

2023 年 01 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2022 全年扭亏为盈，2023 年高弹性增长可期

—三棵树（603737.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：黄俊伟 S1050522060002

huangjw@cfsc.com.cn

联系人：华潇 S1050122110013

huaxiao@cfsc.com.cn

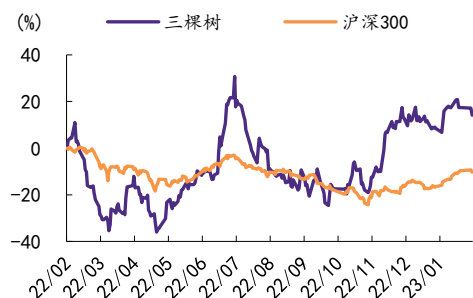
三棵树发布公告：2023 年 1 月 30 日，公司公告称预计 2022 年年度归属于上市公司股东的净利润为 3-4.1 亿元，扣非净利润为 2-3 亿元，相比于上一年度实现扭亏为盈。

基本数据

2023-01-31

当前股价（元）	123.94
总市值（亿元）	467
总股本（百万股）	376
流通股本（百万股）	376
52 周价格范围（元）	68.03-138.97
日均成交额（百万元）	220.28

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《三棵树（603737）：Q3 业绩持续改善，降本增效成果显著》2022-11-03
- 2、《三棵树（603737）：Q3 利润进一步高增，零售优势持续兑现》2022-10-17
- 3、《三棵树（603737）：Q2 利润端表现突出，重视公司零售端逆势增长能力》2022-08-31

投资要点

■ Q4 业绩同比改善，2022 全年扭亏为盈

从单季度看，公司 2022Q4 单季归母净利润-0.01 - 0.99 亿元，较 2021Q4（-4.81 亿元）同比有较大改善；扣非净利润-1.01 至 -0.01 亿元，同比亏损减小。从全年看，受益于高端产品销售占比和零售渠道销售占比稳步提升及原材料价格下降，以及预期信用损失绝对金额减少，2020/2021/2022 年公司归母净利润 5.02/-4.17/3-4.1 亿元，扣非净利润 4.23/-5.62/2-3 亿元，实现扭亏为盈。相较于 2021 年由于疫情对房地产行业产生影响调增了客户应收账款坏账的信用损失率，同时对财务状况困难的地产客户也进行了单项计提减值准备，共计提 8.4 亿坏账准备，2022 年减少计提减值准备；同时根据 Wind，22 年 6 月以来乳液和钛白粉价格继续下行，1-9 月累计采购均价分别同比-4.4%/-7.6%，相较于上一年度原材料价格上行压力，22 年增加了利润空间。总而言之，同比上一年度，2022 年公司盈利情况得到较大改善。

■ 渠道与产能多方面布局，静待发力时机

优化渠道结构，进行立体化布局：据公司 22 年半年报，公司在家居内墙涂料业务方面推行高端零售战略，立体化渠道布局基本达成；在工程外墙涂料业务方面优化渠道结构，截至 22H1 公司小 B 渠道客户 20043 家，其中 22H1 新增 7168 家，占比 35.8%。考虑近期地产融资缓解，公司也将结合市场环境、资本市场情况、公司发展战略及项目投资需要等因素进行论证，并择机启动新的直接融资方案。

项目建设逐渐竣工，产能进一步扩大：根据公司 2021 年 4 月 8 日发布的定增预案和后续反馈回复等公告，湖北、福建、安徽三个基地项目总投资为 54.5 亿元，达产后年收入合计 148 亿元，是公司 2021 年收入的 1.3 倍，其中湖北/福建/安徽项目税后 IRR 分别为 24.47%/26.82%/20.59%。三个产能项目建设期均为一年，建成后分四年完全达产。公司产能充沛，考虑到 2022 年公司净利润大幅增长，公司短期大幅再融资动力或减弱，自有现金流可以满足增长。

■ 2023 年房地产复苏，有望带动涂料增收

以 2022 年中央经济工作会议为重大政策节点，立足“着力扩大国内需求”和“有效防范化解重大经济金融风险”，围绕“金融十六条”的政策精神，2023 年更为积极的政策信号正在持续释放，房地产行业真正开始进入到了短周期修复，长周期缓慢回升的阶段。结合国内经济复苏节奏、疫情防控过渡期的特点，总体预判，房地产行业有望在 2023 年二季度，最晚三季度恢复常态，并呈现总量平稳、增速放缓、结构分化的特点。

房地产复苏为建材行业带来基本面的业绩支撑，目前公司业绩已迎来拐点，并且利润正持续兑现：1）政策积极：地产相关政策陆续出台，在地产复苏下相关产业链坏账风险降低，公司截至 2022Q3 有 44.64 亿元应收账款，预计 2023 年回款率有所提升；2）盈利改善：2022Q2 公司净利润已开始修复，并且原材料价格持续下行，钛白粉价格从 19250 元/吨降至目前 14500 元/吨，乳液价格也在持续走低，后续在原材料价格继续回落或保持低位预期下，公司有望进一步恢复盈利弹性；3）行业出清：2021 年建筑涂料行业集中度明显提升，2022 年中小企业加速出清，龙头企业自身优势突出，后续行业集中度提升仍有较大空间。公司作为建筑涂料行业龙头，有望在行业集中度持续上升中获益。

■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 150.20、194.54、258.30 亿元，EPS 分别为 0.91、3.80、5.49 元，当前股价对应 PE 分别为 136.26、32.64、22.6 倍，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 原材料价格上升风险；2) 房地产政策不及预期风险；3) 房地产流动性风险持续蔓延的风险。

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	342	1,430	2,067
增长率（%）	-183.1%	182.1%	317.5%	44.6%
摊薄每股收益（元）	-1.11	0.91	3.80	5.49
ROE（%）	-19.3%	14.0%	39.1%	38.3%

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	304	514	1,462	营业成本	8,452	10,821	12,907	17,004
应收款	4,532	5,956	7,715	10,243	营业税金及附加	58	77	100	132
存货	567	985	1,176	1,549	销售费用	1,877	2,403	2,918	3,874
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	8,417	10,898	15,210	财务费用	55	219	258	280
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	3,707	4,582	6,021
固定资产	2,374	2,766	3,131	4,946	资产减值损失	-814	-135	-278	-359
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	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	-566	397	1,634	2,360
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	14,924	18,195	23,275	利润总额	-574	390	1,627	2,353
流动负债：					所得税费用	-177	32	135	195
短期借款	1,541	1,741	1,941	2,141	净利润	-396	357	1,492	2,158
应付账款、票据	5,188	6,688	7,982	10,516	少数股东损益	21	15	63	91
其他流动负债	1,451	1,451	1,451	1,451	归母净利润	-417	342	1,430	2,067
流动负债合计	8,360	10,117	11,682	14,517					
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%	182.1%	317.5%	44.6%
负债合计	10,216	12,472	14,537	17,872	盈利能力				
所有者权益					毛利率	26.0%	28.0%	33.7%	34.2%
股本	376	376	376	376	四项费用/营收	24.1%	24.7%	23.6%	23.3%
股东权益	2,163	2,452	3,659	5,403	净利率	-3.5%	2.4%	7.7%	8.4%
负债和所有者权益	12,379	14,924	18,195	23,275	ROE	-19.3%	14.0%	39.1%	38.3%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	82.5%	83.6%	79.9%	76.8%
净利润	-396	357	1492	2158	营运能力				
少数股东权益	21	15	63	91	总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
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	-547	-907	-729	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	485	9	857	1751	EPS	-1.11	0.91	3.80	5.49
投资活动现金净流量	-2486	-842	-816	-791	P/E	-111.91	136.26	32.64	22.6
筹资活动现金净流量	1627	632	414	287	P/S	4.1	3.1	2.4	1.8
现金流量净额	-375	-201	455	1,246	P/B	24.0	21.0	13.9	9.3

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 建筑建材组介绍

黄俊伟：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。

华潇：复旦大学金融学硕士。研究方向为建筑建材及新材料方向。

■ 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	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 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。