

## 业绩增速放缓, 毛利率有所修复

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年全年实现营业收入 156.2 亿元, 同比增长 3.15%, 实现归属股东净利润 7.1 亿元, 同比增长 2.81%, 摊薄 EPS 0.35 元。
- **业绩增速放缓, EPC 业务收入同比下降较多。** 公司 2022 年全年实现营业收入 156.2 亿元, 同比增长 3.15%, 实现归属股东净利润 7.1 亿元, 同比增长 2.81%。分业务看, 工业建筑实现营收 98.2 亿元, 同比+18.3%; 公共建筑实现营收 27.1 亿元, 同比+17.0%; EPC 业务实现营收 26.5 亿元, 同比-35.6%; 专利授权业务实现营收 0.9 亿元, 同比+119.2%。去年受宏观经济下行、疫情反复等因素影响, 公司业务增速放缓。
- **钢价企稳回落, 毛利率修复。** 公司 2022 年实现销售毛利率 14.1%, 同比+0.73pp, 钢价企稳回落, 毛利率有所修复; 销售净利率 4.6%, 同比持平。期间费用率 8.5%, 同比上升 0.4pp, 主要系销售费用、管理费用同比增加较多所致。计提资产及信用减值损失 1.9 亿元, 同比多提 0.2 亿元。经营活动产生的现金流量净额-1.7 亿元, 同比少流出 0.73 亿元; 22 年公司发行可转债, 致筹资活动产生的现金流量净额 17.5 亿元。
- **工业建筑领域客户复购粘性良好, 订单增速快。** 2022 年公司新签业务合同 187.6 亿元, 同比增长 10.7%。工业建筑领域, 新签订单 86.4 亿元, 较去年同期增长 19.2%, 公司优化新兴产业布局, 新兴产业客户达 70% 以上, 拓展了天能电池、美的集团、欧莱雅、农夫山泉、顺丰等战略龙头客户, 其中, 来源于老客户的订单占比达 57%, 客户复购粘性良好; 公建领域, 新签合同 70 亿元, 较去年同期增长 6.9%; 公司持续提高 EPC 的市场份额, 新签 EPC 及装配式项目合同金额 28.5 亿元。截至 2022 年末, 公司在手订单总金额 173.9 亿元人民币, 其中已签订合同但尚未开工项目金额 43.1 亿元人民币, 在建项目中未完工部分金额 130.7 亿元人民币。
- **推进光储业务战略, 提升差异化竞争优势。** “双碳”领域, 公司依托在钢结构、屋面、BIPV 等方面的综合专业能力以及在工业建筑领域丰富的屋面资源, 推进公司光储业务战略, 提升差异化竞争优势。(1) 2022 年以来在分布式光伏领域, 公司设立子公司精工绿碳光能科技, 作为分布式光伏 EPC 业务平台; 3 月份发布与东方日升共同开发的“精昇”BIPV 屋顶产品; 与江苏天合合作共同推广天能瓦 BIPV 光伏分布式电站业务; (2) 与国家电力投资集团展开合作, 打通光储产业链上的资金端和资产端, 业务进程提速。2023 年初, 与国家电力投资集团有限公司下属浙江分公司、国家电投集团产业基金管理有限公司下属子公司——国核投资有限公司(融资端优势)实现战略合作, 设立合资公司, 以“开发+投资+建造+转让”的形式推进 BIPV 新能源领域的发展; (3) 2023 年 3 月, 公司与全球汽车零部件百强企业——敏实集团开展 12.5MW 的分布式光伏发电项目合作, 实现公司在 BIPV 业务上的新突破。
- **股权激励绑定核心人才, 提升公司竞争力。** 2022 年 10 月 17 日, 公司公告拟使用自有资金, 通过集中竞价交易的方式回购公司股份 0.5 亿-1 亿元, 回购价格不超过 6.09 元/股, 回购股份用于股权激励或员工持股计划。股权激励彰显了公

### 西南证券研究发展中心

分析师: 颜阳春  
执业证号: S1250517090004  
电话: 021-58351883  
邮箱: yyc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	20.13
流通 A 股(亿股)	20.13
52 周内股价区间(元)	3.8-4.74
总市值(亿元)	84.34
总资产(亿元)	183.57
每股净资产(元)	3.74

