



603737.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 48.95

板块评级: 中性

三棵树

产品渠道优势凸显, 行业整合中弯道超车

公司主营装修漆等节能新材料, 在建筑材料细分领域极具竞争优势。以价格优势加速工程端市场渗透, 规模效应弥补价格差异, 零售端高毛利保证盈利与现金流, 工程零售齐发力, 实现业绩高增长。

支撑评级的要点

- 涂料行业需求两位数增长, 进口替代空间大。近十年来涂料行业保持 13% 复合增速, 其中建筑涂料略高于行业。未来需求主要来自新房市场和重涂市场。目前国内市场集中度偏低, 外资品牌占主导, 内资品牌增速更大, 考虑环保政策趋严, 未来内资龙头企业进口替代空间巨大。
- 专注墙面涂料, 工程零售齐发力。公司墙面涂料收入占比从 2011 年的 50% 提高至 78%, 主营业务专注。2011 年以来, 公司收入年均复合增速 24%, 其中工程墙面涂料增速 53%, 毛利率 40% 左右, 为大力拓展业务, 成本上涨内部消化, 所以近两年毛利率有所回落; 家装墙面涂料增速 19%, 毛利率基本稳定在 57%, 成本上涨完全转嫁给下游客户。
- 业务布局发达区域, 成长性可期。公司约六成收入来自华东和华南, 预计这两个区域需求潜力最大。公司新增产能主要布局在福建、安徽、河北等沿海发达市场, 未来产能投放后, 产品销售好于其它区域概率大。
- 产能扩张幅度大, 股权激励激发内生动力。根据公司公告的产能计划, 将从目前 30 万吨增加至 100 万吨左右, 资本开支约三四十亿元。目前公司现金扣除短期借款后, 基本无负债, 加上每年 2 亿多的经营现金流, 能承受较大资本开支。2017 年公司进行股权激励, 解锁条件为, 以 2017 年度业绩为基数, 2018-2020 年净利润增长率不低于 30%/69%/120%, 彰显公司对未来业绩增长的信心与决心。

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动、房地产调控、应收账款回收风险。

估值

- 预计未来三年归母净利润分别为 2.5 亿元、3.5 亿元和 4.4 亿元; 对应 EPS 分别为 1.92 元、2.65 元和 3.35 元。相比同行业估值较低, 参考未来利润增速目标市盈率为 35 倍, 给予“买入”评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	1,948	2,619	3,461	4,570	6,072
变动(%)	28	34	32	32	33
净利润(人民币 百万)	134	176	253	351	443
全面摊薄每股收益(人民币)	1.028	1.325	1.916	2.652	3.348
变动(%)	(0.1)	28.8	44.7	38.4	26.3
市场预期每股收益(人民币)	1.031	1.323	1.910	2.700	3.400
全面摊薄市盈率(倍)	47.6	36.9	25.5	18.5	14.6
价格/每股账面价值(倍)	6.5	5.9	1.9	1.8	1.6
每股现金流量(人民币)	(21.0)	43.91	(92.1)	(78.5)	35.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.1	21.9	14.0	11.5	9.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(14.1)	(7.2)	(6.6)	17.6
相对上证指数	(0.8)	(8.7)	0.3	28.1

发行股数(百万)	133
流通股(%)	32
流通股市值(人民币 百万)	2,077
3个月日均交易额(人民币 百万)	20
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
洪杰	66

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 7 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《三棵树: 高基数效应逐步消化, 三四线去库存率先受益》 20180426

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

建筑材料

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

*余斯杰为本报告重要贡献者

目录

一、公司概况：品牌强势领先，业绩高速增长.....	5
二、中国涂料行业：不断成熟，蕴含机遇.....	6
1、中国涂料行业：稳步增长，建筑涂料发展高于平均水平.....	6
2、建筑涂料市场：新涂重涂市场并行，需求面长期向好.....	6
3、国内行业格局：集中度逐步提升，领军企业受益.....	7
4、国内行业环境：环保力度加码，税收环境缓和.....	8
三、产品区域渠道三管齐下，配合扩产与研发，竞争优势明显.....	9
1、产品：深耕建筑涂料市场，工程零售齐发力.....	9
2、销售区域：市场开拓与渗透并举，销售额显著提升.....	10
3、渠道：工程零售同步建设，渠道竞争力凸显.....	11
4、产能高速扩张，支撑业绩增长.....	13
5、加大研发投入，紧跟“绿色、健康”风向标.....	14
四、财务水平稳健，促进公司健康发展.....	15
1、提价对冲成本，前期宣传生效，盈利可期.....	15
2、投资落地管理加强，营运水平有望走高.....	16
3、股权激励计划实施，彰显发展决心.....	16
五、盈利预测与估值.....	17
1、盈利预测.....	17
2、估值.....	18

图表目录

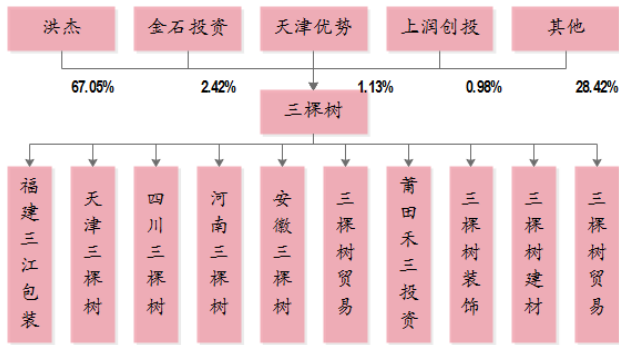
股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司股权结构.....	5
图表 2.公司业绩稳定增长.....	5
图表 3.三棵树主要产品.....	5
图表 4.我国涂料产量稳步增长.....	6
图表 5.我国人均 GDP 保持平稳增长.....	6
图表 6.80 年代是人口出生高峰期.....	6
图表 7.不同墙面每平方用漆量.....	7
图表 8.涂料需求拆分.....	7
图表 9.2004 年前后竣工高峰将迎来翻新涂装高峰.....	7
图表 10.主要涂料企业营收与市占率.....	7
图表 11.2017 年涂料行业并购事项.....	8
图表 12.中国最新环保政策法规列表.....	8
图表 13.公司 2017 年主营收入产品构成.....	9
图表 14.2016 年各企业建筑涂料收入.....	9
图表 15.工程漆销售收入情况.....	10
图表 16.工程漆单价毛利情况.....	10
图表 17.家装漆销售收入情况.....	10
图表 18.家装漆单价毛利情况.....	10
图表 19.华东华南是公司主要经营区域.....	11
图表 20.华东区域营业销售情况.....	11
图表 21.华中区域营业销售情况.....	11
图表 22.华南区域营业销售情况.....	11
图表 23.公司 2017 年各销售渠道收入.....	12
图表 24.直营渠道增速加快.....	12
图表 25.公司全国经销网点分布均匀.....	12
图表 26.三棵树与立邦部分区域专卖店分布对比.....	12
图表 27.部分与三棵树合作地产客户.....	13
图表 28.公司 2017 年产能明细.....	13
图表 29.公司历年产能稳步增长.....	14
图表 30.公司财务状况逐年向好.....	14

图表 31 .公司 2017 年资本开支情况.....	14
图表 32 .主要涂料企业研发支出对比	14
图表 33 .2017 年原材料价格影响系数	15
图表 34 .部分原材料全年单位价格走势	15
图表 35 .主要原材料的价格弹性	15
图表 36 .公司销售与周转稳中向好.....	16
图表 37 .公司未来股权激励摊销情况	16
图表 38 .公司分项收入预测表.....	17
损益表(人民币 百万).....	19
资产负债表(人民币 百万).....	19
现金流量表 (人民币 百万).....	19
主要比率 (%).....	19

一、公司概况：品牌强势领先，业绩高速增长

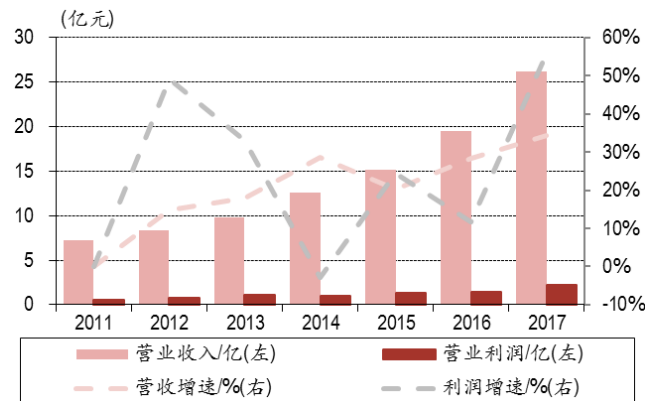
专注主业的涂料龙头，全国多地布局：三棵树涂料股份有限公司于2002年成立，2016年于A股主板上市。公司聚焦以装修漆、工程漆、木器漆、辅料为核心主业的健康环保节能新材料的产品和服务。在四川、天津、河南、安徽、河北等地建七大绿色生产基地，拥有多家控股公司。

图表 1. 公司股权结构



资料来源：公司年报、中银证券

图表 2. 公司业绩稳定增长



资料来源：公司年报、中银证券

公司营业收入和营业利润均保持高速增长，上市后增长提速，呈现健康发展态势：2011年和2017年营业收入分别为7.26亿元和26.19亿元，年复合增长率23.84%；2011年和2017年营业利润分别为0.53亿元和2.21亿元，年复合增长率26.87%，略高于营业收入增速，公司扩张质量优。尤其是公司2015年上市后，营业收入和营业利润保质提速，2017年增速再创新高，公司高速发展。

图表 3. 三棵树主要产品



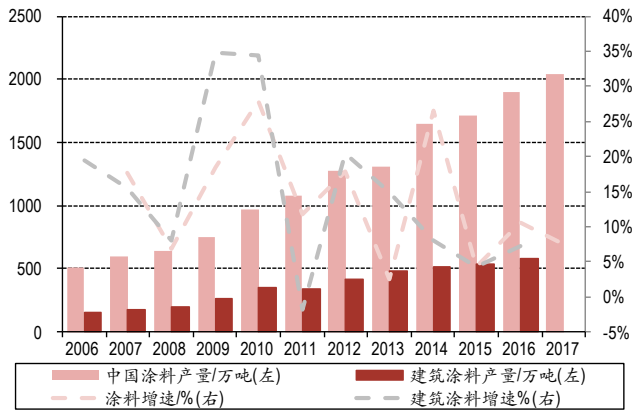
资料来源：公司官网、中银证券

二、中国涂料行业：不断成熟，蕴含机遇

1、中国涂料行业：稳步增长，建筑涂料发展高于平均水平

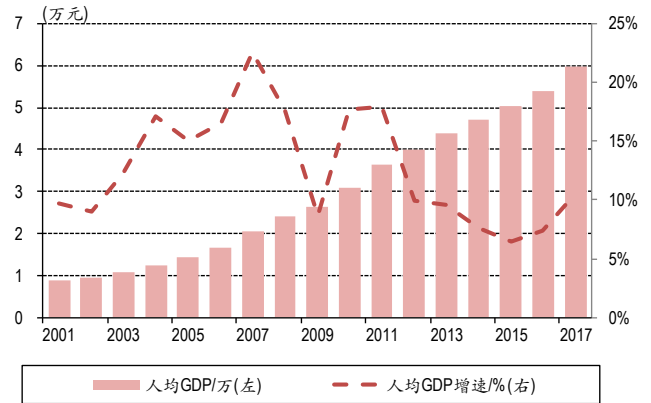
我国涂料产量稳步增长，发展态势良好。根据国家统计局和中国涂料工业协会的统计，中国涂料总产量由2007年的597.28万t增长至2017年的2041万t，年复合增长率为13.07%，与全球涂料行业增长率13.1%基本一致。其中建筑涂料约占涂料总产量的28%，增速高于行业发展水平。据统计，中国建筑涂料总产量由2006年的179.6万t增长至2016年的577万t，年复合增长率为14.02%。

图表 4.我国涂料产量稳步增长



资料来源：国家统计局、中国涂料工业协会、中银证券

图表 5.我国人均 GDP 保持平稳增长

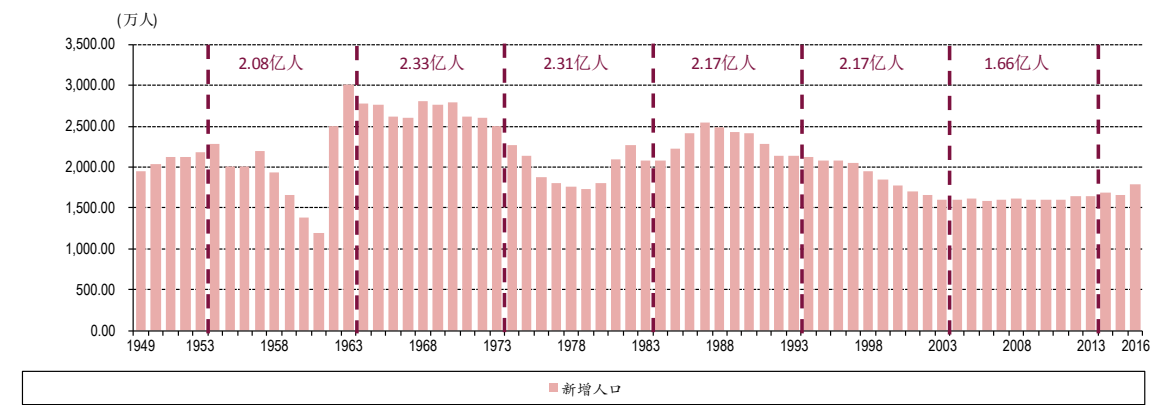


资料来源：国家统计局、中银证券

2、建筑涂料市场：新涂重涂市场并行，需求面长期向好

购房人群基数增大，房屋需求提升。1978-1988 年新增人口即将成为未来 10 年刚需房购买主力人群，根据国家统计局的统计，该部分人群共 2.31 亿，环比增长 3.3%。在供给侧改革的背景下，过去五年三四线城市商品住宅去库存取得明显成效，中国依然存在较高的购房需求。

图表 6.80 年代是人口出生高峰期



资料来源：国家统计局、中银证券

人均 GDP 带动消费增长：根据国家统计局数字，1997-2017 年我国人均 GDP 从 6481 元增长至 59660 元，年复合增长率 11.7%，居民购买力增强，能较好的匹配购房需求，同时居民消费加快升级，带动家装重涂、高端环保涂料市场。

城市化进程加快，涂料市场受益：国家统计局数据显示 2017 年我国城市化率 58.52%，而发达国家的城市化率在 80% 左右，我国目前仍处于加快城市化的阶段。我国 2018 年推进新型城镇化建设重点任务包括城市群规划、都市圈建设、新生中小城市培育、特色小镇发展，同时先后出台旧城改造、城镇保障性住房建设、棚户区改造、乡村振兴等政策，成为涂料需求新的增长点。

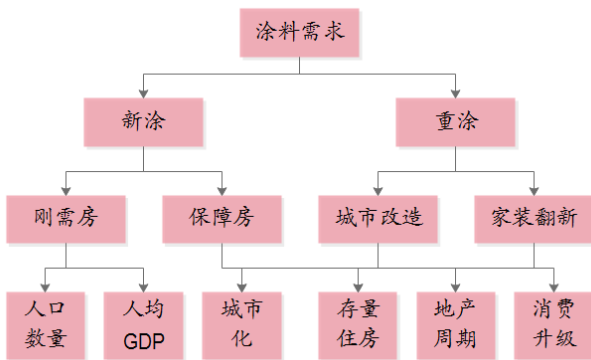
房屋建设周期性带来重涂需求高峰期：根据国家统计局数据，2008-2013 年我国共竣工房屋面积 44.49 亿平方米，房屋重涂周期按十年计算，每升涂料按 1.3kg 计算，未来五年将产生约 520 万吨涂料的增量需求，年均 104 万吨，占 2017 年建筑涂料产量的 18%，我国尚有巨大的重涂市场。

图表 7. 不同墙面每平方米用漆量

(千克)	内墙	外墙
面漆	0.40	0.20
底漆	0.20	0.10

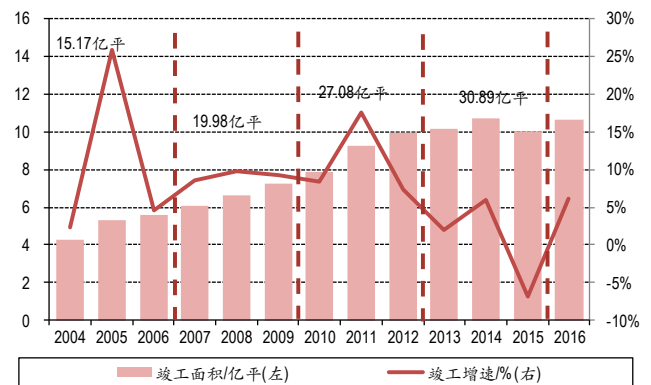
资料来源：公司官网、中银证券

图表 8. 涂料需求拆分



资料来源：中国建筑装饰协会、中银证券

图表 9. 2004 年前后竣工高峰将迎来翻新涂装高峰



资料来源：国家统计局、中银证券

3、国内行业格局：集中度逐步提升，领军企业受益

国内涂料行业集中度较低。2016 年 CR10 为 13.25%，较 2015 年提升 0.7 个百分点，但仍然远低于全球水平的 26.85%，国内行业将加快优胜劣汰，集中度逐步提升。

国内涂料行业由外资企业主导。根据《涂界》发布的 2017 年中国涂料 100 强企业排行榜，前 10 强企业中，外资企业占据了 8 席，本土企业仅占 2 席。总体来看，外资企业上榜数量达 34 家，累计营业收入占全国总营业收入 18.95%，外资企业表现强势。

图表 10. 主要涂料企业营收与市占率

排名	企业名称	中国总部	营业收入	市场占有率 (%)
1	立邦	中国上海	178.206	4.09
2	阿克苏诺贝尔	中国上海	112.816	2.59
3	鹿贝捷管理	中国上海	107.413	2.47
4	湘江涂料	湖南长沙	40.573	0.93
5	巴斯夫	中国上海	38.156	0.88
6	艾仕得	中国上海	35.883	0.82
7	佐敦	中国上海	32.208	0.74
8	威士伯	中国上海	31.734	0.73
9	嘉宝莉	中国江门	30.375	0.70
10	巴德士	广东中山	24.632	0.57
其他			3,722.49	85.49

资料来源：公司官网、中银证券

抓住行业整合机遇，企业迈入成长快车道：2017 年涂料行业并购事件频发，其中宣伟完成收购威士伯，意味着一家新的全球最大涂料生产商诞生。行业整合加速过程中，由于品牌影响力低下，技术研发能力欠缺，大量的小型涂料生产企业将逐渐被淘汰，专注于国内市场，通过差异化经营在某些细分领域取得较强竞争优势的自主品牌将逐渐崛起，部分企业已经突破国际企业的封锁成功进入年全球顶级涂料制造企业销售额排行榜前 100 名，领军企业将随着行业集中度的提升同步实现公司的高速发展。

图表 11.2017 年涂料行业并购事项

时间	收购事项
2017 年 1 月	PPG 完成收购罗马尼亚涂料制造商 DEUTEK
2017 年 1 月	立邦母公司日涂控股完成收购惠州长润发 60% 的股份
2017 年 4 月	日本关西涂料株式会社完成收购涂料公司 Helios
2017 年 4 月	巴斯夫收购墨西哥领先防水系统供应商 THERMOTEK
2017 年 6 月	宣伟完成收购威士伯
2017 年 6 月	艾仕得成功收购威士伯北美工业木器涂料业务
2017 年 7 月	长润发完成收购木器漆供应商淄博华润 9 成以上股份
2017 年 9 月	德丽雅完成收购杰卡化工
2017 年 11 月	阿克苏诺贝尔收购泰国龙头粉末涂料生产商

资料来源：《涂界》、中银证券

4、国内行业环境：环保力度加码，税收环境缓和

环保政策密集出台，督查力度、广度不断升级。2016 年约四、五千家散乱污、微小型企业及下游涂装企业关闭，其中上海、广东、四川、江西、贵州等省份累计关闭数百家企业，涂料大省浙江省力度最大，关闭了 205 家涂料企业。落后产能的退出有利于调整市场供需关系，驱使市场健康发展。

图表 12.中国最新环保政策法规列表

法律法规和政策名称	颁布单位	法律法规和政策相关内容
《“十三五”节能减排综合工作方案》	国务院 (2017)	首次将 VOCs 纳入总量控制指标体系，要求全国 VOCs 排放总量比 2015 年下降 10% 以上，到 2020 年石化企业基本完成挥发性有机物治理。
《关于积极发挥环境保护作用促进供给侧结构性改革的指导意见》	环境保护部 (2016)	对于装备水平低、环保设施差、污染严重的小型工业企业，要依据国家有关法规、政策和当地环境质量状况，确定“十小”企业名单并全部予以取缔。对于装备水平低、环保设施差、污染严重的小型工业企业，要依据国家有关法规、政策和当地环境质量状况，确定“十小”企业名单并全部予以取缔。
《工业绿色发展规划 (2016-2020 年)》	中国工业和信息化部 (2016)	实施挥发性有机物削减计划，在涂料、家具、汽车制造涂装、印刷、橡胶制品、制鞋等重点行业推广替代或减量化技术。
《国家危险废物名录 (2016 年版)》	环境保护部联合国家发展改革委、公安部 (2016)	在涂料生产和使用环节产生危险废物的条目中加入“不包括水性漆”的括号注释。
《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	中国工业和信息化部与财政部 (2016)	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。

资料来源：工信部、环保部、财政部、中银证券

国内税收环境缓和：2015 年 2 月 1 日起国家对涂料征收消费税，适用税率均为 4%。2018 年李克强总理在 2 月 8 日的国务院常务会议中提出，我国进一步清理和规范企业的收费，持续为实体经济减负，进一步推动涂料等实体企业的发展。

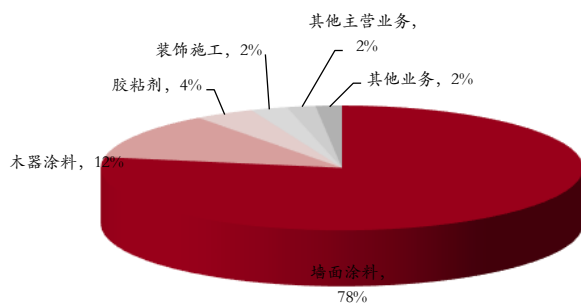
三、产品区域渠道三管齐下，配合扩产与研发，竞争优势明显

1、产品：深耕建筑涂料市场，工程零售齐发力

墙面涂料是公司主营收入来源。2017年工程墙面漆、家装墙面漆营业收入共计20.36亿元，2017年墙面涂料占公司营业总收入的78%，而2011年占比仅50%，公司经营目标明确，主营业务逐渐集中，深耕涂料行业细分领域。

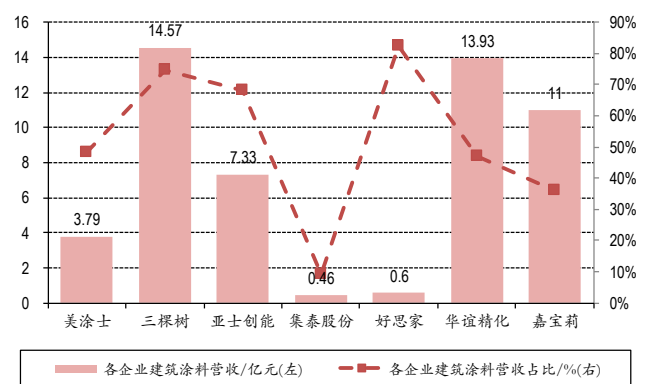
建筑涂料竞争优势较强。国内布局建筑涂料的本土企业较少，其中三棵树的建筑涂料收入排名靠前。各企业建筑涂料营业收入占总营收比例普遍比三棵树低，三棵树在建筑涂料细分领域具有较大竞争优势。

图表13.公司2017年主营收入产品构成



资料来源：公司年报、中银证券

图表2. 2016年各企业建筑涂料收入



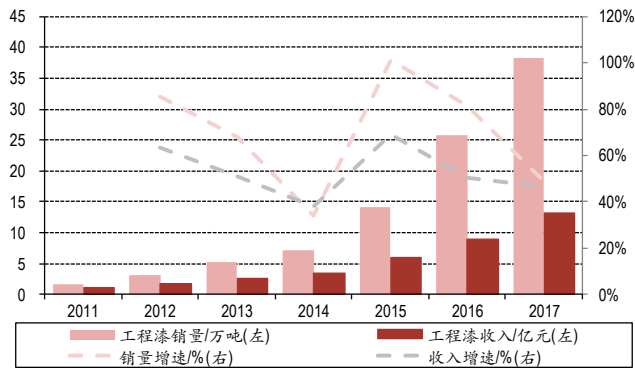
资料来源：wind 资讯、中银证券

工程墙面漆：营收高增，工程市场开拓加速

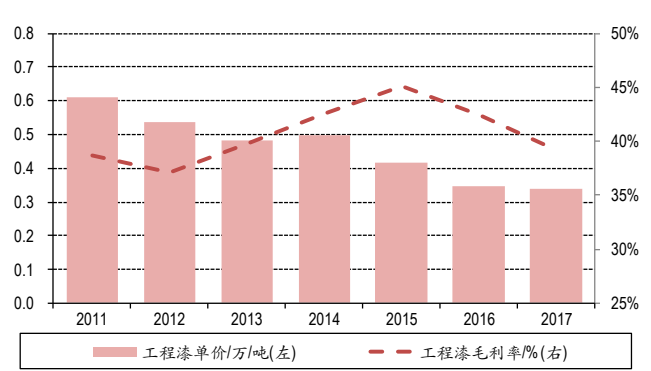
工程墙面漆2011年和2017年营业收入分别为1.03亿元和13.07亿元，年均复合增长率52.72%，市场规模高速增长，受益于公司加强与地产企业的合作，拉升了工程墙面漆的直销量。

2011年和2017年销量分别为1.69万t和38.33万t，年均复合增长率68.24%。收入增速低于销量增速，主要系工程墙面漆主要客户是企业，议价能力强，导致单位价格降低。在零售端保证高毛利的良好背景下，工程产品可通过价格优势高速渗透，进而实现规模效应，工程端市场开拓具有先天优势，预计工程墙面漆销量将保持高速增长。

工程墙面漆的毛利率在价格走低的情况下始终保持较高水平，工程市场开拓极具竞争力。主要由于公司向OEM厂商委托加工，在产能不足的情况下有效降低生产销售成本。工程墙面漆多采用直销模式，账期较长，导致企业应收账款增加，对公司的现金流有一定影响。

图表 15.工程漆销售收入情况


资料来源：公司年报、中银证券

图表 16.工程漆单价毛利情况


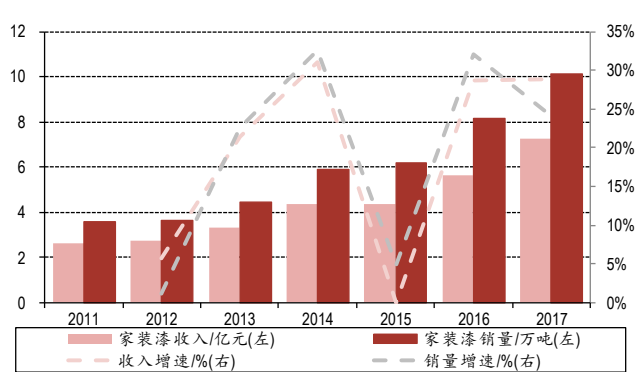
资料来源：公司年报、中银证券

家装墙面漆：量价齐升，零售高毛利与工程规模效应实现互补

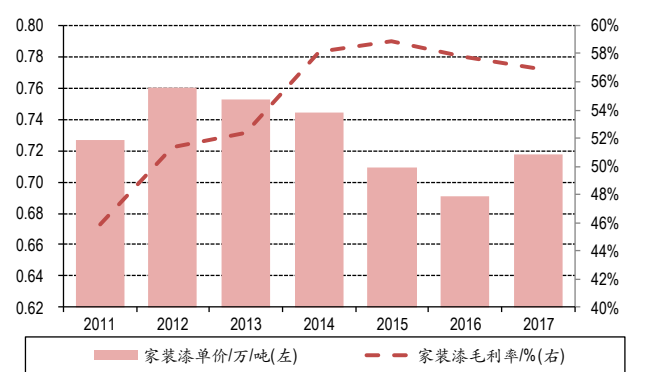
家装墙面漆 2011 年和 2017 年营业收入分别为 2.61 亿元和 7.28 亿元，年均复合增长率 18.64%，保持稳步增长，主要系公司销售网点的持续布局拉动经销销量，现金流水平较高。

2011 年和 2017 年销量分别为 3.59 万 t 和 10.15 万 t，年均复合增长率 18.91%，与收入增速基本一致，伴随渠道的多元化建设公司加速零售市场的渗透。

2017 年家装墙面漆单位价格恢复价格上升通道，同时毛利率基本稳定在较高水平，2017 年毛利率为 56.93%，主要系“马上住”涂装一体化服务带来的服务溢价与协同效应，截止 2017 年，公司布局马上住服务网点 253 个，遍布 27 个省份。家装墙面漆的高毛利一方面能为公司带来较高的利润，另一方面能够对冲公司为了开拓工程端市场降低工程端产品价格的风险与损失，助力公司高速发展。

图表 17.家装漆销售收入情况


资料来源：公司年报、中银证券

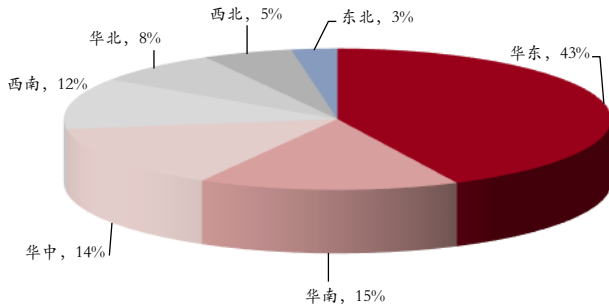
图表 18.家装漆单价毛利情况


资料来源：公司年报、中银证券

2、销售区域：市场开拓与渗透并举，销售额显著提升

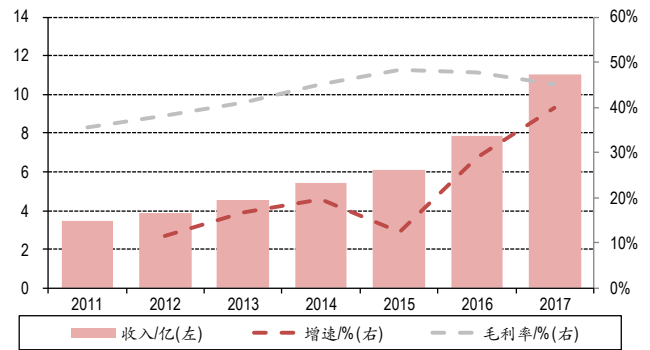
华东、华中、华南地区是公司的主要市场。2017 年华东地区的收入占营业总收入的 43%，远高于其他区域，符合中国经济发展的特点。其中华南区域营业收入首次超越华中区域，公司成功快速开拓新市场，打造业绩新的增长点。

图表 19. 华东华南是公司主要经营区域



资料来源：公司年报、中银证券

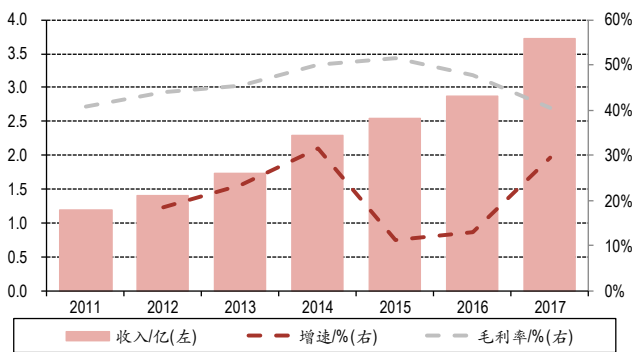
图表 20. 华东区域营业销售情况



资料来源：公司年报、中银证券

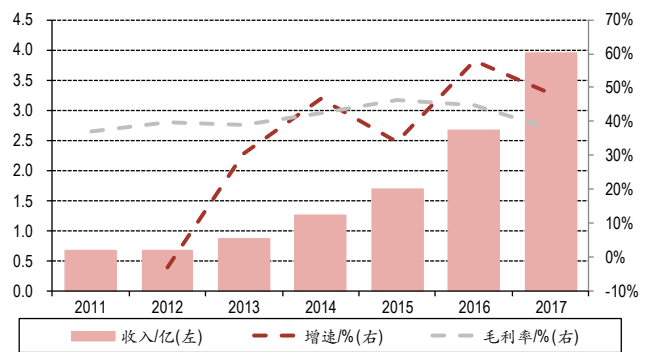
华东收入利润双高，系公司主要布局区域。2011年和2017年华东区域营业收入分别为3.50亿元和11.02亿元，年均复合增长率21.07%，与公司营业总收入增速基本一致，是公司主要战略区域。2017年华东区营业收入同比增长率高达40%，公司加速华东区域业务布局，发展态势良好。同时华东区域毛利率主要呈上升趋势，盈利能力较强。

图表 3. 华中区域营业销售情况



资料来源：公司年报、中银证券

图表 4. 华南区域营业销售情况



资料来源：公司年报、中银证券

华南区域市场逐步受到重视。2011年和2017年华南市场的营业收入分别为0.68亿元和3.96亿元，年均复合增长率34.13%，高于平均增长水平。2017年华南区域营业收入同比增速48.31%，取代华中区域成为第二大销售区域。随着新市场的成功拓展，渠道逐渐通畅，预计华南将贡献较好业绩。

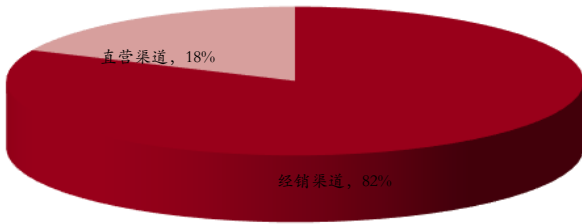
华中区域市场稳中有升。2011年和2017年华东区域营业收入分别为1.19亿元和3.73亿元，年均复合增长率20.97%，与公司营业收入增速基本一致。

华南、华中区域毛利率有望止步下行。华南、华中区域营业收入增长来自工程墙面漆，直销模式中企业议价能力强，拉低了毛利率水平，华南、华中区域毛利率2017年出现不同程度的下降属于正常现象，随着工程墙面漆销量占比的不断提升，华南、华中区域的毛利率水平将保持稳定。

3、渠道：工程零售同步建设，渠道竞争力凸显

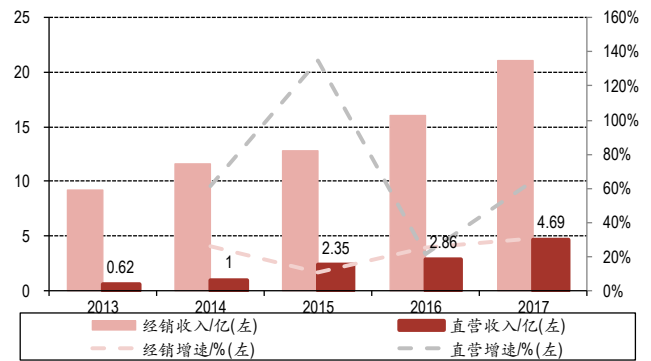
经销是公司主要销售模式。2017年经销渠道收入占比82%，系公司主要渠道。销售网点建设持续推进，经销渠道收入稳步增长。2013年、2017年经销渠道收入分别为9.2亿元和21.04亿元，年复合增长率22.97%，略高于公司营业收入增速。

图表 23. 公司 2017 年各销售渠道收入



资料来源：公司年报、中银证券

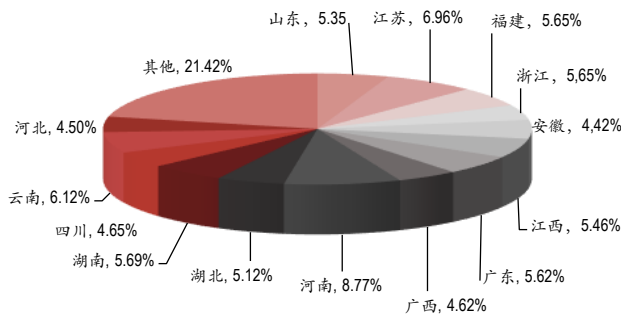
图表 24. 直营渠道增速加快



资料来源：公司年报、中银证券

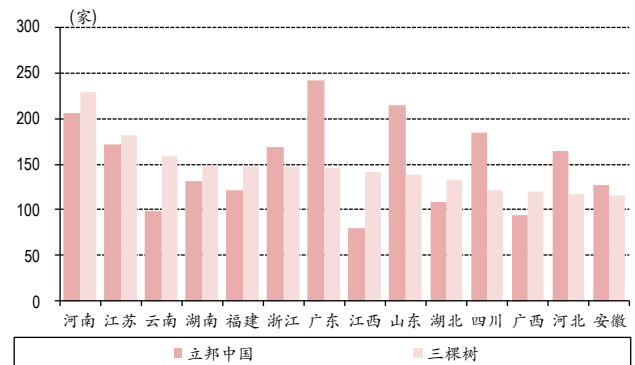
经销渠道下沉，终端销售网点与专卖店遍地开花。公司 2017 年终端销售网点共 1.87 万个，同比增长 16.88%。网点主要集中在华东、华中、华南区域，与营业收入的区域构成基本一致。与立邦中国对比，三棵树的营销网络构建主要从二线省份切入，一线城市布局不足。前期三四线城市楼市升温，预计后续涂料需求短线上升，同时国家大力推进乡村振兴战略，三棵树营销网点在非一线城市布局较为完善，有望充分受益。

图表 25. 公司全国经销网点分布均匀



资料来源：公司年报、中银证券

图表 26. 三棵树与立邦部分区域专卖店分布对比



资料来源：立邦中国官网、招股说明书、中银证券

公司发力直销，完善销售模式。2013 年、2017 年直销渠道收入分别为 0.62 亿元和 4.69 亿元，年复合增长率 65.84%，保持高速增长态势，主要系公司持续寻求企业端合作。同时公司尝试 O2O 模式，通过京东、天猫等网上商城与全国销售网点对接。

成品房时代将至，未雨绸缪建设工程渠道。住建部十三五规划明确提出，到 2020 年新开工全装修成品住宅面积达到 30%。浙江、上海、山东等地城市相继出台“100%精装修”政策。江苏、北京、河南、四川、海南等地陆续制定出“毛坯房”退出倒计时。万科、恒大、绿地等知名房企已全面推行精装修。2017 年公司与恒大签订战略合作协议，金额高达 20 亿元，公司提前发力工程渠道，未来业绩有望进一步提升。

图表 27.部分与三棵树合作地产客户


资料来源：公司官网、中银证券

4、产能高速扩张，支撑业绩增长

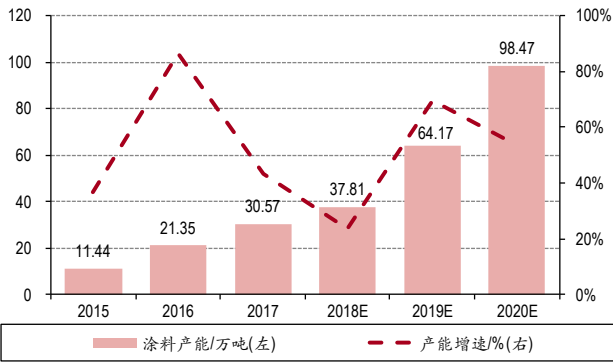
公司加大华北、西北区域开发，持续优化产能布局。2017 年至今，公司分别于安徽省、河北省、福建省、四川省（三期项目）新建生产基地。预计到 2020 年，墙面涂料实际产能达 98.47 万吨，对比 2017 年增加 3 倍，产能急速扩张，能够较好匹配公司渠道建设与市场开拓。

图表 28.公司 2017 年产能明细

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	来源
三棵树股份	墙面涂料 21.6 万吨/年	75.26	2003 年 7 月成立
	木器涂料 3 万吨/年	58.62	
	胶黏剂 2.5 万吨/年	28.38	
天津三棵树	墙面涂料 5 万吨/年	72.08	2014 年 7 月收购
	腻子粉 1 万吨/年	42.85	
河南三棵树	墙面涂料 7 万吨/年	57.8	2016 年 3 月成立
	墙面涂料 14.07 万吨/年	47.39	
	木器涂料 3.054 万吨/年	-	
	腻子粉 7.2 万吨/年	13.7	
四川三棵树	胶粘剂 1.5 万吨/年	81.98	2015 年 4 月成立
	包装罐 1200 万个/年	14.83	
	一体化板 300 万平米/年	-	
	防水卷材 5200 万平米/年	-	
	保温材料 50 万立方米/年	-	
三江包装	墙面涂料 2 万吨/年	-	2009 年 10 月成立
	包装罐 1674.06 万个/年	84.2	

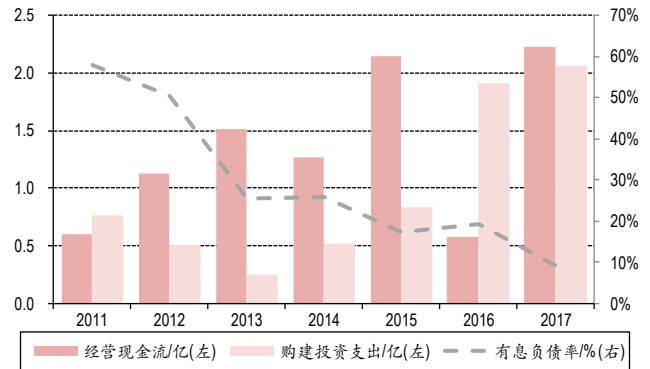
资料来源：公司年报、中银证券

图表 29. 公司历年产能稳步增长



资料来源：公司年报、中银证券

图表 30. 公司财务状况逐年向好



资料来源：公司年报、中银证券

公司杠杆空间大，有效支撑投资加速。2017年至2018年，公司共投资3个基地建设项目，1个高科技园项目，2个全资子公司，共计投资26.7-39.7亿元。公司2017年货币资金与理财产品共计2.28亿元，经营性现金流2.23亿元，资本开支不平衡，预计需要债务融资。公司无一年内到期的长期负债、长期借款、应付利息，财务杠杆系数逐年降低。2017年有息负债率9.28%，尚有较大的杠杆空间，投资与经营稳定性可以保证。

图表 31. 公司 2017 年资本开支情况

时间	项目名称	地区	投资额
2017年6月	新型建材生产及配套项目	安徽明光经济开发区	5-8亿元
2017年9月	新型建材生产项目	河北博野经济开发区	6-10亿元
2017年11月	全资子公司安徽三棵树	安徽省明光市	0.3亿元
2017年12月	三棵树高新材料综合产业园项目	莆田市秀屿区石门澳产业园	11-16亿元
2018年2月	四川三棵树新材料生产基地项目	四川天府新区邛崃产业园区	4-5亿元
2018年3月	全资子公司河北三棵树	河北省保定市	0.4亿元

来源：公司年报、中银证券

5、加大研发投入，紧跟“绿色、健康”风向标

公司重视产品更新迭代，国内研发投入排名靠前。公司2015年至2017年研发投入从0.43亿元增长至0.74亿元，研发投入占营业总收入比例达3.80%。上市后紧抓研发，2017年公司计划投资11-16亿元在莆田市秀屿区石门澳产业园新建“三棵树高新材料综合产业园项目”。

图表 32. 主要涂料企业研发支出对比

时间	项目名称	地区	投资额 (%)
三棵树	建筑涂料、木器涂料、胶粘剂	0.74	3.80%
美涂士	木器涂料、建筑涂料、胶粘剂	0.28	3.56%
亚士创能	建筑涂料、保温建材	0.2	5.52%
惠尔明	工业涂料	0.02	1.26%
立邦	建筑涂料、木器涂料、施工	8.49	2.83%
PPG	功能涂料、工业涂料、平板玻璃	32.75	3.17%
阿克苏诺贝尔	油漆、涂料	23.69	2.27%

来源：公司年报、中银证券

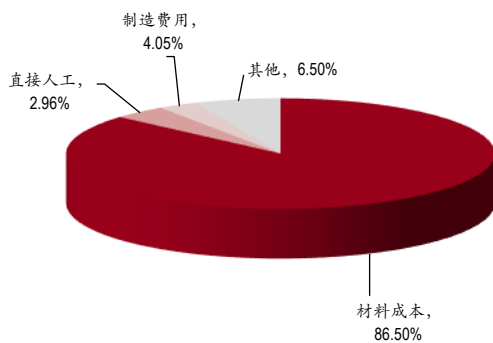
产品趋于绿色化、健康化，符合环保政策与消费理念转变。2017年，公司成功研发并推出墙清霾净罩面涂料，该涂料产品采用创新节能材料，能有效降低空气中碳氢化合物、氮氧化物和硫氧化物的浓度，净化周边空气，可让外墙涂层多年之后仍能保持清洁，维持原有装饰效果。积极研发资源节约型、健康环保型产品不仅帮助公司在环保趋严的政策中存活下来，更迎合了消费者的偏好，公司产品竞争力进一步加强。

四、财务水平稳健，促进公司健康发展

1、提价对冲成本，前期宣传生效，盈利可期

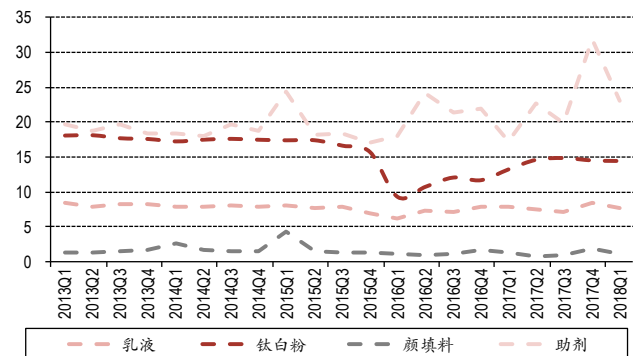
主要构成原材料价格上涨，盈利水平承压。2017 年材料成本 13.45 亿元，占主营业务营业成本的 86.50%，是营业成本的主要构成部分。其中乳液、助剂、颜填料、钛白粉影响营业总成本的主要原材料。2017 年钛白粉领涨，年均单价 23.29 元/kg，同比增长 30.97%，对应营业成本涨幅 2.87%；对营业成本影响最大的乳液 2017 年涨幅 8.71%，单季价格相对稳定。

图表 33.2017 年原材料价格影响系数



资料来源：公司年报、中银证券

图表 34.部分原材料全年单位价格走势



资料来源：公司年报、中银证券

图表 35.主要原材料的价格弹性

	2016 年			2017 年		
	原料变动1%	成本变动1%	原料价格弹性	原料变动1%	成本变动1%	原料价格弹性
乳液	(5.59)	(1.15)	0.21	8.75	1.97	0.23
钛白粉	5.42	0.47	0.09	30.97	2.87	0.09
颜填料	(0.28)	(0.03)	0.11	(3.01)	(0.33)	0.11
助剂	2.86	0.44	0.15	7.05	0.91	0.13
树脂	12.8	0.49	0.04	18.4	0.63	0.03
溶剂	(8.73)	(0.49)	0.06	17.66	0.96	0.05
单体	30.9	0.98	0.03	24.6	0.62	0.03

来源：公司年报、中银证券

多重因素作用，材料成本继续上行。2017 年原油上行动力较为充足，全球原油供需格局发生了本质变化，价格易涨难跌；国内大批原材料企业处于停产，原材料供不应求；原材料企业转型产生的研发成本一定程度转嫁涂料行业，2018 年原材料价格继续上行，部分原材料企业已经发布涨价公告。

涂料行业涨价应对，保障盈利空间。为应对成本涨价压力，立邦、阿克苏诺贝尔、PPG、宣伟、艾仕得等在华的外资企业，以及展辰、嘉宝莉、君子兰、紫荆花等大批国内企业，近期均已对产品价格进行了上调。涂料行业整体调价，避免了出现恶性竞争，涂料毛利率降速趋缓。

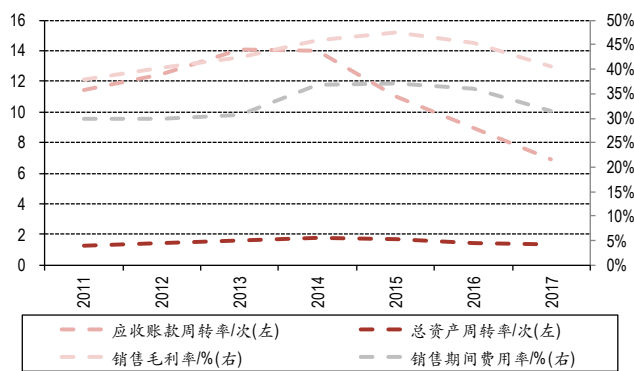
前期广告投入迈入收获期，销售期间费用率有望回落，拉升公司盈利水平。公司销售期间费用自 2014 年突增至 36.94%后基本平稳，2017 年首次出现大幅下降，主要系销售费用投入放缓，其中广告宣传费用领跌，公司产品销量不跌反升，公司前期广告投入效果渐显，逐渐进入收获期，销售期间费用率预计进一步下降，有效降低成本。

2、投资落地管理加强，营运水平有望走高

公司扩张叠加产品结构调整，总资产周转率、应收账款周转率双双回落。2017 年公司总资产周转率 1.38%，主要系公司投资加速，陆续通过收购、出资等方式成立多家子公司，新建多个生产基地，同时公司 2016 年后新增的可供出售金融资产不产生销售收入。2017 年营收账款周转率 6.91%，处于历史低位。主要由于公司持续加大工程端产品的直销占比，客户主要为大型房地产开发商，公司给予该类客户较高的信用额度和较长的信用账期。

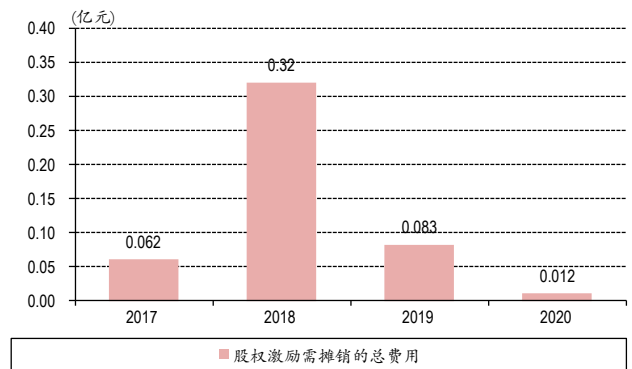
投资趋稳叠加管理加强，营运水平有望走高。根据战略规划，公司后期投资速度减缓，随着项目建成投产与渠道建设效能显现，总资产周转率将逐渐升高。同时公司加强销售回款管理，对销售队伍强化回款考核，应收账款周转率有望恢复高位。

图表5.公司销售与周转稳中向好



资料来源: wind 资讯、中银证券

图表 37.公司未来股权激励摊销情况



资料来源: wind 资讯、中银证券

3、股权激励计划实施，彰显发展决心

公司 2017 年首次授予限制性股票 218.12 万股，占公司股本总额的 2.18%。首次授予的激励对象共计 236 人，首次授予的价格为每股 29.75 元，共计 0.48 亿元。解锁条件为，以 2017 年度业绩为基数，2018-2020 年净利润增长率不低于 30%/69%/120%，彰显了公司对未来业绩增长的信心与决心。

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

宏观环境利好：购房需求、房屋周期、国家政策、消费升级四轮驱动，建筑涂料作为典型的地产后市场，前景仍然广阔。同时行业处于整合加速进程，中小企业落后产能的退出进一步调整涂料市场的供需关系，同时三棵树投资新建多条生产线，预计将在落后产能出清后快速投产。作为国内领先涂料品牌，三棵树将搭载行业发展顺风车，实现公司高速优质发展。

预计2018年涂料销量达70万吨：三棵树积极完善销售模式，零售端重视宣传投入，2017年通过降价快速发展工程端企业合作，“规模效应”与“品牌效应”双显，公司具有进一步强势抢占市场份额的竞争力。2017由于产能扩张加速，渠道建设跟进不足，部分生产线产能利用率不高，也为2018年的业绩增长提供一定空间，预计2018年销量70万吨，2020年伴随产能的逐渐释放销量将实现增速新高。

建筑涂料单价止步下行，工程市场加速渗透：公司零售端在2017年先行涨价的情况下依然实现了量价齐升，预计在2018年行业涨价潮中更易获得消费者认可，亦可跟随涨价实现盈利水平的进一步提升，预计家装墙面漆单价可调整到0.74元/kg。由于精品房时代的到来与城市重涂周期将至，工程端市场逐渐重要，而三棵树由零售起家，预计公司将继续以价格优势开拓与维护工程渠道，2018年工程端单价基本持平在0.34元/kg，后续伴随产能的逐渐释放，公司OEM产量转移至自产，实现规模经济，工程端单价有望回复高位。

公司业务纵向拓展，打造盈利新增长点：2017年公司正式布局装饰施工，铺设“马上住”服务网点253个，施工与产品面对同一消费群体，施工促进口碑，服务促进销售，转型综合服务商将实现品牌与渠道建设的双赢。根据防水涂料企业的发展历程，施工业务增速普遍高于营业总收入增速，施工服务与产品销售协同发展，提高公司盈利水平。

图表 38.公司分项收入预测表

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
工程墙面漆	销量/万吨	14.21	25.77	38.33	59.27	80.63	112.21
	单价/万元/吨	0.42	0.35	0.34	0.33	0.34	0.34
	成本/万元/吨	0.23	0.20	0.21	0.22	0.22	0.22
家装墙面漆	销量/万吨	6.19	8.18	10.15	12.79	15.35	18.42
	单价/万元/吨	0.71	0.69	0.72	0.79	0.86	0.92
	成本/万元/吨	0.29	0.29	0.31	0.32	0.33	0.34
家装木器漆	销量/万吨	1.10	1.09	0.99	0.99	0.99	0.99
	单价/万元/吨	2.09	2.03	2.15	2.26	2.33	2.35
	成本/万元/吨	0.96	1.07	1.33	1.53	1.61	1.61
工业木器漆	销量/万吨	0.68	0.67	0.75	0.84	0.94	1.03
	单价/万元/吨	1.37	1.35	1.39	1.43	1.47	1.49
	成本/万元/吨	0.88	0.93	1.05	1.11	1.11	1.11
白胶	销量/万吨	1.04	1.26	1.62	2.24	3.02	4.07
	单价/万元/吨	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39	0.39
	成本/万元/吨	0.31	0.28	0.35	0.36	0.36	0.36
万能胶	销量/万吨	0.42	0.34	0.33	0.34	0.34	0.35
	单价/万元/吨	1.29	1.28	1.27	1.29	1.30	1.31
	成本/万元/吨	0.95	0.89	1.03	1.08	1.08	1.08
营业收入/亿元		14.51	18.60	24.57	34.61	45.70	60.72
营业成本/亿元		7.44	9.96	14.11	20.58	27.00	36.16

来源：公司年报、中银证券测算

2、估值

预计未来三年公司收入分别为 34.6 亿元、45.7 亿元、60.7 亿元；归母净利润分别为 2.5 亿元、3.5 亿元和 4.4 亿元；对应 EPS 分别为 1.92 元、2.65 元和 3.35 元。目前行业平均市盈率为 46 倍。与同行业公司相比，公司基本面扎实，未来业绩有较为确定增长预期，未来三年平均利润增速为 35%，公司当前股价明显低估。我们认为公司 2018 年底目标市盈率应为 35 倍，给予“**买入**”评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	1,948	2,619	3,461	4,570	6,072
销售成本	1,065	1,555	2,058	2,700	3,617
经营费用	732	864	1,084	1,432	1,904
息税折旧前利润	218	264	373	515	652
折旧及摊销	40	47	61	84	109
经营利润(息税前利润)	142	221	310	430	542
净利息收入/(费用)	(8)	(3)	(3)	(3)	(3)
其他收益/(损失)	27	(7)	0	0	0
税前利润	169	214	309	428	540
所得税	35	38	56	77	98
少数股东权益	0	0	1	3	5
净利润	134	176	253	351	443
核心净利润	106	183	253	351	443
每股收益(人民币)	1.028	1.325	1.916	2.652	3.348
核心每股收益(人民币)	0.818	1.379	1.916	2.652	3.348
每股股息(人民币)	0.46	0.19	0.29	0.40	0.50
收入增长(%)	28	34	32	32	33
息税前利润增长(%)	8	39	66	39	26
息税折旧前利润增长(%)	8	34	59	39	27
每股收益增长(%)	(0)	29	41	38	26
核心每股收益增长(%)	(9)	69	39	38	26

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	169	214	316	366	447
折旧与摊销	40	47	56	61	62
净利息费用	8	(3)	(3)	(7)	(11)
运营资本变动	(194)	22	22	(130)	31
税金	28	39	55	77	97
其他经营现金流	(382)	(52)	(69)	(325)	17
经营活动产生的现金流	58	223	334	302	581
购买固定资产净值	0	0	400	400	400
投资减少/增加	(168)	0	0	0	0
其他投资现金流	(241)	(182)	6	6	6
投资活动产生的现金流	(409)	(182)	(394)	(394)	(394)
净增权益	25	2	30	0	0
净增债务	0	0	726	(726)	0
支付股息	80	33	38	53	66
其他融资现金流	411	(1)	2,037	3	3
融资活动产生的现金流	356	(32)	2,755	(775)	(63)
现金变动	(3)	40	2,695	(867)	123
期初现金	163	159	200	2,894	2,027
公司自由现金流	(179)	88	(70)	(82)	185
权益自由现金流	111	(86)	67	667	(808)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	159	200	2,894	2,027	2,151
应收帐款	286	521	331	871	782
库存	127	188	218	314	406
其他流动资产	59	69	43	57	56
流动资产总计	817	1,094	3,713	3,544	3,778
固定资产	355	493	742	998	1,249
无形资产	155	150	136	122	108
其他长期资产	376	352	442	518	564
长期资产总计	886	995	1,319	1,638	1,921
总资产	1,703	2,089	5,032	5,183	5,699
应付帐款	405	524	628	942	1,154
短期债务	140	90	100	100	100
其他流动负债	170	345	179	441	367
流动负债总计	715	959	907	1,483	1,621
长期借款	0	0	726	0	0
其他长期负债	11	11	9	11	10
股本	100	102	132	132	132
储备	877	1,082	3,256	3,554	3,930
股东权益	977	1,119	3,390	3,689	4,068
少数股东权益	0	0	1	3	5
总负债及权益	1,703	2,089	5,032	5,183	5,699
每股帐面价值(人民币)	9.77	10.95	25.64	27.91	30.77
每股有形资产(人民币)	8.22	9.48	24.61	26.99	29.96
每股净负债/(现金)(人民币)	1.99	4.17	5.15	(15.72)	(4.80)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.2	10.1	10.8	11.3	10.7
息税前利润率(%)	9.1	8.3	9.0	9.4	8.9
税前利润率(%)	8.7	8.2	8.9	9.4	8.9
净利率(%)	6.9	6.7	7.3	7.7	7.3
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.1	4.1	2.4	2.3
利息覆盖率(倍)	26.2	85.0	124.4	171.8	217.4
净权益负债率(%)	(2.0)	(9.8)	(61.0)	(52.3)	(50.5)
速动比率(倍)	1.0	0.9	3.9	2.2	2.1
估值					
市盈率(倍)	47.6	36.9	25.5	18.5	14.6
核心业务市盈率(倍)	59.9	35.5	25.5	18.5	14.6
市净率(倍)	6.5	5.9	1.9	1.8	1.6
价格/现金流(倍)	(27.3)	57.1	(92.1)	(78.5)	35.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.1	21.9	14.0	11.5	9.1
周转率					
存货周转天数	43.6	44.1	38.7	42.5	40.9
应收帐款周转天数	53.6	72.6	34.9	69.6	47.0
应付帐款周转天数	138.8	123.0	111.4	127.4	116.5
回报率					
股息支付率(%)	45.1	14.4	15.0	15.0	15.0
净资产收益率(%)	13.7	15.7	7.5	9.5	10.9
资产收益率(%)	7.8	8.4	5.0	6.8	7.8
已运用资本收益率(%)	22.5	16.0	21.2	8.4	11.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371