

证券研究报告—动态报告

建材

其他建材 II

三棵树(603737)

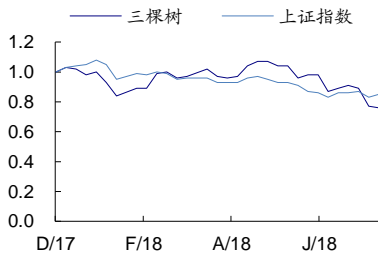
买入

2018 半年报点评

(维持评级)

2018 年 08 月 17 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)	133/42
总市值/流通(百万元)	5,635/1,800
上证综指/深圳成指	2,705/8,500
12 个月最高/最低(元)	59.93/38.20

相关研究报告:

《三棵树-603737-2017 年年报点评: 家装+工程持续发力, 收入增长提速》——2018-04-10
《三棵树-603737-2017 年三季报点评: 收入延续高速增长, 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号: 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

工程端迅速放量, 盈利水平稳步提升

● 收入增长 31.6%, 净利润增长 46.3%, EPS 为 0.44 元/股

公司 2018 年 H1 实现营业收入 13.26 亿元, 同比增长 31.6%, 实现利润总额 0.73 亿元, 同比增长 48.2%, 实现归母净利润 0.59 亿元, 同比增长 46.3%, EPS 为 0.44 元/股; 其中上半年摊销股权激励费用 0.16 元, 不考虑股权激励影响, 扣非净利润 0.54 亿元, 同比增长 162.2%。Q2 单季度实现营业收入 9.37 亿元, 同比增长 39.4%, 实现归母净利润 0.67 亿元, 同比增长 25.7%。

● 工程端放量助推收入增长, 成本费用管控进一步加强

2018 年 H1 公司实现工程墙面漆销量 11.8 万吨, 同比增长 39%, 销售收入 6.3 亿元, 同比增长 34.6%, 占营业总收入比重 48.6%, 平均单价 5.34 元/千克, 同比微降 1.96%; 实现家装墙面漆销量 4.25 万吨, 同比微降 1.8%, 销售收入 3.4 亿元, 同比增长 5.4%, 占营业总收入比重 26.3%, 平均单价 8.05 元/千克, 同比增长 8.02%。2018 年 H1 公司综合毛利率为 41.06%, 同比提高 0.79 个百分点, 期间费用率为 33.96%, 同比降低 1.84 个百分点, 其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 0.62、0.77 和 0.45 个百分点。

● 产能扩张持续加码, 为未来增长提供保障

2017 年公司分别与安徽明光市、河北博野县、莆田市签订投资协议建设生产基地, 现均已进入施工前期准备阶段; 2018 年 1 月与四川邛崃市人民政府签订协议, 拟建设四川生产基地三期项目, 进一步布局保温材料、防水卷材等产品, 目前正处于建设实施阶段。未来随着新建产能逐步释放, 有望进一步提升公司市场份额, 为未来业绩增长提供有力保障。

● 家装+工程双轮驱动, 成长能力持续凸显, 维持“买入”评级

作为国内领先的涂料企业, 公司工程+家装齐发力, 成长能力持续凸显: 工程端方面, 继续加强与大型房企的合作, 扩大市场影响力, 报告期已与国内 10 强地产中 9 家建立战略合作关系; 家装方面, 新增“马上住”服务授权网点 221 家, 成交单数从去年同期的 0.37 万单大幅增加至 1.78 万单, “单客、单兵、单店”效率稳步提升。预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.93/2.69/3.49 元/股, 对应 PE 分别为 22.0/15.8/12.2x, 维持“买入”评级。

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	3,414	4,304	5,370
(+/-%)	28.3%	34.5%	30.3%	26.1%	24.8%
净利润(百万元)	134	176	256	357	464
(+/-%)	15.7%	31.7%	45.6%	39.3%	30.0%
摊薄每股收益(元)	1.01	1.32	1.93	2.69	3.49
EBIT Margin	8.2%	7.5%	8.0%	9.2%	9.7%
净资产收益率(ROE)	13.7%	15.7%	20.1%	24.0%	26.3%
市盈率(PE)	48.8	32.0	22.0	15.8	12.2
EV/EBITDA	31.7	27.2	20.5	15.0	12.1
市净率(PB)	10.3	5.04	4.43	3.79	3.19

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)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	200	300	315	331	营业收入	2619	3414	4304	5370
应收款项	612	778	883	1101	营业成本	1555	2047	2555	3188
存货净额	188	244	307	387	营业税金及附加	37	48	61	76
其他流动资产	94	147	170	222	销售费用	563	712	889	1087
流动资产合计	1094	1469	1675	2040	管理费用	267	332	404	498
固定资产	631	859	1113	1395	财务费用	(3)	(1)	(0)	(1)
无形资产及其他	150	144	138	132	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	215	215	215	215	资产减值及公允价值变动	(13)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	33	30	30	30
资产总计	2089	2687	3140	3782	营业利润	221	305	425	552
短期借款及交易性金融负债	90	301	241	241	营业外净收支	(7)	0	0	0
应付款项	612	784	996	1267	利润总额	214	305	425	552
其他流动负债	256	316	402	493	所得税费用	38	49	68	88
流动负债合计	959	1401	1639	2001	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	176	256	357	464
其他长期负债	11	13	14	16					
长期负债合计	11	13	14	16	现金流量表 (百万元)				
负债合计	970	1414	1654	2017	净利润	176	256	357	464
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	4	8	6	7
股东权益	1119	1273	1487	1765	折旧摊销	46	69	92	114
负债和股东权益总计	2089	2687	3140	3782	公允价值变动损失	13	0	0	0
					财务费用	(3)	(1)	(0)	(1)
					营运资本变动	69	(34)	114	20
					其它	(4)	(8)	(6)	(7)
					经营活动现金流	305	292	563	598
					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)	(102)	(143)	(185)
					其它融资现金流	(88)	211	(60)	0
					融资活动现金流	(116)	108	(203)	(185)
					现金净变动	40	100	15	16
					货币资金的期初余额	159	200	300	315
					货币资金的期末余额	200	300	315	331
					企业自由现金流	129	(34)	192	175
					权益自由现金流	41	178	133	176

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	1.32	1.93	2.69	3.49
每股红利	0.35	0.77	1.07	1.40
每股净资产	8.42	9.58	11.19	13.29
ROIC	15%	17%	20%	24%
ROE	16%	20%	24%	26%
毛利率	41%	40%	41%	41%
EBIT Margin	8%	8%	9%	10%
EBITDA Margin	9%	10%	11%	12%
收入增长	34%	30%	26%	25%
净利润增长率	32%	46%	39%	30%
资产负债率	46%	53%	53%	53%
息率	0.8%	1.8%	2.5%	3.3%
P/E	32.0	22.0	15.8	12.2
P/B	5.0	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	27.2	20.5	15.0	12.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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