

研究所

证券分析师： 盛昌盛 S0350521080005  
shengcs@ghzq.com.cn  
联系人： 景丹阳 S0350121090066  
jingdy@ghzq.com.cn

## 营收稳健增长，关注 BIPV 业务拓展

### ——杭萧钢构（600477）2022 年半年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现		2022/08/29		
表现	1M	3M	12M	
杭萧钢构	-10.1%	50.3%	36.2%	
沪深 300	-2.3%	1.9%	-15.6%	

市场数据		2022/08/29
当前价格(元)		5.45
52 周价格区间(元)		3.21-6.56
总市值(百万)		12,911.66
流通市值(百万)		12,910.87
总股本(万股)		236,911.12
流通股本(万股)		236,896.61
日均成交额(百万)		486.22
近一月换手(%)		7.04

#### 事件：

杭萧钢构发布 2022 年半年度报告：2022 年上半年公司实现营业收入 45.95 亿元，同比增长 5.81%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.87 亿元，同比增长 3.82%。

#### 投资要点：

- 营收稳健增长，钢结构板块高景气持续。**2022 年上半年，公司所在华东地区受影响较大，同时地产表现低迷、民间投资信心不足。报告期内，公司营收逆势增长，实现营业总收入 45.95 亿元，同比增长 5.81%，实现利润总额 1.01 亿元，同比有所下滑。公司于 5 月 11 日收到所得税减免款 0.95 亿元，最终计入当期非经常性损益，报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 1.87 亿元，同比增长 3.82%。报告期内，公司新签项目 80.82 亿元，其中钢结构业务已中标尚未签订合同的订单合计约 19.71 亿元，钢结构业务高景气有望持续。
- 绿建产业链逐步完善，BIPV 业务蓄势待发。**历经二十余年发展，公司逐步发展成为绿色钢结构建筑行业集“研发、设计、制造、安装、建材、施工、供应链、产业大数据平台、BIPV 光伏建筑一体化”等全产业链于一体的多元化企业集团，绿色建筑战略布局已初步实现。公司较早布局 BIPV 业务，于 2021 年 7 月成功控股合特光电，同年首条年产 100 万平米 BIPV 智能生产线正式投产，于一个月内迅速完成多订单的履约供货，2022 年 4 月，公司对合特光电的持股比例从 51% 增加到 65%，进一步推进 BIPV 产业链深度融合。合特光电是一家专注于光伏发电技术研究及 BIPV “建材化”产品应用的科技型企业，产品设计和发电性能均处于行业前列。截至本报告期末，合特光电新签合同额为 3762 万元，未来有望持续增长。同时，公司回购股份 846 万股，占公司总股本的比例为 0.36%，用于合特光电股权激励方案并分阶段授予合特光电核心员工，公司经营效率有望提高。
- 盈利预测和投资评级：**公司 2022 年上半年营收增长稳健，钢结构高景气有望持续，以合特光电为主体的 BIPV 业务蓄势待发，核心员工股权激励顺利推进，有望持续提高营运效率。我们预计公司 2022 年-2024 年实现归母净利润 4.7、5.78、6.99 亿元，对应 PE 为 26.24、

21.36、17.62 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

- **风险提示：**生产成本持续上涨；地产产业链恢复不及预期；基建项目施工不及预期；BIPV 渗透率提升不及预期；疫情反复影响经济。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9578	11364	13379	15538
增长率（%）	18	19	18	16
归母净利润（百万元）	412	470	577	699
增长率（%）	-43	14	23	21
摊薄每股收益（元）	0.17	0.20	0.24	0.30
ROE（%）	10	9	10	10
P/E	21.62	27.50	22.39	18.47
P/B	2.27	2.38	2.15	1.93
P/S	1.02	1.14	0.97	0.83
EV/EBITDA	22.39	51.95	38.06	30.95

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 事件:

杭萧钢构发布 2022 年半年度报告: 2022 年上半年公司实现营业收入 45.95 亿元, 同比增长 5.81%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.87 亿元, 同比增长 3.82%。

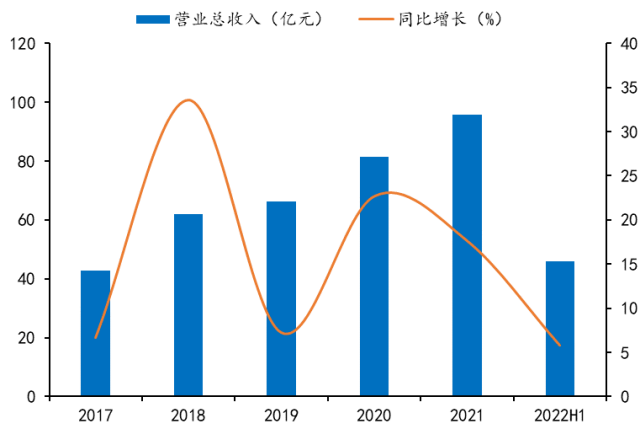
## 评论:

### 1、 营收增长稳健, 钢结构板块高景气持续

2022 年上半年, 公司所在华东地区受影响影响较大, 同时地产表现低迷、民间投资信心不足。报告期内, 公司营收逆势增长, 实现营业总收入 45.95 亿元, 同比增长 5.81%, 实现利润总额 1.01 亿元, 同比有所下滑。公司于 5 月 11 日收到所得税减免款 0.95 亿元, 最终计入当期非经常性损益, 报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 1.87 亿元, 同比增长 3.82%。本报告期末, 公司资产总额 127.72 亿元, 归属于母公司所有者权益 51.38 亿元。

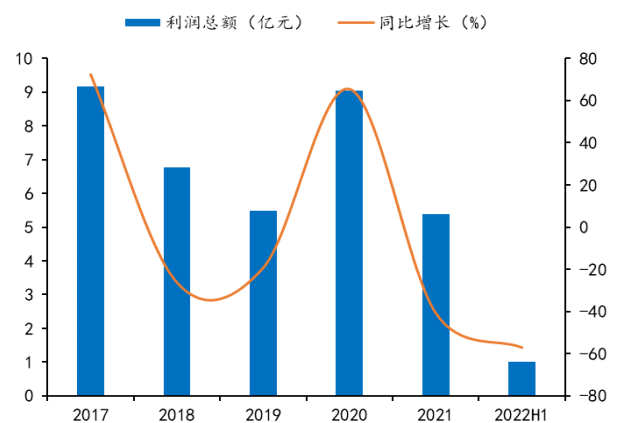
钢结构作为新兴建筑业态, 是建筑绿色节能、降低碳排放的必然趋势, 同时在人工成本上涨背景下具备优势, 国内钢结构渗透率仍低, 未来市场空间广阔, 目前仍具备较高景气度。报告期内, 公司新签项目 80.82 亿元, 其中钢结构业务已中标尚未签订合同的订单合计约 19.71 亿元, 落地后可转化为营收。

图 1: 公司 2017-2022H1 营业收入及同比



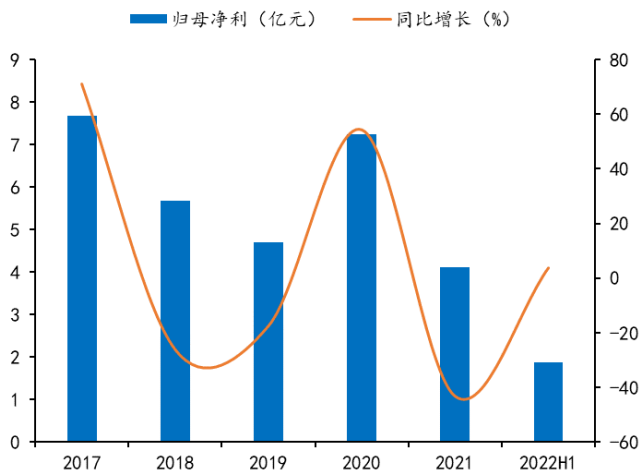
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 公司 2017-2022H1 利润总额及同比



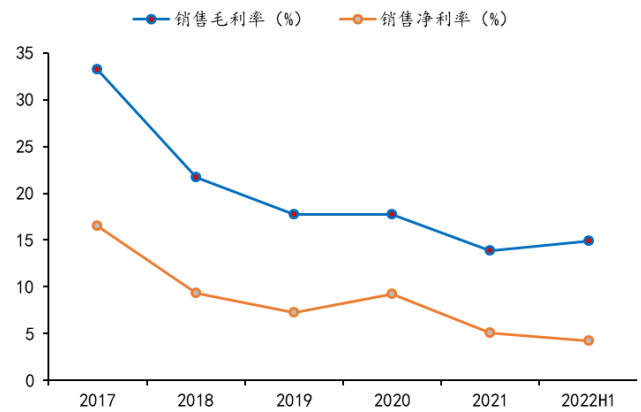
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 3: 公司 2017-2022H1 归母净利润及同比



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 4: 公司 2017-2022H1 毛利率、净利率变化



资料来源: Wind, 国海证券研究所

## 2、绿建产业链逐步完善，BIPV 业务蓄势待发

公司自创立至今二十余年，逐步发展成为绿色钢结构建筑行业集“研发、设计、制造、安装、建材、施工、供应链、产业大数据平台、BIPV 光伏建筑一体化”等全产业链于一体的多元化企业集团。拥有以钢结构装配式建筑技术为优势的汉林设计，绿色建材生产的汉德邦建材，互联网销售平台的万郡绿建，BIPV 光伏建筑的合特光电。在国家“双碳”政策背景下，绿色建筑战略布局已初步实现。

公司较早布局 BIPV 业务，于 2021 年 7 月成功控股合特光电，同年首条年产 100 万平米 BIPV 智能生产线正式投产，于一个月内迅速完成多订单的履约供货，2022 年 4 月，公司对合特光电的持股比例从 51% 增加到 65%，进一步推进 BIPV 产业链深度融合。合特光电是一家专注于光伏发电技术研究及 BIPV “建材化”产品应用的科技型企业，产品设计和发电性能均处于行业前茅。截至本报告期末，合特光电新签合同额为 3762 万元，未来有望持续增长。同时，公司回购股份 846 万股，占公司总股本的比例为 0.36%，用于合特光电股权激励方案并分阶段授予合特光电核心员工，公司经营效率有望提高。

## 3、盈利预测与评级

公司 2022 年上半年营收增长稳健，钢结构高景气有望持续，以合特光电为主体的 BIPV 业务蓄势待发，核心员工股权激励顺利推进，有望持续提高营运效率。我们预计公司 2022 年-2024 年实现归母净利润 4.7、5.78、6.99 亿元，对应 PE 为 26.24、21.36、17.62 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## 4、风险提示

生产成本持续上涨；地产产业链恢复不及预期；基建项目施工不及预期；BIPV

渗透率提升不及预期；疫情反复影响经济。

附表：杭萧钢构盈利预测表

证券代码:	600477				股价:	5.45				投资评级:	买入				日期:	2022/08/29			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	10%	9%	10%	10%	EPS	0.19	0.20	0.24	0.30										
毛利率	14%	11%	11%	12%	BVPS	1.82	2.29	2.53	2.83										
期间费率	6%	5%	5%	5%	<b>估值</b>														
销售净利率	4%	4%	4%	4%	P/E	21.62	27.50	22.39	18.47										
<b>成长能力</b>					P/B	2.27	2.38	2.15	1.93										
收入增长率	18%	19%	18%	16%	P/S	1.02	1.14	0.97	0.83										
利润增长率	-43%	14%	23%	21%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>										
总资产周转率	0.81	0.85	0.87	0.88	营业收入	9578	11364	13379	15538										
应收账款周转率	6.60	5.55	7.07	5.83	营业成本	8247	10084	11850	13710										
存货周转率	11.08	11.64	13.08	13.54	营业税金及附加	34	73	83	91										
<b>偿债能力</b>					销售费用	149	203	233	268										
资产负债率	61%	65%	65%	65%	管理费用	312	391	456	527										
流动比	1.24	1.17	1.17	1.19	财务费用	92	0	0	0										
速动比	0.33	0.45	0.41	0.43	其他费用/(-收入)	383	446	528	613										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>营业利润</b>	<b>537</b>	<b>591</b>	<b>733</b>	<b>890</b>										
现金及现金等价物	553	1450	1724	1811	营业外净收支	1	0	0	0										
应收款项	1525	2092	2000	2741	<b>利润总额</b>	<b>538</b>	<b>591</b>	<b>733</b>	<b>890</b>										
存货净额	865	976	1023	1148	所得税费用	49	72	88	103										
其他流动资产	5341	5053	6434	7448	<b>净利润</b>	<b>489</b>	<b>519</b>	<b>645</b>	<b>786</b>										
<b>流动资产合计</b>	<b>8284</b>	<b>9571</b>	<b>11181</b>	<b>13148</b>	少数股东损益	77	49	68	87										
固定资产	1339	1512	1664	1830	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>412</b>	<b>470</b>	<b>577</b>	<b>699</b>										
在建工程	255	330	419	509	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>										
无形资产及其他	1827	1938	2060	2180	<b>经营活动现金流</b>	<b>-904</b>	<b>-31</b>	<b>-330</b>	<b>-589</b>										
长期股权投资	49	37	26	15	净利润	412	470	577	699										
<b>资产总计</b>	<b>11754</b>	<b>13389</b>	<b>15349</b>	<b>17683</b>	少数股东权益	77	49	68	87										
短期借款	2220	2748	3361	4013	折旧摊销	132	80	123	125										
应付款项	3303	3869	4550	5202	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	1	405	240	324	营运资金变动	-1426	-239	-634	-985										
其他流动负债	1144	1190	1377	1535	<b>投资活动现金流</b>	<b>-288</b>	<b>-37</b>	<b>-9</b>	<b>23</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>6668</b>	<b>8212</b>	<b>9527</b>	<b>11074</b>	资本支出	-304	-68	-51	-16										
长期借款及应付债券	311	311	311	311	长期投资	-14	-18	-19	-19										
其他长期负债	139	139	139	139	其他	30	49	61	59										
<b>长期负债合计</b>	<b>451</b>	<b>451</b>	<b>451</b>	<b>451</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>1175</b>	<b>965</b>	<b>613</b>	<b>652</b>										
<b>负债合计</b>	<b>7119</b>	<b>8663</b>	<b>9978</b>	<b>11525</b>	债务融资	1113	528	613	652										
股本	2369	2369	2369	2369	权益融资	21	579	0	0										
股东权益	4635	5806	6451	7238	其它	41	-142	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11754</b>	<b>13389</b>	<b>15349</b>	<b>17683</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-17</b>	<b>897</b>	<b>274</b>	<b>87</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【建材小组介绍】

盛昌盛，北京大学硕士，建材建筑首席分析师。2019年新财富第五名。6年证券研究经验，6年建材行业工作经历。2021年加入国海证券。

孙伯文，清华大学经济学学士、管理硕士，6年买方、证券从业经验，研究覆盖过大周期行业和TMT行业。2021年加入国海证券。

彭棋，上海财经大学金融硕士，北京交通大学经济学学士，2021年加入国海证券。

景丹阳，北京大学硕士，中国人民大学学士，2年实业从业经验。2021年加入国海证券。

## 【分析师承诺】

盛昌盛，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自

己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。