

## 品牌渠道厚积薄发，销量大幅增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年度报告, 报告期内实现营业收入 19.5 亿元, 同比增长 28.3%; 实现归属上市公司股东净利润 1.34 亿元, 同比增长 15.7%。同时, 公司拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 4 元 (含税)。
- **销量大幅增长, 占有率有望持续提升。** 报告期内, 公司家装墙面漆和工程墙面漆销量大幅增长, 分别实现销量 8.2 万吨和 25.8 万吨, 同比增长 32% 和 81.4%。各业务销售收入也因此大幅增加, 家装墙面漆和工程墙面漆分别实现收入 5.7 亿元和 8.9 亿元, 同比增长 28.7% 和 50.1%, 其中华南和东北地区销售收入增加较快。同时, 公司产品结构变化, 工程墙面漆单位产品销售均价降低, 加之原材料价格上涨、人工费用上升, 致使净利润增幅小于收入。
- **三四线城市家装涂料龙头, 消费升级直接受益标的。** 公司采取“农村包围城市”战略, 渠道深耕在三四线城市, 且截至 2016 年末, 公司终端销售网点数量增至 1.6 万个, 持续扩大品牌影响力。在抢占渠道资源的同时, 公司也加强对“三棵树”高端品牌形象的塑造, 其中以“自然、健康、绿色”为主题的形象统一的标准专卖店由 2013 年初的 1583 家增长至 2015 年的 2600 家, 年均复合增长率达 28.2%。此外, 公司推出“三棵树, 马上住”重涂服务, 目前拥有服务网点 253 家, 覆盖城市 240 个, 培训各类专业人才共 1000 多人, 提高电商引流和转化率及客户满意度。我们认为随着未来三四线城市消费升级以及公司网点运营效率的提高, 公司家装漆业务将保持持续增长态势。
- **工程涂料持续突破, 未来发展看点十足。** 工程涂料方面, 公司与众多房地产企业的合作关系持续加强, 与恒大、万科、金科等国内 10 强地产中 7 家、50 强地产中 20 家、100 强地产中 40 家大型房地产开发商签署了战略合作协议或合作伙伴关系。工程墙面漆产品销售收入也由 13 年的 2.5 亿元增长为 16 年的 8.9 亿元, 年均复合增长率高达 52.1%。且近日公司与恒大材料协议在 17-19 年期间向其销售建筑涂料不少于 10 亿元, 17-21 年意向交易总金额约 20 亿元。恒大材料近来与公司交易额均未超过当期公司营业收入的 5%, 协议将贡献巨大营收增量。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 17-19 年 EPS 分别为 1.81 元、2.49 元、3.41 元, 对应动态 PE 分别为 42 倍、30 倍和 22 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅波动的风险、墙面涂料放量或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1948.21	2524.20	3254.02	4206.07
增长率	28.28%	29.56%	28.91%	29.26%
归属母公司净利润 (百万元)	133.66	180.69	249.06	341.15
增长率	15.71%	35.19%	37.84%	36.98%
每股收益 EPS (元)	1.34	1.81	2.49	3.41
净资产收益率 ROE	13.68%	14.29%	16.65%	18.78%
PE	56	42	30	22
PB	7.70	5.95	5.03	4.14

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn  
联系人: 李海勇  
电话: 0755-23617478  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.00
流通 A 股(亿股)	0.25
52 周内股价区间(元)	22.95-116.08
总市值(亿元)	75.18
总资产(亿元)	17.03
每股净资产(元)	9.77

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：17-19 年公司与恒大材料协议的工程墙面漆 10 亿元订单逐年递增实现，毛利率因产品结构变化逐步下降，17-19 年分别预计为 42%、41.5%和 41%；

