

2023年03月27日

恒尚节能（603137.SH）

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 本周五（3月31日）有一家主板上市公司“恒尚节能”询价。
- ◆ **恒尚节能（603137）：**公司业务覆盖幕墙和门窗的产品研发、工程设计、加工制作、安装施工、售后服务等环节，项目类型涵盖高档写字楼、商业综合体和住宅楼等各类建筑的幕墙与门窗工程。公司2020-2022年分别实现营业收入16.74亿元/20.67亿元/19.44亿元，YOY依次为28.47%/23.49%/-5.99%，三年营业收入的年复合增速14.25%；实现归母净利润0.77亿元/0.89亿元/1.18亿元，YOY依次为46.75%/15.03%/32.08%，三年归母净利润的年复合增速30.64%。根据初步预测，2023年1-3月公司预计实现归母净利润5,350万元至6,600万元，较2022年同期减少11.63%或增长9.02%。
- ① **投资亮点：**1、公司是我国建筑幕墙行业第一阵营企业，拥有丰富的客户资源及在手订单。公司与上海建工、中国建筑、保利发展等大型企业建立并保持了较为稳定的合作关系，报告期间，公司来自上述大客户（前五大）的销售额逐年稳步增长，每年占营业收入的比重均达75%以上。借助优质的客户资源，公司已承建了上海证券交易所金桥技术中心幕墙项目、第十届中国花卉博览会场馆（复兴馆）幕墙项目、拉斐尔云廊（长三角G60科创走廊）幕墙项目等区域代表性幕墙项目，在业内树立起良好的口碑，逐步成为我国建筑幕墙行业第一阵营企业；截至2022年6月30日，公司已开工未竣工验收项目金额（含税）为542,819.58万元，在手订单及项目储备较为丰富。2、**基于长三角区域的领先优势，公司业务区域已顺利向珠三角等区域辐射。**报告期间，公司上海市、江苏省以外业务占比分别为9.22%、14.08%、28.57%和22.09%，业务区域已顺利拓展至华南、华中、西北、西南等地区，收入规模持续壮大；其中，广东省作为经济活力较高的珠三角地区，2020-2021年来自广东省的销售收入增长较快，分别实现7258.94万元、29296.77万元，成为公司业务增长的主要驱动力之一。为进一步巩固珠三角地区和华南地区的业务，公司拟通过募投项目在广东江门建设幕墙智能化生产基地，为公司业务的持续发展奠定基础。
- ② **同行业上市公司对比：**选取江河集团、金螳螂、柯利达、亚厦股份、方大集团等为恒尚节能的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年第四季度至2022年第三季度行业平均收入规模120.38亿元，可比PS-TTM（算数平均）为0.78X，销售毛利率为12.77%；相较而言，公司的营收规模处于同业的中下位区间，但毛利率高于同业均值。
- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	1,674.2	2,067.5	1,943.6

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	98.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙

 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsc.cn

相关报告

- 南矿集团-新股专题覆盖报告（南矿集团）
-2023年第50期 - 总第247期 2023.3.22
- 陕西能源-新股专题覆盖报告（陕西能源） -
2023年第51期 - 总第248期 2023.3.22
- 柏诚股份-新股专题覆盖报告（柏诚股份）
-2023年第49期-总第246期 2023.3.22
- 江盐集团-新股专题覆盖报告（江盐集团）
-2023年第48期-总第245期 2023.3.22
- 中重科技-新股专题覆盖报告（中重科技）
-2023年第45期 - 总第242期 2023.3.20



同比增长(%)	28.47	23.49	-5.99
营业利润(百万元)	83.7	96.6	124.1
同比增长(%)	39.99	15.42	28.48
净利润(百万元)	77.4	89.0	117.5
同比增长(%)	46.75	15.03	32.08
每股收益(元)			

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、恒尚节能	4
（一）基本财务状况	4
（二）行业情况	5
（三）公司亮点	6
（四）募投项目投入	6
（五）同行业上市公司指标对比	7
（六）风险提示	7

图表目录

图 1：公司收入规模及增速变化	4
图 2：公司归母净利润及增速变化	4
图 3：公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4：公司 ROE 变化	5
图 5：2011-2021 年国内建筑业总产值及增长情况（万亿元）	5
图 6：2016-2021 年我国建筑幕墙行业产值情况（亿元）	6
表 1：公司 IPO 募投项目概况	7
表 2：同行业上市公司指标对比	7

一、恒尚节能

公司主营业务为建筑幕墙与门窗工程的设计、制造与施工,业务覆盖幕墙和门窗的产品研发、工程设计、加工制作、安装施工、售后服务等环节,项目类型涵盖高档写字楼、商业综合体和住宅楼等各类建筑的幕墙与门窗工程。

公司聚焦主业,专注于建筑幕墙与门窗的设计、制造与施工,具备工程业绩及口碑、智能化及自动化制造、客户与区位资源、产品及技术等竞争优势。公司属于我国建筑幕墙行业第一阵营企业,被中国建筑装饰协会幕墙工程分会评为 2018 年建筑幕墙制作安装行业推荐优秀企业、2019 年度全国建筑幕墙行业优秀企业。公司围绕主营业务,取得了多项业务资质,同时具备建筑幕墙工程专业承包一级、建筑幕墙工程设计专项甲级资质,具有国内建筑幕墙工程施工、工程设计的最高等级资质。公司是中国建筑装饰协会幕墙工程分会会长单位,曾参与多项国家级、省级工程建设标准的编写工作,具有较为突出的行业地位。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 16.74 亿元/20.67 亿元/19.44 亿元, YOY 依次为 28.47%/23.49%/-5.99%,三年营业收入的年复合增速 14.25%;实现归母净利润 0.77 亿元/0.89 亿元/1.18 亿元, YOY 依次为 46.75%/15.03%/32.08%,三年归母净利润的年复合增速 30.64%。

2021 年,公司主营业务收入按业务类型可分为四大板块,分别为幕墙工程业务(17.46 亿元, 84.69%)、门窗工程业务(3.02 亿元, 14.63%)、产品销售业务(0.13 亿元, 0.64%)、工程设计及咨询业务(70.36 万元, 0.03%)。2019 年至 2021 年报告期间,幕墙工程业务始终为公司的主要产品及首要收入来源,销售收入占比基本维持在 80%以上;其中包括了构件式幕墙(10.72 亿元, 51.98%)、以及单元式幕墙(6.74 亿元, 32.70%)。

图 1: 公司收入规模及增速变化



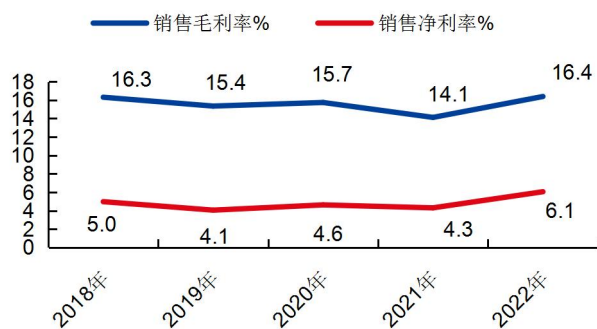
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 2: 公司归母净利润及增速变化



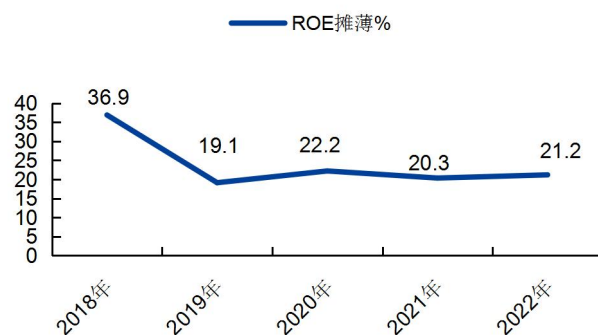
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

（二）行业情况

公司主营业务为建筑幕墙与门窗工程的设计、制造与施工；根据业务类型，公司归属于建筑幕墙行业。

建筑幕墙行业

建筑幕墙主要用于高层建筑、大跨度公共建筑、建筑物采光顶、异型建筑等建筑物，可以实现建筑外围护结构中墙体与门窗的融合。我国建筑幕墙从 20 世纪 80 年代开始发展，到 21 世纪初，我国已发展成为幕墙行业世界第一生产大国和使用大国。2021 年，我国建筑业总产值达到 29.31 万亿元，2011 年至 2021 年间，年均复合增长率达到 9.67%。

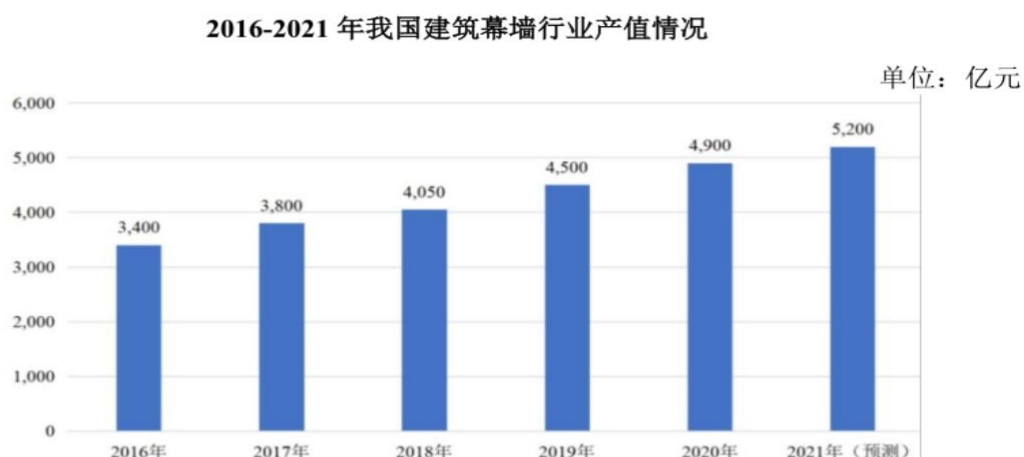
图 5：2011-2021 年国内建筑业总产值及增长情况（万亿元）



资料来源：国家统计局，华金证券研究所

2016 年至 2020 年间，建筑幕墙行业产值规模以 9.57% 的年均复合增速增长，2020 年，我国建筑幕墙行业产值达到了 4,900 亿元。根据中国建筑装饰协会幕墙工程分会的预测，2021 年我国建筑幕墙行业的产值有望达到 5,200 亿元。

图 6：2016-2021 年我国建筑幕墙行业产值情况（亿元）



资料来源：中国建筑装饰协会幕墙工程分会，华金证券研究所

随着幕墙工程项目数量及体量的不断增大，客户对建筑幕墙企业在技术、业绩、资金、管理等综合实力上的要求不断提高，市场逐步分化。大部分标志性、重点性幕墙工程均被幕墙头部企业承包，幕墙行业市场集中度不断提高。但建筑装饰行业市场目前已趋于成熟，传统产品的同质化现象较为突出，行业内存量企业竞争激烈，企业需积累自身的品牌影响力，同时企业也应注意随着城市生活成本上升、人口红利逐渐消退，我国劳动力成本的不断上升已成为明显趋势，对企业发展会造成一定的压力。

（三）公司亮点

1、公司是我国建筑幕墙行业第一阵营企业，拥有丰富的客户资源及在手订单。公司与上海建工、中国建筑、保利发展等大型企业建立并保持了较为稳定的合作关系，报告期间，公司来自上述大客户（前五大）的销售额逐年稳步增长，每年占营业收入的比重均达 75% 以上。借助优质的客户资源，公司已承建了上海证券交易所金桥技术中心幕墙项目、第十届中国花卉博览会场馆（复兴馆）幕墙项目、拉斐尔云廊（长三角 G60 科创走廊）幕墙项目等区域代表性幕墙项目，在业内树立起良好的口碑，逐步成为我国建筑幕墙行业第一阵营企业；截至 2022 年 6 月 30 日，公司已开工未竣工验收项目金额（含税）为 542,819.58 万元，在手订单及项目储备较为丰富。

2、基于长三角区域的领先优势，公司业务区域已顺利向珠三角等区域辐射。报告期间，公司上海市、江苏省以外业务占比分别为 9.22%、14.08%、28.57% 和 22.09%，业务区域已顺利拓展至华南、华中、西北、西南等地区，收入规模持续壮大；其中，广东省作为经济活力较高的珠三角地区，2020-2021 年来自广东省的销售收入增长较快，分别实现 7258.94 万元、29296.77 万元，成为公司业绩增长的主要驱动力之一。为进一步巩固珠三角地区和华南地区的业务，公司拟通过募投项目在广东江门建设幕墙智能化生产基地，为公司业务的持续发展奠定基础。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 2 个项目以及补充流动资金。

- 1、广东江门幕墙智能化生产基地建设投资项目：本项目是对公司现有核心业务的市场区域拓展；旨在改善公司区域生产产能，满足公司在华南地区不断增长的业务需求。
- 2、数字化智能设计研发中心项目：本项目旨在以智能环保建筑幕墙为研发核心，提升公司核心竞争力。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建 设期
1	广东江门幕墙智能化生产基地建设投资项目	32,308.39	32,308.39	-
2	数字化智能设计研发中心项目	10,423.92	10,423.92	-
3	补充运营资金项目	15,000.00	15,000.00	-
	总计	57,732.31	57,732.31	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

2022 年度，公司实现营业收入 19.44 亿元，同比下降 5.99%；实现归属于母公司净利润 1.18 亿元，同比增长 32.08%。根据初步预测，公司预计 2023 年 1-3 月实现营业收入区间为 45,000 万元至 51,000 万元，较 2022 年同期增长 13.92%至 29.11%；预计实现归属于母公司股东的净利润区间为 5,350 万元至 6,600 万元，较 2022 年同期减少 11.63%或增长 9.02%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润区间为 5,300 万元至 6,550 万元，较 2022 年同期减少 9.24%或增加 12.17%。

公司专注于建筑幕墙工程业务领域；根据主营业务的相似性，选取江河集团、金螳螂、柯利达、亚厦股份、方大集团等为恒尚节能的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年第四季度至 2022 年第三季度行业平均收入规模 120.38 亿元，可比 PS-TTM（算数平均）为 0.78X，销售毛利率为 12.77%；相较而言，公司的营收规模处于同业的中下位区间，但毛利率高于同业均值。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PS-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 年 销售毛利 率	2021 年 ROE 摊 薄
601886.SH	江河集团	83.16	0.44	188.84	-6.97%	-10.82	-200.62%	16.20%	-17.08%
002081.SZ	金螳螂	142.59	0.62	230.11	-20.59%	-51.57	-349.41%	15.32%	-41.64%
603828.SH	柯利达	20.50	0.87	23.50	-15.88%	-4.08	-2034.4%	4.05%	-33.70%
002375.SZ	亚厦股份	67.54	0.56	122.09	-3.10%	-8.68	-366.00%	6.06%	-11.73%
000055.SZ	方大集团	53.59	1.39	37.34	12.49%	2.59	11.73%	22.22%	4.56%
603137.SH	恒尚节能	/	/	19.44	-5.99%	1.18	32.08%	16.39%	21.17%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：由于可比上市公司尚未披露 2022 年报，可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM 数据范围为 2021Q4-2022Q3；恒尚节能的收入-TTM、净利润-TTM 数据为 2022 年全年数据。

（六）风险提示

客户集中度较高的风险、业务区域较为集中的风险、收入的季节性风险、原材料采购价格波动的风险、劳务分包价格波动的风险、现场安装采用劳务分包的风险、产品及工程质量的风险、安全生产的风险、资质无法续期或被取消资质的风险、应收账款回收的风险、存货跌价的风险、资产负债率较高风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn