

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年08月28日
市场数据

目前股价	5.20
总市值（亿元）	123.19
流通市值（亿元）	123.19
总股本（万股）	236,911
流通股本（万股）	236,897
12个月最高/最低	6.28/3.24

分析师

分析师：汪毅 S1070512120003

☎ 021-61680675

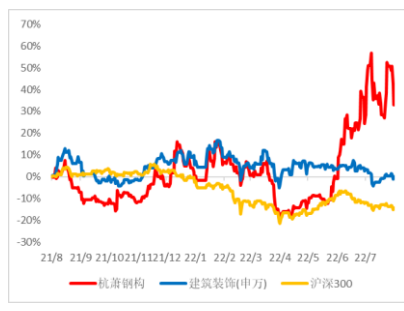
✉ yiw@cgs.com

联系人（研究助理）：花江月

S1070120090052

☎ 0755-83667984

✉ hujiangyue@cgs.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<打造钢结构“智”造体系，战略合作、万郡绿建实现业务模式创新>> 2021-07-28

新签订单保持快速增长，员工持股为 BIPV 发展赋能

——杭萧钢构（600477）公司动态点评

盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8139	9578	11400	13524	15585
(+/-%)	22.7%	17.7%	19.0%	18.6%	15.2%
归母净利润（百万元）	724	412	505	594	694
(+/-%)	54.4%	-43.1%	22.7%	17.6%	16.9%
摊薄 EPS（元/股）	0.34	0.19	0.23	0.28	0.32
PE	15	27	22	19	16

资料来源：长城证券研究院

核心观点

事件：公司披露2022年中报，上半年实现营业收入45.95亿元，同比增长5.81%；归母净利润1.87亿元，同比增长3.82%；扣非净利润1.1亿元，同比下降34.75%。对此点评如下：

疫情及停工影响下收入稳增，新签订单保持快速增长。 Q2公司实现收入/净利润25.28亿元/1.33亿元，同比增长2.48%/47.57%。**1）上半年轻型钢结构收入增长显著。**分产品看，公司多高层钢结构/轻型钢结构/服务业收入/建材产品分别达28.27/12.96/3.49/0.48亿元，同比变动-1.6%/44.2%/-21.6%/45.5%，轻型钢结构增长良好。**2）新签订单保持30%以上快速增长。**公司新签合同累计金额80.82亿元，同比增长35.69%；其中钢结构合同累计金额约53.13亿元，同比增长35.56%；钢结构业务已中标尚未签订合同的订单合计约19.71亿元；万郡绿建合同累计金额26.49亿元，同比增长33.26%。**3）盈利能力基本保持稳定，现金流有所改善。**上半年公司毛利率/净利率分别变动0.36pct/-0.2pct至14.91%/4.26%，Q2毛利率/净利率环比改善明显，达15.13%/5.64%；上半年公司经营活动净现金流为-4.23亿元，同比增加16.36%。

发布针对合特光电的员工持股计划并设立“业绩考核”要求，加强 BIPV 竞争力。公司2022年5月发布2022年员工持股计划，根据持股计划中约定的“业绩考核”要求，合特光电拟于2022年度投资建设高效钙钛矿/晶硅薄膜叠层电池中试生产线，并将于不晚于2023年5月10日正式实现100兆瓦电池中试线的投产，且电池转化效率达到28%以上；且2023年/2024年合特光电净利润不低于5000万元/10,000元。目前纯钙钛矿电池尚未完全攻克效率衰减过快的的问题，公司认为“异质结/钙钛矿叠层”是最佳的产业化落地技术。它通过组合的优势，拓宽了吸收光谱，从而突破了单节电池极限转化效率。比照同行目前进展，合特光电在这个技术方向上提前完成了实验室阶段，已基本具备产线投产的技术条件，达产后将大大增强公司在BIPV领域的产品竞争力。

投资建议：新签订单保持快速增长，员工持股为 BIPV 发展赋能，维持增持评级。预计2022~2024年公司归母净利润分别达到5.1、5.9、6.9亿元，同比变

动 23%、18%、17%，对应 PE 估值 22、19、16 倍。公司钢结构住宅布局业内领先，项目经验丰富；新签订单保持快速增长，投资合特光电，BIPV 领域拓展顺利，培养第二增长点。

风险提示：原材料、燃料成本或超预期上升；下游需求低于预期；应收账款风险；产能释放进度低于预期等。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,138.76	9,577.85	11,400.33	13,524.21	15,585.30	成长性					
营业成本	6,692.03	8,246.63	9,609.34	11,426.60	13,168.02	营业收入增长	22.70%	17.68%	19.03%	18.63%	15.24%
销售费用	161.56	149.32	174.41	203.12	230.56	营业成本增长	22.70%	23.23%	16.52%	18.91%	15.24%
管理费用	292.83	311.99	364.42	424.41	481.74	营业利润增长	64.65%	-40.75%	11.49%	19.74%	19.20%
研发费用	315.36	383.41	447.84	521.56	592.02	利润总额增长	65.47%	-40.57%	11.47%	19.69%	19.17%
财务费用	55.99	91.74	107.15	124.79	141.65	归母净利润增长	54.38%	-43.14%	22.71%	17.58%	16.90%
其他收益	21.62	29.82	23.19	24.88	25.96	盈利能力					
投资净收益	108.34	4.95	4.95	4.95	4.95	毛利率	17.78%	13.90%	15.71%	15.51%	15.51%
营业利润	905.52	536.55	598.20	716.25	853.79	销售净利率	11.13%	5.60%	5.25%	5.30%	5.48%
营业外收支	-0.79	1.13	1.17	1.15	1.16	ROE	17.72%	10.54%	10.07%	11.10%	10.10%
利润总额	904.73	537.69	599.37	717.41	854.95	ROIC	14.65%	16.05%	12.31%	11.36%	35.65%
所得税	153.10	49.15	54.79	65.58	78.15	营运效率					
少数股东损益	27.70	76.94	39.53	58.00	82.61	销售费用/营业收入	1.99%	1.56%	1.53%	1.50%	1.48%
归母净利润	723.93	411.60	505.05	593.83	694.19	管理费用/营业收入	3.60%	3.26%	3.20%	3.14%	3.09%
资产负债表						研发费用/营业收入	3.87%	4.00%	3.93%	3.86%	3.80%
						财务费用/营业收入	0.69%	0.96%	0.94%	0.92%	0.91%
流动资产	6,105.66	8,283.96	11,807.64	10,048.52	14,055.23	投资收益/营业利润	11.96%	0.92%	0.83%	0.69%	0.58%
货币资金	594.84	552.88	703.40	3,801.48	961.61	所得税/利润总额	16.92%	9.14%	9.14%	9.14%	9.14%
应收票据及应收账款	1,123.45	1,525.23	2,386.80	1,881.74	2,977.31	应收账款周转率	6.27	7.64	5.98	6.56	6.65
其他应收款	93.54	83.49	88.51	86.00	87.26	存货周转率	3.94	12.55	3.57	4.84	5.31
存货	662.01	864.72	5,515.29	69.36	5,802.76	流动资产周转率	1.32	1.33	1.13	1.24	1.29
非流动资产	2,859.04	3,470.14	3,429.00	3,601.83	3,754.52	总资产周转率	0.92	0.92	0.84	0.94	0.99
固定资产	1,073.55	1,339.28	1,492.71	1,566.88	1,670.45	偿债能力					
资产总计	8,964.70	11,754.11	15,236.63	13,650.35	17,809.75	资产负债率	52.68%	60.57%	64.51%	56.97%	56.81%
流动负债	4,595.91	6,668.46	9,385.31	7,557.71	9,900.63	流动比率	1.33	1.24	1.26	1.33	1.42
短期借款	1,201.35	2,220.04	2,982.22	1,704.99	3,324.61	速动比率	1.18	1.11	0.67	1.32	0.83
应付款项	2,222.77	2,992.58	3,042.11	3,599.64	4,191.85	每股指标 (元)					
非流动负债	126.30	450.77	444.18	219.18	217.53	EPS	0.34	0.19	0.23	0.28	0.32
长期借款	-	311.30	311.30	83.00	83.00	每股净资产	1.71	1.82	2.34	2.53	3.33
负债合计	4,722.21	7,119.22	9,829.49	7,776.88	10,118.16	每股经营现金流	-0.01	-0.38	-0.21	2.20	-2.12
股东权益	4,242.49	4,634.88	5,407.14	5,873.47	7,691.59	每股经营现金/EPS	-0.02	-2.00	-0.90	7.97	-6.56
股本	2,153.74	2,153.74	2,153.74	2,153.74	2,153.74	估值					
留存收益	1,913.90	2,098.31	2,881.07	3,289.40	5,024.91	PE	15.48	27.23	22.17	18.86	16.13
少数股东权益	187.69	332.81	372.34	430.33	512.94	PEG	-3.34	1.63	5.17	-4.07	0.97
负债和权益总计	8,964.70	11,754.11	15,236.63	13,650.35	17,809.75	PB	3.04	2.86	2.22	2.06	1.56
现金流量表						EV/EBITDA	9.45	16.62	13.92	7.65	10.08
						EV/SALES	0.93	1.02	1.13	0.61	0.82
经营活动现金流	-14.31	-903.78	-497.71	5,209.03	-5,011.61	EV/IC	2.13	1.88	1.92	3.27	1.46
其中营运资本减少	-3,393.32	-1,371.60	-1,295.45	4,260.91	-6,131.49	ROIC/WACC	2.51	1.49	1.15	1.06	3.32
投资活动现金流	89.96	-288.28	-222.71	-301.02	-344.60	REP	0.85	1.26	1.67	3.09	0.44
其中资本支出	166.49	251.62	182.42	343.62	389.25						
融资活动现金流	-236.43	1,175.14	870.94	-1,809.93	2,516.34						
净现金总变化	-160.78	-16.91	150.52	3,098.08	-2,839.87						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>