

## 三棵树 (603737.SH)

## 化学原料行业

评级：买入 首次评级

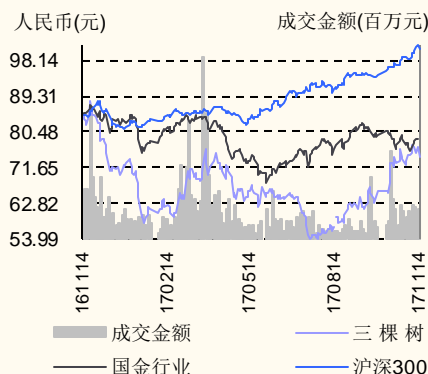
公司深度研究

市场价格(人民币): 74.50元  
 目标价格(人民币): 94.50-97.30元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	30.22
总市值(百万元)	7,612.50
年内股价最高最低(元)	88.19/53.99
沪深300指数	4099.35
上证指数	3429.55



## 国内建筑涂料品牌龙头，打开未来成长空间

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.540	1.337	1.862	2.718	3.765
每股净资产(元)	7.31	9.77	11.52	14.13	17.79
每股经营性现金流(元)	2.85	0.57	1.72	2.74	4.14
市盈率(倍)	0.00	54.63	40.01	27.41	19.79
行业优化市盈率(倍)	0.00	23.45	23.45	23.45	23.45
净利润增长率(%)	12.51%	15.71%	42.36%	45.94%	38.55%
净资产收益率(%)	21.08%	13.68%	16.51%	19.66%	21.63%
总股本(百万股)	75.00	100.00	102.18	102.18	102.18

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **国内涂料行业集中度低，未来整合空间巨大：**2016年我国涂料产量接近1900万吨，生产企业超过一万家，其中销售规模达到100亿元以上的仅有外资品牌立邦、阿克苏诺贝尔、PPG三家，行业集中度仍比较低，其中建筑涂料总产量为638.89万吨，占全国涂料总产量的33.63%，为占比最大的板块，作为地产后周期产业链上一环，我们认为，虽然这一轮地产景气周期接近尾声，但是装修为刚性需求，考虑到我国城镇化率不断提升，未来精装修推广及存量房二次装修的市场，我国建筑涂料的市场依旧广阔。
- **未来三年墙面涂料市场规模超千亿：**涂料行业销售收入从2005年的734.74亿元扩大到2016年的4357.12亿元，年复合增长率为17.57%，市场规模持续扩大。目前建筑涂料需求主要来源于新房装修和二手房重涂两部分，我们根据近几年我国房屋竣工面积及二次装修市场规模测算，预计未来三年我国墙面涂料市场规模超1300亿，市场规模巨大。短期来看，外资品牌仍处于领先地位，但国内本土品牌正融合本土特色及抓住区域内地产快速发展的时机，异军突起，其中2016年三棵树建筑涂料营收规模分别同比增长40.98%，远超行业增速(5.61%)及龙头立邦增速(11%)。
- **三棵树工程与零售两翼齐飞，铸就成长双保险：**公司市场份额从2011年0.27%增加到2016年0.45%，市占率仍不足1%，未来成长空间巨大。公司持续创新打造“健康+”产品，强化“健康漆”领导品牌地位，在2017年中国房地产500强首选涂料供应商品牌排行榜上，三棵树位列第二位，首选率高达17%，仅次于立邦(21%)、连续多年入选top10，市场认可度不断提升。在销售网络布局上，公司实行“农村包围城市”路线，目前已形成经销商2781家，营销网点2600家，终端网点接近17000家，渠道布局日益完善；同时，公司在工程端逐步发力，今年与恒大签订5年20亿采购合同，与国内百强地产商中的41家达成战略合作协议，市场影响力不断提升。

## 投资建议

- 我们认为，随着公司生产基地及销售渠道的不断完善，品牌价值不断提升，同时工程端持续发力，在行业整合的背景下，公司有望继续扩大市场份额。

## 估值

- 我们预计2017-2019年公司EPS分别为1.86、2.72和3.77元，对应17-19年PE估值分别为40、27和20倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险

- 原材料价格大幅上涨，行业景气度下行，工程端应收账款风险

闰广

联系人  
 (8621)60230241  
 yanguang@gjzq.com.cn

黄俊伟

分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

## 内容目录

三棵树：国内建筑涂料领导品牌 .....	5
营收规模保持快速增长， 盈利能力突出 .....	6
成本控制能力增强， 销售费用仍维持高位 .....	8
完善产能基地布局， 积极扩大产能 .....	9
行业集中度低， 市场向品牌涂料企业集中成趋势 .....	10
我国涂料行业总量大， 企业分散， 未来整合空间大 .....	10
环保趋严及消费升级助力建筑涂料集中度提升 .....	11
整合并购成为提升市场集中度的主要手段 .....	14
新房竣工+二手房装修， 铸就建筑涂料巨大市场 .....	15
房屋竣工面积进入稳定期 .....	15
重涂市场将迎来高峰期 .....	16
工程与零售并举， 三棵树迎来高速成长期 .....	18
零售端：从三四线城市切入， 实施“农村包围城市”策略 .....	18
工程端：构建完善的工程服务体系， 加强与知名地产商的合作 .....	20
加大新产品研发力度， 推出“产品+服务”模式 .....	23
实施股权激励， 提升员工积极性 .....	26
他山之石--立邦的成长路径 .....	26
盈利预测与投资建议 .....	28
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：公司发展大事记 .....	5
图表 2：公司股权结构 .....	5
图表 3：公司产品分类 .....	6
图表 4：公司营业收入及增速 .....	6
图表 5：公司归属母公司的净利润及增速 .....	6
图表 6：同行业企业毛利率比较 .....	7
图表 7：公司近年来净利率和毛利率水平 .....	7
图表 8：公司各类原材料同比价格变动 .....	7
图表 9：公司各类产品同比价格变动 .....	7
图表 10：公司收入分产品情况 .....	8
图表 11：公司收入分地区情况 .....	8
图表 12：公司各类产品单位成本（元/吨） .....	8
图表 13：2016 年公司各类材料采购成本占比 .....	8
图表 14：公司三费及期间费用率变化 .....	9
图表 15：公司 2016 及 2017 年在建产能 .....	9
图表 16：2016 年我国涂料产业 100 强企业销售分布区间 .....	10

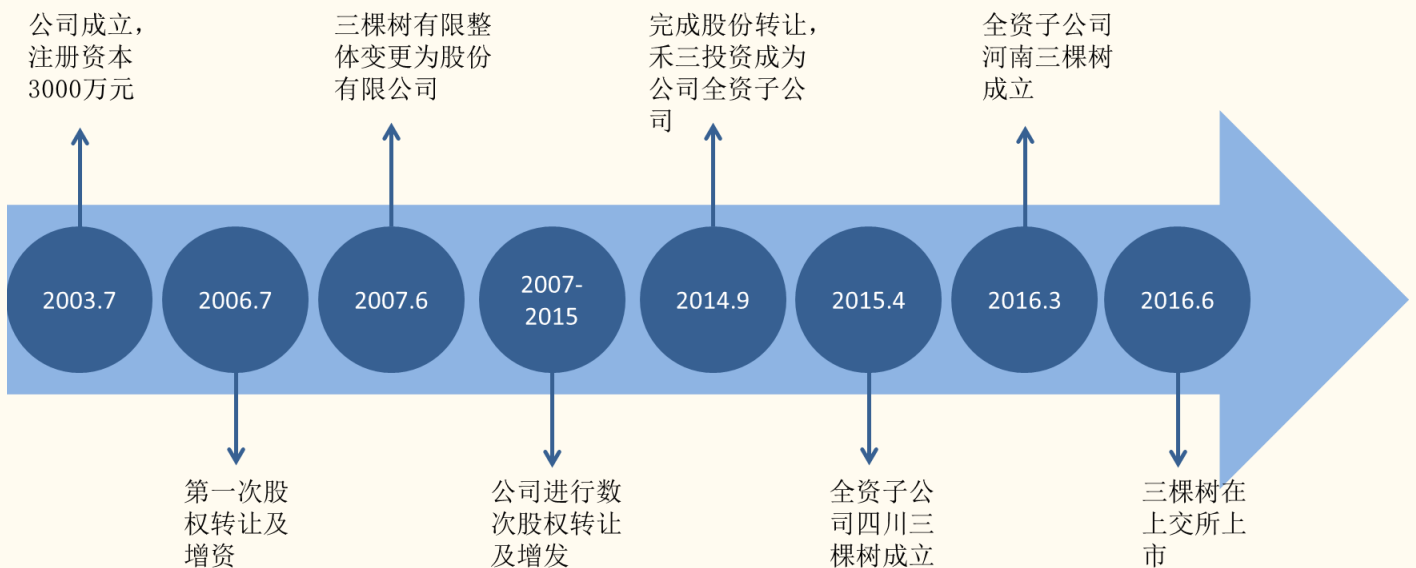
图表 17: 我国涂料行业企业分类.....	11
图表 18: 2016 年销售规模前十大企业市占率.....	11
图表 19: 2016 年我国工程建筑涂料前十大企业.....	11
图表 20: 涂料行业相关环保政策.....	12
图表 21: 东方钛业钛白粉出厂价.....	13
图表 22: 黄山恒远环氧树脂出厂价.....	13
图表 23: 主要国家环境友好型涂料占比.....	13
图表 24: 房地产企业销售金额集中度.....	14
图表 25: 房地产企业销售面积增集中度.....	14
图表 26: 我国城镇居民人均可支配收入及增速.....	14
图表 27: 国内外主要涂料企业的整合并购事件.....	15
图表 28: 2017 年 1-9 月我国房地产开发情况.....	15
图表 29: 全国建筑业房屋竣工面积及增速.....	16
图表 30: 全国商品房销售面积及增速.....	16
图表 31: 全国二手房销售面积.....	16
图表 32: 2017-2019 年我国预计粉刷面积.....	17
图表 33: 2017-2019 年我国建筑涂料预测规模.....	17
图表 34: 内墙涂料使用量标准.....	17
图表 35: 外墙涂料使用量标准.....	17
图表 36: 我国涂料行业市场规模及公司市占率情况.....	18
图表 37: 公司经销商专卖店装修设计标准.....	18
图表 38: 公司经销商情况.....	19
图表 39: 公司经销与直销收入占比变化.....	19
图表 40: 公司营销网点分布.....	19
图表 41: 公司销售费用及增速.....	20
图表 42: 公司与大型地产商建立合作.....	21
图表 43: 2017 年地产 500 强首选涂料供应商品牌前十名.....	21
图表 44: 我国精装房政策.....	22
图表 45: 公司销售模式.....	23
图表 46: 公司研发费用投入及增速.....	23
图表 47: 公司新技术研发.....	24
图表 48: 三棵树与立邦主要产品对比.....	24
图表 49: “涂料后市场”涉及业务.....	25
图表 50: 公司“马上住”服务范围.....	25
图表 51: 公司“马上住”服务流程.....	25
图表 52: 股权激励内容.....	26
图表 53: 立邦销售费用占比.....	27
图表 54: 立邦研发投入占比.....	27
图表 55: 立邦中国产能布局.....	27

图表 56: 立邦在建项目 .....	28
图表 57: 立邦中国营收及增速 .....	28
图表 56: 可比公司盈利预测 (收盘价截止 11 月 14 日) .....	29
图表 57: 公司建筑涂料盈利预测 .....	29

### 三棵树：国内建筑涂料领导品牌

- 福建三棵树涂料有限公司于 2003 年注册成立，之后于 2007 年 6 月整体变更为股份有限公司。经过十余年的快速发展，2016 年 6 月公司在上交所上市，成为国内第一家上市的建筑涂料企业。

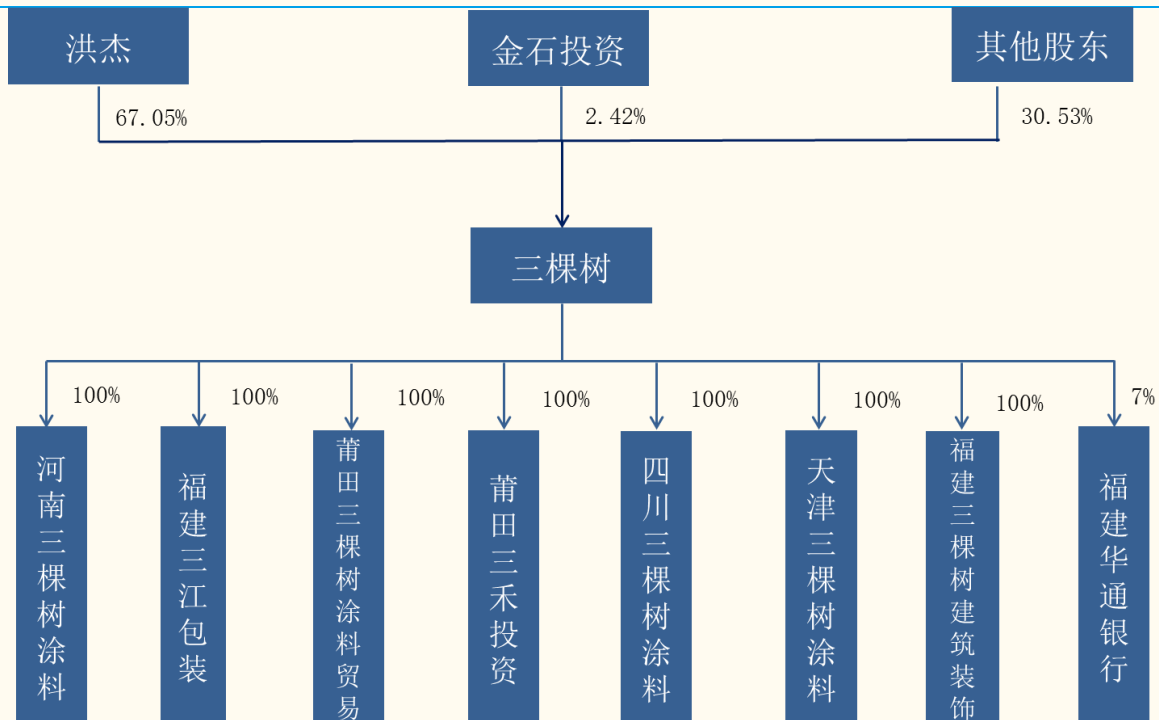
图表 1：公司发展大事记



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司成立后，为了更好地在各地进行业务拓展，通过收购及股权转让等方式设立子公司，截至 2017 年三季度末，公司在河南、福建、四川、天津四地拥有全资子公司 7 个，并持有福建华通银行 7% 的股份。实际控制人洪杰先生为公司第一大股东，持有公司 67.05% 的股份。

