

2018年02月05日

公司研究

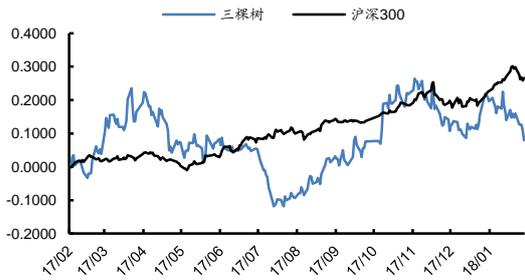
评级: 买入 (首次覆盖)

研究所
证券分析师: 谭倩 S0350512090002
0755-83473923
联系人: 陈晨
021-50873259 chenc03@ghzq.com.cn

布局显成效, 业绩高增长

——三棵树 (603737) 业绩快报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
三棵树	-11.2	-11.7	9.9
沪深 300	3.4	7.0	27.0

市场数据

	2018-02-02
当前价格 (元)	66.11
52 周价格区间 (元)	52.10 - 78.21
总市值 (百万)	6755.20
流通市值 (百万)	2157.85
总股本 (万股)	10218.12
流通股 (万股)	3264.04
日均成交额 (百万)	39.23
近一月换手 (%)	19.21

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件:

公司公告业绩快报,报告期内公司实现营业收入 261,946.02 万元(同比+34.45%),营业利润 22,708.98 万元(同比+60.36%),利润总额 21,987.61 万元(同比+30.11%),净利润 18,112.26 万元(同比+35.51%),扣除非经常性损益后的归属于上市公司普通股股东净利润 14,886.91 万元(同比+43.41%)。

投资要点:

- **受益地产集中度提升,工程端带动业绩高增长。**公司工程渠道布局较早,先发优势明显,与恒大、金科、绿地等地产商均有合作关系。在良好的客户基础下,公司持续加大对地产行业客户的营销力度,2013-2016 年工程墙面漆销量复合增速达 70%。目前公司已与国内 10 强地产中 7 家、50 强地产中 30 家、100 强地产中 41 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系,长期将受益于地产集中度提升,扩大工程端市场份额。
- **多方位优化渠道,零售端稳定增长。**公司深耕三四线城市,目前家装漆终端销售网点 1.7 万个左右。公司在销售网点中积极推进“马上住”服务,打造高端品牌形象的同时,提高客单价和客户满意度,符合消费升级趋势,中长期有望持续提高市占率。
- **规模效应显现,费用持续下降。**2017 年公司产品原材料乳液、钛白粉等持续涨价,前三季度毛利率同比下降 5.4pct。但公司 2017 年预计营业利润率 8.67%,相比 2017 年 7.27%不降反升,除财务报表格式修订因素外,随体量增大,规模效应逐步显现也使得公司费用率逐步下降。
- **盈利预测和投资评级:** 公司为国内建筑涂料龙头企业,市场空间广阔。工程端先发优势明显,受益地产商集中度提升,零售端着力打造“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商,符合消费升级趋势。近年来积极布局产能及丰富产品线,提高公司产品覆盖率及市占率,发展前景可观。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 为 1.77 元、2.49 元、3.29 元,对应当前 PE 37 倍、27 倍、20 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 原材料价格大幅上涨; 下游需求大幅下滑。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	1948	2619	3358	4175
增长率(%)	28%	34%	28%	24%
净利润(百万元)	134	181	255	336
增长率(%)	16%	35%	41%	32%
摊薄每股收益(元)	1.34	1.77	2.49	3.29
ROE(%)	13.68%	16.52%	20.23%	22.75%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 三棵树盈利预测表

证券代码:	603737.SH				股价:	66.11	投资评级:	买入	日期:	2018-02-02
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标					
ROE	14%	17%	20%	23%	EPS	1.34	1.77	2.49	3.29	
毛利率	45%	44%	45%	45%	BVPS	9.77	10.71	12.33	14.47	
期间费率	38%	36%	36%	35%	估值					
销售净利率	7%	7%	8%	8%	P/E	49.46	37.37	26.51	20.08	
成长能力					P/B	6.77	6.17	5.36	4.57	
收入增长率	28%	34%	28%	24%	P/S	3.39	2.58	2.01	1.62	
利润增长率	16%	35%	41%	32%						
营运能力					利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
总资产周转率	1.14	1.42	1.57	1.56	营业收入	1948	2619	3358	4175	
应收账款周转率	4.50	4.99	4.50	4.50	营业成本	1065	1457	1853	2307	
存货周转率	8.37	8.37	8.37	8.37	营业税金及附加	31	42	54	67	
偿债能力					销售费用	485	621	786	969	
资产负债率	43%	41%	41%	45%	管理费用	225	291	379	459	
流动比	1.14	1.19	1.35	1.38	财务费用	(8)	(6)	(16)	(34)	
速动比	0.96	1.01	1.22	1.24	其他费用/(-收入)	(10)	(15)	(10)	(12)	
					营业利润	142	200	293	395	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	27	29	30	30	
现金及现金等价物	159	151	252	444	利润总额	169	229	322	425	
应收款项	433	524	746	928	所得税费用	35	48	67	89	
存货净额	127	130	120	160	净利润	134	181	255	336	
其他流动资产	97	78	67	104	少数股东损益	0	0	0	0	
流动资产合计	817	884	1185	1636	归属于母公司净利润	134	181	255	336	
固定资产	355	393	437	457						
在建工程	155	195	145	205	现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	
无形资产及其他	155	156	158	159	经营活动现金流	58	155	270	470	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	134	181	255	336	
资产总计	1703	1849	2146	2678	少数股东权益	0	0	0	0	
短期借款	140	160	120	90	折旧摊销	40	41	44	48	
应付款项	402	402	564	897	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	26	34	44	55	营运资金变动	(116)	(67)	(29)	85	
其他流动负债	147	147	147	147	投资活动现金流	(409)	(78)	6	(80)	
流动负债合计	715	744	875	1189	资本支出	(139)	(78)	6	(80)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	11	11	11	11	其他	(269)	0	0	0	
长期负债合计	11	11	11	11	筹资活动现金流	342	(43)	(129)	(148)	
负债合计	726	754	886	1200	债务融资	65	20	(40)	(30)	
股本	100	102	102	102	权益融资	399	0	0	0	
股东权益	977	1094	1260	1479	其它	(121)	(63)	(89)	(118)	
负债和股东权益总计	1703	1849	2146	2678	现金净增加额	(9)	34	147	242	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【建筑建材组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。陈晨，同济大学交通工程学士，海外金融学硕士，1 年买方行业研究经验，现从事建材行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、

本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。