

## 技术授权推动业绩高增长，钢结构住宅有望迎来新发展

杭萧钢构 (600477.SH)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

- **事件:**  
公司公告 2016 年第一季度报告。
- **2015 年收入有所下滑，净利润大幅增长；2016 年 Q1 业绩持续高增长。**  
公司 2015 年度实现营业收入 37.86 亿元，同比下滑 3.72%，归属上市公司股东净利润 1.21 亿元，同比增长 103.37%；主要和战略合作协议收取的高毛利资源使用费有关。2015 年度新签合同 49.7 亿元（不含房产销售），同比增长 25.60%。基本每股收益 0.17 元/股。2016 年 Q1 公司实现营业收入 6.67 亿元，同比增长 16.27%；归属上市公司股东净利润 3660.06 万元，同比增长 238.91%。
- **盈利能力持续提升，期间费用率有所增长，现金状况大幅改善。**公司 2015 年度综合毛利率为 23.51%，同比增长 6.84pct；净利率增长 1.92pct 至 3.79%；主要受益于战略合作新业务毛利增加。期间费用率持续提升，2015 年度同比增长 3.65pct 至 16.32%，管理费用的增长是期间费用率增长的主要原因。股份支付行权费以及人力成本的增加使得管理费用大幅增加，管理费用率同比增长 3.6pct 至 11.01%。2015 年度公司收现比、付现比分别为 0.92/0.68，同比分别下降 0.33pct/11.76pct。公司经营性净现金流从 2014 年度的 -2.30 亿元大幅增加至 2015 年度的 0.94 亿元。
- **公司收入数据逐季稳升，传统业务同比均有所下降。**分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 5.74 亿元、9.23 亿元、11.38 亿元、11.52 亿元，分别同比增长 -14.46%、-6.53%、11.49% 和 -8.15%，分别实现归母净利润 1079.94 万元、1745.82 万元、8899.45 万元、325.84 万元，同比增长 233.28%、-10.80%、219.69% 和 -62.15%。第三季度净利润大幅增加，主要系三季度公司成功与 7 家合作单位签署战略合作协议影响。
- **短融、定增优化资本结构，助力公司实现跨越发展。**2015 年度公司短期融资券获中国银行间市场交易商协会接受注册，并顺利完成 2015 年度第一期短期融资券的发行工作，发行总额 2 亿元。同时，公司以 4.52 元/股的价格向 9 名特定对象发行 6741.8 万股，募集不超过 3.05 亿元资金，其中公司控股股东、实际控制人单银木先生认购 3640 万股，募集资金全部用于偿还银行贷款。2015 年 6 月末公司资产负债率为 75.56%，短融、定增后资本结构得到有效优化，2015 年底资产负债率下降至 68.94%，为近十年最低水平。
- **战略合作有望成为未来利润的新增长点。**2014 年公司在技术创新的基础上创新商业模式，开创了以技术市场为核心，输出技术、品牌、管理等服务的战略合作模式。2015 年度公司成功与九家合作单位就公司自主研发的钢管束组合结构住宅体系技术签订了战略合作协议，涉及资源使用费 3.06 亿元，毛利 3.01 亿元，占公司 2015 年度毛利的 33.8%。2016 年公司陆续与湖北武钢雅苑、山东北新汇隆、西部矿业、韩城市经济技术开发区建设投资公司、山东蓬建建工集团、湖北麻一建设及安徽天筑建设 7 家公司签署战略合作协议。战略合作新业务模式成为公司新的利润增长点，助力公司实现了从传统制造型企业向技术输出服务型企业的转型过渡。

### 分析师

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515050001

特此鸣谢:

胡美辰 对此报告亦有贡献

### 市场数据

时间 2016-04-30

A 股收盘价(元)	10.48
A 股一年内最高价(元)	18.29
A 股一年内最低价(元)	7.93
上证指数	2938.32
市净率	5.12
总股本(亿股)	8.09
实际流通 A 股(亿股)	6.06
限售的流通 A 股(亿股)	2.03
流通 A 股市值(亿元)	63.05

### 相关研究

- **风险提示:** 宏观经济波动风险、原材料价格波动风险、诉讼仲裁风险等。
- **盈利预测与估值:** 考虑到公司的商业模式转型及未来的成长性, 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.32/0.42/0.53 元。对应 2016-2018 年的 PE 分别为 32/24/19 倍, 维持“推荐”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	3933	3786	4544	5225	6009
增长率 YoY%	-1.0	-3.7	20.0	15.0	15.0
净利润(百万)	59.3	120.5	258.3	341.0	426.2
增长率 YoY%	32.9	103.4	114.3	32.0	25.0
EPS (元)	0.07	0.15	0.32	0.42	0.53
PE	139	68	32	24	19

资料来源: 中国银河证券研究部; 注: 股价为 2016 年 4 月 29 日收盘价

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,933	3,786	4,544	5,225	6,009	货币资金	583	647	776	892	1,026
营业成本	3,277	2,896	3,453	3,919	4,447	存货	3,921	3,448	4,112	4,666	5,295
毛利率	16.7%	23.5%	24.0%	25.0%	26.0%	应收账款	801	985	1,182	1,330	1,530
营业税金及附加	56	75	82	91	110	其他流动资产	227	311	347	444	490
营业费用	81	78	93	107	123	<b>流动资产</b>	<b>5,531</b>	<b>5,391</b>	<b>6,417</b>	<b>7,332</b>	<b>8,341</b>
营业费用率	2.07%	2.05%	2.05%	2.05%	2.05%	固定资产	724	746	768	788	814
管理费用	291	417	454	523	601	长期股权投资	0	31	31	31	31
管理费用率	7.41%	11.01%	10.00%	10.00%	10.00%	无形资产	129	126	245	238	231
财务费用	126	123	69	78	86	其他长期资产	151	129	104	80	56
财务费用率	3.19%	3.26%	1.51%	1.49%	1.43%	<b>非流动资产</b>	<b>1,004</b>	<b>1,032</b>	<b>1,149</b>	<b>1,138</b>	<b>1,133</b>
投资收益	0	0	0	0	0	<b>资产总计</b>	<b>6,535</b>	<b>6,423</b>	<b>7,566</b>	<b>8,471</b>	<b>9,473</b>
<b>营业利润</b>	<b>70</b>	<b>165</b>	<b>356</b>	<b>469</b>	<b>598</b>	短期借款	1,799	1,422	1,552	1,527	1,456
营业利润率	1.77%	4.35%	7.84%	8.97%	9.95%	应付账款	1,198	1,181	1,408	1,598	1,813
营业外收入	25	41	61	74	74	其他流动负债	1,866	1,722	2,214	2,595	3,009
营业外支出	1	24	29	29	31	<b>流动负债</b>	<b>4,863</b>	<b>4,325</b>	<b>5,173</b>	<b>5,720</b>	<b>6,278</b>
<b>利润总额</b>	<b>93</b>	<b>181</b>	<b>389</b>	<b>513</b>	<b>641</b>	长期负债	74	30	30	30	30
所得税	20	38	81	107	134	其他长期负债	15	73	89	110	132
所得税率	21.1%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%	<b>非流动性负债</b>	<b>88</b>	<b>103</b>	<b>119</b>	<b>140</b>	<b>162</b>
少数股东损益	14	23	49	65	81	<b>负债合计</b>	<b>4,951</b>	<b>4,428</b>	<b>5,293</b>	<b>5,860</b>	<b>6,440</b>
<b>归母净利润</b>	<b>59</b>	<b>121</b>	<b>258</b>	<b>341</b>	<b>426</b>	股本	553	809	809	809	809
净利率	1.51%	3.18%	5.68%	6.53%	7.09%	资本公积	278	443	443	443	443
EPS (元)	0.07	0.15	0.32	0.42	0.53	<b>股东权益合计</b>	<b>1,170</b>	<b>1,678</b>	<b>1,885</b>	<b>2,158</b>	<b>2,499</b>
						少数股东权益	411	339	388	453	535
						<b>负债权益总计</b>	<b>6,535</b>	<b>6,423</b>	<b>7,566</b>	<b>8,471</b>	<b>9,473</b>
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E	
净利润	59	121	258	341	426	<b>增长率 (%)</b>					
少数股东权益	14	23	49	65	81	营业收入	(1.03)	(3.72)	20.00	15.00	15.00
折旧和摊销	115	111	53	83	83	营业利润	(0.45)	136.01	116.40	31.47	27.66
营运资金变动	-566	-321	-215	-296	-287	净利润	32.95	103.37	114.34	32.02	24.98
其他	148	161	95	112	95	<b>利润率 (%)</b>					
<b>经营现金流</b>	<b>-230</b>	<b>94</b>	<b>241</b>	<b>306</b>	<b>399</b>	毛利率	16.67	23.51	24.00	25.00	26.00
资本支出	-32	-27	-191	-95	-100	EBIT Margin	5.77	8.47	10.15	11.21	12.11
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	8.68	11.40	11.31	12.81	13.49
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	1.51	3.18	5.68	6.53	7.09
其他	-3	-38	0	0	0	<b>回报率 (%)</b>					
<b>投资现金流</b>	<b>-34</b>	<b>-65</b>	<b>-191</b>	<b>-95</b>	<b>-100</b>	净资产收益率	5.06	8.46	14.50	16.87	18.31
发行股票	193	361	0	0	0	总资产收益率	0.97	1.97	3.90	4.49	5.03
负债变化	-114	-440	200	52	7	<b>其他 (%)</b>					
股息支出	0	5	-52	-68	-85	资产负债率	75.75	68.94	69.96	69.18	67.98
其他	222	256	-69	-78	-86	所得税率	21.12	20.83	20.83	20.83	20.83
<b>融资现金流</b>	<b>300</b>	<b>181</b>	<b>80</b>	<b>-94</b>	<b>-165</b>	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
<b>现金及等价物</b>	<b>36</b>	<b>211</b>	<b>129</b>	<b>116</b>	<b>134</b>						

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**周松，建筑行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)

海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)