

2016年09月02日

杭萧钢构 (600477.SH)

技术授权再获订单，业绩高增长将不断验证

■**事项：**公司公告：1) 与甘肃嘉洪钢结构工程有限公司签署钢结构住宅体系合作协议：向其提供技术、品牌支持，对方支付3000万元，并按照承接钢结构住宅项目的建筑面积支付5元/平方米的费用。公司出资1000万占股10%与合作方等共同投资钢构公司。2) 中标尼日利亚莱基自贸区炼油和聚丙烯厂钢结构深化设计、供货项目，金额约人民币7.49亿元，占2015年收入的19.78%，合同期限为收到预付款的16个月内。

■**创新模式接单加速，中期强劲增长验证逻辑。**公司今年以来公告技术授权协议14单，目前累计接单24单，技术授权费收入8.11亿元。平均每单当年可确认3000万以上毛利，带来盈利高弹性。由于该类合同付款周期短，现金流及负债情况亦大幅改善，公司上半年收入16.99亿元，同增13.51%，其中技术授权费收入4亿；归母净利润2.21亿元，同增683.03%，超市场预期。经营活动现金净流入2.37亿元，较上年同期上升69.68%。传统项目斩获尼日利亚大单，彰显海外实力，去年底签署的东旭置业大额订单已收到定金，处于设计阶段，今年亦有望贡献业绩。

■**短期跑马圈地，中长期打造技术生态圈。**公司近几年全国布局，对合作方划定区域限制，未来形成统一标准后可持续进行技术升级及服务、增强粘性。公司未来按照合作方开发面积收取5-8元每平方米的技术服务费，并参股10-30%与合作方共同投资设立钢构厂，截至中报已成立12家联营工厂，其中新疆工厂已开工23万方的钢结构住宅项目，预计后续公司收取服务费及分享钢构厂投资收益亦将贡献稳定利润。

■**投资建议：市场对公司的分歧在于：**合作方与公司签订技术授权合同是否为市场化行为；是否有持续性；长期盈利模式是否清晰。**我们认为：**1) 公司的技术授权受到市场欢迎符合当前时代背景，地方政府需要支柱产业升级、企业需要业务转型升级，公司的钢管束住宅技术和TOC管理体系符合需求；2) 公司接单速度、合作方付款进度、中报业绩高增长也佐证业绩落地性；3) 长远看公司将通过后续技术升级及服务增强粘性并分享长期利益，受益下游市场技术替代；4) 钢构配套的PC构件、防火涂料等其他建材亦可能给地方政府及公司带来机遇。**我们看好公司在建筑产业化推广中通过创新商业模式分享的技术红利，**预计公司2016/2017/2018年盈利分别为4.4/5.38/6.30亿元，EPS分别为0.42/0.51/0.60元，给予12.6元目标价（2016年30倍PE），买入-A评级。

■**风险提示：**建筑产业化推进不达预期风险，市场竞争风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,932.9	3,786.4	4,013.6	4,174.2	4,257.6
净利润	59.3	120.5	440.4	538.2	630.1
每股收益(元)	0.06	0.11	0.42	0.51	0.60
每股净资产(元)	1.11	1.57	1.88	2.24	2.66

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	143.9	70.8	19.4	15.8	13.5
市净率(倍)	7.3	5.2	4.3	3.6	3.0
净利润率	1.5%	3.2%	11.0%	12.9%	14.8%

公司快报

证券研究报告

建筑施工

投资评级 **买入-A**

维持评级

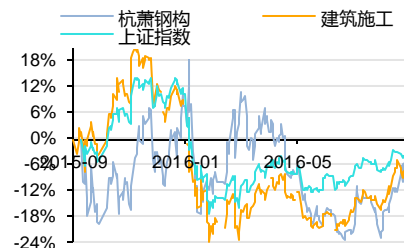
6个月目标价: **12.6元**

股价(2016-09-01) **8.09元**

交易数据

总市值(百万元)	8,510.01
流通市值(百万元)	6,470.05
总股本(百万股)	1,051.92
流通股本(百万股)	799.76
12个月价格区间	6.69/13.47元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.87	7.58	4.99
绝对收益	17.59	12.72	0.78

宋易潞

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516080002

songyl@essence.com.cn

021-35082728

夏天

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514110001

xiatian@essence.com.cn

021-35082732

相关报告

杭萧钢构：模式创新带来高增长，分享建筑产业化推广红利	2016-08-28
杭萧钢构：技术授权开花结果，盈利高弹性可期	2016-04-18
杭萧钢构：技术授权打通住宅产业化推广新渠道	2015-12-18

净资产收益率	5.1%	7.3%	22.3%	22.8%	22.5%
股息收益率	0.4%	0.6%	1.5%	1.9%	2.2%
ROIC	6.4%	8.3%	19.5%	32.4%	31.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

表 1: 公司技术授权订单统计

公告日期	交易对手方	资源使用费	共同投资设立钢构公司
2016/9/1	甘肃嘉洪钢结构工程有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2016/8/19	宣化钢铁集团有限责任公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 1500 万元占股 10%
2016/7/1	江苏万年达金属制品有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 600 万元占股 10%
2016/7/1	大同泰瑞集团建设有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2016/5/30	贵州跃龙钢结构有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2016/5/19	重庆跃龙钢构股份有限公司	4000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2016/5/9	安徽石强新型材料有限公司	4000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 20%
2016/4/27	安徽天筑建设(集团)有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 500 万元占股 10%
2016/4/23	湖北麻一建设有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 600 万元占股 15%
2016/4/11	山东蓬建建工集团有限公司	4000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 25%
2016/2/26	韩城市经济技术开发区建设投资有限公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2016/2/5	西部矿业集团有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2016/2/3	山东北新汇隆集成房屋有限公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 25%
2016/1/29	湖北武钢雅苑钢结构建设有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 900 万元占股 15%
2015/12/5	四川华泰建设有限责任公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 600 万元占股 20%
2015/9/24	章丘市第二建筑安装(集团)有限责任公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 500 万元占股 20%
2015/9/21	河南富春建设工程有限公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2015/9/1	四川瑞泽地产集团有限责任公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 900 万元占股 30%
2015/8/27	兰考中鑫钢构建设投资有限公司	3500 万+5 元/m ²	杭萧出资 500 万元占股 10%
2015/8/24	江苏巨业建设集团有限公司	3600 万+6 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 10%
2015/7/17	河北钢山房地产开发集团有限公司	3000 万+5 元/m ²	杭萧出资 500 万元占股 20%
2015/7/2	福建一建集团有限公司	3000 万+8 元/m ²	杭萧出资 500 万元占股 20%
2015/3/17	呼图壁县文汇房地产开发有限公司	4000 万+5 元/m ²	杭萧出资 1000 万元占股 30%
2014/9/9	河北世人美石房地产开发有限公司	4000 万+5 元/m ²	杭萧出资 900 万元占股 30%
		8.11 亿	

