

三棵树 (603737.SH)

墙面涂料保持高增长，费用率有望下降

核心观点:

2018 年公司实现营业收入 35.84 亿元，同比+37%；归母净利润 2.22 亿元，同比+26%；2019 年 Q1 实现营业收入 6.31 亿元，同比+62%；实现归母净利润-191.95 万元，同比减亏 588.48 万元。

核心业务墙面涂料高增长，助力整体业绩快速增长。2018 年公司业绩维持高速增长。分业务来看，主要源于核心业务墙面涂料收入高增长，2018 年增速 39%；同时基材与辅材类产品、装饰施工业务也实现较快增长。分地区来看，华东地区营收占比最高，达 42.33%，同比+37.63%；华南、西南、东北地区销售收入实现高速增长。**规模效应初显，2019 年费用率有望降低。**

2018 年公司总体毛利率略有下滑，主要系毛利率较低的基材与辅材类产品、装饰施工实现较快增长；期间费用率同比下降 0.30pct；净利率同比下降 0.51pct，主要是由于在毛利率因产品结构调整而降低的同时，公司费用率下降幅度较小。随着未来收入的持续增长，公司的费用率将进一步下降，中长期来看，公司净利率有一定弹性。**应收账款控制良好，经营质量高，公司话语权较强。**应收账款中，欠款金额前五大客户的应收账款占比 13.12%（2017 年占比为 20.14%），公司的应收账款控制良好。除 2016 年外，公司应付项目连续 3 年显著高于应收项目，公司在产业链中话语权较高。除了 2016 年，公司经营现金流一直保持较好水平，持续高质量经营。**2019 年一季度收入维持高增长，毛利率被结构性拉低。**Q1 公司营业收入的快速增长主要来自于工程墙面漆销量的大幅增长，利润的改善一方面是公司主营业务保持快速发展，另一方面是大禹并表效应。公司毛利率同比下降 6.65pct，主要原因来自于公司业务结构的变化。**工程端拓展大地产商合作，零售端深耕三四线。**受益于地产商集中度的提升及经销商网络的扩张，工程端收入未来有望持续高增长。家装涂料营收维持稳健增长，盈利水平保持高位。**核心业务加速布局。**目前，公司共有福建、天津、河南、四川 4 个生产基地，墙面涂料产能 73.5 万吨。近年来公司不断加大产能建设力度，未来公司将形成华东、华北、华南、西南四大市场异地布局，9 个生产基地，同时配套辅料 OEM 工厂的产能布局网络，推动公司业务规模迅速扩大。

投资建议：维持“买入”评级。三棵树基础牢固、企业文化和内部机制优良，在工程端业务和零售端业务都蓄势待发，随着发展瓶颈解决，有望在国内众多企业中有望脱颖而出；我们看好公司未来收入增长持续放量。我们预计 2019 年公司净利润 3.2 亿元，同比增速 43.67%，按最新收盘价对应 PE 为 24.45X，PEG 为 0.56。综合考虑可比公司东方雨虹在成长早期（类比三棵树目前阶段）PEG 估值以及公司未来两年的业绩增速，我们当前给予公司 PEG 0.6 估值，对应合理价值为 62.90 元/股，给予“买入”评级。

风险提示：上游原材料大幅上涨、下游行业景气度大幅下行、公司扩张经营管理风险。

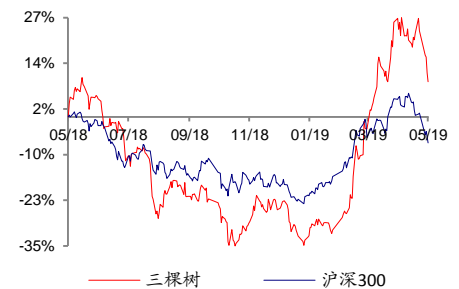
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,619	3,584	4,999	6,427	8,229
增长率(%)	34.5	36.8	39.5	28.6	28.0
EBITDA(百万元)	244	348	551	765	984
净利润(百万元)	176	222	320	479	633
增长率(%)	31.7	26.4	43.7	49.8	32.3
EPS(元/股)	1.72	1.67	2.40	3.60	4.76
市盈率(P/E)	41.16	21.76	24.45	16.32	12.34
市净率(P/B)	6.47	3.62	4.99	4.11	3.34
EV/EBITDA	29.29	14.11	14.10	9.90	7.41

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	58.71 元
合理价值	62.90 元
前次评级	买入
报告日期	2019-05-10

相对市场表现



分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-60750630



xielu@gf.com.cn

分析师:

赵勇臻



SAC 执证号: S0260519040002



021-60750614



zhaoyongzhen@gf.com.cn

请注意，邹戈、赵勇臻并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

三棵树(603737.SH):站在 2019-03-15 成长的转折点

目录索引

事件描述	5
事件点评	6
核心业务墙面涂料高增长，助力整体业绩快速增长	6
规模效应初显，2019 年费用率有望降低	9
应收账款控制良好，经营质量高，公司话语权较强	10
2019 年一季度收入维持高增长，毛利率被结构性拉低	11
工程端拓展大地产商合作，零售端深耕三四线	13
核心业务加速布局	14
投资建议：维持“买入”评级	16
风险提示	18

图表索引

图 1: 2018 年营业收入同比+36.82%.....	6
图 2: 2018 年归属净利润同比+26.43%.....	6
图 3: 2018Q4 营业收入同比+42.48%.....	7
图 4: 2018Q4 归属净利润同比+8.61%.....	7
图 5: 2018 年墙面涂料营收占比约 70%.....	7
图 6: 2018 年墙面涂料营收+39%.....	7
图 7: 2018 年工程墙面漆吨收入同比-4.10%.....	8
图 8: 2018 年家装墙面漆吨收入同比-1.28%.....	8
图 9: 2018 年工程墙面漆销量同比+61%.....	8
图 10: 2018 年家装墙面漆销量同比+14%.....	8
图 11: 各地区营收占比 (%).....	8
图 12: 各地区营收增速 (%).....	8
图 13: 2018 年毛利率和净利率.....	9
图 14: 2018 年工程墙面漆和家装墙面漆毛利率.....	9
图 15: 2018 年期间费用率同比下降 0.30 个 pct.....	10
图 16: 销售、管理及财务费用率.....	10
图 17: 销售费用中各项费用占比 (%).....	10
图 18: 管理费用中各项费用占比 (%).....	10
图 19: 应收账款控制良好.....	11
图 20: 应付项目 (应付票据及应付账款+预收款项)-应收项目 (应收票据及应收账款+预付款项) (万元).....	11
图 21: 经营活动现金流净额和经营净现金流/净利润.....	11
图 22: 2019Q1 营业收入同比+62.22%.....	12
图 23: 2019Q1 归属净利润同比减亏 588 万元.....	12
图 24: 2019Q1 毛利率同比下降 6.65pct.....	13
图 25: 2019Q1 期间费用率同比下降 8.55pct.....	13
图 26: 公司百强地产商战略合作伙伴.....	13
图 27: 公司工程经销商 (家).....	13
图 28: CR3、CR5、CR10 龙头房企销售金额市占率.....	14
图 29: CR3、CR5、CR10 龙头房企销售面积市占率.....	14
表 1: 2018 年主要财务指标.....	5
表 2: 2019 年一季度主要财务指标.....	6
表 3: 人员工业构成 (人).....	10
表 4: 2019Q1 经营数据.....	12
表 5: 公司已有产能布局 (万吨/年).....	14

表 6: 公司涂料在建产能 (万吨/年)	15
表 7: 业绩预测假设	16
表 8: 销售费用预测 (单位: 百万元)	17
表 9: 销售费用率预测 (单位: %)	17
表 10: 管理费用预测 (单位: 百万元)	17
表 11: 管理费用率预测 (单位: %)	18
表 12: 可比公司表	18

事件描述

三棵树公布2018年报:

- 2018年公司实现营业收入35.84亿元，同比+36.82%；实现营业利润2.84亿元，同比+28.38%；实现利润总额2.72亿元，同比+27.08%。
- 2018年归属于上市公司股东净利润2.22亿元，同比+26.43%；对应每股收益1.67元；扣非净利润1.89亿元，同比+30.00%。
- 公司拟以2018年末总股本1.33亿股为基数，向全体股东按每10股派发现金股利5.10元，同时向全体股东按每10股转增股本4.00元。

表 1: 2018 年主要财务指标

	2018 年末	2017 年末	增减变动
总资产 (万元)	316,560	208,916	51.53%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	133,533	111,904	19.33%
归属上市公司股东的每股净资产 (元/股)	10.03	10.95	-8.41%
	2018 年	2017 年	增减变动
营业总收入 (万元)	358,402	261,946	36.82%
毛利率 (%)	39.97	40.62	-0.65
营业利润 (万元)	28,381	22,106	28.38%
利润总额 (万元)	27,176	21,385	27.08%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	22,249	17,597	26.43%
基本每股收益 (元/股)	1.67	1.76	(0.09)
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	26,673	22,342	19.38%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	2.00	2.19	-0.18

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

同时公司公布了2019年一季报:

2019年Q1公司实现营业收入6.31亿元，同比+62.22%；实现归属于上市公司股东净利润-191.95万元，同比减亏588.48万元（2018Q1归属净利润-780.43万元）；对应基本每股收益-0.01元/股。扣非净利润-0.22亿元，同比+4.17%。

表 2: 2019 年一季度主要财务指标

	本报告期末	2018Q1 期末	增减变动
总资产 (万元)	384,815	212,880	80.77%
归属上市公司股东的所有者权益 (万元)	133,606	112,081	19.20%
归属上市公司股东的每股净资产 (元/股)	10.04	10.97	-8.51%
	本报告期	上年同期	增减变动
营业总收入 (万元)	63,084	38,887	62.22%
毛利率 (%)	35.49	42.13	-6.65
营业利润 (万元)	-86	-727	88.11%
利润总额 (万元)	-256	-924	72.35%
归属于上市公司股东的净利润 (万元)	-192	-780	75.40%
基本每股收益 (元/股)	(0.01)	(0.08)	0.07
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	-22,798	-9,611	-137.20%
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	-1.71	-0.94	-0.77

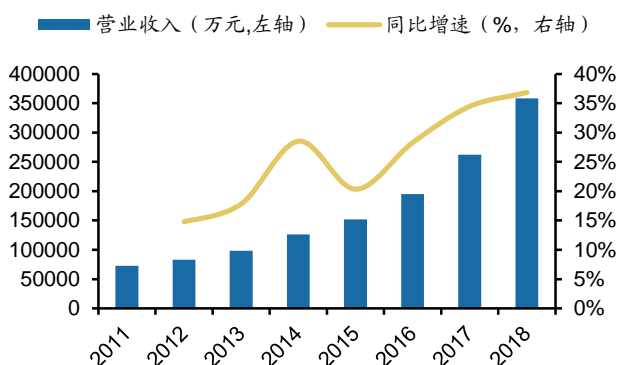
数据来源: 公司一季报, 广发证券发展研究中心

事件点评

核心业务墙面涂料高增长, 助力整体业绩快速增长

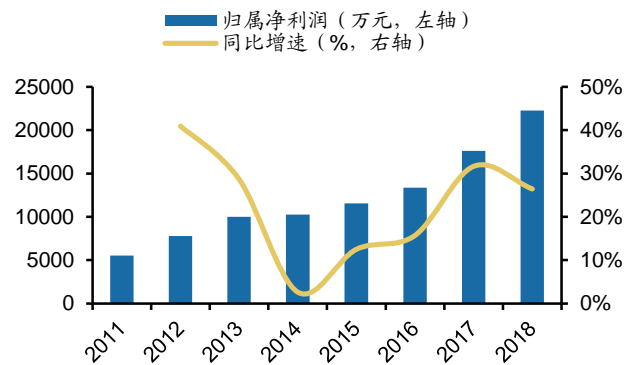
2018年公司实现营收35.84亿元, 同比增长36.82%, 归属净利润2.22亿元, 同比增长26.43%; 业绩维持高增长。分季度来看, 2018年Q4公司营收12.85亿元, 同比+42.48% (Q1-Q3营收增速分别为+15.94%、+39.41%、+37.05%); 归属净利润0.93亿元, 同比+8.61% (Q1-Q3归属净利润增速分别为+39.20%、+25.65%、+41.13%)。

图1: 2018年营业收入同比+36.82%



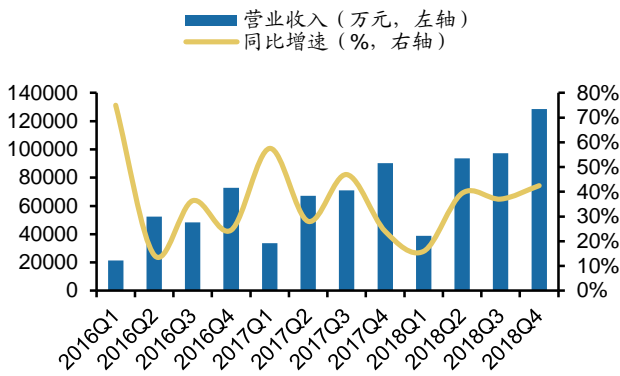
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图2: 2018年归属净利润同比+26.43%



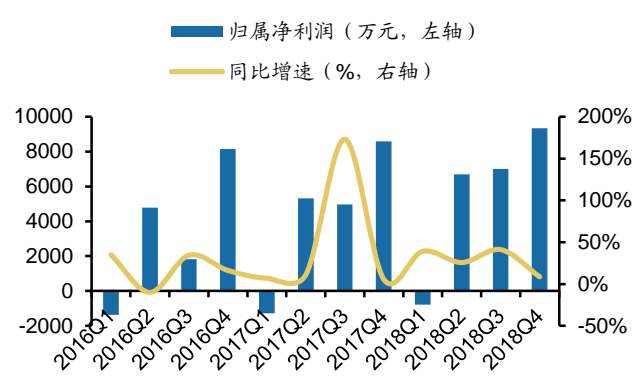
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图3: 2018Q4营业收入同比+42.48%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图4: 2018Q4归属净利润同比+8.61%

