

公司研究/公告点评

2019年06月21日

建材/其他建材 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 39.82  
合理价格区间(元): 47.58~51.24

**方晏荷** 执业证书编号: S0570517080007  
研究员 0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

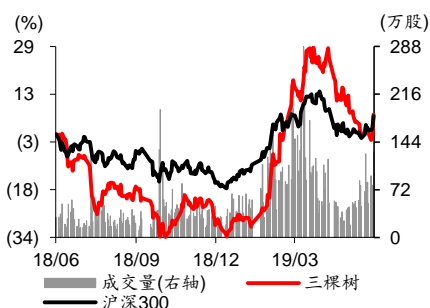
**陈亚龙** 执业证书编号: S0570517070005  
研究员 021-28972238  
chenyalong@htsc.com

**张雪蓉** 执业证书编号: S0570517120003  
研究员 021-38476737  
zhangxuerong@htsc.com

相关研究

- 1 《三棵树(603737,增持): 工程零售共振, 19年有望高速增长》2019.04
- 2 《三棵树(603737,增持): 工程维持高增长, 期待零售放量》2018.10
- 3 《三棵树(603737,增持): 零售销售提速, 供应链建设进展顺利》2018.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	186.38
流通 A 股 (百万股)	183.12
52 周内股价区间 (元)	34.93-68.00
总市值 (百万元)	7,422
总资产 (百万元)	3,848
每股净资产 (元)	7.17

资料来源: 公司公告

回购彰显发展信心, 旧改释放重涂需求

三棵树(603737)

拟回购实施员工持股, 政策推进旧房重涂发展

2019年6月20日晚, 公司董事会审议通过回购议案, 拟以自有资金竞价回购 6000-11000 万元, 用于员工持股计划。继限制性股票和首期员工持股计划后, 公司激励程度有望扩大。且本周国常会部署推进城镇老旧小区改造, 促进户户内改造并带动消费, 我们认为将带动旧房重涂市场和公司“马上住”业务的较快增长。我们维持预计公司 19-21 年归母净利润为 3.4/4.9/6.6 亿元, 对应分红后 EPS 1.83/2.63/3.56 元, 维持“增持”评级。

拟回购 0.6-1.1 亿元, 员工持股有望扩大激励面

公司此次回购拟在半年内回购 0.6-1.1 亿元, 用于后续员工持股计划。回购方式为集中竞价交易, 回购价格不超过 45 元/股。公司曾于 2017 年实施限制性股票激励, 2018 年首次授予股票占总股本的 2.27%, 覆盖人数 292 人, 其中预留部分 0.31% 覆盖人数 56 人; 2019 年 2 月公司完成第一期员工持股计划购买, 占公司总股本的 0.95%, 成交金额 4838 万元。此次拟回购金额高于首次员工持股计划购买金额, 按回购上限测算占公司总股本的 1.31%, 我们预计在员工激励覆盖广度上或将有所提升。

政策推进旧改试点探索, 重涂市场超过 3600 亿元

本周国常会部署推进城镇老旧小区改造, 重点改造建设小区水电路及光纤等配套设施, 有条件的可加装电梯, 配建停车设施, 促进户户内改造并带动消费。各地初步统计全国需改造的城镇老旧小区涉及居民上亿人, 按户均 3-4 人计算涉及旧改约 3000 万套, 按 1.2 万元客单价计算, 旧房重涂市场在 3600 亿元以上。根据我们在消费建材深度报告《大变局: 存量崛起, 增量升级》中的测算, 自 2015 年开始, 二手房装修面积就已超越新房装修。假设每年翻新占比提升 0.3%, 2020 年二手房对消费建材拉动规模有望达到 3.5 万亿元, 三年 CAGR+16.5%。

积极打造综合服务商, 市占率提升有望加速

我们总体认为住宅存量更新将成为消费建材需求主导因素, 而增量升级将促进行业集中度提升。公司 2018 年销售工程墙面漆 33.5 万吨, 对应销售收入 17.6 亿元, YoY+54.7%; 销售家装墙面漆 10.5 万吨, 实现销售收入 8 亿元, YoY+12.9%, 增长稳健。公司同时积极推进“马上住”服务, 18 年“马上住”成交单数 6.4 万单, 同比新增 4.6 万单, 授权网点 872 家, 同比新增 339 家, 向“涂料+咨询+施工”综合服务商转变。

继续看好公司中长期成长, 维持“增持”评级

公司 2018 年经销收入占比 76.2%, 经营现金净流入 2.7 亿元, 19 年人员招聘和股权摊销费用较 18 年有望较大幅度减少, 而公司此次回购金额 0.6-1.1 亿元, 对现金流压力较小。我们维持公司 19-21 年归母净利润预测, 对应 18 年权益分派实施后的 EPS 为 1.83/2.63/3.56 元。考虑到公司作为国内唯一一家工程、零售端全覆盖的建筑涂料企业, 维持给予公司 19 年 26~28x PE, 目标价 47.58-51.24 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 地产竣工不达预期, 原材料成本上涨, 重大安全环保生产事故。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,619	3,584	4,791	6,245	7,841
+/-%	34.45	36.82	33.67	30.35	25.56
归属母公司净利润 (百万元)	175.97	222.49	340.54	490.46	662.66
+/-%	31.66	26.43	53.06	44.02	35.11
EPS (元, 最新摊薄)	0.94	1.19	1.83	2.63	3.56
PE (倍)	42.17	33.36	21.79	15.13	11.20

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,094	1,870	2,334	3,138	4,169
现金	199.72	290.67	381.99	622.79	1,002
应收账款	486.46	772.13	1,076	1,432	1,834
其他应收账款	34.48	16.08	21.56	28.10	35.28
预付账款	25.35	31.34	65.61	67.76	87.49
存货	187.81	264.90	356.62	467.30	585.63
其他流动资产	159.90	494.72	431.97	520.08	624.54
非流动资产	995.44	1,296	1,423	1,550	1,648
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	492.97	591.87	854.93	1,030	1,153
无形资产	150.33	176.05	181.83	190.65	198.50
其他非流动资产	352.14	527.85	386.02	328.84	296.17
资产总计	2,089	3,166	3,756	4,687	5,818
流动负债	958.82	1,792	2,076	2,513	2,977
短期借款	90.00	366.00	363.73	304.67	294.44
应付账款	612.34	1,118	1,399	1,876	2,335
其他流动负债	256.48	308.61	313.35	332.54	347.16
非流动负债	11.29	37.87	19.93	23.03	26.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	11.29	37.87	19.93	23.03	26.94
负债合计	970.11	1,830	2,096	2,536	3,004
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	102.18	133.13	186.38	186.38	186.38
资本公积	390.33	397.29	344.04	344.04	344.04
留存公积	691.42	857.76	1,130	1,621	2,284
归属母公司股东权益	1,119	1,335	1,661	2,151	2,814
负债和股东权益	2,089	3,166	3,756	4,687	5,818

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	223.42	266.73	339.12	528.34	612.57
净利润	175.97	222.49	340.54	490.46	662.66
折旧摊销	46.81	64.32	74.22	99.27	119.74
财务费用	(3.10)	17.05	14.44	9.34	5.19
投资损失	(1.63)	(2.26)	(0.98)	(1.23)	(1.52)
营运资金变动	8.09	(23.89)	(110.07)	(94.03)	(209.40)
其他经营现金	(2.71)	(10.98)	20.98	24.53	35.91
投资活动现金	(182.07)	(442.06)	(215.94)	(219.16)	(217.71)
资本支出	206.04	279.51	200.00	200.00	200.00
长期投资	(22.00)	165.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	1.97	2.45	(15.94)	(19.16)	(17.71)
筹资活动现金	(32.19)	215.09	(31.86)	(68.37)	(15.42)
短期借款	(50.35)	276.00	(2.27)	(59.07)	(10.22)
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	2.18	30.95	53.25	0.00	0.00
资本公积增加	68.88	6.96	(53.25)	0.00	0.00
其他筹资现金	(52.90)	(98.82)	(29.59)	(9.30)	(5.20)
现金净增加额	9.12	39.75	91.32	240.80	379.44

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,619	3,584	4,791	6,245	7,841
营业成本	1,555	2,152	2,929	3,816	4,796
营业税金及附加	36.88	44.35	59.29	77.28	97.03
营业费用	563.39	771.54	1,032	1,312	1,609
管理费用	189.76	239.76	311.39	399.66	493.96
财务费用	(3.10)	17.05	14.44	9.34	5.19
资产减值损失	13.46	24.11	20.56	21.74	21.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.63	2.26	0.98	1.23	1.52
营业利润	221.06	283.81	424.95	609.71	819.23
营业外收入	0.12	0.21	0.00	0.00	0.00
营业外支出	7.33	12.26	9.00	10.63	9.81
利润总额	213.85	271.76	415.95	599.08	809.42
所得税	37.87	49.27	75.42	108.62	146.76
净利润	175.97	222.49	340.54	490.46	662.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	175.97	222.49	340.54	490.46	662.66
EBITDA	264.76	365.19	513.61	718.32	944.16
EPS (元, 基本)	0.94	1.19	1.83	2.63	3.56

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.45	36.82	33.67	30.35	25.56
营业利润	56.09	28.38	49.73	43.48	34.36
归属母公司净利润	31.66	26.43	53.06	44.02	35.11
获利能力 (%)					
毛利率	40.62	39.97	38.87	38.88	38.83
净利率	6.72	6.21	7.11	7.85	8.45
ROE	15.73	16.66	20.50	22.80	23.55
ROIC	22.15	20.84	25.48	31.66	35.90
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.44	57.82	55.79	54.11	51.63
净负债比率 (%)	9.28	20.00	17.36	12.01	9.80
流动比率	1.14	1.04	1.12	1.25	1.40
速动比率	0.94	0.89	0.95	1.06	1.20
营运能力					
总资产周转率	1.38	1.36	1.38	1.48	1.49
应收账款周转率	6.45	5.33	4.85	4.66	4.49
应付账款周转率	3.19	2.49	2.33	2.33	2.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	1.19	1.83	2.63	3.56
每股经营现金流(最新摊薄)	1.20	1.43	1.82	2.83	3.29
每股净资产(最新摊薄)	6.00	7.16	8.91	11.54	15.10
估值比率					
PE (倍)	42.17	33.36	21.79	15.13	11.20
PB (倍)	6.63	5.56	4.47	3.45	2.64
EV_EBITDA (倍)	27.37	19.85	14.11	10.09	7.68

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com