

建筑装饰

2017年04月17日

杭萧钢构 (600477)

——装配式住宅技术输出推进顺利，现金流好转超预期

报告原因：强调原有的投资评级

增持 (维持)

市场数据：2017年04月14日

收盘价(元)	13.19
一年内最高/最低(元)	13.82/6.58
市净率	6.4
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	12592
上证指数/深证成指	3246.07 / 10519.86

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	2.05
资产负债率%	63.66
总股本/流通A股(百万)	1057/955
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《杭萧钢构(600477)点评：合作方加速落地，项目推广值得期待》2017/04/04

《杭萧钢构(600477)点评：业绩符合预期，新模式签约逐季加速》2017/01/26

证券分析师

李杨 A0230516080004
liy@swsresearch.com

研究支持

李峙屹 A0230115080003
lzy@swsresearch.com

联系人

李峙屹
(8621)23297818x7373
lzy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司2016年收入增速14.6%，净利润增速272.38%，实现扣非净利润4.29亿元，同比增长283.07%，符合我们的预期。2016年公司实现营业收入43.4亿元，同比增长14.6%；实现净利润4.49亿元，同比增长272.38%，其中四季度单季收入16.3亿元，同比增长41.4%，单季净利润1.50亿，同比增长4492.03%。
- 受战略合作新业务的加速发展影响，公司毛利率提高5.61个百分点，净利率大幅提升6.35个百分点。2016年公司期间费用率同比减少1.63个百分点，主要是财务费用率降低明显所致。受研发支持较大，管理费用大幅上升，16年公司费用化研发投入2.02亿元，管理费用4.85亿元，同比增长16.24%。受成本端上升的影响，传统主业毛利率大幅降低，其中多高层钢结构毛利率同比下降6.11个百分点至12.90%，轻型钢结构毛利率下滑3.84个百分点至6.88%。
- 现金流大幅优化，公司经营性现金流净额较去年多流入11.61亿元。受商业模式改变和加强回款控制影响，现金流大幅优化，经营活动产生的现金流净额12.56亿元，较去年同期多流入11.61亿元，收现比98.10%，同比提升5.8个百分点。
- 公司16年新签合同共计57.89亿元，同比增长5.19%，其中16年共签订钢结构住宅技术输出合作方29单，同比增长219.61%。16年签订钢结构住宅技术输出合作呈加速趋势，1-4季度分别签订4个、6个、8个、11个。带来的资源使用费收入为9.15亿元，毛利8.48亿元，毛利率92.68%，约对应确认26单，符合我们预期。
- 钢结构住宅技术输出落地顺利：截止目前，公司已经共计签约47家合作方，17年已签约8家，已有36家钢构公司完成工商设立手续并取得营业执照，15家钢构公司已完成厂房建设(改造)，9家已顺利投产。11家已承接工程项目(包括厂房、公建、住宅等)，其中4家已有钢结构住宅工程项目在建，具体情况如下：新疆天玑杭萧的新疆开利星空住宅小区项目，武钢雅苑的江北雅苑四期24#楼项目；万年达杭萧的新城华府项目；兰考中鑫钢构的富士康宿舍楼项目。报告期，公司携手绿城房产将最新研发的钢管混凝土束组合剪力墙结构住宅体系成功应用于“滨江地王楼盘”——绿城九龙仓·柳岸晓风项目，成为良好的示范。
- 政策推动和公司优秀技术将推动公司业绩进入高速成长期。装配式建筑是未来建筑行业发展必然趋势，发展前景广阔，长期看人工成本上升叠加节能环保要求提高要求建筑施工实现更少的现场安装和施工周期，短期看国家对装配式建筑的鼓励政策不断加码，已有超过60个地方城市出台鼓励装配式建筑的文件政策，部分城市将提升装配化率纳入政府考核体系，地方政府愿意拿出实质的补贴和政府项目，合作方的获益能够覆盖授权费用和短期的资本开支。我们认为技术服务费只是前期主要的利润来源，后端终端需求的释放、钢结构住宅的推广将促使公司盈利实现质的飞跃，长期看公司可以通过设计、集采、供应链金融等模式获取长期现金流，成长空间大。
- 维持盈利预测，维持“增持”评级：预计公司17-19年净利润分别为6.10亿/8.76亿/11.27亿，对应增速为36%/44%/29%，PE为23X/16X/12X，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,786	4,339	4,810	5,564	6,264
同比增长率(%)	-3.72	14.58	10.87	15.68	12.58
净利润(百万元)	121	449	610	876	1,127
同比增长率(%)	103.36	272.38	35.93	43.61	28.65
每股收益(元/股)	0.15	0.42	0.58	0.83	1.07
毛利率(%)	23.5	29.1	33.4	36.9	38.7
ROE(%)	7.3	20.7	26.9	27.9	26.4
市盈率	89	31	23	16	12

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,933	3,786	4,339	4,810	5,564	6,264
营业收入同比增长率 (yoy)	-1.03%	-3.72%	14.58%	1.40%	-	-
减: 营业成本	3,277	2,896	3,075	3,202	3,512	3,839
毛利率 (%)	16.67%	23.51%	29.12%	33.40%	36.90%	38.70%
减: 营业税金及附加	56	75	56	87	100	106
主营业务利润	599	816	1,208	877	-	-
主营业务利润率 (%)	15.24%	21.54%	27.84%	23.70%	-	-
减: 销售费用	81	78	70	101	117	125
减: 管理费用	291	417	485	505	578	614
减: 财务费用	126	123	83	125	127	129
经营性利润	101	198	570	252	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	4.47%	95.12%	188.85%	9.10%	-	-
经营性利润率 (%)	2.57%	5.22%	13.15%	6.80%	-	-
减: 资产减值损失	31	32	61	40	43	53
加: 投资收益及其他	0	0	-4	0	0	0
营业利润	70	165	506	749	1,088	1,397
加: 营业外净收入	24	17	26	28	31	34
利润总额	93	181	532	777	1,119	1,431
减: 所得税	20	38	92	148	224	283
净利润	74	144	440	630	895	1,148
少数股东损益	14	23	-9	20	19	21
归属于母公司所有者的净利润	59	121	449	610	876	1,127
净利润同比增长率 (yoy)	32.95%	103.37%	272.38%	6.70%	-	-
全面摊薄总股本	553	809	1,057	809	809	809
每股收益 (元)	0.11	0.17	0.43	0.58	0.83	1.07
归属母公司所有者净利润率 (%)	1.51%	3.18%	10.34%	4.30%	-	-
ROE	5.05%	7.28%	20.69%	26.90%	27.90%	26.40%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计 (当年期末值)

信息披露

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，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。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。