

规模快速扩张，绿建景气带来机遇

投资要点

- **事件：**公司发布年报，2021年全年实现营业收入151.4亿元，同比增长31.8%，实现归属股东净利润6.9亿元，同比增长6.0%，EPS0.34元。同时公司发布2022年一季度报，一季度实现营收37.1亿元，同比上升34.6%，实现归属股东净利润1.8亿元，同比增长35.6%。
- **营收实现高增，公司EPC转型持续推进。**公司2021年实现营业收入151.4亿元，同比增长31.8%，实现归属股东净利润6.9亿元，同比增长6.0%。分业务看，钢结构业务实现营收106.2亿元，同比+20.3%；集成及EPC业务实现营收41.7亿元，同比+74.9%，集成和EPC收入提升迅速，在收入中占比已增加至27.9%。
- **原材料涨价致毛利下滑，减值计提影响公司净利。**公司2021年毛利率13.4%，同比下降2.3pp；净利率4.5%，同比下降1.1pp；期间费用率8.2%，同比下降0.9pp。毛利率下降主要系钢材等原材料价格上涨干扰。经营活动现金流大幅流出，净额为-2.4亿元，主要系原材料价格上涨，公司加大采购所致。资产减值、信用减值损失分别-0.3亿、-1.51亿，影响公司净利润。收现比、付现比分别83.08%，75.6%，同比-10.2pp，-3.4pp。公司每10股派发现金股利0.36元，占归母净利润10.55%。
- **定位高端市场、高端客户，订单增长平稳。**2021年公司累计新签合同441项，累计合同金额169.5亿元，同比增长13.3%，增速下滑17.5pp，实现钢构件销量101.6万吨，同比增长34%。分业务看，1) 公共建筑新签合同额64.3亿元，同比增长33.6%，其中亿元以上项目43.9亿元，同比增长61%，以政府类客户为主，品牌优势明显；2) 工业建筑新签合同72.5亿元，同比增长15.8%，其中80%的订单来自于新兴产业，58%的订单来自老客户；3) 新签EPC合同43项，占主营业务收入27.9%，占比提升6.7pp。
- **22年开局良好，全年业绩可期。**2022Q1，公司新签合同157项，合同金额44.6亿元，同比+34%，钢结构销量21.82万吨，较上年同期增长14.60%。其中，1) 新签公共建筑项目15.19亿元，较上年同期增长11%，主要系基建投资发力，拉动公司公建项目业绩提升；2) 新签工业企业类客户项目25.42亿元，较上年同期增长57%，主要系客户扩产需求大，粘性高，回款率高；3) 新签EPC及装配式建筑业务项目3.83亿元，较上年同期增长14%。
- **绿建领域行业景气度提升，抓住机遇深入布局。**2022年3月，住建部出台了《“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划》，具体目标为“到2025年，完成既有建筑节能改造面积3.5亿平方米以上，建设超低能耗、近零能耗建筑0.5亿平方米以上，装配式建筑占当年城镇新建建筑的比例达到30%，全国新增建筑太阳能光伏装机容量0.5亿千瓦。”公司各业务将深度受益：1) 钢结构具有绿色建筑的天然属性，是装配式的主要模式之一，政策持续推广装配式钢结构，公司钢结构技术行业领先，正逐步从钢结构分包商向总包转型；2) 在光伏领域，公司拟设立专业子公司从事分布式光伏的EPC业务；同时，与东方日升签署战略合作协议，加强供应链的合作联盟，共同开发BIPV屋顶产品，加大分布式光伏推广力度，提升差异化竞争优势。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2022-2024年归母净利润三年复合增速15%。给予公司2022年业绩PE 15倍可比估值，对应目标价5.85元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**钢材价格上涨风险、光伏业务推进不及预期风险、基建投资不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15141.36	18115.93	21177.95	24921.31
增长率	31.85%	19.65%	16.90%	17.68%
归属母公司净利润(百万元)	686.81	786.52	902.49	1053.40
增长率	5.97%	14.52%	14.74%	16.72%
每股收益EPS(元)	0.34	0.39	0.45	0.52
净资产收益率ROE	9.26%	9.99%	10.42%	11.00%
PE	14	12	10	9
PB	1.25	1.18	1.08	0.97

数据来源：Wind，西南证券

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：Wind

基础数据

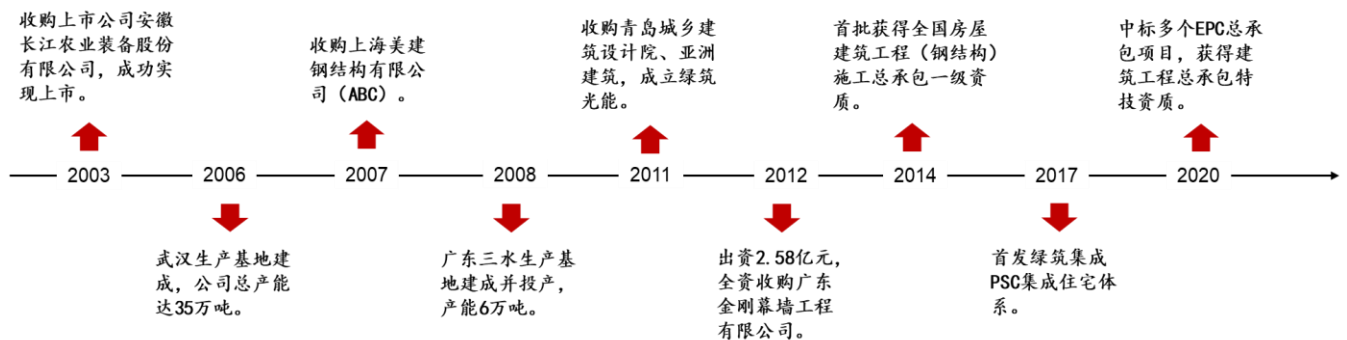
总股本(亿股)	20.13
流通A股(亿股)	20.13
52周内股价区间(元)	3.71-5.18
总市值(亿元)	84.54
总资产(亿元)	173.51
每股净资产(元)	3.65

相关研究

1 公司概况：钢结构行业领跑者

精工钢构是国内钢结构行业龙头公司，成立于 1999 年，于 2003 年实现 A 股上市。在全国钢结构行业排名中连续六年蝉联第一。公司主业为钢结构建筑提供设计、采购、制造、施工、运营维护等服务，制造产品体系包括钢结构构件和装配式建筑产品，在深耕原有钢构主业同时，积极发展信息化产业寻找新利润增长点，并向 EPC 工程总承包商转型获取更高盈利空间。

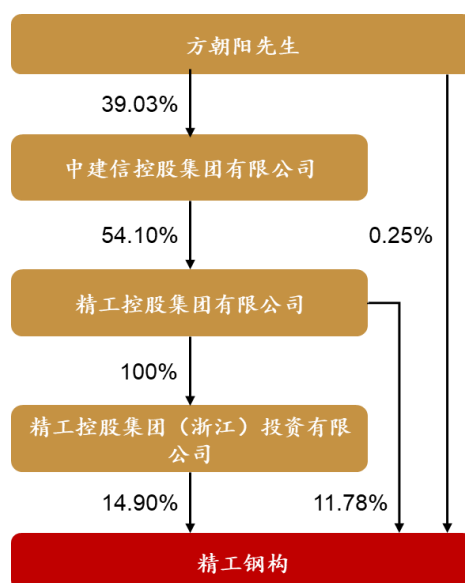
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

激励充分，助力公司稳健发展。精工钢构前身为浙东家乡镇企业，公司控股股东为精工控股集团（浙江）投资有限公司和精工控股集团有限公司，分别持股 11.49%，11.48%，实控人方朝阳先生自 1999 年公司创立以来一直担任董事长职位。中建信控股是公司高管间接持股平台，同时为了强化团队绩效与激励间的直接关系，公司拟创新团队激励方法，使核心子公司的核心团队，成为该子公司的“事业合伙人”，从而增强核心团队与子公司间的长效激励机制。

