

审慎推荐-A (首次)

坚朗五金 002791.SZ

目标估值: 0.00-0.00 元

当前股价: 16.32 元

2019年08月21日

聚焦中高端五金产品, 多品类打造产业平台

基础数据

上证综指	2880
总股本(万股)	32154
已上市流通股(万股)	16111
总市值(亿元)	52
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	8.4
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	35.0%
主要股东	白宝鲲
主要股东持股比例	35.39%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

郑晓刚

zhengxiaogang@cmschina.com.cn
S1090517070008

于泽群

yuzequn@cmschina.com.cn
S1090518080002

公司作为国内五金龙头, 打造中高端五金集采平台, 受益于中高端市场比例逐年提升与客户对于品牌要求的提高, 公司在建筑五金行业市场占有率有望持续提升。首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级。

- **聚精国内五金市场, 打造行业龙头企业。**公司成立于2003年, 主要从事中高端市场建筑五金系统的研发、生产和销售, 实控人白宝鲲及高管层所持股份超过60%。多年来, 公司坚持集成供应商的战略定位, 发展多个建筑五金著名品牌, 产品线丰富, 品牌价值高。公司收入规模不断扩张, 2018年实现营收38.53亿元, 门窗幕墙五金, 门控五金等各类产品收入不断增加, 国内和国外收入也保持快速增长, 收入结构渐趋多元化;
- **建筑五金行业需求平稳, 行业集中度有望提升。**上游原材料价格稳中有降, 下游建筑业需求平稳增长, 行业市场空间可观。据测算, 新建建筑市场可为门窗幕墙五金分别提供94亿和62亿的市场规模, 建筑修缮市场可为门窗五金提供40亿的空间。我国建筑五金企业众多, 行业集中度低, 但有逐渐提升的趋势; 并且由于五金产品质量倍受重视, 中高端产品成为首选, 市场份额不断增大, 2018年达到60%, 小企业生存承压;
- **研发+渠道+管理构建竞争优势, 新品类成利润新增点。**公司拥有高水平的技术研发及检验测试能力, 具备专业的直销渠道和销售团队, 并且对业务全流程实施信息化管理, 在市场竞争中具有较大优势; 公司近年来布局智能家居领域, 互联网技术的发展驱动智能家居产品的不断普及和完善, 预计2020年智能家居市场规模将超2000亿元。公司积极丰富智能家居产品, 拓展智能家居产品销售渠道, 2018年产品营收占比9.29%, 初见成效, 智能家居产品有望成为未来利润新增增长点;
- 公司作为国内五金龙头, 打造中高端五金集采平台, 有望在建筑五金行业市场占有率有望持续提升。我们预计公司2019-2020年EPS为0.84、1.13元, 对应PE为19.4与14.4倍, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级。
- **风险提示:** 原材料价格大幅上涨、渠道和品类扩张效果低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3179	3853	4992	6287	7826
同比增长	17%	21%	30%	26%	24%
营业利润(百万元)	215	180	288	391	526
同比增长	-24%	-16%	60%	36%	35%
净利润(百万元)	191	172	270	365	488
同比增长	-25%	-10%	57%	35%	34%
每股收益(元)	0.59	0.54	0.84	1.13	1.52
PE	27.5	30.5	19.4	14.4	10.8
PB	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、聚精国内五金市场，打造行业龙头企业.....	5
1、集成供应商战略明确，实控人及高管层股权集中.....	5
2、多品牌战略丰富产品结构，品牌荣誉提升公司形象.....	6
3、收入规模不断增长，收入结构渐趋多元化.....	8
二、建筑五金行业需求平稳，集中度有望提升.....	9
1、上游原材料主要为金属材料，价格稳中有降.....	10
2、新建建筑为主要市场，建筑修缮市场空间可观.....	11
3、行业整合为大势所趋，中高端市场份额提升成可能.....	12
(1) 行业集中度低，整合趋势明显.....	12
(2) 产品质量倍受重视，市场份额向中高端市场集中.....	14
三、研发+渠道+管理构建竞争优势，新品类成利润新增点.....	16
1、重视研发投入，取得丰富的技术成果.....	16
2、建设覆盖面广的直销网点，打造高效的销售团队.....	18
3、实现全业务流程信息化，提升公司管理水平.....	20
4、布局智能家居，成未来利润新增长点.....	22
四、经营稳健，现金流好.....	23
1、成长迅速，盈利好转.....	23
2、周转和偿债能力稳定，销售质量较高.....	24
五、投资建议.....	26
六、风险提示.....	26

图表目录

图 1：公司主要产品展示.....	5
图 2：公司员工总数不断增加（单位：人）.....	5
图 3：公司发展历程及重要事件.....	6
图 4：实际控制人和高管层集中公司超过 60%的股权.....	6
图 5：公司获得“金轩奖”——“最具影响力品牌”奖项.....	7
图 6：公司产品应用于多个领域.....	8
图 7：2011 年以来公司各产品营收情况（单位：亿元）.....	8
图 8：2018 年公司分产品收入结构.....	8

图 9: 2011 年以来公司国内营收及增速情况	9
图 10: 2011 年以来公司港澳台及海外营收及增速情况	9
图 11 : 五金产品按用途分类	9
图 12: 公司处于建筑五金行业产业链的中游	10
图 13: 公司主要原材料营业成本占比	10
图 14: 铝、锌、不锈钢价格近期呈现下降趋势 (元/吨)	10
图 15: 2011 年以来我国建筑幕墙工程总产值及增速	12
图 16: 建筑五金企业区域分布情况	13
图 17: 坚朗五金市占率逐步提高	13
图 18: 中高端门窗五金市占率不断提高	16
图 19: 我国精装修比例持续提升	16
图 20: TOP10 房企集中度	16
图 21: 公司实验中心	17
图 22: 公司不断加大研发投入	18
图 23: 公司扩大研发团队	18
图 24: 公司销售联络点数量及增速	19
图 25: 公司国内部分销售网点	19
图 26: 公司国外部分销售网点	19
图 27: 公司销售人员规模不断增大	20
图 28: 2018 年公司员工学历构成	20
图 29: 公司销售人员人均销售额及增速情况	20
图 30: 公司实现业务全流程信息化	21
图 31: 坚朗五金“PC+移动端”采购平台	21
图 32: 我国互联网不断普及	22
图 33: 我国智能家居市场规模	22
图 34: 坚朗五金智能家居产品丰富	23
图 37: 公司销售、管理和财务费率情况	24
图 38: 公司毛利率和净利率情况	24
图 39: 公司 2014 年以来 ROA、ROE 和 ROIC 变化	24
图 40: 公司应收账款和存货增加较快	25
图 41: 公司存货和应收账款周转次数 (单位: 次)	25

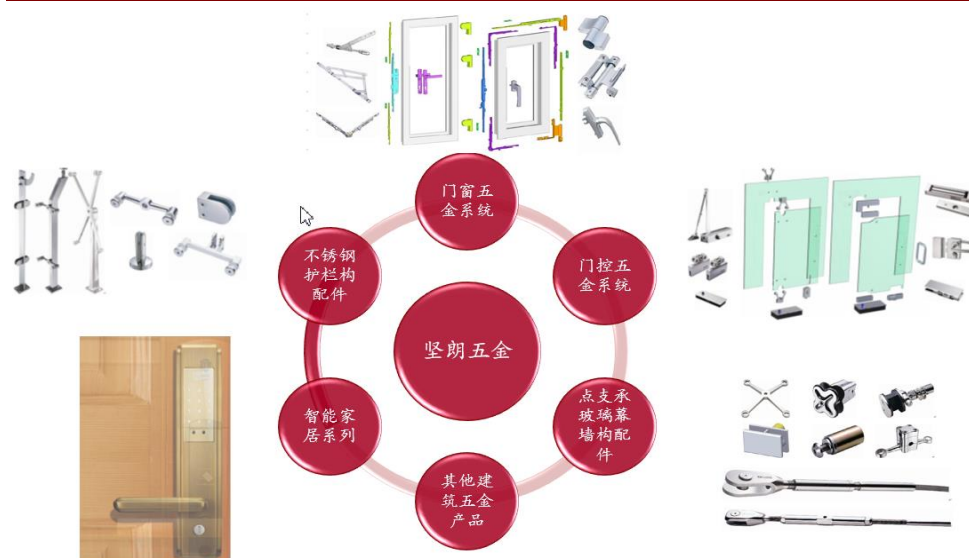
图 42: 公司资产负债率情况	25
图 43: 公司短期偿债能力较强	25
图 44: 公司经营活动现金流量情况 (单位: 亿元)	26
图 45: 公司收现比和付现比变化	26
表 1: 公司旗下拥有多个著名建筑五金品牌	7
表 2: 测算我国新建建筑市场的门窗五金市场规模	11
表 3: 测算我国新建建筑市场的点支承玻璃幕墙构配件市场规模	11
表 4: 测算我国建筑修缮市场的门窗五金市场规模	12
表 5: 国外大型建筑五金企业简介	14
表 6: 低端企业和中高端企业经营差异大	14
表 7: 建筑五金成为现代建筑关键部件	15
表 8: 人们更倾向于选择中高档五金产品	15
表 9: 公司具备优秀的技术水平	17
表 10: 公司部分最新专利	17
表 11: 三种营销模式比较	18
表 12: 公司盈利预测简表	26
附: 财务预测表	27

一、聚精国内五金市场，打造行业龙头企业

1、集成供应商战略明确，实控人及高管层股权集中

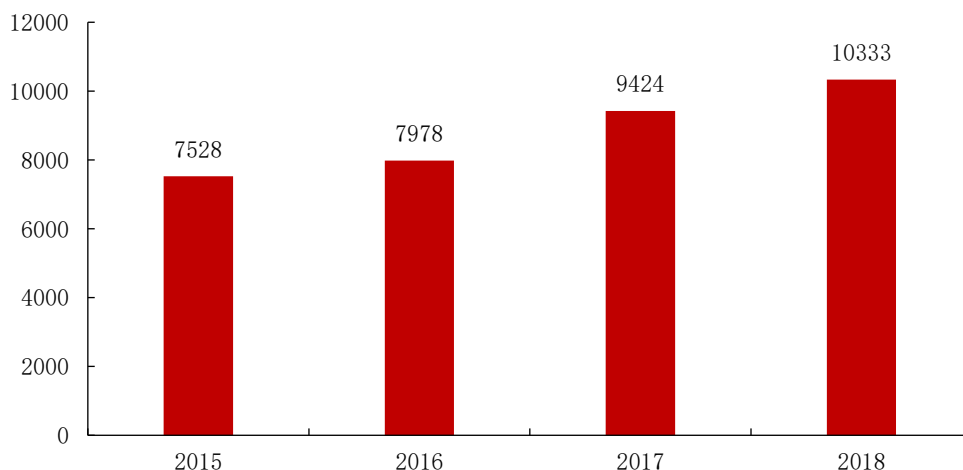
公司定位于中高端五金市场，致力于集成供应商战略。坚朗五金于 2003 年 6 月 26 日在东莞成立，2016 年 3 月 29 日在深圳证券交易所中小板成功挂牌上市。公司主要从事中高端建筑五金系统及金属构配件等相关产品的研发、生产和销售，是国内大型五金企业。公司生产基地面积超过 30 万平方米，员工总数超过 10000 人。十六年来，公司始终将建筑五金集成供应商作为自身战略定位，不断拓展产品线，现已拥有产品万余种，产品遍布门窗五金系统、点支承玻璃幕墙构配件、门控五金系统、不锈钢护栏构配件以及智能家居等。

图 1：公司主要产品展示



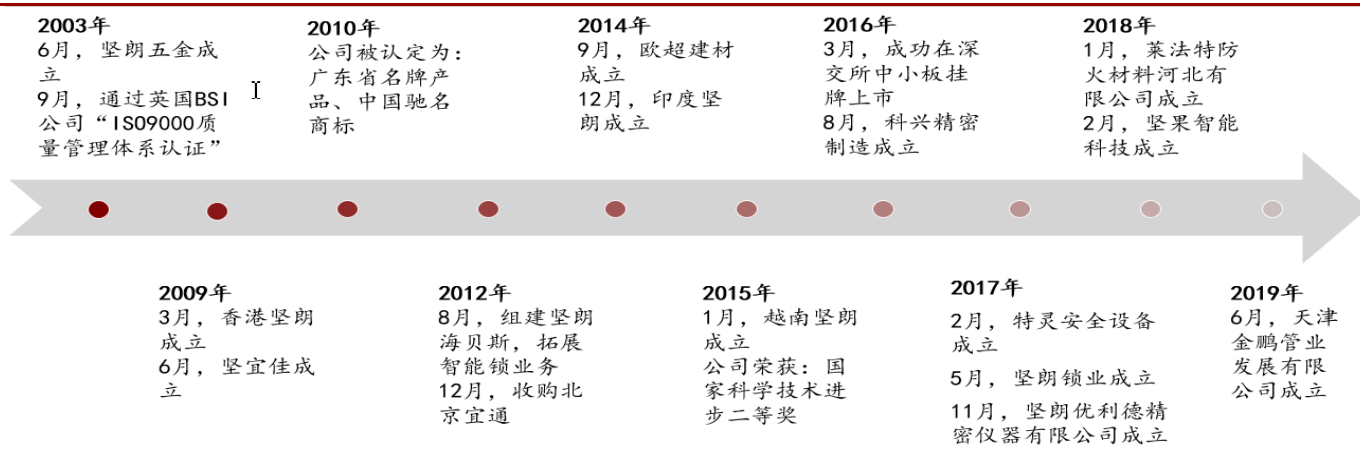
资料来源：公司官网、招股说明书、招商证券

图 2：公司员工总数不断增加（单位：人）



资料来源：公司年报、招商证券

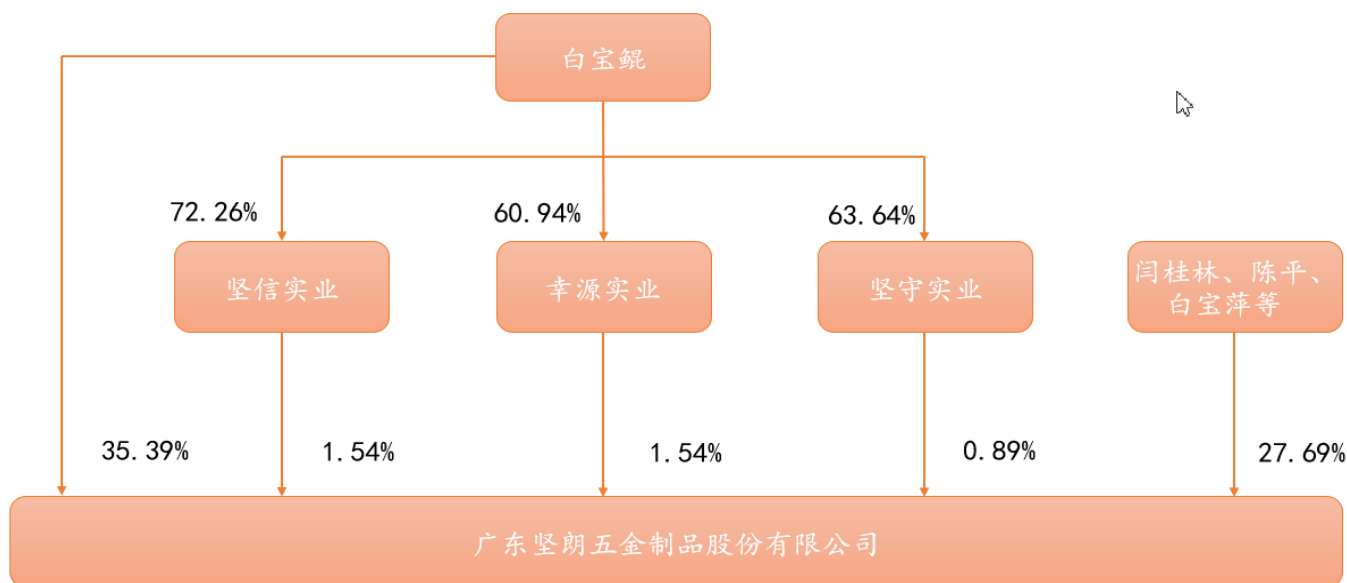
图 3：公司发展历程及重要事件



资料来源：招股说明书、招商证券

实际控制人和高管层集中公司超过 60%的股权。目前，公司实际控制人为白宝鲲，其合计控制公司 38.01%的股份，其中，直接持有 35.39%的股份，通过其控制的坚信实业、幸源实业、坚守实业间接控制本公司 1.11%、0.94%和 0.57%的股份；公司高管层，包括闫桂林、陈平、白宝萍和王晓丽分别持有 8.78%、7.43%、7.43%和 4.05%的股份，合计 27.69%，股权集中。实际控制人和高管层长期专注于建筑五金领域的发展，坚持“自主品牌”的信念，使得公司不断创新，发展为建筑五金行业的佼佼者。

图 4：实际控制人和高管层集中公司超过 60%的股权



资料来源：Wind、招商证券

2、多品牌战略丰富产品结构，品牌荣誉提升公司形象

“坚朗”作为主品牌着重发展门窗幕墙五金业务，旗下多个子品牌着眼于其他建筑相关业务。公司目前已经拥有“坚朗”、“坚宜佳”、“GTI”、“海贝斯”和“新安东”等多个建筑五金行业的著名品牌。目前已基本形成以“坚朗”为主品牌，多个子品牌的品牌格局，主品牌着重发展门窗幕墙五金业务，子品牌着眼于其他建筑相关业务，例如，海贝

斯和 GTI 以智能家居产品为主，春光间隔条以节能材料为主，特灵和精高以安全防护用品、建筑涂料等建筑配套产品为主，品牌之间进行互补和协同，延伸产品线，从而为公共建筑、商业和住宅建筑以及市政类工程提供系统性的解决方案。

表 1：公司旗下拥有多个著名建筑五金品牌

品牌	成立时间	持股比例	经营范围
坚朗	2003 年	—	建筑五金及金属构配件、装配式建筑五金构配件、不锈钢制品、智能楼宇产品、智能家居产品、建筑门锁、门禁系统管廊产品、预埋槽道等
坚宜佳	2006 年	100%	建筑五金配件、建筑及装饰装潢材料、钢拉杆、索具、管道产品、机电设备、家居产品、建筑工具、建筑门锁、劳保用品、安防器材等产品
海贝斯	2012 年	51%	安防五金、商业门禁系统的技术开发与购销；智能家居系统工程；电子门锁、智能锁、指纹锁、酒店锁、锁具、建筑五金、安防五金的技术服务
格兰斯柯	2014 年	60%	机械产品、电子产品、光学产品、计算机及办公设备、自动化设备
新安东	2016 年	60%	建筑五金、安防五金、商业门禁系统的技术开发与购销；智能家居系统工程；电子门锁、智能锁、指纹锁、酒店锁、锁具、安防五金的技术服务等
GTI	2016 年	51%	智能控制窗系统、自动排烟窗系统、电动开启系统、电动百叶系统、手动开启系统等自动化门窗产品
特灵	2017 年	100%	劳动防护用品、建筑和工业安全设备、包装材料、密封材料、毛刷、清洁抹布、金属工具、橡胶制品、高分子材料
坚稳	2017 年	100%	机电产品与配件、自动控制设备、升降设备、遮阳系统、变色玻璃制品、门禁系统、监控系统、智能家居产品、智能装备、机电设备等
春光间隔条	2017 年	51%	中空玻璃专用间隔条、中空玻璃配件、中空玻璃节能材料

资料来源：Wind、招商证券

品牌获得多项荣誉，知名度得到提升。坚朗五金积极实施品牌战略，注重品牌保护。经过多年的品牌建设，获得颇多荣誉。坚朗被认定为“广东省驰名商标”、“中国驰名商标”；公司及旗下子公司新安东、海贝斯分别荣登 2019 中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务品牌榜单；并且，坚朗已连续三届荣获“金轩奖”的“最具影响力品牌”奖项，旗下坚宜佳的超强定位执手和新安东的 EPDM 密封条荣获“最具创新力配套产品”奖项。

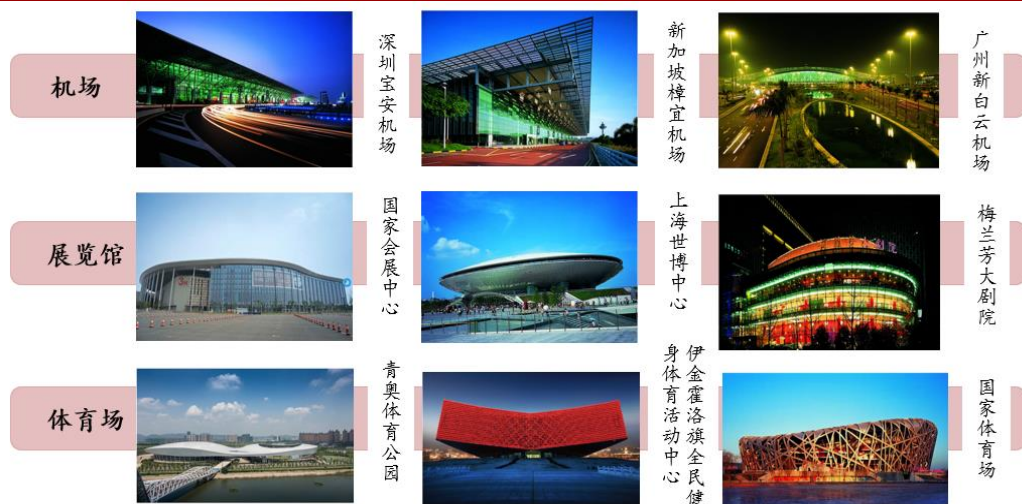
图 5：公司获得“金轩奖”——“最具影响力品牌”奖项



资料来源：公司官网、招商证券

产品应用广泛，地标建筑体现公司品牌价值。公司产品被广泛应用于国内外的机场、展览馆、体育场等，包括国家体育馆、上海世博中心、广州新白云机场、悉尼绿地中心、沙特利雅得地铁和瑞典中央车站等，在国内外地标建筑的应用使得公司的品牌知名度和美誉度不断提升。

图 6：公司产品应用于多个领域

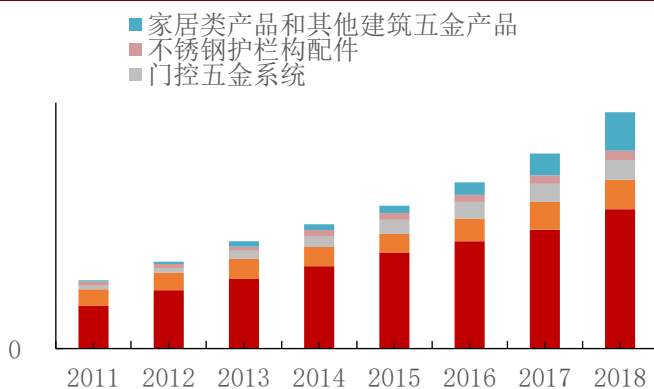


资料来源：公司官网、招商证券

3、收入规模不断增长，收入结构渐趋多元化

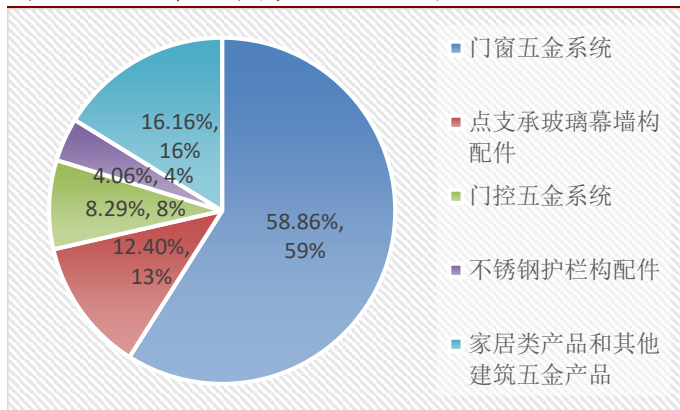
坚朗的营业总收入 2011 年为 11.15 亿元，在接下来的几年持续增加，2018 年已经达到 38.53 亿元，年复合增长率达到 19.38%。分产品看，公司目前以门窗五金系统和点支承玻璃幕墙构配件产品为主，以门控五金、不锈钢护栏构配件、智能家居等产品为辅。2011 年，门窗幕墙五金产品收入仅 6.93 亿元和 2.74 亿元；2018 年，两项产品收入已经达到 22.68 亿元和 4.78 亿元，年复合增长率分别为 18.46%和 8.27%。两项产品在营收中占据 58.86%和 12.40%，合计 71.26%。近几年，公司加大投入进入智能锁等智能家居、卫浴及精装房五金产品等，2018 年，公司新增业务中家居类产品和其他建筑五金产品，在营业收入中的合计占比由 2017 年的 11%增长至 16%，多品类格局逐步形成。

图 7：2011 年以来公司各产品营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、招商证券

图 8：2018 年公司分产品收入结构

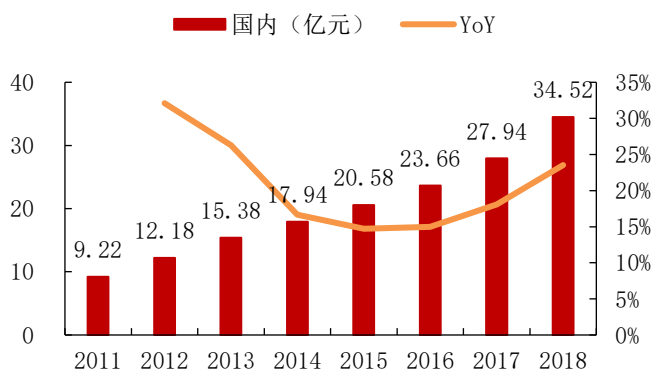


资料来源：Wind、招商证券

国内营业收入加速增长。2011年，公司在我国大陆地区营业收入仅为9.22亿元，而2018年这一数值已达34.52亿元，年复合增长率高达20.76%。2015年—2018年，大陆地区增长速度逐年提高，营业收入加速增长。

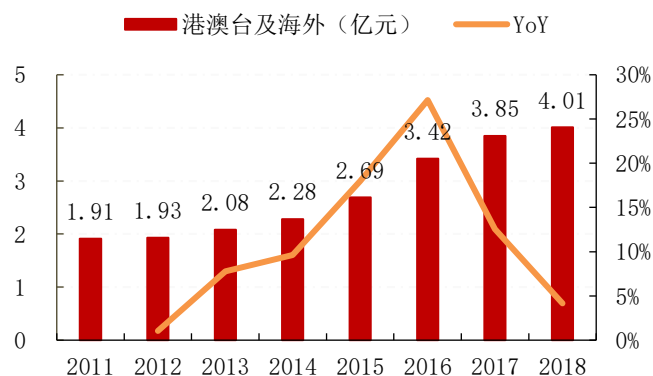
积极布局海外建立子公司，海外营业收入增加。国际化是公司发展的重要战略部分，公司已陆续在泰国、马来西亚、印尼、越南和印度建立子公司，以便利建筑五金产品的海外销售和服务活动，从而拓展海外市场；目前，公司产品已远销100多个国家和地区。2018年，公司港澳台及海外的营业收入为4.01亿元，占总营收的10.41%；相较于2011年的1.91亿元有了较大幅度的增长，年复合增长率为11.18%。

图 9：2011 年以来公司国内营收及增速情况



资料来源：Wind、招商证券

图 10：2011 年以来公司港澳台及海外营收及增速情况

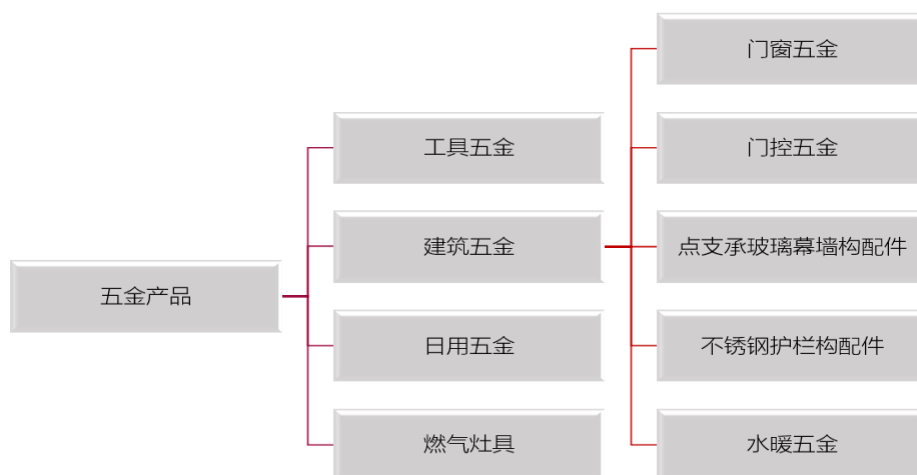


资料来源：Wind、招商证券

二、建筑五金行业需求平稳，集中度有望提升

五金行业按照产品的用途划分，可以分为工具五金、建筑五金、日用五金和燃气灶具等。其中，建筑五金产品包括门窗五金、门控五金、点支承玻璃幕墙构配件、不锈钢护栏构配件和水暖五金等。

图 11：五金产品按用途分类

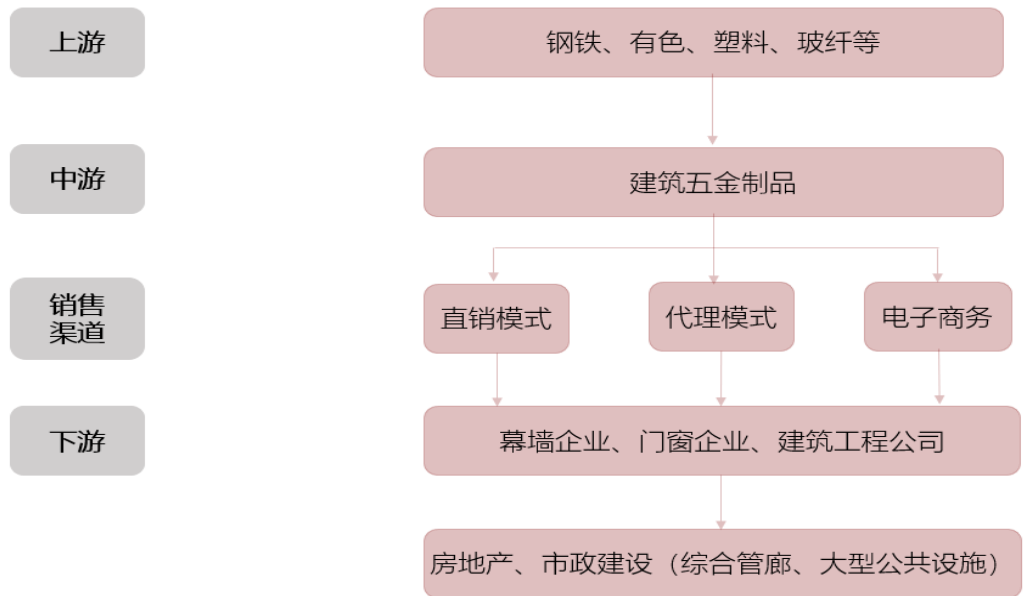


资料来源：《2018 年建筑行业分析》、招商证券

1、上游原材料主要为金属材料，价格稳中有降

建筑五金的上游是钢铁、有色金属、塑料和玻纤等原材料，下游是幕墙企业、门窗企业、建筑工程公司以及房地产开发商、市政建设部门等应用领域。坚朗五金位于整个行业的中游。

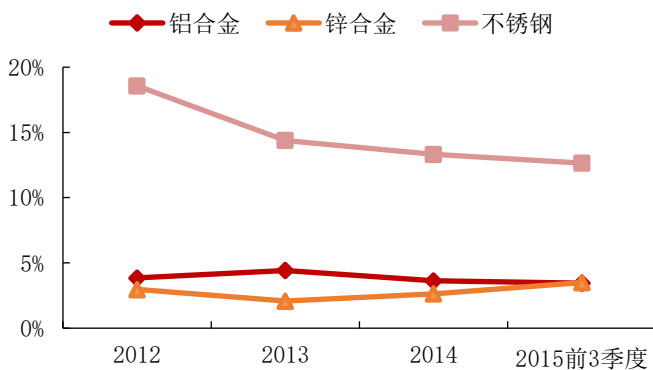
图 12：公司处于建筑五金行业产业链的中游



资料来源：《2018 年建筑行业分析》、招商证券

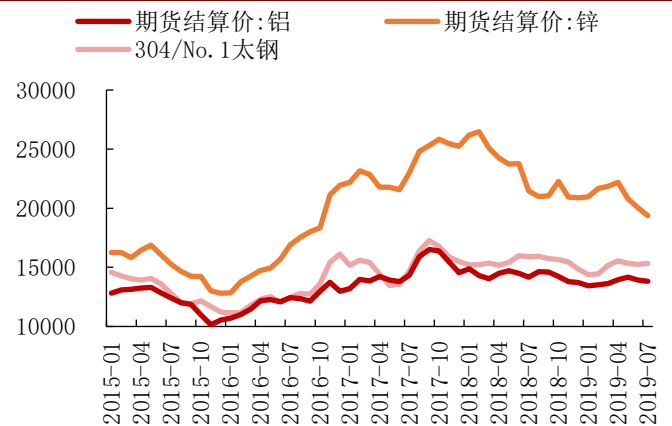
供给端原材料价格有下降趋势。以坚朗五金为例，其生产所需的主要原材料包括不锈钢、锌合金及铝合金。公司有关原材料的营业成本占比数据披露只截止到 2015 年第三季度，在 2015 年 1-9 月，三者占生产成本比例分别为 12.65%、3.5%、3.45%，合计 19.60%。2017 年，由于受到前期供给侧改革叠加环保督察的影响，原材料价格持续处于高位，而相较于 2017 年，近期价格呈现稳中有降的趋势。

图 13：公司主要原材料营业成本占比



资料来源：Wind、招商证券

图 14：铝、锌、不锈钢价格近期呈现下降趋势（元/吨）



资料来源：Wind、招商证券

2、新建建筑为主要市场，建筑修缮市场空间可观

目前，我国正在成为世界上最大的门窗幕墙五金生产和使用市场。新建建筑市场和建筑修缮市场为建筑五金行业提供了广阔的市场空间。由于建筑五金的细分行业较多，下面以门窗五金和点支承玻璃幕墙构配件为例测算市场空间。

新建建筑市场

门窗五金：门窗面积与建筑物的面积的比例会因为建筑物类型的不同而不同，所以我们按一般建筑物来进行估算，门窗面积约占建筑物面积的 25%。2018 年我国建筑业房屋竣工面积（包括民用、工业以及公共建筑）为 41.4 亿平方米，可估算出市场配套门窗 10.4 亿平方米左右；目前，大约每 1.5 平方米门窗需要使用一套五金产品，那么需要门窗五金 6.9 亿套。市场上低档门窗五金价格约为 15 元/套，中高档门窗五金价格约为 60-130 元/套（中高档门窗五金价格取平均值 90 元/套）；我国 2018 年中高端门窗五金市场份额为 60%，低端为 40%，按照约 60 元/套的加权平均价格来估算，我国 2018 年门窗五金的市场规模为 414 亿元。

表 2：测算我国新建建筑市场的门窗五金市场规模

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
房屋竣工面积（亿平方米）	40.2	42.3	42.1	42.2	41.9	41.4
门窗面积（亿平方米）	10.1	10.6	10.5	10.6	10.5	10.4
门窗面积占 25%						
所需门窗五金套数（亿套）	6.7	7.1	7.0	7.0	7.0	6.9
1.5 平方米门窗面积/套						
低端市场份额:中高端市场份额	0.58:0.42	0.55:0.45	0.51:0.49	0.47:0.53	0.44:0.56	0.4:0.6
门窗五金加权平均价格(元/套)	46.5	48.8	51.8	54.8	57.0	60.0
门窗五金市场规模（亿元）	311.6	344.0	363.5	385.4	398.1	414.0

资料来源：国家统计局、《门窗幕墙五金行业现状与发展趋势分析》、招商证券

点支承玻璃幕墙构配件：点支承玻璃幕墙构配件的市场容量与建筑幕墙密切相关。我国建筑幕墙行业近年来发展迅速，截至 2018 年，我国建筑幕墙工程总产值达到了 4105 亿元，同比增长约 11%。点支承玻璃幕墙是建筑幕墙的重要组成部分，约占据建筑幕墙总产值的 10%左右，而构配件的价值约占点支承玻璃幕墙总价值的 15%左右。按此种方式估算，我国点支承玻璃幕墙构配件 2018 年约 62 亿元。

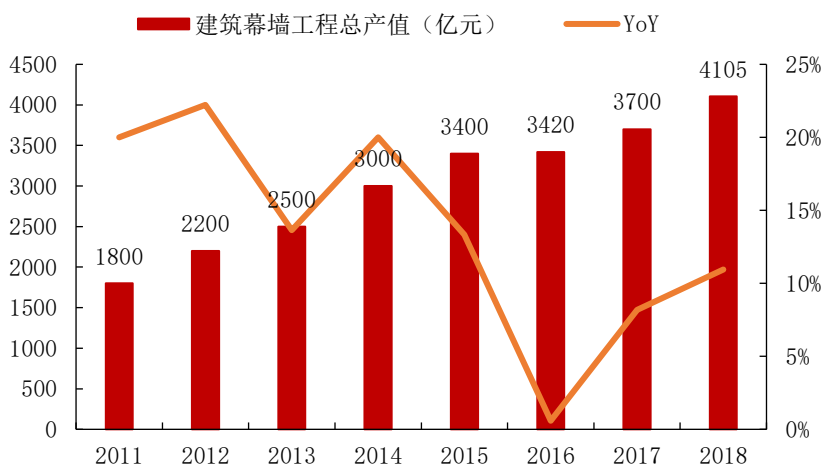
表 3：测算我国新建建筑市场的点支承玻璃幕墙构配件市场规模

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
建筑幕墙工程总产值（亿元）	2500	3000	3400	3420	3700	4105
点支承玻璃幕墙总产值（亿元）	250	300	340	342	370	410.5
约占总产值的 10%						
点支承玻璃幕墙构配件市场规模（亿元）	37.5	45.0	51.0	51.3	55.5	61.6
点支承玻璃幕墙构配件价值约占 15%						

资料来源：前瞻产业研究院、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

图 15: 2011 年以来我国建筑幕墙工程总产值及增速



资料来源: Wind、招商证券

建筑修缮市场

我国既有建筑 95% 以上为高能耗建筑，建筑能耗占社会总能耗的 30%，而建筑门窗的能耗占建筑能耗的 50% 左右。因此，既有建筑修缮和节能改造的未来需求将为门窗五金创造出巨大的市场空间。由于国产门窗的使用寿命约为 15 年，而建筑修缮市场主要针对商业和住宅房屋，因此 2018 年需要更换的门窗面积应根据 2003 年的商业和住宅房屋竣工面积（4 亿平方米）以及 25% 的门窗面积来计算，即建筑修缮市场将会释放出 1 亿平方米的门窗更新需求；按照大约每 1.5 平方米门窗需要使用一套五金产品和 60 元/套的加权平均价格来进行估算，我国 2018 年的门窗五金市场规模约 40 亿元。

表 4: 测算我国建筑修缮市场的门窗五金市场规模

	2014	2015	2016	2017	2018
需更新改造的建筑面积 (亿平方米)	2.0	2.3	2.7	3.3	4.0
需更新改造的门窗面积 (亿平方米) 门窗面积占 25%	0.5	0.6	0.7	0.8	1.0
所需门窗五金套数 (亿套) 1.5 平方米门窗面积/套	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
低端市场份额: 中高端市场份额	0.55:0.45	0.51:0.49	0.47:0.53	0.44:0.56	0.4:0.6
门窗五金加权平均价格 (元/套)	35.3	51.8	54.8	57.0	60.0
门窗五金市场规模 (亿元)	11.8	19.8	24.6	31.4	40.0

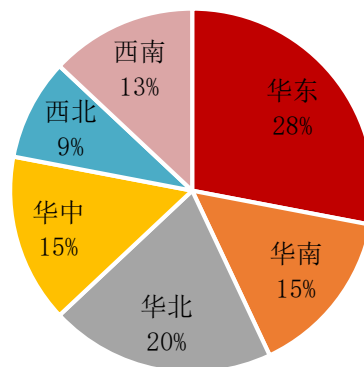
资料来源: 前瞻产业研究院、招商证券

3、行业整合为大势所趋，中高端市场份额提升成可能

(1) 行业集中度低，整合趋势明显

建筑五金市场准入门槛较低，企业众多。就一般的建筑五金产品来说，其生产工艺相对简单，对产品品质和功能也没有过高的要求，因此，进入该行业相对容易。据不完全统计，目前经营建筑五金的企业超过 4000 家，形成以珠三角、长三角、河北、河南、福建、山东等地为代表的建筑五金产业集群。

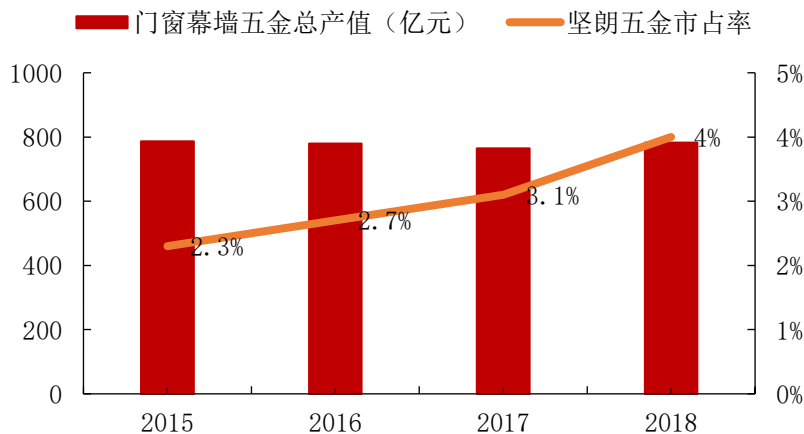
图 16: 建筑五金企业区域分布情况



资料来源: 中国幕墙网、招商证券

行业集中度有提高趋势, 大型五金企业有整合倾向。以门窗幕墙五金行业为例, 作为龙头企业的坚朗五金 2015 年的市占率约 2.3%, 随后三年市场占有率不断提高, 2018 年的市场占有率为 4% 左右。行业集中度虽然较低, 但是呈现逐步提升的趋势。大型五金企业致力于发展产品集成化, 以坚朗为首的大型企业将建筑五金产品集成供应商作为自身战略定位, 采取标准化大规模生产以降低成本, 这就需要与企业模式存在互补和协同的品类和行业进行并购或战略合作。

图 17: 坚朗五金市占率逐步提高



资料来源: 中国幕墙网、Wind、招商证券

借鉴欧美发达国家经验, 行业整合成为可能。在欧美发达国家, 五金行业起步早, 经过多年已经发展成为以 ASSA ABLOY (亚萨合莱)、Stanley (史丹利)、Ingersoll Rand (英格索兰)、DORMA (多玛)、Siegenia-aubi (丝吉利娅-奥彼)、G-U (格屋) 为代表的大型五金集成供应商。2018 年, ASSA ABLOY (亚萨合莱) 实现销售额约 640 亿元人民币, 在全球的市场份额约为 10%。反观我国建筑五金市场, 企业数量众多、良莠不齐, 其中尤以中小企业为大多数, 产业集中度低, 龙头企业坚朗在国内的市占率也仅为 4%。借鉴欧美发达国家的发展经验, 我国建筑五金行业整合是大势所趋。

表 5：国外大型建筑五金企业简介

企业名称	简介	主要品牌
ASSA ABLOY (亚萨合莱)	瑞典知名锁具公司，集团总部位于瑞典首都斯德哥尔摩市，是当今世界领先的锁具制造商和全球顶尖的锁具供应商，2012 年并购山东国强五金科技股份有限公司。	GULI、国强五金、Golking 等
Stanley (史丹利)	1843 年创建于美国，是世界最大的工具产品制造商，产品范围涵盖史丹利工具、五金产品、门类产品以及自动出入技术。该公司于 2010 年 11 月收购了上海东铁的股份，成立史丹利东铁（上海）五金有限公司。	STANLEY、GMT 等
Ingersoll Rand (英格索兰)	总部位于美国新泽西州伍德克利夫湖，是一家全球性多元化工业企业，包括空调系统和服务、气温控制技术、工业技术和安防技术领域。	Ingersoll Rand 等
DORMA (多玛)	1908 年创建于德国，是门控五金产品、活动隔音墙及自动门系统全球市场的领导者。	DORMA
Siegenia-aubi (丝吉利娅-奥彼)	1914 年创建于德国思义根市，1999 年兼并德国知名五金件制造公司 AUBI（奥彼），2003 年合并为 Siegenia-aubi（丝吉利娅-奥彼）公司。该公司是欧洲最大的窗门五金生产商之一，并于 2001 年进入中国市场，设立了丝吉利娅-奥彼窗门五金（北京）有限公司。	Siegenia-aubi
G-U (格屋)	1907 年创建于德国斯图加特市，是处于世界建筑五金行业领先水平著名国际企业集团。	G-U、BKS、FERCO 等

资料来源：招股说明书、招商证券

(2) 产品质量倍受重视，市场份额向中高端市场集中

低端企业和中高端企业生产经营差异大。一般而言，低端企业生产规模较小，品牌意识薄弱，以零散的形式参与各区域的竞争，并且产品同质化现象严重，在市场上无序低价竞争；而中高端企业实现规模生产，注重品牌建设，且其产品在设计、外观等方面有着个性化设计，议价能力相对较高。

表 6：低端企业和中高端企业经营差异大

企业类别	生产工艺和技术	产品质量	品牌	自主知识产权	价格	代表企业
低端企业	一般采用简单的手工或半自动生产工艺	产品无质量体系认证、使用寿命短	品牌知名度低，甚至无自主品牌	通常不具备自主知识产权	相对较高	大多数企业
中高端企业	采用先进的、自动化水平高的生产工艺	选材质量高、严格按照国家标准或行业标准生产	注重品牌建设，拥有自主品牌	具备自主研发能力	低廉	坚朗股份、佛山合和、宁波东天、江苏东阁

资料来源：招股说明书、招商证券

建筑五金成为现代建筑关键部件，中高端产品市场份额增大，小企业生存承压。历史上，人们往往将建筑五金视为配件，忽视其重要意义。然而，随着人们生活水平的提高和建筑安全、建筑节能、建筑装饰的发展，建筑五金的重要作用已经得到越来越多的认识。例如门窗五金决定了门窗的安全、抗风压等性能；点支承玻璃幕墙甚至关系到幕墙的结构安全等。这使得低档的建筑五金产品，由于材质较差、使用寿命短，已经不能满足人们的需求，高性能的中高档五金产品越来越被人们所接受，市场份额不断提高。例如，我国中高端门窗五金市场份额在 2009 年仅为 29% 左右，而到 2018 年，市场份额已经达

到 60%，低端企业生存空间不断压缩，经营压力越来越大。

表 7：建筑五金成为现代建筑关键部件

产品类别	功能
门窗五金	决定了门窗的安全性能、抗风压性能、防雨水渗漏性能、防空气渗漏性能、保温节能性能和隔噪音性能，同时还有助于实现门窗的多种启闭形式。
门控五金	可实现门扇的自动或半自动启闭及平稳关闭等功能，有助于提升公共通道门扇的安全便利性及节能效果，是现代商业及公共建筑智能化管理的一个不可忽视的执行部分。
点支承玻璃幕墙构配件	是幕墙的主要受力结构件，关系着幕墙的结构安全和抵御外力的能力，在幕墙设计中起到重要的作用。
不锈钢护栏构配件	是护栏的主要受力结构件，关系着护栏的结构安全和抵御外力的能力，在护栏设计中起到重要的作用。

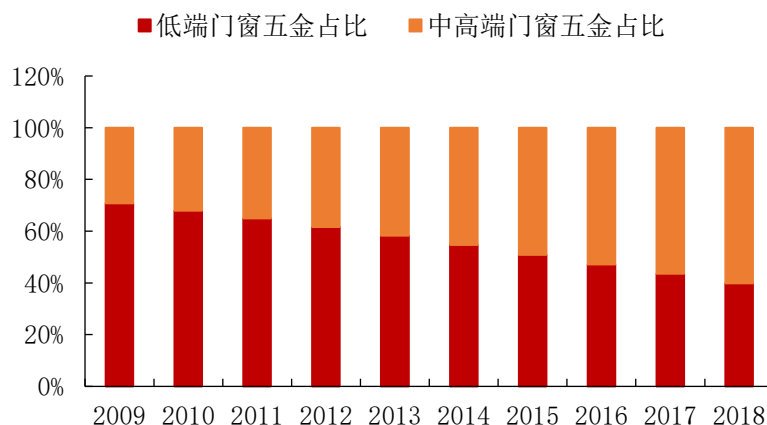
资料来源：招股说明书、招商证券

表 8：人们更倾向于选择中高档五金产品

产品类别	低档	中高档
门窗五金	主要是结构简单的铁皮拉手、钢插销、窗钩、铁扣等；对生产工艺要求不高，在使用寿命、后期维护、密封、保温、美观及其他物理性能方面存在较多的缺陷。	隔热断桥铝门窗、实木复合门窗、铝木复合门窗等；具备较强的匹配性，有利于实现门窗整体优良的防雨水渗漏性能、高保温节能性能、隔噪音性能等。
门控五金	设计简陋、材质较差，主要是指零散配置在门扇周围的简易地弹簧、闭门器等相关配件，产品的使用性能不高，寿命短，功能简单。	承重范围更大、缓冲性能好、使用寿命更长，耐腐蚀、抗变形，环保、实用、节能效果突出。
点支承玻璃幕墙构配件	设计单一、无法满足美观性要求；承载力较弱、耐腐蚀性能和抗拉性能差。	在材质上以常见的奥氏体型不锈钢为主，同时还采用双相不锈钢和沉淀硬化型不锈钢等高品质不锈钢；具备较强的承载力、耐腐蚀性及抗拉性能等。
不锈钢护栏构配件	机械性能和耐腐蚀性能差；设计单一。	有着较强的机械性能和优越的耐腐蚀性能，具备良好的抗水平荷载性能、抗垂直荷载性。

资料来源：招股说明书、招商证券

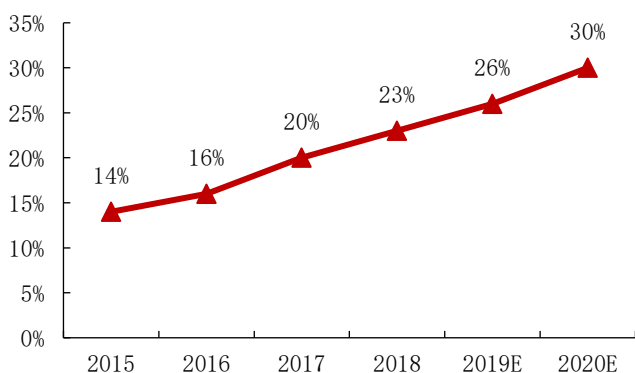
图 18：中高端门窗五金市占率不断提高



资料来源：《门窗幕墙五金行业现状与发展趋势分析》、招商证券

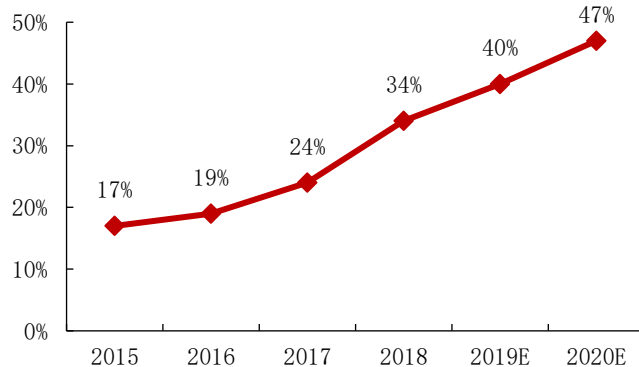
房地产竞争激烈+政策支持带动精装修比例不断提升，建筑五金有望进入集采平台，大型企业成为首选。今年年初以来，房地产调控政策仍然较为频繁。数据显示，2019年上半年，全国房地产调控政策多达251次。相比2018年上半年房地产调控192次，同比增加了31%，大型房地产巨头的竞争日趋激烈，为了实施差异化竞争、提高产品溢价能力，精装房项目成为房企的选择。另外，自2016年以来四川、浙江、山东、河南、上海等省、市政府纷纷出台文件推进房地产精装房项目。因此，我国精装修比例持续提升，2018年达23%，预计2020年可到30%。在这样的背景下，建筑五金有望纳入集采平台，进行集中管理和批量购买，为了节约采购成本和保证产品质量，能够提供集成、标准的建筑五金系统解决方案的大型企业成为首选，这会使得市场份额有进一步向中高端市场集中的可能。

图 19：我国精装修比例持续提升



资料来源：中国产业信息网、招商证券

图 20：TOP10 房企集中度



资料来源：中国产业信息网、招商证券

三、研发+渠道+管理构建竞争优势，新品类成利润新增点

1、重视研发投入，取得丰富的技术成果

坚朗五金自设立以来专注于建筑五金领域，形成了包括产品试验与检测、技术方案体系、产品开发设计等较为完整的技术研发体系。

拥有国家认可的实验中心。经过多年的发展，已经拥有通过了中国合格评定国家认可委员会认可的检测实验中心，实验中心设有力学实验室、理化试验室、建筑五金检测室及计量室，检测人员经验丰富，检测设备先进。目前，国家认可的检验项目达 42 类 420 项。

图 21：公司实验中心



资料来源：公司官网、招商证券

具备优秀的技术水平，拥有多项国际和国内专利。多年来，公司注重技术的积累和生产工艺的开发，现已具备双相不锈钢锚具压制、精密铸造等生产工艺技术，以及拥有建筑门窗多点锁闭五金系统、下悬内平开五金微通风系统等技术研发成果。2018 年，公司新增专利 100 多项，累计获得国际和国内专利 700 多项。

表 9：公司具备优秀的技术水平

生产工艺技术	技术研发成果
双相不锈钢锚具压制技术	高性能多功能建筑外窗五金系统
大吨位拉索锚具压制技术	建筑门窗多点锁闭五金系统
超大直径钢绞线捻制技术	新型节能门窗用隐藏式五金系统
大吨位全自动冲压技术	下悬内平开五金微通风系统
精密铸造技术	高强锚具不锈钢拉索
锌合金及铝合金压铸技术	拉索预应力施加和内检测技术
粉末涂料喷涂技术	双向全开玻璃门控五金系统
先进的分条加工技术	高性能安全护栏

资料来源：招股说明书、招商证券

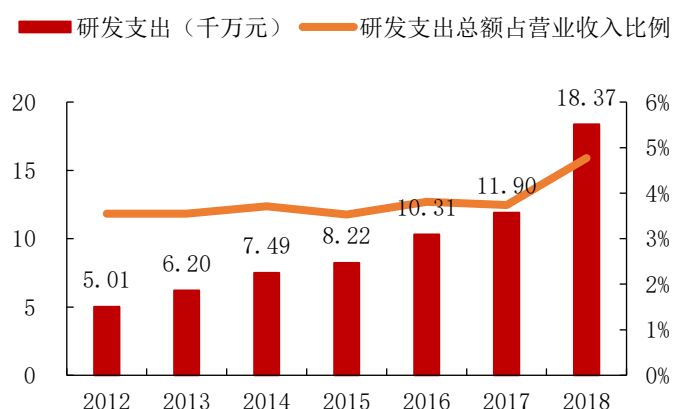
表 10：公司部分最新专利

专利名称	专利类型
后置槽道及管线固定装置	发明专利
悬挂式固定支架	实用新型专利
框扇结构及其防火闭窗器	实用新型专利
耐腐蚀镀层的热镀方法	发明专利
驳接爪、驳接爪组件及驳接爪机构	实用新型专利
角部连接结构	发明专利
缝隙调节器及门窗系统	实用新型专利
驳接爪、驳接爪组件及驳接爪机构	实用新型专利
滑轮装置及门窗	发明专利
关门器	发明专利

资料来源：Wind、招商证券

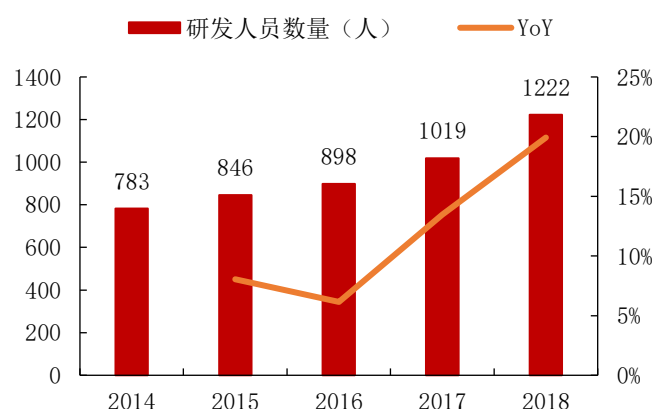
持续加大研发投入，不断扩大研发团队。设立了专门的研发中心进行产品的研究开发工作，建立了以市场需求为导向的产品开发机制。公司持续加大研发投入，2018 年研发支出为 1.8 亿元，占营收的 4.77%，研发支出占营收比例不断提高；另外，公司重视培养和引进研发团队，截至 2018 年末，研发人员数量为 1222 人，相较于 2017 年增长了约 20%。依托强大的研发实力，公司还积极参与国家标准、行业标准及地方标准的编制工作，已完成 150 多项标准编制工作。

图 22：公司不断加大研发投入



资料来源：Wind、招股说明书、招商证券

图 23：公司扩大研发团队



资料来源：Wind、招股说明书、招商证券

2、建设覆盖面广的直销网点，打造高效的销售团队

建筑五金由于市场分散，营销体系的建设对于企业的发展显得至关重要。目前，国内建筑五金企业的营销方式主要分为 3 种，分别为：直营模式、经销模式和网络销售模式。大型五金企业多采用精准度高的直营方式，而大多数中小五金企业普遍采用传统的经销方式。

表 11：三种营销模式比较

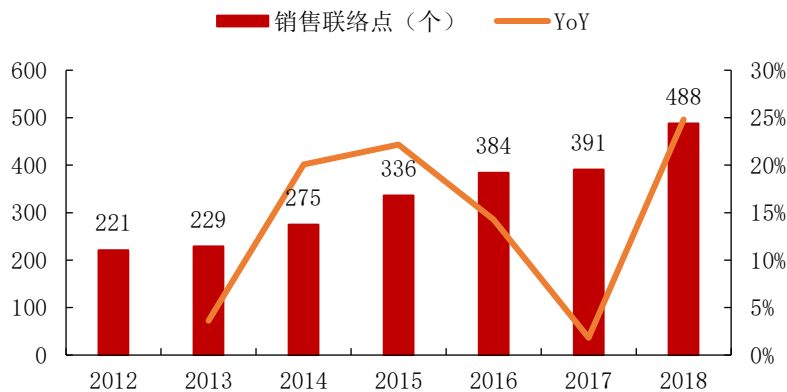
模式	渠道	优势	劣势	适用对象
直营	自建销售渠道	主动贴近市场需求，把握市场动态，提供更为专业的技术服务，有利于客户关系的维护。	渠道建设成本较高，企业管理难度较大。	大型企业
经销	五金商店、五金建材市场、五金连锁经营超市等	有助于企业在短时间内提高产品的铺货率及市场覆盖面，在快速抢占市场方面具有一定的优势。	缺乏相关专业知识和经验，不了解产品的设计理念和和使用条件，在经销过程中容易出现产品设计选用错误而带来的工程问题。	中小型
网络销售	电商	方便、快捷、覆盖面广；突破了传统的时间和地域限制，有助于降低成本，提升了五金企业的利润空间。	体验感不强	普遍适用

资料来源：招股说明书、招商证券

直营渠道覆盖重点销售区域，市场渗透力强。坚朗五金始终以客户需求为导向，以直销模式为主，非直销模式为辅，直接面对客户提供各项产品和服务，以便于了解客户对产品的真正诉求，为客户提供有针对性的服务。目前，公司的销售联络点覆盖了全国重点

地级（县级）市和境外重点销售区域，截至 2018 年年末，国内外销售网点共 488 个，同比增长 24.81%，公司的市场渗透力得到不断提升。

图 24：公司销售联络点数量及增速



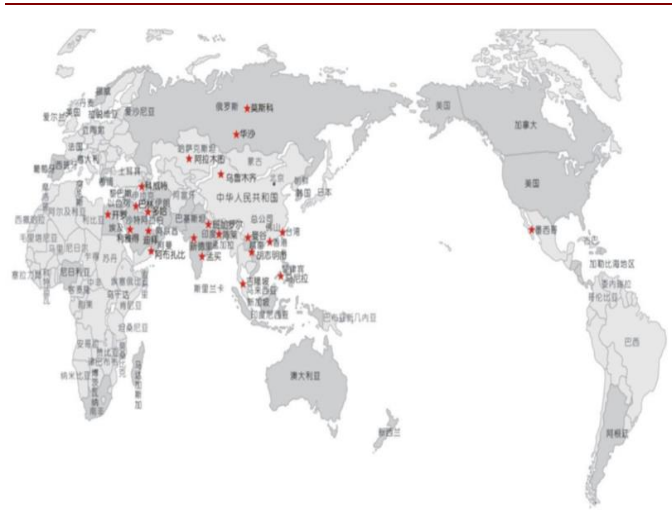
资料来源：公司年报、招商证券

图 25：公司国内部分销售网点



资料来源：招股说明书、招商证券

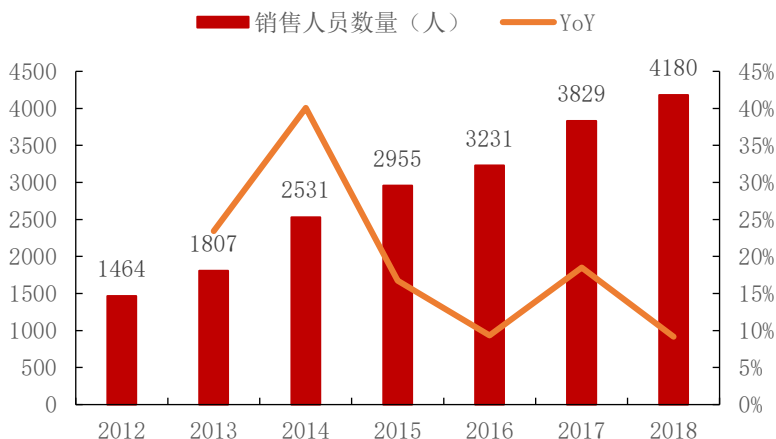
图 26：公司国外部分销售网点



资料来源：招股说明书、招商证券

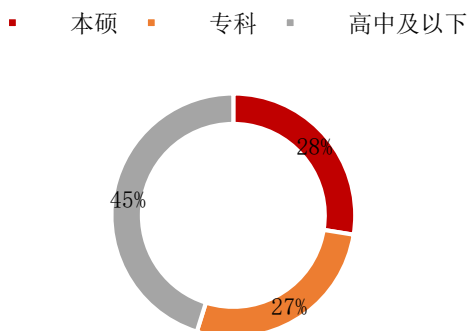
营销团队扩大，销售效率提高。伴随着直销网点的迅速建立，销售人员在发掘客户和解决工程项目的复杂性问题中起着越来越重要的作用，因此，公司积极扩充销售队伍，截至 2018 年年末，销售人员为 4180 人，占据员工总量的 40%；同时，公司重视销售人员的专业化建设，通过岗前培训、在职培训等方式，力求提升员工素质和团队的服务水平。公司对员工工作进行精细化划分，分工明确，销售效率不得到提高，2015 年，销售人员人均销售额为 78.74 万元；2018 年，销售人员人均销售额已经达到 92.19 万元，同比增长 11.04%，年复合增长率 5.4%。

图 27：公司销售人员规模不断增大



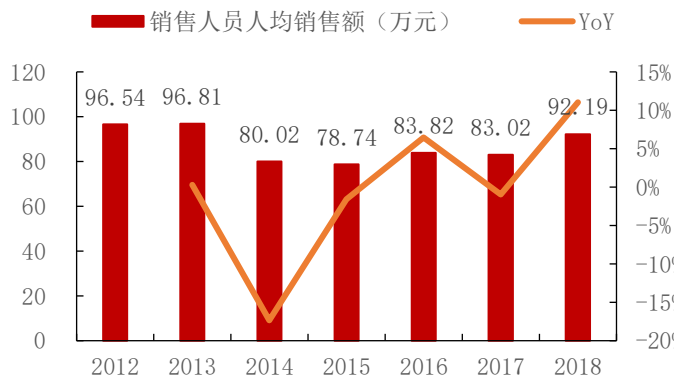
资料来源：招股说明书、Wind、招商证券

图 28：2018 年公司员工学历构成



资料来源：Wind、招商证券

图 29：公司销售人员人均销售额及增速情况

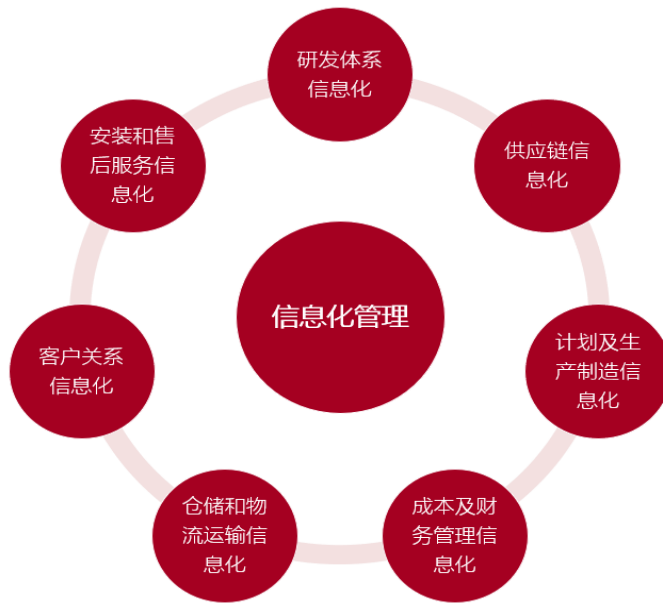


资料来源：公司年报、Wind、招商证券

3、实现全业务流程信息化，提升公司管理水平

建筑五金行业具有制作工艺复杂、客户分散、订单量大的特点，对企业尤其是大型企业的管理提出较高要求。近年来，公司致力于对信息系统的升级改造，连续导入了 ERP、CRM、PDM、HR 等系统，加大信息化应用的广度的深度和广度，实现信息化应用覆盖研、产、供、销业务全流程。

图 30：公司实现业务全流程信息化



资料来源：公司年报、招商证券

积极进行信息系统升级改造。2014 年，公司采用全球最大的系统集成化解决方案供应商 ORACLE（甲骨文公司）提供的系统平台，引领日常业务处理进入规划化、流程化、系统化；2015 年，实施 OA 研发平台与 BI 商业智能系统，不断增强产品研发及数据分析能力。

实现物流仓储系统信息化。随着订单量的不断增大，公司上线了物流和仓储系统，以提升配送效率、实现快速交付，并将安装和售后服务纳入到系统平台，进行有效且完整的交付链条管理。

“PC+移动”服务于 B 端客户。为了适应时代的发展需求，公司以企业微信为主要平台，以公众号、小程序、呼叫中心为辅助平台，构成了“PC+移动”的不同业务场景，从而能够快速响应客户的不同需求，更加高效规范的服务于 B 端客户。

图 31：坚朗五金“PC+移动端”采购平台

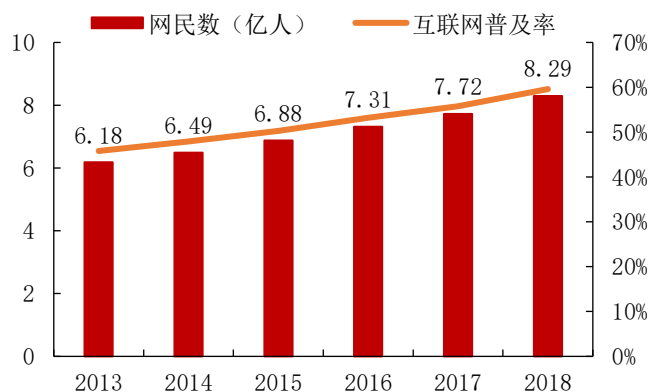


资料来源：公司官网、公司微信公众号、招商证券

4、布局智能家居，成未来利润新增长点

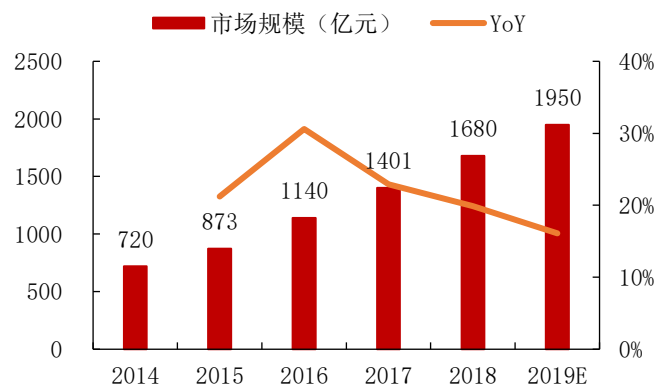
互联网驱动智能家居发展。截至 2018 年 12 月，我国网民规模为 8.29 亿，全年新增网民 5653 万，互联网普及率达到 59.6%。互联网的不断渗透，推动了一系列人工智能、大数据、云计算和物联网技术的发展，智能家居产品逐渐走进人们的生活。据中商产业研究院预测，到 2020 年，我国智能家居市场规模将突破 2000 亿元。

图 32：我国互联网不断普及



资料来源：CNNIC、招商证券

图 33：我国智能家居市场规模



资料来源：易观分析、招商证券

90 后成为家居产品主要消费群。90 后人群逐渐成为有购房、装修需求的主要人群，由于其收入水平以及消费观念先进，对新产品的接受度较强，而且更加强调舒适、快捷的生活品质，因此会更倾向于选购智能家居产品，用科技改变生活。未来，该人群会成为智能家居产品重要消费群。

丰富智能家居产品系列，营收占比上升。公司现已拥有智能锁、智能窗控、智能晾衣架、智能遮阳和智能通道等 11 个系列的智能家居产品，并且仍然不断研发和升级相关产品，拉动营收增长。家居产品作为公司新品类，2017 年开始才有相关营收数据。2017 年产品营收为 2.44 亿元，营收占比 7.68%；2018 年，实现销售收入 3.58 亿元，同比增长 46.76%，营收占比上升为 9.29%，智能家居业务拓展初见成效。

图 34：坚朗五金智能家居产品丰富



资料来源：公司官网、招商证券

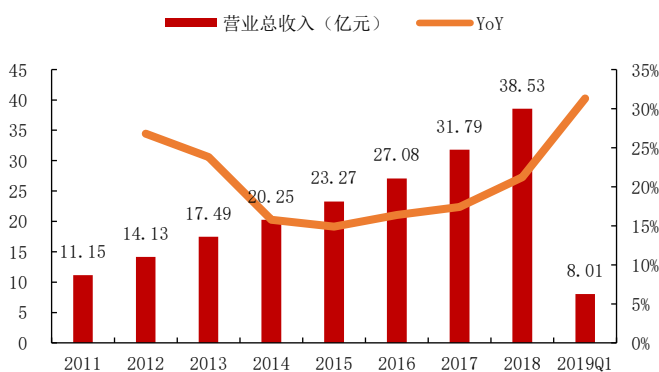
网络渠道+服务平台，双向提升智能家居业务。2018 年，公司一方面设立坚果智能科技，以电商模式进行运营，以拓宽智能家居产品网络销售渠道；另一方面上线售后安装管理系统，完善 400 电话服务平台，以突破智能锁售后安装瓶颈，为智能家居产品提供有力的售后保证。

四、经营稳健，现金流好

1、成长迅速，盈利好转

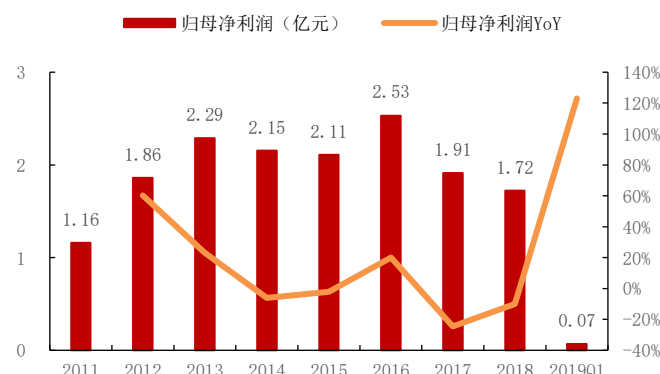
营收规模持续扩大，归母净利润增速缓慢。公司 2018 年实现营业收入 38.53 亿元，同比增长 21%；2019Q1，公司营收为 8.01 亿元，同比增长 31%，增速创历史新高，营收规模扩张速度较快；公司归母净利润成长速度较慢，甚至在有些年份为负值，主要是由于公司目前处于业务拓展阶段；但 2019Q1，归母净利润为 0.07 亿元，同比增长 123%，根据公司发布的 2019 年半年报业绩预告，公司归母净利润预计同比增长超过 200%。渠道和新品类扩张所带来的协同效应逐渐得到验证，业绩表现呈现加速增长态势。

图 35：公司 2011 年以来营业收入及增速



资料来源：Wind、招商证券

图 36：公司 2011 年以来归母净利润及增速

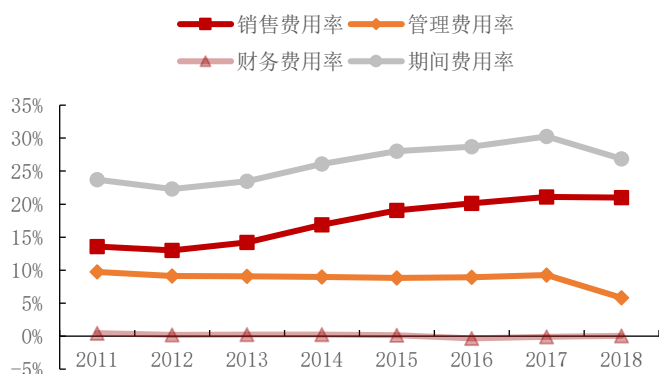


资料来源：Wind、招商证券

期间费用率有下降趋势。近年来，公司不断夯实渠道建设和推广新产品，使得销售费用率不断攀升，2018年该费率为21%，增长速度放缓，费率水平基本和去年持平；而公司管理费用率为5.81%，相较于2017年，下降约3.5个百分点，经营效率得到提高；整体期间费用率有摊薄趋势，规模效应逐渐显现。

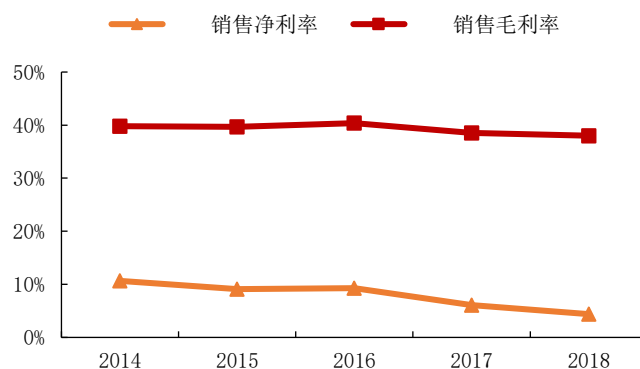
毛利率水平稳定，净利率水平下降。公司2018年销售净利率和销售毛利率分别为4.39%和38.01%，毛利率水平维持稳定，有着可持续的盈利能力，净利率水平有所下降，这主要是由于期间费用和研发费用的较快增加。随着多品类逐渐培育成熟、渠道扩张渐趋平稳，毛利率水平未来有进一步提升的可能。

图 37：公司销售、管理和财务费率情况



资料来源：Wind、招商证券

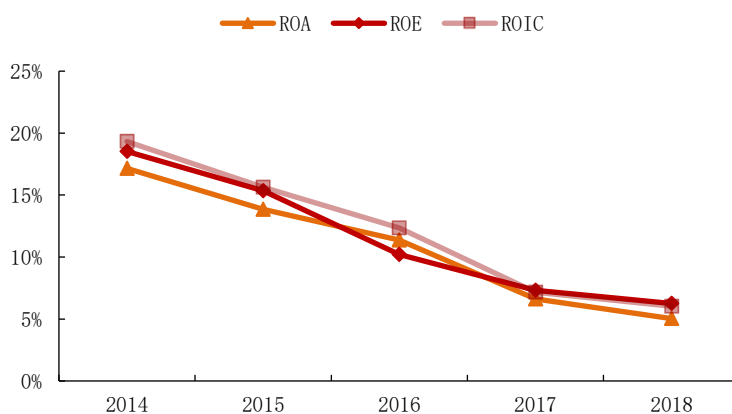
图 38：公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

ROA、ROE 和 ROIC 水平下降。2018年，公司 ROA、ROE 和 ROIC 分别为 5.03%、6.25% 和 6.03%，较上年分别下降 1.58 个百分点、1.06 个百分点和 1.12 个百分点。公司前期进行了大量资金投入，随着各项业务的拓展渐趋成熟，进入收获期，其获利能力有望进一步增强。

图 39：公司 2014 年以来 ROA、ROE 和 ROIC 变化



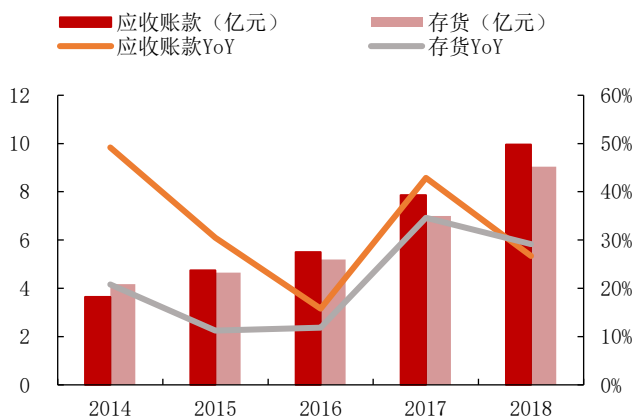
资料来源：Wind、招商证券

2、周转和偿债能力稳定，销售质量较高

应收账款和存货增加较快，周转情况总体持平。一方面，由于销售额增长较快，宏观经济整体流动性趋于紧张，下游建筑业资金面也偏紧，公司2018年应收账款为9.96亿，同比增长26.72%；而建筑五金产品主要是在竣工端应用，回款周期较长，2018年应收

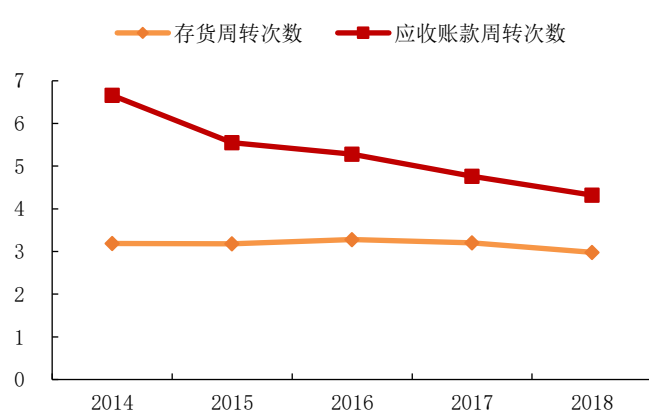
账款收转率为 4.32 次。另一方面，公司进行销售点的扩张和新产品的推广，需要增加备货，2018 年存货为 9.04 亿，同比增长 29.14%，增速较快；而产品刚上线时的销售速度跟不上库存增加的速度，从而导致存货周转率在 2018 年为 2.98 次，较往年有了小幅的下降，但基本处于可控区间。

图 40：公司应收账款和存货增加较快



资料来源：Wind、招商证券

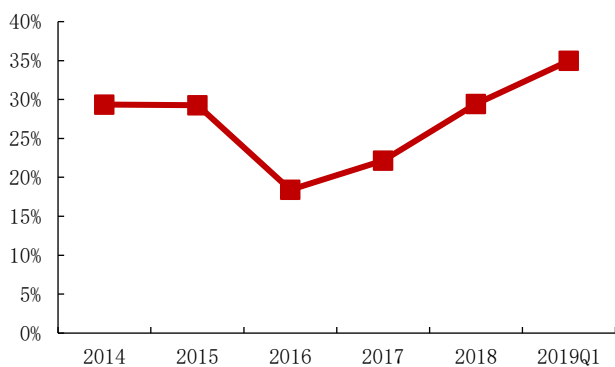
图 41：公司存货和应收账款周转次数（单位：次）



资料来源：Wind、招商证券

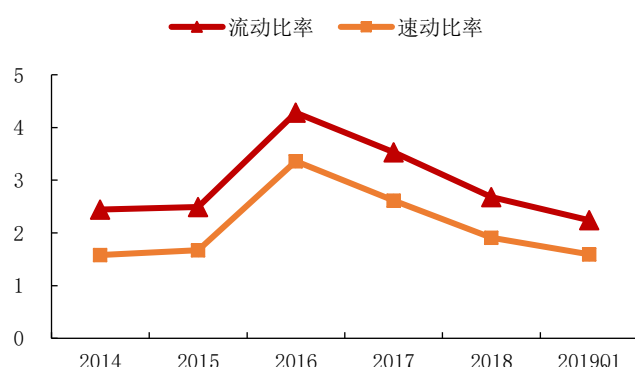
资产负债率上升，短期偿债能力较强。2016 年以后，公司资产负债率不断提高，主要是公司进行品类和渠道扩张，使得对上游的应付票据及应付账款不断增加，2018 年资产负债率为 34.97%。公司的流动比率长期保持在 2 以上，速动比率长期保持在 1 以上，2018 年公司两项比率分别为 2.68 和 1.91，短期偿债能力较强。

图 42：公司资产负债率情况



资料来源：Wind、招商证券

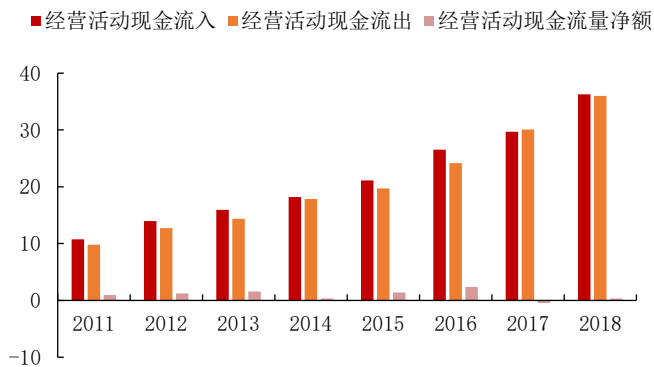
图 43：公司短期偿债能力较强



资料来源：Wind、招商证券

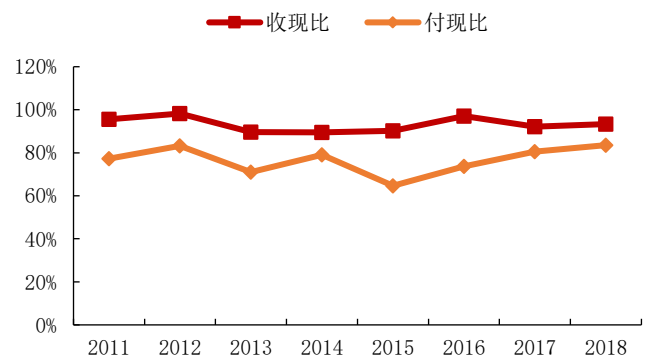
经营活动现金流入稳健，销售收现能力较强。自 2011 年以来，公司经营活动现金流入不断增长，主要是因为公司产品销售收入的不断增加；而经营活动现金流量净额增长乏力，主要是公司进行销售渠道和新产品布局需要大量支出，经营活动现金支出攀升较快。2018 年，公司经营活动现金流入 36.29 亿元，经营活动现金流出 35.97 亿元，经营活动现金流量净额为 0.32 亿元。公司的收现比一直保持在 90% 以上，2018 年约 94%，较 2017 年上升 1.22 个百分点，表明公司销售收现能力较强，销售质量较高；而由于公司资金充足，付现比近两年来呈现上升的趋势，2018 年约 84%，同比增加 3 个百分点。

图 44: 公司经营活动现金流量情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind、招商证券

图 45: 公司收现比和付现比变化



资料来源: Wind、招商证券

五、投资建议

公司作为国内五金龙头, 打造中高端五金集采平台, 受益于中高端市场比例逐年提升与客户对于品牌要求的提高, 公司在建筑五金行业市场占有率有望持续提升。公司销售人员储备充足, 专注于 B 端市场的开拓, 叠加公司产品品类的丰富, 我们预计公司 2019-2020 年 EPS 为 0.84、1.13 元, 对应 PE 为 19.4 与 14.4 倍, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级。

表 12: 公司盈利预测简表

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	3853	4992	6287	7826
同比增长	21%	30%	26%	24%
营业利润(百万元)	180	288	391	526
同比增长	-16%	60%	36%	35%
净利润(百万元)	172	270	365	488
同比增长	-10%	57%	35%	34%
每股收益(元)	0.54	0.84	1.13	1.52
P/E(倍)	30.5	19.4	14.4	10.8
P/B(倍)	1.9	1.8	1.6	1.4

资料来源: Wind、招商证券

六、风险提示

原材料价格大幅上涨。公司主要原材料为不锈钢、铝合金、锌合金和零配件, 零配件的主要原材料也为不锈钢、铝合金、锌合金。因此, 原材料价格大幅上涨会对公司的经营业绩产生较大影响。

渠道和品类扩张不及预期。公司为了提高市场渗透力, 进行大量直销网点建设; 为了发展产品集成化, 不断延伸产品线, 如果渠道和品类扩张所带来的收入增长低于预期效果, 将影响公司未来的经营情况。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2696	3153	3575	4349	5361
现金	659	447	635	609	730
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	166	394	511	643	801
应收款项	786	996	1223	1534	1902
其它应收款	43	41	58	75	90
存货	700	904	1088	1408	1746
其他	342	372	60	79	92
非流动资产	767	876	921	936	945
长期股权投资	21	87	87	87	87
固定资产	536	539	604	638	663
无形资产	149	156	141	127	114
其他	61	95	89	85	82
资产总计	3463	4030	4496	5285	6306
流动负债	764	1175	1408	1889	2499
短期借款	0	32	0	191	468
应付账款	480	505	659	828	1022
预收账款	81	101	131	165	204
其他	204	538	617	704	804
长期负债	3	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他	3	11	11	11	11
负债合计	768	1186	1419	1900	2509
股本	322	322	322	322	322
资本公积金	976	976	976	976	976
留存收益	1318	1458	1696	2010	2430
少数股东权益	80	89	84	78	70
归属于母公司所有者权益	2616	2755	2993	3307	3727
负债及权益合计	3463	4030	4496	5285	6306

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(44)	32	373	(68)	23
净利润	191	172	270	365	488
折旧摊销	69	89	82	87	89
财务费用	1	4	(3)	1	14
投资收益	(9)	(3)	(5)	(5)	(3)
营运资金变动	(295)	(229)	21	(519)	(568)
其它	(1)	(1)	8	3	3
投资活动现金流	(216)	(230)	(124)	(99)	(95)
资本支出	(154)	(115)	(129)	(103)	(99)
其他投资	(63)	(115)	5	5	3
筹资活动现金流	(50)	(38)	(60)	140	195
借款变动	1	(3)	(32)	191	277
普通股增加	107	0	0	0	0
资本公积增加	(108)	(0)	0	0	0
股利分配	(54)	(32)	(32)	(50)	(68)
其他	3	(2)	3	(1)	(14)
现金净增加额	(311)	(236)	188	(26)	122

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3179	3853	4992	6287	7826
营业成本	1953	2389	3120	3919	4838
营业税金及附加	28	30	50	63	78
营业费用	671	810	998	1264	1581
管理费用	295	407	524	629	767
财务费用	(3)	2	(3)	1	14
资产减值损失	29	37	20	25	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	0	5	5	3
营业利润	215	180	288	391	526
营业外收入	11	14	12	13	14
营业外支出	2	5	3	3	3
利润总额	224	190	297	402	538
所得税	31	21	32	43	58
净利润	193	169	265	358	480
少数股东损益	2	(3)	(5)	(6)	(8)
归属于母公司净利润	191	172	270	365	488
EPS (元)	0.59	0.54	0.84	1.13	1.52

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	17%	21%	30%	26%	24%
营业利润	-24%	-16%	60%	36%	35%
净利润	-25%	-10%	57%	35%	34%
获利能力					
毛利率	38.6%	38.0%	37.5%	37.7%	38.2%
净利率	6.0%	4.5%	5.4%	5.8%	6.2%
ROE	7.3%	6.2%	9.0%	11.0%	13.1%
ROIC	6.7%	5.6%	8.2%	9.8%	11.3%
偿债能力					
资产负债率	22.2%	29.4%	31.6%	35.9%	39.8%
净负债比率	0.0%	0.8%	0.0%	3.6%	7.4%
流动比率	3.5	2.7	2.5	2.3	2.1
速动比率	2.6	1.9	1.8	1.6	1.4
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2
存货周转率	3.2	3.0	3	3.1	3.1
应收帐款周转率	4.8	4.3	4.5	4.6	4.6
应付帐款周转率	4.9	4.9	5.4	5.3	5.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.59	0.54	0.84	1.13	1.52
每股经营现金	-0.14	0.10	1.16	-0.21	0.07
每股净资产	8.13	8.57	9.31	10.29	11.59
每股股利	0.10	0.10	0.16	0.21	0.28
估值比率					
PE	27.5	30.5	19.4	14.4	10.8
PB	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	154.7	166.9	110.5	84.5	64.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑晓刚：毕业于英国东安吉利亚大学，经济学硕士，2017年1月加入招商证券，从事建材行业研究，2019年开始负责建筑与建材行业。

于泽群：华东师范大学金融学硕士，2018年5月加入招商证券，从事建筑工程行业研究，2019年开始从事建材行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。