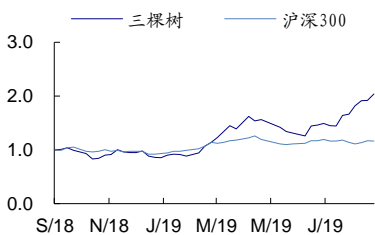


**证券研究报告—动态报告**
**建材**
**其他建材 II**
**三棵树(603737)**
**买入**
**2019 年中报点评**

(维持评级)

2019 年 09 月 02 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	186/183
总市值/流通(百万元)	11,295/11,097
上证综指/深圳成指	2,886/9,366
12 个月最高/最低(元)	62.76/23.58

**相关研究报告:**

《三棵树-603737-2018 年年报点评: 业绩持续高增长, 产能扩张+优质赛道助力未来发展》——2019-04-26

《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号: 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号: S0980518090002

**联系人: 冯梦琪**

电话:  
 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**
**收入、利润增长提速, 维持买入评级**
**● 收入、净利润增长进一步提速, 业绩略超市场预期**

2019 上半年公司实现营收 22.02 亿元, 同比增长 66.14%, 实现营业利润 1.50 亿元, 同比增长 91.13%, 归母净利润 1.18 亿元, 同比增长 99.66%, 扣非归母净利润 8244 万元, 同比增长 103.79%, 中报收入 (+3.92pct) 和净利润 (+24.26pct) 增速均较一季报有所提升, 略超市场预期。其中 Q2 单季营收 15.71 亿元, 同比增长 67.77%, 较 Q1 单季增速提升 5.55pct, 归母净利润 1.20 亿元, 同比增长 79.23%, 较 Q1 单季增速提升 3.83pct。

**● 墙面漆依旧是业绩贡献的主力, 基材、装饰施工等亦实现较高增长**

上半年共销售墙面漆 27.26 万吨, 同比增长 69.8%, 实现收入 14.7 亿元, 同比增长 51.3%, 占总收入的 67%; 其中工程墙面漆销量同比增长 76.4%, 收入同比增长 65.2%, 单价略有下降主因配套的内墙工程产品占比增加以及策略性定价; 家装墙面漆销量同比增长 51.6%, 收入同比增长 25.6%; 单价同比下降主因产品结构变动; 此外, 公司基材与辅材业务和装饰施工业务均实现较高增长, 同比增速分别达 48% 和 417%, 占总收入比重为 7% 和 10%。

**● 降费增利, 营运效率提升**

上半年公司三项费用率约达 29.55%, 同比下降 1.69pct, 其中销售费用率 23.48% (+0.39pct)、管理费用率 5.96% (-2.53pct)、财务费用率 0.11% (+0.45pct); 上半年毛利率 38.9% (-2.13pct) 最终实现净利率 5.7%, 较去年同期提升 1.28pct。上半年公司营运效率进一步提升, 存货周转率和应收账款周转率分别为 3.7 和 2.2, 分别较去年同期提升 0.26 和 0.11。

**● 风险提示: 宏观经济出现超预期下滑; 原材料价格异常波动; 控费不及预期**
**● 渠道布局渐入收获期, 员工增持彰显信心, 维持“买入”评级。**

涂料行业是典型的“大行业、小公司”的竞争格局。从 19 年以来的财报可以看出, 公司收入增长远超行业均值水平, 人均创收创利亦有显著提升, 这是公司自 2016 年以来在渠道、人员、产能方面的投入取得的初步成果, 也反映了公司在渠道、品牌方面开始逐步建立自身的优势, 未来高增长可期, 预计 19-21 年 EPS 分别为 2.53/3.36/4.45 元/股, 对应 PE 为 24/18/14x, 公司在 18 年 10 月与 19 年 8 月两次员工增持计划彰显对未来发展信心, 维持“买入”评级。

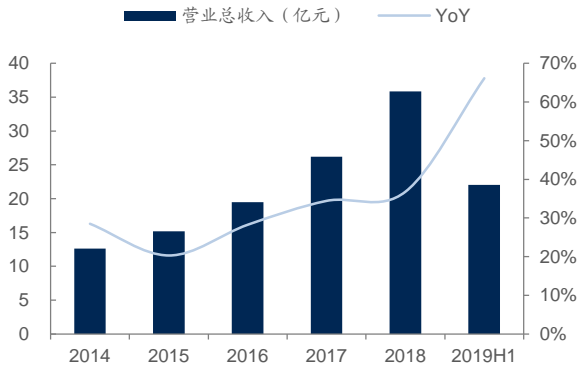
**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,619	3,584	5,598	7,395	9,650
(+/-%)	34.5%	36.8%	56.2%	32.1%	30.5%
净利润(百万元)	176	222	336	446	591
(+/-%)	31.7%	26.4%	50.9%	33.0%	32.3%
摊薄每股收益(元)	1.32	1.67	2.53	3.36	4.45
EBIT Margin	7.5%	10.5%	10.6%	10.4%	10.1%
净资产收益率(ROE)	15.7%	16.7%	21.8%	24.7%	27.4%
市盈率(PE)	45.7	36.2	24.0	18.0	13.6
EV/EBITDA	37.1	22.5	16.3	13.5	11.6
市净率(PB)	7.19	6.03	5.24	4.46	3.73

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

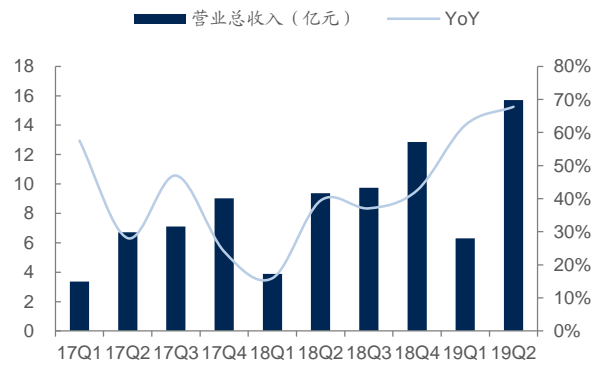
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 三棵树营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



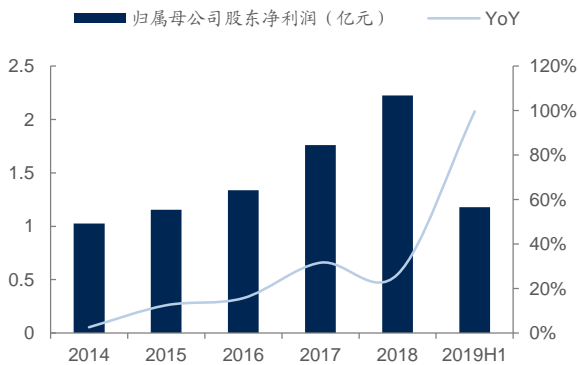
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 三棵树单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



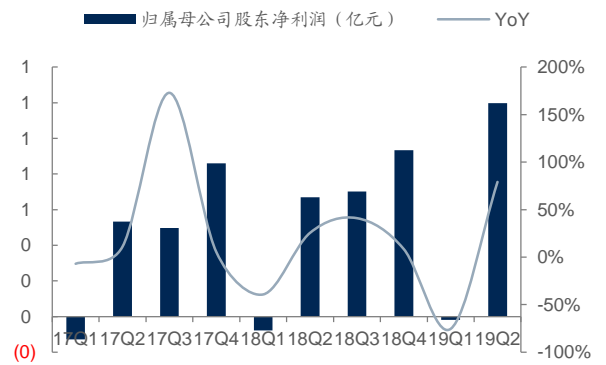
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 三棵树归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



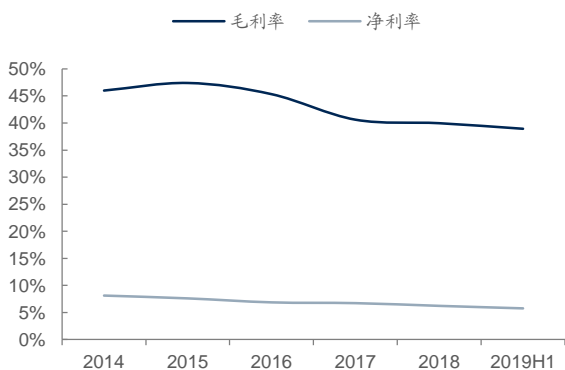
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 三棵树单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



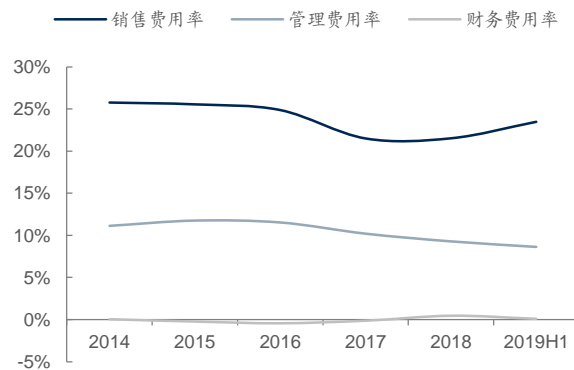
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 三棵树毛利率、净利率变化情况



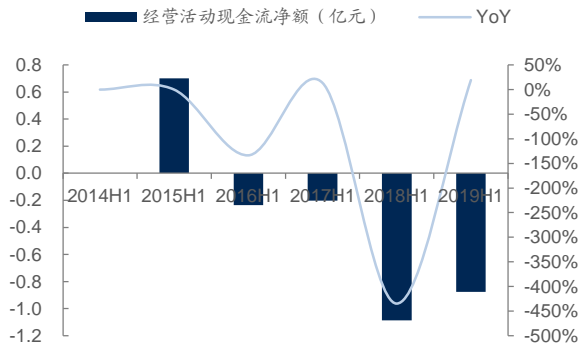
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 三棵树三项费用率变化情况



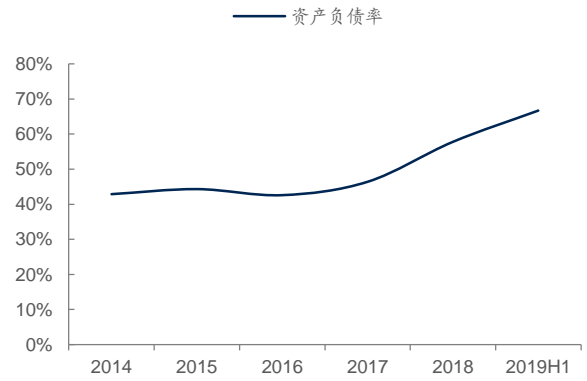
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 三棵树经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 三棵树资产负债率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 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	291	842	1094	1419	营业收入	3584	5598	7395	9650
应收款项	999	1434	1705	2224	营业成本	2152	3450	4603	6067
存货净额	265	417	562	750	营业税金及附加	44	45	59	77
其他流动资产	315	347	555	661	销售费用	772	1169	1529	1975
<b>流动资产合计</b>	<b>1870</b>	<b>3040</b>	<b>3916</b>	<b>5055</b>	管理费用	240	343	436	557
固定资产	844	1024	1226	1455	财务费用	17	19	28	30
无形资产及其他	176	169	162	155	投资收益	2	0	0	0
投资性房地产	276	276	276	276	资产减值及公允价值变动	(24)	(28)	(33)	(33)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(54)	(118)	(142)	(170)
<b>资产总计</b>	<b>3166</b>	<b>4509</b>	<b>5579</b>	<b>6941</b>	营业利润	284	426	565	741
短期借款及交易性金融负债	366	700	770	809	营业外净收支	(12)	(17)	(21)	(21)
应付款项	1118	1564	2128	2865	<b>利润总额</b>	<b>272</b>	<b>409</b>	<b>544</b>	<b>720</b>
其他流动负债	309	507	655	870	所得税费用	49	74	98	130
<b>流动负债合计</b>	<b>1792</b>	<b>2771</b>	<b>3553</b>	<b>4543</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	150	150	150	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>222</b>	<b>336</b>	<b>446</b>	<b>591</b>
其他长期负债	38	51	72	88					
<b>长期负债合计</b>	<b>38</b>	<b>201</b>	<b>222</b>	<b>238</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1830</b>	<b>2972</b>	<b>3775</b>	<b>4782</b>	净利润	222	336	446	591
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	11	14	7	8
股东权益	1335	1537	1805	2159	折旧摊销	63	84	111	133
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3166</b>	<b>4509</b>	<b>5579</b>	<b>6941</b>	公允价值变动损失	24	28	33	33
					财务费用	17	19	28	30
					营运资本变动	(151)	53	116	163
					其它	(11)	(14)	(7)	(8)
					<b>经营活动现金流</b>	<b>158</b>	<b>501</b>	<b>706</b>	<b>920</b>
					资本开支	(252)	(300)	(345)	(397)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(252)</b>	<b>(300)</b>	<b>(345)</b>	<b>(397)</b>
					权益性融资	9	0	0	0
					负债净变化	0	150	0	0
					支付股利、利息	(67)	(134)	(179)	(236)
					其它融资现金流	311	334	70	39
					<b>融资活动现金流</b>	<b>185</b>	<b>350</b>	<b>(109)</b>	<b>(198)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>91</b>	<b>551</b>	<b>252</b>	<b>325</b>
					货币资金的期初余额	200	291	842	1094
					货币资金的期末余额	291	842	1094	1419
					企业自由现金流	(33)	323	511	698
					权益自由现金流	278	791	558	712

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	1.67	2.53	3.36	4.45
每股红利	0.51	1.01	1.34	1.78
每股净资产	10.05	11.57	13.58	16.25
ROIC	22%	28%	34%	42%
ROE	17%	22%	25%	27%
毛利率	40%	38%	38%	37%
EBIT Margin	11%	11%	10%	10%
EBITDA Margin	12%	12%	12%	11%
收入增长	37%	56%	32%	30%
净利润增长率	26%	51%	33%	32%
资产负债率	58%	66%	68%	69%
息率	0.8%	1.7%	2.2%	2.9%
P/E	36.2	24.0	18.0	13.6
P/B	6.0	5.2	4.5	3.7
EV/EBITDA	22.5	16.3	13.5	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