三棵树(603737.SH)/建筑材料 “三生万物”树民族涂料标杆，深耕墙面漆望再塑行业格局

评级：增持

市场价格：66.11

分析师：张琰
执业证书编号：S0740518010001
电话：021-20315169
Email：zhangyan@r.qlzq.com.cn

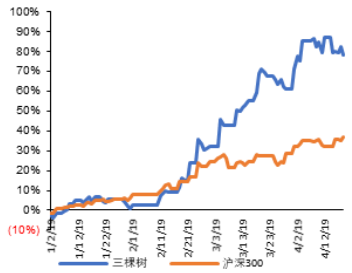
研究助理：孙颖
电话：021-20315782
Email：sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理：祝仲宽

基本状况

总股本(亿股)	1.33
流通股本(亿股)	0.43
市价(元)	66.11
市值(亿元)	88.01
流通市值(亿元)	28.58

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,619	3,584	4,714	6,322	8,496
增长率 yoy%	34.45%	36.82%	31.53%	34.10%	34.39%
净利润（百万元）	176	222	291	406	568
增长率 yoy%	31.66%	26.43%	30.84%	39.52%	39.87%
每股收益（元）	1.32	1.67	2.19	3.05	4.27
每股现金流量	1.68	2.00	0.23	5.87	0.57
净资产收益率	15.73%	16.66%	15.59%	17.87%	20.00%
P/E	50.01	39.56	30.23	21.67	15.49
PEG	1.56	1.08	1.02	0.67	0.42
P/B	7.86	6.59	4.72	3.87	3.10
备注：					

投资要点

- **民族品牌崛起，墙面漆细分领域拍浪弄潮。**三棵树主要从事**墙面涂料**、木器涂料以及胶粘剂的研发、生产和销售。2018 年实现营收 35.8 亿元，同比增长 36.8%，实现净利润 2.22 亿元，同比增长 26.4%。**工程和家装墙面漆**是公司的主要产品，18 年营收占比为 74%。受益于房地产开发投资的快速发展、地厂商集中度的不断提升以及公司渠道的快速扩张，**公司工程墙面涂料发展迅速，2011 至 2018 年营收 CAGR 为 50%。**公司的家装墙面漆**主打三四线城市**，在三四线地产去库存的推动下，此业务在 14、16 和 17 年的增速均在 30%左右，18 年有所回落，增速为 9.5%。
- **涂料行业大而分散，重涂市场空间广阔，中长期需求稳中有升。1）涂料行业市场超 3000 亿，建筑涂料占比超过 1/3。根据国家统计局和中国涂料工业协会的统计，18 年 1336 家规模以上企业产量达 1760 万吨，同比增长 5.9%，1998 家规模以上工业企业主营业务收入总额达 3265 亿元，同比增长 6.5%。**其中，2016-2017 年国内建筑涂料产量分别为 639、680 万吨，占涂料总产量的比例均在 33.5%左右。**2）国内墙面涂料重涂市场空间广阔，中长期需求稳中有增。**根据发达国家以及主要企业经验，涂料的重涂市场占比超过 70%，而我国的占比仅约 40%左右，仍有较大提升空间。
- **涂料行业竞争呈现阶梯化，龙头企业集中度有望逐步提升。在家装涂料领域，立邦为绝对龙头；工程领域三棵树有望逐步赶超。**我国家装涂料领域中销售规模最大的是两个外资品牌立邦和多乐士，2017 年销售收入分别为 105 和 49 亿元，市占率分别为 26%和 12%，合计占比接近 40%。三棵树销售规模为 10 亿元左右，市占率仅为 2.4%。**目前来看，三棵树与行业前两名体量相差较大，随着公司在三四线渠道铺设完成以及积极进军一二线城市，公司拥有的渠道和产品性价比优势将助力市占率持续提升。**在工程涂料领域，龙头是立邦，17 年销售额为 30 亿元，市占率为 20%，三棵树紧随其后，17 年销售额为 13 亿元，市占率为 9%。**凭借三棵树在工程领域多年积累和具有冲击力的经营策略有望逐步追赶上立邦。**
- **公司工程渠道布局完善，逐步进入收获期；家装渠道由“三四线”逐步转向“一二线”。工程端：**公司在工程直销领域市占率和开发商首选率均为行业第二，且趋势向上。**另外，公司在大地产商合作数量和单个地产商收入规模上均有所突破。**2017 年 3 月公司与广州恒大签订五年 20 亿元的历史最大涂料采购订单。截至 2017 年末，公司与国内 10 强地产中的 8 家、50 强地产中的 31 家、100 强地产中的 47 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系。**家装端：**公司在发展前期避开与竞争力强劲的国际品牌在一、二线城市的正面竞争，以三、四线为切入点，“农村包围城市”，逐步向一、二线城市渗透发展。
- **产能扩张确保收入稳步增长，未来降费有望致盈利能力提升。**截止 18 年年底，公司在产墙面漆产能达到 73.5 万吨，同比增长 54.1%，新增产能有效缓解了原有产线的生产压力，17 和 18 的产能利用率分别为 68%和 61%。**公司前期投入大量人力和费用进行销售渠道的铺设，目前将逐步进入收获**

期，后续降费或成主旋律，在毛利率基本稳定的情况下，销售和管理费用率的降低将促进盈利能力稳步提升。

- 我们预计公司 19 和 20 年的盈利分别为 2.91 和 4.06 亿，PE 为 30 和 22 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：行业需求增长不及预期；落后产能淘汰不及预期；下游地产商客户订单大幅减少，新地产客户拓展不及预期；工程端应收账款风险；家装领域一二线市场拓展不及预期；原材料成本大幅上升。

内容目录

新兴崛起的民族涂料品牌—三棵树 - 6 -
建筑涂料民族品牌，营收和净利快速增长，股权结构稳定 - 6 -
涂料市场天地广阔，品质要求促集中度提升 - 9 -
涂料行业市场超 3000 亿，建筑涂料占比超过 1/3 - 9 -
国内建筑涂料重涂市场空间广阔，中长期需求稳中有增 - 10 -
涂料行业竞争呈现阶梯化，龙头企业集中度有望逐步提升 - 12 -
三棵树：民族品牌崛起，墙面漆领域拍浪弄潮 - 15 -
墙面漆占比逐年提升，工程墙面漆收入持续高增，家装墙面漆稳健增长 - 15 -
成本稳中有降驱动产品价格下行，中长期品牌溢价有望凸显 - 18 -
费用投入将逐步转化为营收回报，未来降费或成主旋律 - 19 -
产能扩张提高自供比率，完善布局提高响应能力 - 21 -
注重科技研发，加大投资力度 - 23 -
工程和家装渠道布局成效明显 - 23 -
经销渠道为主要模式，毛利率逐步稳定 - 23 -
直销业务全国领先，核心绑定大客户，收入占比逐步提升 - 25 -
登陆天猫商场，品牌宣传和市场开拓并举，“马上住”服务提高客户粘性 - 27 -
投资建议和风险提示 - 29 -
投资建议 - 29 -
风险提示 - 30 -

图表目录

图表 1：公司主营产品种类及面向客户 - 6 -
图表 2：三棵树 2018 年营收增速为 36.8% - 6 -
图表 3：三棵树 2018 年净利增速为 26.1 % - 6 -
图表 4：公司主要产品（墙面涂料和木器漆）及其特性 - 7 -
图表 5：2018 年墙面漆营收占比为 74% - 8 -
图表 6：2011~2018 工程墙面漆营收快速提升 - 8 -
图表 7：2011~2018 公司各产品营收增速 - 8 -
图表 8：2011~2018 公司各产品毛利率 - 8 -
图表 9：2019 年一季报股权结构情况 - 8 -
图表 10：涂料行业分类 - 9 -
图表 11：2018 年规模以上企业涂料产量为 1760 万吨 - 9 -
图表 12：18 年规模以上企业涂料营收为 3265 亿元 - 10 -
图表 13：建筑涂料上下游关系 - 10 -
图表 14：我国建筑涂料重涂占比逐年提升，但仍有较大提升空间 - 11 -
图表 15：稳态期中国墙面涂料市场规模测算 - 11 -
图表 16：2015 年中国涂料企业营收分布 - 12 -
图表 17：我国涂料行业整体利润率情况 - 12 -
图表 18：2015 年中国前十大涂料企业和三棵树营收（亿） - 12 -
图表 19：2015 年涂料行业 CR10 占比 - 12 -
图表 20：我国涂料行业目前竞争格局呈梯队化 - 13 -
图表 21：2017 年我国家装涂料市场排名 - 13 -
图表 22：2017 年我国工程涂料市场排名 - 13 -
图表 23：国内主要品牌天猫商城底漆产品单价和月销量 - 14 -
图表 24：近年来行业相关政策 - 14 -
图表 25：墙面漆占比逐年提升，18 年达到 74% - 15 -
图表 26：新开工和竣工面积增速的剪刀差持续增大 - 16 -
图表 27：期房销售和现房销售增速背离 - 16 -
图表 28：期房销售占比提升明显 - 16 -
图表 29：三棵树工程墙面漆营收及增速 - 16 -
图表 30：三棵树工程漆营收增速高于竣工面积增速 - 16 -
图表 31：家装墙面漆营收和增速 - 17 -
图表 32：商品房销售领先家装墙面漆销售 - 17 -
图表 33：华东、华南和华中营收较高 - 17 -
图表 34：分大区总营业收入增速 - 17 -
图表 35：自产工程漆成本构成明细 - 18 -
图表 36：家装墙面漆成本构成明细 - 18 -
图表 37：自产工程漆均价和成本均处于下行通道 - 18 -
图表 38：工程墙面漆销量 15 和 16 年大幅增长 - 18 -
图表 39：自产工程漆单价、成本和毛利率 - 19 -
图表 40：家装墙面漆单价、成本和毛利率 - 19 -
图表 41：三棵树三项费用率 - 19 -
图表 42：三棵树销售费用 - 19 -
图表 43：三棵树管理费用 - 19 -

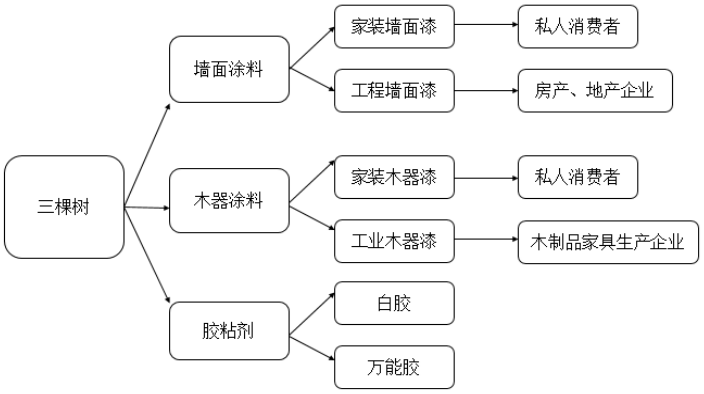
图表 44：三棵树财务费用 - 19 -
图表 45：三棵树销售费用明细 - 20 -
图表 46：三棵树销售人员工资总支出 - 20 -
图表 47：三棵树销售人员数量持续增长 - 20 -
图表 48：三棵树销售人均工资快速上涨后逐步平稳 - 21 -
图表 49：三棵树广告宣传费用 - 21 -
图表 50：2013~2016OEM 代产工程漆销量 - 22 -
图表 51：2013~2016OEM 代产工程漆销售收入 - 22 -
图表 52：OEM 代产工程漆营收在总工程漆营收占比 - 22 -
图表 53：自产、OEM 和总体工程漆毛利率 - 22 -
图表 54：自产、OEM 和总体工程漆单价、成本和毛利率 - 22 -
图表 55：公司产能近 2 年大幅扩张，产能压力缓解 - 22 -
图表 56：公司生产线明细（截止 2018 年年底） - 22 -
图表 57：三棵树研发投入 - 23 -
图表 58：三棵树研发费用占比 - 23 -
图表 59：三棵树和美涂士研发投入对比 - 23 -
图表 60：主要企业研发投入占比对比 - 23 -
图表 61：经销渠道为主要模式，收入占比略降低 - 24 -
图表 62：经销渠道毛利率稳定，直销毛利率逐年上升 - 24 -
图表 63：经销渠道营收近年保持较高增长 - 24 -
图表 64：经销毛利率及收入占比 - 24 -
图表 65：三棵树经销商数量变化 - 24 -
图表 66：家装漆专卖店数量前十大省份 - 24 -
图表 67：新加盟工程漆经销商毛利率水平 - 25 -
图表 68：三棵树品牌全国统一标准专卖店 - 25 -
图表 69：直销营收和增速 - 26 -
图表 70：直销毛利率和收入占比 - 26 -
图表 71：公司主要合作地产品牌 - 26 -
图表 72：近年来中国房地产开发企业 500 强首选涂料品种 - 27 -
图表 73：公司 2017 年以来与地产商战略合作情况 - 27 -
图表 74：三棵树向恒大集团销售金额（万元） - 27 -
图表 75：各主要涂料品牌销售情况 - 28 -
图表 76：各品牌天猫商城月销量前三产品单价和月销量 - 28 -
图表 77："马上住"服务流程概览 - 29 -
图表 78：三棵树财务报表 - 31 -

新兴崛起的民族涂料品牌—三棵树

建筑涂料民族品牌，营收和净利快速增长，股权结构稳定

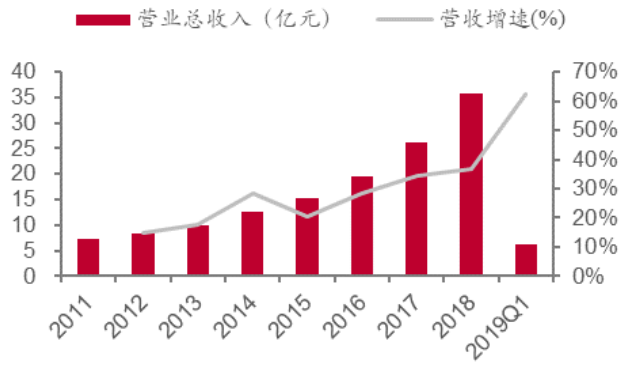
- 三棵树涂料股份有限公司成立于 2007 年，总部位于福建省莆田市，主要从事**墙面涂料（工程和家装）、木器涂料**以及**胶粘剂**的研发、生产和销售。**2018 年公司实现营收 35.8 亿元，同比增长 36.8%，实现净利润 2.22 亿元，同比增长 26.4%。**2011 至 2018 年，公司营收 CAGR 为 25.6%，净利润 CAGR 为 22.1%。
- **墙面涂料（工程和家装墙面漆）是公司旗下的核心产品线，18 年墙面涂料销售收入占比高达 74%。**2011 至 2018 年，受益于房地产开发投资的快速发展以及地厂商集中度的不断提升，公司的**工程墙面涂料**发展迅速，**营收 CAGR 为 50.0%。**公司的家装墙面漆主打三四线城市，在三四线地产去库存的推动下，此业务在 14、16 和 17 年的增速均在 30%左右，2018 有所回落，增速为 9.5%。