图表 2：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司产品主要分为墙面漆，木器漆和胶粘剂三大类，公司十多年来不断优化产品配方，成功开发了以真石漆、天彩石、质感漆、岩片漆为主打的建筑外墙涂料及地坪漆等一系列低碳节能、安全环保的高端新型涂料，深受市场青睐。2016年3月公司提出“健康+”产品标准，通过提高产品性能与健康标准，建立行业竞争门槛，强化“健康漆”领导品牌地位。

图表 3：公司产品分类

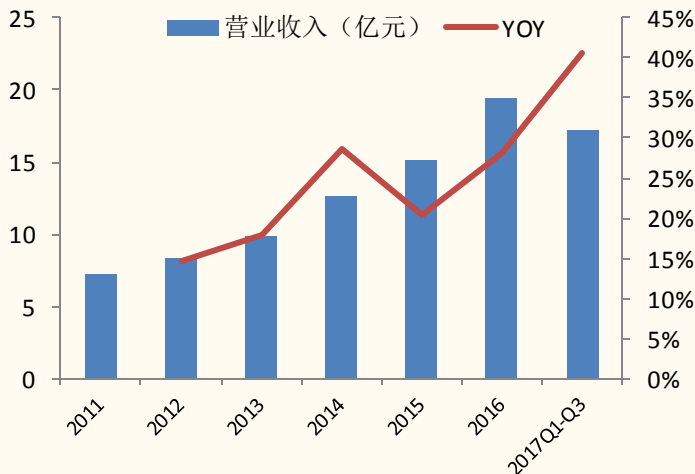
一级分类	二级分类	简要介绍
墙面涂料	家装墙面漆	面向以家庭消费者为主的装修市场，如家庭住宅、学校、医院、酒店等建筑内墙装饰
	工程墙面漆	面向以地产公司、建筑工程公司等企业为主的建筑工程市场，用于建筑内外墙涂装
木器涂料	家装木器漆	面向以家庭消费者为主的装修市场，用于室内装修的木制品表面涂装
	工业木器漆	面向家具、门窗等木制品生产企业，用于家具、门窗等木制品的生产
胶粘剂	白胶	产品适用于贴纸，薄板贴合、夹板、纤维板粘贴、木工行业、家装、包装纸箱、裱纸、也适用于和双飞粉、水泥混合用于室内装饰。
	万能胶	用于原木板、地板、竹板、塑料板、墙纸、地毯、皮革、金属材料等物体的粘合，应用于各种贴面板制造业、家具制造业和装修装潢业

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 营收规模保持快速增长，盈利能力突出

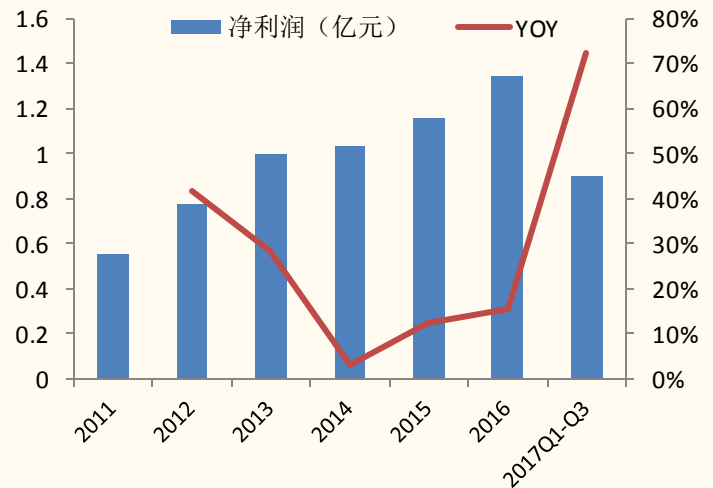
- 2016年，公司营业收入达 19.48 亿元，同比增长 28.28%；净利润为 1.34 亿元，同比增长 15.71%。受益于房地产回暖，2017 年前三季度工程墙面漆和家庭墙面漆销售继续高增长，实现营收 17.17 亿元，同比增长 40.68%，呈加速增长的趋势；净利润为 0.9 亿元，同比增长 72.19%。目前公司处于规模不断扩张的阶段，通过加强渠道及品牌建设，逐步提升市场占有率。

图表 4：公司营业收入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：公司归属母公司的净利润及增速

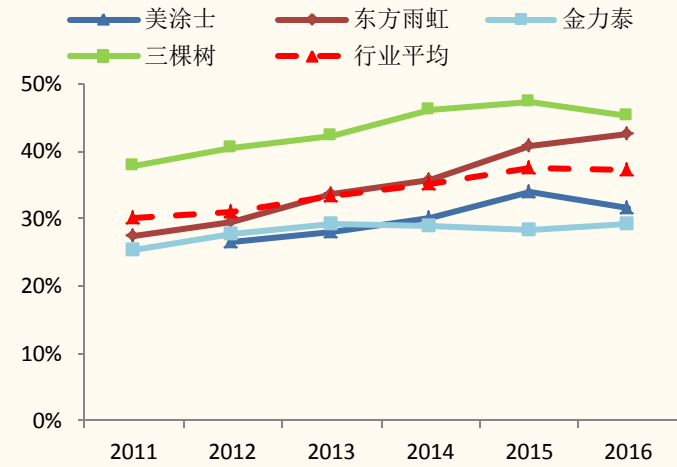


来源：Wind，国金证券研究所

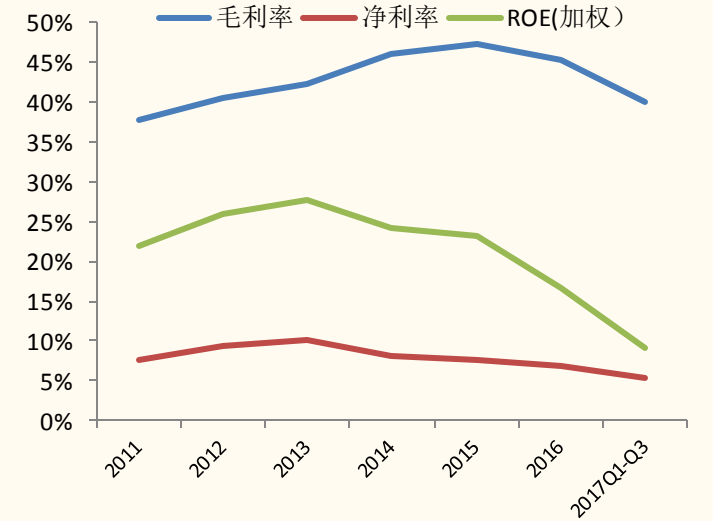
- 总体盈利能力领先行业平均水平。与行业其他几家涂料企业进行横向比较，公司毛利率高于对标公司及行业平均水平。公司毛利率由 2011 年 37.8% 跃升至 2015 年 47.42%，之后由于原材料价格上涨导致毛利率略有下滑，截止到今年前三季度，综合毛利率为 40.08%。
- 原材料价格大幅上涨，毛利率小幅下滑。2017 年前三季度，公司 7 种原材料中 5 种价格出现上涨，其中钛白粉同比涨幅 33.3%，单体涨幅为 40.3%，树脂和溶剂涨幅约 20%。虽然公司家装墙面漆、家装木器漆及万能胶价格

有所上调，但幅度较低，而销售占比不断攀升的工程墙面漆单价下跌6.62%，因此，导致公司毛利率小幅下滑，我们认为，随着公司销售规模的不断扩大，规模效应将平滑掉部分原材料价格上涨带来的毛利率波动影响，未来公司毛利仍将维持高位。

图表 6：同行业企业毛利率比较



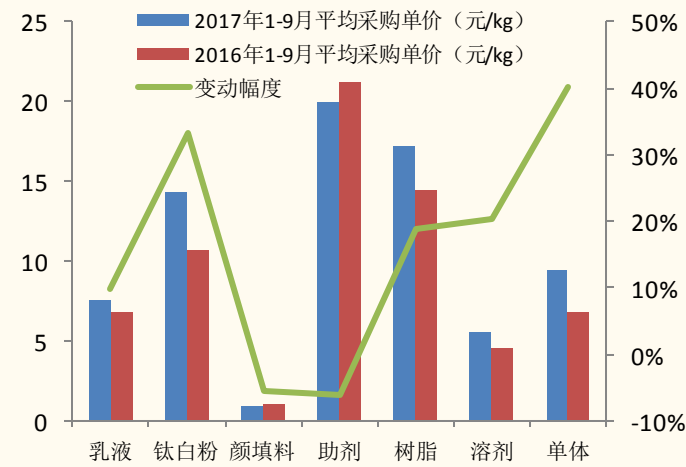
图表 7：公司近年来净利率和毛利率水平



来源：Wind，国金证券研究所

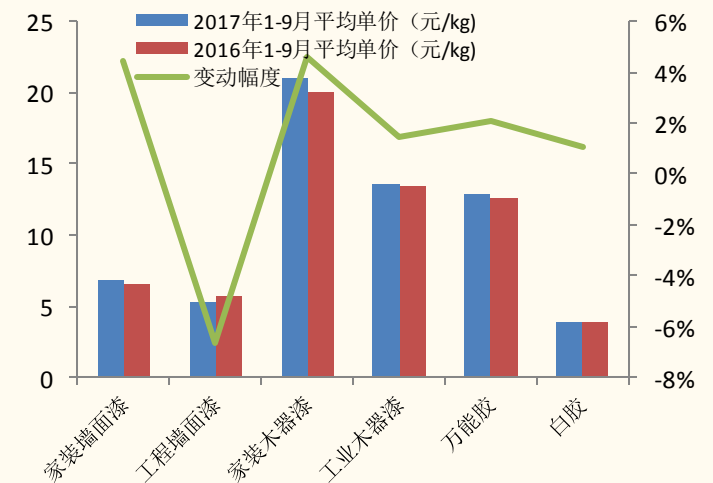
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：公司各类原材料同比价格变动



来源：公司公告，国金证券研究所

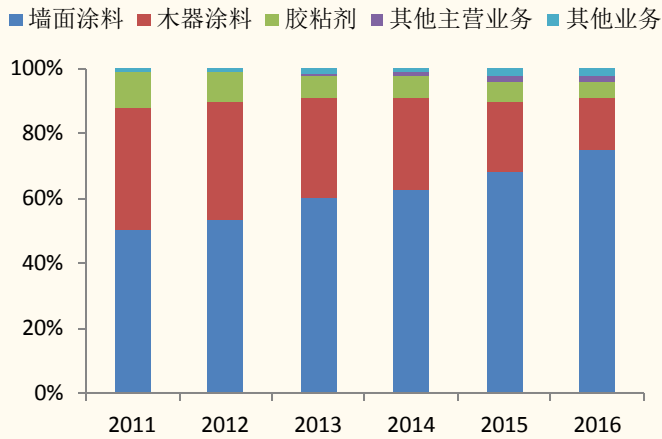
图表 9：公司各类产品同比价格变动



来源：公司公告，国金证券研究所

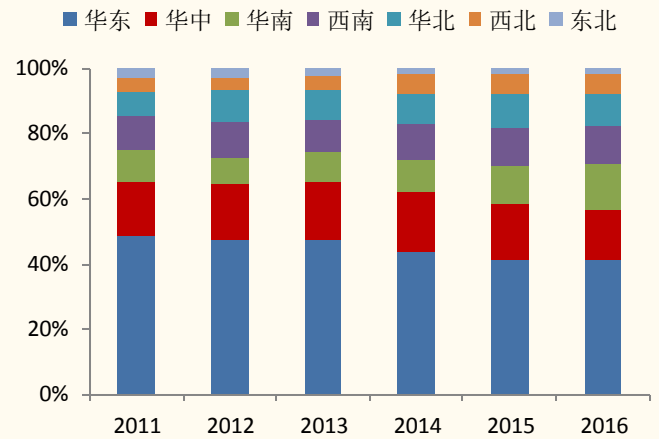
- **分产品看，墙面涂料为公司主要收入来源。**公司墙面涂料始终是主要销售产品，且近几年营收占比不断攀升，从 2011 年的 50.06% 增长至 2016 年的 74.77%。2016 年公司加大对地产行业客户的营销力度，工程墙面漆销售收入占公司总销售的 46%，同比增长 50.06%。
- **分区域来看，华东和华中地区是公司的主要销售区域。**目前公司生产基地布局于福建、四川、河南及天津四地，由于涂料行业销售受地区运输等因素影响，公司产品销售主要流向华东和华中地区。随着公司在华南和东北地区的市场开拓力量不断加强，2016 年华南地区和东北地区的销售收入分别同比增长 58% 和 42.46%。

图表 10: 公司收入分产品情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 公司收入分地区情况

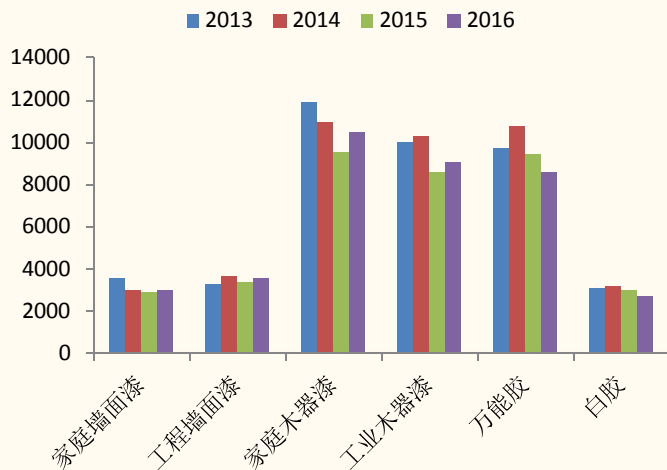


来源: Wind, 国金证券研究所

### 成本控制能力增强, 销售费用仍维持高位

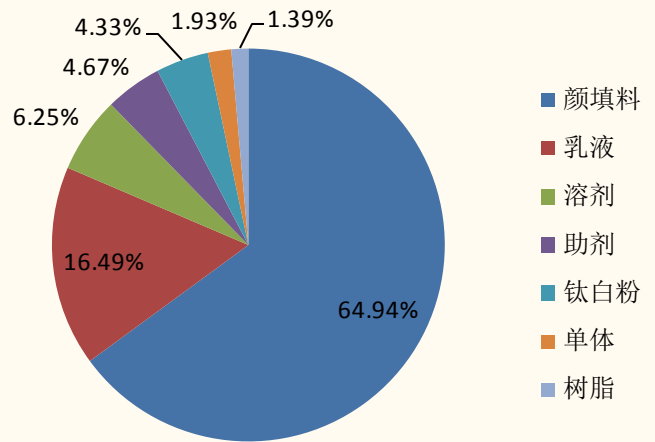
- 各类产品单位成本总体呈现下降趋势。产品成本主要包括材料成本、制造费用和直接人工三大类, 材料成本占比达到 90% 以上。从 2013 年到 2015 年, 公司六类产品的单位成本均出现下降, 但由于 2016 年上游钛白粉、助剂、树脂及单体四种原材料价格上涨导致材料成本增加, 墙面漆和木器漆的单位成本略有上升; 加上公司对河南生产基地进行厂房租赁及设备技改, 全年投产时间较短, 产能利用率仅为 31.24%, 增加了墙面漆的制造费用。

