

杭萧钢构 (600477.SH)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

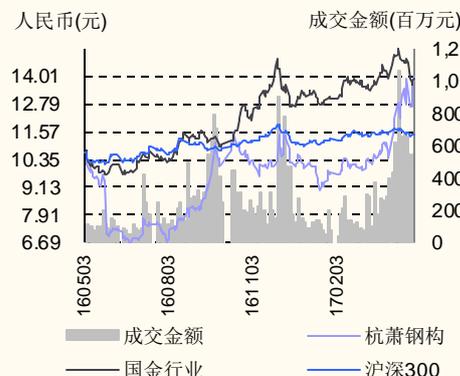
公司点评

市场价格 (人民币): 14.03 元  
 目标价格 (人民币): 16.60-19.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	802.53
总市值(百万元)	14,831.81
年内股价最高最低(元)	14.03/6.69
沪深 300 指数	3439.75
上证指数	3154.66



## 相关报告

1. 《万亿装配式建筑市场龙头, 持续高增将修复估值差-杭萧钢构公司深...》, 2017.4.12

黄俊伟 联系人  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

## 技术授权持续高增, 传统主业复苏可期

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.149	0.424	0.640	0.853	0.979
每股净资产(元)	2.05	2.05	2.63	3.42	4.34
每股经营性现金流(元)	0.12	1.19	-0.23	0.55	0.68
市盈率(倍)	82.60	23.67	20.12	15.09	13.14
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	103.37%	272.38%	50.69%	33.29%	14.86%
净资产收益率(%)	7.28%	20.69%	17.97%	21.34%	22.63%
总股本(百万股)	809.26	1,057.15	1,057.15	1,057.15	1,057.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 杭萧钢构 17 年一季度实现净利润 1.2 亿元, EPS 0.113 元, 同比持续爆发增长 223%, 公司装配式建筑技术授权模式的持续高增长为贡献业绩主因。

## 经营分析

■ 1 季度钢结构住宅技术授权模式 7 单导致净利润爆发增长, 全年业绩高增无忧: 1) 公司 Q1 签订钢结构住宅技术授权模式 7 单, 收取 2.5 亿授权费, 较上年同比高增 92%, 母公司 17 年 Q1 营收 4 亿净利 1.69 亿, 同比增长 183%更为清晰的证实了技术授权模式对于公司业绩的影响; 2) 受益于技术授权模式高盈利能力, 公司 Q1 毛利率/净利率分别同比大幅增长 4.98%/9.51%; 3) 公司 17 年至今已签订技术授权协议 12 单, 1-4 月分别签订 1/1/5/5 单, 收取资源使用费 4.33 亿元 (同比+117%); 4) 传统主业方面 Q1 新签合同 10 亿, 同比增长 70%, 17 年业绩高增无忧。

■ 对供货商支付增加致现金流大幅负增长: 1) 1 季度公司经营现金净流量-0.82 亿, 同比-270%, 从母公司来看, 公司 Q1 经营现金净流量-1.1 亿, 同比-409%, 原因主要系一季度减少了以票据形式结算的支付所致, 应付票据较期初减少 1.86 亿元, 我们认为或源于公司传统主业对于供货商的现金结算增长所致; 2) 公司 Q1 资产负债率 59%, 低于可比公司精工钢构/东南网架/富煌钢构 62%/71%/62%, 账上现金 3.7 亿 (同比-22%), 负债仍具空间, 且 Q2 传统主业回款及技术授权收款增长, 资金状况将改善。

■ 应收账款及存货占比大但风险可控: 17 年 Q1 应收账款 9.7 亿 (同比+15%), 存货 31 亿 (同比-6.7%), 合计占总资产比重为 70%, 较上年基本持平, 因存货中包括旗下房地产开发产品, 公司存货占资产比重高于同业, 公司 Q1 资产减值损失 1346 万元, 同比-20%, 存货及应收账款风险可控。

## 投资建议

■ 我们预测公司 2017/2018 年实现净利润 6.7/9.0 亿, 给定目标价 16.6-19.0 元, 对应 2017 年 PE 估值为 26-30 倍。

## 风险提示

政策推动不达预期风险、技术比较优势削弱、存货较高应注意跌价风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,933	3,786	4,339	5,026	5,757	6,605
增长率		-3.7%	14.6%	15.8%	14.5%	14.7%
主营业务成本	-3,277	-2,896	-3,075	-3,495	-3,881	-4,428
%销售收入	83.3%	76.5%	70.9%	69.5%	67.4%	67.0%
毛利	656	890	1,263	1,531	1,876	2,177
%销售收入	16.7%	23.5%	29.1%	30.5%	32.6%	33.0%
营业税金及附加	-56	-75	-56	-25	-29	-33
%销售收入	1.4%	2.0%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-81	-78	-70	-85	-86	-112
%销售收入	2.1%	2.1%	1.6%	1.7%	1.5%	1.7%
管理费用	-291	-417	-485	-533	-587	-694
%销售收入	7.4%	11.0%	11.2%	10.6%	10.2%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	227	321	653	888	1,173	1,338
%销售收入	5.8%	8.5%	15.1%	17.7%	20.4%	20.3%
财务费用	-126	-123	-83	-72	-84	-53
%销售收入	3.2%	3.3%	1.9%	1.4%	1.5%	0.8%
资产减值损失	-31	-32	-61	-12	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	165	506	804	1,088	1,283
营业利润率	1.8%	4.3%	11.7%	16.0%	18.9%	19.4%
营业外收支	24	17	26	16	15	15
税前利润	93	181	532	820	1,103	1,298
利润率	2.4%	4.8%	12.3%	16.3%	19.2%	19.7%
所得税	-20	-38	-92	-121	-177	-236
所得税率	21.1%	20.8%	17.3%	14.8%	16.0%	18.2%
净利润	74	144	440	699	926	1,062
少数股东损益	14	23	-9	23	25	27
归属于母公司的净利润	59	121	449	676	901	1,035
净利率	1.5%	3.2%	10.3%	13.5%	15.7%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	74	144	440	699	926	1,062
非现金支出	146	142	158	116	103	101
非经营收益	119	148	90	80	90	60
营运资金变动	-568	-340	566	-1,133	-534	-505
经营活动现金净流	-230	94	1,254	-238	586	718
资本开支	-32	-27	-46	4	-38	58
投资	-3	-38	-152	-28	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-34	-65	-198	-24	-38	58
股权募资	339	361	17	0	0	0
债权募资	127	-58	-678	720	-312	-617
其他	-166	-122	-245	-151	-169	-138
筹资活动现金净流	300	181	-906	568	-481	-755
现金净流量	36	210	150	306	67	21

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	583	647	694	1,000	1,067	1,088
应收账款	888	1,131	1,185	1,282	1,410	1,609
存货	3,921	3,448	3,151	4,261	4,679	5,303
其他流动资产	140	166	86	40	208	153
流动资产	5,531	5,391	5,116	6,583	7,363	8,153
%总资产	84.6%	83.9%	81.5%	85.8%	87.6%	90.1%
长期投资	3	65	214	242	241	241
固定资产	764	753	738	636	580	431
%总资产	11.7%	11.7%	11.8%	8.3%	6.9%	4.8%
无形资产	132	128	122	130	137	145
非流动资产	1,004	1,032	1,159	1,087	1,038	896
%总资产	15.4%	16.1%	18.5%	14.2%	12.4%	9.9%
资产总计	6,535	6,423	6,275	7,670	8,401	9,049
短期借款	1,799	1,496	899	1,680	1,376	758
应付款项	2,913	2,482	2,741	2,737	2,989	3,144
其他流动负债	151	348	214	259	187	298
流动负债	4,863	4,325	3,855	4,677	4,552	4,200
长期贷款	74	30	71	71	71	72
其他长期负债	15	73	69	8	0	0
负债	4,951	4,428	3,995	4,755	4,623	4,272
普通股股东权益	1,173	1,656	2,169	2,780	3,618	4,590
少数股东权益	411	339	112	135	160	187
负债股东权益合计	6,535	6,423	6,275	7,670	8,401	9,049

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.107	0.149	0.424	0.640	0.853	0.979
每股净资产	2.120	2.047	2.052	2.631	3.424	4.344
每股经营现金净流	-0.416	0.116	1.187	-0.225	0.554	0.680
每股股利	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	5.05%	7.28%	20.69%	17.97%	21.34%	22.63%
总资产收益率	0.91%	1.88%	7.15%	6.57%	8.92%	11.31%
投入资本收益率	5.17%	7.22%	16.62%	12.07%	15.87%	19.23%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.03%	-3.72%	14.58%	15.85%	14.54%	14.73%
EBIT增长率	6.47%	41.49%	103.52%	35.97%	32.15%	14.01%
净利润增长率	32.95%	103.37%	272.38%	50.69%	33.29%	14.86%
总资产增长率	5.39%	-1.72%	-2.30%	11.80%	8.44%	5.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.3	86.1	86.2	84.0	82.0	82.0
存货周转天数	430.4	464.4	391.6	445.0	440.0	437.1
应付账款周转天数	132.4	149.9	149.1	140.0	140.0	136.0
固定资产周转天数	67.2	71.9	60.8	44.0	30.8	20.1
偿债能力						
净负债/股东权益	81.39%	44.09%	12.12%	27.81%	11.37%	-6.12%
EBIT利息保障倍数	1.8	2.6	7.9	9.3	11.3	23.0
资产负债率	75.75%	68.94%	63.66%	61.52%	56.10%	47.72%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	8
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.27

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-12	买入	12.84	16.60~19.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD