

2021年04月28日

21Q1 收入超预期，涨价传导成本压力

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:	215.0/87.12
目标价格:	244.18	总市值(亿)	553.61
最新收盘价:	210.13	自由流通市值(亿)	536.75
		自由流通股数(百万)	260.70

事件概述。三棵树公布 2020 年报及 2021 一季报。根据公告，公司 2020 年实现营收 82.00 亿元，同比+37.31%，实现归母净利润 5.02 亿元，同比+23.55%；其中 Q4 实现营收 32.05 亿元，同比+50.22%，实现归母净利润 1.77 亿元，同比+32.15%。此外，根据公司一季报，2021Q1 公司实现营收 14.83 亿元，同比+241.2%，实现归母净利润 0.08 亿元，同比扭亏为盈。

►2020Q4 增速再上行，防水卷材继续高增。根据公司经营数据披露，2020 年全年，较好代表工程/零售端的工程墙面漆/家装墙面漆销量分别为 78.4/16.9 万吨，同比分别增长 42.4%/15.9%，对应 2020Q4 销量 29.9/8.6 万吨，同比增长 59.6%/73.9%，季度销量增速进一步上行。2020H2 起，前期被疫情压制的需求逐渐释放，同时公司进一步深化工程及零售渠道拓展，使得全年涂料销量保持高增速。此外，2020 年，公司基材辅材销量同比上升 70.4%，体现公司腻子粉、界面剂等材料市场拓展力度及配套销售力度增大，装饰施工业务收入全年同比增长 47.2%至 10.2 亿元，体现公司包工包料业务占比继续提升，进一步印证公司渠道拓展效果显著。此外，公司防水卷材销量 2020 年同比增长 122%至 5474 万平米，继续保持高增长。

►成本端改善，但价格承压影响毛利率。根据公司经营数据公告，2020 年公司主要采购原材料乳液、钛白粉、沥青采购均价同比分别降低 19.7%/11.5%/21.9%，使得公司原材料成本显著下降。我们测算公司 2020 年建筑涂料平均成本 2726 元/吨，同比下降 5.1%，测算扣除运费后可比口径同比下降 13.6%。但 2020H2 起，涂料行业价格战有所抬头，公司全年工程/家装涂料价格同比分别下降 5.1%/10.5%，对应 Q4 工建筑涂料价格环比 Q3 继续降低 240 元/吨左右。我们测算同比口径下，公司销售、管理费用率同比 2019 年基本持平，判断尽管公司规模效应同比提升，但 2020 年公司员工总数由 2019 年的 5163 人大幅上升至 8094 人，部分人员尚未创收，对冲了规模效应提升的正面作用。此外公司 2020 年计提减值 1.1 亿元，同比提升 4000 万元以上，一定程度上拖累了利润增速。

►2021Q1 收入超预期，价格战见底，业绩大幅扭亏为盈。2021Q1 收入同比 19Q1 同增 135%，销售大幅跃升超出市场预期。2021Q1 建材需求较为旺盛，同时公司渠道拓展继续发挥成效，2021Q1 公司实现工程/家装涂料销量 12.0/4.0 万吨，同比增长 220%/679%，在竣工需求旺盛情况下 C 端家装销量实现爆发突破，并且抵消了原材料上涨和价格战带来的不利影响；防水卷材销量 1257 万平米，同比增长 174.5%。此外，由于 2020Q4 价格战后，部分头部 B 端企业的净利率已十分微薄，且 2021Q1 原材料价格上涨（公司乳液、钛白粉采购价格同比上涨 7.0%/23.3%），多数头部涂料企业 3 月执行提价。公司 Q1 工程/家装涂料价格分别为 4486 元/吨及 6379 元/吨，环比 2020Q4 分别上升 96 元/吨及 625 元/吨，体现价格战阶段见底，涨价反映成本上升和传导能力。此外由于规模效应显现，公司期间费用率相较于 2020Q1 大幅下降，带动业绩大幅扭亏为盈。

►现金流风险可控。2020 年公司 B 端增长快于 C 端，公司 2020 年营收账款周转率由 2019 年的 5.24 下降至 3.83，应收账款及票据余额 34.65 亿元同增 80%，显著快于收入增速，公司在账期条件上整体宽松，也反映了行业去年竞争相对激烈；随着公司规模扩大，议价能力上升，公司能够更多通过应付票据将现金压力转嫁上游（2020 年应付账款周转率由 3.43 下降至 2.67），使得公司现金流总体保持良好，全年经营净现金流 4.6 亿元，总体与净利润相匹配。去年 10 月的 4 个亿定增已完成，接下来准备筹划的 37 亿定增将显著缓解现金流压力。

►行业集中度提升+产能释放，仍处于发展快车道。在集采模式渗透率有望继续提升的背景下，我们认为行业集中度仍将保持快速提升趋势，而 3 月公司公告四川、湖北、安徽等地投资计划，测算待上述产能全部投产后，公司建筑涂料产能将达到 440-450 万吨，相较于 2019 年底提升 3 倍，并成为中国地区最大的全国性涂料生产商，此外防水卷材产能将达到 3 亿平米左右，规模有望达到行业前五，同时高分子卷材产能也将得到补充。4 月，公司公告 37 亿元定增计划，资金主要用于项目建设和补流，我们认为如果此次定增落地，将进一步增强公司增长的确切性，并进一步优化公司的资本结构。

投资建议

小幅调整价格、成本假设，维持盈利预测基本不变。预计 2021-2023 年，公司归母净利润 8.01/11.31/15.55 亿元，同比增长 59.6%/41.2%/37.5%。由于定增将增强公司确定性，上调估值至 2022 年 58x PE，对应上调目标价至 244.18 元（原：218.92 元），维持“买入”评级。

风险提示

渠道拓展不及预期，成本高于预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5972.26	8200.23	11974.01	15507.64	20003.06
YoY (%)	66.64%	37.31%	46.02%	29.51%	28.99%
归母净利润(百万元)	406.14	501.77	800.92	1131.00	1555.13
YoY (%)	82.55%	23.55%	59.62%	41.21%	37.50%
毛利率 (%)	38.83%	33.83%	34.75%	35.04%	35.41%
每股收益 (元)	1.51	1.87	2.98	4.21	5.78
ROE	23.55%	20.01%	25.69%	28.98%	31.21%
市盈率	139.11	112.60	70.54	49.96	36.33

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	8200.23	11974.01	15507.64	20003.06	净利润	535.06	854.06	1206.04	1658.31
YoY (%)	37.31%	46.02%	29.51%	28.99%	折旧和摊销	129.91	136.55	164.53	199.55
营业成本	5425.75	7813.13	10073.20	12919.52	营运资金变动	-363.46	-85.70	-425.65	-554.61
营业税金及附加	69.59	101.62	131.61	169.76	经营活动现金流	457.35	1003.70	1043.71	1402.04
销售费用	1380.37	2015.62	2558.76	3300.51	资本开支	-849.70	-675.85	-675.85	-675.85
管理费用	432.27	631.20	817.47	1054.45	投资	48.70	0.00	0.00	0.00
财务费用	37.75	42.92	64.07	69.70	投资活动现金流	-800.81	-675.66	-675.66	-675.66
资产减值损失	20.35	20.35	20.35	20.35	股权募资	394.32	53.25	0.00	0.00
投资收益	0.19	0.19	0.19	0.19	债务募资	577.59	0.00	0.00	0.00
营业利润	609.61	907.06	1290.84	1783.95	筹资活动现金流	878.52	-294.17	-448.25	-577.79
营业外收支	-26.22	24.15	24.15	24.15	现金净流量	535.07	33.86	-80.19	148.58
利润总额	583.40	931.20	1314.98	1808.10	主要财务指标				
所得税	48.33	77.15	108.94	149.79	成长能力 (%)				
净利润	535.06	854.06	1206.04	1658.31	营业收入增长率	37.31%	46.02%	29.51%	28.99%
归属于母公司净利润	501.77	800.92	1131.00	1555.13	净利润增长率	23.55%	59.62%	41.21%	37.50%
YoY (%)	23.55%	59.62%	41.21%	37.50%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.87	2.98	4.21	5.78	毛利率	33.83%	34.75%	35.04%	35.41%
资产负债表 (百万元)					净利率率	6.52%	7.13%	7.78%	8.29%
货币资金	1324.29	1358.16	1277.96	1426.54	总资产收益率 ROA	5.52%	7.27%	8.60%	9.76%
预付款项	86.90	86.90	86.90	86.90	净资产收益率 ROE	20.01%	25.69%	28.98%	31.21%
存货	491.54	707.83	912.58	1170.44	偿债能力 (%)				
其他流动资产	4318.32	5442.41	6935.76	8835.58	流动比率	1.07	1.08	1.11	1.16
流动资产合计	6221.06	7595.29	9213.20	11519.47	速动比率	0.97	0.96	0.99	1.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.23	0.19	0.15	0.14
固定资产	1331.83	1602.61	2001.51	2443.45	资产负债率	70.83%	69.89%	68.23%	66.36%
无形资产	356.01	336.48	316.94	297.40	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2873.09	3416.20	3931.32	4411.43	总资产周转率	1.11	1.19	1.28	1.38
资产合计	9094.15	11011.49	13144.52	15930.90	每股指标 (元)				
短期借款	1236.57	1236.57	1236.57	1236.57	每股收益	1.87	2.98	4.21	5.78
应付账款及票据	3548.97	4680.10	5750.93	7099.50	每股净资产	9.33	11.59	14.52	18.53
其他流动负债	1022.20	1145.73	1347.36	1601.85	每股经营现金流	1.70	3.73	3.88	5.21
流动负债合计	5807.73	7062.40	8334.85	9937.92	每股股利	1.15	0.76	1.07	1.47
长期借款	395.37	395.37	395.37	395.37	估值分析				
其他长期负债	238.07	238.07	238.07	238.07	PE	112.60	70.54	49.96	36.33
非流动负债合计	633.44	633.44	633.44	633.44	PB	16.24	18.12	14.48	11.34
负债合计	6441.17	7695.84	8968.29	10571.36					
股本	268.90	322.16	322.16	322.16					
少数股东权益	144.83	197.96	273.00	376.18					
股东权益合计	2652.98	3315.66	4176.24	5359.54					
负债和股东权益合计	9094.15	11011.49	13144.52	15930.90					

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。