

三棵树 (603737)

证券研究报告

2018年10月18日

步入高成长通道，工程端继续发力

事件：

公司发布18年三季报，报告期内实现营业收入22.99亿元，同比增长33.85%；实现归母净利润1.29亿元，同比增长43.43%；综合毛利率、净利率分别为40.00%、5.62%。其中，三季度实现营收9.73亿元，同比增长37.05%，归母净利润0.70亿元，同比增长41.13%。

营收继续保持增长，工程墙面漆增速喜人。分产品看，墙面漆业务实现营业收入16.61亿元，占主营收入比重高达74.44%，是公司业绩增长的主要贡献，其中增速最快的是工程墙面漆。根据同时发布的1-9月主要经营数据公告显示，工程墙面漆的均价为5.22元/千克，同比略降4.04%，销量同比去年增长49.09%，为21.72万吨，使得销售收入同比增长45.14%，为11.34亿元。长期来看，从半年报里可知公司与国内10强地产中的9家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系，除了恒大签署了合作协议，与其他地产企业的合作有望进一步深化。短期看，四季度是赶工旺季，工程端业务将大幅放量。家装墙面漆保持稳健增长，实现营收13.67%的同比增长，近两年公司正在提升渠道质量，并推广“马上住”业务，长期增长可期。

毛利率保持平稳。原辅材料是公司主营业务的主要成本，根据当期经营数据公告显示，其中主要的原材料如乳液1-9月平均采购价格同比下降1.6%；颜填料平均售价同比大幅下降10.31%；树脂平均售价同比略增4.18%。溶剂平均售价涨幅较大，同比上涨17.75%。整体来看公司的原材料采购成本有所下降，抵消工程端产品降价的影响，当期毛利率与17年1-9月40%的毛利率基本一致。

三季度期间费用继续摊薄。公司正处于快速成长的道路上，期间费用也在增长，前三季度期间费用为6.64亿元，同比增长17.31%，其中销售费用同比增长32.25%，主要是在高铁站和网络新媒体投放广告所致。不过公司营收规模扩大，摊薄了期间费用的增加，导致期间费用率下降4.02个百分点，其中管理费用率同比下降3.66个百分点，因此净利率有所提升。

加强龙头地产商合作，抓住重涂市场机遇。房地产市场涂料行业具备地产后周期属性，房地产销售依旧保持韧性，国家统计局公布的数据显示18年1-8月商品房销售面积为10.25亿平方米，同比增长4%。我们预计未来房地产市场有望继续保持低速稳定增长，绑定增速较高的龙头房企，一、二线市场渗透空间大，为工程墙面漆的增长提供保障。零售端存量房二次装修需求占比日益扩大，公司相应推出“马上住”业务，抓住重涂市场的机会，随着订单放量，C端增速有望提高。公司也公告筹划员工持股计划，内部激励为业绩增长提供动能。

投资建议：我们预计18-19年实现营收34.74、46.41亿元，归母净利润2.51亿元、3.47亿元，EPS为1.89、2.61元，对应PE分别为20X、15X。由于当前证券市场投资信心较弱，给予25倍PE，目标价由56.7元下调至47.25元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格增加，房地产需求下降，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	3,473.96	4,641.39	6,310.11
增长率(%)	28.28	34.45	32.62	33.61	35.95
EBITDA(百万元)	173.20	231.33	362.50	497.28	677.70
净利润(百万元)	133.66	175.97	250.55	346.65	477.62
增长率(%)	15.71	31.66	42.38	38.36	37.78
EPS(元/股)	1.01	1.32	1.89	2.61	3.60
市盈率(P/E)	38.06	28.91	20.31	14.68	10.65
市净率(P/B)	5.21	4.55	3.87	3.50	3.09
市销率(P/S)	2.61	1.94	1.46	1.10	0.81
EV/EBITDA	40.78	29.92	13.06	9.17	6.75

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	买入(维持评级)
当前价格	38.30元
目标价格	47.25元

基本数据

A股总股本(百万股)	132.84
流通A股股本(百万股)	42.43
A股总市值(百万元)	5,087.60
流通A股市值(百万元)	1,625.16
每股净资产(元)	9.16
资产负债率(%)	55.58
一年内最高/最低(元)	78.49/36.27

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

股价走势

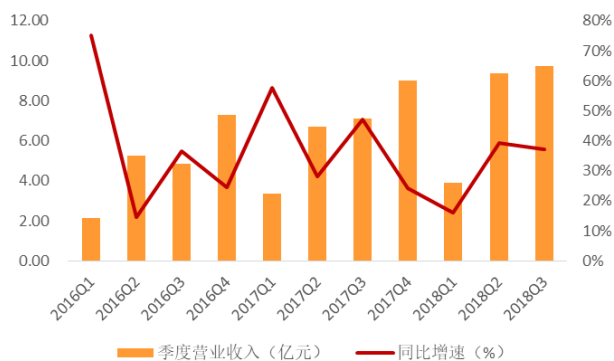


资料来源：贝格数据

相关报告

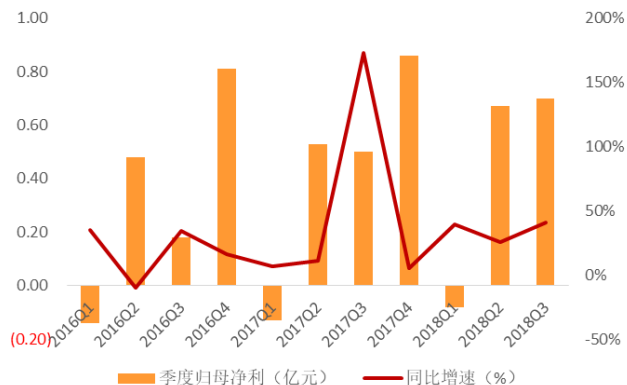
- 《三棵树-半年报点评:工程零售齐发力，净利表现超预期》2018-08-15
- 《三棵树-季报点评:一季度增长稳定，工程端继续发力》2018-04-25
- 《三棵树-年报点评报告:涂料国产优质品牌，业绩稳定增长》2018-04-10

图 1：2016-2018Q3 单季度营收情况



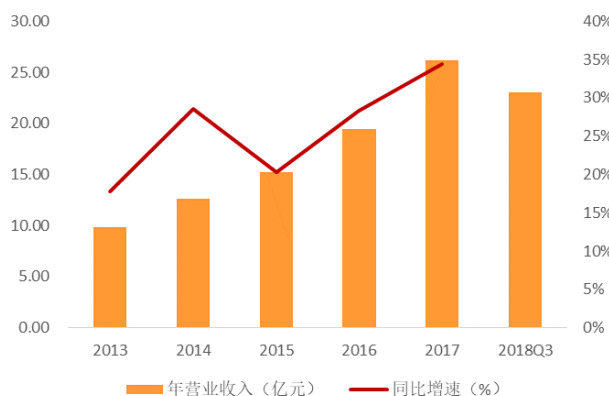
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：2016-2018Q3 单季度归母净利润情况



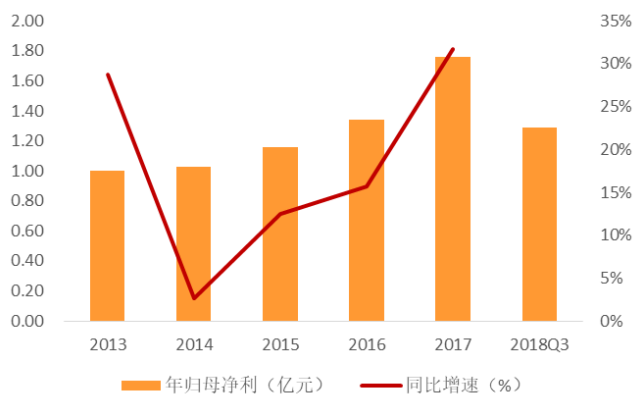
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2013-2018 年 Q3 营业收入及同比增速



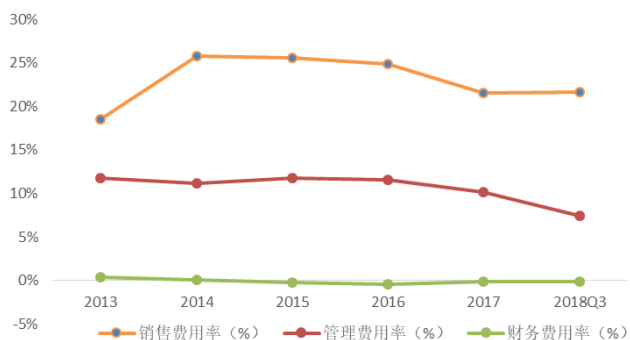
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2013-2018 年 Q3 归母净利润及同比增速



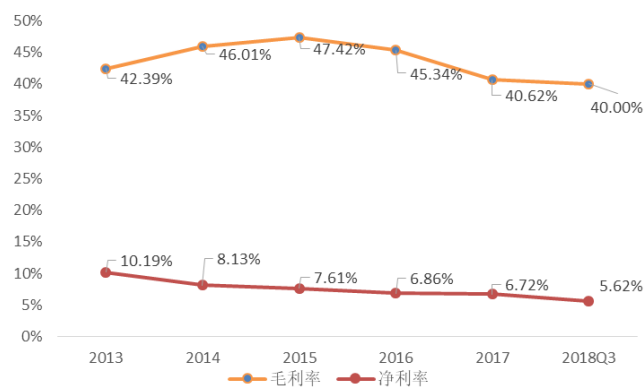
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2015-2018 年 Q3 期间费用率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：2016-2018 年 Q3 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	277.92	389.96	504.81
应收账款	286.04	520.94	333.75	629.05	679.90
预付账款	38.70	25.35	89.71	54.57	133.27
存货	127.17	187.81	209.98	327.92	407.65
其他	205.35	159.90	179.14	285.59	321.35
流动资产合计	816.75	1,093.72	1,090.49	1,687.09	2,046.98
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	2,231.08	2,970.55	3,410.10
短期借款	140.35	90.00	127.21	75.00	197.68
应付账款	404.87	524.30	604.54	982.00	1,179.11
其他	169.97	344.52	174.68	449.49	378.23
流动负债合计	715.18	958.82	906.42	1,506.49	1,755.01
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	916.27	1,517.09	1,765.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	102.18	132.84	132.84	132.84
资本公积	321.45	390.33	390.33	390.33	390.33
留存收益	876.90	1,081.75	1,181.97	1,320.63	1,511.68
其他	(321.45)	(455.22)	(390.33)	(390.33)	(390.33)
股东权益合计	976.90	1,119.04	1,314.81	1,453.47	1,644.51
负债和股东权益总	1,702.72	2,089.16	2,231.08	2,970.55	3,410.10

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	133.66	175.97	250.55	346.65	477.62
折旧摊销	40.26	46.81	59.31	80.41	102.22
财务费用	4.89	6.82	(8.49)	(14.95)	(20.04)
投资损失	(0.04)	(1.63)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(193.90)	21.62	0.92	160.18	(116.10)
其它	72.66	(26.17)	(0.00)	0.00	0.00
经营活动现金流	57.52	223.42	302.28	572.30	443.70
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	127.21	75.00	197.68
股权融资	343.50	9.28	104.04	14.95	20.04
其他	(128.30)	(131.47)	(240.33)	(335.20)	(361.57)
筹资活动现金流	355.55	(32.19)	(9.08)	(245.25)	(143.86)
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	78.20	112.05	114.85

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,948.21	2,619.46	3,473.96	4,641.39	6,310.11
营业成本	1,064.82	1,555.46	2,016.06	2,727.63	3,728.32
营业税金及附加	31.27	36.88	55.58	74.26	100.96
营业费用	484.59	563.39	738.22	951.48	1,268.33
管理费用	224.62	266.97	351.91	464.14	631.01
财务费用	(8.32)	(3.10)	(8.49)	(14.95)	(20.04)
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	311.68	431.82	595.53
营业外收入	31.21	0.12	5.00	5.00	5.00
营业外支出	3.83	7.33	3.50	3.50	3.50
利润总额	168.99	213.85	313.18	433.32	597.03
所得税	35.33	37.87	62.64	86.66	119.41
净利润	133.66	175.97	250.55	346.65	477.62
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	250.55	346.65	477.62
每股收益(元)	1.01	1.32	1.89	2.61	3.60

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	28.28%	34.45%	32.62%	33.61%	35.95%
营业利润	11.64%	56.11%	40.99%	38.54%	37.91%
归属于母公司净利润	15.71%	31.66%	42.38%	38.36%	37.78%
获利能力					
毛利率	45.34%	40.62%	41.97%	41.23%	40.92%
净利率	6.86%	6.72%	7.21%	7.47%	7.57%
ROE	13.68%	15.73%	19.06%	23.85%	29.04%
ROIC	23.28%	24.32%	30.47%	34.69%	49.64%
偿债能力					
资产负债率	42.63%	46.44%	41.07%	51.07%	51.78%
净负债率	20.40%	38.07%	51.75%	35.17%	63.98%
流动比率	1.14	1.14	1.20	1.12	1.17
速动比率	0.96	0.94	0.97	0.90	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	1.61	1.78	1.98
每股指标(元)					
每股收益	1.01	1.32	1.89	2.61	3.60
每股经营现金流	0.43	1.68	2.28	4.31	3.34
每股净资产	7.35	8.42	9.90	10.94	12.38
估值比率					
市盈率	38.06	28.91	20.31	14.68	10.65
市净率	5.21	4.55	3.87	3.50	3.09
EV/EBITDA	40.78	29.92	13.06	9.17	6.75
EV/EBIT	52.99	37.42	15.61	10.94	7.95

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