

业绩承压下行，逆周期投资不减速

华泰研究

2022年7月18日 | 中国内地

公告点评

其他建材

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

117.07

研究员	方晏荷
SAC No. S0570517080007	fangyanhe@htsc.com
SFC No. BPW811	+(86) 755 2266 0892
研究员	张艺露
SAC No. S0570520070002	zhangyilu@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166
研究员	黄颖
SAC No. S0570522030002	huangying018854@htsc.com
SFC No. BSH293	+(86) 21 2897 2228

原料涨价及疫情拖累业绩，维持“买入”

7月15日公司发布业绩预告：预计22H1营业收入同比-6%~-7%，归母净利润亏损7500-8500万元、同比-120%~-122%。考虑到原料涨价及疫情影响，我们下调公司22-24年归母净利至6.2/12.4/16.7亿元，22-24年归母净利CAGR 23%/对应23年PEG 1.0x（前值10.2/13.1/17.1亿元、CAGR 24.5%，22年业绩受疫情等影响较大难以反映公司长期价值，故引入23年业绩作为估值依据），可比公司Wind一致预期22-24年CAGR 24%/23E PEG均值1.0x，考虑公司具有渠道稀缺性及先发优势，给予23E PEG 1.3x，目标价117.07元（前值92.81元），维持“买入”评级。

22Q2业绩下行较多，原料涨价及疫情反复拖累业绩

公司预计22Q2收入同比-11.5%-14.6%，归母净利润443.6-1443.6万元、同比-95.7~-98.7%。对应收入/归母净利润中值19.5亿/943.6万元、同比-13.1%/-97.2%，归母净利率0.5%、同比-14.5pct。业绩下行主要系22H1疫情反复及地产景气下行拖累需求，以及成本端不锈钢、铝合金等原材料价格大幅上涨侵蚀利润。据Wind，22Q2商品房销售面积3.8亿平方米，同比-28.0%；22Q2 201冷轧不锈钢/铝合金A356均价同比涨幅86.4%/9.5%。

地产B端或持续承压，C端需求相对较好，渠道优势依然重要

1-6月销售/购地/新开工/竣工面积同比分别-22.2%/-48.3%/-34.4%/-21.5%，较1-5月+1.4/-2.6/-3.8/-6.2pct。地产需求依然未见明显好转，且精装修数据较差，据奥维云网，全国1-5月精装修楼盘开盘50.3万套，同比-52.1%，较1-4月降幅扩大3.5pct，工程渠道短期继续承压，工程渠道短期继续承压。但从零售数据看，C端持续恢复，据国家统计局，1-6月限额以上建筑及装潢材料企业零售额880亿元，同比-2.9%，其中6月同比-4.9%，较5月降幅收窄2.9pct。

铁三角+信息化+多品牌助力，坚朗持续厚积薄发

公司作为国内建筑五金龙头，正逐步成为全球领先建筑配套件集成供应商，其中智能家居、中高端五金等与五金协同性强，集成供应有望获取更大市场。7月1日，公司发布公告称拟投资20亿元，在东莞市投建智能家居及智慧安防产品制造项目。公司通过从销售、产品经理、后台构建铁三角，高筑研发+制造+服务壁垒，渠道下沉布局有望持续进入收获期。同时信息化贯通高效业务链条，支撑体量快速增长。此外，公司多品牌逐步成熟，规模效应下预期带来利润率改善。

风险提示：政策力度不及预期，房企债务风险恶化，原料涨价超预期。

经营预测指标与估值

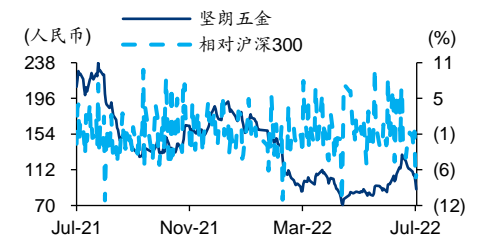
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	6,737	8,807	9,559	12,620	16,479
+/-%	28.20	30.72	8.54	32.02	30.58
归属母公司净利润(人民币百万)	817.20	889.38	621.76	1,238	1,674
+/-%	86.01	8.83	(30.09)	99.12	35.25
EPS(人民币,最新摊薄)	2.54	2.77	1.93	3.85	5.21
ROE(%)	21.14	19.15	11.98	19.28	21.30
PE(倍)	35.05	32.21	46.07	23.14	17.11
PB(倍)	7.18	5.98	5.40	4.46	3.65
EV EBITDA(倍)	24.77	21.28	29.14	16.39	11.80

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	117.07
收盘价(人民币 截至7月15日)	89.09
市值(人民币百万)	28,646
6个月平均日均成交额(人民币百万)	334.09
52周价格范围(人民币)	70.62-237.81
BVPS(人民币)	14.69

股价走势图



资料来源：Wind

图表1：公司可比公司估值表（2022/7/15）

公司名称	股票代码	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)				CAGR (22-24年)	PEG		
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		2022E	2023E	2024E
东方雨虹	002271 CH	43.48	1,096	1.70	2.08	2.67	3.36	25.58	20.89	16.30	12.93	26%	0.82	0.64	0.51
公牛集团	603195 CH	150.60	905	4.63	5.32	6.18	7.12	32.53	28.31	24.35	21.15	15%	1.83	1.58	1.37
三棵树	603737 CH	109.17	411	-1.11	2.53	4.11	5.80	-98.35	43.09	26.56	18.83	32%	1.35	0.83	0.59
均值								-13.42	30.76	22.40	17.64	24%	1.33	1.02	0.82
坚朗五金	002791 CH	89.09	286	2.77	1.93	3.85	5.21	32.21	46.07	23.14	17.11	23%	1.97	0.99	0.73

注：盈利预测均来自Wind一致预期；由于三棵树2021年EPS为负，故使用20-24年CAGR。

资料来源：Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

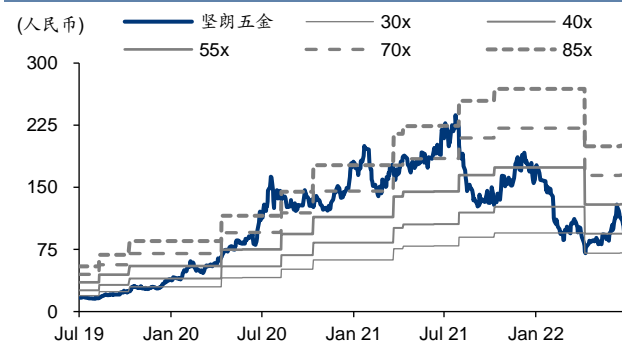
我们认为，因疫情影响持续，部分地区受封控影响导致项目停工或物流受阻，且地产需求压力较大，公司收入增长受一定影响，故下调公司收入增速。此外，原材料金属合金、不锈钢等占成本比例较高，预计原料涨价压力依然较大，故下调2022年毛利率。但海外衰退预期较强下，大宗价格持续下降，我们预计23-24年成本压力有望缓解，故上调23-24年毛利率。2022年收入增速下降，或导致费用率提升，故上调2022年费用率预测，23-24年收入有望恢复高增长，故下调23-24年费用率。

图表2：盈利预测前后对比表

	现预测 (调整后)			原预测 (调整前)			变化幅度 (pct%)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	9,559	12,620	16,479	10,962	14,014	17,748	-12.80%	-9.95%	-7.15%
毛利率 (%)	31.06%	33.19%	33.80%	33.17%	32.77%	33.21%	-2.11pct	0.42 pct	0.59 pct
期间费用率 (%)	21.89%	20.01%	20.04%	20.50%	20.04%	20.05%	1.39 pct	-0.04 pct	-0.01 pct
归母净利润 (百万元)	622	1,238	1,674	1,017	1,305	1,715	-38.84%	-5.16%	-2.35%

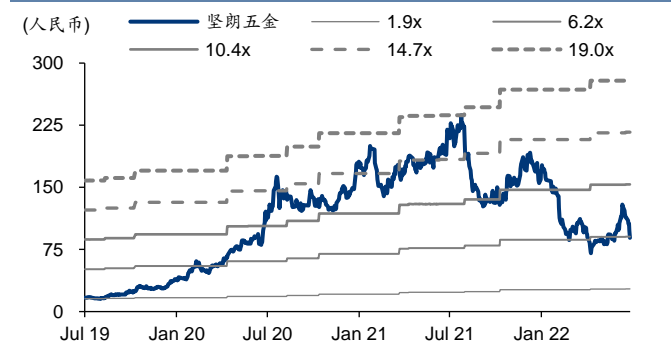
资料来源：华泰研究预测

图表3：坚朗五金 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表4：坚朗五金 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

风险提示

政策力度不及预期。若稳增长力度不及预期，或者地产监管政策趋严，可能导致基建、地产投资下行，进而影响公司业绩增长。

房企债务风险恶化。若房企债务违约数量增长，或地产销售继续下滑，或导致房企现金流加速恶化，进而影响公司销售回款，导致现金流恶化。

原料涨价超预期。公司原材料主要有不锈钢、铝合金、锌合金等，若大宗商品价格再次上涨，可能会导致公司成本上行，进而导致毛利率下降。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,302	7,929	7,678	10,871	11,758
现金	1,002	1,522	2,387	1,151	2,229
应收账款	1,766	3,429	2,210	5,234	4,486
其他应收账款	56.06	83.29	67.96	131.73	129.02
预付账款	66.23	106.39	80.97	166.39	156.62
存货	1,035	1,255	1,391	1,994	2,386
其他流动资产	1,377	1,534	1,541	2,193	2,372
非流动资产	1,457	2,043	2,108	2,451	2,884
长期投资	141.23	247.80	297.56	346.08	395.78
固定投资	845.29	1,100	1,117	1,405	1,755
无形资产	270.63	290.24	295.32	295.08	297.92
其他非流动资产	200.07	404.95	398.51	404.99	435.29
资产总计	6,759	9,973	9,786	13,322	14,642
流动负债	2,540	4,547	3,837	6,219	6,047
短期借款	43.47	396.94	396.94	396.94	396.94
应付账款	826.64	2,322	1,316	3,338	2,684
其他流动负债	1,670	1,828	2,124	2,484	2,965
非流动负债	109.11	399.80	366.29	341.37	319.25
长期借款	60.79	169.47	135.95	111.03	88.91
其他非流动负债	48.32	230.34	230.34	230.34	230.34
负债合计	2,649	4,946	4,204	6,561	6,366
少数股东权益	122.62	232.12	278.92	344.08	432.21
股本	321.54	321.54	321.54	321.54	321.54
资本公积	1,035	1,120	1,120	1,120	1,120
留存公积	2,635	3,348	3,883	4,925	6,335
归属母公司股东权益	3,988	4,794	5,303	6,417	7,844
负债和股东权益	6,759	9,973	9,786	13,322	14,642

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	500.77	546.36	1,223	(508.43)	2,050
净利润	868.95	962.39	668.56	1,303	1,763
折旧摊销	125.11	178.98	190.21	236.20	267.52
财务费用	10.42	16.42	(10.38)	0.64	6.41
投资损失	2.50	15.49	0.00	(1.00)	(1.00)
营运资金变动	(631.27)	(844.97)	421.50	(1,985)	96.05
其他经营现金	125.06	218.06	(46.51)	(62.08)	(81.37)
投资活动现金	(297.26)	(297.47)	(256.15)	(579.44)	(700.29)
资本支出	(305.73)	(431.48)	(175.21)	(494.57)	(606.29)
长期投资	(22.64)	130.14	(49.76)	(48.51)	(49.70)
其他投资现金	31.11	3.87	(31.19)	(36.36)	(44.30)
筹资活动现金	132.84	277.91	(102.09)	(147.64)	(272.61)
短期借款	22.45	353.47	0.00	0.00	0.00
长期借款	58.39	108.68	(33.51)	(24.92)	(22.12)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	53.39	84.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1.39)	(268.60)	(68.58)	(122.72)	(250.49)
现金净增加额	336.27	523.46	865.14	(1,236)	1,077

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,737	8,807	9,559	12,620	16,479
营业成本	4,092	5,703	6,590	8,431	10,909
营业税金及附加	49.80	54.79	57.35	75.72	98.87
营业费用	930.24	1,108	1,338	1,514	1,977
管理费用	299.66	361.85	382.35	504.79	659.16
财务费用	10.42	16.42	(10.38)	0.64	6.41
资产减值损失	(22.58)	(16.72)	(28.68)	(37.86)	(49.44)
公允价值变动收益	0.64	0.05	1.08	1.35	0.78
投资净收益	(2.50)	(15.49)	0.00	1.00	1.00
营业利润	992.33	1,131	754.90	1,502	2,054
营业外收入	5.40	5.21	3.31	3.77	4.42
营业外支出	7.30	13.58	7.03	7.65	8.89
利润总额	990.43	1,123	751.19	1,498	2,050
所得税	121.48	160.18	82.63	194.74	286.94
净利润	868.95	962.39	668.56	1,303	1,763
少数股东损益	51.75	73.01	46.80	65.16	88.13
归属母公司净利润	817.20	889.38	621.76	1,238	1,674
EBITDA	1,110	1,305	925.35	1,723	2,308
EPS (人民币, 基本)	2.54	2.77	1.93	3.85	5.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	28.20	30.72	8.54	32.02	30.58
营业利润	98.77	13.97	(33.25)	98.95	36.77
归属母公司净利润	86.01	8.83	(30.09)	99.12	35.25
获利能力 (%)					
毛利率	39.25	35.24	31.06	33.19	33.80
净利率	12.90	10.93	6.99	10.33	10.70
ROE	21.14	19.15	11.98	19.28	21.30
ROIC	34.05	28.22	21.69	24.44	31.47
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.19	49.60	42.96	49.25	43.48
净负债比率 (%)	(21.78)	(18.74)	(32.37)	(8.79)	(20.42)
流动比率	2.09	1.74	2.00	1.75	1.94
速动比率	1.65	1.43	1.60	1.39	1.52
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.05	0.97	1.09	1.18
应收账款周转率	4.52	3.39	3.39	3.39	3.39
应付账款周转率	5.34	3.62	3.62	3.62	3.62
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	2.54	2.77	1.93	3.85	5.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	1.70	3.80	(1.58)	6.38
每股净资产(最新摊薄)	12.40	14.91	16.49	19.96	24.39
估值比率					
PE (倍)	35.05	32.21	46.07	23.14	17.11
PB (倍)	7.18	5.98	5.40	4.46	3.65
EV EBITDA (倍)	24.77	21.28	29.14	16.39	11.80

免责声明

分析师声明

本人，方晏荷、张艺露、黄颖，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师方晏荷、张艺露、黄颖本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司