图表 12: 公司各类产品单位成本 (元/吨)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 13: 2016 年公司各类材料采购成本占比

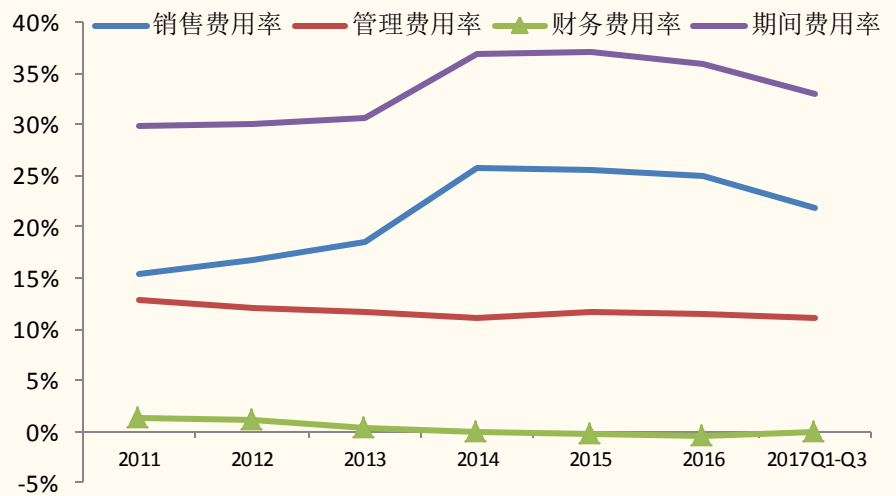


来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 渠道拓展及品牌建设导致销售费用走高。从 2013 年之后销售费用率开始走高, 主要因为公司加大在全国各地的经销商布局, 增强广告投入, 扩大营销团队规模, 同时, 从 2014 年开始, 公司开始承担经销渠道运输费用, 因此公司营收规模不断增长的同时销售费用也持续走高。2017 年 Q1-Q3 公司期间费用率同比下降 6.85%, 其中销售费用率和管理费用率分别同比下降 4.84 和 2.53 个百分点, 销售费用率减少主要是由于工程涂料销售费用降低所致, 预计未来随着品牌推广及渠道拓展成熟, 期间费用率将稳中趋降。



图表 14：公司三费及期间费用率变化



来源：Wind，国金证券研究所

### 完善产能基地布局，积极扩大产能

- **多方面改善现有生产基地状况。**2016 年公司对莆田生产基地部分车间进行了产能升级和技术改造，实现柔性化生产，满足小批量个性化定制需求，墙面涂料产能有由 2015 年的 6.5 万吨/年增加至 12.5 万吨/年。为了缩短原材料及产成品运输半径，节省物流配送成本及时间，河南三棵树与南召鑫泰钙业有限公司签署厂房及设备租赁协议，以租赁方式取得该公司 7 万吨涂料生产线及相应附属设施的使用权。
- **新增四川、安徽及河北生产基地，辐射西部及华东、华北地区市场。**2016 年公司募集资金投资“四川三棵树涂料有限公司生产及配套建设项目”，目前已进入设备调试和试生产阶段，预计 2017 年下半年可以投入使用。该项目完成后将年产涂料约 18 万吨，可实现年产值 14 亿元。2017 年 6 月 6 日，公司与安徽明光经济开发区管理委员会签署《投资协议书》，计划投资 5-8 亿元建设“新型建材（含涂料）生产及配套项目”，项目计划用地 400 亩，将分两期进行。公司生产能力的提升一方面有利于加大其市场份额，另一方面企业规模效应和协同效应也将随之体现。2017 年 9 月 20 日，公司与河北博野管委会签署了《投资协议书》，计划总投资 6-10 亿元在博野经济开发区新建“新型建材生产（含涂料）项目”。

图表 15：公司 2016 及 2017 年在建产能

厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能及投资情况	在建产能预计完成时间
莆田三棵树	墙面涂料 12.5 万吨/年	128.66	-	-
	木器涂料 3 万吨/年	64.6	-	-
	胶粘剂涂料 5 万吨/年	18.27	-	-
天津三棵树	墙面涂料 5 万吨/年	61.52	-	-
	腻子粉 1 万吨/年	86.16	-	-
河南三棵树	墙面涂料 7 万吨/年	31.24	-	-
四川三棵树	墙面涂料 14.07 万吨/年	-	固定资产投资总额 29645 万元，已投资 14723.99 万元，部分车间已开始试生产	2017 年 4 月
	木器涂料 3.054 万吨/年	-		2017 年 7 月
	胶粘剂 1.5 万吨/年	-		2017 年 7 月
	包装罐 1200 万个/年	-		2017 年 4 月

三江包装	包装罐 1674.06 万个/年	88.24	-	-
安徽明光	新型建材(含涂料)生产及配套项目		共投资 8 亿元, 计划用地 400 亩, 项目分两期实施	一期预计 2019 年完成; 二期预计 2020 年开工
河北博野	新型建材生产(含涂料)项目		计划总投资 6-10 亿元, 分两期实施, 一期工业用地面积 230 亩, 二期计划用地 200-400 亩。	-

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司加快了产能扩张速度, 基地布局趋于完善, 待安徽和河北基地建设完成后, 产能基地将覆盖全国大部分地区, 产能分布更加合理, 节约运输成本及配送时间, 有利于公司市场拓展及品牌知名度的提升。

## 行业集中度低, 市场向品牌涂料企业集中成趋势

### 我国涂料行业总量大, 企业分散, 未来整合空间大

- 目前我国涂料行业企业数量众多, 据不完全统计, 行业内生产企业超过一万家, 大多数为产量较低的小企业, 行业十分分散。2016 年销售收入前十名企业收入总和为 631.996 亿元, 占全国销售收入比例为 14.51%, 其中销售规模达到 100 亿元以上的仅有外资品牌立邦、阿克苏诺贝尔、PPG 三家, 行业集中度仍然比较低。

图表 16: 2016 年我国涂料产业 100 强企业销售分布区间

分布区间	企业数量	累计收入	收入占榜单比
≥100 亿元	3 家	398.435 亿元	30.27%
30-100 亿元	6 家	208.929 亿元	15.87%
20-30 亿元	4 家	90.819 亿元	6.90%
10-20 亿元	20 家	275.261 亿元	20.83%
5-10 亿元	28 家	198.445 亿元	15.07%
≤5 亿元	39 家	145.588 亿元	11.06%
累计	100 家	1316.477 亿元	100%

来源: 《涂界》, 国金证券研究所

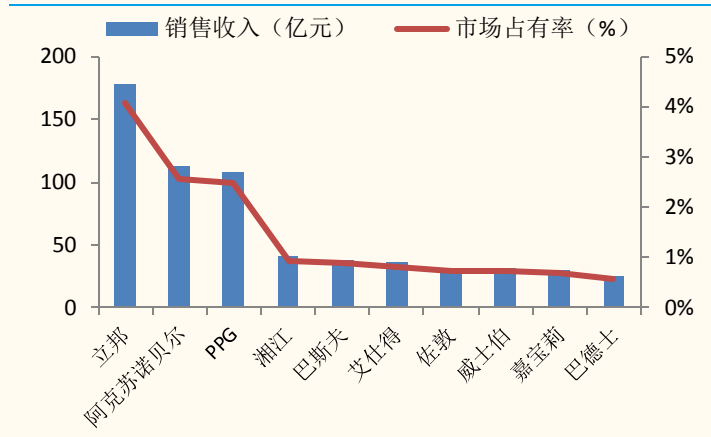
- 目前处于第一梯队的企业, 主要是竞争力较强、市场份额较大的外资企业, 如立邦、阿克苏诺贝尔等; 第二梯队的是专注于国内市场, 已形成专业化、品牌化经营, 具备一定竞争优势的国内企业, 如三棵树、嘉宝莉、展辰涂料、华润涂料等; 处于第三梯队的主要是国内一些设备简陋、技术能力较弱, 依靠低价产品生存的小型涂料企业。

图表 17: 我国涂料行业企业分类



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 18: 2016 年销售规模前十大企业市占率



来源: 《涂界》, 国金证券研究所

■ 我国涂料“十三五”规划中提出, 未来企业要规模化。计划到 2020 年, 销售额在 50 亿元以上的涂料生产企业达到 10 家以上, 销售额在 20 亿元以上的涂料企业要达到 20 家。前 50 家家涂料生产企业的涂料产量占从产量的 50%以上, 并且培育 2-3 个销售额超过 50 亿元、具有国际竞争力的大型涂料企业集团。国家对于行业集中度及本土涂料企业培育提出了明确要求, 这对于目前已经处于领先地位的国内涂料企业是一个积极的信号。

■ 以建筑工程涂料为例, 2016 年, 立邦工程建筑涂料销售额 29 亿元位居第一位, 三棵树、亚士分别以 8.9 亿元、7.4 亿元位居二、三位, 排名前三企业市占率仅为 36.1%, 前十大也只有 58.72%, 市场集中度依旧偏低。虽然立邦仍处于绝对领先优势, 但是面临着三棵树、亚士等国内本土涂料企业的挑战, 近年来, 三棵树、亚士呈现出快速发展趋势, 2016 年工程建筑涂料业绩分别同比增长 50.06%和 24.32%。国内本土品牌更擅长与国内地产商合作, 产品特色更加鲜明, 凭借灵活的反馈机制和完善的服务体系, 有望抓住区域内房地产快速发展的时机, 异军突起。

图表 19: 2016 年我国工程建筑涂料前十大企业

排名	品牌	销售额 (亿元)	市场占有率	属性
1	立邦	28.7	22.96%	外资
2	三棵树	8.9	7.20%	内资
3	亚士漆	7.4	5.92%	内资
4	多乐士	6	4.80%	外资
5	固克	5	4%	内资
6	嘉宝莉	4.8	3.84%	内资
7	富思特	4	3.20%	内资
8	华润	3.5	2.80%	内资
9	久诺	3	2.40%	内资
10	申得欧	2	1.60%	外资

来源: 《涂界》, 国金证券研究所

环保趋严及消费升级助力建筑涂料集中度提升

■ 环保趋严促使行业整合加速。由于涂料生产过程中产生的挥发性有机物会造成污染 (即 VOCs 污染), 随着我国环保问题日益严重, 国家加大了环保督查力度, 一些小规模、技术实力落后、环保要求不达标企业陆续被淘汰, 而规范化, 有技术实力的优势企业市占率在逐步提高, 行业整合加剧促进了行业结构调整及产业升级, 同时也提升了行业的进入门槛。

- 根据工业和信息化部与财政部联合印发《重点行业挥发性有机物削减行动计划》：到 2018 年，工业行业 VOCs 排放量比 2015 年削减 330 万吨以上，减少苯、甲苯、二甲苯等溶剂、助剂使用量 20% 以上，低（无）VOCs 的绿色涂料产品比例达到 60% 以上。受国家政策法规影响，2016 年我国共关闭涂料企业 3000 多家，随着监管趋严逐步趋严，行业整合将加速，未来仍有部分不规范的落后企业将被淘汰，市场集中度将进一步提升。

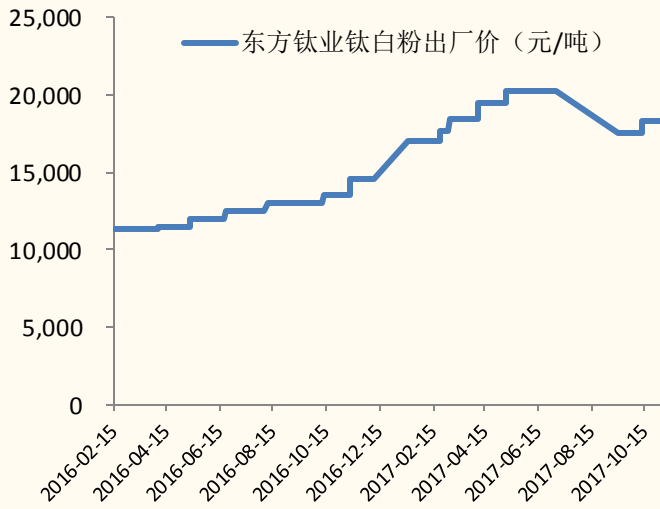
**图表 20：涂料行业相关环保政策**

时间	政策条例	主要内容
2015.5	《儿童水性内墙涂料》	出台“史上最严格”的耐洗刷性（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
2015.6	《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》	正式实施水性工业涂料产品标准
2016.10	《建材工业发展规划（2016-2020 年）》	鼓励推广应用水性涂料，制修订建筑用涂料 VOCs 限额标准
2016.11	《国家鼓励的有毒有害原料（产品）替代品目录（2016 年版）》	力推水性涂料替代溶剂型涂料
2016.12	《国家先进污染防治技术目录（VOCs 防治领域）》	包含 18 项 VOCs 污染防治先进技术，“木器涂料水性化技术”在列
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	涂装行业实施低 VOC 含量涂料替代
2017.1	《“十三五”节能减排综合工作方案》	全面推进现有企业达标排放，出台涂料等有机溶剂产品挥发性有机物含量限值强制性环保标准。
2017.2	《惠州市节能减排“十三五”规划（2016-2020 年）》	市政工程、房地产外墙装修过程禁止使用溶剂型涂料
2017.7	《水漆应用、评价及推广标准蓝皮书》	为我国已进入关键期的“油改水”改革提供了解决方案和推广指导，意义重大

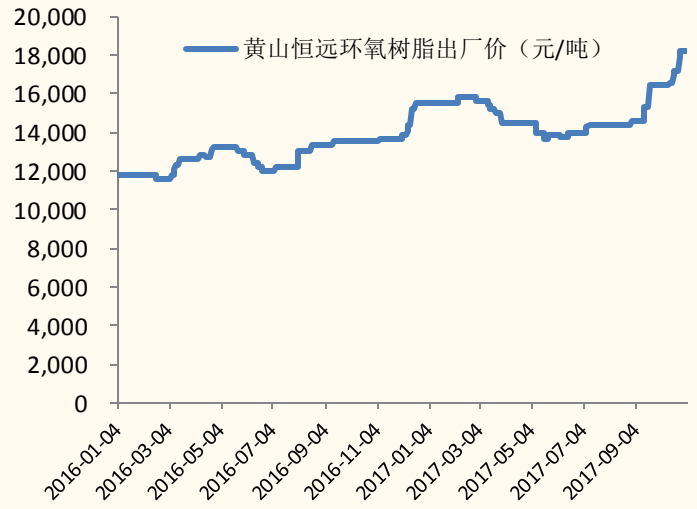
来源：中国涂界网，国金证券研究所

- 环保趋严加剧了上游原材料价格提升。目前，涂料成本中原材料占比超过 90%，原材料价格波动对生产成本影响较大。年初以来，受到环保督查的影响，上游原材料厂商或关停整改，或停产冷修，导致阶段性供给收缩，原材料价格持续上涨，钛白粉上涨约 30%，环氧树脂上涨约 20%。随着“金九银十”的旺季过去，钛白粉需求端或逐步下滑，而冷修的生产线陆续复产，预计钛白粉价格有望稳中趋降，环氧树脂受到环氧丙烷等材料的短缺，导致价格持续走高，预计短期仍将维持高位。我们认为，原材料上涨带来生产成本提升，一方面挤压小厂的生存空间，另一方面议价能力强的大企业，成本传导能力更强，竞争优势更加凸显。

图表 21: 东方钛业钛白粉出厂价



图表 22: 黄山恒远环氧树脂出厂价

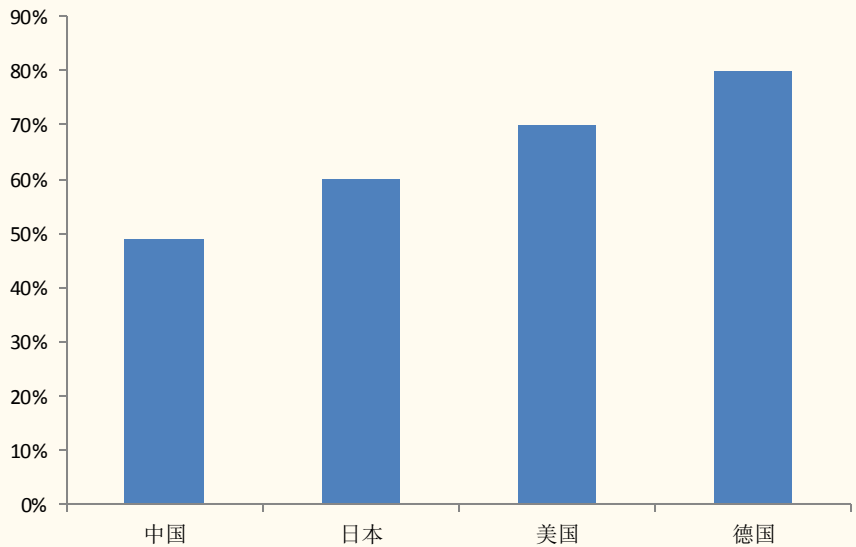


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- 涂料行业“十三五”规划提出,到 2020 年,我国性价比优良、环境友好型的涂料品种要占涂料总产量的 57%,目前我国环境友好型涂料占比约 49%,与美国、日本、德国等发达国家相比,仍有较大的发展空间。未来我国涂料行业将向着环保节能、安全创新的方向发展,而不能满足要求的落后企业将会被淘汰,有技术实力及资金优势的品牌企业将抢占先机。

图表 23: 主要国家环境友好型涂料占比



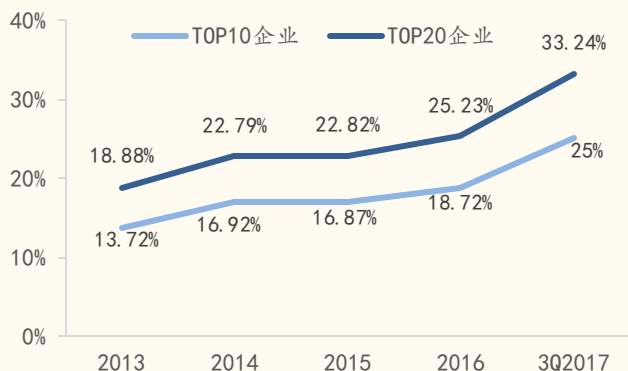
来源: 中国涂料工业协会, 国金证券研究所

- 根据国金证券房地产组研究数据显示,我国房地产行业集中度一直处于上升趋势,并在 2016 年地产行业销售向好的背景下,集中度提升明显加速。2016 年房地产 TOP10 企业全年销售总金额达到 2.2 万亿元,占全国房地产商品房销售金额的 18.7%;销售面积 2 亿方,占全国房地产商品房销售面积的 12.5%。截至 2017 年前三季度 top10 地产企业销售总额已达 2.3 万亿元,集中度上升至 25%;销售面积 1.9 亿方,占全国销售面积的 16.17%。在土地成本居高不下、开发商融资渠道收紧的宏观环境下,小型

开发商拿地愈发困难，规模发展受到限制。未来的房地产市场将保持强者恒强的局面，行业集中度继续上升。

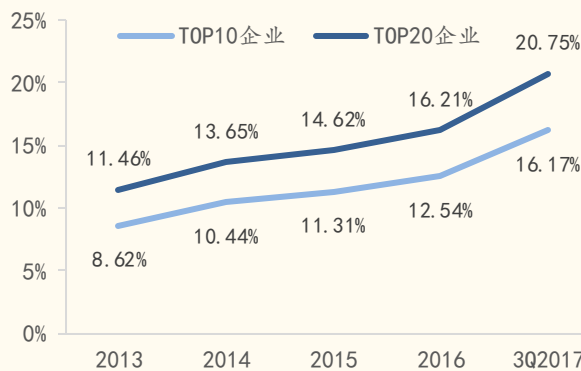
- 与此同时，大的房地产企业更倾向于与有实力的品牌供应商合作，因此，涂料行业品牌龙头可能拿到更多工程订单，一方面可以提升自有品牌的美誉度，另一方面随着下游地产集中的提升及未来精装修的比例提升，绑定大地产商的涂料企业，将逐步扩大市场份额。

图表 24：房地产企业销售金额集中度



来源：克而瑞、国金证券研究所

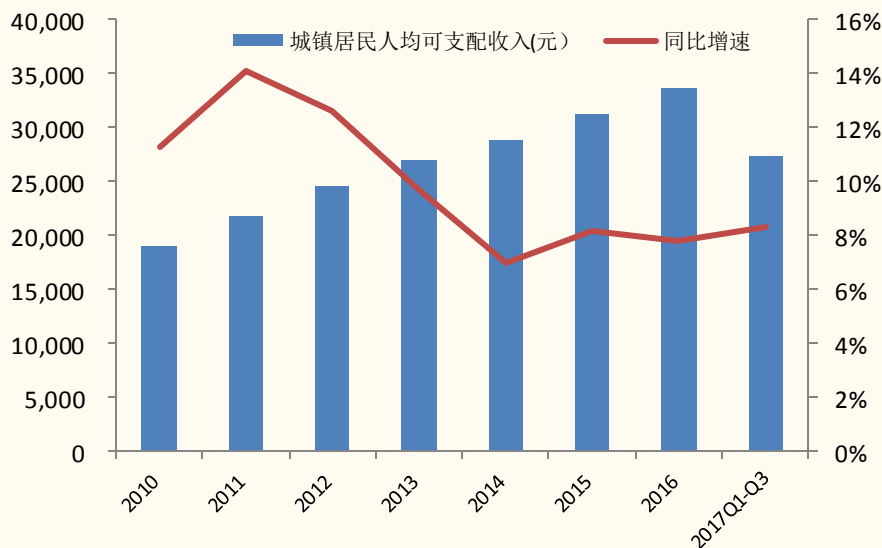
图表 25：房地产企业销售面积增集中度



来源：克而瑞、国金证券研究所

- 随着居民可支配收入的提升，消费者对产品的性能及品牌愈发的重视，价格不再是消费者唯一考虑的标准。家装漆为消费者直观感受的产品，对产品的性能、环保及健康指数等更为看重，越来越多的消费者追求个性化、定制化的服务。此时，品牌涂料企业的优势明显，例如立邦提出的“N合一”概念，多乐士的乐彩主题，三棵树的“健康漆”等，龙头企业的产品具有多样式，个性化及健康系数更高的特点，更多的受到消费者的追捧。

图表 26：我国城镇居民人均可支配收入及增速



来源：wind，国金证券研究所

### 整合并购成为提升市场集中度的主要手段

- 据不完全统计，目前我国有超过 2 万家涂料厂，但规模以上企业只有 2000 家左右（营收规模在 2000 万元以上），“投资少、见效快”造就了我国涂料行业的畸形发展，导致小企业众多，集中度低。随着环保趋严及监管政

策的不断完善，小企业的生存压力逐步增加，行业面临大规模整合，而整合并购成为整个行业集中度提升的重要手段。例如，17年行业发生的最大的并购案，宣伟收购威士伯，一举成为全球最大的油漆涂料公司，并购重组一方面大企业优秀的管理及技术可以快速复制，增厚企业业绩，另一方面提升企业的综合实力，提高行业进入壁垒。

图表 27：国内外主要涂料企业的整合并购事件

收购企业	被收购企业	时间	内容
美国宣伟	美国威士伯	2017年3月	美国宣伟以93亿美元现金收购美国涂料企业威士伯，成为世界最大的油漆涂料公司
东方雨虹	德国 DAWSE	2016年12月	东方雨虹香港以自有资金出资人民币1.8亿元，认购 DAW ASIA 的新增股本1.8亿元，交易完成后持有 DAW ASIA 90% 的股权。
关西涂料	Helios 涂料业务	2016年12月	日本关西涂料将出资700亿日元从 Ring 国际控股集团和其他股东手中收购总部位于卢森堡的 Annagab 公司全部股权，从而实现了对斯洛文尼亚 Helios 集团涂料资产的并购
立邦中国	长润发集团	2016年9月	立邦中国与中国家具漆行业知名企业长润发涂料集团达成战略合作协议，双方将携手推动中国家具漆市场的创新与发展
巴斯夫	广东银帆化学	2016年9月	巴斯夫收购广东银帆化学有限公司，并在广东江门市成立新的法律实体“巴斯夫涂料（广东）有限公司”，以接管并进一步拓展原银帆公司的汽车修补漆业务
阿克苏诺贝尔	巴斯夫	2016年2月	阿克苏诺贝尔与巴斯夫以4.75亿欧元收购巴斯夫涂料解决方案工业涂料业务达成协议。
威士伯	广东华润涂料有限公司	2006年	2006年美国威士伯集团完成对华润涂料的战略投资，华润涂料成功实现战略转型

来源：中国涂料在线，国金证券研究所

### 新房竣工+二手房装修，铸就建筑涂料巨大市场

- 从 2016 年年初，国内房地产开始回暖，带来整个产业链景气度提升，各地房价也屡创新高，随之而来的是，国家陆续出台一系列的地产调控政策，到 17 年下半年，房地产开发，销售开始陆续下行。我们认为，虽然这一轮地产景气周期接近尾声，但是装修为刚性需求，考虑到我国城镇化率不断提升，未来精装修推广及存量房二次装修的市场，我国建筑涂料的市场依旧广阔。

图表 28：2017 年 1-9 月我国房地产开发情况

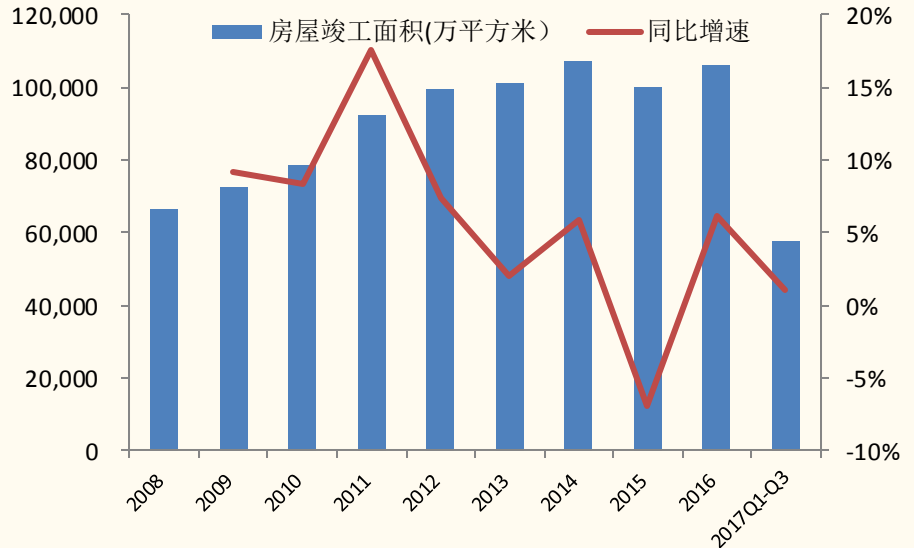
指标	绝对量	同比增长 (%)
房地产开发投资 (亿元)	80644	8.1
其中：住宅	55109	10.4
房屋施工面积 (万平方米)	738065	3.1
其中：住宅	505330	2.9
房屋新开工面积 (万平方米)	131033	6.8
其中：住宅	94113	11.1
房屋竣工面积 (万平方米)	57694	1
其中：住宅	41260	-1.9
土地购置面积 (万平方米)	16733	12.2
土地成交价款 (亿元)	8149	46.3
商品房销售面积 (万平方米)	116006	10.3
其中：住宅	100131	7.6
商品房销售额 (亿元)	91904	14.6
其中：住宅	76442	11.4
商品房待售面积 (万平方米)	61140	-12.2
其中：住宅	32256	-22

