

# 三棵树 (603737)

证券研究报告

2021年04月29日

## 20年业绩增长强劲，建涂龙头成长可期

### 20年净利润同比增长23.5%，维持“买入”评级

近日公司发布20年年报，20年实现收入/归母净利润82.0/5.0亿元，同比+37.1%/+23.5%，实现扣非归母净利润4.2亿元，同比+18.5%，其中Q4单季度实现收入/归母净利润32.0/1.8亿元，同比+50.2%/+32.1%；公司同时公布21年一季报，21Q1实现收入14.8亿元，同比+241%，归母净利润807万元，扣非归母净利润-7020万元，同比减亏5424万，非经常性收益主要系政府补助8033万元。当前国内涂料行业集中度仍较低，公司加快产能布局与领域扩张，市场份额有望进一步增长，维持“买入”评级。

### 销量增长驱动收入增长，21Q1售价环比提升

20年实现家装墙面漆/工程墙面漆收入10.7/36.1亿元，同比分别+3.8%/30.7%，销量分别为16.9/78.4万吨，同比+16%/42%，20年上半年公司家装渠道受疫情影响较大，但下半年实现快速恢复，全年仍实现小幅增长。测算家装/工程漆售价6338/4605元/吨，同比分别下降10%/8%，一方面因产品结构变化，另一方面因原材料采购价格下降，公司进行策略性调价。20年防水业务共实现收入11.5亿元，其中防水卷材收入9.3亿元，同比增长123%，系公司加大市场开拓，销量同比增长122%。21Q1公司收入增长241%，主要系销量增长带动，公司家装漆/工程漆售价同比分别-20%/-10.7%，但环比20Q4上涨11%/2.1%，主要系原材料价格上涨，公司乳液、钛白粉等原材料采购均价环比分别上涨22.0%/33.6%。

### 20年同口径毛利率同比基本持平，净利率小幅下滑

公司20年整体毛利率33.8%，同比下降5.0pct，主要系运输费用调整至营业成本所致，剔除后整体毛利率同比基本持平，其中同口径下家装漆/工程漆/防水卷材毛利率同比分别提升1.98/2.75/4.42pct；公司21Q1整体毛利率26.55%，环比20Q4进一步提升1.22pct，在原材料涨价压力下，公司通过调价实现毛利率提升。20年期间费用率25.1%，同比下滑4.0pct，其中管理/研发/财务费用率同比分别-0.1/+0.3/+0.4pct，研发费用增长主要系研发投入加大所致，财务费用增长系借款利息增加，20年实现净利率6.53%，同比小幅下滑0.57pct。

### 产能扩张加快，建涂龙头成长可期

公司拟通过收购富达新材及麦格美70%股权进军节能保温材料领域，打造新的业绩增长点，同时拟定增募资不超过37亿元，用于湖北、福建、安徽等地项目建设和补充流动资金，未来产能将实现进一步扩张。考虑到公司扩张加快，上调21-22年归母净利润预测至8.0/11.3亿元（前值6.8/8.5亿元），并新增23年归母净利润预测14.2亿元，对应21-23年PE分别为77/55/44倍，维持“买入”评级。

**风险提示：原材料涨价超预期，行业需求下滑，公司产能扩张不及预期。**

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,972.26	8,200.23	11,772.80	15,338.07	18,769.78
增长率(%)	66.64	37.31	43.57	30.28	22.37
EBITDA(百万元)	754.82	1,040.12	1,047.99	1,449.30	1,799.39
净利润(百万元)	406.14	501.77	803.09	1,126.69	1,421.82
增长率(%)	82.55	23.55	60.05	40.29	26.19
EPS(元/股)	1.51	1.87	2.99	4.19	5.29
市盈率(P/E)	153.02	123.86	77.39	55.16	43.71
市净率(P/B)	36.03	24.78	19.74	15.21	11.66
市销率(P/S)	10.41	7.58	5.28	4.05	3.31
EV/EBITDA	20.17	39.37	58.40	41.59	32.58

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	231.14元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	268.88
流通A股股本(百万股)	260.70
A股总市值(百万元)	62,149.83
流通A股市值(百万元)	60,257.18
每股净资产(元)	9.36
资产负债率(%)	71.15
一年内最高/最低(元)	231.14/87.12

### 作者

<b>鲍荣富</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003	
baorongfu@tfzq.com	
<b>王涛</b>	分析师
SAC执业证书编号：S1110521010001	
wangtaoa@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《三棵树-季报点评:Q3 营收再创新高，延续高成长》2020-10-27
- 《三棵树-季报点评:家装工程延续高速增长，净利率提升明显》2019-10-23
- 《三棵树-半年报点评:家装工程齐发力，业绩维持高增长》2019-08-31

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	628.11	1,324.29	2,722.94	3,278.67	4,705.42
应收票据及应收账款	1,924.68	3,465.51	2,734.31	4,956.58	4,455.05
预付账款	33.62	86.90	86.76	123.48	145.49
存货	504.45	491.54	1,090.99	925.38	1,567.75
其他	445.42	852.81	481.36	719.61	695.91
<b>流动资产合计</b>	<b>3,536.27</b>	<b>6,221.06</b>	<b>7,116.37</b>	<b>10,003.72</b>	<b>11,569.62</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,098.16	1,331.83	1,594.44	1,743.74	1,812.04
在建工程	374.42	775.59	501.35	348.81	239.29
无形资产	324.29	356.01	336.61	317.22	297.82
其他	342.16	409.67	296.23	345.40	342.84
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,139.02</b>	<b>2,873.09</b>	<b>2,728.64</b>	<b>2,755.16</b>	<b>2,691.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,675.30</b>	<b>9,094.15</b>	<b>9,845.00</b>	<b>12,758.89</b>	<b>14,261.61</b>
短期借款	800.49	1,236.57	1,300.00	1,000.00	800.00
应付票据及应付账款	1,913.60	3,548.97	3,363.41	5,832.90	5,717.29
其他	815.70	1,022.20	1,237.61	1,062.86	1,645.96
<b>流动负债合计</b>	<b>3,529.79</b>	<b>5,807.73</b>	<b>5,901.02</b>	<b>7,895.75</b>	<b>8,163.26</b>
长期借款	216.21	395.37	500.00	400.00	300.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	92.84	238.07	122.93	151.28	170.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>309.05</b>	<b>633.44</b>	<b>622.93</b>	<b>551.28</b>	<b>470.76</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,838.85</b>	<b>6,441.17</b>	<b>6,523.95</b>	<b>8,447.03</b>	<b>8,634.01</b>
少数股东权益	111.54	144.83	172.30	226.16	295.91
股本	186.38	268.90	268.88	268.88	268.88
资本公积	372.55	664.61	664.61	664.61	664.61
留存收益	1,568.55	2,239.48	2,879.86	3,816.81	5,062.80
其他	(402.56)	(664.83)	(664.61)	(664.61)	(664.61)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,836.45</b>	<b>2,652.98</b>	<b>3,321.05</b>	<b>4,311.85</b>	<b>5,627.60</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,675.30</b>	<b>9,094.15</b>	<b>9,845.00</b>	<b>12,758.89</b>	<b>14,261.61</b>

  

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	423.98	535.06	803.09	1,126.69	1,421.82
折旧摊销	84.47	129.91	91.02	102.64	110.62
财务费用	33.46	75.60	31.14	37.61	38.82
投资损失	(1.54)	(0.19)	(1.33)	(1.02)	(0.85)
营运资金变动	(190.59)	(265.00)	590.09	(83.48)	348.03
其它	50.11	(18.03)	28.93	54.76	71.34
<b>经营活动现金流</b>	<b>399.89</b>	<b>457.35</b>	<b>1,542.93</b>	<b>1,237.21</b>	<b>1,989.78</b>
资本支出	828.62	648.67	175.14	51.65	30.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,503.84)	(1,449.48)	(233.81)	(130.63)	(79.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(675.23)</b>	<b>(800.81)</b>	<b>(58.67)</b>	<b>(78.98)</b>	<b>(49.15)</b>
债权融资	1,112.70	1,767.82	1,877.30	1,503.06	1,205.42
股权融资	43.68	366.63	(30.94)	(37.61)	(38.82)
其他	(534.11)	(1,255.93)	(1,931.97)	(2,067.95)	(1,680.48)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>622.27</b>	<b>878.52</b>	<b>(85.62)</b>	<b>(602.50)</b>	<b>(513.88)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>346.94</b>	<b>535.07</b>	<b>1,398.65</b>	<b>555.73</b>	<b>1,426.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5,972.26</b>	<b>8,200.23</b>	<b>11,772.80</b>	<b>15,338.07</b>	<b>18,769.78</b>
营业成本	3,652.99	5,425.75	7,852.82	10,154.69	12,407.79
营业税金及附加	52.24	69.59	99.91	130.17	159.30
营业费用	1,276.08	1,380.37	1,966.06	2,546.12	3,097.01
管理费用	321.18	432.27	612.19	789.91	957.26
研发费用	130.33	207.03	297.23	387.25	473.89
财务费用	7.65	37.75	31.14	37.61	38.82
资产减值损失	(1.78)	(20.35)	(11.06)	(15.70)	(13.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.54	0.19	1.33	1.02	0.85
其他	12.01	58.00	(2.66)	(2.04)	(1.70)
<b>营业利润</b>	<b>520.02</b>	<b>609.61</b>	<b>925.83</b>	<b>1,309.05</b>	<b>1,649.95</b>
营业外收入	1.25	1.64	1.03	1.31	1.33
营业外支出	18.98	27.85	19.70	22.18	23.24
<b>利润总额</b>	<b>502.29</b>	<b>583.40</b>	<b>907.17</b>	<b>1,288.18</b>	<b>1,628.04</b>
所得税	78.31	48.33	75.16	106.72	134.88
<b>净利润</b>	<b>423.98</b>	<b>535.06</b>	<b>832.02</b>	<b>1,181.46</b>	<b>1,493.16</b>
少数股东损益	17.84	33.29	28.93	54.76	71.34
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>406.14</b>	<b>501.77</b>	<b>803.09</b>	<b>1,126.69</b>	<b>1,421.82</b>
每股收益(元)	1.51	1.87	2.99	4.19	5.29

  

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	66.64%	37.31%	43.57%	30.28%	22.37%
营业利润	83.23%	17.23%	51.87%	41.39%	26.04%
归属于母公司净利润	82.55%	23.55%	60.05%	40.29%	26.19%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.83%	33.83%	33.30%	33.79%	33.89%
净利率	6.80%	6.12%	6.82%	7.35%	7.58%
ROE	23.55%	20.01%	25.51%	27.58%	26.67%
ROIC	39.20%	31.00%	32.35%	56.00%	69.85%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	67.64%	70.83%	66.27%	66.21%	60.54%
净负债率	26.39%	16.72%	-25.46%	-41.18%	-62.19%
流动比率	1.00	1.07	1.21	1.27	1.42
速动比率	0.86	0.99	1.02	1.15	1.23
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.11	3.04	3.80	3.99	3.99
存货周转率	15.53	16.47	14.88	15.21	15.06
总资产周转率	1.35	1.11	1.24	1.36	1.39
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.51	1.87	2.99	4.19	5.29
每股经营现金流	1.49	1.70	5.74	4.60	7.40
每股净资产	6.42	9.33	11.71	15.19	19.83
<b>估值比率</b>					
市盈率	153.02	123.86	77.39	55.16	43.71
市净率	36.03	24.78	19.74	15.21	11.66
EV/EBITDA	20.17	39.37	58.40	41.59	32.58
EV/EBIT	22.61	44.86	63.96	44.76	34.72

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com