

强烈推荐-A (维持)

杭萧钢构 600477.SH

目标估值: NA
 当前股价: 13.19 元
 2017年04月17日

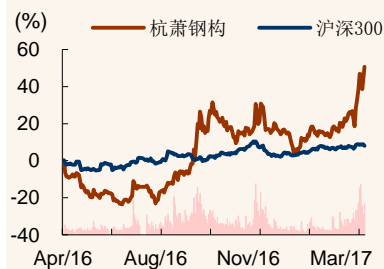
业绩高增长符合预期, 技术输出模式效果显著

基础数据

上证综指	3246
总股本(万股)	105715
已上市流通股(万股)	95463
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	126
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	20.7
资产负债率	63.7%
主要股东	单银木
主要股东持股比例	43.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	29	15	50
相对表现	28	9	44



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《杭萧钢构(600477)——技术输出模式不断复制, 业绩高增长更具保障》2016-09-27
- 2、《杭萧钢构(600477)——技术输出轻资产模式, 开启公司新篇章》2016-09-21
- 3、《杭萧钢构(600477)——新模式开始发力, 净利大幅增长》2016-04-19

卢平

021-68407841
 luping@cmschina.com.cn
 S1090511040008

研究助理

王彬鹏
 021-68407543
 wangbinpeng@cmschina.com.cn

研究助理

李富华
 lifuhua@cmschina.com.cn

事件:

公司 2016 年实现营收 43.39 亿元, 同比增长 14.58%; 归母净利润为 4.49 亿元, 同比增长 272.38%, EPS 为 0.43 元/股。

评论:

1、业绩增长符合预期, 技术输出模式成发展主力

2016 年公司成功与 29 家企业签署钢管束组合结构住宅体系技术转让协议, 涉及资源使用费 9.8 亿元, 同比增长 220.26%, 此外, 实现房产销售收入为 7.42 亿元, 同比增长 23.26%, 促使 16 年营收实现较高增长。公司多高层钢结构业务下降 13.57%, 轻型钢结构业务同比增长 9.68%, 可以看出传统业务增长乏力, 甚至有所下降。

公司业绩大幅增长, 主要归因于: 1) 超高毛利率的技术输出模式, 80%以上的毛利率使得该业务贡献了 8.48 亿元毛利, 占 16 年整体毛利的 67.12%; 2) 公司归还借款及短融, 财务费用减少 4100 万元; 3) 孙公司包头万郡公司减资导致少数股东权益减少 3200 万元。

2、毛利率提升 5.61 个 pp, 净利率上升 6.35 个 pp, 负债率明显降低

公司毛利率提升 5.61 个 pp, 净利率提升 6.35 个 pp, 其中销售费用率下降 0.44 个 pp, 财务费用率下降 1.36 个 pp, 致使期间费用率整体下降 1.63 个 pp。现金流方面, 由于技术输出模式, 回款极具保障, 致使现金流大幅提升, 经营性现金流量净额为 12.56 亿元, 同期净利润为 4.49 亿元。偿债方面来看, 资产负债率下降 5.39 个 pp, 流动比率、速动比率、现金比率均有所提升。由于技术输出模式, 轻资产运营, 公司总资产周转率提升 9.89 个 pp, 营业周期大幅减少 71.67 天。

3、大力拓展技术输出业务, 向服务业公司转型升级

公司将保持轻钢结构领域的优势地位, 重点拓展和开发多高层钢结构业务, 并将继续加大技术创新力度, 保持技术领先优势, 拓展技术合作业务, 向服务业转型升级。此外, 在收入提升的同时, 公司加大了进度款的催收, 保证良好的现金流。

4、技术输出模式, 打开想象空间, 维持“强烈推荐-A”评级

公司积极转型技术输出模式, 业绩有望快速提升, 并打开想象空间。我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.61 和 0.76 元/股, 对应 PE 分别为 21.4 和 17.3 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

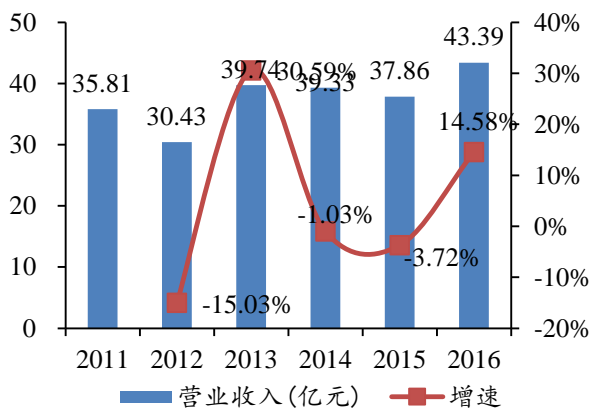
5、风险提示: 投资不及预期, 政策风险, 回款风险

表 1: 公司盈利预测简表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4339	4925	5529	6240
同比增长	15%	14%	12%	13%
营业利润(百万元)	506	747	929	1138
同比增长	207%	48%	24%	23%
净利润(百万元)	449	650	804	981
同比增长	272%	45%	24%	22%
每股收益(元)	0.42	0.61	0.76	0.93
P/E(倍)	31.1	21.4	17.3	14.2
P/B(倍)	6.4	5.1	4.2	3.4

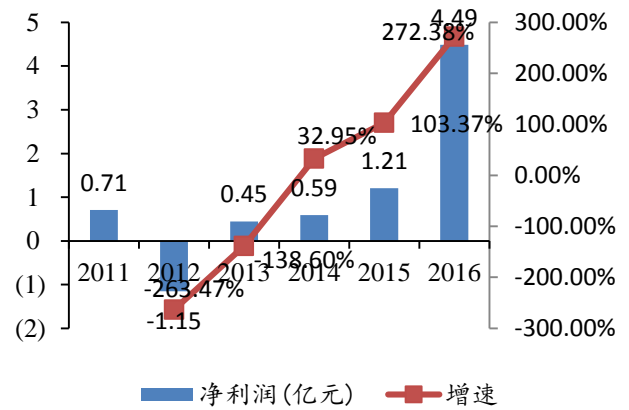
资料来源: Wind、招商证券

图 1: 2016 年营收增长 14.58%



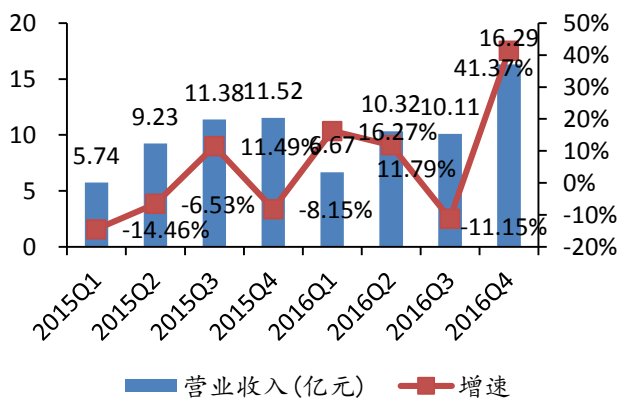
资料来源: Wind、招商证券

图 2: 2016 年净利润增 272.38%



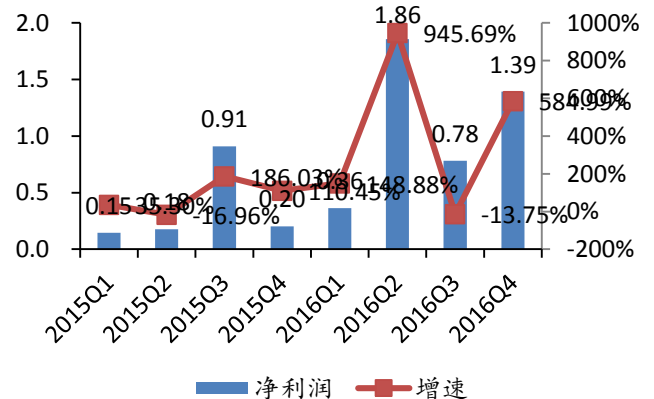
资料来源: Wind、招商证券

图 3: 公司分季度营业收入情况



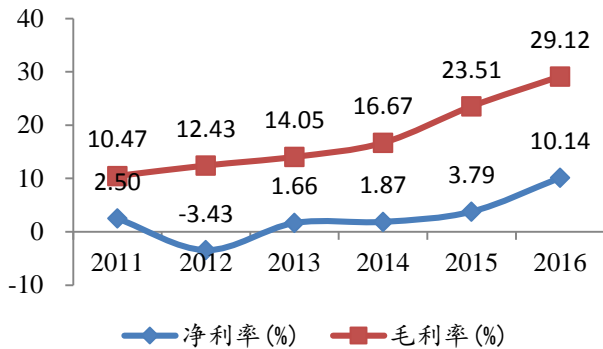
资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司分季度净利润情况



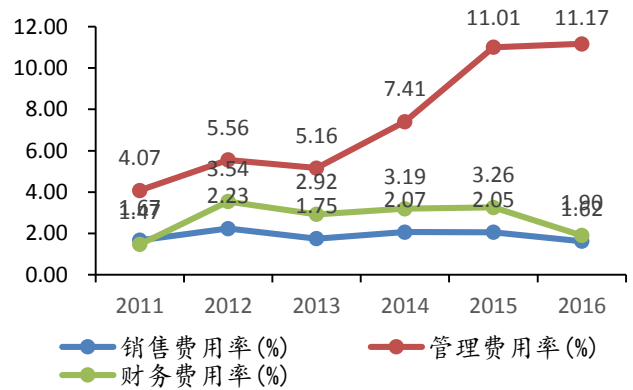
资料来源: Wind、招商证券

图 5: 毛利率上升 5.61 个 pp, 净利率上升 6.35 个 pp



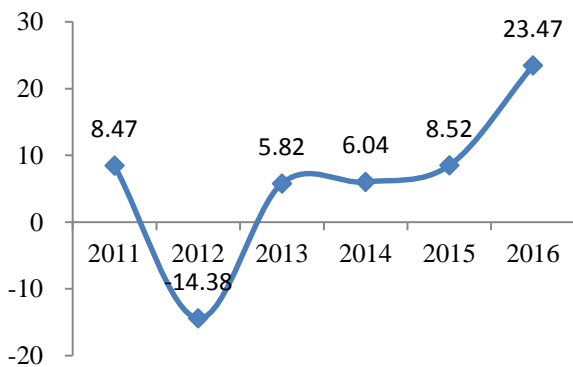
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 期间费用率下降 1.63 个 pp



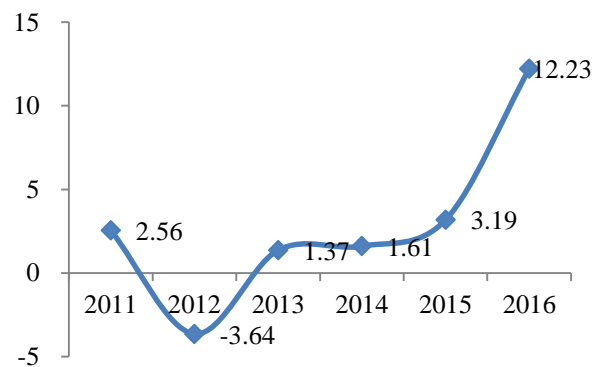
资料来源: Wind、招商证券

图 7: 2016 年 ROE 较去年同期大幅度上升



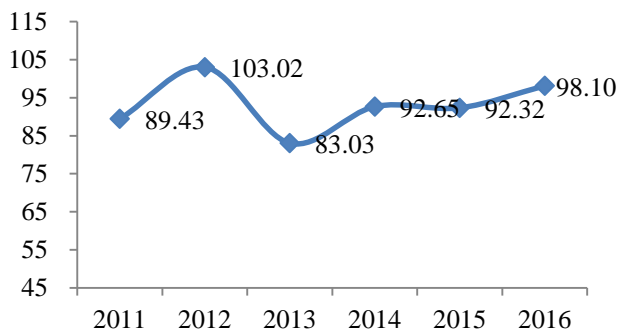
资料来源: Wind、招商证券

图 8: 2016 年 ROIC 较去年同期大幅度上升



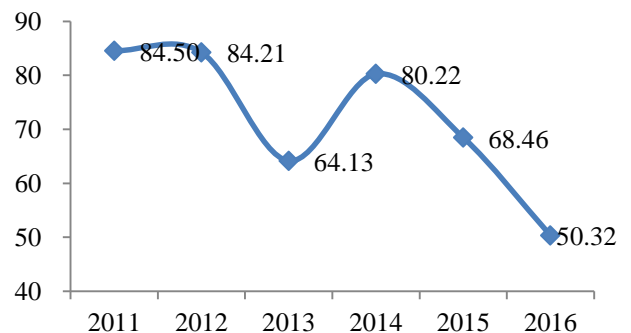
资料来源: Wind、招商证券

图 9: 2016 年收现比较去年同期有所好转



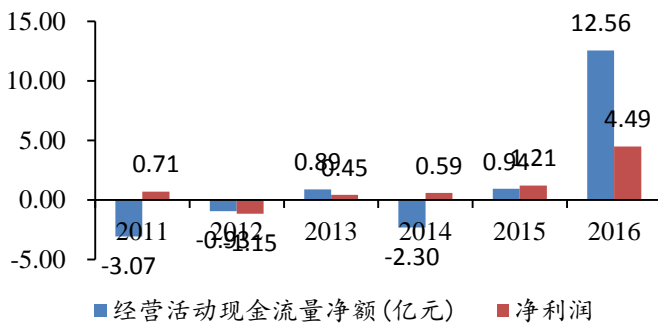
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 2016 年付现比较去年同期下降



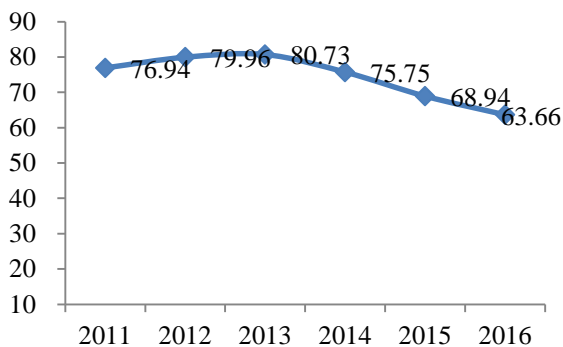
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 2016 年经营活动现金流净额大幅度上升



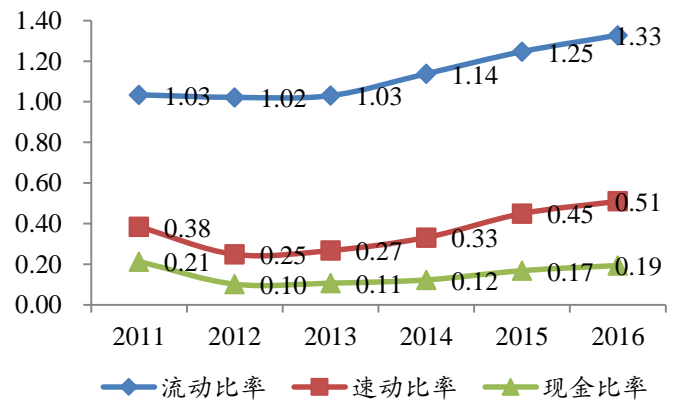
资料来源: Wind、招商证券

图 12: 公司资产负债率相比去年同期有所下降



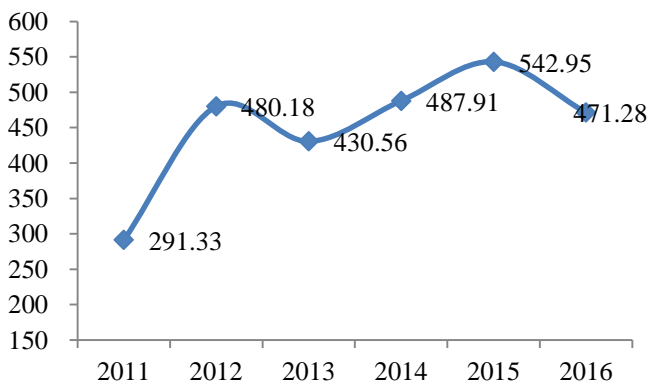
资料来源: Wind、招商证券

图 13: 短期偿债能力上升



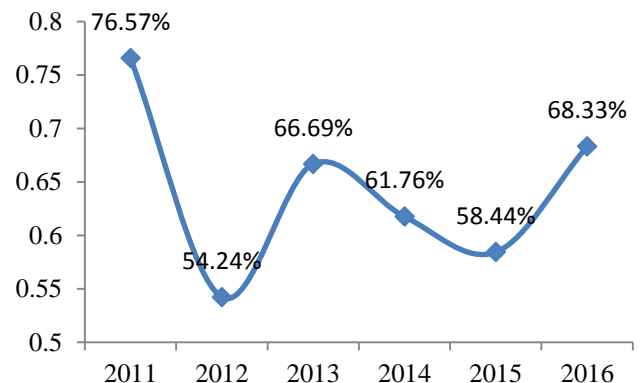
资料来源: Wind、招商证券

图 14: 2016 年营业周期有所下降



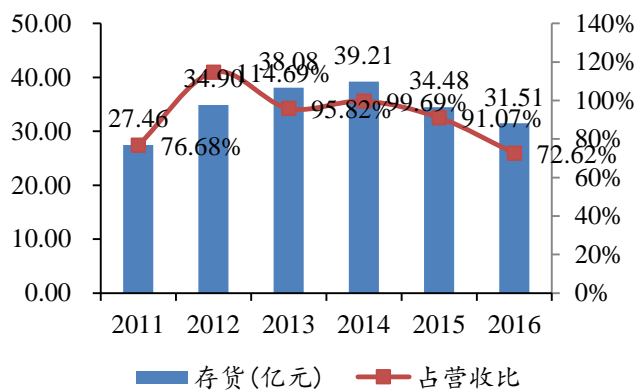
资料来源: Wind、招商证券

图 15: 2016 年总资产周转率较去年同期有所回升



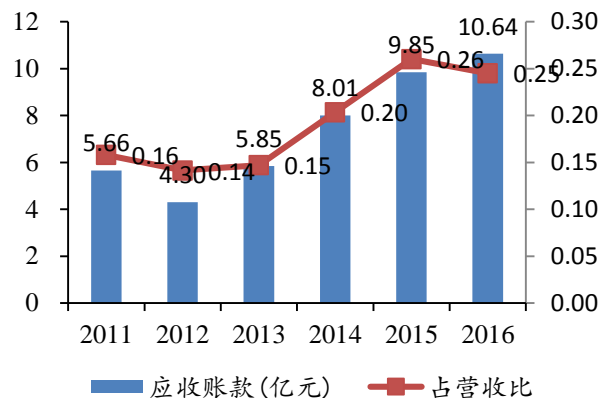
资料来源: Wind、招商证券

图 16: 2016 年存货占营收比重较去年同期下降



资料来源: Wind、招商证券

图 17: 2016 年应收账款占营收比重较去年同期持平



资料来源: Wind、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5391	5116	5263	6049	7169
现金	647	694	348	588	1071
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	79	52	59	66	75
应收款项	985	1064	1185	1331	1502
其它应收款	66	70	79	89	100
存货	3448	3151	3494	3866	4299
其他	166	86	98	109	122
非流动资产	1032	1159	1126	1097	1071
长期股权投资	31	87	87	87	87
固定资产	746	723	702	683	667
无形资产	126	122	109	99	89
其他	129	227	227	227	227
资产总计	6423	6275	6389	7146	8240
流动负债	4325	3855	3417	3581	3955
短期借款	1422	899	157	0	0
应付账款	1181	1331	1480	1637	1821
预收账款	652	838	932	1031	1147
其他	1070	786	848	912	987
长期负债	103	140	140	140	140
长期借款	30	71	71	71	71
其他	73	69	69	69	69
负债合计	4428	3995	3557	3720	4095
股本	809	1057	1057	1057	1057
资本公积金	420	284	284	284	284
留存收益	427	828	1393	2002	2741
少数股东权益	339	112	99	83	63
归属于母公司所有者权益	1656	2169	2734	3343	4082
负债及权益合计	6423	6275	6389	7146	8240

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	94	1256	584	667	790
净利润	121	449	650	804	981
折旧摊销	111	99	103	99	95
财务费用	129	81	34	6	(2)
投资收益	0	4	0	0	0
营运资金变动	(309)	630	(192)	(228)	(268)
其它	43	(7)	(10)	(13)	(16)
投资活动现金流	(65)	(198)	(69)	(69)	(69)
资本支出	(27)	(47)	(69)	(69)	(69)
其他投资	(38)	(151)	0	0	0
筹资活动现金流	181	(907)	(861)	(358)	(239)
借款变动	126	(609)	(742)	(157)	0
普通股增加	255	248	0	0	0
资本公积增加	142	(136)	0	0	0
股利分配	(277)	(324)	(85)	(195)	(241)
其他	(65)	(86)	(34)	(6)	2
现金净增加额	211	151	(345)	240	482

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3786	4339	4925	5529	6240
营业成本	2896	3075	3419	3783	4207
营业税金及附加	75	56	63	71	80
营业费用	78	70	80	89	95
管理费用	417	485	540	607	678
财务费用	123	83	34	6	(2)
资产减值损失	32	61	42	45	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	(4)	0	0	0
营业利润	165	506	747	929	1138
营业外收入	41	40	35	35	35
营业外支出	24	14	13	13	13
利润总额	181	532	769	951	1160
所得税	38	92	132	163	199
净利润	144	440	637	788	961
少数股东损益	23	(9)	(13)	(16)	(20)
归属于母公司净利润	121	449	650	804	981
EPS (元)	0.15	0.42	0.61	0.76	0.93

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-4%	15%	14%	12%	13%
营业利润	136%	207%	48%	24%	23%
净利润	103%	272%	45%	24%	22%
获利能力					
毛利率	23.5%	29.1%	30.6%	31.6%	32.6%
净利率	3.2%	10.3%	13.2%	14.5%	15.7%
ROE	7.3%	20.7%	23.8%	24.0%	24.0%
ROIC	6.5%	15.0%	21.1%	22.1%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	68.9%	63.7%	55.7%	52.1%	49.7%
净负债比率	23.8%	15.5%	3.6%	1.0%	0.9%
流动比率	1.2	1.3	1.5	1.7	1.8
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
应收帐款周转率	4.2	4.2	4.4	4.4	4.4
应付帐款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
每股资料 (元)					
每股收益	0.15	0.42	0.61	0.76	0.93
每股经营现金	0.12	1.19	0.55	0.63	0.75
每股净资产	2.05	2.05	2.59	3.16	3.86
每股股利	0.40	0.08	0.18	0.23	0.28
估值比率					
PE	88.5	31.1	21.4	17.3	14.2
PB	6.4	6.4	5.1	4.2	3.4
EV/EBITDA	33.9	19.6	15.1	12.9	10.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

卢平：毕业于中国人民大学，经济学博士。五年会计从业经验，十二年证券从业经验。

王彬鹏，上海财经大学数量经济学硕士，2015年7月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

李富华，上海交通大学产业经济学硕士，2016年4月加入招商证券，从事建筑工程行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。