

与河北博野签订投资协议，墙面漆业务再下一城

事件描述：公司发布公告称，2017 年 9 月 20 日与河北博野经济开发区管理委员会签订了《投资协议书》，计划总投资人民币约 6-10 亿元在博野经济开发区新建“新型建材生产（含涂料）项目”。

核心观点

- **博野项目计划分两期实施，预计 2019 年开始产生收益。**公告中显示，一期项目总投资估算约 3-5 亿元，为总投资额的一半，建设周期约 3 年左右。根据达产后每亩平均税收 20 万元以上的规划，一期 230 亩地预计最低实现每年 3 亿收入规模，与此前安徽明光经济开发区项目规模相近。目前公司正在积极筹备项目评估，按照历史情况来看，同等规模的投资建设 2 年即可达产，因此我们预计 2019 年，安徽与博野项目都将开始贡献收益，长期利好公司。
- **股权激励提升公司整体凝聚力，激励对象均为核心员工。**8 月 26 日公司发布股权激励草案，拟激励 330 万股，首次授予 283.63 万股，预留 46.37 万股，激励对象总人数合计 307 人，包括公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）人员。我们认为，公司正处于快速扩张发展阶段，股权激励将有助于提升整体凝聚力，将公司利益与员工利益绑定，提高员工工作积极性，对公司中长期的业绩增长有正面作用。
- **解锁条件标准高，未来 3 年需满足高速增长。**本次股权激励首次授予股权的解锁分为三个阶段，每个阶段期限为一年。公司设定了未来 3 个年度的业绩考核目标，以 2016 年业绩为基数，2017-2019 年公司净利润增长率不低于 30%、69%与 120%，即复合增速需达到 30%以上。我们认为，业绩目标高而明确，将有利于充分调动公司核心骨干员工的主动性和创造性，并持续吸纳人才，增强核心队伍的建设。

财务预测与投资建议

- 维持买入评级，维持目标价 73.63 元。我们预测公司 2017-2019 年每股收益分别为 1.99、2.59、3.12 元，参考涂料、建材家装可比公司，我们给予 17 年 37 倍 PE，对应目标价为 73.63 元。

风险提示

- 未来房地产新增销售面积存在下滑的风险，公司毛利率存在下滑风险
- 与恒大的战略合作存在采购低于预期的风险，扩产进度存在低于预期的风险

公司主要财务信息

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,519	1,948	2,595	3,105	3,616
同比增长	20.3%	28.3%	33.2%	19.6%	16.5%
营业利润（百万元）	127	142	223	298	364
同比增长	24.6%	11.6%	57.2%	33.9%	22.1%
归属母公司净利润（百万元）	116	134	199	259	312
同比增长	12.5%	15.7%	48.8%	30.4%	20.3%
每股收益（元）	1.16	1.34	1.99	2.59	3.12
毛利率	47.4%	45.3%	44.2%	44.0%	43.7%
净利率	7.6%	6.9%	7.7%	8.4%	8.6%
净资产收益率	22.9%	17.5%	18.8%	20.5%	20.1%
市盈率（倍）	55.6	48.1	32.3	24.8	20.6
市净率（倍）	11.7	6.6	5.7	4.6	3.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

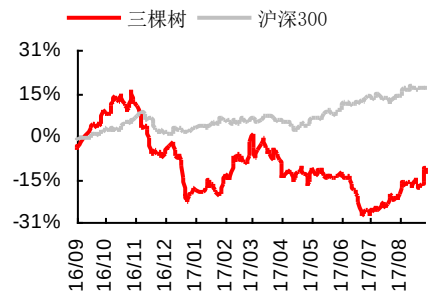


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2017 年 09 月 22 日）	65.24 元
目标价格	73.63 元
52 周最高价/最低价	88.19/53.99 元
总股本/流通 A 股（万股）	10,000/3,022
A 股市值（百万元）	6,524
国家/地区	中国
行业	中小市值
报告发布日期	2017 年 09 月 25 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	6.0	10.2	1.2	-16.3
相对表现 (%)	5.8	7.9	-5.7	-32.9
沪深 300 (%)	0.2	2.3	6.9	16.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

何靖雯

021-63325888-6090

hejingwen@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517020002

陈宇哲

021-63325888*3139

chenyuzhe@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860516120001

相关报告

- 股权激励提升凝聚力，高增长目标增添信心 2017-08-27
- 三棵树中报点评：墙面漆持续高速增长，下半年将迎来销售旺季 2017-08-15
- 三棵树首次覆盖：一站式一体化墙面漆领导品牌 2017-06-13

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	163	159	260	310	378	营业收入	1,519	1,948	2,595	3,105	3,616
应收账款	165	271	389	497	615	营业成本	799	1,065	1,449	1,740	2,037
预付账款	26	39	52	62	72	营业税金及附加	24	31	42	50	58
存货	77	127	174	209	244	营业费用	388	485	586	666	749
其他	15	220	292	338	384	管理费用	179	225	299	358	417
流动资产合计	446	817	1,167	1,416	1,693	财务费用	(3)	(8)	(7)	(10)	(12)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	10	4	4	4
固定资产	315	355	485	637	766	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	55	155	129	64	0	投资净收益	0	0	0	0	0
无形资产	160	155	157	160	161	其他	0	0	0	0	0
其他	9	222	169	169	169	营业利润	127	142	223	298	364
非流动资产合计	539	886	941	1,030	1,096	营业外收入	32	31	30	30	30
资产总计	985	1,703	2,108	2,446	2,789	营业外支出	4	4	4	4	4
短期借款	75	140	257	203	100	利润总额	155	169	249	324	390
应付账款	180	361	435	522	611	所得税	39	35	50	65	78
其他	174	213	270	315	361	净利润	116	134	199	259	312
流动负债合计	429	715	961	1,040	1,072	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	116	134	199	259	312
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.16	1.34	1.99	2.59	3.12
其他	8	11	11	11	11	主要财务比率					
非流动负债合计	8	11	11	11	11		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	437	726	972	1,050	1,082	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	20.3%	28.3%	33.2%	19.6%	16.5%
股本	75	100	100	100	100	营业利润	24.6%	11.6%	57.2%	33.9%	22.1%
资本公积	11	321	321	321	321	归属于母公司净利润	12.5%	15.7%	48.8%	30.4%	20.3%
留存收益	462	555	714	974	1,286	获利能力					
其他	0	0	0	0	0	毛利率	47.4%	45.3%	44.2%	44.0%	43.7%
股东权益合计	548	977	1,136	1,395	1,707	净利率	7.6%	6.9%	7.7%	8.4%	8.6%
负债和股东权益	985	1,703	2,108	2,446	2,789	ROE	22.9%	17.5%	18.8%	20.5%	20.1%
现金流量表						ROIC	15.7%	12.1%	13.7%	15.4%	16.5%
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	116	134	199	259	312	资产负债率	44.4%	42.6%	46.1%	43.0%	38.8%
折旧摊销	143	39	52	72	93	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(3)	(8)	(7)	(10)	(12)	流动比率	1.04	1.14	1.21	1.36	1.58
投资损失	0	(0)	0	0	0	速动比率	0.86	0.96	1.03	1.16	1.35
营运资金变动	86	(157)	(124)	(69)	(79)	营运能力					
其它	(127)	50	56	4	4	应收账款周转率	10.6	8.6	7.6	6.8	6.3
经营活动现金流	214	58	175	255	318	存货周转率	10.1	10.4	9.6	9.0	8.9
资本支出	(522)	(164)	(159)	(160)	(160)	总资产周转率	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4
长期投资	0	(168)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	439	(76)	0	0	0	每股收益	1.16	1.34	1.99	2.59	3.12
投资活动现金流	(83)	(409)	(159)	(160)	(160)	每股经营现金流	2.14	0.58	1.75	2.55	3.18
债权融资	0	0	(0)	0	0	每股净资产	5.48	9.77	11.36	13.95	17.07
股权融资	0	335	0	0	0	估值比率					
其他	(50)	20	84	(44)	(91)	市盈率	55.6	48.1	32.3	24.8	20.6
筹资活动现金流	(50)	356	84	(44)	(91)	市净率	11.7	6.6	5.7	4.6	3.8
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	24.1	37.3	24.1	17.9	14.5
现金净增加额	80	5	100	51	67	EV/EBIT	52.1	48.3	29.9	22.3	18.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

