

三棵树 (603737)

证券研究报告

2018年04月25日

一季度增长稳定，工程端继续发力

事件

公司发布 18 年一季报，报告期内实现营业收入 3.89 亿元，同比增长 15.94%；实现归母净利润-780.43 万元，同比减亏 503.10 万元；综合毛利率、净利率分别为 42.13%、-2.01%，同比增长 2.16、1.82 个百分点。

公司营收大幅增长，受益墙面漆业务增长势头。分产品看，墙面漆业务实现营业收入 2.99 亿元，占总营收比重高达 77.83%，是公司业绩增长的主要贡献。与一季报同时发布的一季度主要经营数据公告显示，家装墙面漆的销量为 170 万吨，同比去年下降 8.11%，销售收入为 1.44 亿元，同比增长 21.01%，这主要得益于报告期内家装墙面漆的平均单价同比去年大幅增长 26.23%，为 8.47 元/千克。工程墙面漆的均价为 5.36 元/千克，同比略降 2.19%，但销量同比去年增长 21.43%，为 2.89 万吨，使得销售收入同比增长 20.16%，为 1.55 亿元。从年报里可知公司与恒大地产等多家地产大客户之间建立的涂料供应合作关系的进一步深化，工程端业务大幅放量。

一季度期间费用率摊薄显著。一季度为涂料行业淡季，但公司受益于销售规模的扩大，营收增长明显，期间费用为 1.84 亿元，同比增长 11.85%。但由于公司营收规模扩大，摊薄了期间费用的增加，导致期间费用率下降 1.73 个百分点。其中销售费用率同比下降 1.35 个百分点，管理费用率略升 0.19 个百分点，财务费用率下降 0.57 个百分点。

受益成本有所下行，报告期内毛利率开始回升。年报中披露公司各类产品的原辅材料占公司主营业务成本 90%。根据公司 2018 年第一季度主要经营数据公告显示，其中主要的原材料如乳液一季度平均采购价格为 0.76 万元/吨，同比下降 3.8%；颜填料平均售价 0.11 万元/吨，同比大幅下降 15.38%；树脂平均售价 1.79 万元/吨，同比略增 0.56%。而钛白粉平均售价为 1.45 万元/吨，同比上涨 9.02%。公司原材料价格的下降导致综合毛利率同比上涨 2.16 个百分点，为 42.13%。

房地产市场稳定增长支撑业绩，与大地产客户合作进一步加强。房地产市场涂料行业具备地产后周期属性，商品房销售面积和开发投资额在 17 年保持稳定增长，近期国家统计局公布的数据显示 18 年第一季度商品房销售面积为 3.01 亿平方米，同比增长 3.6%，全国房地产开发投资 21291 亿元，同比增长 10.4%。我们预计未来房地产市场有望继续保持低速稳定增长，再叠加存量房二次装修需求占比日益扩大，为涂料销量的增长提供一定支撑。此外公司继续加深与多家地产大客户之间的合作关系，开始向一二线市场渗透，为工程墙面漆的增长提供保障。

投资建议：我们预计 2018-2019 年实现营收 35.26、47.82 亿元，归母净利润 2.77、3.76 亿元，EPS 分别为 2.71、3.68 元，对应 PE 分别为 26X、19X。继续给予 30 倍 PE，维持目标价至 81 元，维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动，房地产需求大幅下降，经销商及地产大客户拓展不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,948.21	2,619.46	3,526.35	4,781.91	6,596.79
增长率(%)	28.28	34.45	34.62	35.61	37.95
EBITDA(百万元)	173.20	231.33	376.02	510.11	677.74
净利润(百万元)	133.66	175.97	276.84	376.25	497.52
增长率(%)	15.71	31.66	57.32	35.91	32.23
EPS(元/股)	1.31	1.72	2.71	3.68	4.87
市盈率(P/E)	53.55	40.67	25.85	19.02	14.38
市净率(P/B)	7.33	6.40	5.53	4.95	4.35
市销率(P/S)	3.67	2.73	2.03	1.50	1.08
EV/EBITDA	40.78	29.92	18.15	13.01	9.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	70.04 元
目标价格	81 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	102.18
流通 A 股股本(百万股)	32.64
A 股总市值(百万元)	7,156.77
流通 A 股市值(百万元)	2,286.13
每股净资产(元)	10.97
资产负债率(%)	47.35
一年内最高/最低(元)	77.68/52.10

作者

盛昌盛	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120002 shengchangsheng@tfzq.com	
武浩翔	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518010003 wuhaoxiang@tfzq.com	
黄顺卿	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040002 huangshunqing@tfzq.com	

股价走势



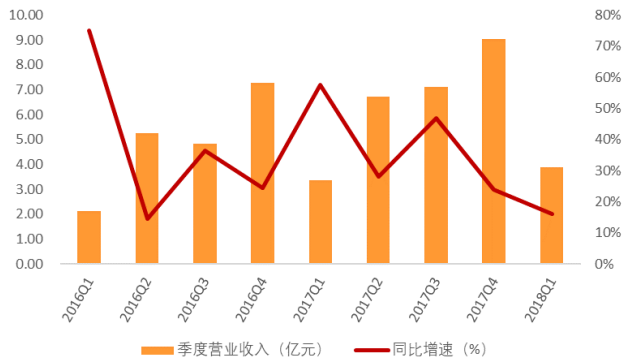
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《三棵树-年报点评报告:涂料国产优质品牌，业绩稳定增长》 2018-04-10
- 《三棵树-首次覆盖报告:工程漆+家装漆并进，全国产能布局持续，看好未来增长潜力》 2017-08-15

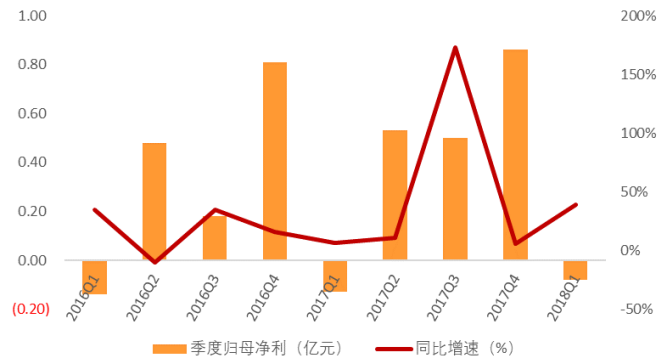


图 1：2016-2018Q1 单季度营收情况



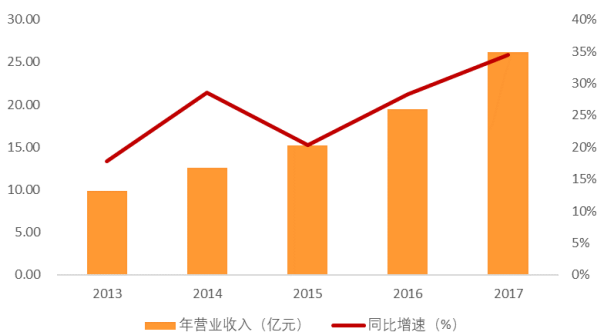
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2016-2018Q1 单季度归母净利润情况



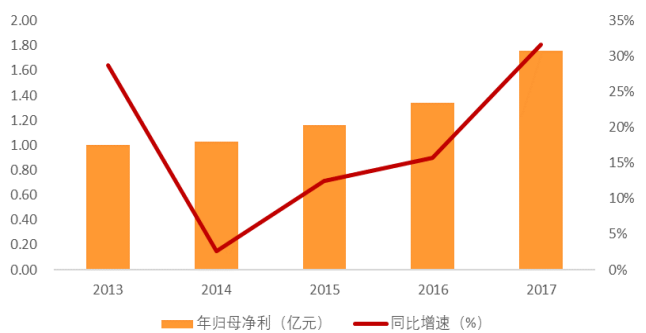
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2013-2017 年营业收入及同比增速



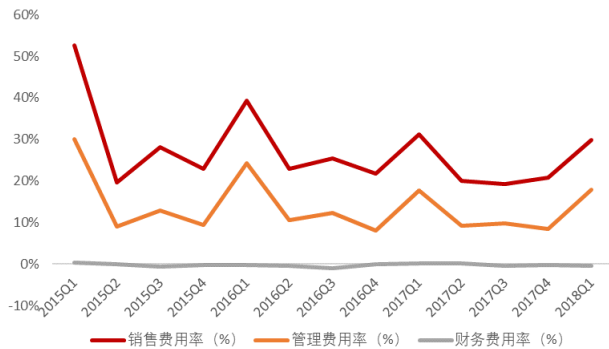
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2013-2017 年归母净利润及同比增速



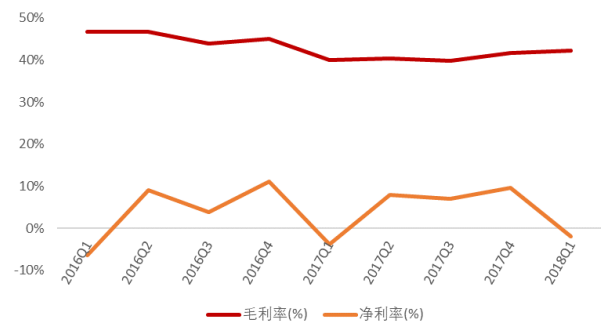
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2015-2018Q1 单季度期间费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016-2018Q1 单季度毛利率、净利率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	159.49	199.72	282.11	384.08	527.74
应收账款	286.04	520.94	346.64	645.31	723.11
预付账款	38.70	25.35	91.44	57.20	139.17
存货	127.17	187.81	215.98	338.20	430.78
其他	205.35	159.90	182.57	293.22	336.16
流动资产合计	816.75	1,093.72	1,118.74	1,718.02	2,156.97
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	354.81	492.97	618.22	768.91	905.58
在建工程	154.88	137.62	172.57	161.28	112.51
无形资产	154.60	150.33	145.82	141.00	135.88
其他	221.68	214.52	203.98	212.27	209.15
非流动资产合计	885.97	995.44	1,140.59	1,283.46	1,363.12
资产总计	1,702.72	2,089.16	2,259.32	3,001.49	3,520.09
短期借款	140.35	90.00	153.96	75.00	221.09
应付账款	404.87	524.30	621.56	1,013.01	1,246.28
其他	169.97	344.52	179.28	457.72	397.96
流动负债合计	715.18	958.82	954.80	1,545.73	1,865.33
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.64	11.29	9.85	10.59	10.58
非流动负债合计	10.64	11.29	9.85	10.59	10.58
负债合计	725.82	970.11	964.65	1,556.32	1,875.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	102.18	102.18	102.18	102.18
资本公积	321.45	390.33	390.33	390.33	390.33
留存收益	876.90	1,081.75	1,192.49	1,342.99	1,542.00
其他	(321.45)	(455.22)	(390.33)	(390.33)	(390.33)
股东权益合计	976.90	1,119.04	1,294.67	1,445.17	1,644.18
负债和股东权益总	1,702.72	2,089.16	2,259.32	3,001.49	3,520.09

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	133.66	175.97	276.84	376.25	497.52
折旧摊销	40.26	46.81	59.31	80.41	102.22
财务费用	4.89	6.82	(7.84)	(14.11)	(19.89)
投资损失	(0.04)	(1.63)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(193.90)	21.62	(1.50)	165.02	(118.66)
其它	72.66	(26.17)	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	57.52	223.42	326.81	607.57	461.19
资本支出	171.21	162.37	216.44	214.26	185.01
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(579.82)	(344.44)	(431.44)	(429.26)	(370.01)
投资活动现金流	(408.60)	(182.07)	(215.00)	(215.00)	(185.00)
债权融资	140.35	90.00	153.96	75.00	221.09
股权融资	343.50	9.28	72.73	14.11	19.89
其他	(128.30)	(131.47)	(256.10)	(379.70)	(373.51)
筹资活动现金流	355.55	(32.19)	(29.42)	(290.60)	(132.54)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	4.48	9.17	82.39	101.98	143.66

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,948.21	2,619.46	3,526.35	4,781.91	6,596.79
营业成本	1,064.82	1,555.46	2,046.46	2,810.21	3,897.71
营业税金及附加	31.27	36.88	56.42	76.51	105.55
营业费用	484.59	563.39	740.53	956.38	1,319.36
管理费用	224.62	266.97	357.22	502.10	692.66
财务费用	(8.32)	(3.10)	(7.84)	(14.11)	(19.89)
资产减值损失	9.66	13.46	9.00	7.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.04	1.63	0.00	0.00	0.00
其他	(0.07)	(36.29)	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	141.61	221.06	324.55	443.81	595.41
营业外收入	31.21	0.12	25.00	30.00	30.00
营业外支出	3.83	7.33	3.50	3.50	3.50
利润总额	168.99	213.85	346.05	470.31	621.91
所得税	35.33	37.87	69.21	94.06	124.38
净利润	133.66	175.97	276.84	376.25	497.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	133.66	175.97	276.84	376.25	497.52
每股收益(元)	1.31	1.72	2.71	3.68	4.87

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.28%	34.45%	34.62%	35.61%	37.95%
营业利润	11.64%	56.11%	46.81%	36.75%	34.16%
归属于母公司净利润	15.71%	31.66%	57.32%	35.91%	32.23%
获利能力					
毛利率	45.34%	40.62%	41.97%	41.23%	40.92%
净利率	6.86%	6.72%	7.85%	7.87%	7.54%
ROE	13.68%	15.73%	21.38%	26.03%	30.26%
ROIC	23.28%	24.32%	31.83%	35.67%	49.77%
偿债能力					
资产负债率	42.63%	46.44%	42.70%	51.85%	53.29%
净负债率	20.40%	38.07%	52.55%	36.58%	66.73%
流动比率	1.14	1.14	1.17	1.11	1.16
速动比率	0.96	0.94	0.95	0.89	0.93
营运能力					
应收账款周转率	8.52	6.49	8.13	9.64	9.64
存货周转率	19.08	16.63	17.47	17.26	17.16
总资产周转率	1.45	1.38	1.62	1.82	2.02
每股指标(元)					
每股收益	1.31	1.72	2.71	3.68	4.87
每股经营现金流	0.56	2.19	3.20	5.95	4.51
每股净资产	9.56	10.95	12.67	14.14	16.09
估值比率					
市盈率	53.55	40.67	25.85	19.02	14.38
市净率	7.33	6.40	5.53	4.95	4.35
EV/EBITDA	40.78	29.92	18.15	13.01	9.80
EV/EBIT	52.99	37.42	21.55	15.44	11.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com