安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 04 月 18 日

公司快报

证券研究报告

建筑施工

杭萧钢构（600477.SH）

技术授权开花结果，盈利高弹性可期

■利润大幅增长，技术授权模式功不可没。公司 2015 年年报显示收入 37.86 亿元，同比下滑 3.72%，归母净利润 1.21 亿元，同比增长 103.37%；EPS 0.15 元。利润分配预案为 10 转 3 派 0.6 元（含税）。公司 2015 年新签合同 49.7 亿元（不含房产销售，东旭置业的钢结构住宅合同尚未收到定金），较上年同期增加 25.60%；钢结构产量 37.37 万吨，较上年同期下降 13.07%；地产业务收入 6.02 亿元，较上年同期增加 58.64%。传统钢构景气偏低背景下，公司创新技术授权模式确认资源使用费收入 3.16 亿元，是利润重要来源。

■高毛利技术授权明显改善利润率及现金流，股权激励致管理费用率提高。2015 年公司毛利率 23.51%，同比提高 6.83 个 pct，其中资源使用费确认毛利 3.01 亿元，毛利率达 95.3%，占总毛利的 33.8%。三项费用率 16.32%，同比提高 3.66 个 pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.01/+3.60/+0.07 个 pct，管理费用大幅增长主要由于股份支付计提约 8000 万费用。净利率提高 1.68 个 pct，为 3.18%。新模式收款显著加快，经营活动现金净流入 0.94 亿元，较 2014 年 2.3 亿元净流出大幅改善。

■技术授权开花结果带来盈利高弹性：公司通过技术授权与合作建厂方式推广住宅产业化技术，输出技术和管理，已公告签订 15 单战略合作协议（今年以来 5 单），涉及技术使用费超 5 亿元。通过技术授权模式，公司将打破利益链条，直接从终端房地产企业入手，以帮助中小房企缩短交期，提高财务效益等优惠吸引新的下游渠道。此外，合作方建筑公司、小型钢构厂和区域性中小房企，大多具有地方政府支持，吸引其共同投资能在保障房项目、商业用地审批等方面获优势。除收取一次性授权费用，公司亦将按照技术使用方建筑面积收取服务费，合作建钢构厂也将分享投资收益。每单当年可确认 3000 万以上毛利，带来盈利高弹性。

■住宅产业化领跑者，钢管束组合体系获市场化大单：公司是国家住宅产业化基地，有 15 年住宅产业化经验，约 200 项专利，其第三代住宅产业化技术——钢管束组合住宅体系具有建设周期短、施工质量优、综合投资省等优势，已通过多项实验，并应用在公司研发大楼、万郡大都城等多个项目，而烟台 18 亿大额订单标志着其市场化推广进程显著加快。公司亦获得国开发展基金投资及浙江省备案企业标准，未来有望在其他合作方所在省份申请企业标准认证。

■投资建议：我们预测公司 2016/2017 年净利润分别为 2.4/3.3 亿元，给予目标价 14.8 元，买入-A 评级。

■风险提示：宏观经济下行风险，应收账款风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,932.9	3,786.4	3,597.1	3,669.1	3,742.4
净利润	59.3	120.5	242.2	333.7	380.8
每股收益(元)	0.07	0.15	0.30	0.41	0.47
每股净资产(元)	1.45	2.05	2.28	2.57	2.90

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	161.6	79.4	39.5	28.7	25.1

投资评级 买入-A

维持评级

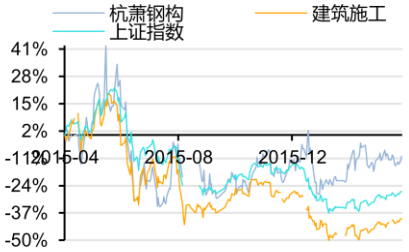
6 个月目标价： 14.8 元

股价（2016-04-15） 11.83 元

交易数据

总市值（百万元）	9,573.51
流通市值(百万元)	7,168.38
总股本（百万股）	809.26
流通股本(百万股)	605.95
12 个月价格区间	8.67/18.76 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.67	18.29	79.12
绝对收益	8.63	24.4	52.0

夏天 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-35082723

杨涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050002
yangt@essence.com.cn
021-35082086

宋易潞 报告联系人
songyl@essence.com.cn
021-35082728

相关报告

杭萧钢构：技术授权打通住宅产业化推广新渠道 2015-12-18

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

市净率(倍)	8.2	5.8	5.2	4.6	4.1
净利润率	1.5%	3.2%	6.7%	9.1%	10.2%
净资产收益率	5.1%	7.3%	13.2%	16.1%	16.3%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%
ROI	6.4%	8.3%	11.1%	16.2%	17.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：公司财务指标分析（单位：百万元）

	2011	2012	2013	2014	2015	4Q2014	4Q2015
营业收入	3,581.27	3,042.84	3,973.77	3,932.91	3,786.43	1,254.78	1,152.48
营业成本	3,206.22	2,664.70	3,415.57	3,277.11	2,896.28	1,070.52	901.26
毛利率	10.47%	12.43%	14.05%	16.67%	23.51%	14.68%	21.80%
销售费用	59.63	67.98	69.43	81.23	77.78	25.89	22.61
销售费用率	1.67%	2.23%	1.75%	2.07%	2.05%	2.06%	1.96%
管理费用	145.88	169.10	205.12	291.32	416.95	72.66	134.38
管理费用率	4.07%	5.56%	5.16%	7.41%	11.01%	5.79%	11.66%
财务费用	52.52	107.70	116.11	125.56	123.37	34.14	28.57
财务费用率	1.47%	3.54%	2.92%	3.19%	3.26%	2.72%	2.48%
三项费用率	7.20%	11.33%	9.83%	12.67%	16.32%	10.57%	16.10%
资产减值损失	30.48	135.62	26.80	31.45	32.49	24.03	25.00
投资收益	27.17	-	-	-	-0.34	-	-0.34
营业外收入	18.58	19.15	14.41	24.62	41.00	8.52	22.79
营业外支出	8.05	3.00	0.98	1.06	24.36	0.20	2.53
税前利润	96.39	-140.66	83.52	93.33	181.31	13.60	31.39
所得税	6.69	-36.36	17.50	19.71	37.77	3.94	11.06
所得税率	6.95%	25.85%	20.96%	21.12%	20.83%	28.94%	35.22%
少数股东权益占比	21.24%	-10.72%	32.48%	19.51%	16.04%	10.90%	83.98%
归属于上市公司股东的净利润	70.64	-115.48	44.57	59.26	120.51	8.61	3.26
净利率	1.97%	-3.80%	1.12%	1.51%	3.18%	0.69%	0.28%
摊薄 EPS（元）	0.09	-0.14	0.06	0.07	0.15	0.01	0.00
经营性现金流净额	-306.79	-93.49	89.06	-230.05	94.38	48.12	93.35
收现比	89.43%	103.02%	83.03%	92.65%	92.32%	69.38%	77.38%
付现比	103.88%	109.38%	86.57%	110.48%	105.10%	65.46%	72.40%

数据来源：wind，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,932.9	3,786.4	3,597.1	3,669.1	3,742.4
减:营业成本	3,277.1	2,896.3	2,661.9	2,678.4	2,694.6
营业税费	56.5	74.5	75.5	73.4	74.8
销售费用	81.2	77.8	75.5	77.1	78.6
管理费用	291.3	417.0	359.7	293.5	299.4
财务费用	125.6	123.4	36.0	12.6	-4.0
资产减值损失	31.5	32.5	33.0	35.0	30.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2
营业利润	69.8	164.7	355.4	499.0	568.9
加:营业外净收支	23.6	16.6	18.7	19.6	18.3
利润总额	93.3	181.3	374.1	518.6	587.2
减:所得税	19.7	37.8	82.3	114.1	129.2
净利润	59.3	120.5	242.2	333.7	380.8

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	582.6	646.5	287.8	293.5	438.8
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	875.3	1,051.2	947.2	1,193.1	1,094.0
应收票据	13.1	79.5	40.4	39.0	60.1
预付帐款	61.3	37.7	53.3	45.8	48.9
存货	3,920.8	3,448.5	3,501.9	3,491.7	3,544.1
其他流动资产	78.2	127.8	127.8	111.3	122.3
可供出售金融资产	2.5	12.5	5.0	6.7	8.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	31.5	31.5	31.5	31.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	724.2	745.5	573.1	419.2	265.4
在建工程	39.3	7.5	7.5	7.5	7.5
无形资产	129.3	126.0	121.4	116.9	112.4
其他非流动资产	108.7	108.8	108.1	107.2	107.1
资产总额	6,535.3	6,423.0	5,805.1	5,863.3	5,840.0
短期债务	1,798.8	1,422.5	568.8	299.7	-
应付帐款	1,318.1	1,315.7	1,097.0	1,347.4	1,114.0
应付票据	792.0	514.0	686.3	563.7	665.5
其他流动负债	953.8	1,073.2	1,151.6	1,064.4	1,114.3
长期借款	73.5	30.0	-	-	-
其他非流动负债	14.6	72.8	72.8	53.4	66.3
负债总额	4,950.7	4,428.3	3,576.5	3,328.6	2,960.1
少数股东权益	411.3	338.7	388.3	459.2	536.4
股本	553.5	808.9	808.9	808.9	808.9
留存收益	617.0	869.4	1,031.5	1,266.7	1,534.7
股东权益	1,584.6	1,994.7	2,228.6	2,534.7	2,879.9

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	-1.0%	-3.7%	-5.0%	2.0%	2.0%
营业利润增长率	-0.5%	136.0%	115.8%	40.4%	14.0%
净利润增长率	32.9%	103.4%	100.9%	37.8%	14.1%
EBITDA 增长率	1.7%	28.5%	22.7%	27.0%	8.6%
EBIT 增长率	4.9%	47.5%	35.9%	30.7%	10.4%
NOPLAT 增长率	4.7%	48.0%	33.9%	30.7%	10.4%
投资资本增长率	14.1%	-0.4%	-10.3%	0.2%	-3.4%
净资产增长率	32.6%	25.9%	11.7%	13.7%	13.6%
利润率					
毛利率	16.7%	23.5%	26.0%	27.0%	28.0%
营业利润率	1.8%	4.3%	9.9%	13.6%	15.2%
净利润率	1.5%	3.2%	6.7%	9.1%	10.2%
EBITDA/营业收入	7.9%	10.5%	13.6%	16.9%	18.0%
EBIT/营业收入	5.0%	7.6%	10.9%	13.9%	15.1%
运营效率					
固定资产周转天数	70	70	66	49	33
流动营业资本周转天数	154	181	186	185	192
流动资产周转天数	488	519	518	497	504
应收帐款周转天数	70	92	100	105	110
存货周转天数	354	350	348	343	338
总资产周转天数	583	616	612	572	563
投资资本周转天数	237	262	261	243	234
投资回报率					
ROE	5.1%	7.3%	13.2%	16.1%	16.3%
ROA	1.1%	2.2%	5.0%	6.9%	7.8%
ROIC	6.4%	8.3%	11.1%	16.2%	17.8%
费用率					
销售费用率	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用率	7.4%	11.0%	10.0%	8.0%	8.0%
财务费用率	3.2%	3.3%	1.0%	0.3%	-0.1%
三费/营业收入	12.7%	16.3%	13.1%	10.4%	10.0%
偿债能力					
资产负债率	75.8%	68.9%	61.6%	56.8%	50.7%
负债权益比	312.4%	222.0%	160.5%	131.3%	102.8%
流动比率	1.14	1.25	1.42	1.58	1.83
速动比率	0.33	0.45	0.42	0.51	0.61
利息保障倍数	1.56	2.33	10.88	40.75	-139.58
分红指标					
DPS(元)	0.04	-	0.09	0.12	0.14
分红比率	56.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.8%	1.0%	1.2%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	73.6	143.5	242.2	333.7	380.8
加:折旧和摊销	114.6	110.8	96.9	108.4	108.4
资产减值准备	31.5	32.5	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	120.5	128.7	36.0	12.6	-4.0
投资损失	-	0.3	0.1	0.2	0.2
少数股东损益	14.4	23.0	49.6	70.9	77.2
营运资金的变动	-532.5	-130.7	106.6	-165.1	-72.4
经营活动产生现金流量	-230.1	94.4	531.4	360.5	490.2
投资活动产生现金流量	-34.3	-64.5	87.4	48.2	48.4
融资活动产生现金流量	300.3	181.3	-977.5	-402.9	-393.3

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.07	0.15	0.30	0.41	0.47
BVPS(元)	1.45	2.05	2.28	2.57	2.90
PE(X)	161.6	79.4	39.5	28.7	25.1
PB(X)	8.2	5.8	5.2	4.6	4.1
P/FCF	-36.6	-44.4	-26.7	281.2	52.5
P/S	2.4	2.5	2.7	2.6	2.6
EV/EBITDA	15.9	27.8	20.9	16.1	14.3
CAGR(%)	76.5%	47.2%	64.1%	76.5%	47.2%
PEG	2.1	1.7	0.6	0.4	0.5
ROIC/WACC	0.6	0.8	1.1	1.6	1.8
REP	2.8	4.9	3.8	2.5	2.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

夏天、杨涛声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3楼

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。