

杭萧钢构(600477.SH)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

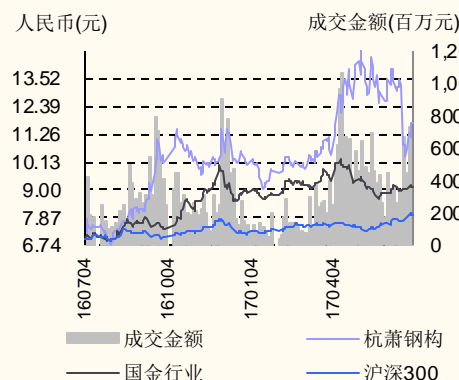
公司点评

市场价格(人民币): 15.26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)	16,132.10
年内股价最高最低(元)	14.62/6.74
沪深300指数	3666.80
上证指数	3192.43



相关报告

- 1.《技术授权六月开门红, 签棚改 EPC 抢占先机-杭萧钢构公司点评》, 2017.6.2
- 2.《趋势为王, 把握装配式建筑确定性长周期机会-杭萧钢构公司点评》, 2017.5.24
- 3.《技术授权持续高增, 传统主业复苏可期-杭萧钢构公司点评》, 2017.5.2
- 4.《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 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
 (8621)60230241
 huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人
 shirenwang@gjzq.com.cn

技术授权半年签 6.4 亿, 中报或再超预期可积极布局

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	0.473	0.645	0.753
每股净资产(元)	2.05	2.05	2.61	3.39	4.31
每股经营性现金流(元)	0.12	1.19	-0.25	0.54	0.68
市盈率(倍)	82.60	23.67	24.92	18.15	13.04
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%	44.97%	36.28%	16.78%
净资产收益率(%)	7.28%	20.69%	23.62%	24.78%	22.76%
总股本(百万股)	809.26	1,057.15	1,374.12	1,374.12	1,374.12

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 公司 6 月 30 日公告与济宁宜居建威置业公司签订技术授权合作协议, 收取资源使用费共 3500 万元。

经营分析

- **半年已签 6.43 亿, 全年总量或超预期:** 1) 公司上半年累计签订技术授权协议共 18 单, 一共收取资源使用费 6.43 亿, 其中 1-6 月份分别签订 1/1/5/5/2/4 单, 去年同期签订 12 单共 4.0 亿, 同比增长 60.75%; 2) 2016 年上下半年分别签订 12/17 单, 按照同样的比例计算, 公司 2017 年全年或签定 43 单技术授权协议, 按照一单 3500 万计算将收取超过 15 亿的资源使用费。
- **技术授权铺开有望带来品牌优势, 长期来看盈利手段丰富:** 1) 公司技术授权商业模式具有先发优势、实践经验、专利池保护三大壁垒, 且随着公司技术授权协议的不断签订, 有望树立品牌优势, 带来公司中长期的竞争优势; 2) 技术使用费用和股权收益带来长期盈利模式: 技术授权合同中均有合作商每开发 1 平米需要向公司支付 5-8 元的使用费用的协议, 该费用将与合作商同时确认收入, 随着合作商不断开发新项目以及合作商数量的增加, 该部分收入将为公司提供长期盈利点, 同时公司在和合作商合资成立的钢构厂中, 公司占据 10%-20%左右的股权, 随着合资钢构厂的盈利, 有望给公司贡献长期股权投资收益。
- **多重利好促中报或超预期, 当下仍可积极布局:** 1) 按照 90%的毛利率计算(2016 年报数据), 上半年 6.43 亿技术授权收入可贡献 5.79 亿毛利润, 去年中报净利润 2.22 亿, 今年业绩继续爆发几成定数; 2) 去年技术授权共收取 9.78 亿费用但年报仅确认 9.15 亿, 仍有 6500 万将在今年确认或成超预期因素, 同时去年中报管理费用 2.3 亿(+36%), 主要因股权激励股份支付所致, 今年中报管理费用有望大幅下降; 3) 根据我们调研的情况, 在市场集中度提高和钢价保持相对稳定的情况下, 传统钢结构行业有所回暖(东南网架/鸿路钢构中报预增 50-100%/10%-40%), 市场对公司业绩的预期通常只考虑了技术授权贡献业绩, 半年报主营业务或将贡献超预期业绩; 4) 公司 2016 年中报业绩高增 683%, 自从 8 月 27 日中报公布之后至 9 月 22 日

最高点公司最高涨幅高达 35%，今年中报行情同样值得期待。

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,933	3,786	4,339	5,026	5,757	6,605	货币资金	583	647	694	1,000	1,067	1,088
增长率		-3.7%	14.6%	15.8%	14.5%	14.7%	应收账款	888	1,131	1,185	1,282	1,410	1,609
主营业务成本	-3,277	-2,896	-3,075	-3,495	-3,881	-4,428	存货	3,921	3,448	3,151	4,261	4,679	5,303
%销售收入	83.3%	76.5%	70.9%	69.5%	67.4%	67.0%	其他流动资产	140	166	86	40	208	153
毛利	656	890	1,263	1,531	1,876	2,177	流动资产	5,531	5,391	5,116	6,583	7,363	8,153
%销售收入	16.7%	23.5%	29.1%	30.5%	32.6%	33.0%	%总资产	84.6%	83.9%	81.5%	85.8%	87.6%	90.1%
营业税金及附加	-56	-75	-56	-25	-29	-33	长期投资	3	65	214	242	241	241
%销售收入	1.4%	2.0%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	764	753	738	636	580	431
营业费用	-81	-78	-70	-85	-86	-112	%总资产	11.7%	11.7%	11.8%	8.3%	6.9%	4.8%
%销售收入	2.1%	2.1%	1.6%	1.7%	1.5%	1.7%	无形资产	132	128	122	130	137	145
管理费用	-291	-417	-485	-533	-587	-694	非流动资产	1,004	1,032	1,159	1,087	1,038	896
%销售收入	7.4%	11.0%	11.2%	10.6%	10.2%	10.5%	%总资产	15.4%	16.1%	18.5%	14.2%	12.4%	9.9%
息税前利润 (EBIT)	227	321	653	888	1,173	1,338	资产总计	6,535	6,423	6,275	7,670	8,401	9,049
%销售收入	5.8%	8.5%	15.1%	17.7%	20.4%	20.3%	短期借款	1,799	1,496	899	1,706	1,417	799
财务费用	-126	-123	-83	-73	-86	-55	应付款项	2,913	2,482	2,741	2,737	2,989	3,144
%销售收入	3.2%	3.3%	1.9%	1.5%	1.5%	0.8%	其他流动负债	151	348	214	259	187	298
资产减值损失	-31	-32	-61	-12	-1	-2	流动负债	4,863	4,325	3,855	4,703	4,593	4,241
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	74	30	71	71	71	72
投资收益	0	0	-4	0	0	0	其他长期负债	15	73	69	8	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	4,951	4,428	3,995	4,781	4,663	4,312
营业利润	70	165	506	803	1,086	1,281	普通股股东权益	1,173	1,656	2,169	2,755	3,578	4,550
营业利润率	1.8%	4.3%	11.7%	16.0%	18.9%	19.4%	少数股东权益	411	339	112	135	160	187
营业外收支	24	17	26	16	15	15	负债股东权益合计	6,535	6,423	6,275	7,670	8,401	9,049
税前利润	93	181	532	819	1,101	1,296							
利润率	2.4%	4.8%	12.3%	16.3%	19.1%	19.6%	比率分析						
所得税	-20	-38	-92	-146	-189	-233		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	21.1%	20.8%	17.3%	17.8%	17.2%	18.0%	每股指标						
净利润	74	144	440	674	912	1,062	每股收益	0.107	0.149	0.424	0.473	0.645	0.753
少数股东损益	14	23	-9	23	25	27	每股净资产	2.120	2.047	2.052	2.607	3.386	4.305
归属于母公司的净利润	59	121	449	651	887	1,035	每股经营现金净流	-0.416	0.116	1.187	-0.249	0.542	0.682
净利率	1.5%	3.2%	10.3%	12.9%	15.4%	15.7%	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%	23.62%	24.78%	22.76%
							总资产收益率	0.91%	1.88%	7.15%	8.48%	10.55%	11.44%
							投入资本收益率	5.17%	7.22%	16.62%	15.64%	18.60%	19.57%
							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%	44.97%	36.28%	16.78%
							总资产增长率	5.39%	-1.72%	-2.30%	22.23%	9.53%	7.71%
							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%	26.88%	11.24%	-4.60%
							EBIT利息保障倍数	1.8	2.6	7.9	12.2	13.6	24.2
							资产负债率	75.75%	68.94%	63.66%	62.33%	55.51%	47.66%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	3
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.25

来源：朝阳永续

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

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
2	2017-05-02	买入	14.03	16.60~19.00
3	2017-05-24	买入	12.53	16.60~19.00
4	2017-06-02	买入	12.58	16.60~19.00

来源：国金证券研究所



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