

公司研究/公告点评

2021年01月15日

建材/其他建材

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 151.88  
目标价格(元): 166.20

方晏荷 SAC No. S0570517080007  
研究员 SFC No. BPW811  
0755-22660892  
fangyanhe@htsc.com

武慧东 SAC No. S0570520100004  
研究员 010-56793963  
wuhuidong@htsc.com

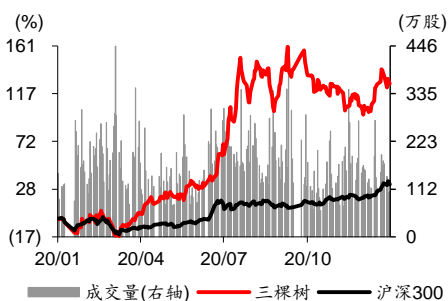
张艺露 SAC No. S0570520070002  
研究员 zhangyilu@htsc.com

林晓龙 SAC No. S0570120090022  
联系人 linxiaolong@htsc.com

相关研究

- 1 《三棵树(603737 SH,增持): Q3 收入增长提速, 净利率回升显著》2020.10
- 2 《三棵树(603737 SH,增持): 协同效应显现, Q2 归母净利同比翻番》2020.08
- 3 《三棵树(603737 SH,增持): Q1 冲击落地, 全年净利率抬升可期》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 市场份额优先, 收入持续快速增长 三棵树(603737)

### 加快抢占市场份额收入持续增长, 全年归母净利增长 23%

公司 1 月 14 日晚发布 2020 年业绩快报, 预计全年实现营业收入 83.27 亿元, 同比+39.43%; 实现归母净利润 5.01 亿元, 同比+23.33%; 扣非归母净利 4.22 亿元, 同比+18.36%。归母净利润低于我们预测值 5.71 亿元, 我们料与 Q4 原材料价格上涨、产品价格有所下调有关。公司作为国产建筑涂料龙头优势突出, 2020 年在疫情影响下, 收入仍实现了快速增长, 但考虑原材料涨价及行业竞争有所加剧, 我们下调公司 21-22 年 EPS 预测至 1.86/2.77/3.87 元 (前值 2.12/3.62/4.80 元), 维持“增持”评级。

### 20Q4 收入增长加速, 成本价格两端承压

根据公司业绩快报, 我们测算公司 20Q4 实现收入 33.3 亿元, 同比+56%, 环比 20Q3 增长 39%; 归母利润 1.8 亿元, 同比+31%; 扣非归母净利 1.5 亿元, 同比+18%。公司 20Q4 单季净利率 5.3%, 较 20Q3 的 9.5% 大幅下降, 我们预计与原材料成本上行 (20Q4 国内钛白粉价格环比上涨 27%) 有关; 但由于 20Q4 钛白粉价格同比低约 4%, 我们预计行业竞争加剧导致价格下跌, 单季净利率略低于 19Q4 的 6.5%。公司 20 年全年净利率约 6%, 同比下降 0.8pct, 随着立邦 (4612 T) 与东方雨虹 (002271 CH) 加快 B 端涂料市场布局, 我们预计国内工程涂料市场竞争或将进一步加剧。

### 防水业务快速拓展, 资产负债总体稳健

公司 20Q3 防水卷材实现收入 2.5 亿元, 同比+106%; 销售卷材 1455 万平米, 同比+99%, 延续 20Q2 同比翻番增长趋势, 且公司 2020 年自投防水业务进展顺利, 我们预计全年防水收入同比翻倍以上增长。截至 20Q3 末, 公司资产负债率 68%, 环比 20Q2 末下降 2.6pct, 我们预计全年负债率稳健。公司 2020 年加权 ROE 为 25.0%, 同比提升 1.4pct, 其中总资产周转率为 1.12, 同比去年 1.35 有所下降, 我们预计主要受工程涂料、防水和建筑装饰业务较快增长所致。公司对实际控制人增发 5 亿元已完成, 并拟开展融资租赁、增加对子公司担保等多种举措增强资金运营效率。

### 收入规模有望维持快速增长, 维持“增持”评级

考虑原材料价格上涨、行业竞争加剧等因素影响, 我们下调公司 20-22 年毛利率预测, 但公司坚持市场份额优先战略, 收入有望维持快速增长, 我们上调收入预测。我们预计公司未来在墙面漆、防水与施工等业务方面的协同效应和规模效应将会逐渐显著, 20-22 年净利率或触底回升。我们下调公司 20-22 年归母净利润至 5.0/7.4/10.4 亿元 (前值 5.7/9.7/12.9 亿元), 当前可比公司对应 21 年 Wind 一致预期平均 42xPE, 考虑公司净利率有望触底回升驱动业绩高增长, 且四期员工持股拟最高回购 11 亿元, 我们认可给予公司 21 年 60xPE, 目标价 166.2 元 (前值 162.9 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 房地产销售和新开工大幅低于预期, 钛白粉或乳液价格持续大幅回升, 行业竞争加剧导致毛利率进一步下降。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	268.88
流通 A 股 (百万股)	260.70
52 周内股价区间 (元)	79.05-175.00
总市值 (百万元)	40,838
总资产 (百万元)	7,839
每股净资产 (元)	8.77

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,584	5,972	8,320	11,688	15,632
+/-%	36.82	66.64	39.31	40.49	33.74
归属母公司净利润 (百万元)	222.49	406.07	500.65	744.09	1,040
+/-%	26.43	82.52	23.29	48.63	39.82
EPS (元, 最新摊薄)	0.83	1.51	1.86	2.77	3.87
PE (倍)	183.55	100.57	81.57	54.88	39.25

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 公司盈利预测与估值调整

图表1: 盈利预测变动表

	本次调整前			本次调整后			调整幅度 (% , pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	80.5	110.7	145.7	83.2	116.9	156.3	3.4%	5.6%	7.3%
毛利率 (%)	39.1%	38.1%	37.2%	37.7%	35.4%	35.0%	-1.3pct	-2.6pct	-2.2pct
净利率 (%)	7.1%	8.8%	8.9%	6.0%	6.4%	6.7%	-1.1pct	-2.4pct	-2.2pct
归母净利润 (亿元)	5.7	9.7	12.9	5.0	7.4	10.4	-12.4%	-23.6%	-19.4%

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值表 (2021/1/14)

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (X)				20-22年 CAGR	Peg
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E		
002791 CH	坚朗五金	579.2	1.4	2.4	3.5	4.6	131.8	74.0	52.0	38.8	50.4%	1.5
002271 CH	东方雨虹	1,131.6	0.9	1.3	1.6	2.0	54.8	36.1	29.6	24.1	31.6%	1.1
688157 CH	松井股份	71.6	1.2	1.4	2.0	2.8	77.1	66.0	44.2	32.1	33.9%	1.9
	平均值						87.9	58.7	41.9	31.6	38.6%	1.5
603737 CH	三棵树	408.4	1.5	1.9	2.8	3.9	100.6	81.6	54.9	39.3	36.8%	2.2

注: 除三棵树外, 可比公司盈利预测均来自Wind一致预期。

资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 三棵树营业收入及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

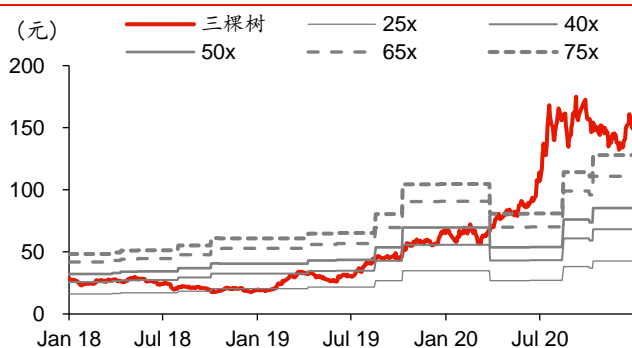
图表4: 三棵树归母净利润及同比增速



资料来源: Wind、华泰证券研究所

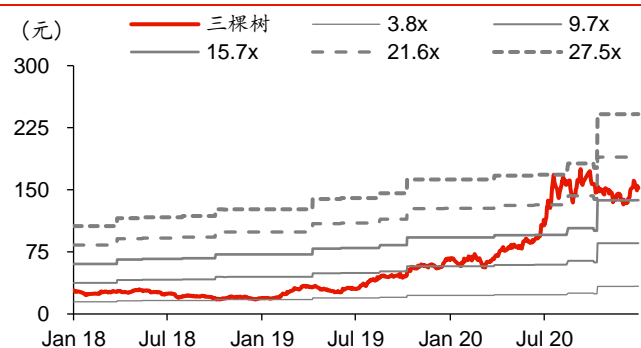
## PE/PB - Bands

图表5: 三棵树历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 三棵树历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,870	3,536	4,955	7,135	9,742
现金	290.67	628.11	925.90	1,426	2,009
应收账款	772.13	1,509	2,216	3,273	4,592
其他应收账款	15.07	70.60	98.35	138.17	184.79
预付账款	31.34	33.62	47.69	69.46	93.50
存货	264.90	504.45	712.59	1,039	1,400
其他流动资产	495.73	790.55	953.98	1,188	1,463
非流动资产	1,296	2,139	2,440	2,655	2,811
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	591.87	1,098	1,218	1,331	1,410
无形资产	176.05	324.29	462.57	591.57	711.91
其他非流动资产	527.85	716.53	759.70	731.73	688.72
资产总计	3,166	5,675	7,395	9,789	12,553
流动负债	1,792	3,530	4,881	6,605	8,518
短期借款	366.00	800.49	1,248	1,519	1,876
应付账款	633.45	1,495	1,987	2,791	3,618
其他流动负债	792.95	1,234	1,646	2,294	3,024
非流动负债	37.87	309.05	223.35	202.85	92.84
长期借款	0.00	216.21	130.50	110.00	0.00
其他非流动负债	37.87	92.84	92.84	92.84	92.84
负债合计	1,830	3,839	5,104	6,807	8,611
少数股东权益	0.00	111.54	133.53	166.22	211.93
股本	133.13	186.38	268.88	268.88	268.88
资本公积	397.29	372.55	719.12	719.12	719.12
留存公积	857.76	1,196	1,169	1,828	2,742
归属母公司股东权益	1,335	1,725	2,157	2,816	3,730
负债和股东权益	3,166	5,675	7,395	9,789	12,553

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	266.73	399.89	466.49	733.42	814.90
净利润	222.49	406.07	500.65	744.09	1,040
折旧摊销	64.32	84.47	116.64	137.77	157.78
财务费用	17.05	7.65	45.48	48.23	39.55
投资损失	(2.26)	(1.54)	(1.54)	(1.54)	(1.54)
营运资金变动	(33.80)	(307.59)	(216.91)	(228.00)	(467.18)
其他经营现金	(1.07)	210.83	22.18	32.88	45.89
投资活动现金	(442.06)	(675.23)	(416.14)	(350.79)	(312.78)
资本支出	279.51	689.20	416.00	350.65	312.64
长期投资	165.00	(103.10)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(2.45)	89.13	0.14	0.14	0.14
筹资活动现金	215.09	622.27	247.43	117.81	80.56
短期借款	276.00	434.49	447.51	271.49	356.36
长期借款	0.00	216.21	(85.71)	(20.50)	(110.00)
普通股增加	30.95	53.25	82.50	0.00	0.00
资本公积增加	6.96	(24.75)	346.58	0.00	0.00
其他筹资现金	(98.82)	(56.93)	(543.45)	(133.17)	(165.80)
现金净增加额	39.76	346.94	297.79	500.45	582.69

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,584	5,972	8,320	11,688	15,632
营业成本	2,152	3,653	5,181	7,546	10,158
营业税金及附加	44.35	52.24	72.78	102.25	136.75
营业费用	771.54	1,276	1,711	2,162	2,814
管理费用	239.76	321.18	449.28	584.42	750.34
财务费用	17.05	7.65	45.48	48.23	39.55
资产减值损失	(24.11)	(66.20)	(112.32)	(128.57)	(171.95)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.26	1.54	1.54	1.54	1.54
营业利润	283.81	519.95	635.51	936.94	1,303
营业外收入	0.21	1.25	1.25	1.31	1.38
营业外支出	12.26	18.98	18.98	18.98	18.98
利润总额	271.76	502.23	617.78	919.27	1,285
所得税	49.27	78.31	95.14	142.49	199.23
净利润	222.49	423.91	522.65	776.78	1,086
少数股东损益	0.00	17.84	22.00	32.69	45.71
归属母公司净利润	222.49	406.07	500.65	744.09	1,040
EBITDA	346.85	621.18	1,019	1,428	1,928
EPS (元, 基本)	0.83	1.51	1.86	2.77	3.87

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	36.82	66.64	39.31	40.49	33.74
营业利润	28.38	83.21	22.22	47.43	39.06
归属母公司净利润	26.43	82.52	23.29	48.63	39.82
获利能力 (%)					
毛利率	39.97	38.83	37.72	35.44	35.02
净利率	6.21	6.80	6.02	6.37	6.66
ROE	18.13	26.54	25.80	29.93	31.79
ROIC	19.41	25.37	32.62	38.82	45.00
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.82	67.64	69.03	69.54	68.60
净负债比率 (%)	20.00	28.99	28.89	25.35	22.90
流动比率	1.04	1.00	1.02	1.08	1.14
速动比率	0.90	0.86	0.87	0.92	0.98
营运能力					
总资产周转率	1.36	1.35	1.27	1.36	1.40
应收账款周转率	5.70	5.24	4.47	4.26	3.97
应付账款周转率	4.10	3.43	2.98	3.16	3.17
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	1.51	1.86	2.77	3.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.49	1.73	2.73	3.03
每股净资产(最新摊薄)	4.97	6.42	8.02	10.47	13.87
估值比率					
PE (倍)	183.55	100.57	81.57	54.88	39.25
PB (倍)	30.58	23.68	18.94	14.50	10.95
EV_EBITDA (倍)	122.43	68.36	41.66	29.73	22.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，方晏荷、武慧东、张艺露，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。



## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、武慧东、张艺露本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 三棵树（603737.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限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

**香港:** 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: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 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

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 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