假设 2：家装墙面漆业务因渠道效率提升等原因，收入稳定增长；毛利率因原材料价格先升后降而呈现出先降后升态势，17-19 年分别预计为 57%、58%和 59%；

假设 3：其他业务保持稳定；三费率呈逐年下降趋势。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
工程墙面漆	收入	891.54	1,374.54	1,995.54	2,823.54
	增速	50.06%	54.18%	45.18%	41.49%
	毛利率	42.46%	42.00%	41.50%	41.00%
家装墙面漆	收入	565.10	621.61	683.77	752.15
	增速	28.68%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	57.78%	57.00%	58.00%	59.00%
木器漆	收入	311.11	342.22	383.29	433.11
	增速	-3.78%	10.00%	12.00%	13.00%
	毛利率	42.74%	42.00%	43.00%	44.00%
胶粘剂	收入	91.40	92.31	93.24	94.17
	增速	-4.09%	1.00%	1.00%	1.00%
	毛利率	28.56%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	89.06	93.51	98.19	103.10
	增速	33.27%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	21.65%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	收入	1,948.21	2,524.20	3,254.02	4,206.07
	增速	28.28%	29.56%	28.91%	29.26%
	毛利率	45.34%	44.51%	44.23%	43.82%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1948.21	2524.20	3254.02	4206.07	净利润	133.66	180.69	249.06	341.15
营业成本	1064.82	1400.57	1814.90	2363.15	折旧与摊销	40.26	48.92	63.87	71.73
营业税金及附加	31.27	40.49	52.21	67.48	财务费用	-8.32	3.76	0.54	-5.47
销售费用	484.59	580.57	715.89	883.27	资产减值损失	9.66	10.00	11.00	12.00
管理费用	224.62	291.03	375.18	484.94	经营营运资本变动	-152.91	-58.28	-25.30	-40.10
财务费用	-8.32	3.76	0.54	-5.47	其他	35.18	-9.50	-10.50	-11.50
资产减值损失	9.66	10.00	11.00	12.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>57.52</b>	<b>175.59</b>	<b>288.67</b>	<b>367.81</b>
投资收益	0.04	-0.50	-0.50	-0.50	资本支出	-315.38	-150.00	-70.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-93.22	-0.50	-0.50	-0.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-408.60</b>	<b>-150.50</b>	<b>-70.50</b>	<b>-70.50</b>
<b>营业利润</b>	<b>141.61</b>	<b>197.28</b>	<b>283.81</b>	<b>400.20</b>	短期借款	65.35	90.84	-90.55	-0.64
其他非经营损益	27.38	31.17	31.08	31.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>168.99</b>	<b>228.45</b>	<b>314.89</b>	<b>431.32</b>	股权融资	335.18	120.00	0.00	0.00
所得税	35.33	47.76	65.83	90.18	支付股利	0.00	-13.02	-17.60	-20.22
净利润	133.66	180.69	249.06	341.15	其他	-44.98	-3.76	-0.54	5.47
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>355.55</b>	<b>194.06</b>	<b>-108.69</b>	<b>-15.38</b>
归属母公司股东净利润	133.66	180.69	249.06	341.15	<b>现金流量净额</b>	<b>4.53</b>	<b>219.14</b>	<b>109.47</b>	<b>281.93</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	159.49	378.63	488.10	770.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	471.59	561.15	737.57	958.72	销售收入增长率	28.28%	29.56%	28.91%	29.26%
存货	127.17	167.27	216.75	282.23	营业利润增长率	11.64%	39.31%	43.86%	41.01%
其他流动资产	58.50	75.80	97.71	126.30	净利润增长率	15.71%	35.19%	37.84%	36.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.67%	44.02%	39.31%	33.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	509.69	619.41	634.18	641.09	毛利率	45.34%	44.51%	44.23%	43.82%
无形资产和开发支出	155.87	147.28	138.69	130.10	三费率	35.98%	34.68%	33.55%	32.40%
其他非流动资产	220.41	220.36	220.31	220.26	净利率	6.86%	7.16%	7.65%	8.11%
<b>资产总计</b>	<b>1702.72</b>	<b>2169.89</b>	<b>2533.33</b>	<b>3128.73</b>	ROE	13.68%	14.29%	16.65%	18.78%
短期借款	140.35	231.19	140.64	140.00	ROA	7.85%	8.33%	9.83%	10.90%
应付和预收款项	531.33	606.29	811.89	1064.61	ROIC	12.32%	13.79%	16.70%	20.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.91%	9.90%	10.70%	11.09%
其他负债	54.14	67.85	84.78	107.17	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>725.82</b>	<b>905.33</b>	<b>1037.30</b>	<b>1311.78</b>	总资产周转率	1.45	1.30	1.38	1.49
股本	100.00	100.00	100.00	100.00	固定资产周转率	5.81	5.72	5.76	7.06
资本公积	321.45	441.45	441.45	441.45	应收账款周转率	8.93	8.77	9.16	9.00
留存收益	555.45	723.11	954.57	1275.50	存货周转率	10.43	9.51	9.45	9.47
归属母公司股东权益	976.90	1264.56	1496.02	1816.95	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.62%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>976.90</b>	<b>1264.56</b>	<b>1496.02</b>	<b>1816.95</b>	资产负债率	42.63%	41.72%	40.95%	41.93%
负债和股东权益合计	1702.72	2169.89	2533.33	3128.73	带息债务/总负债	19.34%	25.54%	13.56%	10.67%
					流动比率	1.14	1.32	1.50	1.64
					速动比率	0.96	1.14	1.29	1.43
					股利支付率	0.00%	7.21%	7.07%	5.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.34	1.81	2.49	3.41
					每股净资产	9.77	12.65	14.96	18.17
					每股经营现金	0.58	1.76	2.89	3.68
					每股股利	0.00	0.13	0.18	0.20
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	173.55	249.95	348.22	466.46					
PE	56.25	41.61	30.19	22.04					
PB	7.70	5.95	5.03	4.14					
PS	3.86	2.98	2.31	1.79					
EV/EBITDA	41.94	28.61	19.96	14.30					
股息率	0.00%	0.17%	0.23%	0.27%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn