

## 公司研究

涂料油漆油墨制造/化学制品/化工

### 三棵树 (603737)

#### ——工程家装共助力，业绩延续高增长

##### 事件：

公司发布2019年半年报，上半年公司实现营业收入22.02亿元，同比增长66.14%；实现归母净利润1.18亿元，同比增长99.66%；实现扣非归母净利润0.82亿元，同比增长103.79%。

##### 事件点评：

◆**工程家装齐发力，业绩高速增长。**2019年上半年，公司业绩实现快速增长。工程涂料业务方面，公司持续围绕“以用户为中心”，坚持“聚焦十强，精耕百强”，加强与大型房地产企业的合作，提高地产公司涂料占比份额。截止2019年上半年，公司与国内10强地产中的8家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系，其他百强地产中公司产品占比稳步提升，发展势头良好。家装涂料业务方面，公司根据渠道部署规划大力发展新经销商客户，引导和优化现有经销商客户，加强客户与渠道的精细化管理水平，并通过全城联动促销的终端活动，提高综合成交率，整体提升店效、人效、品效。

2019年上半年，公司工程墙面涂料业务实现销售收入10.41亿元，同比增长65.16%，占总收入比重为47.27%，工程墙面涂料销量为20.82万吨，同比增长76%；家装墙面涂料业务实现销售收入4.29亿元，同比增长25.63%，销量为6.44万吨，同比增长52%。

◆**积极推进“马上住”、“O2O”及工程涂装服务体系。**公司进一步优化和提升“马上住”服务体系，着重在“提升服务质量和消费者口碑、打造核心城市服务商、完善多平台引流模式”方面发力，进一步夯实服务品质。同时，公司布局涂装一体化和城市焕新重涂业务，打造361°服务体系，持续推动公司由单一涂料生产商向“涂料+服务咨询+施工服务”的综合服务商的转变。2019年上半年，公司装饰施工板块实现销售收入2.20亿元，同比增长416.78%。

◆**防水卷材增添新利润点。**2019年1月，公司全资子公司三棵树防水收购大禹防漏70%股权并于2月开始正式并表，上半年大禹防漏实现扣非后归母净利润2525万元。同时，上半年三棵树

##### 主要数据(截至9月2日收盘)：

当前股价	63.95元
投资评级	【买入】
评级变动	【维持】
总股本	1.86亿股
流通股本	1.83亿股

长城国瑞证券研究所

分析师：

胡晨曦

huchenxi@gwgsc.com

执业证书编号：S0200518090001

联系电话：0592-5169085

地址：厦门市思明区莲前西路2号

莲富大厦17楼

长城国瑞证券有限公司

**相关报告:**

1. 公司研究: 三棵树 (603737) —— 绿色、健康、环保涂料品牌, 工程家装齐发力\_2018. 5. 17
2. 中报点评: 三棵树 (603737) —— 业绩符合预期, 工程涂料业务持续发力\_ 2018. 8. 16
3. 年报点评: 三棵树 (603737) —— 业绩保持快速增长, 工程涂料业务表现强劲\_2019. 04. 25

安徽基地的防水、保温材料已经进入调试生产阶段。2019 年上半年, 公司防水卷材业务实现销售收入 1.30 亿元, 有望成为公司新的利润增长点。

◆综合毛利率基本稳定, 应收账款快速增长。上半年, 公司综合毛利率为 38.93%, 较 2018 年底下降 1.04Pct, 基本稳定在 40% 左右。公司工程墙面漆的下游客户主要为大型房地产公司, 较家装客户而言, 议价及回款能力较弱。截止 2019 年上半年, 公司应收账款达到了 12.19 亿元, 较 2018 年底增加 4.47 亿元, 同比增长 56.85%。

**投资建议:**

我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 2.91/3.71/4.55 亿元, EPS 分别为 1.56/1.99/2.44 元, 对应 P/E 分别为 41/32/26 倍, 考虑公司持续加强与大型房地产企业的紧密合作, 努力提高市场份额、扩大市场影响力, 工程漆业务保持高速增长; “马上住”等新销售模式推进顺利, 家装漆业务快速增长; 同时, 防水卷材业务有望成为公司新的利润增长点, 我们维持其“买入”投资评级。

**风险提示:**

原材料价格波动, 地产商采购不及预期, 新销售模式推广受阻, 应收账款坏账风险。

**主要财务数据及预测**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3584.02	4782.69	6141.32	7537.17
增长率(%)	36.82%	33.45%	28.41%	22.73%
归母净利润 (百万元)	222.49	291.05	371.30	455.25
增长率(%)	26.43%	30.82%	27.57%	22.61%
EPS (元)	1.67	1.56	1.99	2.44
毛利率	39.97%	38.90%	38.39%	38.20%
净资产收益率 (摊薄)	16.66%	18.74%	20.28%	20.97%

数据来源: Wind、长城国瑞证券研究所

表：盈利预测

单位：百万元

利润表	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3584.02	4782.69	6141.32	7537.17	货币资金	290.67	175.12	455.99	780.16
减:营业成本	2151.65	2922.03	3783.41	4657.96	应收和预付款项	1031.21	893.30	1577.80	1455.50
营业税金及附加	44.35	59.19	76.00	93.27	存货	264.90	323.24	438.27	499.27
营业费用	771.54	1029.58	1322.05	1622.54	其他流动资产	283.06	283.06	283.06	283.06
管理费用	239.76	286.96	368.48	452.23	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
研发费用	92.59	123.39	158.45	194.46	投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	17.05	36.03	9.40	-9.36	固定资产和在建工程	844.14	714.23	584.32	454.41
资产减值损失	24.11	20.00	20.00	20.00	无形资产和开发支出	176.05	155.14	132.97	110.80
投资收益	2.26	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	275.58	251.14	249.14	249.14
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	3165.60	2795.23	3721.55	3832.34
其他经营损益	38.58	50.00	50.00	50.00					
营业利润	376.39	478.90	611.98	750.53					
其他非经营损益	-12.05	0.00	0.00	0.00	短期借款	366.00	198.86	0.00	0.00
利润总额	364.35	478.90	611.98	750.53	应付和预收款项	1153.31	1043.45	1891.03	1661.48
所得税	49.27	64.46	82.23	100.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	315.08	414.44	529.75	649.71	其他负债	310.97	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	负债合计	1830.27	1242.31	1891.03	1661.48
归母净利润	222.49	291.05	371.30	455.25	股本	133.13	133.13	133.13	133.13
					资本公积	344.45	344.45	344.45	344.45
现金流量表	2018A	2019E	2020E	2021E	留存收益	857.76	1075.35	1352.94	1693.29
经营活动现金流	266.73	317.52	579.83	426.71	归母股东权益	1335.33	1552.93	1830.52	2170.87
投资活动现金流	-442.06	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	215.09	-273.63	-298.97	-102.54	股东权益合计	1335.33	1552.93	1830.52	2170.87
现金流量净额	39.75	43.89	280.87	324.17	负债和股东权益	3165.60	2795.23	3721.55	3832.34

数据来源：Wind、长城国瑞证券研究所

## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入：相对强于市场表现 20%以上；
- 增持：相对强于市场表现 10%~20%；
- 中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；
- 减持：相对弱于市场表现 10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好：行业超越整体市场表现；
- 中性：行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。