

证券研究报告—动态报告

建材

其他建材 II

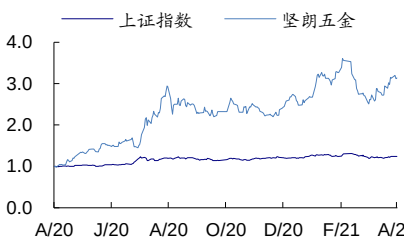
坚朗五金(002791)
买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 09 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	322/156
总市值/流通(百万元)	56,302/27,392
上证综指/深圳成指	3,483/13,990
12 个月最高/最低(元)	205.94/53.50

相关研究报告:

《坚朗五金-002791-重大事件快评: 不惧疫情影响, 高增长再度超预期》——2021-01-11
 《坚朗五金-002791-2020 年三季报点评: 业绩再度超预期, 成长动力依旧充足》——2020-10-31
 《坚朗五金-002791-2020 年中报点评: 增长超预期, 成长潜力持续释放》——2020-08-27
 《坚朗五金-002791-重大事件快评: 疫情不改成长逻辑, 业绩预告超预期》——2020-07-10
 《坚朗五金-002791-2019 年报及 2020 一季报点评: 打造建筑配套件集成供应商, 成长潜力十足》——2020-04-29

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685
 E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511070003

证券分析师: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518090002

联系人: 冯梦琪

E-MAIL: fengmq@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

成长逻辑持续兑现, 股权激励彰显发展信心

● 全年业绩高增长, 单季度持续超预期

2020 年公司实现营收 67.37 亿元, 同比+28.2%, 实现归母净利润 8.17 亿元, 同比+86.01%, 扣非归母净利润 8.02 亿元, 同比+86.57%, EPS 为 2.54 元/股, 并拟 10 派 5.5 元(含税); 其中 Q4 单季度实现营收 22.18 亿元, 同比+31.98%, 归母净利润 3.15 亿元, 同比+85.59%。

● 人均提效和费用管控成效显著, 盈利能力稳步提升

2020 年除点支类有所下滑外, 其他产品均实现不同程度增长, 其中传统产品保持稳定增长, 门窗五金、门控类和不锈钢护栏同比+19.13%/+7.68%/+11.6%, 家居类和其他建筑五金产品增长较快, 同比+72.12%/+113.09%; 同时根据测算, 2020 年销售人员人均创收 125.6 万元, 上年同期 113.3 万元, 同比+10.9%。2020 年综合毛利率 39.25%, 同比-0.56pct, 其中 Q4 毛利率 32.64%, 同比-6.16pct, 主因将运输费用由销售费用调至营业成本所致, 还原后全年毛利率 41.48%, 同比+1.66pct, 同时费用率继续摊薄, 期间费用率 22.38%, 同比-6.26pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别-4.93 (原口径 -2.71) /-0.64/+0.16/-0.85pct。

● 推出股票期权激励计划, 彰显发展信心

公司推出股票期权激励计划, 将进一步调动员工积极性, 同时彰显了未来发展信心: 1) 激励对象为董事会认为需要激励的人员, 首次授予对象不超过 1714 人; 2) 拟实施 600 万份股票期权, 占总股本 1.87%, 其中首次授予 546 万份, 占授予总额 91%, 行权价格 129.97 元, 股票来源于向激励对象定向增发; 3) 行权分 5 期执行, 行权比例分别为 20%/20%/20%/20%/20%, 考核要求为 2021-2025 年收入增长率, 分别不低于 30%/28%/25%/25%/25%, 以及个人绩效考核。

● 成长逻辑持续兑现, 持续看好未来发展, 维持“买入”评级

公司积极围绕建筑配套件集成供应商发展, 成长空间全面打开, 并以“研发+制造+服务”全链条销售模式不断巩固竞争优势。目前渠道下沉已进入针对性增加阶段, 多个新品类培育逐步成熟, 渠道优势和产品集成优势不断凸显, 业绩弹性有望继续释放, 持续看好公司未来发展, 预计 21-23 年 EPS 为 3.88/5.36/7.02 元/股, 对应 PE 为 45.1/32.7/24.9x, 继续维持“买入”评级。

● 风险提示: 扩张过速带来管理压力; 新产品推广销售不及预期

盈利预测和财务指标

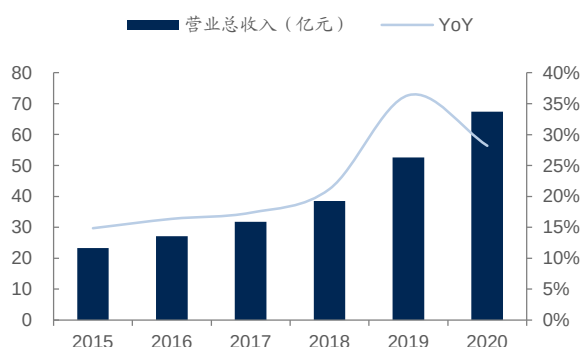
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	5,255	6,737	8,792	11,324	14,223
(+/-%)	36.4%	28.2%	30.5%	28.8%	25.6%
净利润(百万元)	439	817	1248	1724	2259
(+/-%)	155.2%	86.0%	52.7%	38.2%	31.0%
摊薄每股收益(元)	1.37	2.54	3.88	5.36	7.02
EBIT Margin	15.3%	20.3%	21.0%	21.7%	21.9%
净资产收益率(ROE)	14.3%	20.5%	25.0%	27.1%	27.6%
市盈率(PE)	128.2	68.9	45.1	32.7	24.9
EV/EBITDA	65.1	40.0	31.5	24.2	19.6
市净率(PB)	18.34	14.12	11.29	8.85	6.89

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

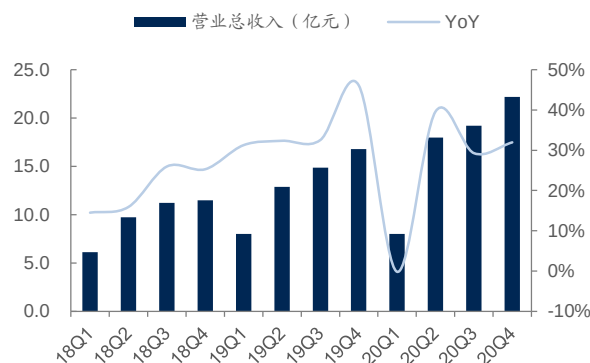
全年业绩高增长，单季度持续超预期。2020 年公司实现营业收入 67.37 亿元，同比+28.2%，实现归母净利润 8.17 亿元，同比+86.01%，扣非归母净利润 8.02 亿元，同比+86.57%，EPS 为 2.54 元/股，并拟 10 派 5.5 元（含税）；其中 Q4 单季度实现营业收入 22.18 亿元，同比+31.98%，归母净利润 3.15 亿元，同比+85.59%。

图 1：公司营业收入及同比增速



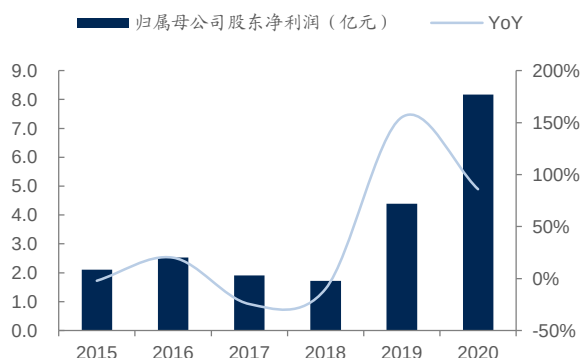
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及同比增速



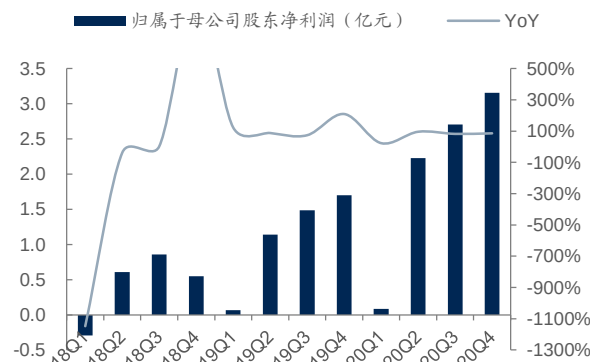
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

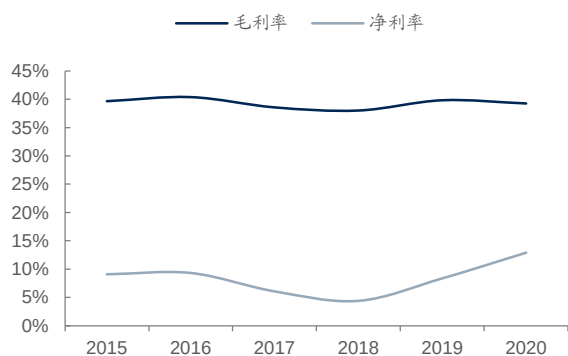
图 4：公司单季度归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理(18Q4=957.2%)

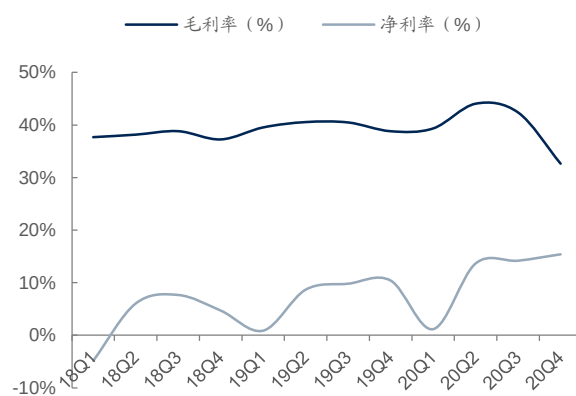
人均提效和费用管控成效显著，盈利能力稳步提升。2020 年除点支类产品（-17.58%）有所下滑外，其他产品均实现不同程度增长，其中传统产品保持稳定增长，门窗五金、门控类和不锈钢护栏分别同比+19.13%/+7.68%/+11.6%，家居类和其他建筑五金产品增长较快，分别同比+72.12%/+113.09%；同时根据测算，2020 年销售人员人均创收 125.6 万元，上年同期 113.3 万元，同比+10.9%。2020 年实现综合毛利率 39.25%，同比-0.56pct，其中 Q4 毛利率 32.64%，同比-6.16pct，主因根据会计准则将运输费用由销售费用调至营业成本所致，还原后全年毛利率 41.48%，同比+1.66pct，同时费用率继续摊薄，期间费用率 22.38%，同比-6.26pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别-4.93(原口径-2.71)/-0.64/+0.16/-0.85pct。

图 5：公司毛利率和净利率



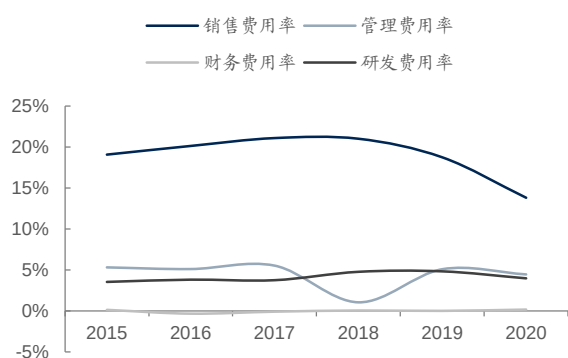
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司单季度毛利率和净利率



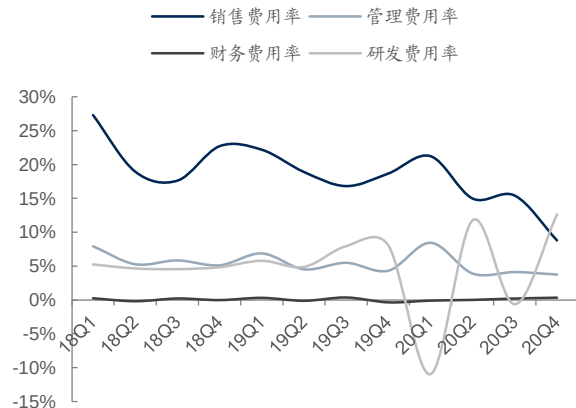
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

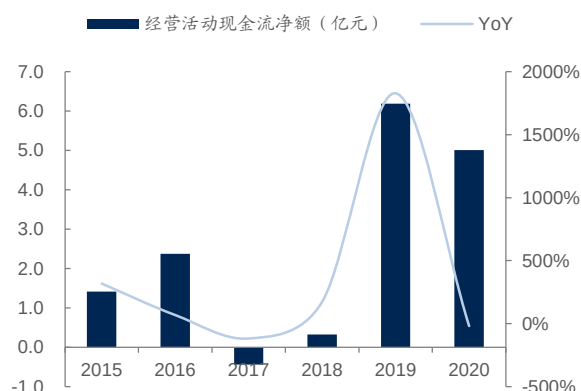
图 8：公司单季度期间费用率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

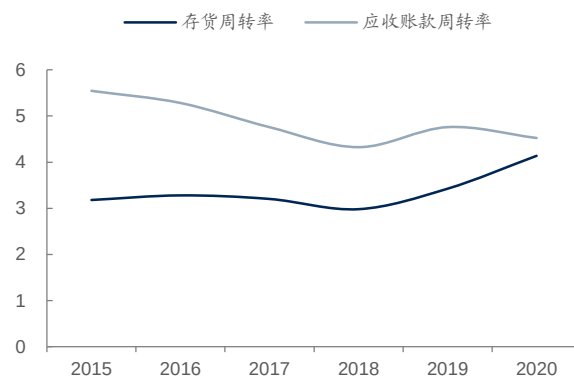
现金流略有承压，周转仍有提升空间。2020 年公司实现经营性现金流净额 5.01 亿元，同比下滑 19.05%，因部分客户回款结算方式采用票据支付所致；截至 2020 年末，应收账款和应收票据占收入比例 39.13%，占比+9.87pct，其中应收票据占比 12.91%，占比+6.71pct，应收账款占比 26.22%，占比+3.15pct，总体依旧可控。存货周转率和应收账款周转率分别为 4.14 和 4.52，上年同期分别为 3.42 和 4.76，未来仍有提升改善空间。

图 9：公司经营活动现金流净额及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司存货周转率和应收账款周转率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

推出股票期权激励计划，彰显发展信心。公司推出股票期权激励计划：1) 激励对象为董事会认为需要激励的人员（不包括公司独立董事、监事、单独或合计持有公司 5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女），首次授予对象不超过 1714 人；2) 拟实施 600 万份股票期权，占总股本 1.87%，其中首次授予 546 万份，占授予总额 91%，行权价格 129.97 元，股票来源于向激励对象定向增发；3) 行权分 5 期执行，分别为授予完成登记之日起 12 个月、24 个月、36 个月、48 个月和 60 个月，行权比例分别为 20%/20%/20%/20%/20%，考核要求为 2021-2025 年收入增长率，分别不低于 30%/28%/25%/25%/25%，以及个人绩效考核。股权激励将进一步调动员工的积极性，吸引和留住优秀人才，保障员工的稳定性，同时彰显了公司对于未来的发展信心。

投资建议：成长逻辑持续兑现，持续看好未来发展，维持“买入”评级。公司积极围绕建筑配套件集成供应商发展，成长空间全面打开，并以“研发+制造+服务”全链条销售模式不断巩固竞争优势。目前渠道下沉已进入针对性增加阶段，多个新品类培育逐步成熟，渠道优势和产品集成优势不断凸显，业绩弹性有望继续释放，持续看好公司未来发展，预计 21-23 年 EPS 为 3.88/5.36/7.02 元/股，对应 PE 为 45.1/32.7/24.9x，继续维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1002	1854	2954	4304	营业收入	6737	8792	11324	14223
应收款项	2692	3443	4346	5459	营业成本	4092	5337	6851	8605
存货净额	1035	1335	1681	2113	营业税金及附加	50	62	79	100
其他流动资产	180	352	453	569	销售费用	930	1187	1472	1821
流动资产合计	5302	7377	9827	12839	管理费用	300	362	464	580
固定资产	921	1152	1290	1420	财务费用	10	10	18	12
无形资产及其他	271	310	349	396	投资收益	(3)	1	1	1
投资性房地产	125	125	125	125	资产减值及公允价值变动	23	25	25	25
长期股权投资	141	169	185	207	其他收入	(383)	(350)	(380)	(400)
资产总计	6759	9133	11776	14986	营业利润	992	1511	2086	2732
短期借款及交易性金融负债	43	600	600	800	营业外净收支	(2)	(3)	(3)	(3)
应付款项	1560	2156	2909	3658	利润总额	990	1508	2083	2729
其他流动负债	936	1066	1462	1771	所得税费用	121	181	250	327
流动负债合计	2540	3822	4972	6229	少数股东损益	52	79	109	143
长期借款及应付债券	61	64	64	64	归属于母公司净利润	817	1248	1724	2259
其他长期负债	48	67	84	102					
长期负债合计	109	131	148	165	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2649	3953	5119	6394		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	123	194	291	420	净利润	817	1248	1724	2259
股东权益	3988	4986	6365	8172	资产减值准备	64	34	17	17
负债和股东权益总计	6759	9133	11776	14986	折旧摊销	111	70	81	89
					公允价值变动损失	(23)	(25)	(25)	(25)
					财务费用	10	10	18	12
					营运资本变动	(451)	(444)	(167)	(569)
					其它	(17)	37	81	111
					经营活动现金流	501	920	1711	1881
					资本开支	(362)	(350)	(250)	(258)
					其它投资现金流	22	0	0	0
					投资活动现金流	(344)	(377)	(266)	(279)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	58	3	0	0
					支付股利、利息	(74)	(250)	(345)	(452)
					其它融资现金流	217	557	0	200
					融资活动现金流	188	310	(345)	(252)
					现金净变动	345	852	1100	1350
					货币资金的期初余额	657	1002	1854	2954
					货币资金的期末余额	1002	1854	2954	4304
					企业自由现金流	496	899	1827	2006
					权益自由现金流	771	1450	1811	2195

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032