

2022年07月24日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

三棵树(603737)：稀缺的本土涂料龙头，长期成长空间巨大

推荐 (首次)

投资要点

分析师：黄俊伟
执业证书编号：S1050522060002
邮箱：huangjw@cfsc.com.cn

基本数据		2022-07-24
当前股价 (元)	99.60	
总市值 (亿元)	374.9	
总股本 (百万股)	376.4	
流通股本 (百万股)	376.4	
52周价格范围 (元)	64.06-168.5	
日均成交额 (百万元)	246.7	

市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

相关研究

近年来高速增长的本土涂料龙头企业

公司为本土涂料龙头企业，上市以来在多个方面迅速扩张：1) 产能方面，公司水性涂料产能从2013年的三大生产基地生产的近6.5万吨提升至2021年底十三大生产基地生产的209万吨，九年间产能扩充超30倍，基本满足涂料所需运输半径；2) 销售人员方面，销售人员从2017年的1159人增长至2021年的近五千人，公司总计实行五轮员工持股计划，其中第一/二/三期员工持股收益率分别为249%/410%/129%，第五期员工持股计划覆盖5000名员工，占员工总数的48%，持续激励员工释放员工积极性。我们认为随着近几年入职员工熟练度的逐年提高，人均创收有望进一步释放；3) 品牌力方面，公司广告支出占比常年维持在3%左右且受益于冬奥会涂料独家供应商带来的积极影响，品牌力大幅提升，在2019/2022涂料行业高峰论坛上，公司分别斩获三/四大奖项；4) 产品品类扩张方面：公司收购广州大禹跨界防水材料并且设立八个子公司持续扩充品类。整体来看，受益于集中度提升，公司2017-2021年营收CAGR高达34%，牢牢占据本土涂料龙头地位。

零售端具核心价值，小B持续增长可期

公司零售业务仍处于增长期，2018-2021年家装涂料CAGR为25%。相较于工程涂料市场，零售涂料市场进入壁垒较高，主要体现在品牌认知度、渠道密集程度和服务能力上面。终端数量上，终端销售网点呈翻倍式增长，2017/2021年终端销售网点数量分别为1.9万/4.88万个。市场拓展上，快速便捷的“马上住”一站式服务，有效帮助公司拓展一二线市场；同时公司持续进行零售端渠道下沉，是为数不多在乡镇拥有经销商的涂料公司，领先竞争公司提前抢占乡镇市场。随着公司品牌力提升，我们认为公司零售端仍旧将呈现持续增长态势。

小B端方面，2020年/2021年客户数量分别为四千家/一万五千家，2021年实现扩张2.8倍。小B业务是公司产品力、物流能力、资金能力、施工服务能力的综合体现，公司作为龙头企业可对中小涂企形成“升维打击”，长期成长逻辑通畅。

大B风险趋于出清

2021年至今，受下游房地产去杠杆影响，公司大B业务经营风险加大，2021年计提减值损失高达8.1亿元，对公司经营造成一定负面影响。我们认为：1) 公司大B端占比较小，预

计2022年将继续下降；2) 考虑到今年以来房地产调控政策持续放松，我们认为目前房地产风险释放接近尾声；3) 房地产未来市场将以央国企为主。我们认为公司大B端风险接近出清，继续恶化的概率较小。

■ 涂料赛道集中度提升空间大

短期来看，随着房地产宽松政策发酵，6月房地产销售端/资金来源/竣工端均出现边际改善迹象。1) 6月全国商品房销售面积和销售金额分别为1.8亿平方米/1.77万亿元，环比增长66%/68%；2) 6月房地产资金来源环比增长38%；3) 6月竣工面积为5274万平方米，环比改善58%。我们认为销售端修复路径中虽有波折但趋势不变。

长期来看，建筑涂料市场空间广阔且较为分散。1) 由中国涂料工业协会统计，2021年建筑涂料行业市场规模为1450亿元，近几年随着存量房市场的扩大和绿色建材下乡的政策红利，建筑涂料市场规模预计维持稳定增长态势；2) 考虑到2021年建筑涂料行业CR10仅为18%，对标美国，CR10已达到90%，中国建筑涂料市场集中度仍有很大的上升空间。