来源：国家统计局，国金证券研究所

### 房屋竣工面积进入稳定期

- **建筑涂料的市场需求主要来源于新房装修及旧房重涂。**新房装修面积主要与当年的建筑行业竣工面积有关；旧房重涂主要与旧房竣工面积、二手房销售面积及我们商品房二次装修频率有关。
- “四万亿”之后，我们国家房屋竣工面积经过一个快速成长期后，进入稳定阶段，从12年之后，房屋竣工面积基本保持在10亿平方米左右，随着我国地产政策进入平台期，房地产投资也逐步平稳，预计短期内房屋竣工面积仍将保持平稳。

图表 29：全国建筑业房屋竣工面积及增速

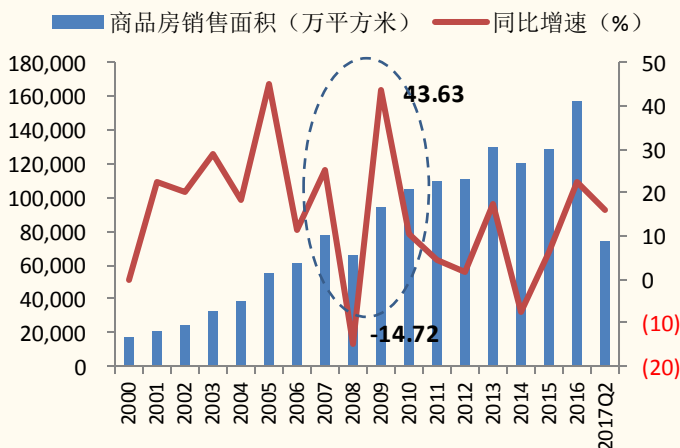


来源：Wind，国金证券研究所

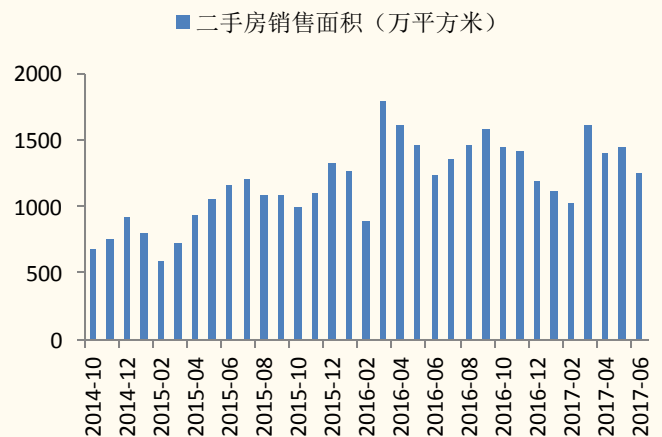
### 重涂市场将迎来高峰期

- **上一轮房产大投资进入重装黄金期。**2008年金融危机全面爆发后，国家政府从2008年11月至2010年投资的4万亿资金对经济各方面均带来一定的刺激，房地产在这一期间也经历了急速发展，2008-2010年我国商品房销售面积同比增速由-14.72%上升到43.63%。按照我国旧房8-10的装修周期，2017-2019年为进入二手房装修高峰期。
- **家装重涂的另一重要来源为二手房装修。**根据我国统计较为完整的北京、上海、深圳、杭州、南京等20个房地产管理局统计的二手房交易数据，2016年以来我国主要城市月均二手房成交面积总和维持在1370万m<sup>2</sup>，预估2017-2019年全国二手商品房成交面积为5亿m<sup>2</sup>/年。

图表 30：全国商品房销售面积及增速



图表 31：全国二手房销售面积





来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- 根据《性能、功能和环保: 建筑涂料行业 2013 年回顾与展望》中统计数据计算出, 我国每 1m<sup>2</sup> 建筑面积需要粉刷内墙面积为 2.5m<sup>2</sup>, 需要粉刷外墙面积为 0.7m<sup>2</sup>, 外墙粉刷主要来源于新房竣工部分。粉刷墙壁一般分为刷底漆、补漆和上面漆三步, 因此每 100m<sup>2</sup> 的装修面积涂刷面积通常为 300m<sup>2</sup>。

图表 32: 2017-2019 年我国预计粉刷面积

	建筑面积 (亿 m <sup>2</sup> )	内墙面积 (亿 m <sup>2</sup> )	外墙面积 (亿 m <sup>2</sup> )	内墙粉刷面积 (亿 m <sup>2</sup> )	外墙粉刷面积 (亿 m <sup>2</sup> )
新房竣工	30	75	21	225	63
旧房重涂	27	67.5	-	202.5	-
二手房交易	5	12.5	-	37.5	-
合计	63	155	21	465	63

来源: 国金证券研究所

- 三棵树官方旗舰店对于墙面涂料的用量指导: 内墙涂料使用标准为 13~15m<sup>2</sup>/L, 外墙涂料使用标准为 8~10m<sup>2</sup>/kg, 一罐 5L 乳胶漆重量为 7kg, 则平均每升涂料重量为 1.4kg。预计未来三年, 我国内墙涂料使用量为 33 亿 L, 约 462 万吨; 外墙涂料使用量为 7 亿 L, 约 98 万吨。按照三棵树官网外墙涂料 16 元/kg, 内墙涂料 25 元/kg 单价计算, 未来三年我国年均墙面涂料市场空间约 438 亿元。

图表 33: 2017-2019 年我国建筑涂料预测规模

时间	内墙粉刷面积 (亿 m <sup>2</sup> )	内墙涂料体积 (亿 L)	内墙重量 (亿千克)	价格 (元/千克)	合计 (亿元)
2017-2019 年	465	33	46.2	25	1155
平均每年	155	11	15.4	25	385
	外墙粉刷面积 (亿 m <sup>2</sup> )	外墙涂料体积 (亿 L)	外墙重量 (亿千克)	价格 (元/千克)	合计 (亿元)
2017-2019 年	63	7	9.8	16	156.8
平均每年	21	2.3	3.3	16	52.8

来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 34: 内墙涂料使用量标准

**产品参数**

直径: 18cm  
桶高: 24.5cm

产品名称: 净味二合一墙面漆  
产品规格: 7KG 墙面漆  
使用部位: 内墙  
光泽: 哑光  
可否调色: 可调  
施工方法: 涂刷、辊涂、无气喷涂  
稀释比例: 可加清水直接稀释, 稀释比例不超过 15%  
涂刷面积: 13-15m<sup>2</sup>/L (一遍理论值)  
实际涂刷面积会因施工方法或者墙面粗糙程度不同而不同

来源: 公司官方旗舰店, 国金证券研究所

图表 35: 外墙涂料使用量标准

**产品参数**

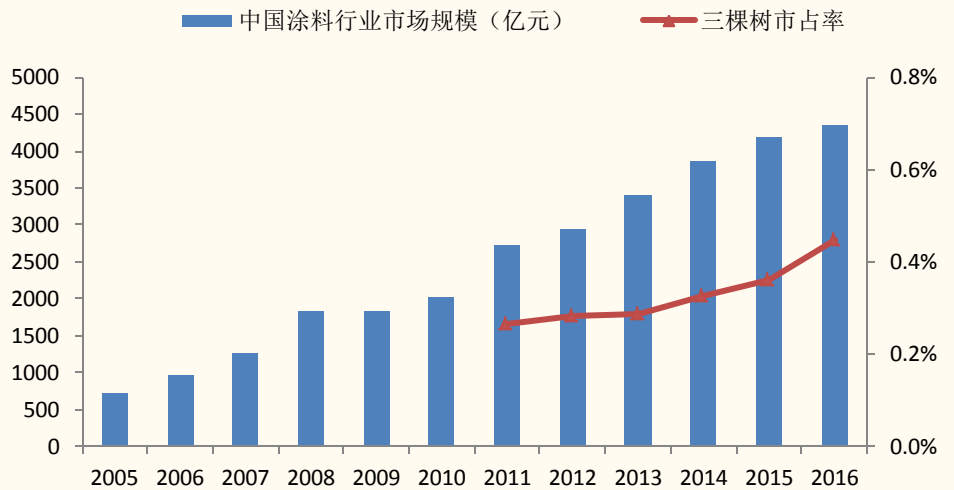
产品名称: 清净界外墙乳胶漆  
产品规格: 20kg  
施工条件: 温度 ≥ 5°C | 相对湿度 ≤ 85°C  
施工方法: 辊涂、喷涂、刷涂  
稀释比例: 可加清水直接稀释, 稀释比例不大于 15%, 使用前搅匀。  
调色提示: 施工深色或是艳色产品时请控制稀释比例在 5% 以内或不稀释, 并适当增加涂刷遍数, 直至达到满意效果。  
耗漆量: 8-10m<sup>2</sup>/kg (一遍, 理论值)  
重涂时间: (以 25-30°C 计, 低温速度延长) 表干 30-60 分钟, 重涂时间间隔 ≥ 4H (25°C)  
保质期: 36 个月 (存放于阴凉、干爽处)

来源: 公司官方旗舰店, 国金证券研究所

### 工程与零售并举，三棵树迎来高速成长期

- **公司市占率稳步提升，成长空间巨大。**我国涂料行业市场规模持续扩大，从2005年销售收入为734.74亿元扩大到2016年4357.12亿元，年复合增长率为17.57%。公司市场份额从2011年0.27%增加到2016年0.45%，但所占市场比例仍然不超过1%。随着公司品牌价值的提升及销售渠道的不断完善，在行业整合的大环境下，公司有望继续扩大市场份额。

图表 36：我国涂料行业市场规模及公司市占率情况



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

### 零售端：从三四线城市切入，实施“农村包围城市”策略

- **在零售端：**在外资品牌重点布局一二线城市的格局下，公司寻找差异化路线，选择走“农村包围城市”路线，先切入三四线城市，通过为经销商配送物料、统一设计装饰风格等方式，大力协助经销商开设以“自然、健康、绿色”为主题的形象统一的装修漆标准专卖店，通过标准化道具配送保证全国终端形象的统一，打造“三棵树”高端品牌形象。

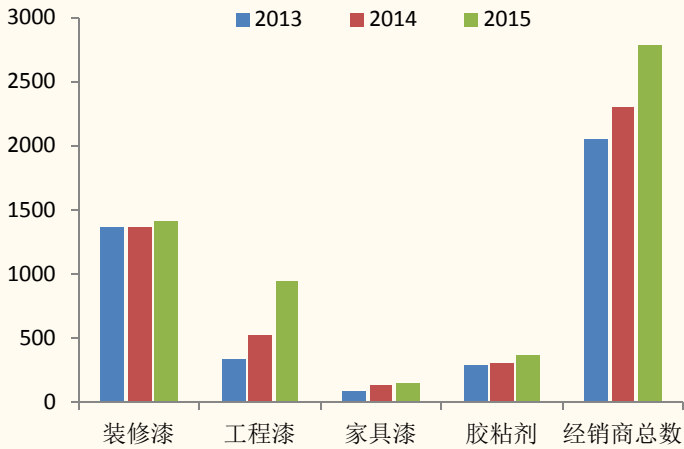
图表 37：公司经销商专卖店装修设计标准



来源：招股说明书，国金证券研究所

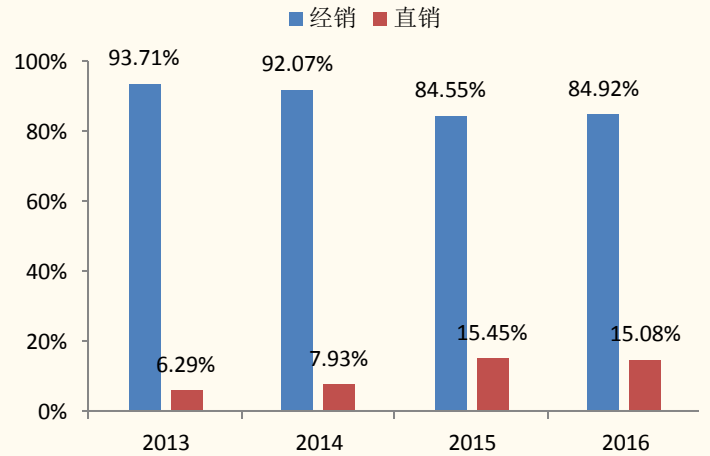
- 在布局三四线城市渠道的同时，公司逐步进入一二线城市，目前公司营销网络已基本覆盖全国三十一个省级行政区划单位的主要城市，截止 2017 年 6 月底，公司终端销售网点数量增至 16956 个，销售网点逐步趋于完善。

图表 38：公司经销商情况



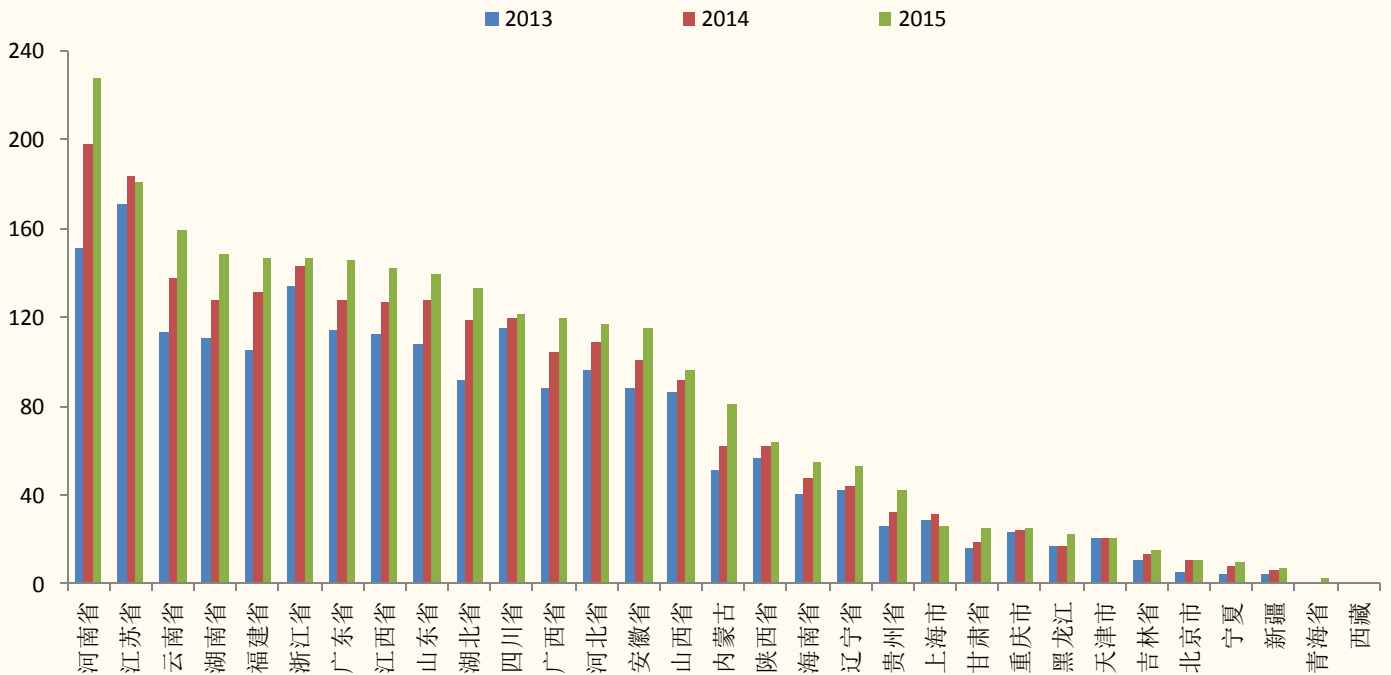
来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 39：公司经销与直销收入占比变化



来源：招股说明书，国金证券研究所

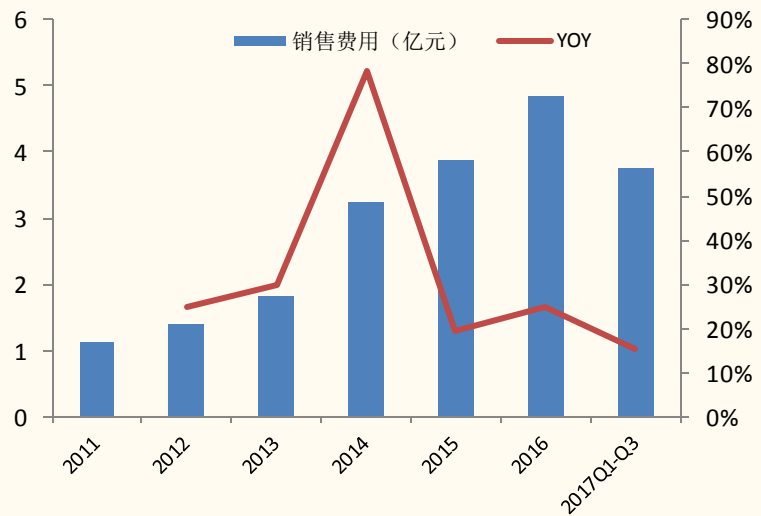
图表 40：公司营销网点分布



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 销售费用维持高增长，品牌建设效果显著。**近年来，公司销售费用保持快速增长，2011-2016 年复合增速达到 34%，公司品牌通过事件营销在线上新媒体矩阵及线下活动中进行广度、深度传播，品牌曝光率成绩显著。2017 年以来，公司首创“517 健康漆节”并开展“健康+生态游”活动，积极倡导“健康+”理念，使更多消费者享受“健康家装”，全面推进“健康+”品牌理念的新布局。同时，“马上住服务”今年共开发客户 310 家、小区推广 1459 场、举行样板市场交流峰会 4 场、开展客户培训 12 场等，签单数突破万家，品牌推广效果显著。

图表 41：公司销售费用及增速



来源：Wind，国金证券研究所

### 工程端：构建完善的工程服务体系，加强与知名地产商的合作

- **公司为恒大长期战略供应商。**自从 2008 年与恒大集团签订战略合作协议起，至今已为恒大供应了数亿元的内外墙涂料，连续 6 次蝉联恒大地产集团优秀供应商荣誉称号，并且也是重点培养的材料战略之一。目前恒大为公司的第一大客户，2016 年采购金额达到 0.92 亿元，占公司当年营业收入的 4.7%，我们测算，根据 2016 年恒大总采购金额 140 亿计算，考虑到目前涂料行业的用量比较小，假设涂料采购占比 10%，那么三棵树产品占涂料采购的 7%左右。
- **2017 年 3 月 23 日，公司与广州恒大材料设备有限公司签署《战略合作框架协议》，其承诺在 2017-2019 年期间采购公司建筑涂料不少于 10 亿元，2017-2021 年期间意向采购总金额约 20 亿元，标志着公司产品进一步得到客户的认可，未来成长空间巨大。**
- **与知名地产商建立战略合作关系，提升品牌影响力。**公司通过与恒大的合作，构建了整个企业的工程服务体系，在产品质量及服务意识上不断完善，随后相继与万科、中海、绿地、富力等房地产开发商进行战略合作，截至 2017 年 6 月，公司与国内 10 强地产中的 7 家、50 强地产中的 30 家、100 强地产中的 41 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系，通过与知名地产商的合作，不断提升品牌影响力。

图表 42：公司与大型地产商建立合作



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2017 年中国房地产 500 强首选涂料供应商品牌排行榜上，三棵树位列第二位，首选率高达 17%，仅次于立邦（21%）。公司品牌价值逐步受到下游客户的认可，产品美誉度不断提升。

图表 43：2017 年地产 500 强首选涂料供应商品牌前十名

排序	品牌名称	品牌首选率
1	立邦	21%
2	三棵树	17%
3	亚士漆	17%
4	多乐士专业	17%
5	富思特	11%
6	嘉宝莉	4%
7	美涂士	3%
8	PPG-申纽丽	2%
9	固克	2%
10	巴德士	1%

来源：中国房地产协会，国金证券研究所

- 与立邦、多乐士等外资品牌营销策略相比，我们认为，公司的优势在于定位精准，零售端从三四线城市入手，通过提前布局经销商及专卖店，迅速抢占市场，树立自己的品牌。工程端，作为本土企业，公司更擅长与国内地产商展开合作，对需求反应灵活，服务更加完善，同时与地产商合作，前期进入壁垒较高，一旦进入供应商行列，稳定的供求关系将提升进入门槛。
- 精装房政策助力公司拓展工程端业务。近几年，在绿色化、住宅产业化的推动下，我国一二线省市相继出台精装房政策。政策推动将改变家装行业渠道为王的“垄断”市场模式，在销售渠道大变革的环境中，三棵树与房地产巨头恒大、阳光城、融创等的合作已使其抢占了市场先机。相对于渠道销售，与地产商合作，存在一定的账期，对资金需求更加依赖。而资金实力雄厚，品牌影响力更强的龙头企业更容易在建筑工程涂料市场抢到订单，不断提升市场影响力。

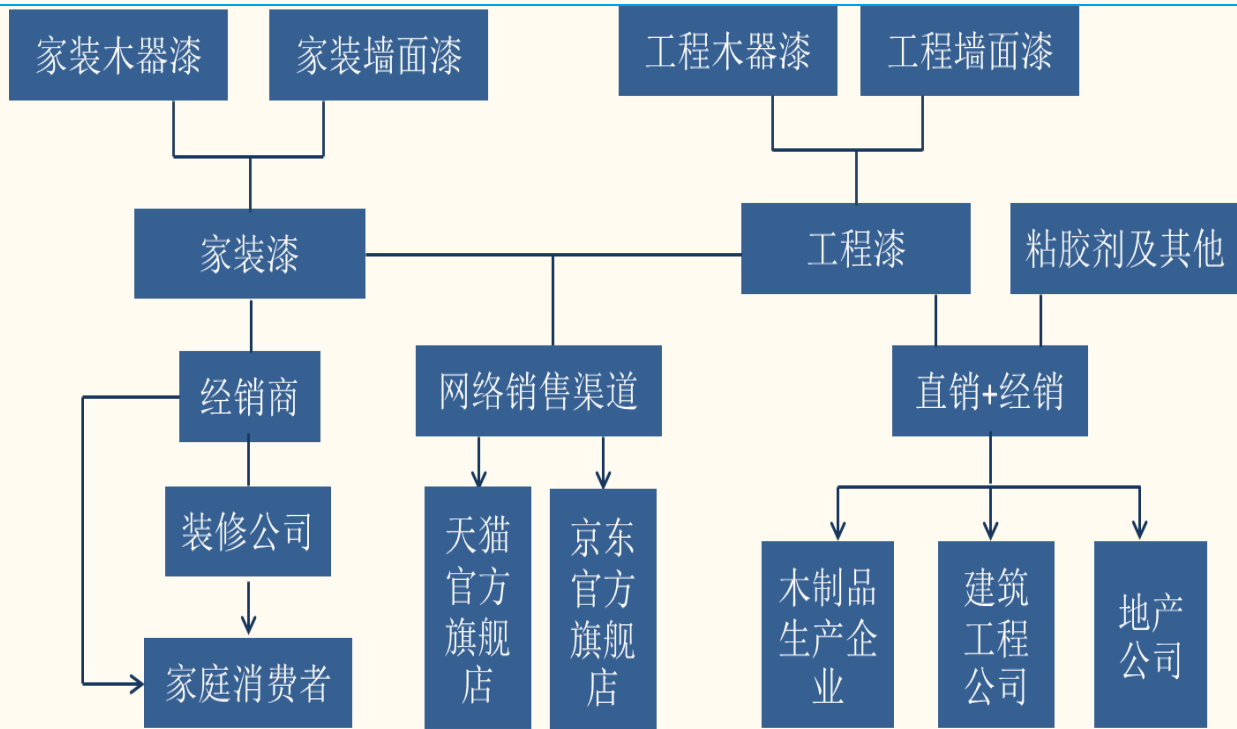
**图表 44：我国精装房政策**

政策名称	关键内容	出台单位	时间
《关于进一步加强住宅装饰装修管理的通知》	出台相关扶持政策，引导和鼓励新建上住宅一次装修到位或菜单式装修模式	住建部	2008.8
《关于加快推进建筑产业现代化促进建筑产业转型升级的意见》	到 2025 年末，全省新建建筑装配化率达到 50% 以上，装饰装修装配化率达 60% 以上	江苏	2014.10
《关于在本市保障性住房实施全装修成品交房有关意见的通知》	自 2015 年 5 月 1 日，由市保障房建设投资公司新建、收购的项目率先推行全装成品交房；棚户区安置房、自住商品住房鼓励采用装配式装修工艺	北京	2015.5
《山东省房地产业转型升级实施方案》	2017 年设区城市新建高层住宅实行全装修，2018 年新建高层、小高层住宅淘汰毛坯房	山东	2015.9
《关于加强城市规划建设管理工作的意见》	到 2020 年全省新建商品住宅基本实现无毛坯房	河南	2016.1
《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》	到 2020 年，全省基本形成适应建筑产业现代化的市场机制和发展环境，新建住宅全装修达 50%	四川	2016.3
《关于进一步加强本市新建全装修住宅建设管理的通知》	从 2017 年 1 月 1 日期，本市全装修住宅面积占比为：外环线以内城区 100%；其他地区 50%；奉贤区、金山区、崇明区为 30%，到 2022 年达 50%	上海	2016.8
《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》	2016 年 10 月 1 日起，全省各市县城区新建住宅，全部实施全装修和成品交付，鼓励在建住宅积极实施全装修	浙江	2016.9
《关于继续落实“两个暂停”政策进一步促进房地产市场健康发展的通知》	从 2017 年 7 月 1 日起，各市县商品住宅项目要全部实施全装修	海南	2016.12

来源：国家及各省市住建部，国金证券研究所

- **在家装漆业务方面**，公司采取经销模式，由区域经销商负责一定范围内的产品销售、分销商拓展渠道维护及标准店开设等公司不断总结和提炼客户盈利经验和经营模式，加强客户与渠道的精细化管理水平，引导和优化现有经销商客户，并根据渠道部署规划大力发展新经销商客户，提升客户与渠道质量，稳步提升“单客、单兵、单店”的效率。
- **在工程漆业务方面**，公司采取直销与经销相结合的方法，加强与大型房地产企业的合作，努力提高市场份额，扩大市场影响力。同时公司在京东和淘宝设有官方旗舰店，通过网络销售渠道来进行导流增加订单量。

图表 45：公司销售模式



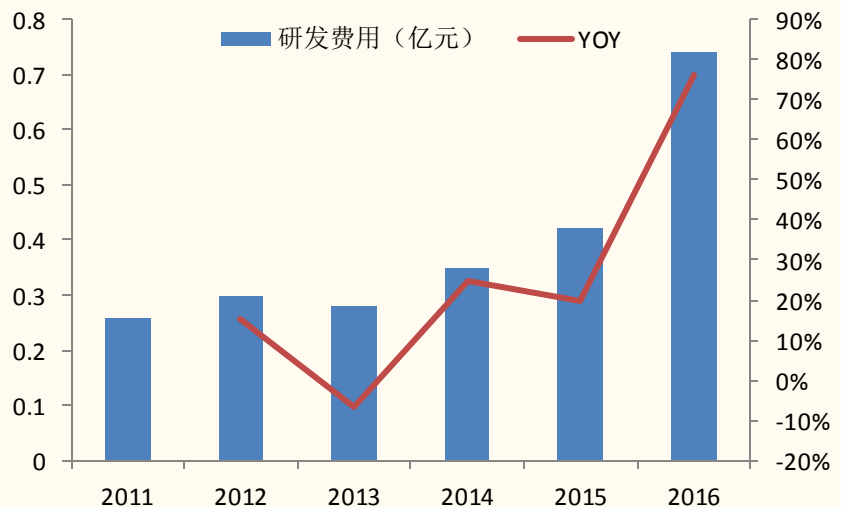
来源：公司公告，国金证券研究所

- 经销商数量不断增加，经销为主，直销为辅。2013-2015 年间，公司经销商数量由 2052 家增加到 2781 家，其中工程漆经销商数量实现翻倍增长，由 328 家增长到 944 家，随着经销商数量不断增加，对公司未来产量增加有积极的影响。2016 年底，公司经销商销售占比约为 85%，仍然为主要贡献者，未来随着精装房的推行，公司工程端将逐步发力，加大与地产商的合作力度，直销比例或将进一步提升。

加大新产品研发力度，推出“产品+服务”模式

- 公司持续加大对新技术研发的投入，2011 年以来，研发费用投入复合增速为 23.3%，位于行业前列；公司与拜耳、巴斯夫、杜邦等外资企业进行长期合作，还与中科院、厦门大学等科研机构建立合作关系，及时了解行业内技术前沿动向，加强技术储备，目前在形成的核心技术达 10 项。

图表 46：公司研发费用投入及增速



来源：Wind，国金证券研究所

**图表 47：公司新技术研发**

项目名称	目前进展
防污自清洁用氟碳特种高分子树脂关键技术及应用研究	中试阶段
异氰酸酯水性化产品开发及应用研究	试生产阶段
超疏水纳米材料合成研究	试生产阶段
可控聚合制备功能性材料	试生产阶段
隔热保温添加剂及涂料应用	试生产阶段
光催化绿色环保涂料的开发	已完成实验小试
高耐候保色抗污自清洁外墙建筑涂料	试生产阶段
具有去除甲醛功能的室内用光催化涂料的开发	中试阶段
耐候型真石漆的研发与应用	中试阶段
水包水多彩外墙建筑涂料	试生产阶段

来源：公司公告，国金证券研究所

- 三棵树主打“健康+”系列，从生态环保入手，产品各项指标均远低于国家标准，随着“三棵树，马上住”等广告语的推广，产品知名度逐步提升；而立邦漆含有“金装，永得丽，净味 120，立洁”等一系列产品，产品样式多样化，目前二者均覆盖了高中低端产品，产品价格从每桶 100 多元到 1000 多元不等，实现了涂料综合服务商的转变。

**图表 48：三棵树与立邦主要产品对比**

功能	三棵树“健康+”系列产品	功能	立邦“金装”系列
VOC	VOC $\leq$ 10G/L, 为国标指标的 1/12, 为“环境保护标准”指标的 1/5.	施工难易程度	耐擦洗, 易施工
游离态甲醛	游离甲醛 $\leq$ 5mg/kg, 达到食品级标准, 约为国标指标的 1/20, 约为“环境保护标准”指标的 1/10.	防水功效	该系列产品具有很强的防水透气功能
重金属	国家仅对 4 类重金属进行掌控, 三棵树新标准达到 11 类, 且限量标准优于国标、欧标、美标。	防腐功效	具有很强的抗碱防霉功效
苯	苯、甲苯、二甲苯、乙苯均为检出	粘合力	具有高遮盖力及粘性, 有效覆盖污渍
气味控制	根据美国 ASTM E544 规范, 参照汽车内饰零部件材料气味检测方法, 制定了目前行业内还没有的气味判定标准, 气味消散 8 小时以下	气味控制	精选优质环保原料, 通过先进工艺, 对产品进一步净化提纯, 调色产品使用净味色浆, 全面净味
价格	178-1328 元/桶	价格	198-1295 元/桶
广告语	“三棵树, 马上住”	广告语	“立邦, 为你刷新生活”

来源：三棵树官方商城，立邦漆天猫旗舰店，国金证券研究所

- **布局涂料施工市场，提供一体化解决方案。**公司从 2017 年 3 月开始建立福建三棵树建筑装饰有限公司，旨在为工程客户提供一体化涂装服务，并成立“涂装事业部”为装修业主和工程甲方提高“涂装一体化”解决方案。2016 年公司涂装服务营收近亿元，随着各项服务业务在全国经销店陆续启动，涂料后市场的规模将逐步扩大。
- 我国涂料后市场尚处于初级阶段，行业利润大约为 45% 左右。据估计，2021 年中国涂料售后市场产值有望增至 3000 亿元左右，未来十年至十五



年将保持年均两位数以上的增长。根据《涂界》研究报告表示，2016 年我国涂料后市场的销售收入超过 800 亿元。

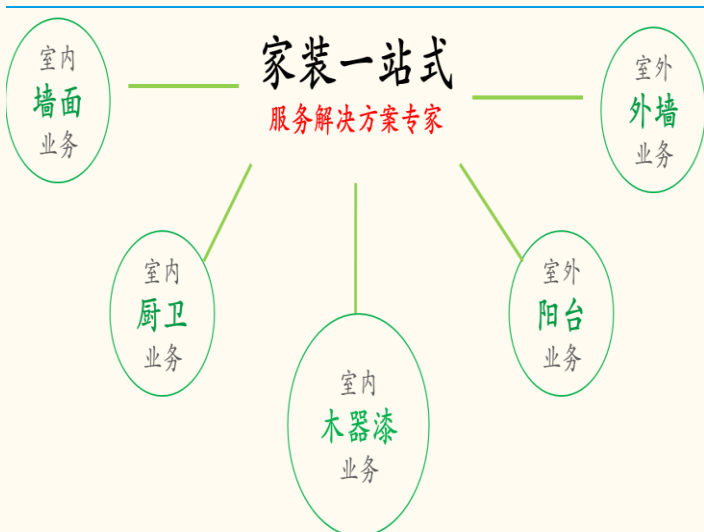
图表 49：“涂料后市场”涉及业务

	涉及领域	具体业务
1	一次涂装机服务行业	一次涂装：上门为消费者和客户提供各种涂装施工服务。
2	涂装工具、辅料及设备生产行业	翻新重涂：内外墙、木器漆的翻新重涂，桥梁、机械等的重涂。
3	翻新重涂行业（二次涂装）	涂装工具：调色机、滚筒刷、毛刷、磨砂、油灰刀、刮板、砂架、刮刀等涂装工具；上浆机、压轮、搅拌器、测量仪等匠作工具，包括涂装机器人；
4	家居及工程涂装设计行业	涂装设备：喷枪、无气喷涂机、打磨机等；
5	涂装培训行业	涂装桶料：填缝材料，稀释剂、色精、色浆、颜色色粉等调和材料；口罩、手套、护目镜、防毒面具等劳保产品。
6	美容及养护行业	涂装设计：家居墙面涂装设计、建筑工程涂装设计、防护涂装方案设计等。
7	物流、咨询、回收等其他行业	美容及养护行业：墙面和家具划伤，需要涂料修护；汽车划痕后，需要漆面封釉、漆面划痕处理等，以及汽车漆面污渍处理、漆面镀膜等，以及桥梁、机械等的局部涂装修复

来源：《涂界》，国金证券研究所

- 由单一“涂料生产商”向“生产+服务商”转型。2016 年公司推出“马上住”开始实现向“涂料+服务咨询+施工服务”综合服务商华丽转身。16 年全年部署“马上住”服务网点 253 家，覆盖城市 240 个，举办培训 21 期，全国各地共有 400 家经销商 2000 人接受了系统培训，2017 年计划开展培训 37 期。截止 2017 年 10 月中旬，公司“马上住”服务年签单数突破一万大关，目前，三棵树马上住服务在全国拥有 540 多家服务商，并在 495 余个大中型城市开通服务，为近 2 万个家庭定制健康涂装，“马上住”业务开启了公司涂装定制化服务，提升了品牌知名度及用户体验性。
- 同时，公司大力推进“O2O”服务体系，通过与京东、天猫等网上商城与全国一万多个网点对接，实现“线上下单，线下配送及服务”的销售模式，以节约物流配送成本、缩短服务响应时间，提高电商引流和转化率，进一步提高客户满意度，促进线上线下共同融合发展。

图表 50：公司“马上住”服务范围



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 51：公司“马上住”服务流程



来源：公司官网，国金证券研究所

### 实施股权激励，提升员工积极性

- 为进一步有效调动管理团队和骨干员工的积极性，吸引和保留优秀人才，提升公司的市场竞争力和可持续发展能力，公司于 8 月 25 号发布公司 2017 年限制性股票激励计划（草案），此次激励计划拟授予包括董事、高管、中层及核心技术人员等 307 人，共 330 万股限制性股票，占总股本的 3.3%。解锁条件为，以 2016 年净利润为基数，2017、2018 及 2019 年扣非净利润增长不低于 30%，69%和 120%。
- 此次激励计划无疑对公司管理层及核心骨干人员是一支强心剂，我们认为，未来三年业绩复合增长率为 30%，彰显了公司对未来的发展信心，随着股权激励落地，将充分调动员工积极性和创造性，对于公司未来生产技术改进，管理水平的提升及深加工领域的拓展意义重大。

**图表 52：股权激励内容**

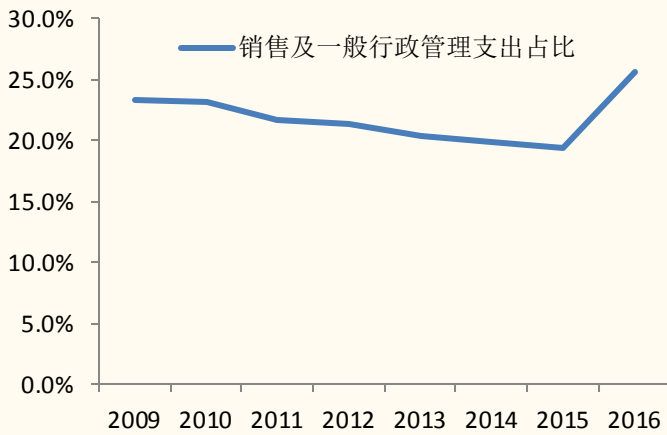
项目	内容
激励对象	董事、高管、中层及核心技术人员等 307 人
时间	2017 年 8 月
授予股票数量	330 万股
解锁次数	三次
解锁条件	以 2016 年净利润为基数，2017、2018 及 2019 年净利润增长不低于 30%，69%和 120%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 他山之石--立邦的成长路径

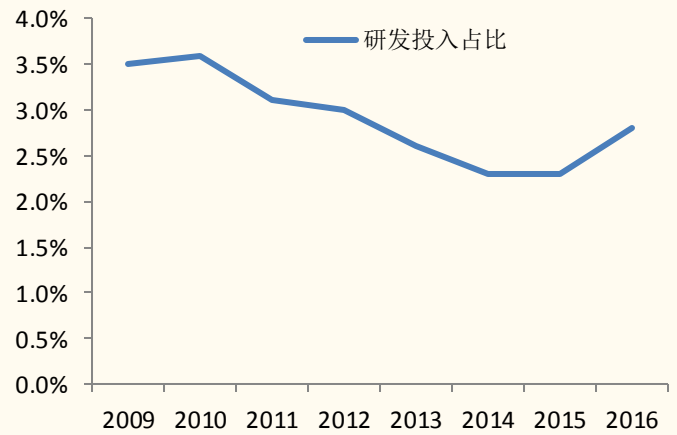
- 立邦于 1992 年进入中国市场，1993 年成立立邦涂料（中国）有限公司，在我国建筑涂料市场兴起初期，立邦依靠外巨头的技术和资本优势，在国内率先建厂，建立销售渠道，迅速拿下国内市场份额，并持续投入扩大优势，至今仍占据国内市场龙头地位。从立邦成长的路径中，我们总结出，首先保持研发投入，始终保持产品的竞争力，不断加强技术储备；其次提升产品的知名度，加大广告投入，不断完善销售渠道。
- **加大品牌建设及渠道拓展。**近几年，立邦的销售费用始终保持在高位，加强品牌建设及渠道拓展，公司持续加大广告投入，“立邦漆，生活更美好；立邦漆，为你刷新生活；立邦净味，幸福原味”等一系列深入人心的广告语，品牌美誉度持续提升。截止 2015 年底，立邦已经发展了 1600 家经销商、3600 家专卖店、18000 家分销店的庞大销售网络，销售布局深入到三四线城市。完善的销售渠道，良好的营销体系，公司品牌价值及营收规模均在稳步提升。
- **保持稳定的研发投入。**公司进入中国市场后，研发费用率始终维持在 3% 左右，持续不断的研发创新，开发出“永得丽，净味 120，立洁，净享居”等一系列享誉市场的产品，公司深厚的技术储备使得其持续保持竞争优势。

图表 53: 立邦销售费用占比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

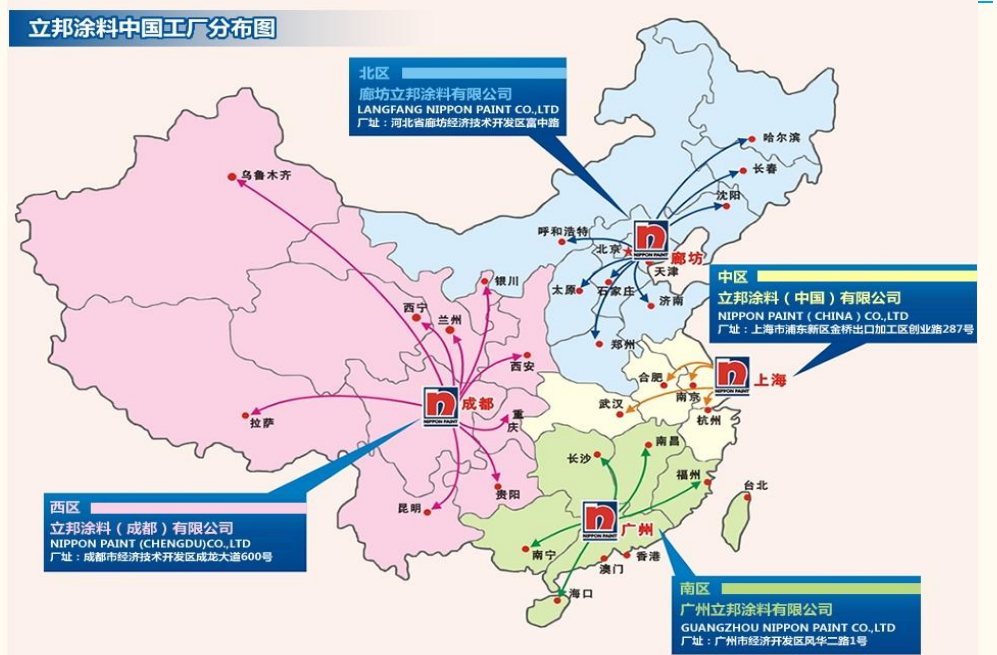
图表 54: 立邦研发投入占比



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

- 目前立邦(中国)在重庆、廊坊、上海、广州、成都、天津、昆明等地建有生产基地。截止 2016 年底, 其在中国已形成工厂 29 家, 按照目前的建设计划, 预计 2018 年将形成各类工厂 38 家, 其中 12 家位于中区, 13 家位于北区, 6 家位于南区, 7 家位于西区, 预计到 2020 年立邦中国年产能将提升至 360 万吨, 其产能布局趋于完善, 规模优势明显。

图表 55: 立邦中国产能布局



来源: 中国涂界网, 国金证券研究所

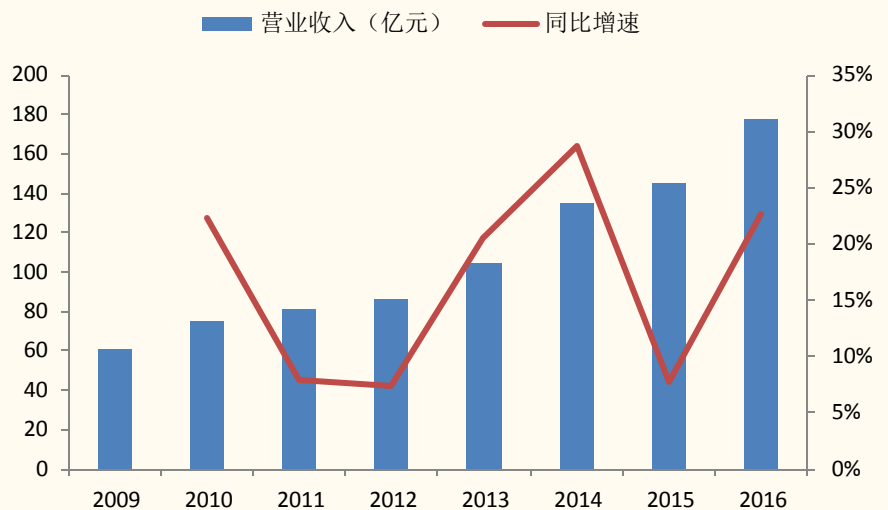
图表 56：立邦在建项目

投资主体	项目内容	投资额	项目进展
广州立邦涂料（清远）	用地面积 271 亩，油性木器漆 4.2 万吨/年、水性木器漆 0.8 万吨/年、地坪漆 5 万吨/年	6.25 亿元	在建
立邦涂料（四川）	树脂合成材料 2 万吨/年，油性涂料 4.5 万吨/年，粉料涂料 10 万吨/年，水性涂料 6.5 万吨/年	3 亿元	审批阶段
立邦涂料（江苏）	规划用地 320 亩，年产 60 万吨涂料	-	在建
立邦涂料（湖北）	年产能力可达 20 万吨，产值 50 亿元	10 亿元	试生产
立邦涂料（河南）	年产 60 万吨建筑涂料，年产能 1000 万平方米节能保温装饰一体板。全部建成投产后可实现年销售收入 100 亿元	18.6 亿元	在建
长润发&立邦	年产 2 万吨水性涂料	-	在建
立邦工业涂料（上海）	年产 4 万吨工业涂料及 4 万吨树脂	5.6 亿元	投产

来源：中国涂界网，国金证券研究所

- 立邦自从进入中国市场后，连续多年保持销量第一。根据中国涂料行业发展报告，2004 年立邦销售收入超过 20 亿元，2013 年公司在中国地区的销售收入首次突破 100 亿元，近十二年来营收年复合增长率保持 19% 左右，持续且稳定的营收增速彰显了公司强大的竞争优势。

图表 57：立邦中国营收及增速



来源：中国涂界网，国金证券研究所

- 16 年三棵树营收接近 20 亿元，近五年复合增长率接近 22%，参考立邦中国的成长路径，随着国内品牌更贴近本土化的营销策略及品牌建设逐步提高，国内涂料企业的市占率也在逐步提升，三棵树无疑是这里面的佼佼者，零售与工程并举，经销与直销齐飞，市占率稳步提升，未来公司朝着百亿规模的目标坚实迈进，引领国内品牌再次腾飞。

### 盈利预测与投资建议

- 随着公司生产基地及销售渠道的不断完善，品牌价格不断提升，工程端持续发力，未来公司成长性十足。参考可比公司，东方雨虹、兔宝宝与伟星新材同为房地产后周期产业链上的企业，不同的是三家企业为各自行业的龙头，公司已度过成长期进入稳定阶段，平均估值约 24 倍（对应 17 年业

绩), 而三棵树正处于快速成长阶段, 规模保持高增长, 未来给予一定的估值溢价。

- 我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 1.86, 2.72 和 3.77 元, 对应 17-19 年 PE 估值分别为 40, 27 和 20 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。目标价 97.3 元, 对应 18 年业绩 35 倍估值。

图表 58: 可比公司盈利预测 (收盘价截止 11 月 14 日)

标的	收盘价	17EPS	18EPS	19EPS	17PE	18PE	19PE
兔宝宝	10.91	0.44	0.62	0.83	24.80	17.60	13.14
东方雨虹	38.5	1.48	2.04	2.7	26.01	18.87	14.26
伟星新材	17.6	0.8	0.94	1.1	22.00	18.72	16.00
平均	22.34	0.91	1.20	1.54	24.27	18.40	14.47

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 59: 公司建筑涂料盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>工程墙面漆</b>					
产量(吨)	95146.09	145286.45	217929.68	294205.06	382466.58
YOY	72.4%	52.7%	50%	35%	30%
总销量(吨)	142,057.72	257,668.77	272,507.88	374,928.24	498,264.82
OEM 销量(吨)	49,354.35	115,885.31	56,757.50	85,136.25	123,447.57
YOY	200.1%	134.8%	-51.0%	50%	45%
自产销量(吨)	92,703.37	141,783.47	215,750.38	289,791.99	374,817.25
YOY	71.1%	52.9%	52.2%	34.3%	29.3%
产销率	97.4%	97.6%	99.0%	98.5%	98.0%
单价(元/吨)	4181.40	3461.81	4680.00	4620.00	4605.00
工程墙面漆收入(亿元)	5.94	8.92	12.75	17.32	22.95
YOY	69.2%	50.2%	43.0%	35.8%	32.5%
成本(亿元)	3.26	5.13	7.84	10.48	13.51
YOY	61.4%	57.4%	52.8%	33.7%	28.9%
单位成本(元/吨)	3426.31	3530.96	3597.97	3563.61	3532.59
材料成本(亿元)	2.82	4.80	7.49	10.01	12.88
单位材料成本(元/千克)	2,963.86	3,303.82	3,435.97	3,401.61	3,367.59
YOY	-10.1%	11.5%	4.0%	-1%	-1%
制造费用(亿元)	0.07	0.17	0.16	0.21	0.29
单位制造费用(元/千克)	70.42	117.01	72.00	73	75
直接人工	0.09	0.16	0.20	0.26	0.34
单位直接人工(元/千克)	90.39	110.13	90.00	89	90
毛利率	45.1%	42.5%	38.5%	39.5%	41.1%
<b>家装墙面漆</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
产量(吨)	62509.04	80197.73	106662.98	131195.47	150874.79
YOY	3.9%	28.3%	33.0%	23.0%	15.0%
总销量(吨)		81767.57	215986.32	283695.47	336874.79
OEM 销量(吨)		1683.26	109430	152500	186000
YOY			6401%	39%	22%
自产销量(吨)	61936.81	80084.31	106556.32	131195.47	150874.79
YOY	4.9%	29.3%	33.1%	23.1%	15.0%
产销率	99.1%	99.9%	99.90%	100%	100%
自产单价(元/吨)	7087.87	7043.00	7130	7145	7160

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
OEM 单价 (元/吨)		830.00	850	850	850.00
自产收入 (亿元)		5.64	7.60	9.37	10.80
OEM 收入 (亿元)		0.01	0.93	1.30	1.58
家装墙面漆收入 (亿元)	4.39	5.65	8.53	10.67	12.38
YOY	0.0%	28.8%	50.8%	25.1%	16.1%
成本(亿元)	1.80	2.39	3.84	4.67	5.31
YOY	-2.2%	32.9%	20.0%	20.0%	20.0%
材料成本 (亿元)	1.73	2.27	3.11	3.79	4.31
单位材料成本 (元/吨)	2,767.60	2,830.50	2,915.42	2,886.26	2,857.40
YOY	-5.4%	2.3%	3%	-1%	-1%
制造费用 (亿元)	0.04	0.07	0.09	0.11	0.12
单位制造费用 (元/吨)	59.19	87.28	85.00	84.00	82.00
直接人工 (亿元)	0.03	0.05	0.64	0.77	0.88
单位人工成本 (元/吨)	51.19	62.35	60.00	59	58
毛利率	59.0%	57.7%	55.0%	56.2%	57.1%
墙面涂料收入 (亿元)	10.33	14.57	21.28	27.99	35.33
YOY	30.8%	41.1%	46.0%	31.5%	26.2%
成本	5.06	7.52	11.68	15.16	18.82
毛利率	51.0%	48.4%	45.1%	45.9%	46.7%

来源: Wind, 国金证券研究所

### 风险提示

- 房地产竣工面积大幅下滑
- 原材料价格大幅上涨, 导致生产成本提升
- 公司规模扩张存在的管理风险
- 工程端业务规模扩大, 应收账款回收风险

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,262</b>	<b>1,519</b>	<b>1,948</b>	<b>2,655</b>	<b>3,355</b>	<b>4,117</b>	货币资金	75	163	159	195	225	270
增长率		20.3%	28.3%	36.3%	26.3%	22.7%	应收账款	155	181	433	552	684	808
<b>主营业务成本</b>	<b>-681</b>	<b>-799</b>	<b>-1,065</b>	<b>-1,511</b>	<b>-1,877</b>	<b>-2,254</b>	存货	81	77	127	232	283	327
%销售收入	54.0%	52.6%	54.7%	56.9%	55.9%	54.7%	其他流动资产	30	26	97	131	145	155
<b>毛利</b>	<b>581</b>	<b>720</b>	<b>883</b>	<b>1,144</b>	<b>1,478</b>	<b>1,863</b>	流动资产	340	446	817	1,110	1,337	1,560
%销售收入	46.0%	47.4%	45.3%	43.1%	44.1%	45.3%	%总资产	42.0%	45.3%	48.0%	49.5%	49.2%	46.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-7</b>	<b>-24</b>	<b>-31</b>	<b>-24</b>	<b>-27</b>	<b>-33</b>	长期投资	0	0	168	168	168	168
%销售收入	0.6%	1.6%	1.6%	0.9%	0.8%	0.8%	固定资产	326	370	510	755	998	1,386
<b>营业费用</b>	<b>-325</b>	<b>-388</b>	<b>-485</b>	<b>-584</b>	<b>-721</b>	<b>-877</b>	%总资产	40.2%	37.6%	29.9%	33.6%	36.7%	41.6%
%销售收入	25.8%	25.5%	24.9%	22.0%	21.5%	21.3%	无形资产	131	162	156	154	157	162
<b>管理费用</b>	<b>-140</b>	<b>-179</b>	<b>-225</b>	<b>-295</b>	<b>-369</b>	<b>-445</b>	非流动资产	470	539	886	1,134	1,380	1,773
%销售收入	11.1%	11.8%	11.5%	11.1%	11.0%	10.8%	%总资产	58.0%	54.7%	52.0%	50.5%	50.8%	53.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>108</b>	<b>129</b>	<b>143</b>	<b>241</b>	<b>361</b>	<b>509</b>	<b>资产总计</b>	<b>810</b>	<b>985</b>	<b>1,703</b>	<b>2,245</b>	<b>2,717</b>	<b>3,334</b>
%销售收入	8.5%	8.5%	7.3%	9.1%	10.8%	12.4%	短期借款	90	75	140	192	176	239
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-23</b>	应付款项	216	293	471	709	836	956
%销售收入	0.1%	-0.2%	-0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	其他流动负债	34	61	103	81	98	115
<b>资产减值损失</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-10</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	340	429	715	982	1,111	1,310
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	100	180	230
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	8	8	11	11	14	15
<b>税前利润</b>	<b>102</b>	<b>127</b>	<b>142</b>	<b>226</b>	<b>342</b>	<b>485</b>	<b>负债</b>	<b>348</b>	<b>437</b>	<b>726</b>	<b>1,093</b>	<b>1,305</b>	<b>1,555</b>
营业利润	102	127	142	226	342	485	<b>普通股股东权益</b>	463	548	977	1,152	1,413	1,779
营业利润率	8.1%	8.4%	7.3%	8.5%	10.2%	11.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>营业外收支</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>27</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>810</b>	<b>985</b>	<b>1,703</b>	<b>2,245</b>	<b>2,717</b>	<b>3,334</b>
<b>税前利润</b>	<b>128</b>	<b>155</b>	<b>169</b>	<b>254</b>	<b>370</b>	<b>513</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	10.2%	10.2%	8.7%	9.6%	11.0%	12.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-26</b>	<b>-39</b>	<b>-35</b>	<b>-63</b>	<b>-93</b>	<b>-128</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	20.1%	25.3%	20.9%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.369	1.540	1.337	1.862	2.718	3.765
<b>净利润</b>	<b>103</b>	<b>116</b>	<b>134</b>	<b>190</b>	<b>278</b>	<b>385</b>	每股净资产	6.167	7.307	9.769	11.522	14.129	17.786
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.686	2.851	0.572	1.719	2.740	4.137
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>103</b>	<b>116</b>	<b>134</b>	<b>190</b>	<b>278</b>	<b>385</b>	每股股利	0.170	0.050	0.100	0.150	0.170	0.190
净利率	8.1%	7.6%	6.9%	7.2%	8.3%	9.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	22.20%	21.08%	13.68%	16.51%	19.66%	21.63%
							总资产收益率	12.67%	11.73%	7.85%	8.48%	10.22%	11.54%
							投入资本收益率	15.59%	15.52%	10.12%	12.52%	15.30%	16.98%
							<b>增长率</b>						
							主营业务收入增长率	28.53%	20.34%	28.28%	36.29%	26.35%	22.74%
							EBIT增长率	-3.42%	20.04%	10.46%	68.81%	49.65%	40.92%
							净利润增长率	2.63%	12.51%	15.71%	42.36%	45.94%	38.55%
							总资产增长率	34.93%	21.55%	72.88%	31.84%	21.06%	22.67%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	26.0	33.2	40.9	59.0	58.0	56.0
							存货周转天数	39.1	36.1	35.0	56.0	55.0	53.0
							应付账款周转天数	63.1	73.4	92.9	97.0	95.0	93.0
							固定资产周转天数	89.8	75.8	66.5	62.6	57.0	60.4
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	3.28%	-15.98%	-1.96%	8.46%	9.31%	11.16%
							EBIT利息保障倍数	161.2	-38.5	-17.2	22.5	20.7	22.4
							资产负债率	42.92%	44.35%	42.63%	48.67%	48.01%	46.65%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	9	19	19
增持	1	3	4	12	13
中性	0	2	2	5	5
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>1.50</b>	<b>1.58</b>	<b>1.53</b>	<b>1.61</b>	<b>1.62</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH