



Q4 增速强劲，价格竞争抬头，长期趋势仍确定

三棵树(603737)

评级:	买入	股票代码:	603737
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	177.0/72.68
目标价格:	187.50	总市值(亿)	408.38
最新收盘价:	151.88	自由流通市值(亿)	395.94
		自由流通股数(百万)	260.70

事件概述。公司公告，公司 2020 年预计取得营业收入 83.27 亿元，同比增长 39.43%，其中 Q4 营业收入为 33.32 亿元，同比增长 56.18%。此外，公司预计 2020 年归母净利润为 5.01 亿元，同比增长 23.33%，对应 Q4 取得归母净利润 1.76 亿元，同比增长 31.49%。公司业绩略低于市场预期。

►**Q4 及全年销量增速仍较为强劲。**结合前三季度运营数据，我们估算公司涂料 B 端全年发货增速 40%左右，C 端全年发货同比基本持平，防水材料全年发货增速 100%左右；对应 Q4 公司涂料 B 端发货增速 30%以上，防水材料发货增速 100%左右，体现 Q4 行业整体需求较为旺盛，且公司渠道拓展取得良好成效，收入和市占率继续快速提升，Q4 整体营收同比增长 56.2%、环比增长 37.5%。

►**毛利率下滑、费用率上升致业绩小幅低于预期。**我们判断，2020 年底出于竞争策略考虑，公司部分 B 端涂料、防水产品价格有所下滑，同时 12 月原材料价格上涨，使得公司 Q4 毛利率环比下降。同时，我们判断，2020 年全年，公司人员扩张较快，同时由于部分产能、渠道尚未发挥，相关人员尚未创收，公司管理费用率同比有所上升。毛利率下滑及费用率上升是公司业绩小幅低于市场预期的主要原因。

►**短期利润率或承压，长期趋势仍然向好。**在涂料、防水行业集中度快速提升趋势下，我们认为未来 2-3 年公司收入端仍可保持较高增速，但考虑到 1) 三道红线下产业链价格竞争短期有所加剧，龙头立邦等公司也开始针对性降低投标价格；2) 2021 年员工数量预计也将快速增长，我们认为短期内公司利润率或有所承压。但长期内，随着公司产能爬坡以及新招聘员工逐渐创收，公司规模效应也将逐渐体现，利润中枢也将逐渐上升，使得公司继续保持快速发展。

投资建议。上调成本及费用率假设，对应下调 2021-2022 年净利润预测 19.3%/11.2%至 7.5/10.1 亿元，同比增长 49.9%/34.6%。给予公司 2022 年盈利预测 50x PE 估值，对应下调目标价至 187.50 元（原：190.80 元），维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3584.02	5972.26	8326.63	11484.21	14399.87
YoY (%)	36.82%	66.64%	39.42%	37.92%	25.39%
归母净利润(百万元)	222.49	406.14	500.59	750.25	1009.64
YoY (%)	26.43%	82.55%	23.25%	49.87%	34.57%
毛利率 (%)	39.97%	38.83%	37.14%	37.05%	36.74%
每股收益 (元)	0.83	1.51	1.86	2.79	3.75
ROE	16.66%	23.55%	23.53%	28.31%	30.10%
市盈率	186.03	101.91	82.68	55.17	40.99

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师: 戚舒扬

研究助理: 郁暲

邮箱: qisy@hx168.com.cn

邮箱: yuliang@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070002

联系电话: 0755-23948865

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5972.26	8326.63	11484.21	14399.87	净利润	423.98	526.93	789.73	1062.78
YoY (%)	66.64%	39.42%	37.92%	25.39%	折旧和摊销	159.06	118.16	133.36	153.61
营业成本	3652.99	5234.50	7229.42	9108.64	营运资金变动	-176.36	-426.08	-326.67	-289.58
营业税金及附加	52.24	72.84	100.46	125.97	经营活动现金流	399.89	228.39	648.23	978.61
销售费用	1276.08	1665.33	2239.42	2735.98	资本开支	-688.63	-322.98	-338.98	-338.98
管理费用	321.18	499.60	631.63	719.99	投资	11.86	0.00	0.00	0.00
财务费用	7.65	45.19	57.86	56.77	投资活动现金流	-675.23	-321.44	-337.44	-337.44
资产减值损失	1.78	1.78	1.78	1.78	股权募资	66.71	53.25	0.00	0.00
投资收益	1.54	1.54	1.54	1.54	债务募资	730.70	0.00	0.00	0.00
营业利润	520.02	547.24	874.58	1198.05	筹资活动现金流	622.27	-184.40	-339.63	-418.12
营业外收支	-17.73	77.02	61.02	61.02	现金净流量	346.94	-277.45	-28.84	223.05
利润总额	502.29	624.26	935.60	1259.07					
所得税	78.31	97.33	145.87	196.30	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	423.98	526.93	789.73	1062.78	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	406.14	500.59	750.25	1009.64	营业收入增长率	66.64%	39.42%	37.92%	25.39%
YoY (%)	82.55%	23.25%	49.87%	34.57%	净利润增长率	82.55%	23.25%	49.87%	34.57%
每股收益	1.51	1.86	2.79	3.75	盈利能力 (%)				
					毛利率	38.83%	37.14%	37.05%	36.74%
					净利率率	7.10%	6.33%	6.88%	7.38%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产收益率 ROA	7.16%	7.60%	9.25%	10.32%
货币资金	628.11	350.66	321.82	544.87	净资产收益率 ROE	23.55%	23.53%	28.31%	30.10%
预付款项	33.62	33.62	33.62	33.62	偿债能力 (%)				
存货	504.45	722.84	998.32	1257.82	流动比率	1.00	1.04	1.09	1.16
其他流动资产	2370.10	3058.23	4075.82	5015.45	速动比率	0.85	0.85	0.88	0.94
流动资产合计	3536.27	4165.35	5429.59	6851.77	现金比率	0.18	0.09	0.06	0.09
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	67.64%	65.60%	65.15%	63.34%
固定资产	1098.16	1189.31	1371.66	1586.96	经营效率 (%)				
无形资产	324.29	302.18	280.08	257.97	总资产周转率	1.35	1.36	1.56	1.61
非流动资产合计	2139.02	2419.09	2683.94	2928.55	每股指标 (元)				
资产合计	5675.30	6584.43	8113.53	9780.32	每股收益	1.51	1.86	2.79	3.75
短期借款	800.49	800.49	800.49	800.49	每股净资产	6.42	7.91	9.86	12.48
应付账款及票据	1913.60	2560.99	3377.61	4146.87	每股经营现金流	1.49	0.85	2.41	3.64
其他流动负债	815.70	648.76	798.55	938.84	每股股利	1.15	0.63	0.95	1.28
流动负债合计	3529.79	4010.24	4976.64	5886.19	估值分析				
长期借款	216.21	216.21	216.21	216.21	PE	101.91	82.68	55.17	40.99
其他长期负债	92.84	92.84	92.84	92.84	PB	12.57	19.15	15.37	12.14
非流动负债合计	309.05	309.05	309.05	309.05					
负债合计	3838.85	4319.29	5285.70	6195.25					
股本	186.38	239.63	239.63	239.63					
少数股东权益	111.54	137.88	177.37	230.51					
股东权益合计	1836.45	2265.14	2827.83	3585.07					
负债和股东权益合计	5675.30	6584.43	8113.53	9780.32					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

戚舒扬：执业证书编号：S1120519070002。

FRM，建筑和建材行业首席分析师。香港中文大学金融学硕士/中山大学管理学学士。曾供职于国泰君安证券等机构任建材行业分析师。

郁暲：建筑和建材行业研究助理。曾供职于华泰证券、太平洋证券等机构。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。