

公司研究

22Q1 新签订单增长提速，股权激励或增厚公司未来利润

——杭萧钢构（600477.SH）2021 年年报及 2022 年一季报点评

要点

事件：杭萧钢构发布 2021 年年报及 2022 年一季报。2021 年，公司实现营业总收入/归母净利润分别为 96/4.1 亿元，同比+18%/-43%。22Q1，公司实现营业总收入/归母净利润分别为 21/0.53 亿元，同比+10%/-40%。

点评：

22Q1 新签合同额增速明显提速：21 年，公司工业/建筑业/服务业业务实现营业收入 0.9/83/9 亿元，同比+26%/+34%/+61%；毛利率分别为 9.8%/14.3%/2.9%，同比+6.7/-0.5/-11.1pcts。2021 年，公司合计/钢结构/万郡绿建新签合同额分别为 150/107/41 亿元，分别同比+17%/+7%/+68%，万郡绿建新签合同额显著增长。22Q1，公司合计/钢结构/万郡绿建新签合同额分别为 46/26/20 亿元，分别同比+85%/+57%/+140%，新签合同额增长明显提速。

21 年毛利率受钢价上涨冲击，费用率同比改善：21 年，公司综合毛利率 13.9%，同比-3.9pcts，或受钢价上涨影响；期间费用率 9.9%，同比-0.4pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.43/-0.34/+0.13/+0.27pct；信用减值 0.78 亿元，同比+48%。2022Q1，综合毛利率为 14.65%，同比-1.14pcts，同比下降趋势已出现边际改善。21 年，公司经营性净现金流-9.0 亿元，同比-8.9 亿元；主要由于：1) 净利润同比下滑；2) 原材料支出增加；3) 应收账款同比增长较多。

对合特光电核心成员进行股权激励，目标业绩或将增厚公司未来利润：21 年 7 月，公司增资入股合特光电，获得 51% 的股权、成为控股股东；21 年 11 月，合特光电第一条年产 100 万平方 BIPV 的智能生产线正式投产，为后续 BIPV 业务收入快速增长奠定产能基础。为进一步激励合特光电中高层管理者及核心骨干员工，公司拟回购公司股票数量 500-1000 万股用于实施员工持股计划，业绩考核指标为 2023/2024 年合特光电净利润不低于 0.5/1.0 亿元，对应增厚公司归母净利润 0.26/0.51 亿元，占公司 21 年归母净利润的比例分别为 6%/12%。

盈利预测、估值与评级：杭萧钢构在钢结构工程领域具有较强的竞争优势，同时积极布局 BIPV 领域，或将提升公司未来在行业内的竞争力。考虑到疫情因素，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润预测至 5.00 亿元（-14%）、6.06 亿元（-24%），新增公司 2024 年归母净利润预测 7.08 亿元。公司对合特光电核心成员股权激励，目标业绩或增厚公司未来利润，现价对应 2022 年动态市盈率 16x，维持“增持”评级。

风险提示：下游钢结构需求不及预期风险，上游钢价大幅上涨风险，订单执行不及预期风险，疫情反复风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	8,139	9,578	11,585	13,476	15,619
营业收入增长率	22.70%	17.68%	20.96%	16.32%	15.90%
净利润（百万元）	724	412	500	606	708
净利润增长率	54.38%	-43.14%	21.49%	21.16%	16.89%
EPS（元）	0.34	0.19	0.21	0.26	0.30
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.85%	9.57%	9.11%	10.23%	11.03%
P/E	10	18	16	13	12
P/B	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-05-05，2020 年、2021 年末公司总股本为 21.54 亿股，22Q1 公司完成非公开发行后，总股本变为 23.69 亿股。

增持（维持）

当前价：3.44 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

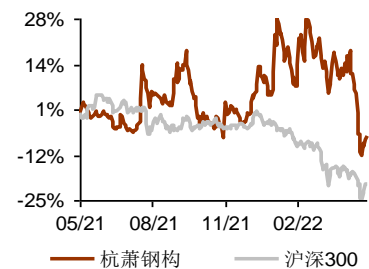
021-52523872

xingao@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	23.69
总市值(亿元)	81.50
一年最低/最高(元)	3.21/5.05
近 3 月换手率	118.99%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-12.18	-4.83	13.99
绝对	-16.91	-18.29	-6.78

资料来源：Wind

相关研报

钢结构产能持续扩张，万郡绿建业务快速增长——杭萧钢构（600477.SH）首次覆盖报告（2022-01-07）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	8,139	9,578	11,585	13,476	15,619
营业成本	6,692	8,247	9,915	11,611	13,526
折旧和摊销	109	129	155	162	169
税金及附加	89	34	79	90	102
销售费用	162	149	172	196	222
管理费用	293	312	359	396	436
研发费用	315	383	441	487	536
财务费用	56	92	113	89	72
投资收益	108	5	0	0	0
营业利润	906	537	669	816	942
利润总额	905	538	670	817	943
所得税	153	49	85	123	141
净利润	752	489	585	695	801
少数股东损益	28	77	85	89	93
归属母公司净利润	724	412	500	606	708
EPS(元)	0.34	0.19	0.21	0.26	0.30

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-14	-904	385	868	933
净利润	724	412	500	606	708
折旧摊销	109	129	155	162	169
净营运资金增加	-2,514	-130	617	217	267
其他	1,667	-1,315	-888	-118	-211
投资活动产生现金流	90	-288	-139	-150	-150
净资本支出	68	-304	-126	-150	-150
长期投资变化	54	49	0	0	0
其他资产变化	-32	-33	-13	0	0
融资活动现金流	-236	1,175	-130	-608	-659
股本变化	0	0	215	0	0
债务净变化	166	1,337	-759	-394	-436
无息负债变化	-556	1,060	130	527	576
净现金流	-163	-17	116	109	124

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	17.8%	13.9%	14.4%	13.8%	13.4%
EBITDA 率	9.2%	6.7%	7.0%	6.7%	6.5%
EBIT 率	7.8%	5.3%	5.7%	5.5%	5.4%
税前净利润率	11.1%	5.6%	5.8%	6.1%	6.0%
归母净利润率	8.9%	4.3%	4.3%	4.5%	4.5%
ROA	8.4%	4.2%	4.7%	5.3%	5.8%
ROE (摊薄)	17.9%	9.6%	9.1%	10.2%	11.0%
经营性 ROIC	44.8%	29.1%	27.2%	28.1%	30.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	53%	61%	52%	51%	49%
流动比率	1.33	1.24	1.51	1.62	1.74
速动比率	1.18	1.11	1.34	1.41	1.50
归母权益/有息债务	3.30	1.68	3.04	4.19	6.57
有形资产/有息债务	6.87	4.32	6.48	8.72	13.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	8,965	11,754	12,398	13,051	13,784
货币资金	595	553	669	778	902
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,057	1,451	1,726	2,008	2,327
应收票据	66	74	90	104	121
其他应收款 (合计)	94	83	101	117	136
存货	662	865	1,044	1,226	1,431
其他流动资产	111	177	191	205	220
流动资产合计	6,106	8,284	8,976	9,670	10,456
其他权益工具	775	841	841	841	841
长期股权投资	54	49	49	49	49
固定资产	1,073	1,339	1,294	1,239	1,176
在建工程	131	255	244	236	229
无形资产	278	405	447	487	527
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	250	278	292	292	292
非流动资产合计	2,859	3,470	3,422	3,380	3,328
总负债	4,722	7,119	6,490	6,623	6,762
短期借款	1,201	2,220	1,411	966	480
应付账款	2,154	2,838	3,139	3,382	3,624
应付票据	428	465	559	655	763
预收账款	1	1	2	2	2
其他流动负债	243	345	449	547	658
流动负债合计	4,596	6,668	5,935	5,968	6,001
长期借款	0	311	361	411	461
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	123	134	188	238	295
非流动负债合计	126	451	554	655	762
股东权益	4,242	4,635	5,909	6,428	7,021
股本	2,154	2,154	2,369	2,369	2,369
公积金	536	569	1,222	1,283	1,354
未分配利润	1,378	1,529	1,850	2,220	2,649
归属母公司权益	4,055	4,302	5,491	5,922	6,422
少数股东权益	188	333	417	506	600

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.99%	1.56%	1.48%	1.45%	1.42%
管理费用率	3.60%	3.26%	3.09%	2.94%	2.79%
财务费用率	0.69%	0.96%	0.98%	0.66%	0.46%
研发费用率	3.87%	4.00%	3.80%	3.61%	3.43%
所得税率	17%	9%	13%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.11	0.06	0.07	0.09	0.10
每股经营现金流	-0.01	-0.42	0.16	0.37	0.39
每股净资产	1.88	2.00	2.32	2.50	2.71
每股销售收入	3.78	4.45	4.89	5.69	6.59

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	10	18	16	13	12
PB	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.8	16.6	13.2	11.7	10.1
股息率	3.1%	1.7%	2.2%	2.6%	3.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

EverbrightSecurities(UK)CompanyLimited
64CannonStreet, London, UnitedKingdomEC4N6AE