

2017年04月17日

杭萧钢构 (600477.SH)

技术授权模式助高增，布局河北有望 受益雄安新区建设

■**事项**：公司发布 2016 年年度报告，实现营业收入 43.39 亿元，同比增长 14.58%；实现归属于母公司股东的净利润 4.49 亿元，同比增长了 272.36%，基本每股收益 0.432 元，同比增长 237.5%。公司业绩超预期。

■**公司战略合作商业模式快速推进，盈利能力、现金流大幅改善**：2016 年公司新型战略合作模式带来资源使用费收入 9.15 亿元，毛利 8.48 亿元，占公司 2016 年度毛利的 67.12%，2016 年公司技术输出战略合作模式产生收入同比增幅约 167%，受此影响，公司 2016 年综合毛利率、净利润率分别为 29.12% 和 10.14%，较上年分别提升 5.61 和 6.35 个百分点，盈利能力大幅提升。同时，该合作模式账期短，收现比高，盈利具有持续性，公司 2016 年经营性现金净流入 12.55 亿元，近 2015 年末的 13.35 倍。

■**公司战略合作订单高速增长，技术龙头开启轻资产运营模式**：公司 2014 年首创以技术许可为核心的新型战略合作模式，该模式中，公司将获得 3000-5000 万元的技术许可费和 5-8 元/平方米的技术使用费，并和合作公司共同设立新公司，目前公司已研发出三代装配式钢管束剪力墙结构住宅体系，公司装配式建筑技术研发在国内处于领先地位。2016 年成功与 29 家公司签订了合作协议，合计获得技术许可费 9.78 亿元，同比增长 219.6%。公司公告显示，2017 年以来，公司迅速签署战略合作金额 2.45 亿元，较上年同期大幅增长 88.46%，公司技术输出的轻资产模式推广顺利。目前，公司累计已与 46 家签订合作协议，遍布 20 个省市自治区，参股公司中已有 15 家完成厂房建设，9 家已顺利投产。公司凭借其行业领先的技术和创新型的战略合作开启轻资产运营模式，有望快速占领市场，该业务毛利率高达 92.68%，新的商业模式大幅改善公司盈利能力，同时打破传统业务产能瓶颈，打开成长空间。

■**装配化迎来万亿市场，龙头企业率先受益**：住建部发文指出到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 15% 以上，2015 年该比例不足 3%。我们初步测算，2016-2020 年，装配式建筑市场需求年复合增长率将达到 37% 以上，5 年市场增量空间近 2 万亿元。中国建

公司快报

证券研究报告

建筑施工

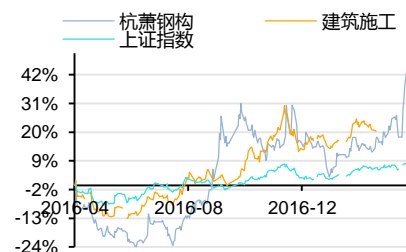
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**18 元**
股价 (2017-04-14) **13.19 元**

交易数据

总市值 (百万元)	13,943.80
流通市值 (百万元)	12,591.58
总股本 (百万股)	1,057.15
流通股本 (百万股)	954.63
12 个月价格区间	6.69/13.19 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.72	36.02	39.69
绝对收益	25.02	40.62	45.15

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 杭萧钢构：政策推动叠加市场示范效应，技术授权有望加速 2016-11-11
- 杭萧钢构：技术授权收入驱动业绩持续快速增长，现金流极佳 2016-10-30
- 杭萧钢构：【安信建筑】杭萧钢构：技术授权再下一城，高增长持续验证 2016-09-27
- 杭萧钢构：政策推动装配式建筑加速，技术授权高速增长持续验证 2016-09-21
- 杭萧钢构：技术输出驱动高增长，纵享装配式建筑盛宴 2016-09-14

筑金属协会统计数据显示，2015 年钢结构平均利润率仅为 3.15%，其中三级资质企业人均净利润仅为 1.1 万元，特级资质企业人均净利润达 4.1 万元，在经历市场持续低迷期和激烈市场角逐，大批中小企业被淘汰，龙头企业将首先受益装配式建筑推进。

■**雄安新区引领新型城市建设，公司提前布局先发优势突出：**2017 年 4 月雄安新区设立，定位于建设绿色智慧新城、打造优美生态环境等 7 大重点任务，我们认为在雄安新区拔地而起过程中，装配式建筑将是主流。公司自 2004 年就已深耕河北地区，成立河北杭萧，控股 80%，现拥有 7 万平方米厂房及附属加工厂，年产量 10 万余吨，2016 年实现净利润 1276 万元；同时，公司公告显示，在战略合作业务领域，公司已经在河北保定、邯郸及张家口等地累计签署战略合作资源使用费 1.05 亿元。公司作为装配式建筑技术龙头，同时已深入布局雄安新区核心区域，后续受益雄安新区建设确定性强。

■**投资建议：买入-A 投资评级，6 个月目标价 18 元。**我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 18.7%、18.5%、15.6%，净利润分别为 6.96 亿、9.3 亿元和 11.8 亿元，增速分别为 55.1%、33.5%、27%；对应 EPS 分别为 0.66 元、0.88 元和 1.12 元，动态 PE 分别为 20 倍、15 倍和 11.8 倍；我们看好公司以技术输出进行战略合作模式的推广，同时未来三年装配式建筑推进为公司乃至钢结构行业带来政策红利，公司作为装配式技术龙头将率先分享市场蛋糕增量，同时，公司在河北区域成功布局，有望受益雄安新区建设。我们维持对公司的买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 18 元，相当于 2017 年 27 倍的动态市盈率。

■**风险提示：**装配式建筑推进不及预期、房地产市场持续低迷、公司订单落地不达预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,786.4	4,338.5	5,151.1	6,104.3	7,055.2
净利润	120.5	448.8	696.2	929.7	1,180.4
每股收益(元)	0.11	0.42	0.66	0.88	1.12
每股净资产(元)	1.57	2.05	2.44	3.12	4.04

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	115.7	31.1	20.0	15.0	11.8
市净率(倍)	8.4	6.4	5.4	4.2	3.3
净利润率	3.2%	10.3%	13.5%	15.2%	16.7%
净资产收益率	7.3%	20.7%	27.0%	28.2%	27.7%
股息收益率	0.3%	0.0%	1.6%	1.6%	1.6%
ROIC	8.3%	17.7%	34.5%	30.4%	39.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,786.4	4,338.5	5,151.1	6,104.3	7,055.2	成长性					
减:营业成本	2,896.3	3,075.1	3,494.1	4,078.9	4,688.6	营业收入增长率	-3.7%	14.6%	18.7%	18.5%	15.6%
营业税费	74.5	55.6	80.4	97.9	104.6	营业利润增长率	136.0%	207.0%	102.3%	30.2%	23.8%
销售费用	77.8	70.1	79.8	88.5	102.3	净利润增长率	103.4%	272.4%	55.1%	33.5%	27.0%
管理费用	417.0	484.7	376.0	427.3	458.6	EBITDA 增长率	28.5%	72.1%	71.6%	24.4%	19.5%
财务费用	123.4	82.5	54.7	33.2	1.2	EBIT 增长率	47.5%	104.2%	83.2%	26.6%	20.9%
资产减值损失	32.5	61.0	41.6	45.0	49.2	NOPLAT 增长率	48.0%	113.4%	66.1%	26.6%	20.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.4%	-14.8%	43.5%	-7.0%	19.6%
投资和汇兑收益	-0.3	-3.9	-1.4	-1.9	-2.4	净资产增长率	25.9%	14.3%	21.6%	28.9%	29.2%
营业利润	164.7	505.6	1,023.0	1,331.7	1,648.4	利润率					
加:营业外净收支	16.6	26.0	22.1	21.6	23.2	毛利率	23.5%	29.1%	32.2%	33.2%	33.5%
利润总额	181.3	531.6	1,045.0	1,353.2	1,671.6	营业利润率	4.3%	11.7%	19.9%	21.8%	23.4%
减:所得税	37.8	91.8	261.3	338.3	417.9	净利润率	3.2%	10.3%	13.5%	15.2%	16.7%
净利润	120.5	448.8	696.2	929.7	1,180.4	EBITDA/营业收入	10.5%	15.8%	22.8%	24.0%	24.8%
						EBIT/营业收入	7.6%	13.6%	20.9%	22.4%	23.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	70	61	47	34	25
						流动资产周转天数	181	140	141	148	143
						流动营业资本周转天数	519	436	422	411	404
						应收账款周转天数	92	91	84	89	88
						存货周转天数	350	274	287	282	273
						总资产周转天数	616	527	498	467	448
						投资资本周转天数	262	212	200	191	175
						投资回报率					
						ROE	7.3%	20.7%	27.0%	28.2%	27.7%
						OA	2.2%	7.0%	9.8%	12.9%	12.9%
						ROIC	8.3%	17.7%	34.5%	30.4%	39.5%
						费用率					
						销售费用率	2.1%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
						管理费用率	11.0%	11.2%	7.3%	7.0%	6.5%
						财务费用率	3.3%	1.9%	1.1%	0.5%	0.0%
						三费/营业收入	16.3%	14.7%	9.9%	9.0%	8.0%
						偿债能力					
						资产负债率	68.9%	63.7%	65.2%	54.6%	52.3%
						负债权益比	222.0%	175.2%	187.5%	120.3%	109.8%
						流动比率	1.25	1.33	1.35	1.64	1.77
						速动比率	0.45	0.51	0.37	0.58	0.54
						利息保障倍数	2.33	7.12	19.72	41.17	1,359.17
						分红指标					
						DPS(元)	0.05	-	0.21	0.21	0.21
						分红比率	40.3%	0.0%	32.1%	24.1%	18.7%
						股息收益率	0.3%	0.0%	1.6%	1.6%	1.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	143.5	439.8	696.2	929.7	1,180.4	EPS(元)	0.11	0.42	0.66	0.88	1.12
加:折旧和摊销	110.8	98.6	98.2	98.2	98.2	BVPS(元)	1.57	2.05	2.44	3.12	4.04
资产减值准备	32.5	61.0	-	-	-	PE(X)	115.7	31.1	20.0	15.0	11.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	6.4	5.4	4.2	3.3
财务费用	128.7	81.4	54.7	33.2	1.2	P/FCF	-64.7	46.4	-99.7	64.3	36.5
投资损失	0.3	3.9	1.4	1.9	2.4	P/S	3.7	3.2	2.7	2.3	2.0
少数股东损益	23.0	-8.9	87.6	85.2	73.3	EV/EBITDA	27.8	15.8	12.5	9.4	7.7
营运资金的变动	-130.7	498.7	-1,119.0	138.0	-710.8	CAGR(%)	91.9%	41.8%	120.0%	91.9%	41.8%
经营活动产生现金流量	94.4	1,255.8	-181.0	1,286.2	644.7	PEG	1.3	0.7	0.2	0.2	0.3
投资活动产生现金流量	-64.5	-197.9	60.9	-13.9	-15.1	ROIC/WACC	0.8	1.8	3.4	3.0	3.9
融资活动产生现金流量	181.3	-906.8	-161.4	-1,195.9	-397.0	REP	4.9	2.6	1.3	1.4	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034