

中报点评

涂料油漆油墨制造/化学制品/化工

投资评级	买入
评级变动	上调
总股本	1.33 亿股
流通股本	0.42 亿股
ROE (摊薄)	5.19%
每股净资产	8.57 元
当前股价*	42.93 元

注：上述财务数据截止 2018 年半年报
*为 8 月 15 日收盘价

三棵树 (603737)

——业绩符合预期，工程涂料业务持续发力

事件：

◆公司发布半年报，2018年上半年，公司实现营业收入13.26亿元，同比增长31.59%；归属于上市公司股东的净利润、扣除非经常性损益的净利润分别为5,905.66万元、4,045.50万元，同比增长46.27%、95.54%；其中上半年摊销1,623.39万元股权激励费用，若不考虑股权激励费用的影响，则扣除非经常性损益后的净利润为5,425.38万元，同步增长162.24%。

主要观点：

◆工程涂料业务持续发力，积极推进“马上住”、“020”及工程涂装服务体系。公司持续加强与大型房地产企业的合作，目前已与9家国内10强地产签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系。2018年上半年，公司工程墙面漆业务实现销售收入63,034.19万元，同比增长34.63%，占总营收比重为47.55%。同时，公司以全资子公司三棵树装饰为主体，积极构建工程涂装平台，整合涂装施工资源，扩展服务外延，建立标准化施工模式。2018年上半年，公司装饰施工实现销售收入4,251.88万元，已达到2017年全年装饰施工收入的65.74%。随着公司与大型房企的合作数量增加、合作紧密度加强，公司在工程涂料业务板块有望保持快速增长。

家装涂料方面，公司积极推进“马上住”服务和“020”体系，持续推动公司由单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商的转变。2018年上半年，公司新增“马上住”服务授权网点221家，成交单数为17,794单，去年同期为3,705单，成交单数同比增长380.27%；家装墙面漆实现销售收入34,156.94万元，同比增长5.36%。

长城国瑞证券研究所
分析师：

黄文忠
huangwenzhong@gwgsc.com
执业证书编号：
S0200514120002
联系电话：0592-5169085

研究助理：
胡晨曦
执业证书编号：
S0200116080033
huchenxi@gwgsc.com

地址：厦门市思明区莲前西路2
号莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司



相关报告：

1. 公司研究：三棵树（603737）——绿色、健康、环保涂料品牌，工程家装齐发力_黄文忠、胡晨曦_2018.5.17

◆**销售毛利率小幅上升，三项费用率齐下降。**2018年上半年，面对上游部分原材料价格上涨，公司积极调整产品售价，将成本传导至下游以保证自身产品毛利率。其中，家装墙面漆平均单价上涨8.02%，家装木器漆平均单价上涨12.92%，工业木器漆平均单价上涨23.48%。2018年上半年，公司产品的综合毛利率为41.06%，较2017年底小幅增加0.44个百分点。三项费用率方面，销售费用率、管理费用率及财务费用率分别下降0.62、0.77和0.45个百分点。

◆**应收账款快速增长。**公司工程墙面漆的下游客户主要为大型房地产公司，较家装客户而言，议价及回款能力较弱。2018年上半年，公司应收账款达到了7.77亿元，同比增长129.42%，较2107年底增加2.91亿元。

投资建议：

我们预计公司2018-2020年的净利润分别为2.48/3.38/4.77亿元，EPS分别为2.43/3.31/4.68元，对应P/E分别为18/13/9倍，考虑公司和地产商紧密合作、工程漆业务持续发力，积极应对上游原材料价格上涨，积极推进“马上住”等新销售模式对下游客户有一定价格转移能力，公司股价近期下跌，股价被低估，我们将其由“增持”上调为“买入”投资评级。

风险提示：

原材料价格波动，地产商采购不及预期，新销售模式推广受阻，应收账款坏账风险。

主要财务数据

关键指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2619.46	3531.88	4413.06	5545.45
增长率	34.45%	34.83%	24.95%	25.66%
归属母公司股东净 利润(百万元)	175.98	248.11	338.57	477.71
增长率	31.66%	40.99%	36.46%	41.09%
基准股本(百万)	102.18	102.18	102.18	102.18
每股收益(元)	1.72	2.43	3.31	4.68
销售毛利率	40.62%	40.74%	40.89%	41.04%
净资产收益率	15.73%	18.93%	21.53%	24.61%



数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

图表 盈利预测

单位：百万元

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2619.46	3531.88	4413.06	5545.45	货币资金	199.72	112.95	141.13	177.34
减：营业成本	1555.46	2092.98	2608.54	3269.42	应收和预付款项	637.06	529.36	927.72	902.78
营业税金及附加	36.88	49.73	62.13	78.08	存货	187.81	224.96	289.49	355.29
营业费用	563.39	741.70	904.68	1109.09	其他流动资产	69.12	69.12	69.12	69.12
管理费用	266.97	335.53	397.18	499.09	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-3.10	27.45	46.10	26.25	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	13.46	13.00	13.00	13.00	固定资产	630.59	1831.24	1734.89	1638.54
投资收益	1.63	0.00	0.00	0.00	无形资产	151.59	133.10	114.60	96.11
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	213.26	201.44	200.88	200.88
其他经营损益	33.03	35.00	35.00	35.00	资产总计	2089.16	3102.16	3477.83	3440.07
营业利润	221.06	306.50	416.44	585.52					
其他非经营损益	-7.21	-5.00	-5.00	-5.00	短期借款	90.00	1037.21	835.53	337.93
利润总额	213.85	301.50	411.44	580.52	应付和预收款项	642.36	750.97	1066.71	1157.43
所得税	37.87	53.40	72.87	102.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	175.98	248.11	338.57	477.71	其他负债	237.76	3.23	3.23	3.23
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债合计	970.11	1791.41	1905.46	1498.58
归母净利润	175.98	248.11	338.57	477.71	股本	102.18	102.18	102.18	102.18
					资本公积	325.44	325.44	325.44	325.44
现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E	留存收益	691.42	883.13	1144.75	1513.87
经营活动现金流	223.42	465.47	355.57	671.31	归母股东权益	1119.04	1310.75	1572.37	1941.49
投资活动现金流	-182.07	-1301.11	-4.11	-4.11	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-32.19	864.82	-323.28	-630.98	股东权益合计	1119.04	1310.75	1572.37	1941.49
现金流量净额	9.12	29.18	28.18	36.21	负债和股东权益	2089.16	3102.16	3477.83	3440.07

数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归公司所有，未经公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。