

证券研究报告—动态报告

建材

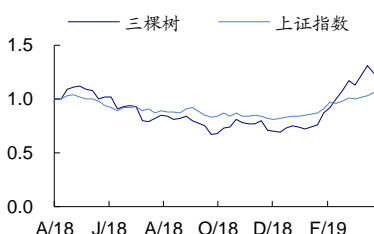
其他建材 II

三棵树(603737)
买入

2018 年年报点评

(维持评级)

2019 年 04 月 26 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)	133/43
总市值/流通(百万元)	8,677/2,818
上证综指/深圳成指	3,202/10,236
12 个月最高/最低(元)	71.80/33.34

相关研究报告:

《三棵树-603737-2018 半年报点评: 工程端迅速放量, 盈利水平稳步提升》——2018-08-17
 《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 年三季度报点评: 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码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@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

业绩持续高增长, 产能扩张+优质赛道助力未来发展

● 收入增长 36.82%, 净利润增长 26.43%, 拟 10 转 4 派 5.1 元

2018 年全年公司实现营业收入 35.84 亿元, 同比增长 36.82%, 实现归母净利润 2.22 亿元, 同比增长 26.43%, 扣非后归母净利润为 1.89 亿, 同增 30%, 并拟 10 转 4 派 5.1 元 (含税), 符合此前业绩快报。公司业绩增长主要受益于经营规模扩大, 涂料销量增长。公司一季度实现营收 6.31 亿, 同比大增 62.22%, 归母净利润-192 万, 全年同期为-780 万, Q1 营收大幅增长和净利润的上升主要由于一方面涂料业务得到增长, 另一方面广州大禹防漏并表。

● 销售规模扩张明显, 盈利能力小幅降低

公司全年销售工程墙面漆、基材与辅材、家装墙面漆 33.53 (+61.28%)、25.44 (+38.17%) 和 10.48 (+14.34%) 万吨, 主要受益于产能规模扩大, 三大业务实现销售 17.59、7.97 和 3.32 亿, 分别增长 54.67%、48.01% 和 12.88%。全年实现毛利率 39.97%, 较上年小幅降低 0.65pct, 主要由于人工成本增加, 净利率实现 6.21%, 较上年降低 0.51pct, 主要由于费用端影响, 其中销售费用率增加 0.02pct 主要出于公司长远发展去年员工增加 759 人至 3899 人, 财务费用率增加 0.59pct, 主要由于保理费用及短期借款利息支出增加。

● 拓展全渠道营销, 完善产业链布局

公司工程涂料方面目前已经与国内 10 强地产商的 8 家签署了战略合作协议, 在地产集中提升的背景下有助于公司的市场份额和影响力的增长; 家装涂料方面报告期内主要致力于引导和优化现有经销商客户, 巩固三四线城市领先地位的同时积极突破一二线城市。截至去年底, 公司“马上住”服务授权网点 872 家, 成交单数为 6.4 万单 (+256%), 新增授权网点 339 家。今年 1 月公司收购大禹防漏 70% 股权, 有助于完善和巩固 B 端业务, 实现产业链协同发展。

● 产能扩张+优质赛道提供广阔发展空间, 继续给予“买入”评级

公司去年完成产能升级, 四川基地涂料产能增加 18.93 万吨至 33 万吨/年, 河南增加 6.9 万吨至 13.9 万吨/年, 预计今年年中安徽 31.5 万吨/年生产线以及防水材料将投产贡献业绩。目前涂料行业集中度低, 环保压力持续, 地产竣工回升预期和二次装修的需求为公司提供广阔发展空间, 预计 19-21 年 EPS 分别为 2.38/3.23/4.35 元/股, 对应 PE 为 27.2/20.0/14.9x, 继续给予“买入”评级。

● 风险提示: 渠道扩张不及预期; 房地产竣工不及预期;
盈利预测和财务指标

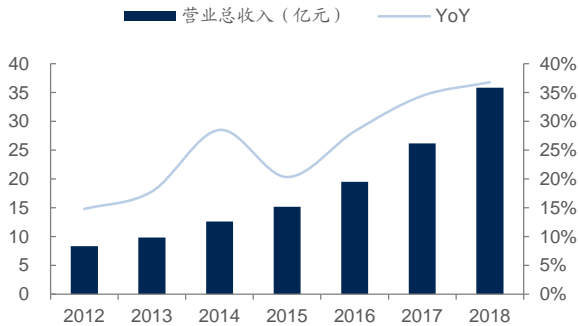
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,619	3,584	4,902	6,507	8,531
(+/-%)	34.5%	36.8%	36.8%	32.8%	31.1%
净利润(百万元)	176	222	317	430	579
(+/-%)	31.7%	26.4%	42.5%	35.7%	34.5%
摊薄每股收益(元)	1.72	1.67	2.38	3.23	4.35
EBIT Margin	7.5%	10.5%	11.2%	11.0%	11.2%
净资产收益率(ROE)	15.7%	16.7%	20.4%	23.1%	25.6%
市盈率(PE)	37.6	38.8	27.2	20.0	14.9
EV/EBITDA	31.2	23.8	17.3	14.1	11.4
市净率(PB)	5.92	6.46	5.54	4.64	3.81

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

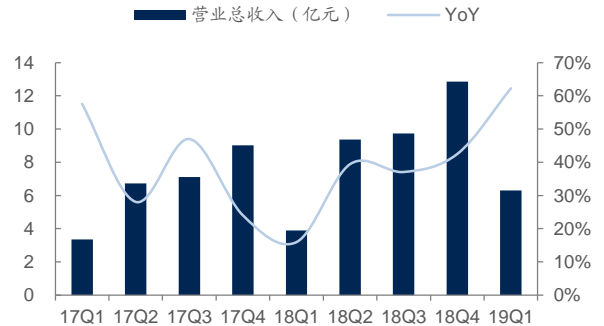
业绩持续高增长，四季度受人员增长影响增速。2018 年全年公司实现营业收入 35.84 亿元，同比增长 36.82%，实现归母净利润 2.22 亿元，同比增长 26.43%，扣非后归母净利润为 1.89 亿，同增 30%，并拟 10 转 4 派 5.1 元（含税），符合此前业绩快报。公司业绩增长主要受益于经营规模扩大，涂料销量增长。公司一季度实现营收 6.31 亿，同比大增 62.22%，归母净利润-192 万，全年同期为-780 万，Q1 营收大幅增长和净利润的上升主要由于一方面涂料业务得到增长，另一方面广州大禹防漏并表。

图 1：三棵树营业收入及增速



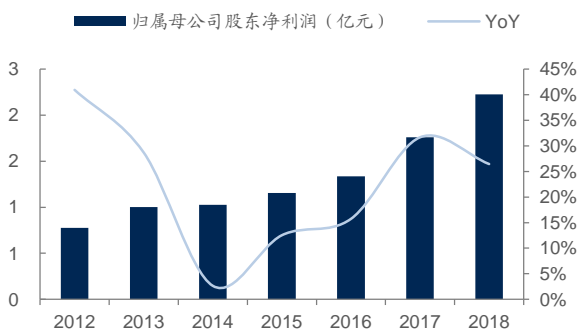
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：三棵树单季度营业收入及增速



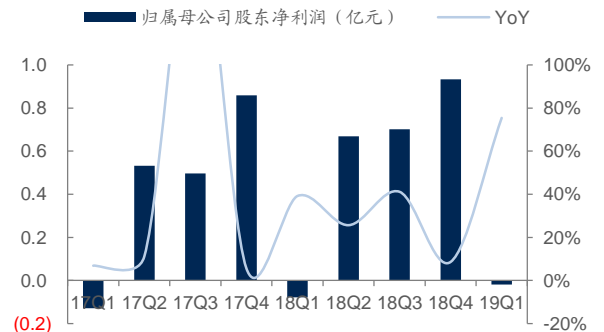
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：三棵树归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

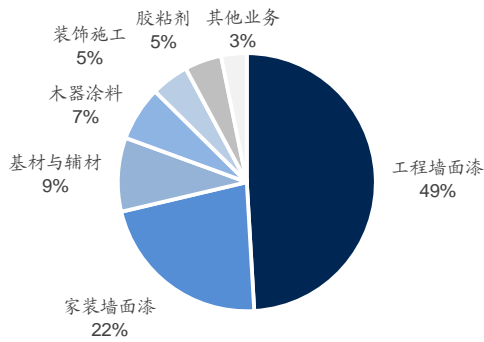
图 4：三棵树单季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理（17Q3 为 173.1%）

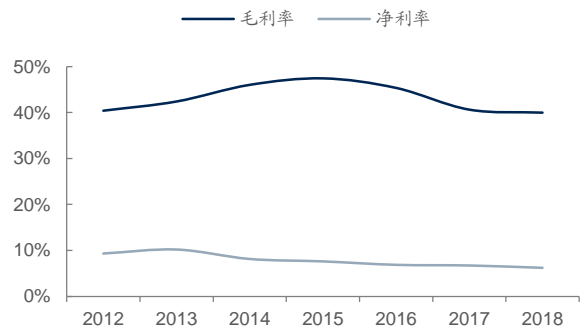
销售规模扩张明显，盈利能力小幅降低。公司全年销售工程墙面漆、基材与辅材、家装墙面漆 33.53 (+61.28%)、25.44 (+38.17%) 和 10.48 (+14.34%) 万吨，主要受益于产能规模扩大，三大业务实现销售 17.59、7.97 和 3.32 亿，分别增长 54.67%、48.01% 和 12.88%。全年实现毛利率 39.97%，较上年小幅降低 0.65pct，主要由于人工成本增加，净利率实现 6.21%，较上年降低 0.51pct，主要由于费用端影响，其中销售费用率增加 0.02pct 主要出于公司长远发展去年员工增加 759 人至 3899 人，财务费用率增加 0.59pct，主要由于保理费用及短期借款利息支出增加。

图 5：三棵树主要业务构成



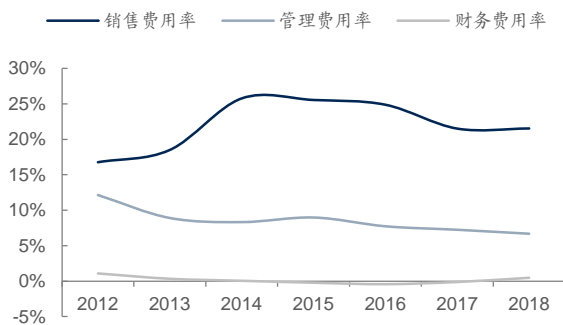
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：三棵树毛利率和净利率



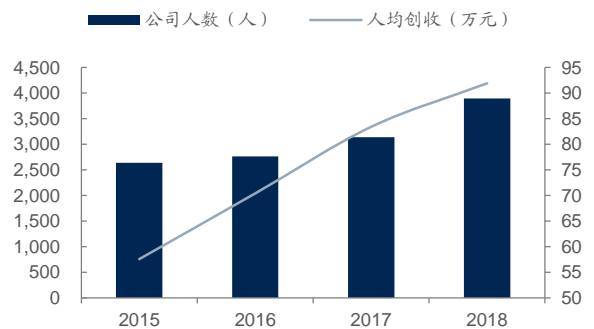
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：三棵树三项费用率情况（不含研发费用）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：三棵树 2018 年人员增长明显



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

拓展全渠道营销，完善产业链布局。公司工程涂料方面目前已经与国内 10 强地产商的 8 家签署了战略合作协议，在地产集中提升的背景下有助于公司的市场份额和影响力的增长；家装涂料方面报告期内主要致力于引导和优化现有经销商客户，巩固三四线城市领先地位的同时积极突破一二线城市。截至去年底，公司“马上住”服务授权网点 872 家，成交单数为 6.4 万单（+256%），新增授权网点 339 家。今年 1 月公司收购大禹防漏 70% 股权，有助于完善和巩固 B 端业务，实现产业链协同发展。

投资建议：产能扩张+优质赛道提供广阔发展空间，继续给予“买入”评级。公司去年完成产能升级，四川基地涂料产能增加 18.93 万吨至 33 万吨/年，河南增加 6.9 万吨至 13.9 万吨/年，预计今年年中安徽 31.5 万吨/年生产线以及防水材料将投产贡献业绩。目前涂料行业集中度低，环保压力持续，地产竣工回升预期和二次装修的需求为公司提供广阔发展空间，预计 19-21 年 EPS 分别为 2.38/3.23/4.35 元/股，对应 PE 为 27.2/20.0/14.9x，继续给予“买入”评级。

表 1：公司产能及开工情况

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	预计完工时间
三棵树股份	墙面涂料 21.6 万吨/年	95	
	木器涂料 3 万吨/年	43	
	胶粘剂 2.5 万吨/年	14	
天津三棵树	墙面涂料 5 万吨/年	83	
河南三棵树	墙面涂料 13.9 万吨/年	78	
	包装罐 300 万个/年	74	
四川三棵树	墙面涂料 13.9 万吨/年	29	

表 1: 公司产能及开工情况

	木器涂料 3.14 吨/年	-	
	腻子粉 9 万吨/年	11	
	胶黏剂 1.5 万吨/年	111	
	包装罐 1200 万个/年	31	
三江包装	包装罐 1674.06 万个/年	79	
	墙面涂料 13.9 万吨/年	-	
	腻子粉 9 万吨/年	-	
安徽三棵树	胶黏剂及界面剂 4.25 万吨/年	-	2019 年年中
	防水涂料 0.75 万吨/年	-	
	防水卷材 2700 万平米/年	-	
	包装罐 1500 万个/年	-	

资料来源: 公司公告、国信证券经纪研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1010	1189	1330	2430	营业收入	4570	5419	6362	7463
应收款项	335	668	784	920	营业成本	2432	2824	3296	3806
存货净额	651	716	836	969	营业税金及附加	47	56	64	75
其他流动资产	854	217	254	299	销售费用	625	738	865	1014
流动资产合计	2850	2790	3205	4618	管理费用	216	255	297	344
固定资产	1113	1132	1083	1028	财务费用	(15)	(11)	(12)	(18)
无形资产及其他	272	262	252	242	投资收益	12	0	0	0
投资性房地产	63	63	63	63	资产减值及公允价值变动	(9)	0	0	0
长期股权投资	317	351	386	420	其他收入	(102)	(100)	(100)	(100)
资产总计	4614	4598	4988	6371	营业利润	1165	1457	1754	2142
短期借款及交易性金融负债	0	30	30	30	营业外净收支	(0)	0	0	0
应付款项	271	236	276	320	利润总额	1165	1457	1754	2142
其他流动负债	659	414	484	562	所得税费用	186	232	280	342
流动负债合计	930	680	790	912	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	978	1224	1473	1799
其他长期负债	27	28	29	30					
长期负债合计	27	28	29	30	现金流量表 (百万元)				
负债合计	957	709	819	942	净利润	978	1224	1473	1799
少数股东权益	13	13	14	14	资产减值准备	4	2	(0)	(0)
股东权益	3644	3876	4155	5415	折旧摊销	93	109	123	128
负债和股东权益总计	4614	4598	4988	6371	公允价值变动损失	9	0	0	0
					财务费用	(15)	(11)	(12)	(18)
					营运资本变动	(509)	(37)	(164)	(190)
					其它	(3)	(2)	1	1
关键财务与估值指标					经营活动现金流	572	1296	1432	1738
每股收益	0.75	0.93	1.12	1.37	资本开支	(201)	(121)	(63)	(63)
每股红利	0.46	0.76	0.91	0.41	其它投资现金流	0	0	0	0
每股净资产	2.78	2.96	3.17	4.13	投资活动现金流	(440)	(156)	(98)	(98)
ROIC	33%	39%	45%	53%	权益性融资	0	0	0	0
ROE	27%	32%	35%	33%	负债净变化	0	0	0	0
毛利率	47%	48%	48%	49%	支付股利、利息	(605)	(992)	(1194)	(540)
EBIT Margin	27%	29%	29%	30%	其它融资现金流	659	30	0	0
EBITDA Margin	29%	31%	31%	32%	融资活动现金流	(551)	(962)	(1194)	(540)
收入增长	17%	19%	17%	17%	现金净变动	(420)	179	141	1101
净利润增长率	19%	25%	20%	22%	货币资金的期初余额	1430	1010	1189	1330
资产负债率	21%	16%	17%	15%	货币资金的期末余额	1010	1189	1330	2430
息率	2.3%	3.8%	4.5%	2.0%	企业自由现金流	432	1251	1444	1744
P/E	27.0	21.6	17.9	14.7	权益自由现金流	1091	1290	1454	1760
P/B	7.3	6.8	6.4	4.9					
EV/EBITDA	20.4	16.4	13.9	11.6					

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