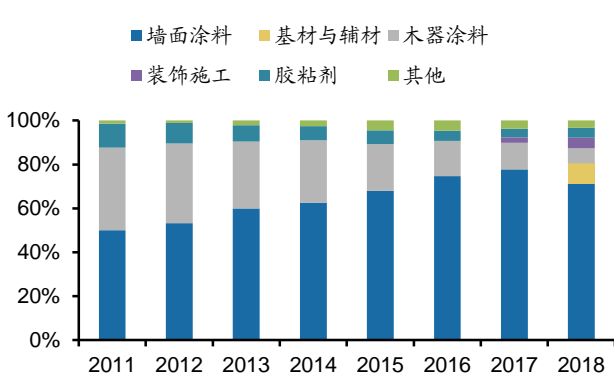


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

分业务来看, 全年业绩快速增长主要源于核心业务墙面涂料(工程面漆和家装墙面漆)收入高成长。2018年墙面涂料营收占比约70%, 营收增速39%¹, 其中工程墙面漆和家装墙面漆收入分别增长55%和13%。单价方面, 2018年工程墙面漆价格同比-4.10%, 家装墙面漆价格同比-1.28%; 工程墙面漆单价下降主要是因为随着工程精装修趋势的来临, 工程墙面漆中内墙漆占比逐步提高, 结构性拉低了工程墙面漆的价格。销量方面, 2018年工程墙面漆销量同比+61%, 家装墙面漆销量同比+14%; 家装墙面漆销量保持稳健增长, 工程墙面漆销量实现较高幅度增长, 主要系公司持续加大对地产商的营销力度。

其他业务来看, 2018年公司基材与辅材类产品、装饰施工业务实现较快增长。装饰施工业务是公司2017年新增的业务, 2018年公司装饰施工营收同比+162.71%, 基材与辅料同比+48.01%, 木器漆营收同比-22.75%, 胶粘剂营收同比+17.85%。基材与辅材类产品大幅增长主要是公司对腻子、辅助材料、接缝大师、界面剂等产品的市场开拓力度加大; 装饰施工业务高增长则主要是因为部分地产商要求公司提供销售施工一体化服务。

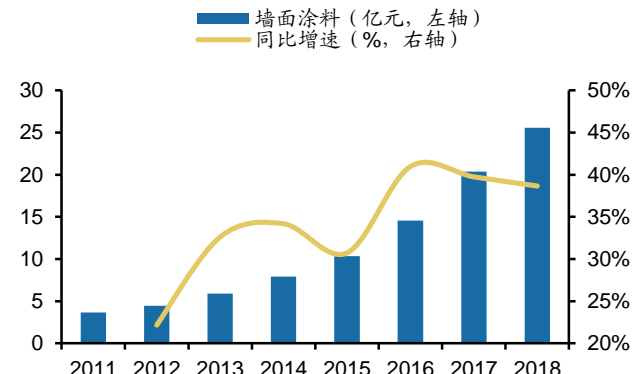
图5: 2018年墙面涂料营收占比约70%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 2017年新增有装饰施工业务; 2018年精细化工进行重分类

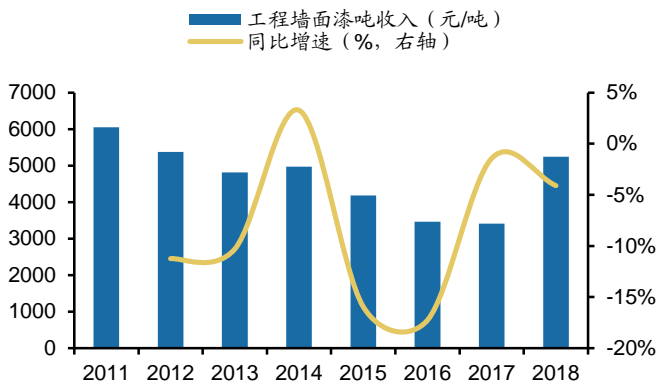
图6: 2018年墙面涂料营收+39%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

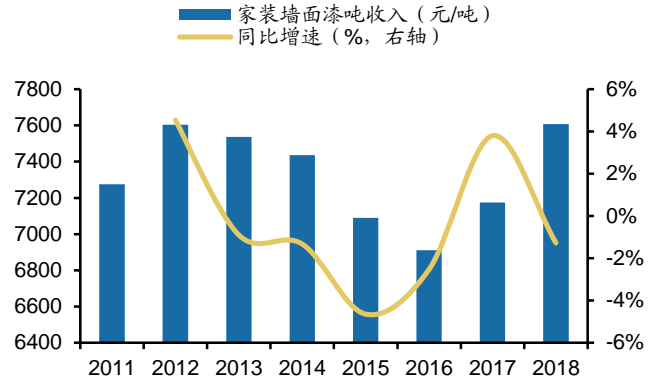
¹ 为更准确的反映不同类型产品的数据变化, 2018年将精细化工重分类为家装墙面漆、工程墙面漆、家装木器漆、工业木器漆、胶粘剂、基材和辅材, 2017年数据同口径调整。下同。

图7: 2018年工程墙面漆吨收入同比-4.10%



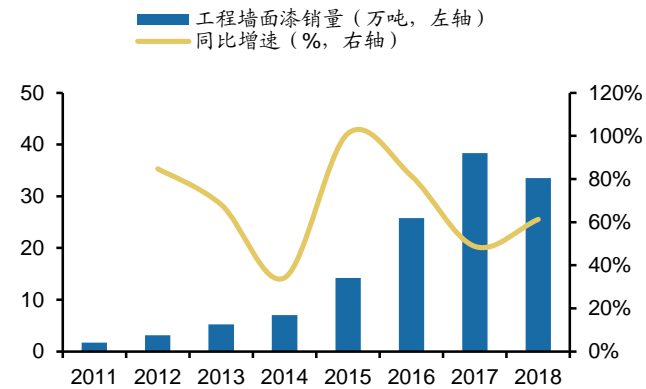
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 2018年家装墙面漆吨收入同比-1.28%



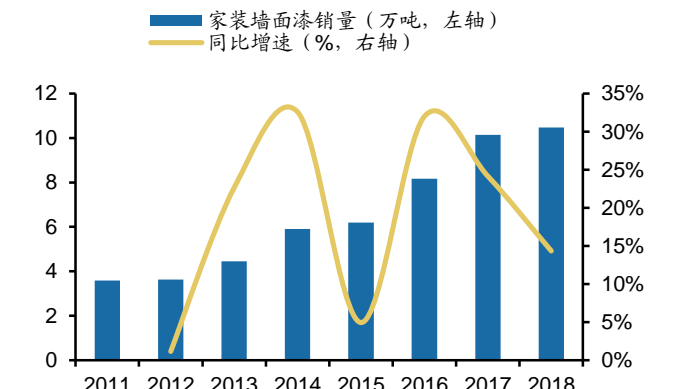
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9: 2018年工程墙面漆销量同比+61%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

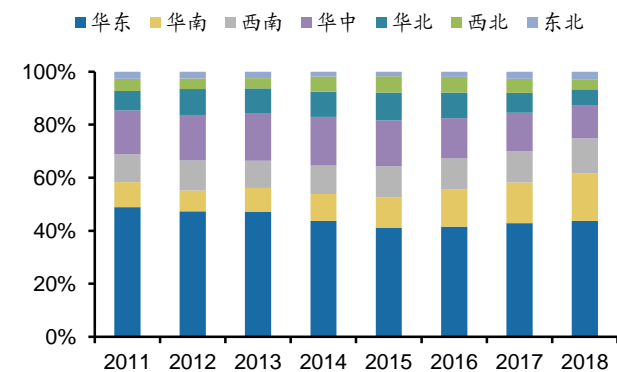
图10: 2018年家装墙面漆销量同比+14%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

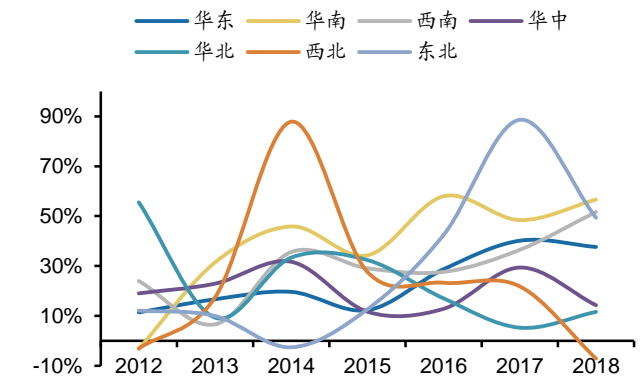
分地区来看, 华东地区营收占比最高, 达42.33%, 同比+37.63%; 2018年公司华南、西南、东北地区销售收入实现高速增长, 同比增速分别为+56.65%、+51.68%、+49.36%, 主要系随着公司在该地区的市场开拓力度不断加强, 市场份额逐步提升所致。

图11: 各地区营收占比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 各地区营收增速 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

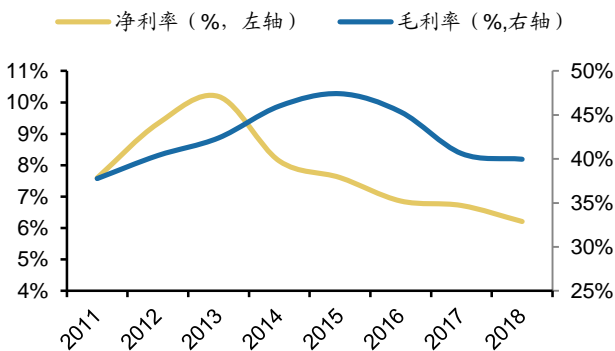
规模效应初显，2019 年费用率有望降低

2018年公司毛利率为40%，同比下降0.65pct；总体毛利率略有下滑主要系毛利率较低的基材与辅材类产品、装饰施工（2018年毛利率分别为31%、5%）实现较快增长，从而拉低了综合毛利率。分产品来看，2018年家装墙面漆毛利率为57%，同比下降0.7pct；工程墙面漆毛利率为40%，同比下降0.05pct。

2018年公司期间费用率为31.28%，同比下降0.30pct；规模效应逐步凸显。其中，销售费用率为21.53%，同比增长0.02pct，主要是人工费用、运费、广告费等增加所致（2018年销售费用中工资薪酬占比44%，同比+45%；运输费占比26%，同比+31%；广告宣传推广费占比15%，同比+30%）；管理费用率（包括研发费用）为9.27%，同比下降0.92pct，其中2018年股权激励费用为3171万元，较去年同期增加2554万元，占归母净利润14个百分点（未考虑税收）。财务费用率为0.48%，同比增加0.60pct，主要是保理费用及短期借款利息支出增加所致（2018年公司短期借款增加额为2.76亿元，同比+307%）。

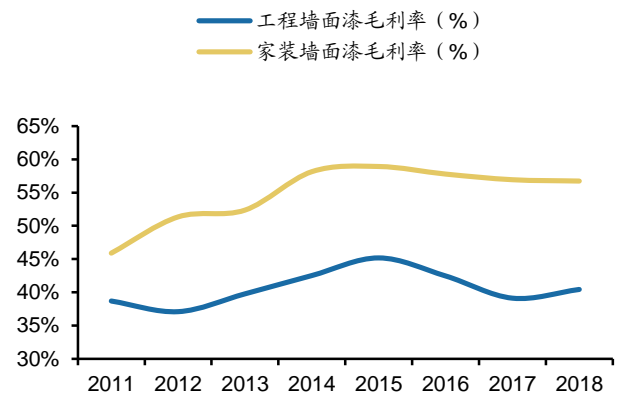
2018年公司净利率为6.21%，同比下降0.51pct，主要是由于在毛利率因产品结构调整而降低的同时，公司费用率下降幅度较小。从费用率来看，一方面，随着人员扩张高峰期（2015-2018年销售人员数量增加620人）的过去，预计未来2-3年，公司人员扩张将放缓，同时前期投入的人员效能发挥将带来费用率下降；另一方面，2018年股权激励费用3171万元，较去年同期增加2554万元，影响管理费用率0.9个百分点，未来两年公司股权激励摊销费用预计也将大幅下降（2019年1082万元，2020年151万元）。因此，随着未来收入的持续增长，公司的费用率将进一步下降，中长期来看，公司净利率有一定弹性。

图13: 2018年毛利率和净利率



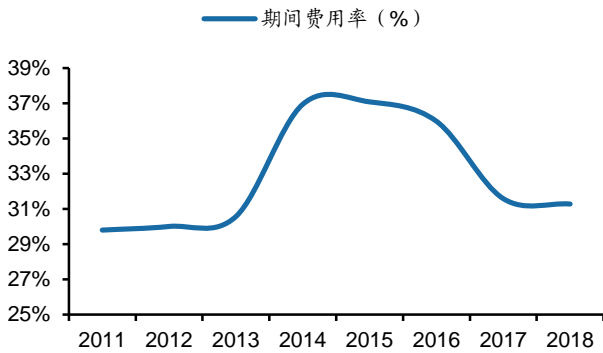
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 2018年工程墙面漆和家装墙面漆毛利率



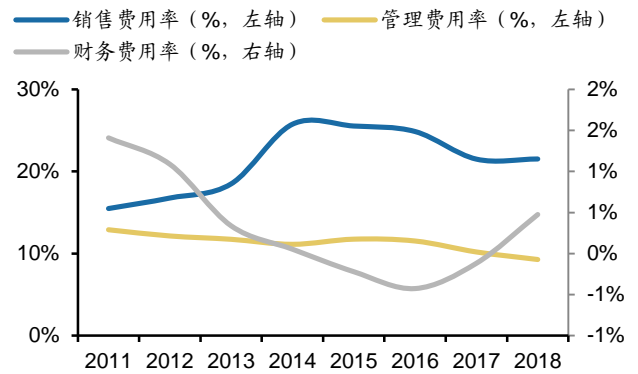
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 2018年期间费用率同比下降0.30个pct



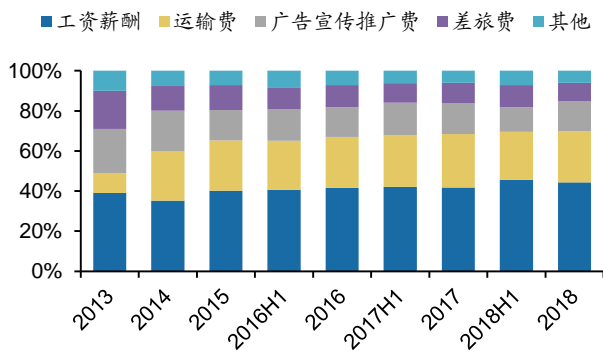
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 销售、管理及财务费用率



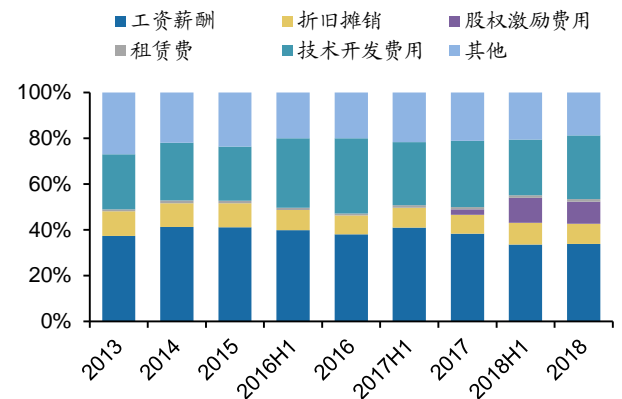
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 销售费用中各项费用占比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 管理费用中各项费用占比 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表3: 人员工业构成 (人)

	2015年	2016年	2017年	2018年	2015-2018年增量
生产人员	562	642	579	850	288
销售人员	945	983	1159	1565	620
技术人员	789	807	1013	1068	279
财务人员	-	49	51	71	71
行政人员	342	286	338	345	3
合计	2638	2767	3140	3899	1261

数据来源: 公司年报, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

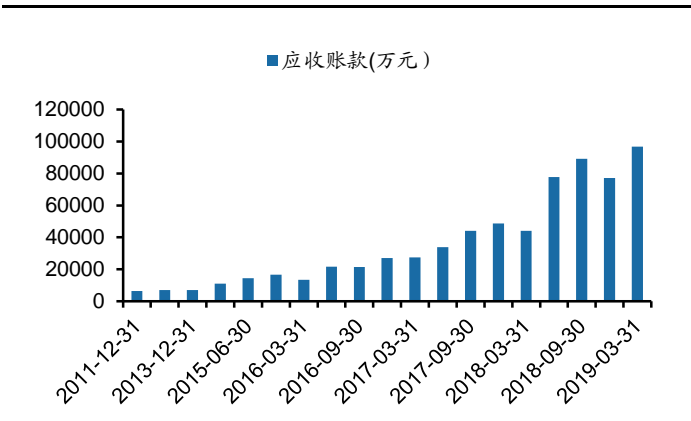
应收账款控制良好, 经营质量高, 公司话语权较强

2018年末公司应收账款7.72亿元, 同比+59%, 主要系工程地产客户销量增加所致; 应收账款中, 欠款金额前五大客户的应收账款占比13.12% (2017年占比为20.14%), 公司的应收账款控制良好。

2018年公司应付项目 (应付票据及应付账款+预收款项)-应收项目 (应收票据及应收账款+预付款项) 达到13818万元, 除2016年外, 应付项目连续3年显著高于应收

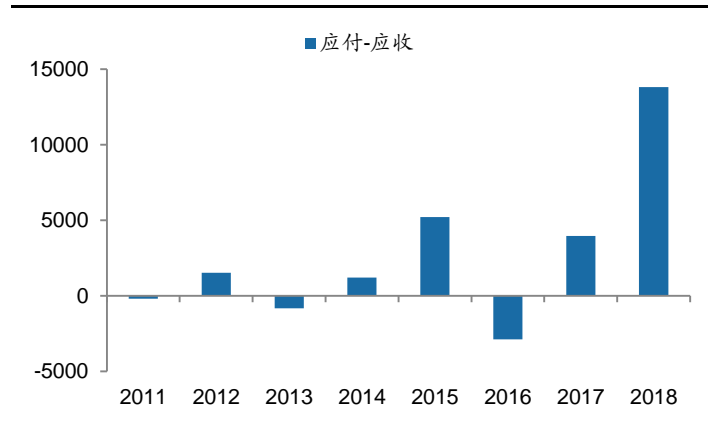
项目，公司在产业链中话语权较高。

图 19: 应收账款控制良好



数据来源: 广发证券发展研究中心

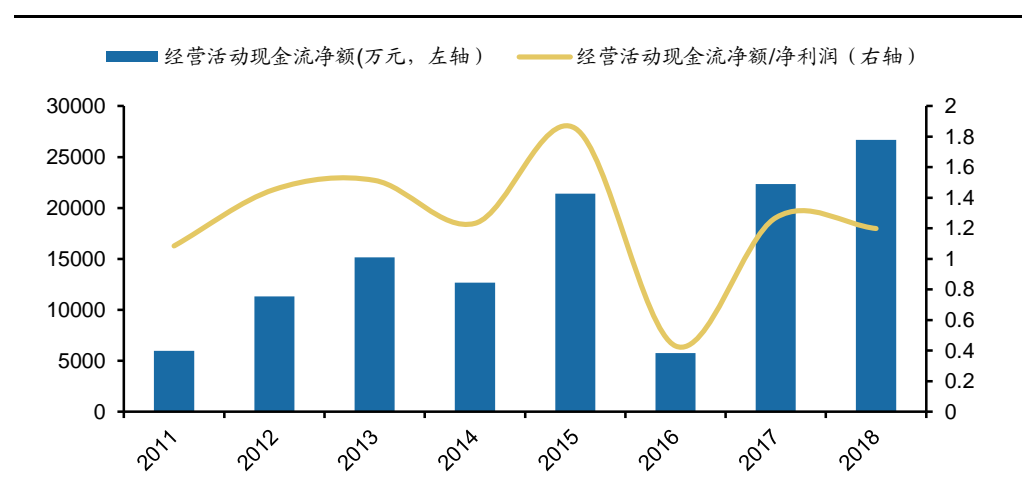
图 20: 应付项目 (应付票据及应付账款+预收款项) - 应收项目 (应收票据及应收账款+预付款项) (万元)



数据来源: 广发证券发展研究中心

2018年公司经营活动产生的现金流净额为2.67亿元，经营活动现金流净额/净利润1.20，除了2016年，公司经营现金流一直保持较好水平，持续高质量经营。

图 21: 经营活动现金流净额和经营净现金流/净利润



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

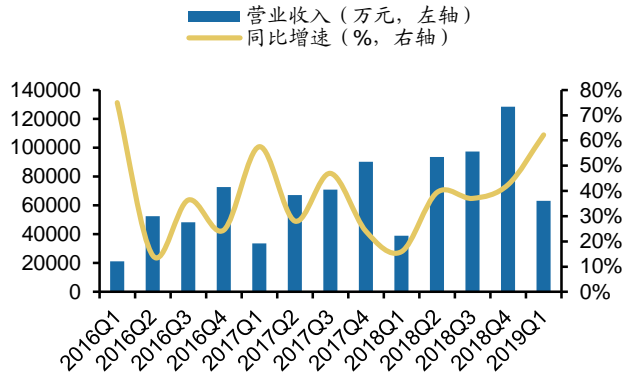
2019 年一季度收入维持高增长，毛利率被结构性拉低

2019Q1公司实现营业收入6.31亿元，同比+62.22%，归属净利润-191.95万元，同比减亏588.48万元（2018Q1归属净利润-780.43万元）；营业收入的快速增长主要来自于工程墙面漆销量的大幅增长（2019 Q1工程墙面漆销量同比+85.13%），利润的改善一方面是公司主营业务保持快速发展，另一方面是大禹并表效应。

2019Q1公司工程墙面漆收入同比+70.49%，家装墙面漆收入同比-7.04%。从销量来看，工装墙面漆销量同比+85.13%，家装墙面漆销量同比+16.66%；从价格来

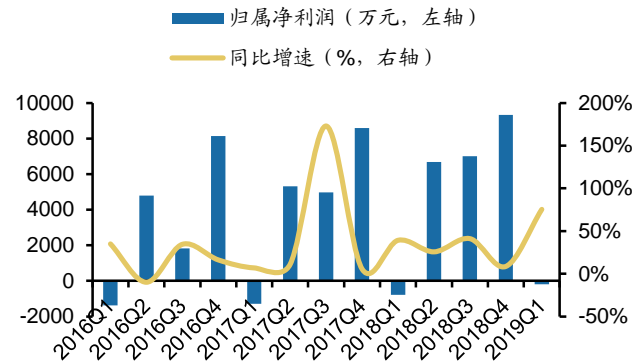
看，工装墙面漆价格同比-7.91%，家装墙面漆价格同比-20.31%。工程端销量大幅提升主要是公司不断加大对地产商营销力度，价格同比下降则主要是因为随着精装房的不断增加，配套的内墙漆销售占比增加，结构性拉低了工程墙面漆的价格；家装端价格同比下降，主要是受高端产品包装更换的短期影响。

图22: 2019Q1营业收入同比+62.22%



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图23: 2019Q1归属净利润同比减亏588万元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表4: 2019Q1经营数据

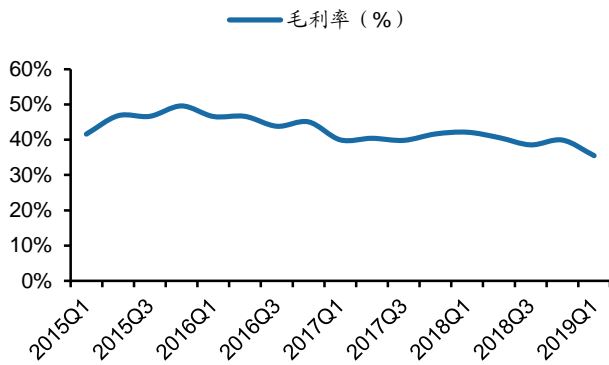
	2018Q1	2019Q1	同比增长
家装墙面漆收入 (万元)	14380	13368	-7.04%
工程墙面漆收入 (万元)	15513	26448	70.49%
家装墙面漆销量 (万吨)	1.70	1.98	16.66%
工程墙面漆销量 (万吨)	2.89	5.36	85.13%
家装墙面漆单价 (元/吨)	8473	6752	-20.31%
工程墙面漆单价 (元/吨)	5363	4939	-7.91%

数据来源: 《三棵树涂料股份有限公司2019年1-3月主要经营数据公告》，广发证券发展研究中心

2019Q1公司毛利率为35.49%，同比下降6.65pct；毛利率降低的主要原因来自于公司业务结构的变化：（1）工程墙面漆收入占比扩大，2019Q1工程墙面漆收入占比43.31%，去年同期37.44%，而工程漆毛利率较低（2018年工程漆毛利率为40.43%，比家装漆低16.3pct）；（2）装饰施工业务收入占比扩大，2019Q1年装饰施工业务收入占比为13.19%，2018年同期仅为1.66%，施工业务收入毛利率仅为5%-6%；（3）2019Q1大禹防漏并表，防水业务毛利率较低。

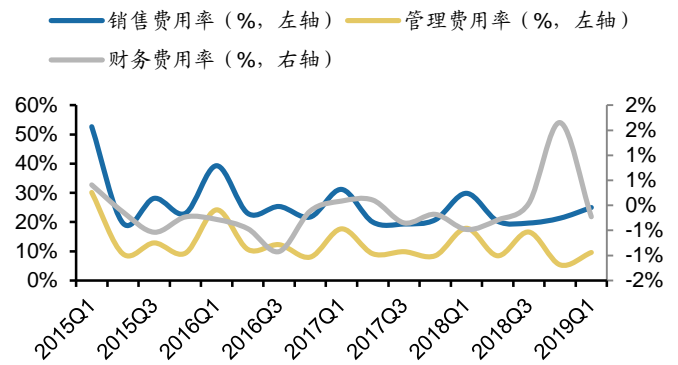
2019Q1公司期间费用率38.66%，同比下降8.55pct，规模效应凸显；其中，销售管理费用率24.97%，同比下降4.86pct；管理费用率9.59%，同比下降8.27pct；财务费用率-0.23%，同比上升0.25pct。

图 24: 2019Q1 毛利率同比下降 6.65pct



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 2019Q1 期间费用率同比下降 8.55pct



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

工程端拓展大地产商合作, 零售端深耕三四线

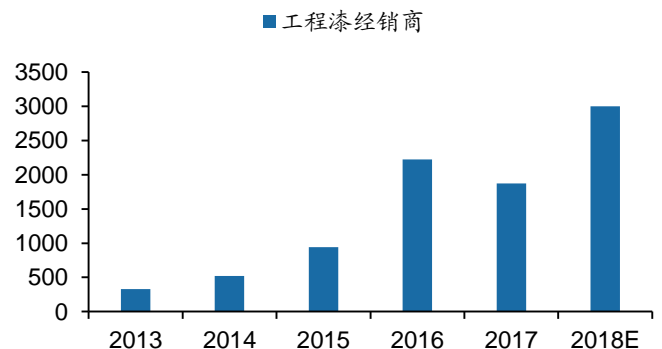
受益于地产商集中度的提升及经销商网络的扩张, 工程端收入未来有望持续高增长。2018年公司工程墙面漆收入17.59亿元, 同比+55%, 2019Q1工程墙面漆收入2.64亿元, 同比+70%; 工程端业绩高速发展。目前, 公司已和包括恒大、万科等国内10强地产中8家, 百强地产中的40多家签署了战略合作协议或建立了合作伙伴关系, 品牌影响力持续提升; 近年来房地产企业集中度持续提升, 2018年前3大、前5大、前10大龙头房企的销售金额集中度分别为12.58%、18.35%、26.89%, 同比增长0.71、1.42、2.73个pct; 此外, 经销模式主要通过经销商网络销售, 公司工程漆经销商数量持续扩张, 也加速了公司工程漆业务的增长。因此, 未来受益于与大地产商合作不断的深化及地产商集中度的提升, 加之经销商网络不断扩张, 公司工程涂料业务有望维持高增长态势。

图 26: 公司百强地产商战略合作伙伴



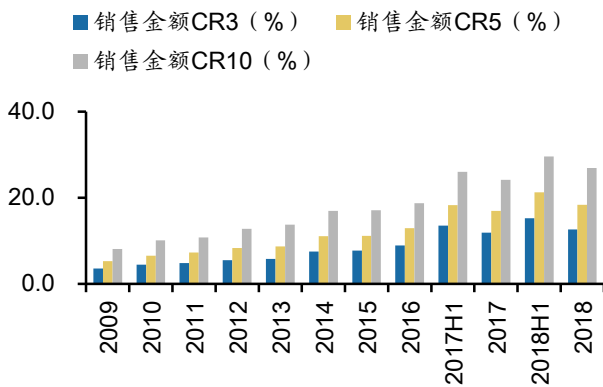
数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图 27: 公司工程经销商 (家)



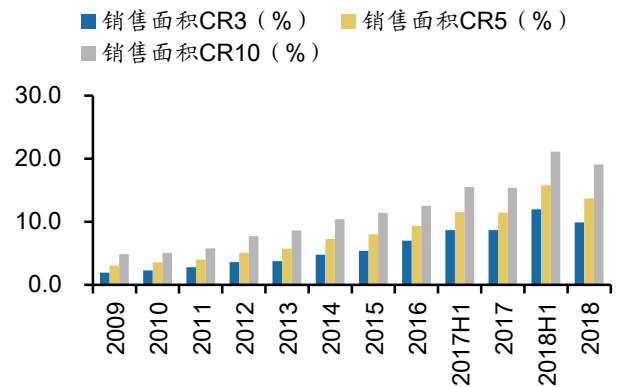
数据来源: 公司官网, 公司年报, 招股说明书, 广发证券发展研究中心

图28: CR3、CR5、CR10龙头房企销售金额市占率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: CR3、CR5、CR10龙头房企销售面积市占率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

家装涂料营收稳健增长, 盈利水平保持高位。2018年公司家装墙面漆收入7.97亿元, 同比+13%; 2019Q1家装墙面漆收入1.34亿元, 同比-7%; 家装涂料毛利率显著高于工程涂料, 2018年公司家装漆毛利率达57%, 高出工程漆16pct。公司采取扁平化销售结构, 分销模式层级少, 渠道扁平, 使得渠道盈利能力更高, 对经销商支持力度更大, 利于渠道下沉, 从而提高公司三四线城市营销渠道的覆盖能力。目前, 公司已成功推出“三棵树, 马上住”涂刷服务, 塑造高端健康家装漆的品牌形象, 抢占三四线优质渠道资源。同时, 公司开始加大对一二线城市渠道的布局, 目前一二线城市收入占比约为20%, 一二线城市的渠道布局将进一步推动家装漆收入规模的扩大。

核心业务加速布局

目前, 公司共有福建、天津、河南、四川4个生产基地, 墙面涂料产能73.5万吨。近年来公司不断加大产能建设力度, 未来公司将形成华东、华北、华南、西南四大市场异地布局, 9个生产基地, 同时配套辅料OEM工厂的产能布局网络, 推动公司业务规模迅速扩大。

表5: 公司已有产能布局 (万吨/年)

厂区或项目	区域	产品	设计产能	产能利用率 (%)
三棵树股份	华东	墙面涂料	21.6	95
		木器涂料	3	43
		胶黏剂	2.5	14
三江包装		包装罐	1674.06 万个/年	79
天津三棵树	华北	墙面涂料	5	83
河南三棵树	华中	墙面涂料	13.9	78
		包装罐	300 万个/年	74
四川三棵树	西南	墙面涂料	33	29
		木器涂料	3.14	-
		胶黏剂	1.5	111

		腻子粉	9	11
		包装罐	1200 万个/年	31
产能总计		墙面涂料	73.5	-
		木器涂料	6.14	-
		胶黏剂	4	-
		腻子粉	9	-
		包装罐	3174.06 万个/年	-

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 6：公司涂料在建产能（万吨/年）

厂区	区域	产品	产能	预计投产时间		
安徽明光	华东	涂料	乳胶漆	10	2019 年 5 月	
			真石质感漆	20		
			多彩漆	1.5		
			防水涂料	0.75		
		胶黏剂	瓷砖胶	4		4.25
			界面剂	0.25		
		腻子粉	16	16		
四川邛崃	西南	涂料	水性多彩漆	2	2	2020 年 3 月
河北博野	华北	涂料	乳胶漆	10	33	2021 年
			真石质感漆	20		
			多彩漆	1.5		
			防水涂料	1.5		
		胶黏剂	瓷砖胶	4	4.5	
			界面剂	0.5		
		腻子粉	16	16		
福建莆田秀屿	华东	涂料	乳胶漆	50	94.5	2020 年
			真石质感漆	20		
			多彩漆	3		
			防水涂料	1.5		
			PU 漆	5		
			UV 光固化漆	5		
			水性木器漆	10		
		胶黏剂	瓷砖胶	5	12	
			界面剂	0.5		
			玻璃胶	0.5		
			白胶	4		
		万能胶	2			
		腻子粉	25	25		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

注：防水涂料单位为万吨/年；防水卷材、一体化板单位为万平米/年；保温材料为万立方米/年；

投资建议：维持“买入”评级

国内建筑涂料行业空间大，作为典型的“地产后市场”行业，中长线需求有保障；和成熟市场相比，我国建筑涂料行业集中度还很低，且外资企业占据龙头地位，随着环保升级、消费升级和地产集中度提升，建筑涂料行业集中度也将提升，优质企业有望崛起；三棵树是民用涂料第一股，基础牢固、企业文化和内部机制优良、在工程端业务和零售端业务都蓄势待发，随着发展瓶颈解决，在国内众多企业中有望脱颖而出；我们看好公司未来收入增长持续放量，同时2019年Q1以来，收入扩张的规模效应已经开始显现，期间费用率开始下降，未来公司的盈利能力有望提升，收入较快增长叠加利润率提升将驱动未来盈利高增长。

盈利预测关键假设：

- (1) **家装墙面漆业务：**公司一方面继续深耕三四线城市，另一方面开始向一二线城市进军，预计家装墙面业务量方面增速稳步增长，价格方面中高端产品占比增大驱动价格提高，我们预计2019-2021年公司家装墙面漆收入分别为91,355万元、105,744万元、123,141万元，毛利率分别为57%、57%、57%；
- (2) **工程墙面漆业务：**公司与主流地产商积极合作，预计工程墙面漆销量保持较高速增长，我们预计2019-2021年公司家装墙面漆收入分别为261,552万元、375,603万元、520,739万元，毛利率分别为40%、39%、39%；
- (3) **防水业务：**据公司的大禹防水业绩承诺公告，我们预计2019-2021年防水业务收入分别为3.9亿元、4.8亿元、6.0亿元，毛利率分别为33%、33%、33%；
- (4) **销售费用率：**公司规模快速扩张，受职工薪酬费用率等下降影响，我们预计2019-2021年销售费用率分别为21.01%、20.83%、21.03%；
- (5) **管理费用率：**公司规模快速扩张，受职工薪酬费用率和股权激励费用率等下降影响，我们预计2019-2021年管理费用率分别为7.59%、6.84%、6.40%。

合理价值分析：

公司工程墙面漆、家装墙面漆增速快，同时费用率有望出现拐点，我们预计2019年公司净利润3.2亿元，同比增速43.67%，按最新收盘价对应PE为24.45X，PEG为0.56。综合考虑可比公司东方雨虹在成长早期（类比三棵树目前阶段）PEG估值以及公司未来两年的业绩增速，我们当前给予公司PEG 0.6估值，对应合理价值为62.90元/股，给予“买入”评级。

表 7：业绩预测假设

		2017（新）	2018	2019E	2020E	2021E
家装墙面漆	收入（万元）	70,606	79,700	91,355	105,744	123,141
	成本（万元）	30,058	34,486	39,408	45,319	52,570
	毛利率（%）	57%	57%	57%	57%	57%

工程墙面漆	收入 (万元)	113,719	175,889	261,552	375,603	520,739
	成本 (万元)	67,695	104,786	157,182	227,915	319,080
	毛利率 (%)	40%	40%	40%	39%	39%
防水业务	收入 (万元)			39,000	48,000	60,000
	成本 (万元)			26,000	32,000	40,000
	毛利率 (%)			33%	33%	33%
合计	营业收入 (万元)	261,946	358,402	499,859	642,698	822,899
	营业成本 (万元)	155,546	215,165	302,278	388,906	499,507
	毛利率 (%)	41%	40%	40%	39%	39%

资料来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

表 8: 销售费用预测 (单位: 百万元)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
职工薪酬	235	342	443	531	662
运输费	150	197	268	364	496
广告及宣传费	88	114	160	206	263
差旅费	57	72	115	155	204
其他	34	47	64	83	106
销售费用合计	563	772	1050	1339	1731

资料来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

表 9: 销售费用率预测 (单位: %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
职工薪酬	9.0%	9.5%	8.9%	8.3%	8.0%
运输费	5.7%	5.5%	5.4%	5.7%	6.0%
广告及宣传费	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
差旅费	2.2%	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%
其他	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
销售费用率	21.5%	21.5%	21.0%	20.8%	21.0%

资料来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

表 10: 管理费用预测 (单位: 百万元)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
职工薪酬	96	113	119	124	133
技术开发费	77	93	125	154	189
折旧及摊销	22	29	34	44	56
咨询服务费	14	11	15	19	25
股权激励费用	6	32	11	2	0
其他	51	55	75	96	123
管理费用合计	267	332	379	440	527

资料来源：公司年报，Wind，广发证券发展研究中心

表 11: 管理费用率预测 (单位: %)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
职工薪酬	3.7%	3.1%	2.4%	1.9%	1.6%
技术开发费	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%
折旧及摊销	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
咨询服务费	0.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
股权激励费用	0.2%	0.9%	0.2%	0.0%	0.0%
其他	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用率	10.2%	9.3%	7.6%	6.8%	6.4%

资料来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

表 12: 可比公司表

股票简称	主营业务	股票代码	货币	股价	EPS (元/股)		PE (X)	
				2019/5/9	2019E	2020E	2019E	2020E
东方雨虹	防水材料	002271.SZ	RMB	19.26	1.31	1.63	14.70	11.82
宣伟	涂料	SHW.N	USD	444.51	21.01	24.05	21.16	18.48
日涂	涂料	4612.T	USD	36.17	1.22	1.31	29.65	27.61
AkzoNobel	涂料	AKZA.AS	USD	87.11	3.47	4.61	25.10	18.90
PPG	涂料	PPG.N	USD	114.02	6.34	6.97	17.98	16.36

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 中国公司盈利取自 Wind 一致预期数据; 国外公司来源于 Bloomberg 一致预期, 国外 EPS 为调整后 EPS

风险提示

上游原材料大幅上涨: 公司产品主要原材料是丙烯酸和钛白粉, 若未来原材料价格大幅上升, 可能存在影响公司的风险。

下游行业景气度大幅下行: 建筑涂料下游重要需求来自房地产, 若房地产景气度大幅下滑, 可能存在影响公司的风险。

公司扩张经营管理风险: 公司业务和规模的扩张增加管理难度, 若公司管理能力不能适应规模扩张及业务发展的需要, 可能存在影响公司的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,094	1,870	2,050	2,503	3,064	经营活动现金流	223	267	455	737	980
货币资金	200	291	450	600	800	净利润	176	222	333	499	660
应收及预付	603	1,015	981	1,208	1,479	折旧摊销	47	64	67	86	110
存货	188	265	290	352	424	营运资金变动	-17	-43	-30	71	129
其他流动资产	104	299	330	343	360	其它	17	23	85	81	82
非流动资产	995	1,296	1,449	1,733	2,084	投资活动现金流	-182	-442	-227	-383	-476
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-206	-279	-227	-383	-476
固定资产	493	592	736	1,012	1,363	投资变动	22	-165	0	0	0
在建工程	138	252	272	292	302	其他	2	2	0	0	0
无形资产	150	176	165	154	142	筹资活动现金流	-32	215	-68	-204	-304
其他长期资产	215	276	276	276	276	银行借款	-50	276	41	-45	-88
资产总计	2,089	3,166	3,499	4,236	5,148	股权融资	65	9	0	0	0
流动负债	959	1,792	1,883	2,261	2,713	其他	-47	-70	-109	-159	-216
短期借款	90	366	407	362	274	现金净增加额	9	40	159	150	200
应付及预收	642	1,153	1,043	1,342	1,724	期初现金余额	150	159	291	450	600
其他流动负债	226	273	433	557	715	期末现金余额	159	199	450	600	800
非流动负债	11	38	38	38	38						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	11	38	38	38	38						
负债合计	970	1,830	1,921	2,299	2,751						
股本	102	133	133	133	133						
资本公积	390	397	397	397	397						
留存收益	691	858	1,087	1,426	1,860						
归属母公司股东权益	1,119	1,335	1,565	1,904	2,337						
少数股东权益	0	0	13	33	60						
负债和股东权益	2,089	3,166	3,499	4,236	5,148						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,619	3,584	4,999	6,427	8,229
营业成本	1,555	2,152	3,023	3,889	4,995
营业税金及附加	37	44	62	80	102
销售费用	563	772	1,050	1,339	1,731
管理费用	190	240	254	285	338
研发费用	77.21	92.59	124.96	154.25	189.27
财务费用	-3.10	17.05	11.92	8.73	1.91
资产减值损失	13.46	24.11	58.23	48.92	49.94
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.63	2.26	0.00	0.00	0.00
营业利润	221.06	283.81	414.19	622.07	822.33
营业外收支	-7.21	-12.05	-7.50	-12.85	-16.46
利润总额	214	272	407	609	806
所得税	38	49	74	110	146
净利润	176	222	333	499	660
少数股东损益	0	0	13	20	26
归属母公司净利润	176	222	320	479	633
EBITDA	243.56	348.45	551.29	765.31	983.74
EPS (元)	1.72	1.67	2.40	3.60	4.76

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	34.5	36.8	39.5	28.6	28.0
营业利润增长	56.1	28.4	45.9	50.2	32.2
归母净利润增长	31.7	26.4	43.7	49.8	32.3
获利能力					
毛利率	40.6	40.0	39.5	39.5	39.3
净利率	6.7	6.2	6.7	7.8	8.0
ROE	15.7	16.7	20.4	25.2	27.1
ROIC	19.2	18.7	29.0	36.3	42.0
偿债能力(%)					
资产负债率	46.4	57.8	54.9	54.3	53.4
净负债比率	4.3	11.6	11.6	8.5	5.3
流动比率	1.14	1.04	1.09	1.11	1.13
速动比率	0.92	0.88	0.91	0.92	0.94
营运能力					
总资产周转率	1.38	1.36	1.50	1.66	1.75
应收账款周转率	5.26	4.59	5.37	5.62	5.89
存货周转率	9.88	9.51	10.43	11.06	11.77
每股指标(元)					
每股收益	1.72	1.67	2.40	3.60	4.76
每股经营现金流	2.19	2.00	3.42	5.53	7.36
每股净资产	10.95	10.03	11.76	14.30	17.56
估值比率					
P/E	41.16	21.76	24.45	16.32	12.34
P/B	6.47	3.62	4.99	4.11	3.34
EV/EBITDA	29.29	14.11	14.10	9.90	7.41

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：分析师，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：分析师，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。