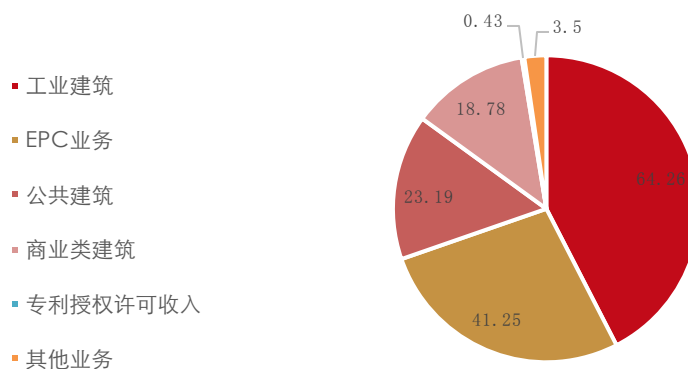
图 2：公司股权结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司主营业务及商业模式：公司的产品及服务主要包括钢结构工程和以钢结构为主体的完整建筑产品。公司的建筑产品体系可以分为公建、工业和居住三大产品类别。公建产品又可进一步细分为非标产品和标准化产品；工业产品指工业类厂房，以及延伸的物流中心、仓储冷库、垃圾焚烧站等；居住产品则主要包括住宅和公寓。对于钢结构工程业务，公司采用专业分包模式，提供设计、制造和安装一体化服务。在此基础上，公司正积极从钢结构工程专业分包商向 EPC 工程总承包商进行转型：即从建筑钢结构构件制造与安装，向整体建筑产品和全套建造服务的提供商转型。

图 3：公司工业建筑及 EPC 为主要业务



数据来源：公司年报，西南证券整理

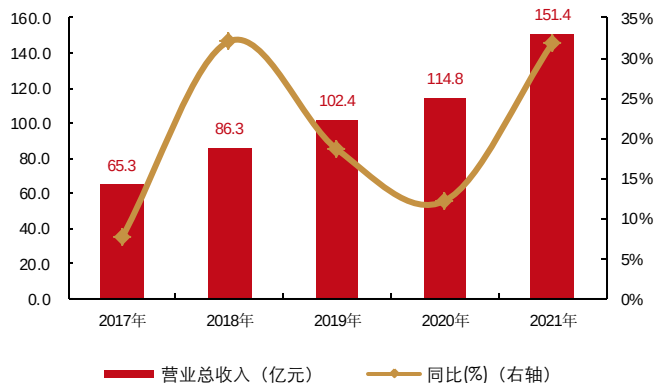
表 1：公司主要产品及商业模式

	产品类型	商业模式
	公共产品： 非标产品：机场、高铁站、体育场馆。 标准产品：装配式建筑，包括学校、医院、办公产业园区等。	钢结构工程专业分包 EPC 工程总承包
	工业产品： 工业类厂房，以及延伸的物流中心、仓储冷库、垃圾焚烧站等。	
	居住产品： 住宅和公寓。	

数据来源：公司年报，公司官网，西南证券整理

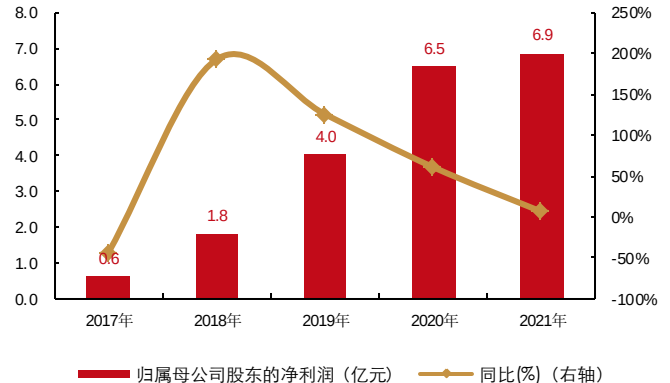
公司经营稳健，2021 年收入大增。近五年，公司营收从 65.3 亿增至 151.4 亿元，CAGR+18.5%，2019 年营收首次破百亿，2020 年受疫情影响，工程建设进度放缓，营收增速有所下降，2021 年公司营收重回快车道，同比大增 31.8%。公司归母净利润从 0.6 亿元增至 6.9 亿元，CAGR 高达+61.8%，2020 年及 2021 年公司归母净利润增速放缓，主要系钢价波动导致原材料价格上涨、人工成本增加以及计提大额资产减值和信用减值所致，

图 4：2017-2021 公司营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

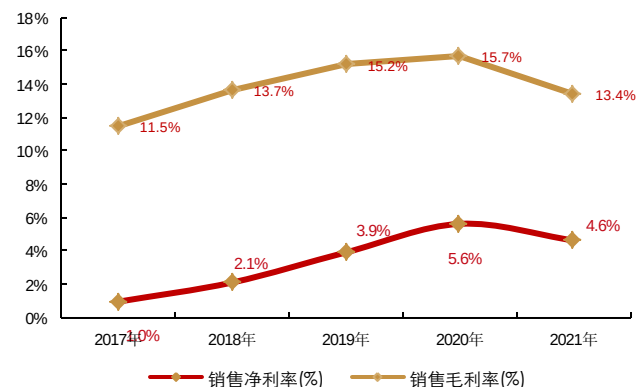
图 5：2017-2021 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

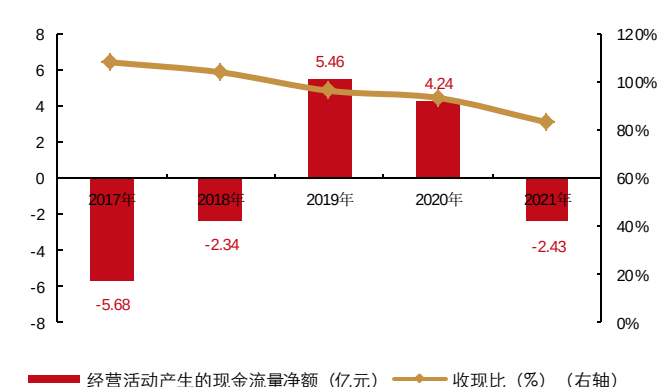
盈利能力整体稳增，项目回款仍需加强。公司自 2017 年以来，毛利率及净利率总体稳增，分别从 11.5%，1.0% 增加至 13.4%，4.6%，2021 年毛利率下降主要系钢材等原材料价格上涨干扰。从公司的现金流情况看，2017 年以来整体由负转正，2021 年经营净现金流同比下降较多，主要系原材料价格上涨，公司加大采购所致。收现比持续下降，回款能力仍需加强。

图 6：2017-2021 年公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

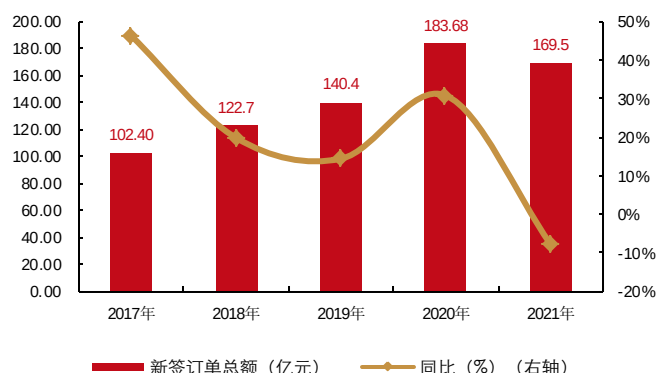
图 7：2017-2021 年公司现金流情况



数据来源：Wind，西南证券整理

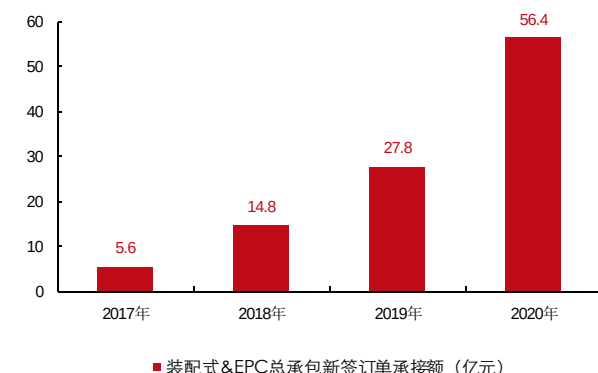
EPC 转型持续推进，装配式集成发展快速。从公司新签订单来看，2017-2019 年新签订单合同金额从 102.4 亿元扩张至 169.5 亿元，CAGR+10.6%，2021 年订单整体有所下滑，2022 年 Q1 公司新签合同 157 项，合同金额 44.6 亿元，同比大增+34%，为全年业绩持续增长提供了良好的订单保障。公司正积极从钢结构工程专业分包商向 EPC 工程总承包商进行转型，承接装配式&EPC 总承包业务金额增长较快，2020 年增速超过 100%，公司 EPC 及装配式业务持续推进，EPC 业务实现从浙江省向省外突破，公司也在上海成立了第二个总部，后面会继续夯实全国范围的市场渠道建设工作。

图 8：2017-2021 年公司新签订单情况



数据来源：Wind，西南证券整理

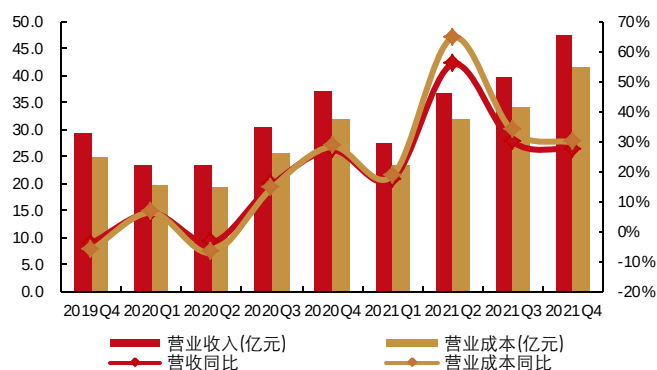
图 9：2017-2021 年公司装配式&EPC 总承包新签订单情况



数据来源：Wind，西南证券整理

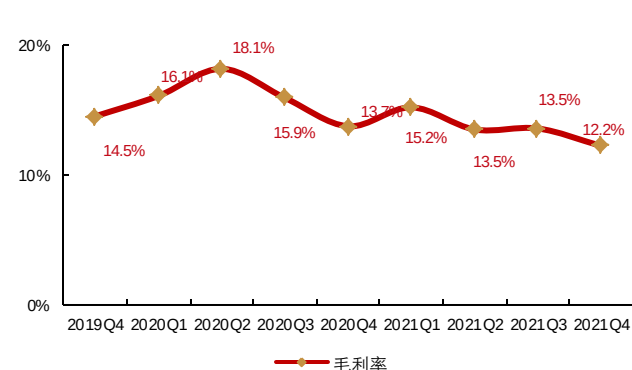
2 关键财务指标

图 10：2021 年实现营业收入 151.4 亿元，同比增长 31.9%



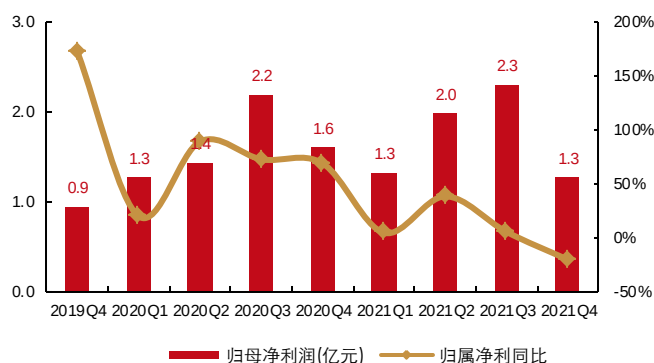
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2021 年毛利率 13.4%，较上年降低了 2.3pp



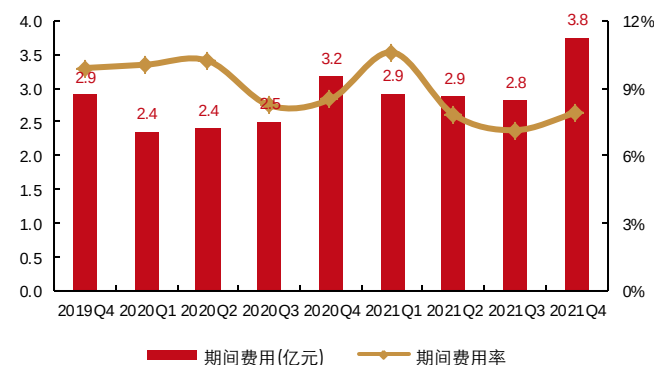
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2021 年实现归母净利润 6.9 亿元，同比增加 6.2%



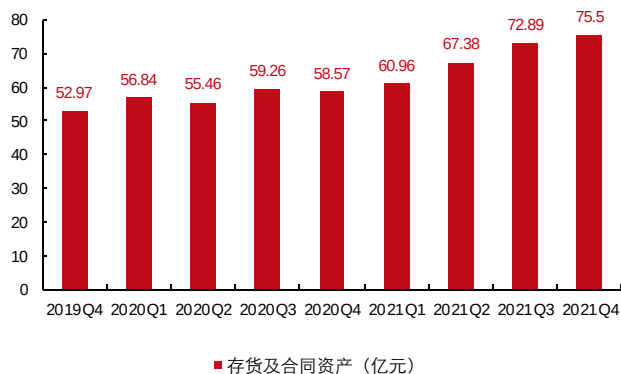
数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2021 年期间费用率 8.2%，较上年同期降低 0.9pp



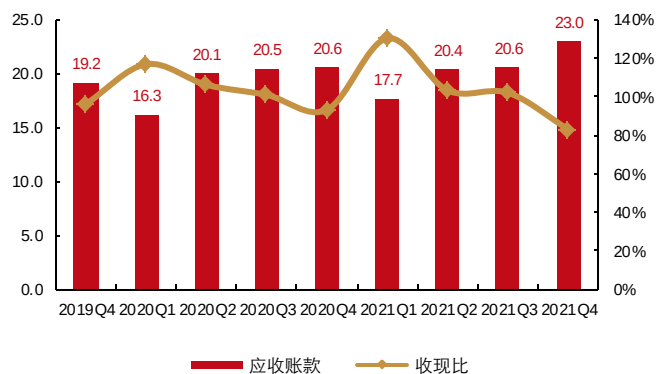
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2021 年存货及合同资产 75.5 亿元，较上年同期增加 28.9%



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2021 年收现比 83.08%，同比下降 10.2pp



数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2021 年公司新签合同同比增加 13.3%，增速有所放缓，2022 年 Q1 受益稳增长投资发力，公司基建业务大增，新签订单同比+34%，为全年业绩奠定基础，同时考虑钢材价格波动趋缓，我们推测 2022-2024 钢结构业务规模增速为 10.0%、10.0%、10.0%，毛利率 10%、10%、10%；

假设 2：公司持续推进 EPC 转型，2021 年新签 EPC 合同 43 项，我们推测 2022-2024 集成及 EPC 业务规模增速为 50.0%、30.0%、30.0%，毛利率 15.0%、15.0%、15.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
钢结构业务	收入	106.2	116.9	128.6	141.4
	增速	20.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	94.4	105.2	115.7	127.3
	毛利率	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%
集成及 EPC 业务	收入	41.7	62.5	81.3	105.7
	增速	74.9%	50.0%	30.0%	30.0%
	成本	35.0	53.1	69.1	89.8
	毛利率	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	收入	1.5	1.8	1.9	2.1
	增速	32.8%	15.0%	10.0%	10.0%
	成本	1.1	1.2	1.4	1.5
	毛利率	29.2%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	151.4	181.2	211.8	249.2
	增速	31.8%	19.6%	16.9%	17.7%

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
	成本	131.1	159.6	186.1	218.6
	毛利率	13.4%	11.9%	12.1%	12.3%

数据来源：Wind，西南证券

同行业可比公司 2022 年平均估值 15 倍，给予公司 2022 年 15 倍 PE，对应目标价 5.85 元，给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

代码	证券简称	股价 (2022/4/29)	EPS			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002541.SZ	鸿路钢构	36.27	2.67	2.67	2.67	13.50	10.72	8.91
600477.SH	杭萧钢构	3.41	0.22	0.22	0.22	15.46	12.47	11.74
002135.SZ	东南网架	8.71	0.55	0.55	0.55	15.70	12.35	10.05
平均值						14.89	11.85	10.23

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

钢材价格上涨风险、光伏业务推进不及预期风险、基建投资不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15141.36	18115.93	21177.95	24921.31	净利润	699.40	800.95	919.04	1072.72
营业成本	13112.51	15956.31	18614.81	21858.01	折旧与摊销	112.41	80.70	80.70	80.70
营业税金及附加	37.85	52.71	58.73	70.25	财务费用	112.59	63.41	74.12	94.70
销售费用	126.90	153.99	178.76	211.09	资产减值损失	-25.64	-17.25	-21.44	-19.35
研发管理费用	997.90	1151.27	1387.16	1657.27	经营营运资本变动	-438.19	5582.64	460.73	538.34
财务费用	112.59	63.41	74.12	94.70	其他	-703.17	-71.27	-67.07	-61.08
资产减值损失	-25.64	-17.25	-21.44	-19.35	经营活动现金流净额	-242.60	6439.17	1446.08	1706.03
投资收益	84.26	90.45	88.39	80.00	资本支出	-58.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.14	0.09	0.11	0.10	其他	-330.28	111.30	88.49	80.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-389.05	111.30	88.49	80.10
营业利润	703.58	811.54	931.43	1090.75	短期借款	165.59	-1949.70	0.00	0.00
其他非经营损益	17.14	13.81	15.62	14.67	长期借款	162.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	720.72	825.36	947.05	1105.41	股权融资	-77.70	0.00	0.00	0.00
所得税	21.32	24.41	28.01	32.69	支付股利	0.00	-103.02	-117.98	-135.37
净利润	699.40	800.95	919.04	1072.72	其他	-219.49	-380.54	-74.12	-94.70
少数股东损益	12.59	14.42	16.55	19.32	筹资活动现金流净额	30.68	-2433.26	-192.10	-230.07
归属母公司股东净利润	686.81	786.52	902.49	1053.40	现金流量净额	-606.26	4117.21	1342.47	1556.06
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2766.20	6883.41	8225.88	9781.94	成长能力				
应收和预付款项	3502.47	4675.83	5331.02	6259.46	销售收入增长率	31.85%	19.65%	16.90%	17.68%
存货	1359.49	1652.31	1927.96	2264.53	营业利润增长率	5.74%	15.34%	14.77%	17.10%
其他流动资产	6365.32	144.34	168.74	198.57	净利润增长率	8.39%	14.52%	14.74%	16.72%
长期股权投资	937.21	937.21	937.21	937.21	EBITDA 增长率	3.44%	2.92%	13.67%	16.56%
投资性房地产	48.10	48.10	48.10	48.10	获利能力				
固定资产和在建工程	1105.14	1061.52	1017.90	974.28	毛利率	13.40%	11.92%	12.10%	12.29%
无形资产和开发支出	681.53	646.74	611.95	577.16	三费率	8.17%	7.56%	7.74%	7.88%
其他非流动资产	1591.15	1588.86	1586.57	1584.29	净利率	4.62%	4.42%	4.34%	4.30%
资产总计	18356.61	17638.33	19855.33	22625.54	ROE	9.26%	9.99%	10.42%	11.00%
短期借款	1949.70	0.00	0.00	0.00	ROA	3.81%	4.54%	4.63%	4.74%
应付和预收款项	6991.43	8997.39	10363.54	12135.65	ROIC	14.59%	26.22%	222.27%	570.87%
长期借款	162.29	162.29	162.29	162.29	EBITDA/销售收入	6.13%	5.28%	5.13%	5.08%
其他负债	1697.18	462.35	512.15	572.89	营运能力				
负债合计	10800.60	9622.03	11037.97	12870.83	总资产周转率	0.89	1.01	1.13	1.17
股本	2012.87	2012.87	2012.87	2012.87	固定资产周转率	16.21	19.12	23.43	28.97
资本公积	1666.56	1666.56	1666.56	1666.56	应收账款周转率	6.95	6.80	6.52	6.62
留存收益	3602.16	4285.66	5070.17	5988.20	存货周转率	10.71	10.59	10.39	10.42
归属母公司股东权益	7519.24	7965.10	8749.61	9667.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	83.08%	—	—	—
少数股东权益	36.77	51.20	67.75	87.06	资本结构				
股东权益合计	7556.01	8016.30	8817.36	9754.71	资产负债率	58.84%	54.55%	55.59%	56.89%
负债和股东权益合计	18356.61	17638.33	19855.33	22625.54	带息债务/总负债	19.55%	1.69%	1.47%	1.26%
					流动比率	1.34	1.44	1.46	1.48
					速动比率	1.21	1.26	1.28	1.29
					股利支付率	0.00%	13.10%	13.07%	12.85%
					每股指标				
					每股收益	0.34	0.39	0.45	0.52
					每股净资产	3.74	3.96	4.35	4.80
					每股经营现金	-0.12	3.20	0.72	0.85
					每股股利	0.00	0.05	0.06	0.07
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	928.58	955.65	1086.26	1266.15					
PE	13.72	11.98	10.44	8.94					
PB	1.25	1.18	1.08	0.97					
PS	0.62	0.52	0.44	0.38					
EV/EBITDA	7.68	1.03	-0.33	-1.51					
股息率	0.00%	1.09%	1.25%	1.44%					

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

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@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
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn