

# 杭萧钢构 (600477)

证券研究报告

2022年04月20日

## 营收稳步增长，期待新业务快速放量

### 营收稳步提升，新业务有望快速放量，维持“买入”评级

22年4月19日晚公司发布2021年报，21年公司实现营收95.8亿元，同比17.7%，Q1-4单季营收同比+108.4%/+30.8%/+4.2%/-6.9%，实现归母净利润4.1亿元，同比-43.1%，扣非净利润同比-41.0%，21年钢材价格较20年底大幅上涨使公司业绩有所承压。我们认为公司作为钢结构龙头企业，在技术和品牌优势带动下，万郡绿建有望扭亏为盈，BIPV业务或实现快速放量，维持“买入”评级。

### 钢结构传统主业稳步推进，服务业务或进入收获期

分业务来看，公司多高层钢结构/轻钢结构/建材产品/服务业四项主营业务分别实现收入64.2/19.0/0.9/9.3亿元，同比+32.8%/37.4%/26.4%/60.5%，毛利率分别变动-0.5/-0.2/+6.7/-11.1pct。21年公司新签订单150.1亿元（营收1.6倍），同比+16.7%。细分来看，21年公司钢结构业务新签107.1亿元（营收1.3倍），同比+6.7%，21年公司钢结构产能百万吨，22年预计增加30-40万吨，自有产能稳步扩张，减少外协增厚利润；万郡绿建新签41.5亿元，同比+68.3%，我们认为经过3年培育期，22年或呈现扭亏为盈的新局面。

### 费用率下降，现金流有待改善

21年公司毛利率为13.9%，同比-3.9pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为1.6%/3.3%/4.0%/1.0%，同比变动-0.4/-0.3/+0.1/+0.3pct，资产及信用减值损失占营收比例同比+0.1pct，综合影响下归母净利率4.3%，同比-4.6pct，受钢材价格上涨影响，利润端承压明显。21年收现比86.3%，同比+3.8pct，付现比98.0%，同比+11.9pct，CFO净额-9.0亿元，同比-8.9亿元，主要系合同资产增加较多。

### 进军BIPV成果初显，22年加码异质结及钙钛矿叠层

公司于21年7月控股浙江合特光电，进军BIPV业务。其年产100万平方米BIPV组件的智能生产线已经实现投产，截止21年末，合特光电累计签约订单2000余万元。22年合特规划把高效异质结、钙钛矿叠层电池技术产业化，通过市场将储备的技术尽快转化为产品价值和壁垒优势。我们认为前期通过EPC模式导入合特光电产品，实现产品性能快速迭代，后续BIPV或进入从1到N的发展快车道，带来企业腾飞的“第二增长极”。

### 新业务有望持续放量，维持“买入”评级

公司传统主业盈利有望逐渐稳定，短期来看，万郡绿建或进入业绩收获期，中长期来看，进军BIPV有望给业绩带来更大增长空间，考虑到新业务放量仍需时间，我们下调22-24年归母净利润至5.1/5.9/6.6元（22-23年前值6.2/7.6亿元），维持“买入”评级。

**风险提示：**BIPV业务开展不及预期，钢材价格上涨超预期，订单签订不及预期。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,138.76	9,577.85	11,588.82	13,602.49	15,537.33
增长率(%)	22.70	17.68	21.00	17.38	14.22
EBITDA(百万元)	1,146.23	996.11	818.11	871.45	940.16
净利润(百万元)	723.93	411.60	506.72	587.03	656.10
增长率(%)	54.38	(43.14)	23.11	15.85	11.77
EPS(元/股)	0.31	0.17	0.21	0.25	0.28
市盈率(P/E)	12.80	22.51	18.28	15.78	14.12
市净率(P/B)	2.28	2.15	1.84	1.65	1.48
市销率(P/S)	1.14	0.97	0.80	0.68	0.60
EV/EBITDA	6.63	9.86	12.69	12.00	11.73

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	3.91元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	2,369.11
流通A股股本(百万股)	2,153.59
A股总市值(百万元)	9,263.22
流通A股市值(百万元)	8,420.55
每股净资产(元)	2.00
资产负债率(%)	60.57
一年内最高/最低(元)	5.05/3.40

### 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  
wangtao@tfzq.com

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

**朱晓辰** 联系人  
zhuxiaochen@tfzq.com

### 股价走势



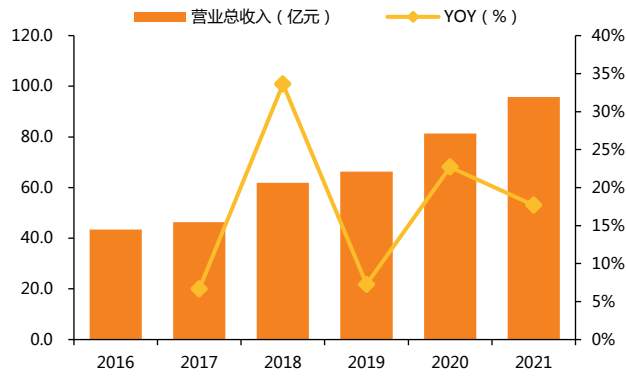
资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《杭萧钢构-公司点评:进军BIPV组件生产，绿色产业链融合再下一城》2021-12-14
- 《杭萧钢构-年报点评报告:盈利能力增强，万郡绿建持续快速放量》2021-03-28
- 《杭萧钢构-季报点评:前三季度扣非利润小幅提升，万郡绿建订单快速增长》2020-11-01

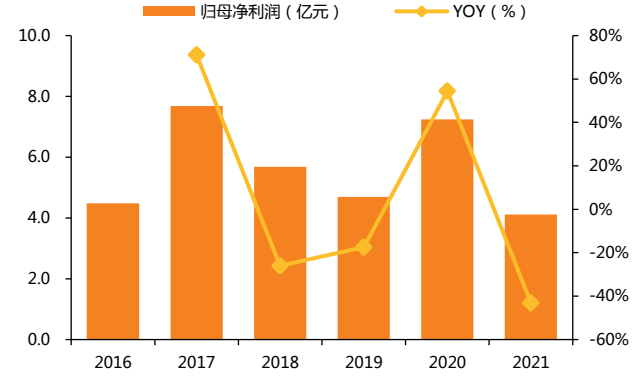
## 公司历年经营情况及可比公司估值

图 1: 2016-2021 营收及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 2016-2021 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021A/E	2022E	2023E	2024E	2021A/E	2022E	2023E	2024E
002135.SZ	东南网架	110.14	9.45	0.42	0.57	0.72	0.90	22.35	16.68	13.15	10.49
600496.SH	精工钢构	94.61	4.70	0.35	0.44	0.54		13.62	10.69	8.68	
002541.SZ	鸿路钢构	223.30	42.07	2.17	2.71	3.40	4.06	19.42	15.52	12.39	10.37
	平均								14.30	11.41	10.43
600477.SH	杭萧钢构	92.63	3.91	0.17	0.21	0.25	0.28	22.51	18.28	15.78	14.12

注: 数据截至 20220419 收盘, 除杭萧钢构 22-24 年为天风预测外, 其余公司 22-24 年 EPS 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	594.84	552.88	668.97	785.21	896.90
应收票据及应收账款	1,123.45	1,525.23	2,015.80	3,274.06	2,336.64
预付账款	221.44	374.63	374.52	508.58	502.72
存货	662.01	864.72	2,020.89	2,100.26	3,892.62
其他	204.71	282.51	4,831.36	6,562.03	6,132.21
<b>流动资产合计</b>	<b>2,806.44</b>	<b>3,599.97</b>	<b>9,911.54</b>	<b>13,230.13</b>	<b>13,761.08</b>
长期股权投资	54.34	48.73	48.73	48.73	48.73
固定资产	1,073.55	1,339.28	1,370.55	1,382.32	1,376.81
在建工程	131.32	255.41	234.79	220.35	210.25
无形资产	304.31	429.42	418.60	406.40	392.84
其他	1,295.52	1,397.30	1,395.39	1,393.49	1,391.91
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,859.04</b>	<b>3,470.14</b>	<b>3,468.06</b>	<b>3,451.30</b>	<b>3,420.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,964.70</b>	<b>11,754.11</b>	<b>13,379.60</b>	<b>16,681.43</b>	<b>17,181.62</b>
短期借款	1,201.35	2,220.04	2,359.28	2,460.17	2,931.77
应付票据及应付账款	2,582.38	3,303.01	3,633.55	4,216.25	4,023.95
其他	493.32	747.03	1,418.18	3,358.65	2,712.98
<b>流动负债合计</b>	<b>4,277.05</b>	<b>6,270.09</b>	<b>7,411.01</b>	<b>10,035.08</b>	<b>9,668.70</b>
长期借款	0.00	311.30	377.44	358.42	446.26
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	126.30	139.47	139.47	139.47	139.47
<b>非流动负债合计</b>	<b>126.30</b>	<b>450.77</b>	<b>516.91</b>	<b>497.89</b>	<b>585.73</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,722.21</b>	<b>7,119.22</b>	<b>7,927.92</b>	<b>10,532.97</b>	<b>10,254.43</b>
少数股东权益	187.69	332.81	427.53	537.27	659.91
股本	2,153.74	2,153.74	2,369.11	2,369.11	2,369.11
资本公积	138.64	140.02	140.02	140.02	140.02
留存收益	1,775.26	1,958.29	2,465.01	3,052.04	3,708.15
其他	(12.84)	50.02	50.00	50.02	50.00
<b>股东权益合计</b>	<b>4,242.49</b>	<b>4,634.88</b>	<b>5,451.68</b>	<b>6,148.46</b>	<b>6,927.19</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,964.70</b>	<b>11,754.11</b>	<b>13,379.60</b>	<b>16,681.43</b>	<b>17,181.62</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	751.63	488.53	506.72	587.03	656.10
折旧摊销	112.82	131.15	160.17	174.86	189.18
财务费用	51.67	88.38	90.01	100.91	120.21
投资损失	(119.33)	(7.08)	(60.00)	(40.00)	(30.00)
营运资金变动	(386.24)	(67.92)	(906.27)	(677.27)	(1,255.66)
其它	(424.86)	(1,536.84)	94.72	109.73	122.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>(14.31)</b>	<b>(903.78)</b>	<b>(114.65)</b>	<b>255.26</b>	<b>(197.51)</b>
资本支出	156.01	625.36	160.00	160.00	160.00
长期投资	(20.29)	(5.61)	0.00	0.00	0.00
其他	(45.76)	(908.02)	(260.00)	(280.00)	(290.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>89.96</b>	<b>(288.28)</b>	<b>(100.00)</b>	<b>(120.00)</b>	<b>(130.00)</b>
债权融资	110.29	1,245.06	115.38	(19.04)	439.22
股权融资	(183.37)	64.24	215.35	0.02	(0.02)
其他	(163.35)	(134.16)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(236.43)</b>	<b>1,175.14</b>	<b>330.73</b>	<b>(19.02)</b>	<b>439.20</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(160.78)</b>	<b>(16.91)</b>	<b>116.08</b>	<b>116.24</b>	<b>111.69</b>

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>8,138.76</b>	<b>9,577.85</b>	<b>11,588.82</b>	<b>13,602.49</b>	<b>15,537.33</b>
营业成本	6,692.03	8,246.63	9,988.65	11,774.70	13,483.97
营业税金及附加	89.07	33.91	41.03	48.16	55.01
销售费用	161.56	149.32	174.99	202.68	225.29
管理费用	292.83	311.99	359.25	408.07	450.58
研发费用	315.36	383.41	451.96	537.30	621.49
财务费用	55.99	91.74	90.01	100.91	120.21
资产/信用减值损失	(77.93)	(103.58)	(75.00)	(55.00)	(35.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	108.34	4.95	60.00	40.00	30.00
其他	(404.02)	(77.06)	(193.00)	(250.00)	(280.00)
<b>营业利润</b>	<b>905.52</b>	<b>536.55</b>	<b>660.93</b>	<b>765.67</b>	<b>855.77</b>
营业外收入	2.20	4.19	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.98	3.06	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>904.73</b>	<b>537.69</b>	<b>660.93</b>	<b>765.67</b>	<b>855.77</b>
所得税	153.10	49.15	59.48	68.91	77.02
<b>净利润</b>	<b>751.63</b>	<b>488.53</b>	<b>601.44</b>	<b>696.76</b>	<b>778.75</b>
少数股东损益	27.70	76.94	94.72	109.73	122.64
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>723.93</b>	<b>411.60</b>	<b>506.72</b>	<b>587.03</b>	<b>656.10</b>
每股收益(元)	0.31	0.17	0.21	0.25	0.28

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.70%	17.68%	21.00%	17.38%	14.22%
营业利润	64.65%	-40.75%	23.18%	15.85%	11.77%
归属于母公司净利润	54.38%	-43.14%	23.11%	15.85%	11.77%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.78%	13.90%	13.81%	13.44%	13.22%
净利率	8.89%	4.30%	4.37%	4.32%	4.22%
ROE	17.85%	9.57%	10.09%	10.46%	10.47%
ROIC	28.04%	15.93%	13.06%	12.85%	13.05%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	52.68%	60.57%	59.25%	63.14%	59.68%
净负债率	14.98%	43.46%	38.59%	33.65%	36.33%
流动比率	1.33	1.24	1.34	1.32	1.42
速动比率	1.18	1.11	1.06	1.11	1.02
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.11	7.23	6.55	5.14	5.54
存货周转率	3.94	12.55	8.03	6.60	5.19
总资产周转率	0.92	0.92	0.92	0.90	0.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.31	0.17	0.21	0.25	0.28
每股经营现金流	-0.01	-0.38	-0.05	0.11	-0.08
每股净资产	1.71	1.82	2.12	2.37	2.65
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.80	22.51	18.28	15.78	14.12
市净率	2.28	2.15	1.84	1.65	1.48
EV/EBITDA	6.63	9.86	12.69	12.00	11.73
EV/EBIT	7.33	11.33	15.77	15.01	14.68

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