

三棵树 (603737)

证券研究报告

2019年01月03日

防水材料再布局，多元化战略提升竞争力

事件

公司1月2日发布签署投资协议公告，公司收购广州大禹防漏技术开发有限公司70%的股权，金额约20650万元。转让方18年1-8月实现营业收入2.42亿元，净利润0.28亿元，并承诺2018-2020年实现扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于3,600万元、3,900万元和4,800万元。

涂料、防水产品协同性高，产品多元化逐步实现。三棵树主营建筑涂料和木器涂料，是典型的房地产后周期产业，同为房地产后周期的防水产品与涂料具有类似的销售渠道和目标客户，无论是房地产工程还是室内家装，防水和涂料都是不可或缺的环节，其中防水施工环节相比涂料较早，部分施工技术具有重叠性。相比只能提供单一产品的涂料或防水企业，能提供防水+涂料双重服务的供应商将更受下游房地产企业的青睐，国内优秀企业已经开始多元化战略，涂料龙头立邦在C端推出了屋面专用防水、立邦彩色防水涂料等产品，B端则推出了立邦工程防水抗裂墙宝；防水龙头东方雨虹已经推出了德爱威建筑涂料独立品牌，并且在江苏和浙江设立涂料生产基地，由此可见龙头企业正在加快涂料、防水甚至保温板等相关产业的多元化布局，从而提高竞争力。三棵树作为民族涂料优质企业，走在市场前端，抓住机会扩大品类，进一步巩固龙头地位。

被收购标的业绩增长快，补充公司防水产能布局。根据公告显示，标的大禹防漏17年实现营业收入1.84亿元，18年1-8月实现营收2.42亿元，相比17年全年营收增长31.03%，净利润则由181万元增加到2845万元，增速较高。三棵树本身已经在开展防水业务，公告显示公司已经在安徽省明光市、河北省保定市博野县经济开发区、四川天府新区邛崃产业园区建设基地，其中防水涂料产能2.25万吨，各类防水卷材7900万平米，预计将打入华东、华北、西南市场，收购广州大禹防漏有望弥补公司在华南地区的防水产能缺口，完善防水产能布局。

涂料业务稳中向好，B端继续发力。房地产市场整体需求萎靡，龙头企业增速稳健，公司绑定增速较高的龙头房企，随着防水卷材产能投放，将在工程端为房企提供涂料+防水的双重服务，为工程墙面漆的增长提供新动能。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。

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2.51亿元、3.47亿元，EPS为1.88、2.60元，对应PE分别为19X、14X。继续给予25倍PE，对应目标价47元，维持“买入”评级。

风险提示：收购导致公司现金流减少或负债增加；经营管理整合风险；经营低于预期，业绩承诺无法兑现；原材料价格增加，房地产需求下滑。

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	35.56元
目标价格	47元

基本数据

A股总股本(百万股)	133.13
流通A股股本(百万股)	43.23
A股总市值(百万元)	4,734.06
流通A股市值(百万元)	1,537.32
每股净资产(元)	9.16
资产负债率(%)	55.58
一年内最高/最低(元)	78.49/33.34

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-季报点评:步入高成长通道，工程端继续发力》2018-10-18
- 《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

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	346.67	477.64
增长率(%)	15.71	31.66	42.38	38.36	37.78
EPS(元/股)	1.00	1.32	1.88	2.60	3.59
市盈率(P/E)	35.42	26.90	18.89	13.66	9.91
市净率(P/B)	4.85	4.23	3.60	3.26	2.88
市销率(P/S)	2.43	1.81	1.36	1.02	0.75
EV/EBITDA	40.78	29.92	12.08	8.46	6.23

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	390.27	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	1,687.39	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	2,970.85	3,410.10
短期借款	140.35	90.00	126.91	75.00	197.37
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	906.13	1,506.49	1,754.70
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	915.98	1,517.09	1,765.28
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	100.00	102.18	133.13	133.13	133.13
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	1,320.64	1,511.69
其他	(321.45)	(455.22)	(390.33)	(390.33)	(390.33)
股东权益合计	976.90	1,119.04	1,315.10	1,453.77	1,644.82
负债和股东权益总	1,702.72	2,089.16	2,231.08	2,970.85	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	346.67	477.64
折旧摊销	40.26	46.81	59.31	80.41	102.22
财务费用	4.89	6.82	(8.50)	(14.96)	(20.06)
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	572.29	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	126.91	75.00	197.37
股权融资	343.50	9.28	104.34	14.96	20.06
其他	(128.30)	(131.47)	(240.33)	(334.91)	(361.58)
筹资活动现金流	355.55	(32.19)	(9.08)	(244.95)	(144.15)
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	112.35	114.54

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)	(8.50)	(14.96)	(20.06)
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	311.69	431.83	595.54
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	313.19	433.33	597.04
所得税	35.33	37.87	62.64	86.67	119.41
净利润	133.66	175.97	250.55	346.67	477.64
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	346.67	477.64
每股收益(元)	1.00	1.32	1.88	2.60	3.59

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%	41.00%	38.55%	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%	19.05%	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%	41.06%	51.07%	51.77%
净负债率	20.40%	38.07%	51.74%	35.16%	63.95%
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	1.00	1.32	1.88	2.60	3.59
每股经营现金流	0.43	1.68	2.27	4.30	3.33
每股净资产	7.34	8.41	9.88	10.92	12.36
估值比率					
市盈率	35.42	26.90	18.89	13.66	9.91
市净率	4.85	4.23	3.60	3.26	2.88
EV/EBITDA	40.78	29.92	12.08	8.46	6.23
EV/EBIT	52.99	37.42	14.45	10.09	7.33

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