资料来源: wind, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,932.9	3,786.4	4,013.6	4,174.2	4,257.6	成长性					
减:营业成本	3,277.1	2,896.3	2,608.9	2,671.5	2,682.3	营业收入增长率	-1.0%	-3.7%	6.0%	4.0%	2.0%
营业税费	56.5	74.5	60.2	62.6	63.9	营业利润增长率	-0.5%	136.0%	321.4%	22.1%	14.4%
销售费用	81.2	77.8	84.3	83.5	85.2	净利润增长率	32.9%	103.4%	265.4%	22.2%	17.1%
管理费用	291.3	417.0	513.7	492.6	468.3	EBITDA 增长率	1.7%	28.5%	103.6%	16.0%	10.2%
财务费用	125.6	123.4	19.5	-15.1	-41.2	EBIT 增长率	4.9%	47.5%	147.7%	16.6%	11.5%
资产减值损失	31.5	32.5	33.0	32.0	30.0	NOPLAT 增长率	4.7%	48.0%	135.3%	17.1%	13.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	14.1%	-0.4%	-29.5%	18.9%	-42.1%
投资和汇兑收益	-	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2	净资产增长率	32.6%	25.9%	20.7%	20.5%	19.7%
营业利润	69.8	164.7	693.9	847.0	968.9	利润率					
加:营业外净收支	23.6	16.6	11.7	17.3	15.2	毛利率	16.7%	23.5%	35.0%	36.0%	37.0%
利润总额	93.3	181.3	705.6	864.3	984.1	营业利润率	1.8%	4.3%	17.3%	20.3%	22.8%
减:所得税	19.7	37.8	175.0	211.7	226.4	净利润率	1.5%	3.2%	11.0%	12.9%	14.8%
净利润	59.3	120.5	440.4	538.2	630.1	EBITDA/营业收入	7.9%	10.5%	20.2%	22.5%	24.3%
						EBIT/营业收入	5.0%	7.6%	17.8%	19.9%	21.8%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	70	70	59	43	29
货币资金	582.6	646.5	427.7	528.3	2,085.4	流动营业资本周转天数	154	181	143	132	117
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	488	519	451	431	479
应收账款	875.3	1,051.2	1,067.1	1,020.0	990.6	应收账款周转天数	70	92	95	90	85
应收票据	13.1	79.5	54.3	36.0	76.7	存货周转天数	354	350	286	282	265
预付账款	61.3	37.7	51.5	47.4	46.9	总资产周转天数	583	616	535	498	530
存货	3,920.8	3,448.5	2,928.7	3,601.5	2,657.2	投资资本周转天数	237	262	210	183	154
其他流动资产	78.2	127.8	127.8	111.3	122.3	投资回报率					
可供出售金融资产	2.5	12.5	5.0	6.7	8.1	ROE	5.1%	7.3%	22.3%	22.8%	22.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.1%	2.2%	9.6%	10.8%	11.6%
长期股权投资	-	31.5	31.5	31.5	31.5	ROIC	6.4%	8.3%	19.5%	32.4%	31.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	724.2	745.5	573.1	419.2	265.4	销售费用率	2.1%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%
在建工程	39.3	7.5	7.5	7.5	7.5	管理费用率	7.4%	11.0%	12.8%	11.8%	11.0%
无形资产	129.3	126.0	121.4	116.9	112.4	财务费用率	3.2%	3.3%	0.5%	-0.4%	-1.0%
其他非流动资产	108.7	108.8	108.1	107.2	107.1	三费/营业收入	12.7%	16.3%	15.4%	13.4%	12.0%
资产总额	6,535.3	6,423.0	5,503.8	6,033.4	6,510.9	偿债能力					
短期债务	1,798.8	1,422.5	-	-	-	资产负债率	75.8%	68.9%	56.2%	51.9%	46.7%
应付账款	1,318.1	1,315.7	1,048.9	1,389.1	1,061.1	负债权益比	312.4%	222.0%	128.6%	108.0%	87.6%
应付票据	792.0	514.0	662.4	584.4	639.3	流动比率	1.14	1.25	1.54	1.74	2.01
其他流动负债	953.8	1,073.2	1,311.7	1,105.8	1,273.3	速动比率	0.33	0.45	0.57	0.57	1.12
长期借款	73.5	30.0	-	-	-	利息保障倍数	1.56	2.33	36.52	-55.23	-22.53
其他非流动负债	14.6	72.8	72.8	53.4	66.3	分红指标					
负债总额	4,950.7	4,428.3	3,095.8	3,132.7	3,040.1	DPS(元)	0.03	0.05	0.13	0.15	0.18
少数股东权益	411.3	338.7	428.9	543.2	670.9	分红比率	56.0%	40.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	553.5	808.9	1,054.4	1,054.4	1,054.4	股息收益率	0.4%	0.6%	1.5%	1.9%	2.2%
留存收益	617.0	869.4	924.7	1,303.1	1,745.5						
股东权益	1,584.6	1,994.7	2,408.0	2,900.7	3,470.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	EPS(元)	0.06	0.11	0.42	0.51	0.60
净利润	73.6	143.5	440.4	538.2	630.1	BVPS(元)	1.11	1.57	1.88	2.24	2.66
加:折旧和摊销	114.6	110.8	96.9	108.4	108.4	PE(X)	143.9	70.8	19.4	15.8	13.5
资产减值准备	31.5	32.5	-	-	-	PB(X)	7.3	5.2	4.3	3.6	3.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-32.6	-39.6	-42.7	58.1	5.3
财务费用	120.5	128.7	19.5	-15.1	-41.2	P/S	2.2	2.3	2.1	2.0	2.0
投资损失	-	0.3	0.1	0.2	0.2	EV/EBITDA	15.9	27.8	10.5	9.0	6.8
少数股东损益	14.4	23.0	90.2	114.3	127.7	CAGR(%)	106.9%	74.1%	100.3%	106.9%	74.1%
营运资金的变动	-532.5	-130.7	636.0	-526.0	814.7	PEG	1.3	1.0	0.2	0.1	0.2
经营活动产生现金流量	-230.1	94.4	1,283.2	220.0	1,639.9	ROIC/WACC	0.6	0.8	1.9	3.1	3.0
投资活动产生现金流量	-34.3	-64.5	87.4	48.2	48.4	REP	2.9	5.1	2.3	1.2	1.8
融资活动产生现金流量	300.3	181.3	-1,589.4	-167.6	-131.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

宋易潞、夏天声明, 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
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	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
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034