证券研究报告—动态报告

建材

其他建材Ⅱ

三棵树(603737)

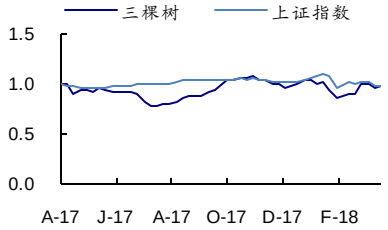
买入

2017 年年报点评

（维持评级）

2018 年 04 月 10 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	102/33
总市值/流通(百万元)	7,111/2,271
上证综指/深圳成指	3,138/10,653
12 个月最高/最低(元)	77.68/52.10

相关研究报告:
《三棵树-603737-2017 年三季报点评：收入延续高增长，业绩增长逾七成》 ——2017-10-17

证券分析师：黄道立
电话：0755-82130685
E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511070003

联系人：陈颖
E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

家装+工程持续发力，收入增长提速

- **收入增长 34.45%，净利润增长 31.66%，并拟 10 转 3 派 5.5 元**
  2017 年三棵树共实现营业收入 26.19 亿元，同比增长 34.45%，实现营业利润 2.21 亿元，同比增长 56.09%，实现归母净利润 1.76 亿元，同比增长 31.66%，扣非归母净利润 1.45 亿元，同比增长 39.79%，基本符合此前业绩预告，EPS 为 1.76 元/股；同时，拟每 10 股转增 3 股，并派发现金红利 5.5 元。
- **收入增长提速，毛利率有所下滑**
  受益墙面漆销售增长，收入增长提速，其中家装墙面漆和工程墙面漆销售量分别较上年同期增长 24.16%和 48.76%，销售收入同比增长 28.88%和 46.63%，收入占比分别为 27.8%（-1.21%）和 49.91%（+4.15%）。受上游化工原料价格涨价影响，主要产品毛利率均有不同幅度下降，其中家装墙面漆、工程墙面漆、家装木器漆和工业木器漆分别为 56.93%（-0.85%）、39.12%（-3.34%）、37.93%（-9.34%）和 24.65%（-6.95%），叠加产品结构性调整影响（毛利率较低的工程墙面漆占比提升，其中低毛利的内墙漆占比逐步提高），综合毛利率较上年同期下降 4.72 个百分点至 40.62%。
- **家装+工程持续发力，产能分布持续优化**
  公司在家装漆方面继续深耕渠道建设，截至期末终端销售网点增至近 1.9 万个，较上年增长近 3000 个；工程漆方面继续加强与大型房地产企业合作，与国内 10 强地产中 8 家、50 强地产中 31 家、100 强地产中 47 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系。同时，公司规划在安徽明光市、保定市博野县、莆田市秀屿区新建生产基地，建成后将进一步提高公司产品的覆盖率和市场占有率，完善全国布局，并拟在四川生产基地建设涂料生产及配套建设三期项目，进一步布局保温材料、保温一体板及防水卷材等，丰富公司产品品类。
- **转型综合服务提供商，业绩高增长可期，维持“买入”评级**
  作为国内领先涂料生产企业，工程墙面漆和家装墙面漆齐发力，目前已进入快速发展期。同时，公司加快向综合服务商转型，推进“马上住”服务和“O2O”体系，布局涂装一体化和城市焕新重涂业务，打造 361°服务体系，实现公司从单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商转变。随着产能布局、营销网络逐步完善和品牌知名度提升，业绩高增长可期。预计 18-20 年 EPS 为 2.46/3.41/4.27 元/股，对应 PE 为 28.2/20.4/16.3x，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 地产投资超预期下滑；化工原料超预期涨价；项目建设投产不及预期。

盈利预测和财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,948	2,619	3,567	4,677	5,870
(+/-%)	*28.3%*	*34.5%*	*36.2%*	*31.1%*	*25.5%*
净利润(百万元)	134	176	252	349	436
(+/-%)	*15.7%*	*31.7%*	*43.1%*	*38.5%*	*25.0%*
摊薄每股收益(元)	1.31	1.76	2.46	3.41	4.27
EBIT Margin	8.2%	8.0%	7.8%	8.4%	8.4%
净资产收益率(ROE)	13.7%	15.7%	19.8%	23.6%	25.0%
市盈率(PE)	53.2	39.5	28.2	20.4	16.3
EV/EBITDA	39.0	33.2	24.5	18.1	15.1
市净率(PB)	7.3	6.4	5.60	4.81	4.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	200	200	210	221
应收款项	612	813	959	1204
存货净额	188	258	341	433
其他流动资产	94	153	185	242
流动资产合计	**1094**	**1424**	**1695**	**2099**
固定资产	631	859	1113	1395
无形资产及其他	150	144	138	132
投资性房地产	215	215	215	215
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**2089**	**2642**	**3161**	**3841**
短期借款及交易性金融负债	90	199	118	119
应付款项	612	829	1107	1417
其他流动负债	256	331	442	548
流动负债合计	**959**	**1359**	**1667**	**2084**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	11	13	14	16
长期负债合计	**11**	**13**	**14**	**16**
负债合计	**970**	**1372**	**1682**	**2100**
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1119	1270	1479	1741
负债和股东权益总计	**2089**	**2642**	**3161**	**3841**

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.76	2.46	3.41	4.27
每股红利	0.46	0.99	1.37	1.71
每股净资产	10.95	12.43	14.48	17.04
ROIC	15%	18%	22%	24%
ROE	16%	20%	24%	25%
毛利率	41%	39%	39%	39%
EBIT Margin	8%	8%	8%	8%
EBITDA Margin	9%	10%	10%	10%
收入增长	34%	36%	31%	26%
净利润增长率	32%	43%	39%	25%
资产负债率	46%	52%	53%	55%
息率	0.7%	1.4%	2.0%	2.5%
P/E	39.5	28.2	20.4	16.3
P/B	6.4	5.6	4.8	4.1
EV/EBITDA	33.2	24.5	18.1	15.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**2619**	**3567**	**4677**	**5870**
营业成本	1555	2161	2833	3555
营业税金及附加	37	50	66	83
销售费用	563	737	946	1188
管理费用	267	343	439	549
财务费用	(3)	7	8	6
投资收益	2	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(13)	0	0	0
其他收入	33	30	30	30
营业利润	221	300	415	519
营业外净收支	(7)	0	0	0
利润总额	**214**	**300**	**415**	**519**
所得税费用	38	48	66	83
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	**176**	**252**	**349**	**436**

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	176	252	349	436
资产减值准备	4	8	6	7
折旧摊销	46	69	92	114
公允价值变动损失	13	0	0	0
财务费用	(3)	7	8	6
营运资本变动	69	(29)	135	31
其它	(4)	(8)	(6)	(7)
经营活动现金流	**305**	**292**	**575**	**581**
资本开支	(148)	(300)	(345)	(397)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(148)**	**(300)**	**(345)**	**(397)**
权益性融资	65	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(47)	(101)	(140)	(174)
其它融资现金流	**(88)**	**109**	**(81)**	**1**
融资活动现金流	(116)	8	(220)	(174)
现金净变动	40	0	10	11
货币资金的期初余额	159	200	200	210
货币资金的期末余额	200	200	210	221
企业自由现金流	129	(27)	212	164
权益自由现金流	41	76	124	160

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032