

公司研究/季报点评

2017年05月02日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 14.03
合理价格区间(元): 15.25-18.3

黄骥 执业证书编号: S0570516030001
研究员 021-28972066
huangji@htsc.com

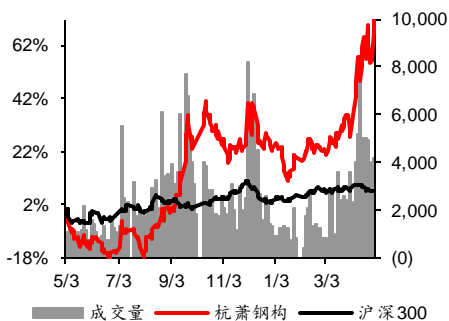
鲍荣富 执业证书编号: S0570515120002
研究员 021-28972085
baorongfu@htsc.com

方晏荷 021-28972059
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《杭萧钢构(600477,买入): 业绩超预期, 新商业模式加速落地》2017.04
- 2《杭萧钢构(600477):业绩基本符合预期, 期待合作项目落地》2016.10
- 3《杭萧钢构(600477):新商业模式持续验证, 业绩高速增长无忧》2016.09

股价走势图



资料来源: Wind

延续高增长, 期待合作项目落地

杭萧钢构(600477)

商业模式继续成功推行, 期待后续落地项目

公司4月28日晚公告2017年一季度报, 报告期实现收入7.98亿元, YoY+19.6%; 实现归属上市公司股东净利润1.21亿元, YoY+229.36%; EPS 0.11元。公司业绩延续了2016年的高速增长态势。公司积极推动以技术实施许可为核心的战略合作模式的推广和落地并成功与7家公司就钢结构住宅体系签订了战略合作协议。资源使用费的收取带来的高毛利成为公司本期业绩增长的主要原因。截止目前, 公司已与52家合作单位签订了战略合作协议(2014年1家, 2015年9家, 2016年29家, 2017年至今13家)。在钢结构住宅的推广方面取得了很好的先发优势。我们期待后续合资钢构厂和相关住宅项目的落地。

盈利能力保持高位, 经营性现金流因票据支付较少有所恶化

公司综合毛利率为33.7%, 同比增加4.95pct, 主要是因为高毛利的战略合作协议收入占比的提升(2016Q1的19.5%增加至2017Q的31.3%)。净利率提升9.51pct至14.97%, 除了毛利率的提升, 期间费用率也大幅改善。期间费用率下降6.98pct至15.02%, 管理费用率/销售费用率/财务费用率分别降低了4.75/0.34/1.89pct。经营性现金净额为-8204万元, YoY-269.53%, 主要因为一季度减少了以票据形式结算的支付, 应付票据较2016年末减少1.86亿元。

战略合作协议落地情况良好, 新增钢构产能可观

合作协议后续执行情况良好。截止目前, 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。我们以山东蓬建和公司的合作协议为参考, 合资钢构厂的一期钢构加工能力可达8万吨。53家合资钢构厂的年加工能力理论上可达424万吨, 是目前公司钢结构产能的7倍。此外, 合作协议中还包含后续落地住宅钢结构5-8元/平方米的费用, 这将是较大的增量利润。

住宅钢结构蓝海市场, 公司拥有先发优势

钢结构的传统子行业轻钢、多层钢、空间钢结构同质化竞争较严重, 住宅钢结构兴起较迟, 存在技术壁垒, 无疑是一片蓝海市场。公司承建的100万方万郡大都城项目、杭州萧山的钱江世纪城人才专项用房、武汉世纪家园、厦门帝景苑、许昌空港城、乌鲁木齐齐巴哈尔路片区棚户区改造项目等都为钢结构住宅良好的标杆示范项目。我们判断, 凭借先发优势和不断的技术更新, 公司在住宅钢结构领域还将获得较好的成绩。

期待商业模式的后续项目尽快落地, 维持“买入”评级

我们预计公司2017-19年EPS为0.61/0.76/0.94元, CAGR+31%, 我们认为可维持15.25-18.3元的合理估值区间, 对应2017年PE 25X-30X, 维持“买入”评级。

风险提示: 新商业模式签单速度低于预期, 传统钢结构业务低于预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,057
流通A股(百万股)	954.63
52周内股价区间(元)	6.69-14.03
总市值(百万元)	14,832
总资产(百万元)	5,813
每股净资产(元)	2.18

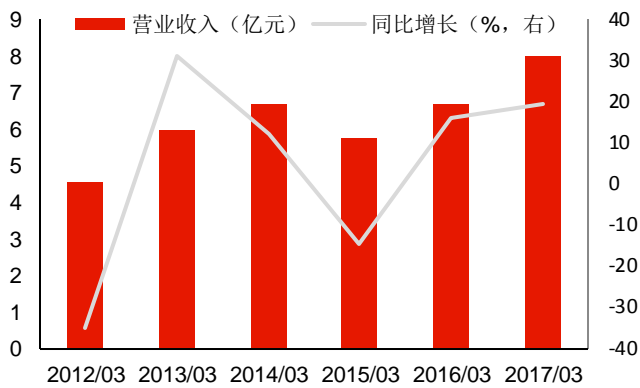
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,786	4,339	4,910	5,604	6,355
+/-%	(3.72)	14.58	13.16	14.14	13.40
归属母公司净利润(百万元)	120.51	448.76	645.36	807.35	996.39
+/-%	103.37	272.38	43.81	25.10	23.41
EPS(元, 最新摊薄)	0.11	0.42	0.61	0.76	0.94
PE(倍)	123.03	33.04	22.97	18.36	14.88

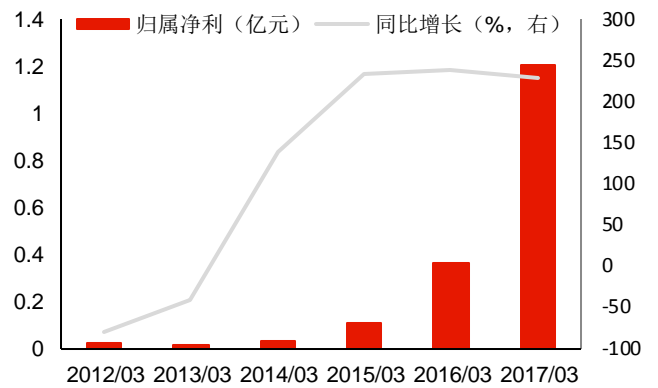
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收(亿元)及增速(%)



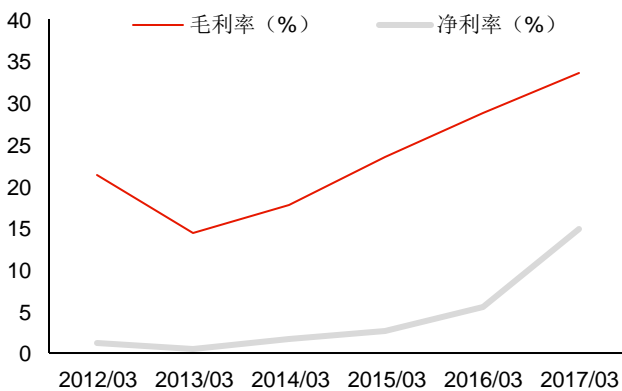
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润(亿元)及增速(%)



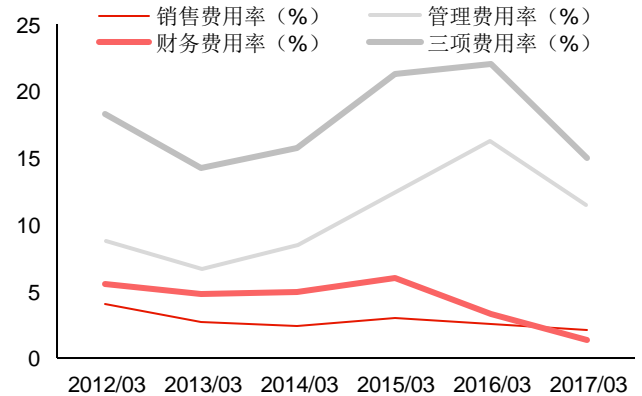
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率和(%)和利润率(%)



资料来源: wind, 华泰证券研究所

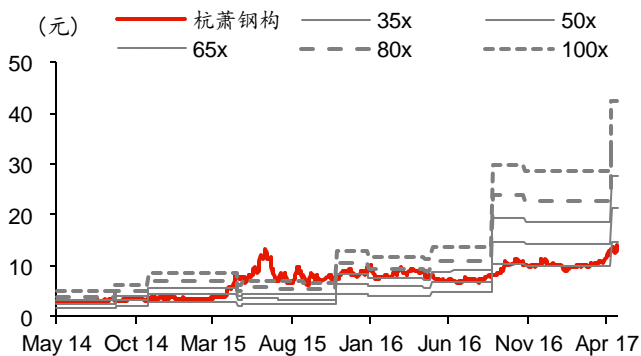
图表4: 公司期间费用率(%)



资料来源: wind, 华泰证券研究所

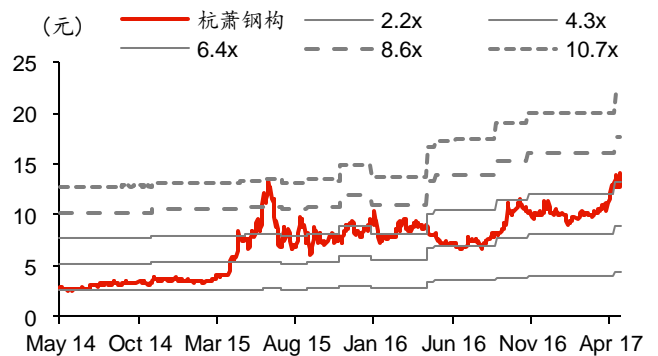
PE/PB - Bands

图表5: 杭萧钢构历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 杭萧钢构历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,391	5,116	6,188	7,569	9,208
现金	646.51	693.55	1,281	2,032	3,013
应收账款	985.41	1,064	1,226	1,399	1,577
其他应收账款	65.79	69.57	78.72	89.86	101.90
预付账款	37.72	26.99	29.58	33.30	37.20
存货	3,448	3,151	3,454	3,887	4,344
其他流动资产	207.30	111.53	118.38	126.72	135.73
非流动资产	1,032	1,159	1,041	927.34	813.16
长期投资	31.46	87.46	87.46	87.46	87.46
固定资产投资	745.51	722.67	629.08	531.28	431.37
无形资产	125.98	121.62	112.09	102.57	93.04
其他非流动资产	128.82	227.48	212.53	206.04	201.29
资产总计	6,423	6,275	7,229	8,496	10,021
流动负债	4,325	3,855	4,119	4,525	5,005
短期借款	1,422	899.35	900.00	950.00	1,000
应付账款	1,181	1,331	1,459	1,642	1,834
其他流动负债	1,722	1,625	1,761	1,933	2,170
非流动负债	102.80	139.77	183.48	237.81	287.02
长期借款	30.00	70.50	120.50	170.50	220.50
其他非流动负债	72.80	69.27	62.98	67.31	66.52
负债合计	4,428	3,995	4,303	4,763	5,292
少数股东权益	338.71	111.76	111.76	111.76	111.76
股本	808.87	1,057	1,057	1,057	1,057
资本公积	443.08	284.28	284.28	284.28	284.28
留存公积	426.37	826.60	1,473	2,281	3,277
归属母公司股	1,656	2,169	2,814	3,622	4,618
负债和股东权益	6,423	6,275	7,229	8,496	10,021

现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	94.38	1,256	567.50	660.69	861.45
净利润	143.54	439.82	645.36	807.35	996.39
折旧摊销	110.82	98.61	107.45	108.18	108.54
财务费用	123.37	82.55	33.82	11.91	(16.29)
投资损失	0.34	3.91	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(340.47)	566.12	(215.71)	(300.65)	(267.37)
其他经营现金	56.78	64.76	(3.41)	33.90	40.17
投资活动现金	(64.51)	(197.87)	7.60	2.63	2.63
资本支出	26.55	46.99	(0.02)	0.00	0.00
长期投资	38.00	151.64	(4.95)	0.00	0.00
其他投资现金	0.04	0.76	2.63	2.63	2.63
筹资活动现金	181.34	(906.81)	12.12	88.09	116.29
短期借款	(376.29)	(523.15)	0.65	50.00	50.00
长期借款	(43.50)	40.50	50.00	50.00	50.00
普通股增加	255.41	247.89	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	165.16	(158.79)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	180.57	(513.27)	(38.53)	(11.91)	16.29
现金净增加额	211.23	151.63	587.22	751.41	980.37

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,786	4,339	4,910	5,604	6,355
营业成本	2,896	3,075	3,370	3,793	4,238
营业税金及附加	74.55	55.55	62.86	71.75	81.37
营业费用	77.78	70.13	79.36	90.59	102.73
管理费用	416.95	484.66	548.46	626.03	709.93
财务费用	123.37	82.55	33.82	11.91	(16.29)
资产减值损失	32.49	60.97	60.97	60.97	60.97
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.34)	(3.91)	0.00	0.00	0.00
营业利润	164.67	505.59	754.02	949.81	1,178
营业外收入	41.00	40.14	40.14	40.14	40.14
营业外支出	24.36	14.16	14.16	14.16	14.16
利润总额	181.31	531.58	780.00	975.79	1,204
所得税	37.77	91.76	134.64	168.44	207.88
净利润	143.54	439.82	645.36	807.35	996.39
少数股东损益	23.03	(8.94)	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	120.51	448.76	645.36	807.35	996.39
EBITDA	398.86	686.76	895.28	1,070	1,271
EPS(元)	0.15	0.42	0.61	0.76	0.94

主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(3.72)	14.58	13.16	14.14	13.40
营业利润	136.01	207.03	49.13	25.97	24.06
归属母公司净利润	103.37	272.38	43.81	25.10	23.41
获利能力(%)					
毛利率	23.51	29.12	31.36	32.32	33.31
净利率	3.18	10.34	13.14	14.41	15.68
ROE	7.28	20.69	22.93	22.29	21.58
ROIC	8.21	21.13	27.13	31.08	35.98
偿债能力					
资产负债率(%)	68.94	63.66	59.52	56.06	52.80
净负债比率(%)	34.46	24.28	23.72	23.53	23.06
流动比率	1.25	1.33	1.50	1.67	1.84
速动比率	0.45	0.51	0.66	0.81	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.68	0.73	0.71	0.69
应收账款周转率	3.69	3.65	3.67	3.68	3.67
应付账款周转率	2.44	2.45	2.42	2.45	2.44
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.42	0.61	0.76	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	1.19	0.54	0.63	0.82
每股净资产(最新摊薄)	1.57	2.05	2.66	3.43	4.37
估值比率					
PE(倍)	123.03	33.04	22.97	18.36	14.88
PB(倍)	8.95	6.84	5.27	4.09	3.21
EV_EBITDA(倍)	37.67	21.88	16.78	14.04	11.83

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com