

精工钢构 (600496)

证券研究报告

2023年04月18日

营收&利润稳定增长，看好 BIPV 业务持续放量

中长期商业模式转型仍值得期待

公司发布 22 年报，22 年全年实现营业收入 156.18 亿元，同比+3.15%，实现归母净利润 7.06 亿元，同比+2.81%，实现扣非归母净利润 6.76 亿元，同比+6.55%。其中 22Q4 单季度实现营收 45.6 亿元，同比-3.94%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比-58.95%，我们认为四季度或由于疫情影响导致公司业绩有所承压。展望 23 年，我们认为此前的疫情、钢价上涨等因素有望逐步缓解，从而带动订单层面持续改善，同时公司积极发力 BIPV 业务，此前引入国家电投作为电站投资方，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，有望进一步增强业主端对于分布式光伏的安装意愿。考虑到公司在手的优质屋顶资源较为充沛，我们预计后续公司有望依托资金、技术、资质等方面优势，加速进军 BIPV 市场。此外公司不断拓展新的业务模式，依托合营连锁和专利授权并持续迭代数字化产品，智能化转型加速之下，我们认为中长期商业模式有望重塑。

业务结构优化、在手订单充裕，专利授权业务有望带动盈利能力改善

分业务看，22 年公司工业建筑/公共建筑/EPC 业务分别实现营收 98.2/27.1/26.5 亿元，同比分别+18.25%/+17.0%/-35.64%，毛利率同比分别+2.12/+0.89/-2.7pct。同时公司 22 年专利授权业务实现收入 0.94 亿元，同比+119.16%，并已在国内东北、华东、华北等六大区域的 16 个地区发展了技术加盟合作伙伴。且专利授权业务毛利率为 100%，我们预计后续专利授权业务的拓展有望不断改善公司盈利能力，商业模式有望重塑。此外从订单层面看，22 年公司实现业务合同 187.6 亿元，同比+10.7%，其中新签专业分包一体化业务合同 156.3 亿元，同比+13.4%。专业分包一体化业务中，工业建筑/公共建筑分别新签 86.4/70 亿元，同比分别+19.2%/+6.9%，工业建筑合同中老客户订单占比达 57%，新兴产业客户达 70%以上。

费用率提升+减值损失拖累利润，现金流有所改善

22 年公司毛利率为 14.1%，同比+0.74pct，期间费用率 8.53%，同比+0.36pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别+0.12/+0.18/+0.15/-0.09pct，22 年公司资产及信用减值损失为 1.94 亿元，同比多损失 0.17 亿元，对利润形成了一定侵蚀，综合影响下净利率为 4.56%，同比-0.06pct。现金流方面，22 年公司 CFO 净额为-1.7 亿元，同比少流出 0.72 亿元，收现比/付现比分别同比+1.65/-2.16pct，现金流有所改善。

看好中长期成长，维持“买入”评级

考虑到 22 年减值损失影响下公司业绩有所承压，我们下调 23-25 年归母净利润至 8.6/10.7/13.1 亿元（23-24 年前值为 9.8/11.8 亿元），参考可比公司估值，给予 23 年 13 倍 PE，对应目标价 5.56 元，维持“买入”评级。

风险提示：钢材价格大幅波动，行业景气度超预期下滑，在手订单执行不及预期，BIPV 项目开展不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,141.36	15,618.20	19,141.56	23,015.75	27,164.26
增长率(%)	31.85	3.15	22.56	20.24	18.02
EBITDA(百万元)	1,637.74	1,755.50	1,248.63	1,633.51	1,896.24
归属母公司净利润(百万元)	686.81	706.09	860.31	1,066.07	1,309.78
增长率(%)	5.97	2.81	21.84	23.92	22.86
EPS(元/股)	0.34	0.35	0.43	0.53	0.65
市盈率(P/E)	11.90	11.57	9.50	7.67	6.24
市净率(P/B)	1.09	1.02	0.92	0.82	0.73
市销率(P/S)	0.54	0.52	0.43	0.36	0.30
EV/EBITDA	3.89	3.42	5.10	4.09	3.37

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	4.06 元
目标价格	5.56 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,012.88
流通 A 股股本(百万股)	2,012.88
A 股总市值(百万元)	8,172.30
流通 A 股市值(百万元)	8,172.30
每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	63.45
一年内最高/最低(元)	4.92/3.78

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtaoa@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《精工钢构-公司点评:BIPV 业务迎新突破，持续看好中长期成长性》2023-03-13
- 《精工钢构-公司点评:央企合作持续加码，打造 BIPV 第二成长曲线》2023-01-09
- 《精工钢构-季报点评:业绩符合预期，BIPV+EPC 总包转型打开成长天花板》2022-10-28

可比公司估值表

表 1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
002135.SZ	东南网架	76.23	6.54	0.42	0.40	0.49	0.58	15.47	16.39	13.42	11.23
600477.SH	杭萧钢构	109.45	4.62	0.17	0.11	0.17	0.20	26.59	40.86	26.71	22.86
002541.SZ	鸿路钢构	237.09	34.36	1.67	1.69	2.21	2.67	20.61	20.39	15.58	12.87
	平均							20.89	25.88	18.57	15.65
600496.SH	精工钢构	81.72	4.06	0.34	0.35	0.43	0.53	11.90	11.57	9.50	7.67

注：数据截至 20230418 收盘，除精工钢构外，其余公司 23-24 年数据为 Wind 一致预测；

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,766.20	4,390.66	4,019.73	4,833.31	5,432.85
应收票据及应收账款	2,401.19	2,766.62	3,567.01	4,048.52	4,939.68
预付账款	744.54	502.67	1,330.97	1,419.73	2,734.41
存货	1,359.49	1,327.23	1,881.64	1,419.21	2,215.67
其他	531.12	573.78	5,606.44	7,732.22	5,724.18
流动资产合计	7,802.53	9,560.96	16,405.78	19,452.99	21,046.79
长期股权投资	937.21	998.93	998.93	998.93	998.93
固定资产	969.35	1,193.06	1,423.57	1,568.89	1,637.62
在建工程	135.79	322.61	271.31	210.65	155.33
无形资产	366.21	404.48	395.22	394.96	403.36
其他	1,954.57	1,792.75	1,786.74	1,780.73	1,774.72
非流动资产合计	4,363.14	4,711.83	4,875.76	4,954.16	4,969.96
资产总计	18,356.61	21,908.72	21,281.55	24,407.15	26,016.75
短期借款	1,949.70	1,282.54	2,579.12	3,502.67	3,775.98
应付票据及应付账款	6,668.23	7,527.71	5,399.42	6,263.56	5,419.97
其他	648.29	636.98	3,076.40	3,138.36	4,014.19
流动负债合计	9,266.22	9,447.23	11,054.93	12,904.59	13,210.14
长期借款	162.29	649.13	361.55	545.07	557.46
应付债券	0.00	1,872.16	624.05	624.05	624.05
其他	163.48	301.92	301.92	301.92	301.92
非流动负债合计	325.77	2,823.21	1,287.52	1,471.05	1,483.44
负债合计	10,800.60	13,901.50	12,342.45	14,375.63	14,693.58
少数股东权益	36.77	27.09	35.78	46.55	59.78
股本	2,012.87	2,012.88	2,012.88	2,012.88	2,012.88
资本公积	1,666.56	1,666.35	1,666.35	1,666.35	1,666.35
留存收益	3,602.16	4,235.79	5,096.09	6,162.16	7,471.94
其他	237.64	65.12	127.99	143.58	112.23
股东权益合计	7,556.01	8,007.23	8,939.09	10,031.52	11,323.18
负债和股东权益总计	18,356.61	21,908.72	21,281.55	24,407.15	26,016.75

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	699.40	712.78	860.31	1,066.07	1,309.78
折旧摊销	112.41	135.49	160.06	175.59	188.19
财务费用	166.16	205.90	111.35	205.05	192.39
投资损失	(84.26)	(75.82)	(82.00)	(82.00)	(82.00)
营运资金变动	(859.88)	(185.29)	(892.76)	(1,303.52)	(955.00)
其它	(276.44)	(963.21)	9.69	8.77	14.23
经营活动现金流	(242.60)	(170.16)	166.65	69.96	667.59
资本支出	365.92	501.49	330.00	260.00	210.00
长期投资	79.95	61.72	0.00	0.00	0.00
其他	(834.92)	(1,159.66)	(580.00)	(434.00)	(340.00)
投资活动现金流	(389.05)	(596.45)	(250.00)	(174.00)	(130.00)
债权融资	294.78	1,614.40	(350.46)	902.03	93.31
股权融资	6.25	(172.73)	62.87	15.59	(31.35)
其他	(270.36)	304.50	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	30.68	1,746.18	(287.59)	917.62	61.96
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(600.97)	979.57	(370.94)	813.58	599.54

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,141.36	15,618.20	19,141.56	23,015.75	27,164.26
营业成本	13,112.51	13,410.59	16,502.73	19,805.06	23,367.06
营业税金及附加	37.85	52.14	76.57	92.06	108.66
销售费用	126.90	149.78	229.70	253.17	298.81
管理费用	442.67	484.19	602.96	655.95	774.18
研发费用	555.24	596.54	744.05	851.58	1,010.51
财务费用	112.59	102.00	111.35	205.05	192.39
资产/信用减值损失	(176.74)	(194.12)	(71.30)	(121.00)	(122.00)
公允价值变动收益	0.14	0.00	1.00	(2.00)	1.00
投资净收益	84.26	75.82	82.00	82.00	82.00
其他	142.36	209.05	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	703.58	732.22	885.92	1,111.87	1,373.65
营业外收入	22.07	9.69	18.00	10.00	9.00
营业外支出	4.93	1.31	1.00	3.00	8.00
利润总额	720.72	740.60	902.92	1,118.87	1,374.65
所得税	21.32	27.82	33.92	42.03	51.64
净利润	699.40	712.78	869.00	1,076.84	1,323.01
少数股东损益	12.59	6.69	8.69	10.77	13.23
归属于母公司净利润	686.81	706.09	860.31	1,066.07	1,309.78
每股收益(元)	0.34	0.35	0.43	0.53	0.65

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	31.85%	3.15%	22.56%	20.24%	18.02%
营业利润	5.74%	4.07%	20.99%	25.50%	23.54%
归属于母公司净利润	5.97%	2.81%	21.84%	23.92%	22.86%
获利能力					
毛利率	13.40%	14.13%	13.79%	13.95%	13.98%
净利率	4.54%	4.52%	4.49%	4.63%	4.82%
ROE	9.13%	8.85%	9.66%	10.68%	11.63%
ROIC	17.13%	15.09%	15.92%	17.86%	17.75%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	58.84%	63.45%	58.00%	58.90%	56.48%
净负债率	-7.61%	-6.03%	-3.93%	-0.57%	-3.28%
流动比率	1.34	1.55	1.48	1.51	1.59
速动比率	1.21	1.43	1.31	1.40	1.43
营运能力					
应收账款周转率	6.63	6.04	6.04	6.04	6.04
存货周转率	12.37	11.63	11.93	13.95	14.95
总资产周转率	0.89	0.78	0.89	1.01	1.08
每股指标(元)					
每股收益	0.34	0.35	0.43	0.53	0.65
每股经营现金流	-0.12	-0.08	0.08	0.03	0.33
每股净资产	3.74	3.96	4.42	4.96	5.60
估值比率					
市盈率	11.90	11.57	9.50	7.67	6.24
市净率	1.09	1.02	0.92	0.82	0.73
EV/EBITDA	3.89	3.42	5.10	4.09	3.37
EV/EBIT	4.16	3.69	5.85	4.58	3.74

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com