

**三棵树(603737)/化学制品**
**工程端持续放量，零售端渠道培育效果显现**
**评级：增持**

市场价格：72.71

目标价格：

分析师：黄诗涛

执业证书编号：S0740517010006

电话：

Email: huangst@r.qlzq.com.cn

分析师：房大磊

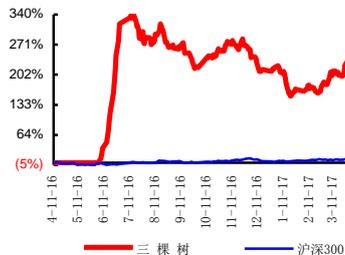
执业证书编号：S0740517020006

电话：

Email: fangdl@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	828
流通股本(百万股)	710
市价(元)	13.77
市值(百万元)	11,402
流通市值(百万元)	9,775

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1519	1948	2705	3446	4261
增长率 yoy%	20.3%	28.3%	38.9%	27.4%	23.6%
净利润	116	134	181	240	328
增长率 yoy%	12.5%	15.7%	35.2%	32.9%	36.5%
每股收益(元)	1.16	1.34	1.81	2.40	3.28
每股现金流量	2.14	0.58	0.59	1.42	1.82
净资产收益率	21.1%	13.7%	15.6%	17.9%	20.4%
P/E	62.9	54.4	40.2	30.3	22.2
PEG	5.03	3.46	1.14	0.92	0.61
P/B	13.3	7.4	6.3	5.4	4.5

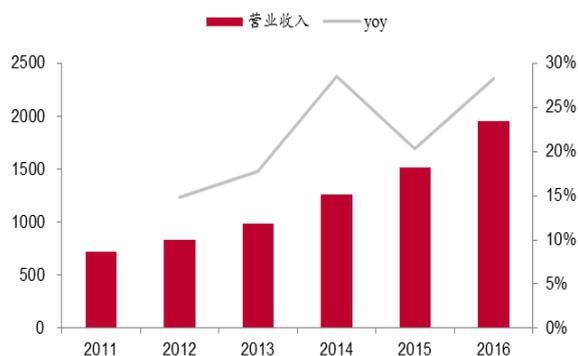
备注：

**投资要点**

- 三棵树发布 2016 年报：**公司实现销售收入 194821.04 万元，较上年增长 28.28%；归属于母公司股东的净利润为 13365.82 万元，较上年增长 15.71%；同时公布利润分配预案：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），不以公积金转增股本。
- 家装漆恢复快速增长，地产大客户拓展效果显著，工程漆放量明显：**期内公司工程墙面漆实现收入 8.92 亿元，同比增长 50%，继续保持高速增长趋势（15 年工程墙面漆同比增长 69%），期内公司持续加大了地产大客户拓展力度且效果较为显著，工程端业务放量明显；近期公司与恒大签订战略框架协议（2017-2019 年期间采购额不少于 10 亿元，2017-2021 年意向采购总金额约 20 亿元），工程端业务取得较大突破，有望驱动公司工程业务持续快速增长。家装墙面漆实现业务收入 5.65 亿元，同比增长 28.7%，增速较之前有明显的提高，经销渠道布局和培育效果逐渐显现；木器漆实现收入 3.11 亿元，同比下滑 3.8%，收入占比进一步下降。
- 毛利率水平有所下降，主要源于期内墙面漆和木器漆毛利率均有所降低，同时毛利率相对较低的工程墙面漆占比提升。**1) 从产品结构来看，期内公司实现毛利率 45.96%，较上年下降 2.1 个百分点，主要产品毛利率均有下降。家装墙面漆业务毛利率较上年下降 1.15 个百分点，工程墙面漆毛利率 42.5%，下降了 2.7 个百分点，毛利率较低的工程漆销售增长加快，其收入占比提升导致整体毛利率有所下降；2) 从价格-成本变化来看，期内家装墙面漆和工程墙面漆销量快速增长，销售单价均有不同程度下降，特别是工程墙面漆单价较上年同期下降 6.4%；同时制造费用和人工成本的增加也带来毛利率下降，由于主要生产墙面漆的河南基地技改导致全年投产较晚、产能利用率较低，带来单位制造费用明显增加。
- 投资建议：**公司作为国内首家建筑涂料上市公司企业，品牌和渠道布局优势持续提升，同时不断完善产品线，推出“马上住”服务和“O2O”体系，加快推进向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转变。工程端业务拓展力度持续加大，效果较为明显，有望驱动收入规模持续快速扩张；预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.81 元、2.40 元、3.28 元，对应 PE 分别为 40、30、22 倍，给予“增持”评级。
- 风险提示：**地产销售超预期下滑、渠道扩张不达预期

**事件：**

**三棵树发布 2016 年报：**公司实现销售收入 194821.04 万元，较上年增长 28.28%；归属于母公司股东的净利润为 13365.82 万元，较上年增长 15.71%；同时公布利润分配预案：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 4 元（含税），不以公积金转增股本。

**图表 1：三棵树营业收入（百万元）**


来源：中泰证券研究所

**图表 2：三棵树净利润（百万元）**


来源：中泰证券研究所

**点评**

- **家装漆恢复快速增长，地产大客户拓展效果显著，工程漆放量明显：**
- ✓ **1) 分业务来看，工程墙面漆放量明显：**期内公司工程墙面漆实现收入 8.92 亿元，同比增长 50%，继续保持高速增长趋势（15 年工程墙面漆同比增长 69%），期内公司持续加大了地产大客户拓展力度且效果较为显著，工程端业务放量明显；近期公司与恒大签订战略框架协议（2017-2019 年期间采购额不少于 10 亿元，2017-2021 年意向采购总金额约 20 亿元），工程端业务取得较大突破，有望驱动公司工程业务持续快速增长。家装墙面漆实现业务收入 5.65 亿元，同比增长 28.7%，增速较之前有明显的提高，经销渠道布局和培育效果逐渐显现；木器漆实现收入 3.11 亿元，同比下滑 3.8%，收入占比进一步下降。

**图表 3：工程墙面漆业务收入及增速（百万元）**


来源：中泰证券研究所

**图表 4：家装墙面漆业务收入及增速（百万元）**

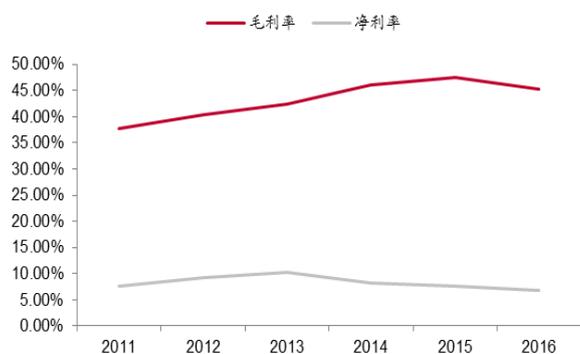

来源：中泰证券研究所

- ✓ **2) 分地区来看，华东地区持续快速增长，华南、东北区域拓展力度加大：**公司期内各个业务区域均实现不同程度增长，其中华东区域实现收入 7.9 亿元，同比

增长 28.7%，较上年同期增速有所加快；期内公司加大了华南和东北地区的拓展力度，二者收入同比分别增长 58%和 42%，明显高于公司整体收入增速。

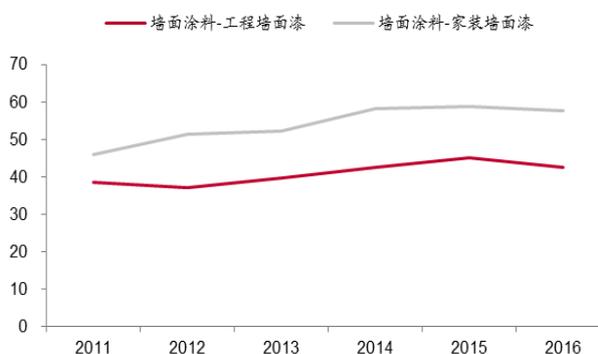
- ✓ 3) 分季度来看，公司 Q1-Q4 分别实现收入 2.12 亿元、5.25 亿元、4.83 亿元、7.27 亿元，同比增长 75%、14%、36%、25%，下半年受益地产回暖以及产能释放，季度收入保持快速增长。
- 毛利率水平有所下降，主要源于期内墙面漆和木器漆毛利率均有所降低，同时毛利率相对较低的工程墙面漆占比提升。1) 从产品结构来看，期内公司实现毛利率 45.96%，较上年下降 2.1 个百分点，主要产品毛利率均有下降。家装墙面漆业务毛利率较上年下降 1.15 个百分点，工程墙面漆毛利率 42.5%，下降了 2.7 个百分点，毛利率较低的工程漆销售增长加快，其收入占比提升导致整体毛利率有所下降；2) 从价格-成本变化来看，期内家装墙面漆和工程墙面漆销量快速增长，销售单价均有不同程度下降，特别是工程墙面漆单价较上年同期下降 6.4%；同时制造费用和人工成本的增加也带来毛利率下降，由于主要生产墙面漆的河南基地技改导致全年投产较晚、产能利用率较低，带来单位制造费用明显增加。

图表 5：三棵树毛利率、净利率水平变化



来源：中泰证券研究所

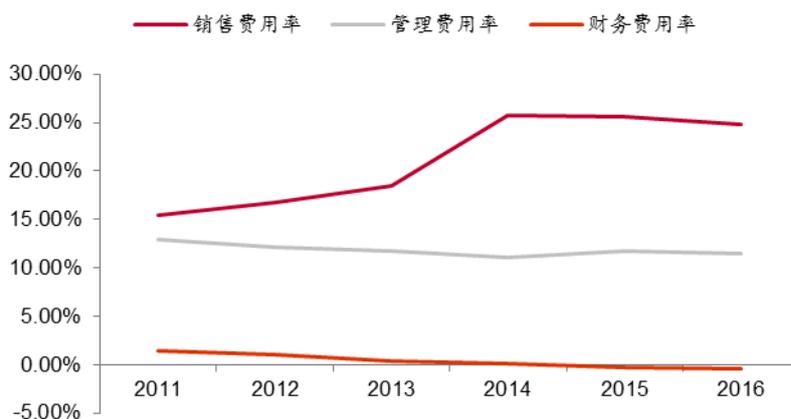
图表 6：工程墙面漆和家装墙面漆毛利率 (%)



来源：中泰证券研究所

- 期间费用率自 11 年来首次出现下降：公司 16 年实现净利率 6.86%，较上年同期降低了 0.75 个百分点，净利率下降幅度低于毛利率，主要来自于费用率的下降。期内公司期间费用率 35.98%，较上年同期下降 1.1 个百分点，自 11 年以来公司期间费用率首次出现下降，收入规模放量带来费用端的摊薄效应开始体现，销售费用率和管理费用率均有所下降；其中，1) 销售费用率 24.87%，下降 0.67 个百分点，销售费用细项分拆来看，占比最高的销售人员工资及福利费用同比增长 29.3%，与收入增速同步；占比较高的差旅及广告宣传费用占比下降是销售费用率下降的主要原因，我们预计主要是受到工程端业务放量带来相关差旅、广告宣传费用节约的影响。2) 管理费用率 11.53%，下降 0.22 个百分点，其中细项分拆来看，研发投入费用增加明显，同比增长 75%；占比较高的工资及折旧摊销占收入比例有所降低。

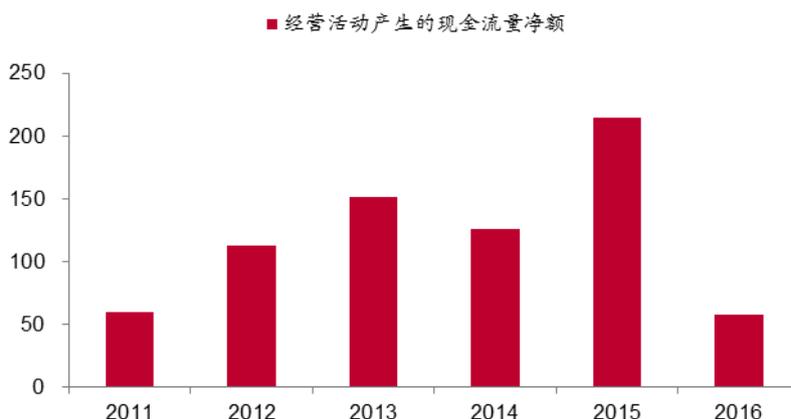
**图表 7：三棵树三项费用率变化**



来源：中泰证券研究所

- **经营性现金流净额较上年同期下降明显**: 公司期内经营性现金流净额 0.58 亿元, 较 15 年减少 73%, 主要源于期内公司针对地产大客户的工程端业务放量明显, 带来应收账款和应收票据的明显增加, 公司应收账款较上年同期增加 1.06 亿元, 应收票据较上年同期增加 1.38 亿元。

**图表 8：三棵树经营性现金流净额变化 (百万元)**



来源：中泰证券研究所

- **投资建议**: 公司作为国内首家涂料上市公司企业, 品牌和渠道布局优势持续提升, 公司推出“健康+”产品标准, 强化“健康漆”领导品牌地位, 同时不断完善产品线, “马上住”服务和“O2O”体系, 布局涂装一体化和城市重涂业务, 加快推进向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转变。公司深耕三四线城市, 渠道布局先发优势明显, 有望受益三四线城市去库存带来的需求弹性; 工程端业务拓展力度持续加大, 效果较为明显, 有望驱动收入规模持续快速扩张; 同时公司费用率水平较高, 压制盈利能力, 随着终端门店培育进入收获期、规模效应显现, 公司盈利有望得到提升。预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.81 元、2.40 元、3.28 元, 对应 PE 分别为 40、30、22 倍, 给予“增持”评级。
- **风险提示**: 地产销售超预期下滑、渠道扩张不达预期

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	817	1282	1629	2131
货币资金	159	216	276	341
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	271	487	620	844
其他应收款	15	18	22	28
存货	127	168	214	265
<b>非流动资产</b>	886	953	1025	1102
可供出售金融资产	168	168	168	168
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	355	486	583	662
在建工程	155	102	76	63
油气资产	0	0	0	0
无形资产	155	169	175	181
<b>资产总计</b>	1703	2235	2654	3233
<b>流动负债</b>	715	1077	1310	1622
短期借款	140	267	373	448
应付票据	41	60	76	93
应付账款	361	478	570	730
其他	172	272	291	351
<b>非流动负债</b>	11	0	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	11	0	6	6
<b>负债合计</b>	726	1077	1317	1628
股本	100	100	100	100
资本公积	321	321	321	321
未分配利润	508	674	835	1076
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	977	1158	1338	1605
<b>负债及权益合计</b>	1703	2235	2654	3233

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	134	181	240	328
折旧和摊销	32	28	36	42
资产减值准备	10	32	15	26
无形资产摊销	9	7	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	5	9	14	18
投资损失	-0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-135	204	176	225
<b>经营活动产生现金</b>	58	59	142	182
<b>投资活动产生现金</b>	-409	-119	-114	-113
<b>融资活动产生现金</b>	356	118	32	-4
现金净变动	5	57	59	65
现金的期初余额	146	159	216	276
现金的期末余额	150	216	276	341

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1948	2705	3446	4261
营业成本	1065	1495	1900	2331
营业税金及附加	31	43	55	68
销售费用	485	649	813	984
管理费用	225	303	383	469
财务费用	-8	9	14	18
资产减值损失	10	8	8	8
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	142	198	273	382
营业外收入	31	31	31	31
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	169	226	300	410
所得税	35	45	60	82
净利润	134	181	240	328
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	134	181	240	328
<b>EPS(元)</b>	1.34	1.81	2.40	3.28

**比率分析**

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	28.3%	38.9%	27.4%	23.6%
营业利润增长率	11.6%	39.9%	37.6%	40.1%
净利润增长率	15.7%	35.2%	32.9%	36.5%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	45.3%	44.7%	44.9%	45.3%
净利率	6.9%	6.7%	7.0%	7.7%
ROE	13.7%	15.6%	17.9%	20.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.6%	48.2%	49.6%	50.3%
流动比率	1.14	1.19	1.24	1.31
速动比率	0.96	1.03	1.08	1.15
<b>营运能力</b>				
资产周转率	145.0%	137.4%	141.0%	144.8%
应收帐款周转率	850.3%	648.7%	560.2%	523.9%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.34	1.81	2.40	3.28
每股经营现金	0.58	0.59	1.42	1.82
每股净资产	9.77	11.58	13.38	16.05
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	54.4	40.2	30.3	22.2
PB	7.4	6.3	5.4	4.5

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。