■ Q1净利环比改善明显，近期原材料压力缓解

毛利率方面，受上游原材料价格走高和下游房地产市场低迷影响，2021年公司信用减值8亿元，毛利率/归母净利润率分别为26.05%/-3.47%，双双创下历史新低。公司大力甩掉暴雷包袱后，减值对业绩影响逐步消退。自去年以来开启提价进程，总计提价三-四次，**2022年Q1毛利率/净利率环比改善0.4pct/11pct**。除此之外，公司原材料主要为乳液、钛白粉和助剂。钛白粉价格已经从2022年5月的19800元/吨回落至7月的18700元/吨，乳液价格也从2022年5月的10300元/吨回落至7月的9750元/吨。原材料价格压力边际减弱。

■ 盈利预测

我们预测公司2022-2024年营业收入分别为150、195、258亿元，归母净利润分别为9.86、14.47、20.85亿元，EPS分别为2.60、3.82、5.50元，当前股价对应PE分别为38.3、26.1、18.1倍，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

房地产资金链风险扩大，原材料价格上涨风险，业绩低于预期，应收账款风险，行业恶行竞争风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入 (百万元)	11,429	15,020	19,454	25,830
增长率 (%)	39.4%	31.4%	29.5%	32.8%
归母净利润 (百万元)	-417	986	1,447	2,085
增长率 (%)	-183.1%	336.6%	46.6%	44.1%
摊薄每股收益 (元)	-1.11	2.60	3.82	5.50
ROE (%)	-19.3%	31.7%	35.5%	35.0%

资料来源: Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产:					营业收入	11,429	15,020	19,454	25,830
现金及现金等价物	679	890	1,526	2,917	营业成本	8,452	10,098	12,907	17,004
应收账款	4,532	5,956	7,715	10,243	营业税金及附加	58	77	100	132
存货	567	920	1,176	1,549	销售费用	1,877	2,467	3,195	4,242
其他流动资产	910	1,171	1,493	1,956	管理费用	555	729	945	1,254
流动资产合计	6,688	8,937	11,910	16,665	财务费用	55	141	166	169
非流动资产:					研发费用	271	356	461	613
金融类资产	80	80	80	80	费用合计	2,758	3,693	4,767	6,278
固定资产	2,374	2,766	3,131	4,946	资产减值损失	-814	-98	-98	-98
在建工程	1,639	2,089	2,539	1,515	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	504	479	454	430	投资收益	-3	-3	-3	-3
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	-566	1,142	1,671	2,405
其他非流动资产	1,174	1,174	1,174	1,174	加: 营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	5,691	6,507	7,298	8,065	减: 营业外支出	8	8	8	8
资产总计	12,379	15,444	19,208	24,730	利润总额	-574	1,134	1,664	2,398
流动负债:					所得税费用	-177	94	138	199
短期借款	1,541	2,041	2,541	3,041	净利润	-396	1,040	1,526	2,199
应付账款、票据	5,188	6,246	7,984	10,518	少数股东损益	21	54	79	114
其他流动负债	1,451	1,451	1,451	1,451	归母净利润	-417	986	1,447	2,085
流动负债合计	8,360	9,975	12,283	15,419					
非流动负债:					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	1,369	1,869	2,369	2,869	成长性				
其他非流动负债	486	486	486	486	营业收入增长率	39.4%	31.4%	29.5%	32.8%
非流动负债合计	1,855	2,355	2,855	3,355	归母净利润增长率	-183.1%	336.6%	46.6%	44.1%
负债合计	10,216	12,330	15,138	18,774	盈利能力				
所有者权益					毛利率	26.0%	32.8%	33.7%	34.2%
股本	376	379	379	379	四项费用/营收	24.1%	24.6%	24.5%	24.3%
股东权益	2,163	3,114	4,069	5,956	净利率	-3.5%	6.9%	7.8%	8.5%
负债和所有者权益	12,379	15,444	19,208	24,730	ROE	-19.3%	31.7%	35.5%	35.0%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	82.5%	79.8%	78.8%	75.9%
净利润	-396	1040	1526	2199	营运能力				
少数股东权益	21	54	79	114	总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
折旧摊销	186	183	208	231	应收账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	14.9	11.1	11.1	11.1
营运资金变动	674	-924	-528	-729	每股数据 (元/股)				
经营活动现金净流量	485	354	1285	1816	EPS	-1.11	2.60	3.82	5.50
投资活动现金净流量	-2486	-842	-816	-791	P/E	-89.9	38.3	26.1	18.1
筹资活动现金净流量	2212	911	429	687	P/S	3.3	2.5	1.9	1.5
现金流量净额	211	423	899	1,712	P/B	19.3	13.3	10.2	6.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

建筑建材组简介

黄俊伟：建筑建材首席分析师，同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

投资建议		预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%---(+5%)
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

投资建议		预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

请阅读最后一页重要免责声明

价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。