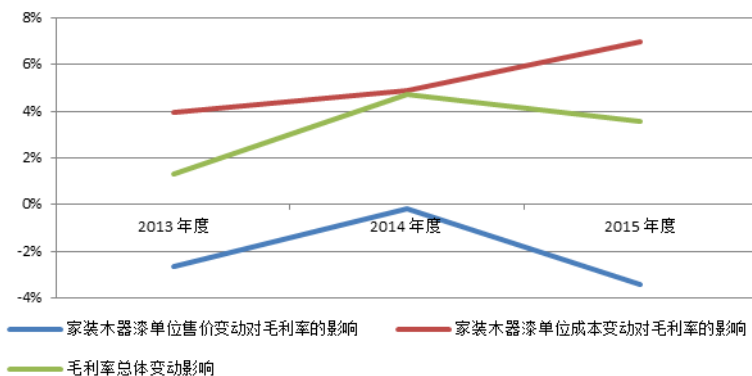
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 33: 家装墙面漆成本、售价对毛利率变动影响



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

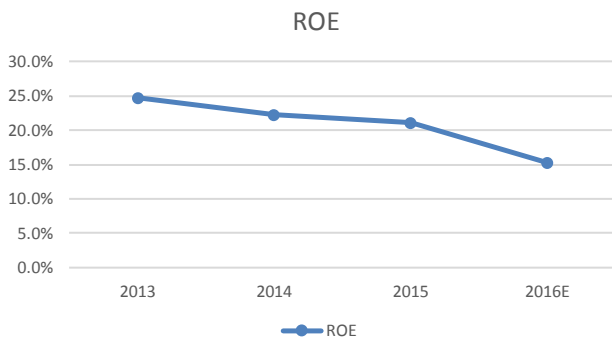
图 34: 家装木器漆成本、售价对毛利率变动影响



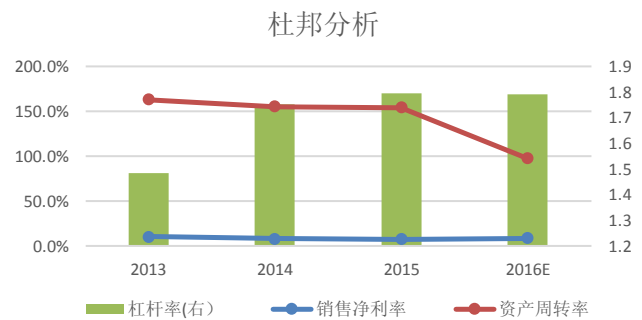
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

7. 盈利预测及估值

分析公司的净资产收益率情况, 我们看到三棵树 2013-2015 年的 ROE 维持在 20%-25% 区间, 处于较高水平。杜邦分析显示, 公司净利润率在 8%-10% 左右, 较为稳定。2013-2015 年公司杠杆率水平逐步提升, 从 1.5 倍上升至 1.8 倍, 杠杆率的提升对 ROE 高位运行起到了积极的左右。过去 3 年, 公司的资产周转率约 150%, 经营效率较高。2016 年公司上市后, 资产规模扩展, 导致短期内资产周转率下降, 使得公司 2016 年 ROE 出现阶段性低点。我们认为, 随着募投项目的投产, 公司资产周转率在 2017、2018 年将出现回升。

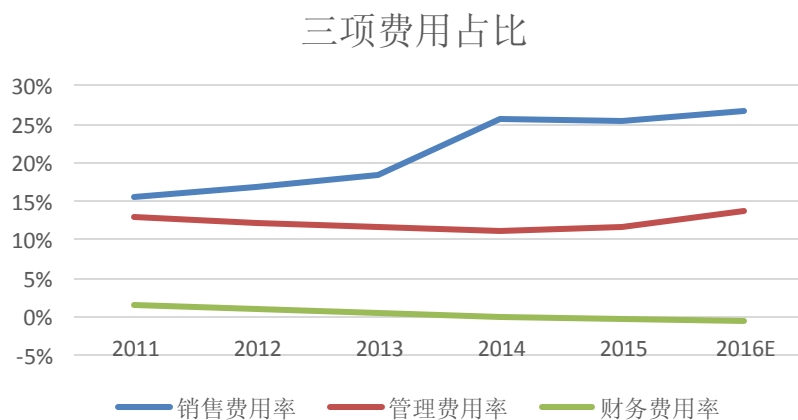
图 35: 净资产收益率维持较高水平


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图 36: 杜邦分析


资料来源: wind, 东兴证券研究所

三棵树的利润表显示, 虽然公司毛利率较高, 但不断上升的消费费用率和管理费用率侵蚀了公司的利润, 导致公司净利润率处于 8%-10% 左右。财务费用率随着融资成本的下降, 以及募集资金的到位, 未来仍有下降的空间。未来, 公司需要加强对销售费用的控制, 在扩大收入规模的同时, 降低销售费用率。我们判断, 未来几年公司的毛利率将稳定在 45%-50% 区间, 销售费用率、财务费用率的下降将成为公司提升业绩的主要动力之一。

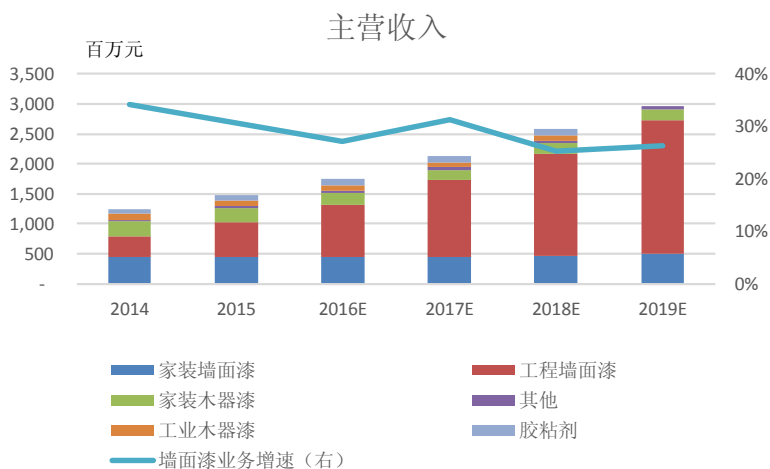
图 37: 销售费用率偏高, 财务费用率下行


资料来源: wind, 东兴证券研究所

展望 2017、2018 年, 在涂料行业竞争加剧的大环境下, 三棵树最核心的业务增长点

仍是工程墙面漆领域, 公司将凭借与大客户的紧密合作、高性价比的产品, 抢占跟多的市场份额。同时, 公司募投项目“年产 8 万吨水性涂料扩建项目”将于 2017 年中期投产, 公司将突破产能瓶颈, 保证公司在未来 3 年内保持 15%左右的收入增速。

图 38: 墙面漆业务产能投放带动收入增长



资料来源: wind, 东兴证券研究所

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 17.03 亿、19.9 亿和 23.3 亿元, 归母净利润分别为 1.48 亿、1.72 亿以及 2.16 亿元, 复合增长率达 25.81%, 对应 EPS 分别为 1.48 元、1.80 元和 2.31 元, 对应 PE 分别为 53.4, 43.9 和 34.2 倍。公司于今年 6 月登陆 A 股市场, 目前享受了市场给予的较高新股溢价。短期看公司股价存在回调压力。从中长期角度看, 考虑到公司未来营业收入及归母净利润保持高速增长的概率较大, 上市之后公司借助资本市场平台有望进一步扩大市场份额, 同时提升品牌知名度。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
流动资产合计	340	446	1220	1605	1912	营业收入	1262	1519	1703	1985	2325							
货币资金	75	163	898	1242	1491	营业成本	681	799	878	1004	1152							
应收账款	111	165	167	205	235	营业税金及附加	7	24	19	27	28							
其他应收款	14	6	7	8	10	营业费用	325	388	437	508	596							
预付款项	30	26	28	26	27	管理费用	140	179	195	230	268							
存货	81	77	94	102	121	财务费用	1	-3	0	-1	-1							
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	5.33	5.90	4.73	5.32	5.32							
非流动资产合计	470	539	525	510	495	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
固定资产	310.55	315.42	319.75	323.09	325.92	营业利润	102	127	169	211	276							
无形资产	129	160	144	128	112	营业外收入	29.50	32.04	27.56	29.70	29.77							
其他非流动资	0	0	0	0	0	营业外支出	2.81	4.35	5.10	4.08	4.51							
资产总计	810	985	1745	2115	2407	利润总额	128	155	192	237	301							
流动负债合计	340	429	372	425	471	所得税	26	39	43	57	70							
短期借款	90	75	0	0	0	净利润	103	116	148	180	231							
应付账款	141	180	187	219	249	少数股东损益	0	0	0	0	0							
预收款项	13	20	28	37	48	归属母公司净利	103	116	148	180	231							
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	259	314	202	244	309							
非流动负债合	8	8	400	600	700	BPS (元)	1.37	1.54	1.48	1.80	2.31							
长期借款	0	0	400	600	700	主要财务比率												
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E							
负债合计	348	437	772	1025	1171	成长能力												
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	28.5%	20.3%	12.14%	16.54%	17.12%							
实收资本(或	75	75	100	100	100	营业利润增长	8.6%	20.3%	33.51%	24.82%	30.68%							
资本公积	11	11	321	321	321	归属于母公司净	2.6%	12.5%	28.41%	21.49%	28.29%							
未分配利润	339	424	463	520	587	获利能力												
归属母公司股	463	548	973	1090	1236	毛利率(%)	46%	47%	48%	49%	50%							
负债和所有者	810	985	1745	2115	2407	净利率(%)	8%	8%	9%	9%	10%							
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润		13%	12%	8%	9%						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	22%	21%	15%	17%	19%							
经营活动现金	127	214	157	230	257	偿债能力												
净利润	103	116	148	180	231	资产负债率(%)	43%	44%	44%	48%	49%							
折旧摊销	156.22	190.71	0.00	33.27	33.77	流动比率	1.00	1.04	3.28	3.78	4.06							
财务费用	1	-3	0	-1	-1	速动比率	0.76	0.86	3.03	3.54	3.80							
应付账款的变	0	0	7	31	30	营运能力												
预收账款的变	0	0	8	9	11	总资产周转率	1.79	1.69	1.25	1.03	1.03							
投资活动现金	-105	-83	-23	-24	-24	应收账款周转率	14	11	10	11	11							
公允价值变动	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.72	9.45	9.26	9.77	9.94							
长期投资	0	0	0	0	0	每股指标(元)												
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新)	1.37	1.54	1.48	1.80	2.31							
筹资活动现金	-9	-50	601	138	16	每股净现金流	0.17	1.07	7.36	3.44	2.49							
短期借款	90	75	0	0	0	每股净资产(最	6.17	7.31	9.73	10.90	12.36							
长期借款	0	0	400	600	700	估值比率												
普通股增加	0	0	25	0	0	P/E	57.72	51.35	53.32	43.88	34.21							
资本公积增加	0	0	310	0	0	P/B	12.82	10.82	8.13	7.25	6.40							
现金净增加额	13	80	736	344	249	EV/EBITDA	22.99	18.60	36.72	29.80	23.06							

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

梁博

2007 年获得工学硕士学位, 两年化工工程设计经验, 2010 年起任中山证券化工行业研究员, 2011 年加盟东兴证券研究所, 有五年石油化工研究经验。

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

杨行远

化学博士, 2015 年加盟东兴证券研究所, 四年化工行业工作经验。

廖鹏飞

中国石油大学(北京)化学工艺硕士, 2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院, 2015 年就职于民生证券, 2016 年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士, CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易, 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。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。