图表 1：公司主营产品种类及面向客户



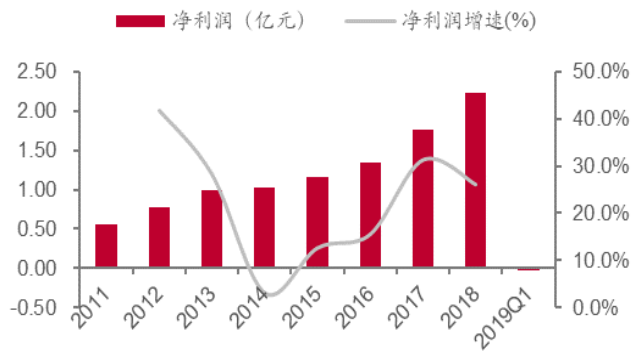
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：三棵树 2018 年营收增速为 36.8%



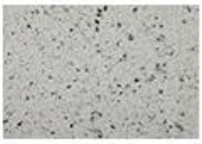
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3：三棵树 2018 年净利增速为 26.1 %



来源：公司公告、中泰证券研究所

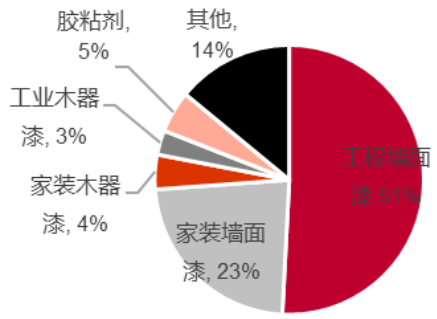
图表4：公司主要产品（墙面涂料和木器漆）及其特性

墙面涂料	工程漆	砖石漆（多彩漆）	真石漆	质感漆	岩片漆
					
		耗漆量1~3.33平米/公斤	耗漆量0.2~0.25平米/公斤	耗漆量0.25~0.71平米/公斤	
		与传统石材相比可降低建筑负重90%，不存在脱落风险，性价比高，可减少造价70%	与传统石材相比可减少建筑负重近70%，不存在脱落风险，性价比高，造价只有石材的10－20%	与传统石材相比可减少建筑负重近60%，不存在脱落风险，性价比高，造价只有石材的10－20%	轻质，可减少建筑负重近80%，不存在脱落风险，性价比高，造价只有石材的5－20%。
	家装漆				
木器漆					

来源：公司公告、中泰证券研究所

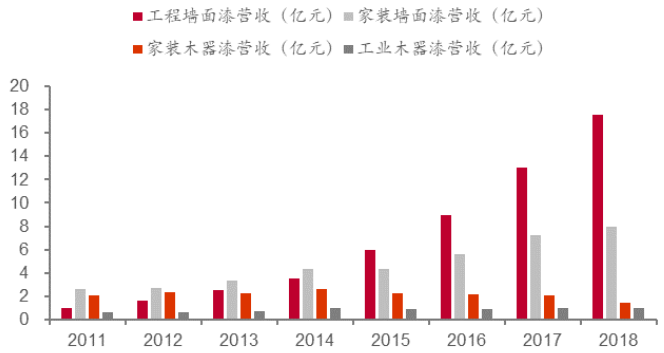
- **公司主营产品盈利能力强劲：**2018年公司综合毛利率为40.39%，连续7年保持40%以上。其中，家装墙面漆拥有最高的毛利率，为56.73%，连续5年保持56%以上；工程墙面漆毛利率为40.43%，同比略下降0.05%，仍然保持高位。

图表 5：2018 年墙面漆营收占比为 74%



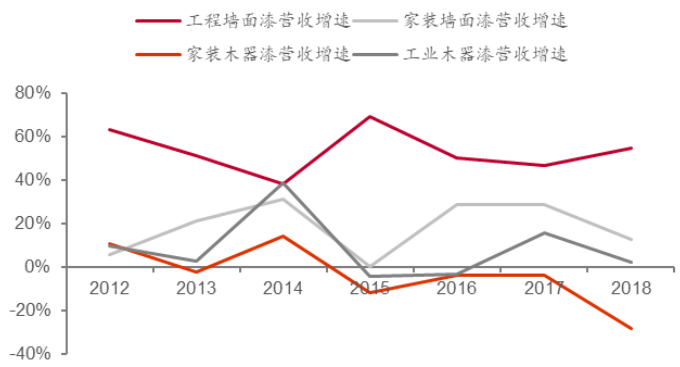
来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 6：2011~2018 工程墙面漆营收快速提升



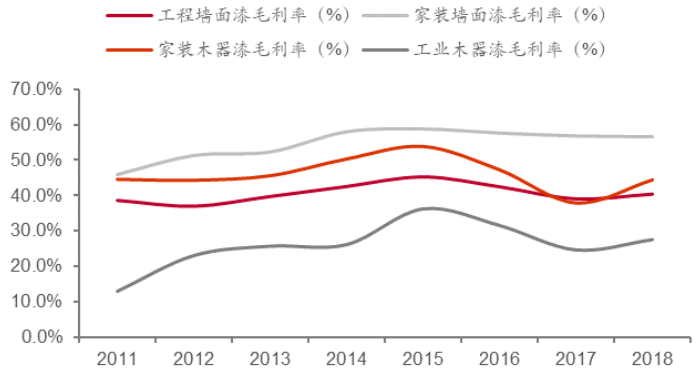
来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 7：2011~2018 公司各产品营收增速



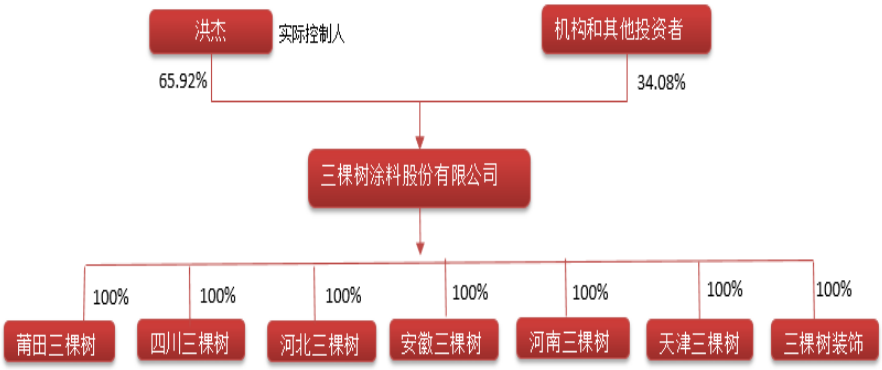
来源：中泰证券研究所，公司公告（18 年数据统计口径重新调整）

图表 8：2011~2018 公司各产品毛利率



来源：中泰证券研究所，公司公告

图表 9：2019 年一季报股权结构情况



来源：公司公告、中泰证券研究所

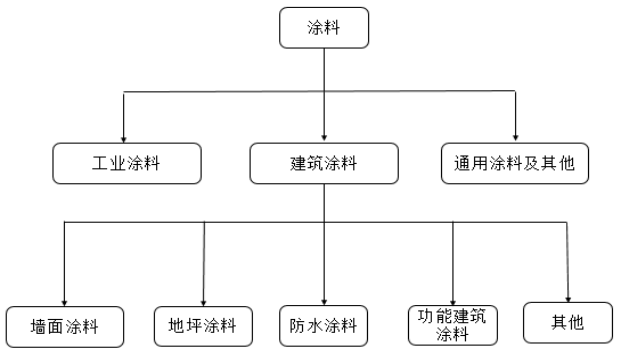
- **实际控制人持股比例较高，公司管控能力强：**截止 2019 年一季报，洪杰先生持有公司 8775.8 万股，占总股本比例为 65.92%（质押股本占公司总股本比例为 23.79%）。**公司高薪聘请具有丰富营销经验和专业能力的人才进入高管团队，保证上层营销战略的高效制定。**公司副总经理林德殿先生 2008 年加入三棵树，之前曾任冠福家用北京公司总经理，雅客（中国）营销总监，具有丰富的营销从业经验和专业素养。

涂料市场天地广阔，品质要求促集中度提升

涂料行业市场超 3000 亿，建筑涂料占比超过 1/3

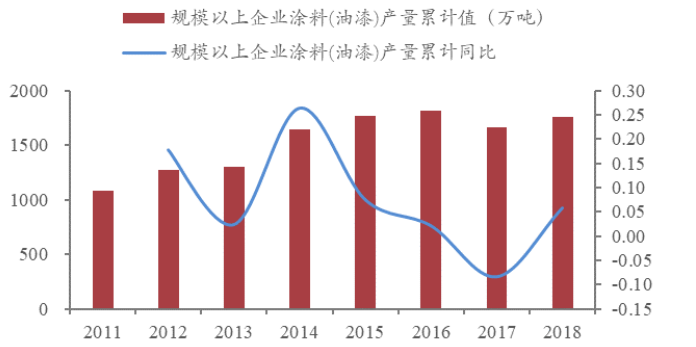
- 进入 21 世纪以来，全球涂料行业的发展呈现出**“增长—衰退—复苏”**的周期进程。从 2002 到 2007 年，全球涂料工业的产量年增长率约为 5%，收入年增长率约为 7%，保持了较为稳定的增长。2008 全球金融危机带来了 2 年的市场低迷之后，2010 年全球涂料市场进入平稳发展时期。2011 年之后，北美和欧洲涂料市场逐步摆脱建筑市场下跌的负面影响，呈现复苏趋势，环境友好型涂料的快速增长是带动全球涂料市场增长的主要因素之一。**根据世界油漆与涂料工业协会（WPCIA）统计，2014 至 2018 年，世界涂料产值年复合增长率均约保持在 5%以上。**
- 从地区分布来看，**亚太、欧洲和北美**是全球涂料行业的领先地区，目前全球涂料前十大企业均出自这三个地区。2013 至 2015 年亚太地区涂料产量分别占到全球的 48%、47%和 42%，居于首位。近年来中国涂料产业约占亚太地区涂料产量的 57%，**占世界涂料产量比例约为 28.5%。**
- 根据国家统计局和中国涂料工业协会的统计，**2018 年，1336 家规模以上企业产量达 1759.79 万吨，同比增长 5.9%，1998 家规模以上工业企业主营业务收入总额达 3264.8 亿元，同比增长 6.5%。**
- 根据下游应用不同，涂料行业分为**建筑涂料、通用工业涂料、船舶和防护涂料、汽车制造涂料等，其中最大的两个细分领域为建筑涂料和通用工业涂料，各自占比约 42%、29%，**船舶、汽车、包装、飞机等领域的规模总量约为 29%。**据国家统计局数据，2016-2017 年国内建筑涂料产量分别为 639、680 万吨，占涂料总产量的比例均在 33.5%左右。**
- 建筑涂料行业的上游主要是石油和精细化工行业，下游一类是大型房地产开发商和建筑工程公司，另一类是私人家装消费者。建筑涂料根据用途不同分为**墙面**、地坪、防水和功能建筑涂料等。

图表 10：涂料行业分类



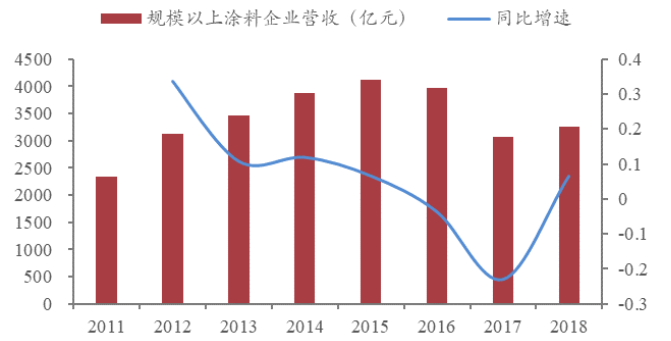
来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

图表 11：2018 年规模以上企业涂料产量为 1760 万吨



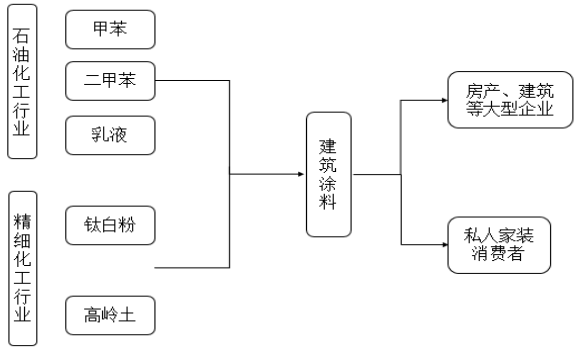
来源：中国涂料工业协会、中泰证券研究所

图表 12：18 年规模以上企业涂料营收为 3265 亿元



来源：中国涂料工业协会、中泰证券研究所

图表 13：建筑涂料上下游关系

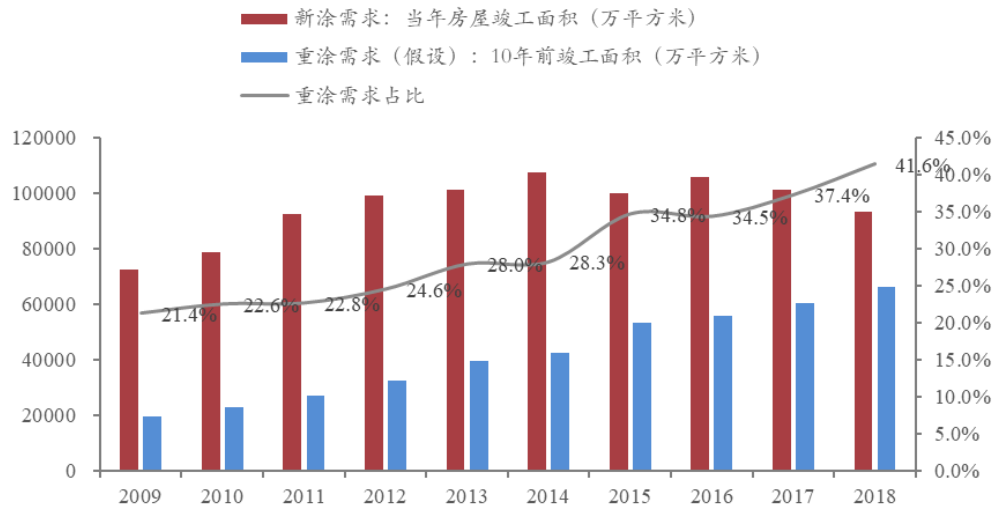


来源：中国涂料工业协会、中泰证券研究所

国内建筑涂料重涂市场空间广阔，中长期需求稳中有增

- **工程涂料成长性较强，技术壁垒较高。**与市场一般认知不同的是，工程墙面涂料行业具有较为可观的成长性。我国建筑外墙装饰长期以来以贴面砖、幕墙等为主，而建筑涂料在建筑外墙装饰中的应用率很低，到 2015 年占比还不到 10%，与发达国家差距很大。此外工程墙面涂料行业本身也在不断地发生技术进步。如今的外墙涂料技术，**已经能够同时实现美观的艺术功能以及保温防腐蚀等实用功能，**如三棵树当前工装主推的真石漆、多彩石漆系列，不仅能够在外观上高度仿真花岗岩（如果现场参观过实物很难分辨），且在环保、耐紫外线耐水耐酸等功能上很好地满足现代住宅的要求。工程墙面涂料的客户在技术、服务、质量等各方面都会对提供商有要求，所以工程墙面涂料的壁垒会比普通的建筑工程业务要高很多。
- **家装涂料重品牌和服务。家装墙面涂料拥有如下几个重要产品特性：1）消费频次较低**（通常 8-10 年重涂一次，如遇二手房交易或者租房可能间隔会缩短）；**2）半成品属性：**由于涂料购买完需要施工，客户购买涂料的行为会受施工队和油漆师傅的影响，此服务体系能够带来较高的价值增量；**3）总价不高，品牌力愈加重要：**随着人们对于居家环境越来越高的要求以及健康意识的觉醒，加之涂料整体价格并不高，主打环保、健康的品牌涂料的认可度逐步提高。
- **我国重涂市场仍有较大提升空间。**2015 年美国建筑涂料市场规模约 114 亿美元，建筑涂料产量约 354 万吨。**包含住宅和非住宅在内的新涂市场占比 17%，重涂占比 83%。其中，单住宅市场中，重涂占比更高，达到 86%；重涂的终端客户中 39%是承包商，61%是 DIY。**从企业层面看，PPG 和宣伟下游二次装修占比分别为 75%和 70%。从发达国家经验来看，未来涂料市场整体的使用场景将主要是重涂市场。我国的重涂和新涂需求的比重目前没有权威的统计数据，我们假设墙面涂料大约每 10 年需要重涂，因此我们假设 10 年前的竣工面积与当年的竣工面积比例为当年重涂与新涂需求的比例（如 2018 年的重涂与新涂比例为 2008 年的竣工面积与 2018 年的竣工面积之比）。随着中国房地产市场的逐步放缓，我国建筑涂料重涂需求的占比在逐渐提高，由 09 年的 21.4%上升到 18 年的 41.6%。与海外高达 70-80%左右的重涂需求占比而言，我国重涂需求占比仍有较大提升空间。

图表 14：我国建筑涂料重涂占比逐年提升，但仍有较大提升空间



来源：wind、中泰证券研究所

- **墙面涂料行业的市场规模中长期看稳中有升。**依靠庞大的存量房市场的更新需求，哪怕将来新增房屋面积减少，行业的需求能保持平稳。我们假设中国长期稳态城镇化率达到 70%，按照人均住宅面积 30 平米计算，**则存量城镇住宅面积大约在 300 亿平。按照每 10 年重涂的刷新周期看，每年约有 30 亿平米重涂需求。按照每平米对应 3 平米内墙涂刷面积与 3 平米外墙涂刷面积，且内墙和外墙的出厂价分别为 5 元/平和 4 元/平计算（根据调研情况进行假设），对应市场规模合计为约 800 亿元（出厂价统计口径）。中长期看，墙面涂料市场是一个规模可观且稳定性较强的行业。另外，由于人们对生活品质和环保的不懈追求，愿意为更环保和健康的家装付出更高的溢价，因而驱动产品的不断更新换代升级和价格的提升。**

图表 15：稳态期中国墙面涂料市场规模测算

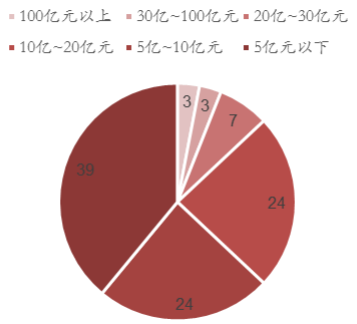
项目	数据
中国总人口（亿）	14
预期城镇化率	70%
预期城镇人口（亿）	9.8
人均存量房面积（平米）	30
城镇存量住宅面积（亿平）	294
每年重涂面积（亿平）	294*10%=29.4
内墙涂料面积（亿平）	29.4*3=88
外墙涂料面积（亿平）	29.4*3=88
每平米内墙涂料均价（元）	5
每平米外墙涂料均价（元）	4
内墙涂料市场规模（亿元）	440
外墙涂料市场规模（亿元）	352
墙面涂料市场规模（亿元）	792
折合每100平房屋使用涂料金额（元）	1500（内墙）+1200（外墙）

来源：wind、中泰证券研究所

涂料行业竞争呈现阶梯化，龙头企业集中度有望逐步提升

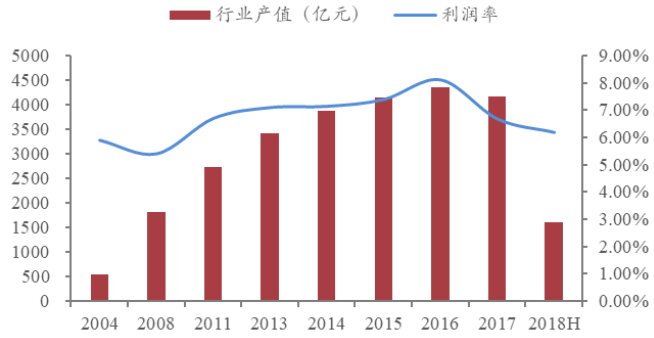
- **参与者众多，行业集中度较低。**我国建筑涂料及木器漆市场参与者众多，企业数量约 2000 家左右，根据全行业 4000+亿元的行业产值计算，平均每家企业收入规模仅约 2 亿元。据统计，2015 年中国涂料 100 强中，营收 100 亿以上有三家企业，20 亿至 100 亿有 10 家企业，5 亿至 20 亿有 48 家企业，5 亿以下有 39 家企业。**长期以来，行业的利润率水平维持在 6~7%之间。据涂界发布的报告，2015 年我国涂料行业前 10 强企业销售收入为 573.06 亿元，CR10 为 13.69%；前 100 强企业销售收入为 1299.69 亿元，CR100 为 31.06%。**前三名立邦，阿克苏诺贝尔和庞贝捷市占率分别为 3.47%，2.78%和 2.42%，均小于 4%，**而美国涂料市场 2016 年 CR10 高达 74%，**与之相比，国内市场龙头企业的市场集中度水平低，中小涂料企业数量众多，行业龙头市场占有率提升空间广阔。

图表 16：2015 年中国涂料企业营收分布



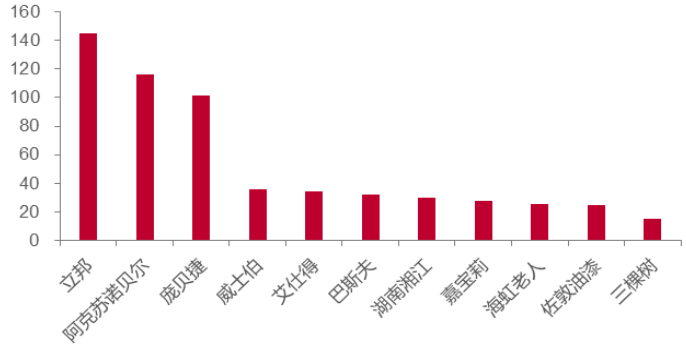
来源：中国涂料工业协会、中泰证券研究所

图表 17：我国涂料行业整体利润率情况



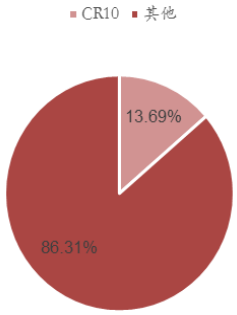
来源：中国涂料工业协会、中泰证券研究所

图表 18:2015 年中国前十大涂料企业和三棵树营收(亿)



来源：中国涂料工业协会、中泰证券研究所

图表 19：2015 年涂料行业 CR10 占比



来源：中国涂料工业协会、中泰证券研究所

- **我国涂料行业目前竞争格局呈梯队化，第一梯队**主要由跨国大型涂料集团构成，如**立邦**、**阿克苏诺贝尔**旗下涂料品牌**多乐士**等，该类企业有较长的本土化发展历史、深厚的技术储备和资金实力，对涂料行业产品可进行全线覆盖；**第二梯队**则是近年发展迅速的本土涂料品牌，如**三棵树**，华润，嘉宝莉，叶氏（旗下涂料品牌紫荆花）和美涂士等，该类企业专注在某些细分领域，建设起了较强的专业化经营、品牌运作以及销售渠道建设能力；**第三梯队**则是大量的小型涂料企业，该类企业投资少，设

备较为简陋，通过低质低价产品获利，在生产规模和技术实力等方面均处于劣势地位。

图表 20：我国涂料行业目前竞争格局呈梯队化

第一梯队	NIPPON PAINT、多乐士
第二梯队	三棵树漆、CARPOLY 嘉宝莉、maydos 美涂士漆、紫荆花漆 BAUHINIA PAINTS、华润漆 漆业真专家

来源：中泰证券研究所

- **立邦为家装涂料领域绝对龙头，三棵树在工程领域逐步追赶。**我国**家装涂料**领域中销售规模最大的是两个外资品牌立邦和多乐士，**2017 年销售收入分别为 104.6 和 48.8 亿元，市占率分别为 26.2%和 12.2%，合计占比接近 40%。**三棵树销售规模为 10 亿元左右，市占率仅为 2.4%。目前来看，三棵树与行业前两名体量相差较大，随着公司在三四线渠道的逐渐扩张以及积极进军布局一二线城市，公司的市占率仍然存在提升空间。**在工程涂料领域，**行业龙头是立邦，17 年销售额为 30 亿元，市占率为 20.1%，**三棵树紧随其后，17 年销售额为 13 亿元，市占率为 9%。18 年三棵树工程墙面漆营收为 17.59 亿元，我们预计市占率有所提升。**整体来看**工程涂料市场 CR3 为 35%，CR5 为 45%，CR10 为 60%；凭借三棵树在工程领域多年积累和具有冲击力的经营策略有望逐步追赶上立邦。**

图表 21：2017 年我国家装涂料市场排名

品牌	销售规模（亿元）	市占率
立邦	104.6	26.2%
多乐士	48.8	12.2%
巴德士（包含工程涂料数据）	12	3.0%
三棵树（与报表有差异，统计口径不同）	9.6	2.4%
嘉宝莉	6	1.5%
合计	400	

来源：中涂产业数据研究中心、中泰证券研究所

图表 22：2017 年我国工程涂料市场排名

品牌	销售额（亿元）	市占率
立邦	30	20.1%
三棵树	13.1	8.8%
亚士漆	9.5	6.4%
多乐士	6	4.0%
嘉宝莉	6	4.0%
久诺	6	4.0%
富思特	5	3.4%
固克	5	3.4%
华特	4	2.7%
美涂士	3	2.0%
其他	61.4	41%
合计	149	100%

来源：中涂产业数据研究中心、中泰证券研究所（三棵树数据与年报口径略有不同）

- **消费升级和环保理念的普及，中小企业逐渐淘汰，市场整合有望加速。**由于建筑涂料消费属性强，随着近年消费不断升级，行业龙头的**品牌和渠道**优势将不断显现。**一方面，房产开发商需要所用的建筑涂料质量上乘并且品牌知名，以此来满足自身楼盘的宣传需求，制造卖点。另一方面，私人消费者出于自身身体健康和使用体验的考虑，更愿意为环保、优质的产品支付溢价。**从国内几种家装漆品牌底漆产品的单价和月销量数据可以看出，**立邦漆产品单价（47.6 元/kg）是三棵树（34.90 元/kg）的 1.36 倍，月销量位居榜首，三棵树紧随其后。消费者综合考虑性价比，立邦、三棵树、美涂士和多乐士的产品深受消费者的喜爱。**

图表 23：国内主要品牌天猫商城底漆产品单价和月销量

品牌	单价（元/千克）	月销量	种类
华润 无添加通用底漆	¥ 55.60	8	底漆
多乐士 致悦通用无添加	¥ 54.83	22	底漆
立邦 净味全能底漆	¥ 47.60	74	底漆
嘉宝莉 漆油漆抗碱底漆	¥ 44.95	9	底漆
美涂士健康星内墙外墙底漆	¥ 39.33	35	底漆
三棵树 通用抗碱底漆	¥ 34.90	62	底漆
紫荆花 水性多功能抗碱底漆	¥ 16.40	2	底漆

来源：天猫商城、中泰证券研究所（2019/3/1 日数据）

- **政策鼓励环境友好、资源节约型涂料发展，逐步淘汰高污染产品，引导涂料行业向绿色环保方向发展。**其中，水性涂料是国家大力支持倡导发展的新型涂料，与传统的溶剂涂料相比，水性涂料以水作为载体而非有机溶剂，可以大大降低涂料中有机溶剂的挥发，有效减少空气污染，绿色环保。工业性能优良的水性涂料需要较高的生产技术和加工工艺，对于很多中小企业，水性涂料的技术门槛较高，未来发展的竞争压力巨大。

图表 24：近年来行业相关政策

法律法规和政策名称	颁布单位	法律法规和政策相关内容
《建材工业发展规划（2016-2020年）》	工信部（2016）	推广应用水性、粉末和高固体分等低挥发性有机物（VOCs）的涂料、密封材料、建筑胶黏剂。发展无污染、健康环保的装饰装修材料
《市场准入负面清单草案（试点版）》	国家发改委和商务部（2016）	禁止新建硫酸法钛白粉、铅铬黄、1万吨/年以下氧化铁系颜料、溶剂型涂料（不包括鼓励类的涂料品种和生产工艺）、含异氰脲酸三缩水甘油酯（TGIC）的粉末涂料生产装置；禁止投资含滴滴涕的涂料项目。
《重点行业挥发性有机物削减行动计划》	中国工业和信息化部和财政部（2016）	重点推广水性涂料、粉末涂料、高固体分涂料、无溶剂涂料、辐射固化涂料(UV涂料)等绿色涂料产品。木质家具制造企业推广应用 VOCs含量低的水性漆，鼓励“油改”工艺和设备制造。
《国家危险废物名录》（2016版）	环境保护部、国家发改委和公安部（2016）	在涂料生产和使用环节产生危险废物的条目中加入“不包括水性漆”的括号注释，即水性涂料生产和使用过程中产生的废物将不被列为危险废物。

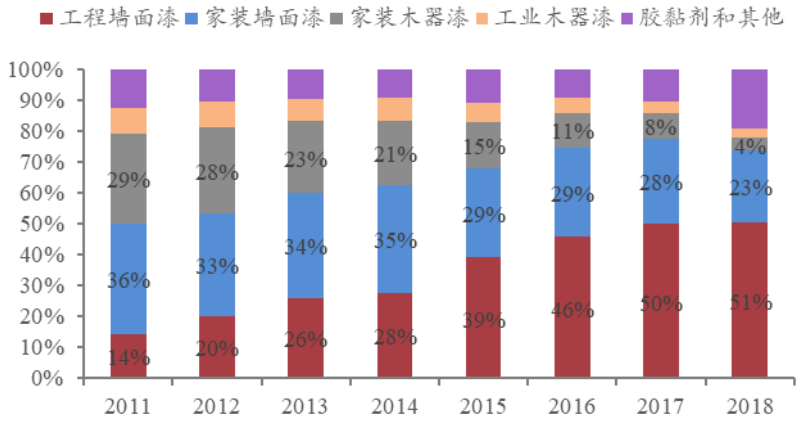
来源：相关部门网站、中泰证券研究所

三棵树：民族品牌崛起，墙面漆领域拍浪弄潮

墙面漆占比逐年提升，工程墙面漆收入持续高增，家装墙面漆稳健增长

- 三棵树的主要产品线为**家装墙面漆**、**工程墙面漆**、家装木器漆、工业木器漆、胶黏剂、基材与辅材。工程墙面漆产品主要包括仿石涂料、外墙弹性涂料、外墙乳胶漆、内墙乳胶漆、工程辅材和地坪漆系列。家装墙面漆（包括面漆和底漆）产品总计达 47 种，产品性能多样、价格带分布较广，可以满足不同私人消费群体的需要。2018 年公司总计实现营业收入 35.84 亿元，其中墙面漆 25.56 亿元，木器漆 2.45 亿元，其他 6.88 亿元。2013-2018 年，公司墙面漆收入占比由 60%上升到 74%，实现营收五年复合增长 25.6%；而木器漆占比由 31%下降到 7%。公司墙面漆的收入占比越来越高，且有继续上升的趋势，相较来看，木器漆有萎缩态势。公司 2019 年第一季度营收同比+66.2%，实现较为高速的增长。

图表 25：墙面漆占比逐年提升，18 年达到 74%

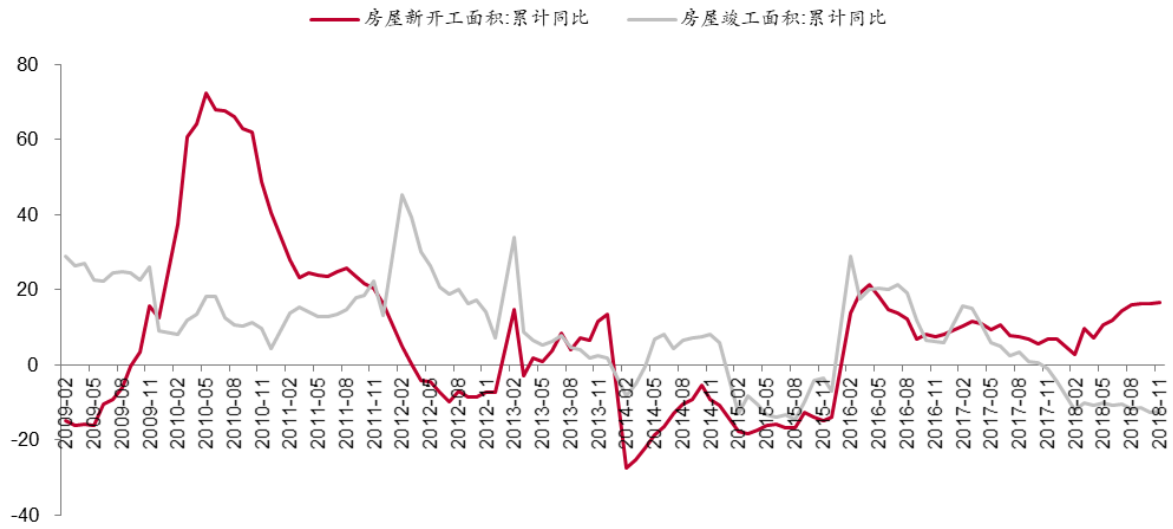


来源：wind、中泰证券研究所

- **竣工端存在边际好转基础，行业有望受益竣工回暖。**近年去库存的大背景使得房企的竣工意愿明显是减弱的，新开工、销售同房屋竣工增速的剪刀差近两年持续增大，历史上看新开工和竣工延续分化的周期从未有过这么久。展望 19 年，近年销售的高增，且期房销售占比的显著提升，已然积累了较多竣工交付的压力，**虽然迟来但是终究会出现回补，19 年竣工逐渐均值回归的可能性较高；**不确定性在于悲观预期下房企的施工进度受到销售影响较大，若出现销售超预期回落则对竣工会有所压制。
- **市占率提升促工程墙面漆收入持续高增。**2013-2018 年，工程墙面漆分别同比增长 51.2%、38.2%、69.2%、50.2%、46.5%、34.5%，六年复合增长 47.31%。对比我国房屋竣工面积增速和三棵树工程漆营收增速，可以看出公司工程漆产品的增长速度远远高于下游地产行业的发展速度，并且，虽然下游地产行业增速自 2013 年开始逐步下滑陷入低速增长，但公司工程漆发展依旧保持较高的增长速度。**上述数据也间接反映出，三棵树工程漆快速增长的主要原因是地产商集中度提升和墙面漆行业内部市场份额的转移和集中。**我国涂料行业市场集中度低，中小企业数目众多，随着政府一系列环保标准和政策的落地，下游地产企业对于工程漆的环保性和质量等指标要求越来越高，大品牌将不断吞噬中小品牌的市场份额，未来这一趋势还会继续保持。同时，**由于内部市场份额**

转移贡献的增长对于下游行业依赖性较弱，虽然未来几年地产行业投资强度存在一定不确定性，但从结构上看，三棵树凭借市场份额的不断提升以及产能的不断扩张具备较强的抵御下游波动风险的能力。

图表 26：新开工和竣工面积增速的剪刀差持续增大

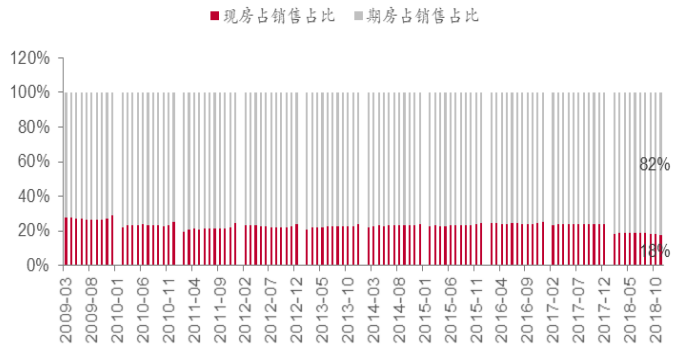


来源：wind，中泰证券研究所

图表 27：期房销售和现房销售增速背离

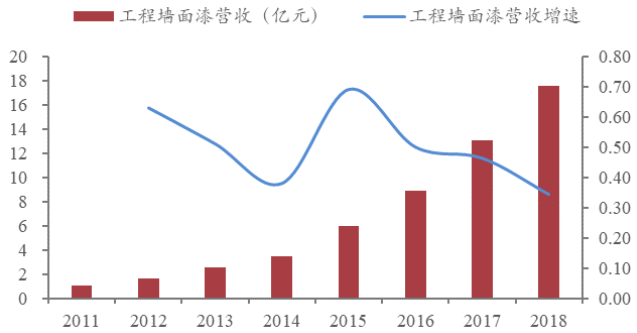
来源：wind，中泰证券研究所

图表 28：期房销售占比提升明显



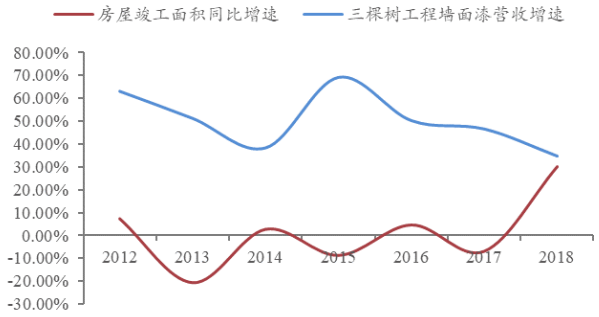
来源：wind，中泰证券研究所

图表 29：三棵树工程墙面漆营收及增速



来源：wind、中泰证券研究所（18 年年报数据口径有所调整）

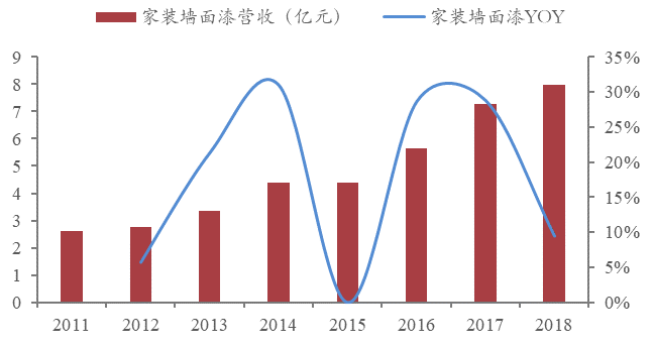
图表 30：三棵树工程漆营收增速高于竣工面积增速



来源：wind、中泰证券研究所（18 年年报数据口径有所调整）

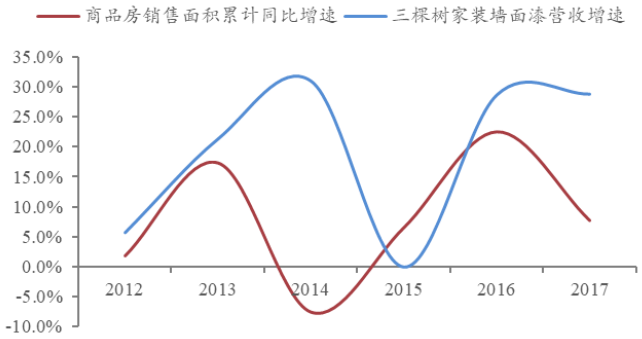
■ **商品房销售领先家装墙面漆销售，叠加渠道扩张，公司家装墙面漆增长较为稳健。**2013-2018 年公司家装墙面漆营收分别同比增长 21.5%、30.8%、0.05%、28.7%、28.9%、9.43%（18 年统计口径有所调整），六年复合增长 18.9%。**零售端由于业务模式的原因，增速没有墙面漆快，但增长较为稳健。**家装墙面漆业务易受下游房产市场波动影响（一般滞后商品房销售半年至一年），公司家装墙面漆业务在 2012、2013 年的较快发展部分得益于下游房产销售火热。2014 年房产销售市场低迷，销量下滑，**但传导到中游家装漆市场存在后延**。2014 年房产销售的下行叠加 2015 年的持续低迷共同影响到公司家装漆业务在 2015 年基本没有增长。**2016 年房产销售市场强势反弹，叠加公司零售端在三四线的渠道布局，公司家装漆业务在 2016 和 17 年保持较高增速**。18 年由于统计口径调整增速有所下滑。我们认为受益于竣工回暖，19 年有望保持稳健增长。

图表 31：家装墙面漆营收和增速



来源：wind、中泰证券研究所（18 年年报数据口径有所调整）

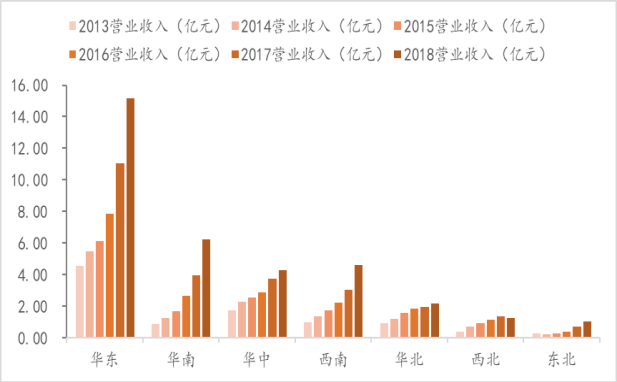
图表 32：商品房销售领先家装墙面漆销售



来源：wind、中泰证券研究所

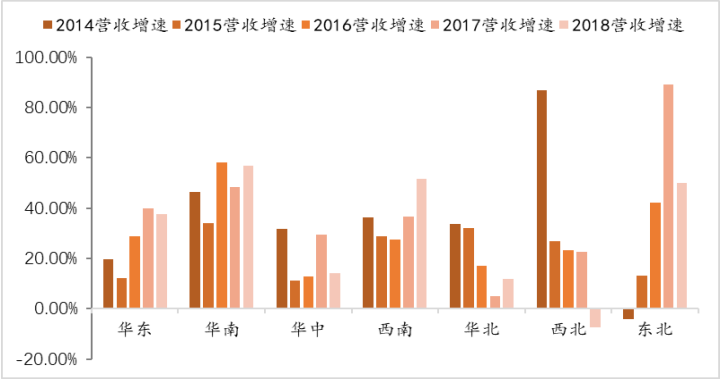
■ 分地区来看，华东、华南、华中和西南大区营收贡献巨大，2018 年营收分别为 15.2、6.2、4.3 和 4.6 亿元，合计占比达到 87%。从营收增速来看，华东区域 17、18 年呈现加速的态势，增速分别为 40%和 38%；华南区自 14 年以来一直保持较高增速，分别为 47%、34%、58%、48%和 57%；东北区由于基数较低，17 年增速较高，为 90%，18 年为 50%。

图表 33：华东、华南和华中营收较高



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 34：分大区总营业收入增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

成本稳中有降驱动产品价格下行，中长期品牌溢价有望凸显

■ **工程漆和家装墙面漆材料成本占比分别为 91%和 95%左右。**2018 年公司自产工程漆平均成本为 3.12 元/公斤，同比增加 1.08 元/公斤，增幅为 50.5%（主要是新的“工程墙面漆”口径剔除了成本较低的腻子、接缝大师等产品）。工程漆中，材料成本占比高达 90.67%，是主要成本来源。其中，工程漆原材料成本中，以乳液、助剂、颜填料、包装物和钛白粉为主，合计占总成本 90.7%，上述原材料价格波动对于工程漆的总体平均成本有较大影响。家装墙面漆单位成本近年来基本呈下降趋势，2018 年单位成本为 3.29 元/公斤，成本构成以材料成本为主，占比达 95%以上，其中，也主要以乳液、助剂、包装物、钛白粉和颜填料等为主。

图表 35：自产工程漆成本构成明细

自产工程墙面漆单位成本构成	2013	2014	2015	2016	2017	2018
材料成本（元/公斤）	3.04	3.36	3.04	2.87	1.94	2.83
材料成本增速		10.53%	-9.52%	-5.59%	-32.46%	46.17%
材料成本占比	95.90%	94.38%	95.00%	92.58%	93.36%	90.67%
制造费用（元/公斤）	0.07	0.11	0.07	0.12	0.07	0.15
制造费用增速		57.14%	-36.36%	71.73%	-42.90%	124.58%
制造费用占比	2.21%	3.09%	2.19%	3.88%	3.31%	4.93%
直接人工（元/公斤）	0.06	0.09	0.09	0.11	0.07	0.14
直接人工增速		50.00%	0.00%	18.65%	-35.11%	98.16%
直接人工占比	1.89%	2.53%	2.81%	3.44%	3.34%	4.39%
成本总计（元/公斤）	3.17	3.56	3.20	3.10	2.08	3.12
成本总计增速		12.30%	-10.11%	-3.12%	-33.02%	50.50%

来源：招股说明书和年报、中泰证券研究所

图表 36：家装墙面漆成本构成明细

家装墙面漆单位成本构成项目	2013	2014	2015	2016	2017	2018
材料成本（元/公斤）	3.47	2.97	2.80	2.78	2.95	3.13
材料成本增速		-14.25%	-5.79%	-0.94%	6.09%	6.22%
材料成本占比	96.61%	95.53%	96.17%	95.17%	95.29%	95.02%
制造费用（元/公斤）	0.07	0.08	0.06	0.08	0.09	0.11
制造费用增速		13.56%	-26.27%	36.23%	13.86%	13.22%
制造费用占比	2.00%	2.61%	2.06%	2.80%	3.01%	3.20%
直接人工（元/公斤）	0.05	0.06	0.05	0.06	0.05	0.06
直接人工增速		15.17%	-10.83%	14.51%	-11.04%	11.47%
直接人工占比	1.40%	1.86%	1.77%	2.02%	1.70%	1.78%
成本总计（元/公斤）	3.59	3.11	2.91	2.92	3.09	3.29
成本总计增速		-13.28%	-6.42%	0.09%	5.96%	6.52%

来源：招股说明书和年报、中泰证券研究所

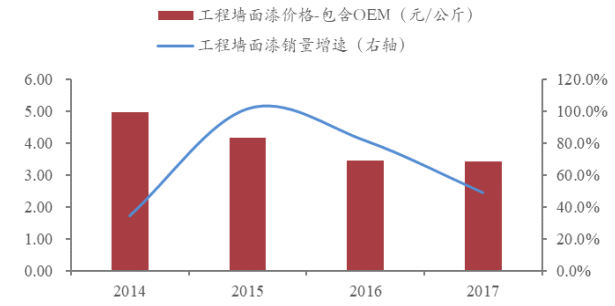
■ **受益成本下行，工程漆和家装漆单价处于下行通道，但毛利率相对稳定。**2016 年自产工程漆平均单价为 5.59 元/公斤，较 2014 年下降 0.66 元/公斤，降幅为 10.6%。**产品价格的下行一方面来自成本的下行，也与公司适当让价拓展工程市场有关。**公司 15 和 16 年工程墙面漆销量实现大幅增长，增速分别为 101.3%和 81.4%。2016 年自产工程漆毛利率 44.54%，下降 1.85 个百分点，连续四年保持 40%以上毛利率水平。家装墙面漆单价由 14 年的 7.44 元/公斤下降至 2016 年的 7.03 元/公斤，17 年单位成本有所上升，叠加品牌溢价，家装墙面漆单价同比提升 7.7%至 7.57 元/公斤。

图表 37：自产工程漆均价和成本均处于下行通道

年份	自产工程漆单价（元/公斤）	自产工程漆单位成本（元/公斤）	自产工程漆毛利率
2013	5.29	3.17	40.08%
2014	6.25	3.56	43.04%
2015	5.97	3.2	46.40%
2016	5.59	3.1	44.54%
2017	5.2		

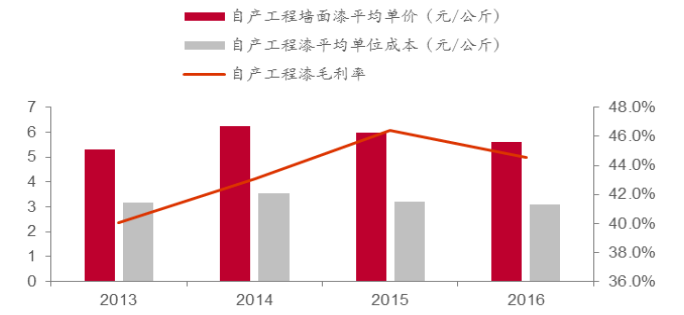
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 38：工程墙面漆销量 15 和 16 年大幅增长



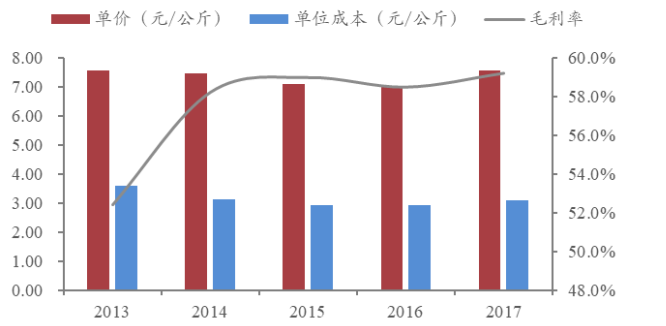
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 39：自产工程漆单价、成本和毛利率



来源：中泰证券研究所

图表 40：家装墙面漆单价、成本和毛利率

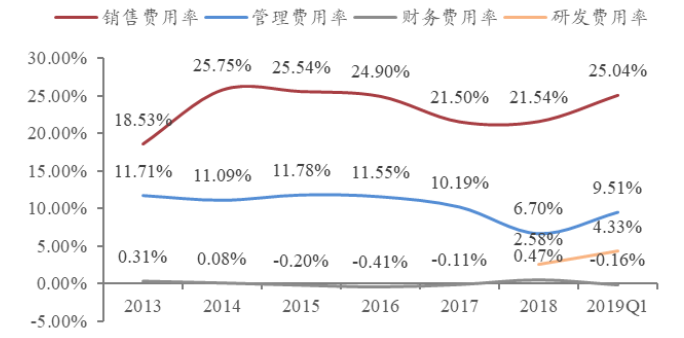


来源：中泰证券研究所

费用投入将逐步转化为营收回报，未来降费或成主旋律

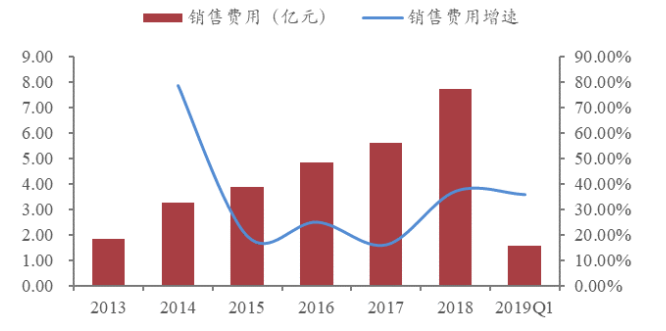
- **费用投入将逐步转化为营收回报，销售和管理费用率均下降。2014-2018 年公司销售费用率保持小幅下滑**，分别为 25.75%、25.54%、24.90%、21.51%、21.54%，**表明公司的销售投入逐步加速转化为营收回报。公司管理费用率 15 年之后也持续下滑**，15-18 年分别为 11.8%、11.6%、10.2%、6.7%（18 年数据不包含研发费用）。公司财务费用率一直保持低位。

图表 41：三棵树三项费用率



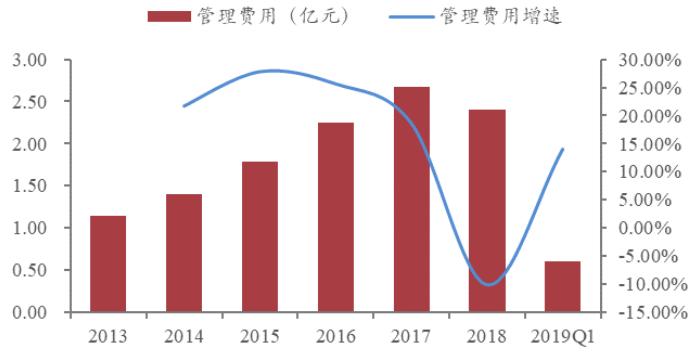
来源：wind、中泰证券研究所（19Q1 管理费用不再包含研发费用）

图表 42：三棵树销售费用



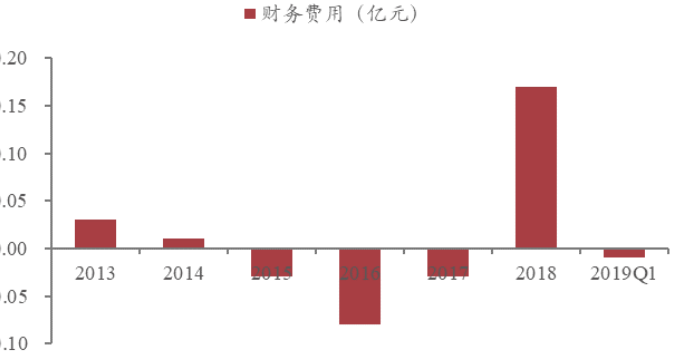
来源：wind、中泰证券研究所

图表 43：三棵树管理费用



来源：wind、中泰证券研究所（18、19Q1 管理费用不再包含研发费用）

图表 44：三棵树财务费用



来源：wind、中泰证券研究所

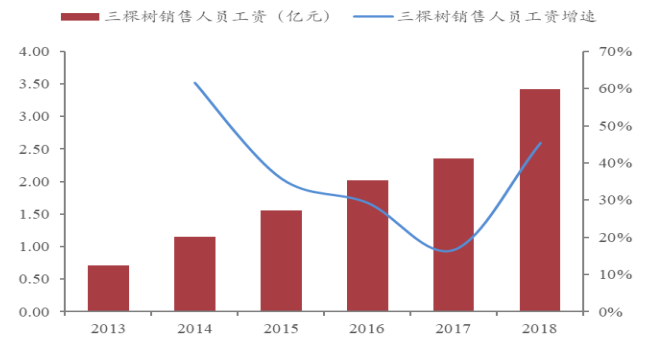
图表 45：三棵树销售费用明细

项目（万元）	2018年	单项费用占比	2018年增幅	2017年	单项费用占比
职工薪酬	34194.09	44.32%	45.40%	23516.63	41.74%
运输费	19714.55	25.55%	31.11%	15036.27	26.69%
广告及宣传费	11403.15	14.78%	30.21%	8757.29	15.54%
差旅费	7180.38	9.31%	27.06%	5651.04	10.03%
会议费	1369.31	1.77%	52.32%	898.98	1.60%
招待费	629.79	0.82%	13.91%	552.86	0.98%
办公费	392.11	0.51%	29.93%	301.78	0.54%
培训费	375.65	0.49%	201.66%	124.53	0.22%
租赁费	279.07	0.36%	-27.50%	384.90	0.68%
物料消耗	261.76	0.34%	189.13%	90.53	0.16%
折旧费	117.24	0.15%	16.64%	100.51	0.18%
检测费	103.98	0.13%	-23.25%	135.48	0.24%
其他费用	1132.58	1.47%	43.69%	788.20	1.40%
合计	77153.66	100.00%	36.95%	56339.02	100.00%

来源：公司公告、中泰证券研究所

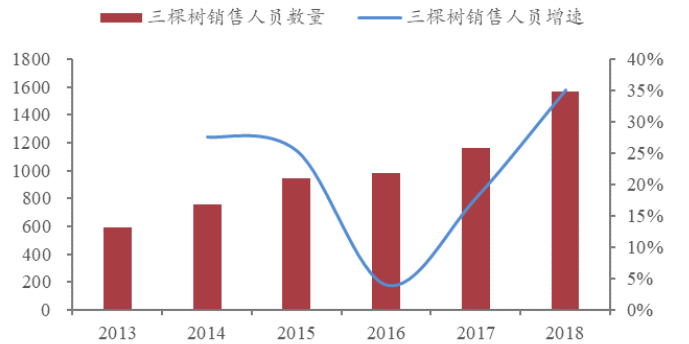
- **近年市场拓展阶段销售人员数量和工资持续增加，逐步进入收获期。**公司销售费用占比前三的是职工薪酬、运输费和广告及宣传费，2018 年占比分别为 44%、26%、15%。**公司给予销售人员薪酬待遇丰厚，通过薪酬激励，最大限度保证基层销售员工与管理层上下一心，快速推进市场拓展。**2013-2018 年公司销售人员职工薪酬持续上涨，分别占总收入比例为 7.24%、9.10%、10.27%、10.35%、8.98%、9.54%，其中，2018 年销售人员工资及福利支出为 3.42 亿元，同比增长 45.40%。**职工薪酬的上涨包含人数和人均工资的上升。**公司销售人员数量持续增加，**从 13 年的 591 人增加至 18 年的 1565 人；**人均薪酬维持上涨趋势，在 2017 年有小幅下降**（人均工资从 13 年的 12 万元上涨至 18 年的 21.9 万元）。**另外，公司运输费持续上涨，由于规模效应占总收入比例有所下降，2017 年为 2.0%，其中，2014 年公司运费较 2013 年大幅增加，主要是由于公司在 2014 年修改了经销模式的运费承担方式所致（运费改由公司承担，降低客户的采购成本，本质上间接降价，利用价格优势拓展市场）。

图表 46：三棵树销售人员工资总支出



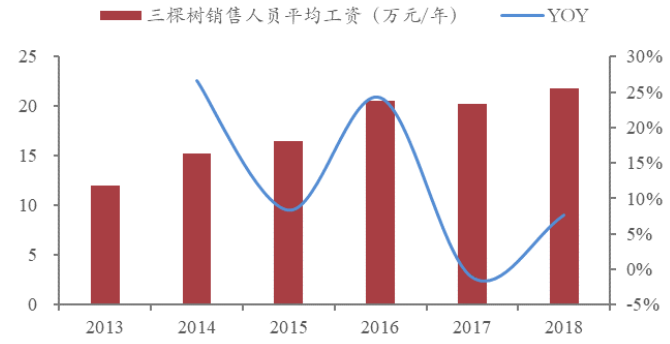
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 47：三棵树销售人员数量持续增长



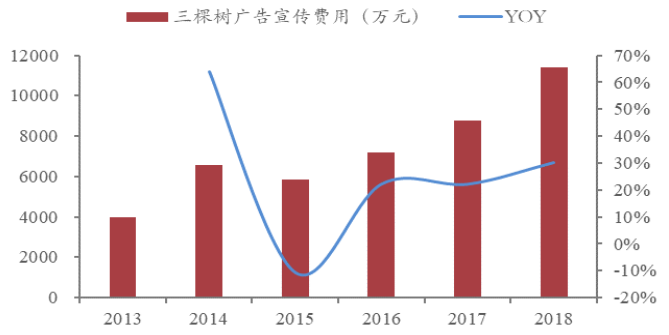
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 48：三棵树销售人均工资快速上涨后逐步平稳



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 49：三棵树广告宣传费用



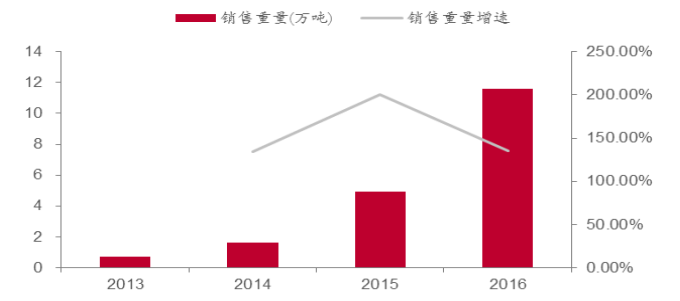
来源：公司公告、中泰证券研究所

- **公司注重广告宣传，持续打造三棵树品牌形象。**公司广告及宣传费除 2015 年外均保持较高增速，2018 年为 8757 万元，同比增长 22.2%。13-18 年费用率分别为 4.07%、5.19%、3.86%、3.68%、3.34%、3.18%。**与美涂士相比，三棵树在广告宣传方面投资更大，且费用率水平更低，三棵树的广告投资转化为营收回报的能力强于竞争对手美涂士。**借鉴立邦的发展经验，立邦 1992 年首次进入中国市场，当时我国本土企业的品牌意识薄弱，立邦果断抢占先机，于次年便投入 3000 万元进行广告宣传和市场开拓，逐渐在中国涂料市场确立了绝对的品牌知名度和市场优势。三棵树目前逐步由三四线城市向一二线城市覆盖，品牌知名度和影响力对于在大城市的市场拓展意义非凡、不可或缺。

产能扩张提高自供比率，完善布局提高响应能力

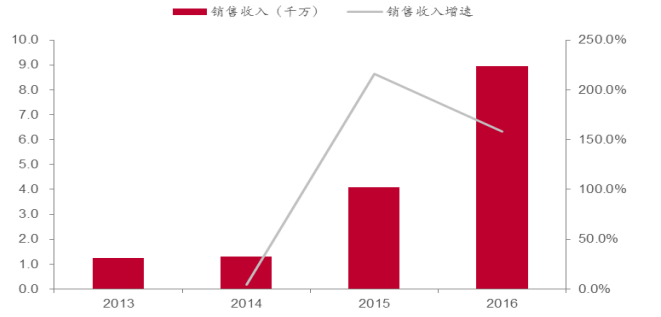
- **公司工程漆除自产外，还通过 OEM 方式委托生产部分低值工程漆辅料产品。**2016 年 OEM 工程漆产品销量 11.6 万吨，同比增长 134.8%，推算销售收入 9000 万元，同比增长 158.51%，占工程漆总体销售额的 10%左右。2016 年工程漆总体毛利率为 42.46%，其中自产毛利率为 44.54%，OEM 毛利率约为 30%左右。通过将低附加值产品以 OEM 方式委托加工，可以节省更多的自有产能生产高附加值产品，提高公司整体毛利率水平。
- **公司近年不断扩大产能，产能瓶颈得以解决，自供能力增强。**公司墙面漆生产线长期处于超负荷生产状态（13、14 和 15 年的产能利用率分别为 128%、144%和 130%），**截止 18 年年底，公司在产墙面漆产能达到 73.5 万吨，同比增长 54.1%，新增产能有效缓解了原有产线的生产压力，17 和 18 的产能利用率分别为 68%和 61%。**
- **涂料属于短腿产品，全国布局提高响应能力。**截止 2018 年底，公司拥有莆田、天津、河南、四川等主要生产基地，全国性的产能布局有助于公司提高当地需求的响应能力，以便公司更快地拓展市场。

图表 50：2013~2016OEM 代产工程漆销量



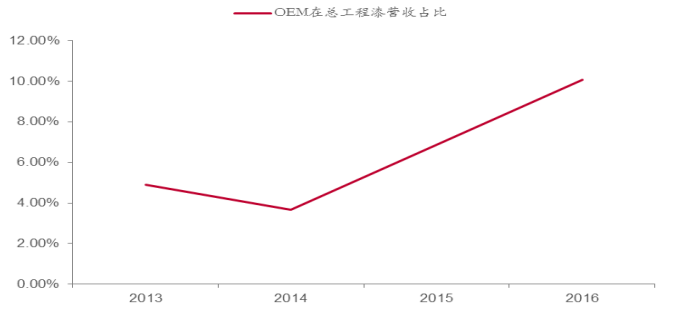
来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 51：2013~2016OEM 代产工程漆销售收入



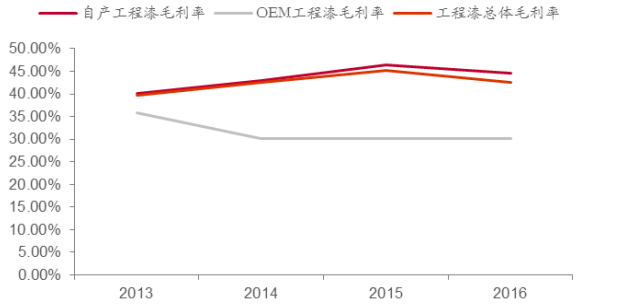
来源：招股说明书、中泰证券研究所，2016 年 OEM 工程漆销售金额是通过已知销售量和历年单价推算值

图表 52：OEM 代产工程漆营收在总工程漆营收占比



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 53：自产、OEM 和总体工程漆毛利率



来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 54：自产、OEM 和总体工程漆单价、成本和毛利率

年份	自产工程漆单价（元/公斤）	自产工程漆单位成本（元/公斤）	自产工程漆毛利率	OEM销售单价（元/公斤）	OEM单位销售成本（元/公斤）	OEM工程漆毛利率	工程漆总体毛利率
2013	5.29	3.17	40.08%	1.77	1.13	35.83%	39.77
2014	6.25	3.56	43.04%	0.79	0.55	30.14%	42.52
2015	5.97	3.2	46.40%	0.83	0.58	30.05%	45.17
2016	5.59	3.1	44.54%	0.77	0.54	30.05%	42.46

来源：招股说明书、中泰证券研究所

图表 55：公司产能近 2 年大幅扩张，产能压力缓解

墙面漆	产能（万吨）	产量（万吨）	产能利用率
2013	6.5	8.3	127.69%
2014	7.8	11.2	143.59%
2015	11.5	15	130.43%
2016	24.5	22.5	91.84%
2017	47.67	32.2	67.55%
2018	73.5	45.08	61.34%

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 56：公司生产线明细（截止 2018 年年底）

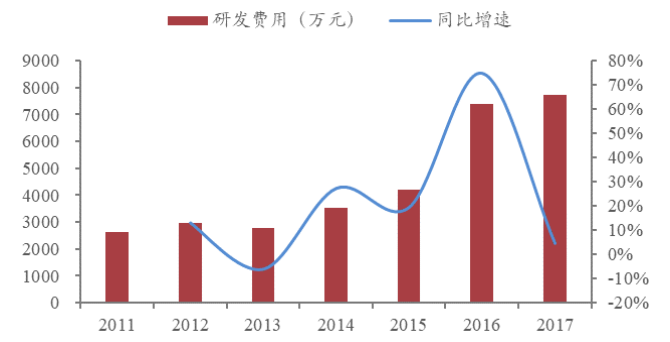
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率（%）
三棵树股份	墙面涂料21.6万吨/年	95
	木器涂料3万吨/年	43
	胶黏剂2.5万吨/年	14
天津三棵树	墙面涂料5万吨/年	83
河南三棵树	墙面涂料13.9万吨/年	78
	包装罐300万个/年	74
四川三棵树	墙面涂料33万吨/年	29
	木器涂料3.14万吨/年	-
	腻子粉9万吨/年	11
	胶粘剂1.5万吨/年	111
	包装罐1200万个/年	31
三江包装	包装罐1674.06万个/年	79

来源：公司公告、中泰证券研究所

注重科技研发，加大投资力度

- **三棵树研发投入力度在行业内处于较高水平，技术优势有望保持甚至扩大。**公司 2018 年研发投入 9259 万元，同比增长 19.92%，占总营收比重为 2.6%。2013~2018 年，研发投入 CAGR 为 27.21%。2018 年，公司技术员工有 1068 人，同比增长 5.4%，占总员工比例 27.4%。公司聘请诺贝尔化学得主杰马里•莱恩教授担任公司技术顾问，同时还与中科院、厦门大学、福州大学等国内多家科研机构建立了长期合作关系，并于 2010 年设立博士后科研工作站，科技研发人才储备雄厚。与美涂士和阿克苏诺贝尔相比，**三棵树的研发投入占比与国际化工龙头阿克苏诺贝尔相当，甚至略高于后者，并且研发投资数额显著高于同处第二梯队的竞争对手美涂士。**根据国际龙头的发展经验判断，涂料行业的研发投入在未来将有效转化为盈利能力。

图表 57：三棵树研发投入

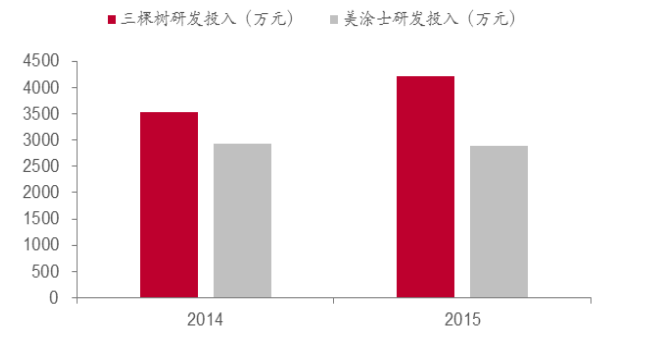


来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 58：三棵树研发费用占比

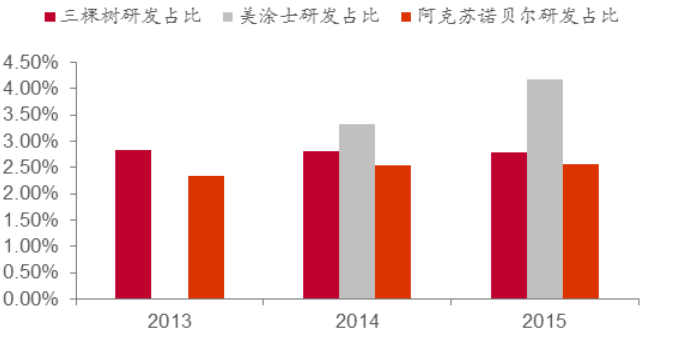
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 59：三棵树和美涂士研发投入对比



来源：各公司官网、中泰证券研究所

图表 60：主要企业研发投入占比对比



来源：各公司官网、中泰证券研究所

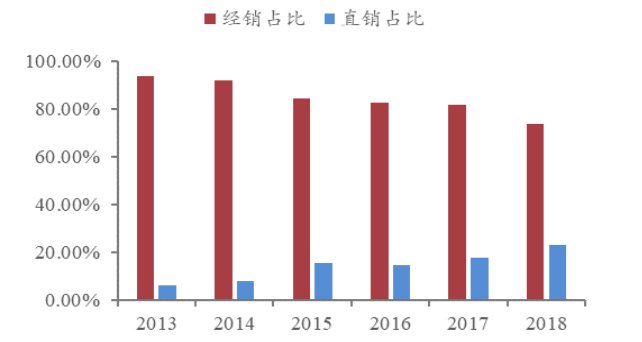
工程和家装渠道布局成效明显

经销渠道为主要模式，毛利率逐步稳定

- **经销为公司主要销售模式，经销商数量增长迅速，覆盖区域广阔。公司经销渠道 2018 年实现销售收入 26 亿元，同比增长 25.62%，占总收入比例为 73.8 %。**公司重视经销商队伍发展，近年来经销商规模快速增长：经销商数量从 2013 年末的 2052 家快速发展至 2015 年末的 2781 家，

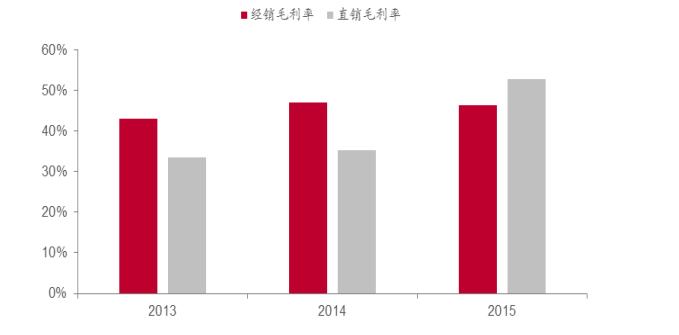
年均复合增长率 16.4%。截至 2015 年，公司的经销商队伍已经覆盖全国三十一个省级行政区划单位。公司的市场战略是**以三、四线城市作为切入点和根据地，在发展前期避开与竞争力强劲的国际品牌在一、二线城市的正面竞争，“农村包围城市”，逐步向一、二线城市渗透发展。**因此，经销商队伍主要分布在三、四线城市比重大的省份，如河南、江苏和云南等。

图表 61：经销渠道为主要模式，收入占比略降低



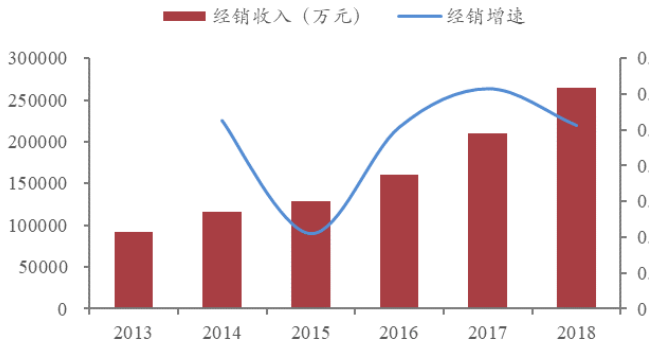
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 62：经销渠道毛利率稳定，直销毛利率逐年上升



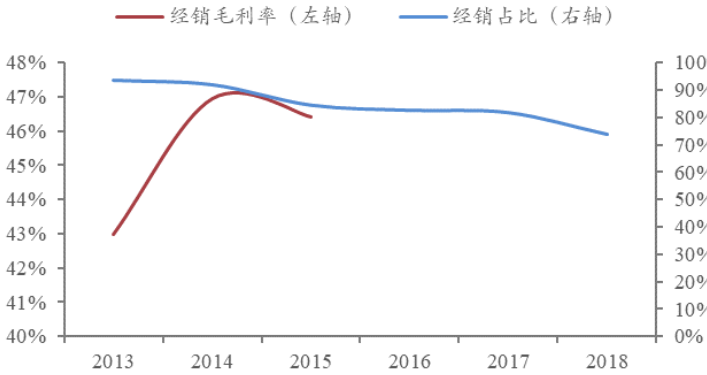
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 63：经销渠道营收近年保持较高增长



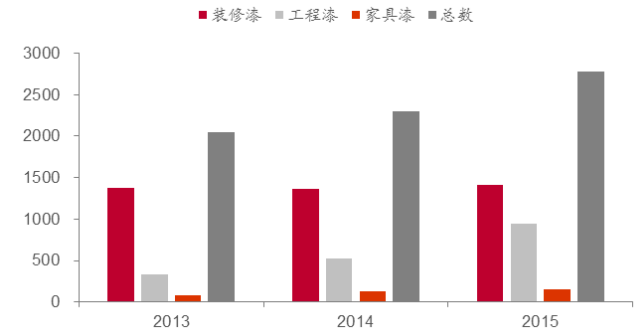
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 64：经销毛利率及收入占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 65：三棵树经销商数量变化



来源：各公司官网、中泰证券研究所

图表 66：家装漆专卖店数量前十大省份

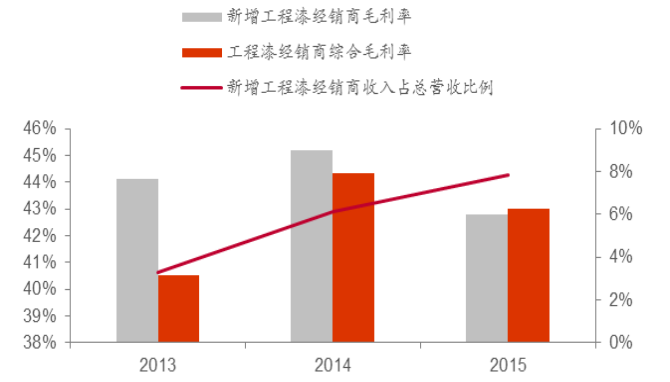
省份	2015年期末专卖店数量	占比
河南省	228	8.77%
江苏省	181	6.96%
云南省	159	6.12%
湖南省	148	5.69%
浙江省	147	5.65%
福建省	147	5.65%
广东省	146	5.62%
江西省	142	5.46%
山东省	139	5.35%
湖北省	133	5.12%

来源：各公司官网、中泰证券研究所

■ **经销商毛利率维持在较高水平，盲目扩展的风险较低。**公司的工程漆经销商队伍从 2013 年至 2015 年发展速度非常迅速，经销商数量的年均复

合增长率高达 69.6%。虽然发展势头迅猛，但期间新加盟工程漆经销商的毛利率水平与当年工程漆综合毛利率水平相当，甚至更高。该数据可以初步表明公司发展新经销商的市场选择精准，拓展带来的效益回报可观，并非粗犷式盲目发展。

图表 67：新加盟工程漆经销商毛利率水平



来源：各公司官网、中泰证券研究所

图表 68：三棵树品牌全国统一标准专卖店

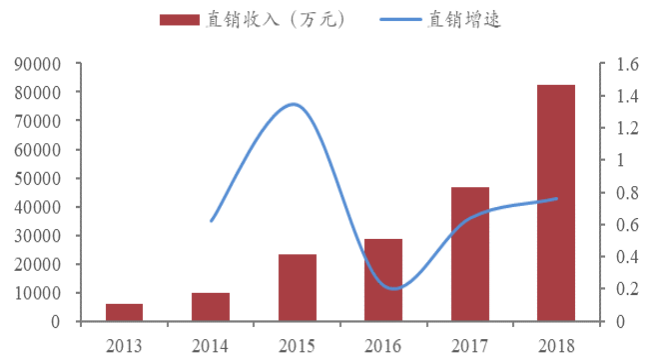
来源：各公司官网、中泰证券研究所

- **公司在经销商的起步阶段，在店面建设、分销商开发、广告宣传等方面给予大力支持，并提供专业培训，最大限度自上而下保持公司品牌的一致性和优质性。**公司规定，每家经销商必须开设至少一家三棵树品牌标准专卖店，并统一设计专卖店装饰风格，打造以“自然、健康、绿色”为主题的形象一致的装修漆标准专卖店，并通过标准化道具配送保证全国终端形象的统一，不断巩固“三棵树”品牌形象。**前期对经销商的扶持投入可以使经销商尽快进入成熟营业状态，缩短预备期。随着经销商队伍的逐渐成熟，公司的扶持成本将大大减少，利润水平相应提高。**

直销业务全国领先，核心绑定大客户，收入占比逐步提升

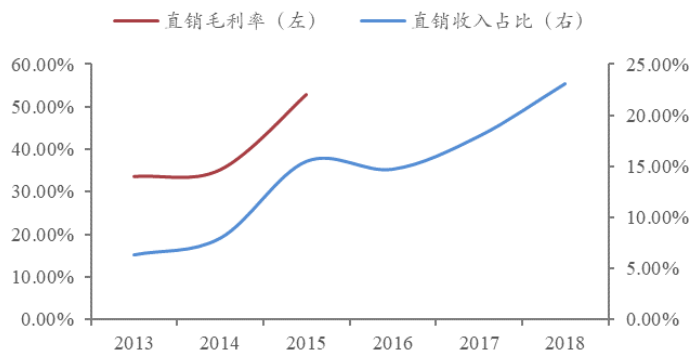
- **工装直销领域市占率和开发商首选率行业第二，且趋势向上。公司在快速建设经销网络的同时，还大力发展自身的直销业务，不断加强与下游大客户的战略合作，拥有领先的工程业务品牌与实力。**2013~2018 年，公司直销营收从 6173 万元快速增长至 8.26 亿元，占比从 6.3%增长到 23.0%，CAGR 为 68%，2018 年公司直销营收占比为 23.0%。根据中涂产业数据研究中心数据，三棵树当前 B 端业务在体量上已排全行业第二名，**2017 年体量做到了 13 亿，市占率接近十分之一，仅次于行业最大的立邦工程业务（30 亿，市占率 20%）。另外，在行业口碑方面，经过耕耘，公司 2017 年在中国 500 强开发商的首选涂料品牌中，已经居于第二名（虽然是与亚士、多乐士并列），与立邦的首选率差异仅有 4 个百分点，且趋势一直向上。**

图表 69：直销营收和增速



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 70：直销毛利率和收入占比



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **公司在大地产商合作数量和单个地产商收入规模上均有所突破。2017 年 3 月公司与广州恒大签订五年 20 亿元的历史最大涂料采购订单。此外 2017 年上半年新拓展约 10 家前 50 强地产商，与中城联盟、中铁置业、中粮集团和融信集团等结成战略合作。**截至 2018 年末，公司与国内 10 强地产中的 8 家、50 强地产中的 31 家、100 强地产中的 47 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系。**公司前五大销售客户中，直销客户的比例逐年增大。**其中，恒大集团连续三年位居三棵树销售客户之首，是三棵树最大的战略合作伙伴。2017 年三棵树对恒大销售额为 15573.82 万元，同比增长 70.1%，从 2013 至 2017 年销售额 CAGR 为 60.9%，与恒大的合作不断加深、扩展。
- **中长期看，工装渠道产品价格有望稳中有升。随着三棵树品牌的逐步树立，公司在与直销大客户的合作过程中将不断提高议价能力，直销渠道的产品单价有望上涨。**由于大客户一般具有采购优势，议价能力强于公司，但随着三棵树品牌影响力的不断增强，公司议价的劣势地位将有所改善。公司 2015 年直销毛利率同比 14 年大幅上涨 17.7 个百分点，并首次超过经销毛利率，**表明三棵树的品牌优势已经发挥作用，议价能力显著提高，未来三棵树的品牌影响力和品牌溢价将继续扩大，长期来看，直销产品单价将保持稳中有升。**

图表 71：公司主要合作地产品牌

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 72：近年来中国房地产开发企业 500 强首选涂料品种

品牌	2013年首选率	品牌	2015年首选率	品牌	2017年首选率	品牌	2018年首选率
立邦	25%	立邦	21%	立邦	21%	立邦	19%
多乐士	22%	多乐士	16%	三棵树	17%	三棵树	17%
亚士漆	11%	亚士漆	15%	亚士漆	17%	亚士漆	16%
三棵树	4%	三棵树	15%	多乐士	17%	多乐士专业	14%
富思特	4%	富思特	12%	富思特	11%	富思特	11%
深得欧	3%	华润	5%	嘉宝莉	4%	嘉宝莉	6%
华润	3%	嘉宝莉	3%	美涂士	3%	固克	5%
嘉宝莉	3%	美涂士	2%	PPG-申纽丽	2%	美涂士	5%
雅士利	1%	巴德士	2%	固克	2%	PPG	2%
来威	1%	固克	2%	巴德士	1%	巴德士	1%
合计	77%	合计	93%	合计	95%	合计	96%
内资品牌占比	22%	内资品牌占比	47%	内资品牌占比	55%	内资品牌占比	61%

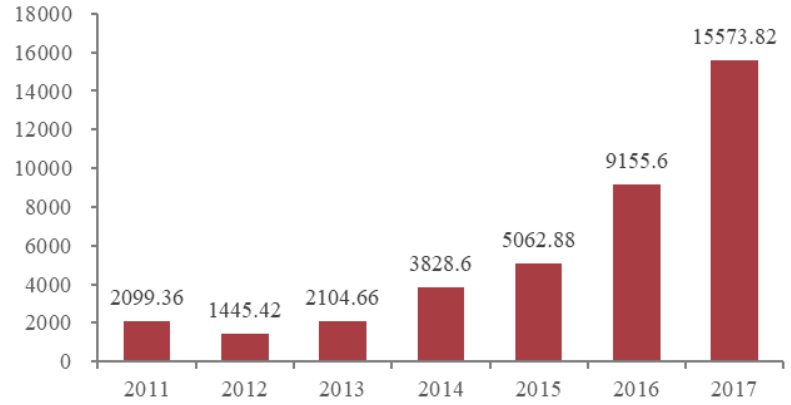
来源：中国房地产开发企业 500 强测评成果发布会、中泰证券研究所

图表 73：公司 2017 年以来与地产商战略合作情况

序号	发布时间	合作公司	具体内容
1	2017.2	绿城地产	三棵树工程漆成功入选2017年度绿城集团涂料类战略合作伙伴
2	2017.3	恒大地产	恒大承诺在2017-2019年期间采购三棵树建筑涂料不少于10亿元，2017-2021年意向采购总金额约20亿元
3	2017.8	中城联盟	66大地产公司联合集采战略合作
4	2017.8	中铁置业	内外墙涂料集采战略合作
5	2017.8	中粮集团	内外墙涂料集采战略合作
6	2017.8	融信集团	内外墙涂料集采战略合作

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 74：三棵树向恒大集团销售金额（万元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

登陆天猫商场，品牌宣传和市场开拓并举，“马上住”服务提高客户粘性

- **三棵树产品性价比高致其网络销量和营收均高于立邦。**公司在天猫设立旗舰店，借助电子渠道，有利于减少中间环节和成本，提高产品利润率，

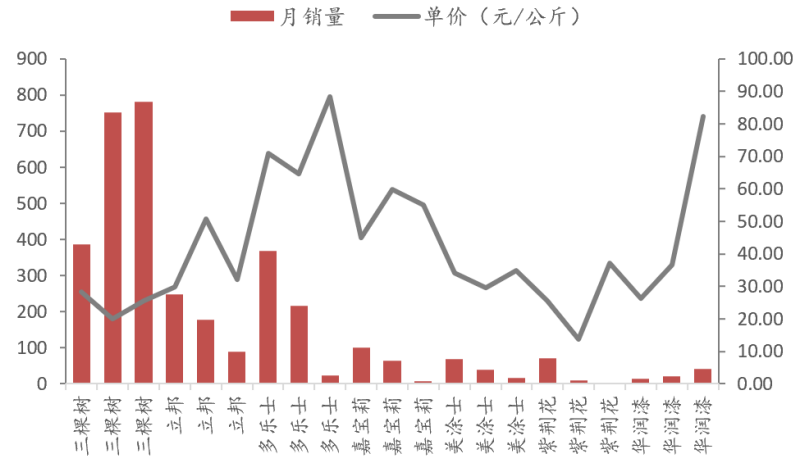
多元化自身销售模式。同立邦、多乐士、嘉宝莉、美涂士、紫荆花和华润漆等多种家装漆品牌相比（选取产品为月销量前三），**三棵树由于具备较高性价比，其产品销量具有明显优势地位。传统行业龙头立邦三种产品总销量为 515 件，仅为三棵树 1917 件的 26.8%。立邦三种产品加权平均单价为 37.47 元/公斤，高于三棵树 23.85 元/公斤 57%，总体销售额为 17.74 万元，为三棵树 78.61 万元的 22.6%。**立邦产品单件价值高，品牌溢价明显，毛利率优势大，并且由于销售量相对三棵树低，可以有效降低其他成本（如货运成本）。立邦漆的品牌溢价可以佐证，随着消费升级和环保理念推广，私人消费者更加愿意为大品牌支付溢价。**随着三棵树品牌知名度和影响力的不断扩大，未来公司产品品牌溢价可期。**

图表 75：各主要涂料品牌销售情况

品牌	产品	价格(元)	重量（公斤）	单价（元/公斤）	月销量	加权单价(元/公斤)	产品总营收（万元）	总销量
三棵树	净味二合一墙面漆	708	25	28.32	386			
三棵树	康家净味二合一墙面漆	498	25	19.92	751			
三棵树	康家净味二合一小桶装	178	7	25.43	780	23.85	78.61	1917.00
立邦	净味120防潮易擦洗	199	6.66	29.88	249			
立邦	抗甲醛五合一墙面漆	338	6.66	50.75	178			
立邦	金装净味五合一乳胶漆	769	23.99	32.06	88	37.47	17.74	515.00
多乐士	致悦抗甲醛净味五合一乳胶漆	1698	23.99	70.78	367			
多乐士	致悦抗甲醛净味全效乳胶漆	1549	23.99	64.57	216			
多乐士	金装净味五合一	588	6.65	88.42	23	69.24	97.13	606.00
嘉宝莉	净味清新3合1	899	20	44.95	100			
嘉宝莉	净味抗甲醛五合一	1196	20	59.80	64			
嘉宝莉	净味防霉漆	1099	20	54.95	8	50.94	17.52	172.00
美涂士	健康星内墙净味乳胶漆	68	2	34.00	69			
美涂士	健康星多功能抗碱底漆	59	2	29.50	39			
美涂士	防尘罩光清漆	699	20	34.95	16	32.71	1.82	124.00
紫荆花	低味多功能硝基漆	340	13.3	25.56	70			
紫荆花	惠涂丽V净味内墙乳胶漆	277	20	13.85	9			
紫荆花	无味竹炭防潮	888	23.94	37.09	2	24.55	2.81	81.00
华润漆	净味高遮盖内墙乳胶漆	628	23.94	26.23	15			
华润漆	惠涂易内墙乳胶漆	875	23.94	36.55	20			
华润漆	无添加通用底漆	1970	23.94	82.29	42	59.49	10.97	77

来源：中泰证券研究所、天猫商城官方旗舰店（紫荆花无官方旗舰店，华润采用居然之家官方旗舰店），挑选销量靠前的产品，收集日期 2019/3/6

图表 76：各品牌天猫商城月销量前三产品单价和月销量



来源：天猫商城、中泰证券研究所

- **公司推出“马上住”一站式新型服务，极大程度方便私人消费者的同时，增加了客户粘性，有利于产品市场的进一步拓展。**“马上住”一站式服务最具有竞争力的点在于不仅能够为客户提供产品，还将提供**施工和后期维护**等一系列配套服务，客户基本不用亲自参与施工过程，**可以最大限度地为客户节省人力和时间成本**。另外，由于“马上住”服务在施工和后期维护期间都将使用自身产品，可以**有效提高私人客户的消费粘性**。**截止 2018 年末，公司共有“马上住”服务授权网点 872 家，18 年成交单数为 6.4 万单，17 年为 1.8 万单，新增授权网点 339 家。**

图表 77：“马上住”服务流程概览

来源：公司官网、中泰证券研究所

投资建议和风险提示

投资建议

- **民族品牌崛起，墙面漆细分领域拍浪弄潮。**三棵树主要从事**墙面涂料**、木器涂料以及胶粘剂的研发、生产和销售。2018 年实现营收 35.8 亿元，同比增长 36.8%，实现净利润 2.22 亿元，同比增长 26.4%。**工程和家装墙面漆**是公司的主要产品，18 年营收占比为 74%。受益于房地产开发投资的快速发展、地厂商集中度的不断提升以及公司渠道的快速扩张，**公司工程墙面涂料发展迅速，2011 至 2018 年营收 CAGR 为 50%。**公司的家装墙面漆**主打三四线城市**，在三四线地产去库存的推动下，此业务在 14、16 和 17 年的增速均在 30%左右，18 年有所回落，增速为 9.5%。
- **涂料行业大而分散，重涂市场空间广阔，中长期需求稳中有升。1）涂料行业市场超 3000 亿，建筑涂料占比超过 1/3。根据国家统计局和中国涂料工业协会的统计，18 年 1336 家规模以上企业产量达 1760 万吨，同比增长 5.9%，1998 家规模以上工业企业主营业务收入总额达 3265 亿元，同比增长 6.5%。**其中，2016-2017 年国内建筑涂料产量分别为 639、680 万吨，占涂料总产量的比例均在 33.5%左右。**2）国内墙面涂料重涂市场空间广阔，中长期需求稳中有增。**根据发达国家以及主要企业经验，涂料的重涂市场占比超过 70%，而我国的占比仅约 40%左右，

仍有较大提升空间。

- **涂料行业竞争呈现阶梯化，龙头企业集中度有望逐步提升。在家装涂料领域，立邦为绝对龙头；工程领域三棵树有望逐步赶超。**我国家装涂料领域中销售规模最大的是两个外资品牌立邦和多乐士，2017 年销售收入分别为 105 和 49 亿元，市占率分别为 26%和 12%，合计占比接近 40%。三棵树销售规模为 10 亿元左右，市占率仅为 2.4%。**目前来看，三棵树与行业前两名体量相差较大，随着公司在三四线渠道铺设完成以及积极进军一二线城市，公司拥有的渠道和产品性价比优势将助力市占率持续提升。**在工程涂料领域，龙头是立邦，17 年销售额为 30 亿元，市占率为 20%，三棵树紧随其后，17 年销售额为 13 亿元，市占率为 9%。**凭借三棵树在工程领域多年积累和具有冲击力的经营策略有望逐步追赶上立邦。**
- **公司工程渠道布局完善，逐步进入收获期；家装渠道由“三四线”逐步转向“一二线”。工程端：**公司在工程直销领域市占率和开发商首选率均为行业第二，且趋势向上。**另外，公司在大地产商合作数量和单个地产商收入规模上均有所突破。**2017 年 3 月公司与广州恒大签订五年 20 亿元的历史最大涂料采购订单。截至 2017 年末，公司与国内 10 强地产中的 8 家、50 强地产中的 31 家、100 强地产中的 47 家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系。**家装端：**公司在发展前期避开与竞争力强劲的国际品牌在一、二线城市的正面竞争，以三、四线为切入点，“农村包围城市”，逐步向一、二线城市渗透发展。
- **产能扩张确保收入稳步增长，未来降费有望致盈利能力提升。**截止 18 年年底，公司在产墙面漆产能达到 73.5 万吨，同比增长 54.1%，新增产能有效缓解了原有产线的生产压力，17 和 18 的产能利用率分别为 68%和 61%。
- **公司前期投入大量人力和费用进行销售渠道的铺设，目前将逐步进入收获期，后续降费或成主旋律，在毛利率基本稳定的情况下，销售和管理费用率的降低将促进盈利能力稳步提升。**
- **我们预计公司 19 和 20 年的盈利分别为 2.91 和 4.06 亿，PE 为 30 和 22 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。**

风险提示

- **行业需求增长不及预期；落后产能淘汰不及预期；下游地产商客户订单大幅减少，新地产客户拓展不及预期；工程端应收账款风险；家装领域一二线市场拓展不及预期；原材料大幅上涨。**

图表 78：三棵树财务报表

损益表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	**2,619**	**3,584**	**4,714**	**6,322**	**8,496**
增长率	*34.5%*	*36.8%*	*31.5%*	*34.1%*	*34.4%*
营业成本	-1,555	-2,152	-2,838	-3,808	-5,120
%销售收入	*59.4%*	*60.0%*	*60.2%*	*60.2%*	*60.3%*
毛利	1,064	1,432	1,876	2,514	3,376
%销售收入	*40.6%*	*40.0%*	*39.8%*	*39.8%*	*39.7%*
营业税金及附加	-37	-44	-58	-78	-105
%销售收入	*1.4%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*
营业费用	-563	-772	-1,014	-1,347	-1,784
%销售收入	*21.5%*	*21.5%*	*21.5%*	*21.3%*	*21.0%*
管理费用	-267	-240	-438	-588	-790
%销售收入	*10.2%*	*6.7%*	*9.3%*	*9.3%*	*9.3%*
息税前利润（EBIT）	197	377	366	501	697
%销售收入	*7.5%*	*10.5%*	*7.8%*	*7.9%*	*8.2%*
财务费用	3	-17	-10	-5	-3
%销售收入	*-0.1%*	*0.5%*	*0.2%*	*0.1%*	*0.0%*
资产减值损失	13	24	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	2	0	0	0
%税前利润	*0.8%*	*0.6%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	215	386	356	496	694
营业利润率	*8.2%*	*10.8%*	*7.5%*	*7.8%*	*8.2%*
营业外收支	-7	-12	0	0	0
税前利润	**208**	**374**	**356**	**496**	**694**
利润率	*7.9%*	*10.4%*	*7.5%*	*7.8%*	*8.2%*
所得税	-38	-49	-64	-90	-126
所得税率	*18.2%*	*13.2%*	*18.1%*	*18.1%*	*18.1%*
净利润	176	222	291	406	568
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**176**	**222**	**291**	**406**	**568**
净利率	*6.7%*	*6.2%*	*6.2%*	*6.4%*	*6.7%*

现金流量表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	176	222	291	406	568
加:折旧和摊销	47	64	77	84	86
资产减值准备	13	24	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	7	11	10	5	3
投资收益	-2	-2	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	22	-246	-348	286	-580
经营活动现金净流	**223**	**267**	**30**	**782**	**77**
固定资本投资	-121	-214	-100	-104	-20
投资活动现金净流	**-182**	**-442**	**-126**	**-130**	**-46**
股利分配	-56	0	0	0	0
其他	24	215	187	-328	-3
筹资活动现金净流	**-32**	**215**	**187**	**-328**	**-3**
现金净流量	**9**	**40**	**92**	**323**	**28**

资产负债表（人民币百万元）

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	200	291	382	706	733
应收款项	612	999	1,120	1,721	2,096
存货	188	265	332	469	608
其他流动资产	94	315	378	441	512
流动资产	1,094	1,870	2,212	3,337	3,950
%总资产	*52.4%*	*59.1%*	*62.2%*	*70.6%*	*74.6%*
长期投资	168	168	168	168	168
固定资产	493	592	729	734	665
%总资产	*23.6%*	*18.7%*	*20.5%*	*15.5%*	*12.6%*
无形资产	150	176	189	200	209
非流动资产	995	1,296	1,342	1,387	1,347
%总资产	*47.6%*	*40.9%*	*37.8%*	*29.4%*	*25.4%*
资产总计	**2,089**	**3,166**	**3,554**	**4,724**	**5,297**
短期借款	90	366	323	0	0
应付款项	750	1,283	1,183	2,269	2,275
其他流动负债	119	144	144	144	144
流动负债	959	1,792	1,650	2,413	2,418
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	11	38	38	38	38
负债	**970**	**1,830**	**1,687**	**2,451**	**2,456**
普通股股东权益	1,119	1,335	1,867	2,273	2,841
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**2,089**	**3,166**	**3,554**	**4,724**	**5,297**

比率分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标					
每股收益(元)	1.32	1.67	2.19	3.05	4.27
每股净资产(元)	8.41	10.03	14.02	17.07	21.34
每股经营现金净流(元)	1.68	2.00	0.23	5.87	0.57
每股股利(元)	0.42	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	15.73%	16.66%	15.59%	17.87%	20.00%
总资产收益率	8.42%	7.03%	8.19%	8.60%	10.72%
投入资本收益率	24.32%	30.94%	26.34%	26.71%	43.99%
增长率					
营业总收入增长率	34.45%	36.82%	31.53%	34.10%	34.39%
EBIT增长率	38.74%	91.90%	3.01%	37.07%	39.07%
净利润增长率	31.66%	26.43%	30.84%	39.52%	39.87%
总资产增长率	22.70%	51.53%	12.27%	32.91%	12.14%
资产管理能力					
应收账款周转天数	55.5	65.7	65.7	65.7	65.7
存货周转天数	21.6	22.7	22.8	22.8	22.8
应付账款周转天数	90.1	87.9	89.0	88.4	88.7
固定资产周转天数	58.3	54.5	50.5	41.7	29.7
偿债能力					
净负债/股东权益	-17.93%	-1.22%	-20.49%	-32.27%	-69.27%
EBIT利息保障倍数	-59.6	20.8	36.6	100.2	232.3
资产负债率	46.44%	57.82%	47.48%	51.89%	46.37%

来源：中泰证券研究所

■ 投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。