### 相关研究

1. 精工钢构(600496): Q3 订单高增, EPC 业务取得明显突破 (2022-10-29)
2. 精工钢构(600496): 规模快速扩张, 绿建景气带来机遇 (2022-05-04)

司发展信心，有利于充分调动员工积极性，绑定核心人才，提升竞争力。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 8.2 亿元、9.8 亿元、11.8 亿元，对应 PE 分别为 10、9、7 倍。同行业可比公司 2023 年平均估值 19 倍，给予公司 2023 年 13 倍 PE，对应目标价 5.33 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**钢材价格上涨风险、光储业务推进不及预期风险、基建投资不及预期风险。



指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	156.18	180.36	210.76	248.72
增长率	3.15%	15.48%	16.85%	18.01%
归属母公司净利润 (亿元)	7.06	8.19	9.75	11.79
增长率	2.81%	16.00%	19.09%	20.92%
每股收益 EPS (元)	0.35	0.41	0.48	0.59
净资产收益率 ROE	8.90%	9.66%	10.45%	11.37%
PE	12	10	9	7
PB	1.06	0.99	0.90	0.81

数据来源: Wind, 西南证券

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：2022 年公司新签专业分包一体化业务合同金额 156.3 亿元，较上年同期增长 13.4%，我们推测 2023-2025 年钢结构业务收入增速为 15.0%、15.0%、15.0%，毛利率 12%、12%、12%；

假设 2：2022 年新签 EPC 及装配式项目合同金额 28.5 亿元，我们推测 2023-2025 年集成及 EPC 业务收入增速为 25.0%、25.0%、30.0%，毛利率 16.0%、16.0%、16.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
钢结构业务	收入	125.3	144.1	165.8	190.6
	增速	18.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	成本	109.0	126.8	145.9	167.8
	毛利率	13.0%	12.0%	12.0%	12.0%
集成及 EPC 业务	收入	27.5	34.4	43.0	55.8
	增速	-34.0%	25.0%	25.0%	30.0%
	成本	23.2	28.9	36.1	46.9
	毛利率	15.5%	16.0%	16.0%	16.0%
其他	收入	1.7	1.9	2.0	2.2
	增速	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	1.2	1.5	1.6	1.8
	毛利率	27.2%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	收入	156.2	180.4	210.8	248.7
	增速	3.2%	15.5%	16.9%	18.0%
	成本	134.1	157.2	183.6	216.5
	毛利率	14.1%	12.8%	12.9%	13.0%

数据来源：Wind, 西南证券

同行业可比公司 2023 年平均估值 19 倍，给予公司 2023 年 13 倍 PE，对应目标价 5.33 元，维持“买入”评级。

**表 2：可比公司估值**

代码	证券简称	股价 (2023/4/17)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002541.SZ	鸿路钢构	34.50	2.21	2.67	3.19	15.64	12.92	10.83
600477.SH	杭萧钢构	4.62	0.17	0.20	—	26.70	22.85	—
002135.SZ	东南网架	6.63	0.49	0.58	—	13.60	11.38	—
平均值						18.65	15.72	10.83

数据来源：wind, 西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

利润表 (亿元)					现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	156.18	180.36	210.76	248.72	净利润	7.13	8.27	9.85	11.91
营业成本	134.11	157.20	183.59	216.46	折旧与摊销	1.35	1.57	1.57	1.57
营业税金及附加	0.52	0.55	0.66	0.78	财务费用	1.02	0.15	0.16	0.19
销售费用	1.50	1.76	1.95	2.37	资产减值损失	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28
研发管理费用	10.81	12.64	14.73	17.14	经营营运资本变动	5.06	58.19	6.43	6.73
财务费用	1.02	0.15	0.16	0.19	其他	-15.97	4.22	1.30	-1.24
资产减值损失	-0.29	-0.28	-0.28	-0.28	<b>经营活动现金流净额</b>	-1.70	72.12	19.01	18.88
投资收益	0.76	0.67	0.73	0.75	资本支出	-4.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.10	-1.11	-1.40	-1.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-5.96	-1.11	-1.40	-1.75
<b>营业利润</b>	7.32	8.46	10.12	12.25	短期借款	-6.67	-12.83	0.00	0.00
其他非经营损益	0.08	0.13	0.11	0.12	长期借款	4.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	7.41	8.59	10.23	12.37	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.28	0.32	0.38	0.46	支付股利	-0.72	-1.06	-1.23	-1.46
净利润	7.13	8.27	9.85	11.91	其他	19.99	-1.13	-0.04	-0.34
少数股东损益	0.07	0.08	0.09	0.11	<b>筹资活动现金流净额</b>	17.46	-15.02	-1.27	-1.80
归属母公司股东净利润	7.06	8.19	9.75	11.79	<b>现金流量净额</b>	9.80	55.99	16.34	15.33
资产负债表 (亿元)					财务分析指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	43.91	99.90	116.24	131.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	35.37	42.71	49.01	58.20	销售收入增长率	3.15%	15.48%	16.85%	18.01%
存货	13.27	15.56	16.17	20.42	营业利润增长率	4.07%	15.50%	19.71%	21.00%
其他流动资产	79.42	2.15	2.48	2.89	净利润增长率	1.91%	16.00%	19.09%	20.92%
长期股权投资	9.99	9.99	9.99	9.99	EBITDA 增长率	4.43%	4.90%	16.47%	18.24%
投资性房地产	0.43	0.43	0.43	0.43	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	15.16	14.14	13.13	12.11	毛利率	14.13%	12.84%	12.89%	12.97%
无形资产和开发支出	7.20	6.67	6.14	5.61	三费率	8.53%	8.07%	7.99%	7.92%
其他非流动资产	14.34	16.10	18.21	20.69	净利率	4.56%	4.58%	4.67%	4.79%
<b>资产总计</b>	219.09	207.65	231.80	261.91	ROE	8.90%	9.66%	10.45%	11.37%
短期借款	12.83	0.00	0.00	0.00	ROA	3.25%	3.98%	4.25%	4.55%
应付和预收款项	77.82	88.80	103.67	122.81	ROIC	12.81%	23.73%	3387.25%	-236.22%
长期借款	6.49	6.49	6.49	6.49	EBITDA/销售收入	6.21%	5.64%	5.62%	5.63%
其他负债	41.88	26.72	27.39	27.92	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	139.01	122.02	137.55	157.22	总资产周转率	0.78	0.85	0.96	1.01
股本	20.13	20.13	20.13	20.13	固定资产周转率	14.45	15.79	20.25	26.48
资本公积	16.66	16.66	16.66	16.66	应收账款周转率	5.42	5.91	5.67	5.80
留存收益	42.36	49.49	58.01	68.35	存货周转率	9.98	10.91	10.89	10.93
归属母公司股东权益	79.80	85.28	93.81	104.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.74%	—	—	—
少数股东权益	0.27	0.35	0.44	0.55	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	80.07	85.63	94.25	104.69	资产负债率	63.45%	58.76%	59.34%	60.03%
负债和股东权益合计	219.09	207.65	231.80	261.91	带息债务/总负债	27.36%	20.66%	18.33%	16.04%
					流动比率	1.55	1.72	1.69	1.66
					速动比率	1.43	1.55	1.54	1.50
					股利支付率	10.26%	12.93%	12.60%	12.40%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.35	0.41	0.48	0.59
					每股净资产	3.96	4.24	4.66	5.17
					每股经营现金	-0.08	3.58	0.94	0.94
					每股股利	0.04	0.05	0.06	0.07
业绩和估值指标									
	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	9.70	10.17	11.85	14.01					
PE	11.94	10.30	8.65	7.15					
PB	1.06	0.99	0.90	0.81					
PS	0.54	0.47	0.40	0.34					
EV/EBITDA	6.59	-0.64	-2.11	-3.08					
股息率	0.86%	1.26%	1.46%	1.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

**西南证券研究发展中心**
**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

**重庆**

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

**西南证券机构销售团队**

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn