

技术输出驱动高增长，纵享装配式建筑盛宴

■ **装配式建筑迎密集政策利好。**国务院发文力推10年左右使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%（部分地方政府将该目标提前到2020年），政绩压力首先驱动地方政府项目（保障房、学校医院等）优先采用，如杭州市要求今年全市新开工的保障安居工程100%实施新型建筑工业化。随着各地配套落实政策陆续推出，装配式建筑有望迎来密集政策利好。

■ **公司技术获房企和业主认可，大规模市场化可期。**公司的钢管束组合住宅技术作为装配式建筑的技术路线之一，在成本和性能上较国家标准（二代技术）均实现优化，过去担忧的隔音/防火/防腐/抗震等得到解决，实现市场化接单：为绿城九龙仓打造的滨江地王项目“柳岸晓风”发挥工期短、户型开间大的优势，提前两月开盘且销售一空，其他商品房如厦门帝景苑和万郡大都城亦销售良好，表明业主和房企对公司技术实力的充分认可。

■ **从制造安装到品牌服务、技术输出，公司实现商业模式飞跃。**由于住宅产业化独立推广耗时长、投资额大，公司转向技术输出方式。合作方为建筑公司、小型钢构厂和区域性中小房企，有地方政府支持，吸引其共同投资能在保障房项目、用地审批、装配式建筑税收优惠等方面获益，公司输出品牌、技术和管理，亦有利于合作方提升竞争力，增强壁垒。由于钢结构建筑需要配套楼板、建材等产能，有望形成产业集群，地方政府在招商引资、实现产业升级的同时提高装配式建筑比例、达成政策要求，合作意愿较强。

■ **创新模式接单加速，中期强劲增长验证逻辑。**公司目前累计签订技术授权协议25单，其中今年以来签15单，毛利率约85%，带来盈利高弹性。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。由于该类合同付款周期短，现金流及负债情况亦大幅改善，经营活动现金净流入2.37亿元。我们判断公司全年有望签约25-30单，带来全年业绩高增长。

■ **短期跑马圈地，中长期打造技术生态圈。**公司近几年跑马圈地全国布局，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，据公告上半年成立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，另有7家已有订单在手，处于设计阶段。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可观利润。

■ **投资建议：**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4.43/5.98/7.96亿元，EPS分别为0.39/0.53/0.71元（增发摊薄），给予12.6元目标价，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 | 3,975.8 | 4,154.7 | 4,403.9 |
| 净利润 | 59.3 | 120.5 | 443.2 | 597.9 | 795.7 |
| 每股收益(元) | 0.06 | 0.11 | 0.39 | 0.53 | 0.71 |
| 每股净资产(元) | 1.11 | 1.57 | 2.38 | 2.76 | 3.25 |

| 盈利和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------|------|------|-------|-------|-------|
|-------|------|------|-------|-------|-------|

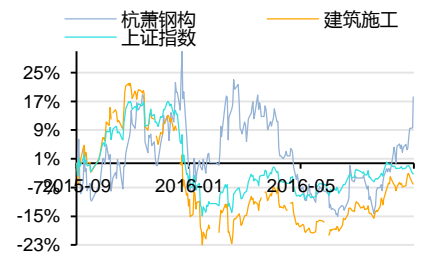
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**12.6元**
股价(2016-09-13) **9.30元**

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 9,782.82 |
| 流通市值(百万元) | 7,437.76 |
| 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 | 23.91 | 22.99 | 10.92 |
| 绝对收益 | 23.02 | 29.71 | 5.4 |

夏天

分析师

SAC 执业证书编号：S1450514110001
xiatian@essence.com.cn
021-35082732

宋易潞

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516080002
songyl@essence.com.cn
021-35082728

相关报告

- 杭萧钢构：技术授权再获订单，业绩高增长将不断验证 2016-09-02
- 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

| | | | | | |
|--------|-------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 165.5 | 81.4 | 23.6 | 17.5 | 13.1 |
| 市净率(倍) | 8.4 | 5.9 | 3.9 | 3.4 | 2.9 |
| 净利润率 | 1.5% | 3.2% | 11.1% | 14.4% | 18.1% |
| 净资产收益率 | 5.1% | 7.3% | 16.5% | 19.3% | 21.7% |
| 股息收益率 | 0.3% | 0.5% | 1.3% | 1.7% | 2.3% |
| ROIC | 6.4% | 8.3% | 19.0% | 31.3% | 38.4% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 投资聚焦 | 4 |
| 2. 钢结构建筑有望受益建筑产业化浪潮 | 4 |
| 2.1. 建筑产业化是建筑业长期趋势 | 4 |
| 2.2. 装配式建筑相对传统建筑优势突出 | 5 |
| 2.3. 装配式建筑受到政策大力支持，标准不断完善 | 6 |
| 2.4. 住宅钢结构是装配式建筑的重要路径，有望成为先锋 | 8 |
| 3. 创新模式分享建筑产业化推广红利 | 9 |
| 3.1. 杭萧钢构：钢结构领域龙头企业 | 9 |
| 3.2. 技术许可新模式独领风骚 | 10 |
| 3.2.1. 轻资产模式打造良性循环，转型浪潮抢占先机 | 10 |
| 3.2.2. 技术积淀为新模式保驾护航 | 11 |
| 3.2.3. 新业务模式增长超预期，有望促业绩加速 | 12 |
| 3.3. 新模式下财务表现显著改善 | 13 |
| 3.3.1. 新模式下净利润大幅增长，业绩加速提升 | 13 |
| 3.3.2. 毛利率显著提升 | 14 |
| 3.3.3. 回款大幅改善，现金流情况良好 | 15 |
| 3.3.4. 偿债能力稳步上升，应收账款周转率领先同行 | 16 |
| 4. 风险因素 | 16 |
| 5. 盈利预测与估值 | 16 |

1. 投资聚焦

《国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》中指出大力推广装配式建筑，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%，点燃建筑工业化加速进程。政绩压力首先驱动地方政府项目（保障房、学校医院等）优先采用装配式建筑体系，有效引导建筑公司积极拓展工业化施工能力。住宅钢结构相比其他技术路径具有自重轻、使用面积大、材料回收率高、抗裂性及抗震性好等优势，有望成为建筑产业化的先锋，“十三五”期间有望得到国家政策持续支持。

杭萧钢构作为住宅钢结构技术的代表，通过创新商业模式签单加速，半年即拿下 12 单超市场预期，目前累计签单 25 单，技术授权收入达 8.46 亿元。毛利率 85%，盈利弹性高。近几年公司跑马圈地全国布局，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 元每平方米的技术使用费，并参股 10-30%与合作方共同投资设立钢构厂。预计公司近两年业绩增长主要来自技术授权快速扩充带来的技术许可收入，中长期将转为相对稳定的技术使用收入及钢构厂投资收益，受益下游市场技术替代的机遇。

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) 公司签单速度和合作方付款进度也佐证了这一点，业绩真实可落地；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，如投资收益；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。

公司近期公告非公开发行方案，拟对外募集不超过 7 亿元，投资钢结构住宅项目及加码技术研发，按照发行日前 20 个交易日均价 90%锁定底价，业绩释放动力强。此前员工持股购买均价 8.27 元，接近当前价格，亦表明对公司发展的信心。

我们预计公司 2016/2017/2018 年盈利分别为 4.43/5.98/7.96 亿元，EPS 分别为 0.39/0.53/0.71 元（增发摊薄），给予 12.6 元目标价，买入-A 评级。

2. 钢结构建筑有望受益建筑产业化浪潮

2.1. 建筑产业化是建筑业长期趋势

建筑产业化是指通过标准化设计、工业化生产、装配式施工和信息化管理的方式设计、建造及管理建筑，实现建筑产业链上下游各环节的协同运转，进而改善建筑品质、提升经济效益、保障持续发展。

从建筑类型来看，由于住宅建筑量大面广，装配式住宅已成为建筑产业化中发展最快的分支，例如日本已经通过建立整套 SI 住宅建设体系基本实现产业化，而美国住宅的部件标准化程度亦接近 100%。此外，工业建筑产业化、装饰产业化等分支都是建筑产业化的有机组成部分，并处于不同的发展阶段。

具体而言，建筑产业化力图实现**装配式建筑**“像搭积木一样建造房屋”，研发和设计环节采用通用标准，部品和构件在工厂中大规模预制生产，运输至施工现场进行装配，不再采取传统建筑业现场制作的方式。生产方式层面，与建筑产业化适配的建筑方式有多种，目前欧美较为成熟且国内发展势头迅猛的方式包括 PC 建筑和钢结构建筑，前者指采用预制装配式混凝土结构现场拼装的建筑物，后者则指装配式钢结构集成建筑。

图 1：PC 建筑——现场吊装式施工



数据来源：互联网资料整理，安信证券研究中心

图 2：钢结构建筑



数据来源：互联网资料整理，安信证券研究中心

2.2. 装配式建筑相对传统建筑优势突出

传统建筑业生产方式多为现场作业，很少运用预制装配式技术，造成成本高昂、工期漫长、质量参差、污染环境等一系列缺陷，总体而言经济效益偏低。

相比之下，装配式建筑的建造方式利用预制装配式技术及新型材料，具有部件预制化、生产标准化、施工装配化等特征，体现工业化生产方式的科技含量和集约效益。

图 3：预制技术——标准化部件在工厂生产



数据来源：互联网资料整理，安信证券研究中心

图 4：装配式施工——现场吊装



数据来源：互联网资料整理，安信证券研究中心

基于以上特点，装配式建筑对于建筑企业，建筑行业，乃至整体经济的进一步发展具有如下重要意义：

对于企业：

- (1) 降低工程成本：节省建材消耗、施工及后续维护费用；
- (2) 提升施工效率：增强工程进展可控性，加快施工进度和投资收回速度；
- (3) 优化建筑品质：提高建筑性能，延长使用寿命；

对于行业：

- (4) 促进技术创新：推动产业链各环节及关联产业的技术创新；
- (5) 推动产业升级：通过改造传统建筑方式的痛点，促进建筑业由劳动密集型向技术密集型转变，应对行业成本上升等压力，推动建筑产业升级；

对于经济：

- (6) 实现节能环保：节能、节水、节电、节材，引领绿色建筑发展潮流；

- (7) 推进对外发展：利于建筑企业在“一带一路”战略下对外承包工程的发展；
 (8) 转变发展方式：有利于高质量建设大规模保障性住房，转变城镇化建设模式；

表 1：装配式建筑经济效益相关数据

| 优势 | 指标 | 传统建筑 | 产业化建筑 | 节约率 |
|--------|--------------------------------------|---------------------------|---------------|---------|
| 降低工程成本 | 材料费用 | | 降低约 50% | |
| | 施工费用 | | 共节约 56 元/平方米 | |
| | 维护费用 | | 降低约 95% | |
| 加快施工进度 | | | 主体平均缩短 150 天 | |
| | 施工工期 | | (18 层小高层为例) | |
| | 设备周转 | | 提升约 60% | |
| 提升建筑品质 | 生产效率 | | 提升约 40%至 55% | |
| | 建筑寿命 | | 延长约 10 至 15 年 | |
| | 混凝土柱误差 | 5-8mm | 2mm | 60%~75% |
| 促进技术创新 | 创新数量 | 带动 50 多个关联产业，近 2000 种技术创新 | | |
| | 能耗 (kg/标准煤) | 19.11 | 14.71 | 23.02% |
| 实现节能环保 | 水耗 (m ³ /m ²) | 2.93 | 2.36 | 19.45% |
| | 电耗 (度/m ²) | 3.3 | 3.21 | 2.73% |
| | 垃圾量 (kg/m ²) | 7.43 | 4.13 | 44.41% |

数据来源：中国建筑产业化发展研究报告，安信证券研究中心

2.3. 装配式建筑受到政策大力支持，标准不断完善

住建部等相关部门积极推进建筑产业化工作，在推进产业化技术研究和交流的基础上，制定了相关政策，组织编制修订了相关标准规范，并以住宅开发、施工安装、结构构件、住宅部品等相关产业链企业为核心建成了一批国家住宅产业化示范基地。

作为绿色建筑的主要实现途径，装配式建筑将借绿色建筑的政策红利快速发展。《国家发展改革委 住房城乡建设部关于印发城市适应气候变化行动方案的通知》（发改气候[2016]245 号）：到 2020 年绿色建筑推广比例达到 50%。加快装配式建筑的产业化推广。推广钢结构、预制装配式混凝土结构及混合结构，在地震多发地区积极发展钢结构和木结构建筑。鼓励大型公共建筑采用钢结构，大跨度工业厂房全面采用钢结构。

《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》：“对大型公共建筑和政府投资各类建筑全面执行绿色建筑标准和认证，积极推广应用绿色新型建材、装配式建筑和钢结构建筑”、“力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%，积极稳妥推广钢结构建筑”。

住宅产业化是装配式建筑推广最有效的方式。1999 年国务院转发建设部等八部委《关于推进住宅产业现代化提高住宅质量若干意见的通知》，明确提出住宅产业化发展四个目标（提高住宅质量、建立住宅和部品的工业化和标准化生产体系、降低能源消耗、提升科技对住宅产业的贡献），该文件开启了中国住宅产业化新篇章；2001 年国家住宅产业化基地开始逐步建立，通过辐射示范作用，推动装配式建筑整体水平的提升；2012 年北京市率先推行保障性住房产业化方案，此后多地均出台政策要求在保障性安居工程中率先采用装配式建造方式，以此来推进装配式建筑的普及。

表 2：装配式建筑相关国家政策不断加码

| 发布时间 | 部委 | 政策 | 意义 |
|------------|-----|-----------------------------|--|
| 2006 年 6 月 | 建设部 | 《国家住宅产业化基地试行办法》 | 确定“具备一定开发规模和技术集成能力的大型住宅开发建设企业为龙头，与住宅部品生产企业、科研单位等组成的产业联盟可以申报国家住宅产业化基地”。 |
| 2006 年 6 月 | 住建部 | 《绿色建筑评价标准》（GB/T550378-2006） | 综合考虑建筑节能、节能、节水等方面的性能，确立绿色建筑评定标准。 |

| | | | |
|---------|---------|--------------------------------------|--|
| 2012年4月 | 财政部、住建部 | 《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》 | 满足相关标准要求的二星级及以上的绿色建筑给予奖励。2012年奖励标准为：二星级绿色建筑45元/平方米（建筑面积，下同），三星级绿色建筑80元/平方米。奖励标准将根据技术进步、成本变化等情况进行调整。 |
| 2013年1月 | 发改委、住建部 | 《绿色建筑行动方案》 | 要求城镇新建建筑严格落实强制性节能标准，“十二五”期间，完成新建绿色建筑10亿平方米；到2015年末，20%的城镇新建建筑达到绿色建筑标准要求。且要求住房城乡建设等部门要加快建立促进建筑工业化的设计、施工、部品生产等环节的标准体系，推动结构件、部品、部件的标准化，丰富标准件的种类，提高通用性和可置换性。 |
| 2013年8月 | 住建部 | 《绿色工业建筑评价标准》 | 国内工业领域第一本综合性绿色建筑评价标准。 |
| 2014年4月 | 住建部 | 《绿色建筑评价标准》(GB/T 50378-2014) | 较2006年标准，标准评价对象范围扩展至民用建筑，评价阶段更加明确，评价方法由星级制变为打分制，评价指标体系更加完善，整体具有创新性。 |
| 2015年2月 | 住建部 | 《绿色工业建筑评价技术细则》 | 明确绿色工业建筑评价技术原则和评判依据，规范绿色工业建筑的评价工作。 |
| 2015年5月 | 住建部 | 《建筑产业现代化国家建筑标准设计体系》 | 按照主体、内装、外装三部分进行构建，内含总计129条标准。 |
| 2016年2月 | 国务院 | 《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》 | “对大型公共建筑和政府投资各类建筑全面执行绿色建筑标准和认证，积极推广应用绿色新型建材、装配式建筑和钢结构建筑”、“力争用10年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到30%，积极稳妥推广钢结构建筑”。 |
| 2016年8月 | 发改委、住建部 | 《国家发展改革委 住房城乡建设部关于印发城市适应气候变化行动方案的通知》 | 到2020年绿色建筑推广比例达到50%。加快装配式建筑的产业化推广。推广钢结构、预制装配式混凝土结构及混合结构，在地震多发地区积极发展钢结构和木结构建筑。鼓励大型公共建筑采用钢结构，大跨度工业厂房全面采用钢结构。 |

数据来源：互联网资料整理，安信证券研究中心

表3：各地陆续出台装配式建筑相关政策

| 省份 | 时间 | 文件 | 概况 |
|-----|----------|---------------------------------|--|
| 海南 | 2015年4月 | 《关于印发海南省促进建筑产业现代化发展指导意见的通知》 | 建成1-2家国家建筑产业现代化基地，2020年现代化成品住房超25%。 |
| 江苏 | 2015年7月 | 《关于装配式房屋建筑项目招标投标活动的若干意见（征求意见稿）》 | 提出了推动装配式房屋建筑项目快速健康发展的具体措施 |
| 浙江 | 2015年12月 | 《浙江省绿色建筑条例》 | 明确要求设区的市县确定一定比例的民用建筑应用新型建筑工业化技术。 |
| 山东 | 2016年2月 | 《山东省省级建筑节能与绿色建筑发展专项资金管理办法》 | 以项目所获运行标识星级对绿色建筑评价标识项目进行奖补。 |
| 湖北 | 2016年2月 | 《湖北省人民政府关于加快推进建筑产业现代化发展的意见》 | 设立武汉等三个建筑产业现代化试点城市，2025年全省混凝土结构建筑项目预制率40%以上，钢结构木结构装配率达80%以上。 |
| 四川 | 2016年3月 | 《关于推进建筑产业现代化发展的指导意见》 | 设立成都等四个建筑产业现代化试点城市，针对建筑产业现代化给出相应政策支持。 |
| 河北 | 2016年6月 | 《加快推进钢结构建筑发展方案》 | 大跨度工业厂房仓储设施全面采用钢结构；市政基础优先采用钢结构；公共建筑大力推广钢结构；住宅建设中稳妥推进钢结构。 |
| 哈尔滨 | 2016年7月 | 《哈尔滨市“十三五”期间开展绿色建筑行动实施方案》 | 大力发展绿色建材，引导高性能混凝土、高强钢筋的发展利用。大力发展预拌混凝土、预拌砂浆。 |

数据来源：互联网，安信证券研究中心

标准化是装配式建筑推行的基础，随着相关实质性标准的制定出台，装配式建筑将驶入快车道。从全国层面来看，装配式建筑领域的国家标准的空白正逐步被填补。2013年1月，发改委及住建部制订的《绿色建筑行动方案》曾要求“住房城乡建设等部门要加快建立促进建筑工业化的设计、施工、部品生产等环节的标准体系”，同年7月住建部正式启动全国性标准——《工业化建筑评价标准》的编制工作，并于2014年12月通过送审会，2016年1月1日正式实施；2015年6月16日，首部面向全国的关于装配式住宅建筑设计类指导文件《装配式住宅建筑设计规程》也已通过送审会。

从细分技术领域来看，近年来相关标准不断出台修订：PC 结构方面，近年来相关标准密集出台。住建部于 2014 年 2 月发布《装配式混凝土结构技术规程》作为新行业标准，于 8 月正式启动装配式混凝土剪力墙结构住宅国家建筑标准设计编制，2015 年 2 月《预制混凝土剪力墙外墙板》、《装配式混凝土结构住宅建筑设计示例（剪力墙结构）》等 9 项标准设计率先获批。相关标准设计填补了以装配式住宅为核心的民用建筑领域工业化标准空缺，为装配式建筑提供技术支撑，也意味着装配式混凝土剪力墙结构相关内容将先行实施，对现阶段的 PC 剪力墙结构住宅的设计、生产、施工起到重要的规范和指导作用；钢结构方面，2010 年以来钢结构检测、螺栓连接、轻钢住宅技术等细化标准不断出台，为钢结构建筑的进一步发展提供标准指引。

表 4：装配式建筑相关标准逐步出台

| 文件 | 概况 | |
|--------------|-------------------------|--|
| 总标准 | | |
| 2016 年 1 月 | 《工业化建筑评价标准》 | 为整个装配式建筑提供了相关标准 |
| 2015 年 6 月 | 《装配式住宅建筑设计规范》 | 首部面向全国的有关装配式住宅建筑设计类的指导文件 |
| PC 结构 | | |
| 2010 年 10 月 | 《预制预应力混凝土装配整体式框架结构技术规程》 | 作为预制预应力混凝土装配整体式框架结构技术的行业标准 |
| 2014 年 2 月 | 《装配式混凝土结构技术规程》 | 作为装配式混凝土结构技术新的行业标准 |
| 2015 年 2 月 | 《预制混凝土剪力墙外墙板》等 9 项标准 | 填补了以装配式住宅为核心的民用建筑领域工业化标准空缺 |
| 钢结构 | | |
| 2010 年 4 月 | 《轻型钢结构住宅技术规程》 | 用于轻型钢结构住宅的设计、施工和验收，可作为我国轻型钢结构住宅行业标准和依据 |
| 2010 年 8 月 | 《钢结构现场检测技术标准》 | 对钢结构检测中常用的、重要的有关检测方法、操作过程做出了规定 |
| 2011 年 1 月 | 《钢结构高强度螺栓连接技术规程》 | 给出了钢结构高强度螺栓连接的技术规程。原行业标准《钢结构高强度螺栓连接的设计、施工及验收规程》JGJ82-91 同时废止 |
| 2011 年 7 月 | 《钢管结构技术规程》 | 对钢管结构的材料、基本设计规定、结构及构件设计、节点强度计算、节点构造、疲劳计算和施工等作出了规定 |
| 2012 年 5 月 | 《高层民用建筑钢结构技术规程》（送审稿） | 2012 年 5 月，由标准院主编的《高层民用建筑钢结构技术规程》JGJ99-2012（送审稿）审查会在京召开。现行规程为 JGJ99-98 |
| 2012 年 10 月 | 《钢结构设计规范》（征求意见稿） | 涉及 Q460 钢材等新材料应用，构件设计要求，疲劳计算的极限状态法、受压螺栓的撬力计算等，现行标准为 GB50017-2003 |

数据来源：互联网，安信证券研究中心

2.4. 住宅钢结构是装配式建筑的重要路径，有望成为先锋

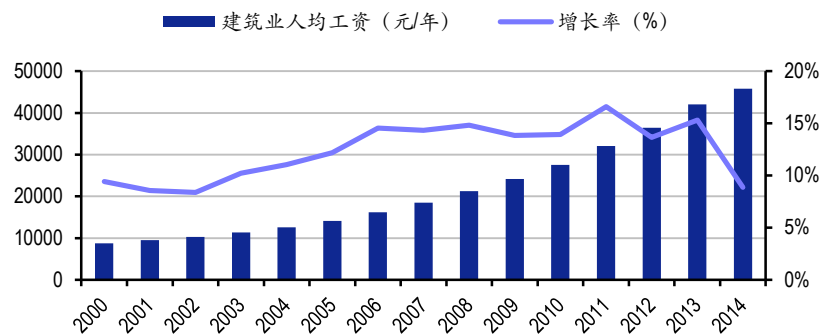
钢结构建筑未来发展潜力巨大。(1) 钢结构建筑具有模块化、标准化的特点，具备绿色环保、节能、省工时、抗震抗裂等优点，符合未来建筑产业化及绿色建筑的大趋势，且较预制 PC 装配式建筑抗震性更好、部品化率更好，应用前景较大；(2) 我国钢结构起步较晚，国内钢结构住宅在全部建筑中的占有率仅为 6% 左右，而在欧美、日本等发达国家地区装配式钢结构建筑比例在 50% 以上。随着劳动力成本的逐步上升、钢材价格的进一步下降，住宅钢结构建筑的综合成本将逼近钢筋混凝土建筑成本，加上相关技术的不断成熟，未来发展空间巨大。

表 5：美国钢结构建筑占比超过半成

| 建筑结构 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 钢结构 | 52% | 53% | 55% | 56% | 58% | 58% | 53% | 49% | 50% |
| 混凝土 | 23% | 25% | 22% | 18% | 20% | 21% | 26% | 30% | 30% |
| 木制 | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 7% | 8% | 9% | 7% |
| 石制 | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% | 5% | 5% | 4% | 4% |
| 预制房屋（非钢结构） | 5% | 5% | 5% | 6% | 6% | 6% | 5% | 5% | 5% |
| 其他 | 6% | 6% | 7% | 7% | 4% | 4% | 3% | 3% | 3% |

数据来源：McGraw-Hill Analytics，安信证券研究中心

图 5：中国建筑业人力成本快速上升



数据来源：wind，安信证券研究中心

近年来制约我国钢结构建筑发展的主要瓶颈在于：(1) 缺乏完善的标准规范，由于钢结构住宅体系起步较晚，相关体系不健全，缺乏最新的设计与施工规范，相应设计标准和模数协调机制不统一，导致了部品之间配套性、通用性差，影响工业化进度；(2) 钢结构建筑技术更新慢，第二代钢结构住宅体系存在防火、耐热性能较差，结构空腔多，居住时噪音较大等问题，需要技术升级；(3) 工程造价较高，钢结构集成建筑主体部分选用钢材，建造成本较大且运输成本高，故造价比同等规模的混凝土钢筋建筑高 100-350 元每平方米，相比经济竞争力较弱。

随着钢构公司技术研发升级，工程造价问题和性能问题均已得到显著改善，市场接受度提升。杭萧钢构的钢管束组合技术解决了过去担忧的隔音/防火/防腐/抗震等问题，实现市场化接单：为绿城九龙仓打造的滨江地王项目“柳岸晓风”发挥工期短、户型开间大的优势，提前两月开盘且销售一空，其他商品房如厦门帝景苑和万郡大都城亦销售良好，表明业主和房企对公司技术实力的充分认可。

3. 创新模式分享建筑产业化推广红利

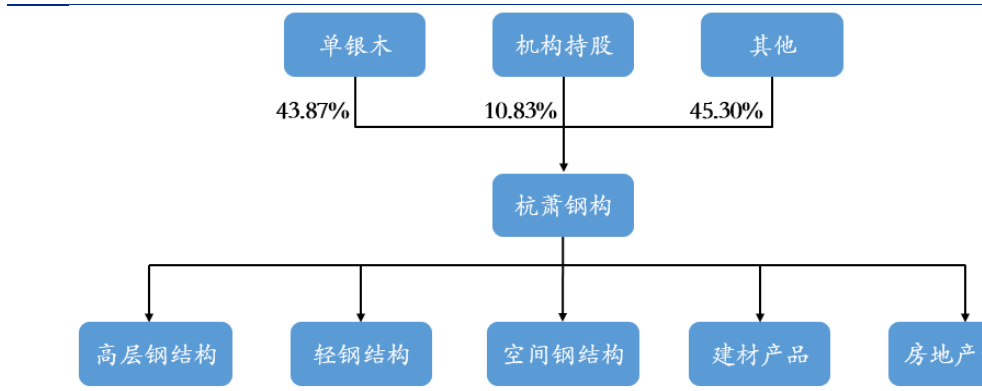
3.1. 杭萧钢构：钢结构领域龙头企业

公司成立于 1985 年，是中国钢结构行业首家上市公司、首个钢结构国家住宅产业化基地。旗下子公司万郡房产是中国城市科学研究会认定的全国首个“绿色建筑产业化基地”。

公司主营多高层钢结构、轻钢结构、空间钢结构、建材产品以及房地产开发，拥有钢结构行业最高最全资质，包括房屋建筑工程施工总承包壹级资质、钢结构工程专业承包壹级资质、中国钢结构制造企业资质（特级）等。2014 年来，公司充分利用技术优势、品牌优势积极推动以技术授权许可为核心的新商业模式推广和落地，并已取得明显成效。

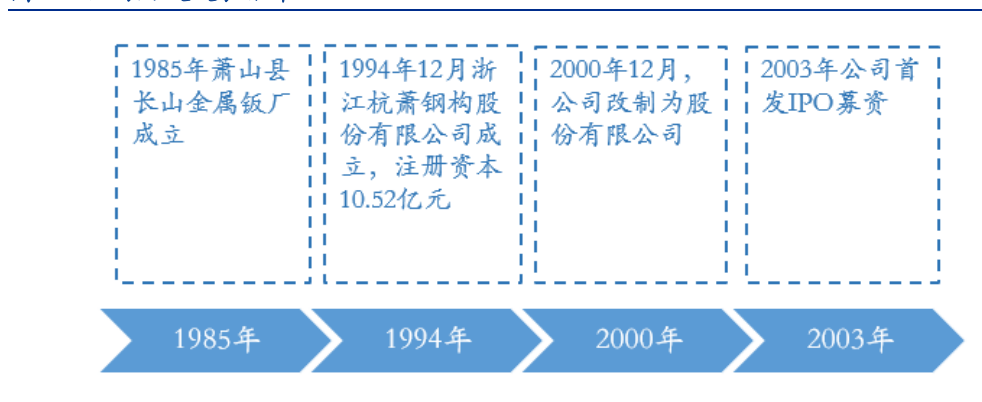
公司前身为 1985 年 5 月创办的萧山县长山金属钣厂，注册资本 10.52 亿元，2000 年 12 月改制为股份有限公司。2003 年 11 月 10 日，公司在上海证券交易所上市，公司名称由“浙江杭萧钢构股份有限公司”变更为“杭萧钢构股份有限公司”。

图 6：公司股权结构及主营业务



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 7：公司历史发展沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 技术许可新模式独领风骚

3.2.1. 轻资产模式打造良性循环，转型浪潮抢占先机

公司于 2014 年开创技术许可的新商业模式，以技术市场化为核心，输出钢结构住宅体系技术、品牌、管理等服务，逐步实现由制造企业向服务提供商的转型。

新模式下，公司向合作方提供资源支持，将钢管束组合住宅+TOC 生产施工管理的盈利模式输出给房企和钢构公司，辅之以渠道、采购、设计和资源支持。作为回报，合作方向公司支付一次性技术授权费 3000-4000 万元，同时按照开发或承接的钢结构住宅项目的建筑面积支付 5-8 元/平方米的费用。此外，公司出资参股 10-30%，参与投建钢构公司。

技术许可模式“先苦后甜”。技术许可模式作为一种轻资产运作模式，其主要成本为研发支出。而研发投入是固定成本，后续新订单仅产生较低的营销和服务支出，毛利率可达 80% 以上。若新模式得以大规模复制，则收入倍增而成本不变。现阶段，公司技术研发已取得显著成效，“苦”时代已成历史，“甜”时代正在到来。

此外，这种轻资产运营模式更加灵活，开拓市场交给客户，企业可专注于技术研发。所获盈利也可继续投入研发，不断磨砺公司的核心技术，这将大大提升企业的资源使用效率，实现企业生态循环，助力企业成为世界一流的绿色建筑集成服务商。

图 8：钢结构住宅技术许可合作模式示意图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2.2. 技术积淀为新模式保驾护航

先进的技术体系是技术许可模式的基础，也是抵御竞争对手复制合作模式的关键门槛。公司是“国家住宅产业化基地”，有 15 年住宅产业化经验，共获近 300 项国家专利成果，拥有国家级实验室(CNAS 认证)、美国钢结构协会 AISC 认证、新加坡 SSSS 认证、欧盟 DVS、欧洲焊接生产企业 DIN18800-7 认证。

表 6：公司及子公司新获专利情况

| 时间 | 数量 | 专利名称 |
|------|----|--|
| 2011 | 30 | 预制混凝土空调室外机搁板、简易拆卸磁力杆、装配式钢筋桁架楼承板装配平台、螺栓连接式女儿墙柱等 |
| 2012 | 20 | 一种装配式楼承板、简易拆卸磁力杆、装配式钢筋桁架楼承板装配平台、超高层钢结构柱脚预埋定位支架、半自动切割导航器、移动式吊装架、主次梁铰接支架、加强型钢结构体、一种钢结构调形装置、一种隔板贯通式箱型柱与 H 型钢梁连接节点 |
| 2013 | 44 | 构架与砼墙体组合式立体停车库、装配式楼承板、装配式钢筋桁架楼承板联接件自动组装机、钢筋混凝土梁施工装置、钢筋混凝土墙体施工装置等 |
| 2014 | 80 | 一种蒸压加气混凝土、可调式装配台架平台、钢板剪力墙限制竖向荷载装置、钢管束住宅组合结构体系相关专利 |
| 2015 | 33 | 钢管束组合剪力墙结构住宅体系相关专利 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

新住宅结构体系全方位领先传统结构。公司在钢结构领域深耕多年，研发出第三代住宅产业化技术体系，即钢管束住宅组合结构体系，已获 50 余项专利，是近几年技术输出的核心，将成为商业模式变革中的重要武器。其采用新型钢管混凝土束组合剪力墙、H 型钢梁，钢筋桁架在工厂交付，现场浇筑混凝土形成楼板，墙体采用轻质隔墙，建筑外墙装饰采用 CGA 板，相较传统钢筋混凝土结构具备性能、效益上的双重优势。

钢管束住宅组合结构体系已通过天津大学工程学院抗震实验认证，并获得浙江省备案的企业标准，且将在全国快速复制。此外，该技术在钱江世纪城人才专项房 11 号楼、万郡大都城、新疆亚欧项目、厦门帝景苑、绿城九龙仓柳岸晓风等项目中得以成功应用。这为公司日后钢结构住宅市场业务的推广奠定了坚实的基础。技术壁垒高，公司先发优势明显，短期内新模式难以被竞争对手复制。

技术获房企和业主认可，大规模市场化可期。公司的钢管束组合住宅技术作为装配式建筑的技术路线之一，在成本和性能上较国家标准（二代技术）均实现优化，过去担忧的隔音/防火/防腐/抗震等得到解决，实现市场化接单：为绿城九龙仓打造的滨江地王项目“柳岸

晓风”发挥工期短、户型开间大的优势，提前两月开盘且销售一空，其他商品房如厦门帝景苑和万郡大都城亦销售良好，表明业主和房企对公司技术实力的充分认可。

图 9：钢管束组合住宅体系优势

| | | | |
|-------------|---------------------------|--------------|--------------------|
| 布局灵活 | · 抗震性能好 · 非承重轻质隔墙可改变位置 | 建设周期短 | · 主体工期缩短50% |
| 得房率高 | · 墙薄，多得5-8%面积 | 综合投资省 | · 基础造价省10% |
| 绿色环保 | · 不含石棉、噪音小 · 100%回收 | 施工质量优 | · 钢构件工厂生产精度高、隐蔽工程少 |

资料来源：互联网资料整理，安信证券研究中心

3.2.3. 新业务模式增长超预期，有望促业绩加速

新模式自出世便获得市场认可，扩张速度呈现高速增长态势。2015 年公司落地订单 9 个，许可费合计 3.06 亿元；2016 年至今落地订单 15 个，许可费合计 5 亿元。预计全年新模式订单数量与金额将实现高速增长，未来将构筑技术输出大平台。

跑马圈地全国布局，因地制宜设置合作条件。公司已将新业务模式推广至全国 14 个省和直辖市，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。由于各地经济发展水平参差，公司初步设置三档许可费，3000 万元、3500 万元、4000 万元，各档占比相近。此外，依据不同地区房产开发规模，公司设置了限定合作方数量。在诸如安徽合肥、河南郑州之类的省会城市，所限合作方数量较多，为 5-6 家；而在一些开发量少的城市，限定合作方数量较少，为 1-2 家。

后期服务费将开启新利润增长点。除新模式推进下一次性技术许可费持续增长之外，随着公司前期布局的合作网络完成建设正式投产，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。据公告上半年成立 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，另有 7 家已有订单在手，处于设计阶段。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可观利润。

表 7：杭萧钢构技术授权公司汇总

| 时间 | 授权公司 | 许可费 (万元) | 所在地 |
|-----------|--------------------|--------------|--------|
| 2014 年 | 9 月 10 日 河北世人美石房地产 | 4000 | 河北邯郸 |
| | 3 月 17 日 呼图壁县文汇房地产 | 4000 | 新疆乌鲁木齐 |
| | 7 月 2 日 福建一建集团 | 3000 | 福建三明 |
| | 7 月 17 日 河北钢山房产 | 3000 | 河北保定 |
| | 8 月 24 日 江苏巨业建设集团 | 3600 | 江苏南通 |
| 2015 年 | 8 月 27 日 兰考中鑫钢构 | 3000 | 河南兰考 |
| | 9 月 1 日 四川瑞泽地产集团 | 3500 | 四川遂宁 |
| | 9 月 21 日 河南富春建设 | 3500 | 河南郑州 |
| | 9 月 24 日 章丘市第二建筑 | 3500 | 山东济南 |
| | 12 月 5 日 四川华泰建设 | 3500 | 四川广安 |
| 小计 | | 30600 | |
| 2016 年 | 1 月 29 日 湖北武钢雅苑 | 3000 | 湖北鄂州 |
| | 2 月 3 日 山东北新汇隆 | 3500 | 山东菏泽 |
| | 2 月 5 日 西部矿业集团 | 3000 | 青海西宁 |

| | | | |
|-------|--------------|--------------|--------|
| 2月24日 | 韩城市建设投资公司 | 3500 | 陕西渭南 |
| 4月11日 | 山东蓬建建工集团 | 4000 | 山东烟台 |
| 4月22日 | 湖北麻一 | 3000 | 湖北黄冈 |
| 4月26日 | 安徽天筑建设 | 3000 | 安徽阜阳 |
| 5月9日 | 安徽石强新型材料有限公司 | 4000 | 安徽合肥 |
| 5月18日 | 重庆跃龙钢构 | 4000 | 重庆 |
| 5月30日 | 贵州跃龙钢结构有限公司 | 3000 | 贵州黔南 |
| 6月30日 | 大同泰瑞 | 3000 | 山西大同 |
| 6月30日 | 江苏万年达金属 | 3000 | 江苏连云港 |
| 8月19日 | 宣化钢铁 | 3500 | 河北宣化 |
| 9月2日 | 甘肃嘉洪钢结构 | 3000 | 甘肃嘉洪 |
| 9月10日 | 新疆维泰开发建设 | 3500 | 新疆乌鲁木齐 |
| | 小计 | 50000 | |
| | 合计 | 84600 | |

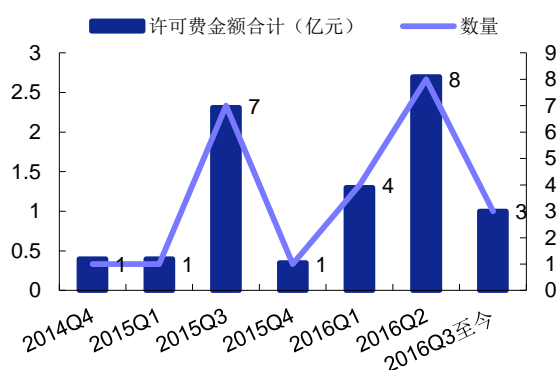
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 8：合资公司承接项目情况

| 合资公司 | 已承接项目 |
|--------|--------------------------------------|
| 新疆天玖杭萧 | 新疆开利星空住宅小区项目 |
| 三明杭萧 | 梅列经济开发区小蕉工业园区生活配套服务区 PPP 建设项目（安置房 A） |
| 东城杭萧 | 章丘东城花苑项目 |
| 武钢雅苑 | 雷山项目（鄂城水泥厂棚户区改造）和润马塘项目 |
| 汇隆杭萧 | 闽江路住宅小区 49 号和 51 号楼工程项目 |
| 陕建杭萧 | 韩城新开区孵化基地项目、韩城褐马鸡保护基地项目 |
| 蓬建杭萧 | 山东蓬建集团海怡城住宅项目 |
| 万年达杭萧 | 2 栋保障房项目 |

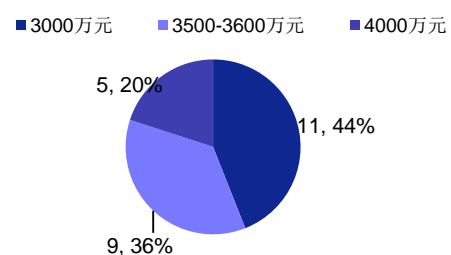
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：公司分季度签单数量及金额



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11：公司签单许可费按金额分类数量及占比



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

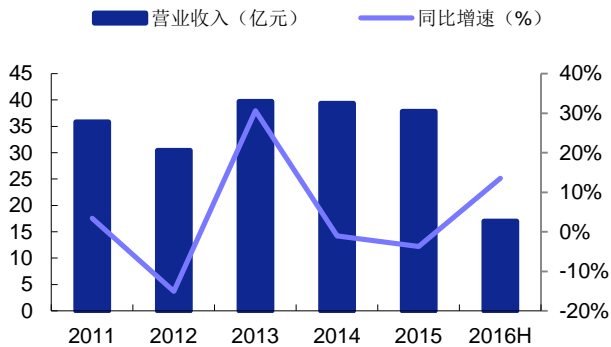
3.3. 新模式下财务表现显著改善

3.3.1. 新模式下净利润大幅增长，业绩加速提升

公司 2011-2015 营业收入较稳定，从 35.81 增长到 37.86 亿元，CAGR 为 1.4%。2011-2015 归母净利润从 0.71 增长到 1.21 亿元，CAGR 为 14.28%。2015 年收入同比

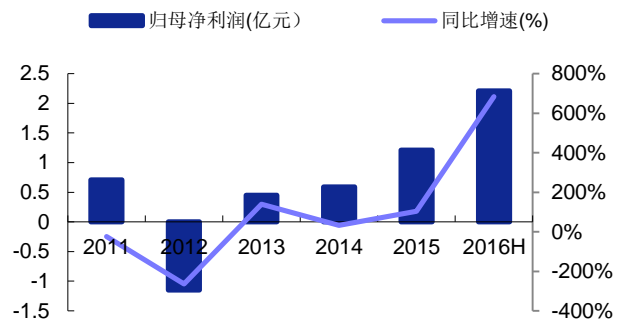
下滑 3.72%，归母净利润同比增长 103.37%，主要是公司签订了众多特许经营性质的合作协议并收取高毛利的资源使用费。中报收入 16.99 亿元，同增 13.51%，其中技术授权费收入 4 亿；归母净利润 2.21 亿元，同增 683.03%，超市场预期。

图 12：公司历年收入及增长率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：公司历年净利润及增长率

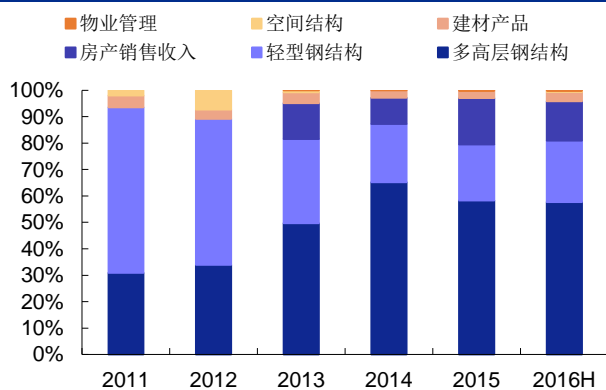


资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司主营业务为多层钢结构、轻型钢结构、房地产销售、建材产品业务，其中多高层钢结构业务收入逐年上升，2016 年中期占比 43.34%。

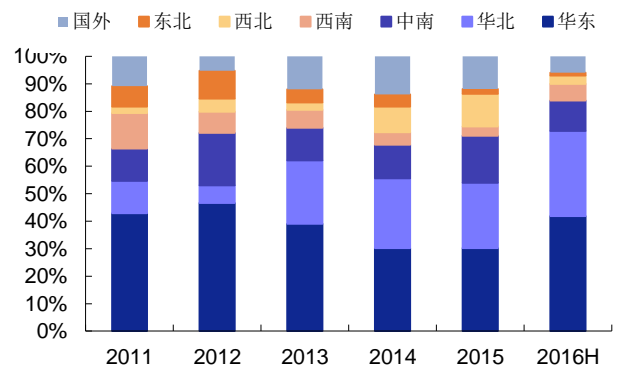
地区分布方面，公司收入主要来自华东地区，并向华北、中南地区拓展。2015 年华东/华北/中南区域收入占比分别为 32%/23%/8%，业务逐步向全国推进。

图 14：公司历年收入分业务构成



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 15：公司历年收入分地区构成



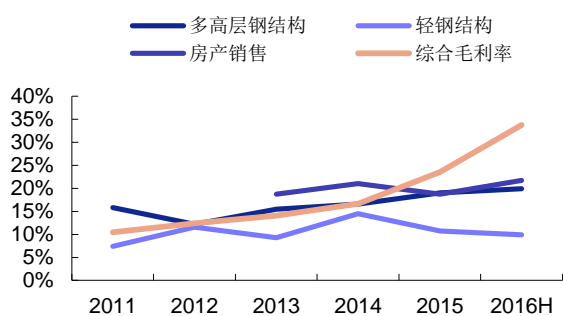
资料来源：Wind，安信证券研究中心

3.3.2. 毛利率显著提升，研发支出不断提高

公司近年来综合毛利率显著提升，从 10.47% 增长到 33.77%，2016 年遥遥领先行业内可比公司，主要是由于公司大力发展了高毛利的技术许可模式。且随着该模式顺利推进，毛利上升仍有较大空间。多高层钢结构毛利率从 2012 年起稳步提升，从 12.20% 增长到 19.9%；轻钢结构业务毛利率相对较低，2016 年中报为 9.92%。公司 2013 年开展的房产销售业务毛利率为 21.7%。

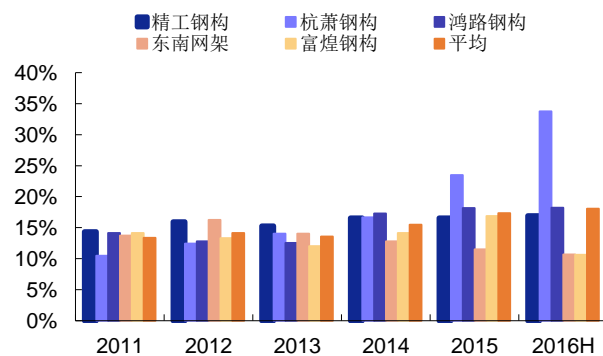
公司近三年三项费用率有所上升，三项费用率为 18.2%，高于业内可比上市公司。其中管理费用率增幅较快、占比最大，2015 年中期为 13.75%，主要是股权激励计划确认费用和研发支出较高。

图 16: 分产品毛利率



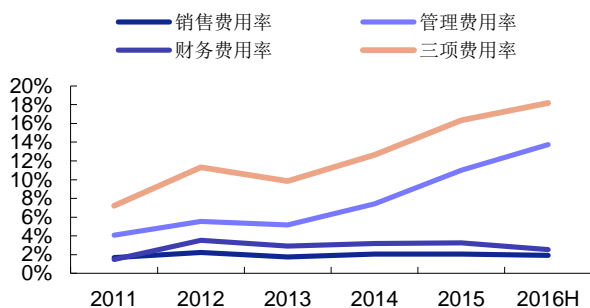
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 可比公司毛利率对比



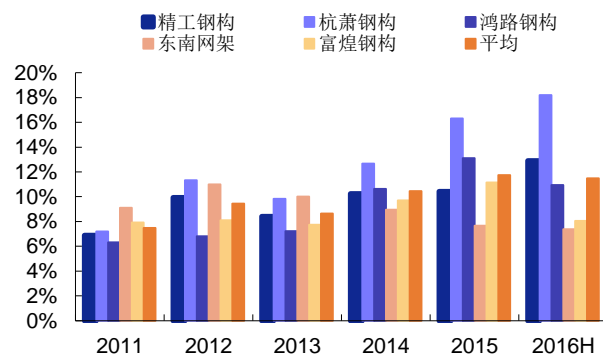
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 18: 公司三项费用分析



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 19: 可比公司期间费用率对比

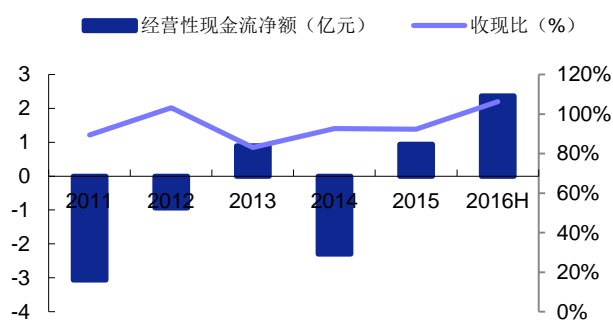


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.3.3. 回款大幅改善, 现金流情况良好

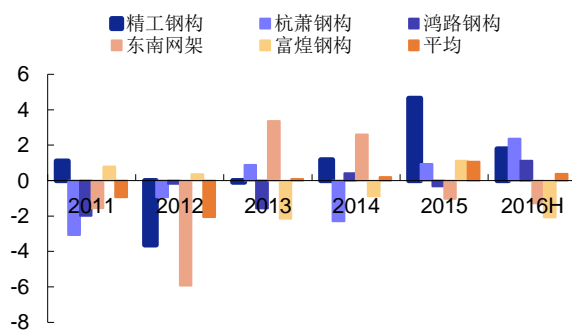
公司近三期经营性现金流净额分别为 -2.30/0.94/2.37 亿元, 收现比分别为 93%/92%/106%。2015 年以来现金流状况大幅转好, 主要是公司新模式贡献大量现金流入及加大传统业务收款力度。行业可比上市公司中, 公司回款能力良好, 现金流情况高于平均水平。

图 20: 公司历年经营性现金流净额及收现比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 21: 2011-2015 年可比公司现金流情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.3.4. 偿债能力稳步上升，应收账款周转率领先同行

公司近三年资产负债率稳步下降，优于行业平均水平。流动比率有所上升，接近行业平均水平。速动比率有所上升，但仍低于行业中可比公司。应收账款周转率与行业趋势相同大幅下降，但仍优于行业中可比公司。

表 9：可比公司财务数据

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016H |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产负债率 (%) | | | | |
| 精工钢构 | 72.40 | 65.49 | 66.11 | 60.75 |
| 杭萧钢构 | 80.73 | 75.75 | 68.94 | 66.90 |
| 鸿路钢构 | 66.11 | 68.04 | 64.40 | 64.49 |
| 东南网架 | 72.18 | 74.99 | 73.27 | 71.09 |
| 富煌钢构 | 80.08 | 82.15 | 77.92 | 80.62 |
| 平均 | 74.30 | 73.28 | 70.13 | 68.77 |
| 速动比率 | | | | |
| 精工钢构 | 0.52 | 0.56 | 0.62 | 0.69 |
| 杭萧钢构 | 0.27 | 0.33 | 0.45 | 0.41 |
| 鸿路钢构 | 0.57 | 0.61 | 0.64 | 0.63 |
| 东南网架 | 0.58 | 0.61 | 0.66 | 0.73 |
| 富煌钢构 | 0.51 | 0.51 | 0.63 | 0.66 |
| 平均 | 0.49 | 0.52 | 0.60 | 0.62 |
| 流动比率 | | | | |
| 精工钢构 | 1.27 | 1.25 | 1.39 | 1.50 |
| 杭萧钢构 | 1.03 | 1.14 | 1.25 | 1.26 |
| 鸿路钢构 | 1.16 | 1.16 | 1.21 | 1.23 |
| 东南网架 | 1.04 | 1.05 | 1.12 | 1.15 |
| 富煌钢构 | 0.94 | 0.97 | 1.04 | 1.21 |
| 平均 | 1.09 | 1.11 | 1.20 | 1.27 |
| 应收账款周转率 | | | | |
| 精工钢构 | 4.89 | 4.07 | 3.93 | 1.55 |
| 杭萧钢构 | 7.83 | 5.68 | 4.24 | 1.74 |
| 鸿路钢构 | 4.34 | 2.80 | 1.92 | 0.94 |
| 东南网架 | 2.15 | 2.23 | 2.22 | 0.97 |
| 富煌钢构 | 4.12 | 3.06 | 1.78 | 0.95 |
| 平均 | 4.67 | 3.57 | 2.82 | 1.23 |

资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. 风险因素

建筑产业化推进不达预期风险，市场竞争风险。

5. 盈利预测与估值

预计公司近两年业绩增长主要来自技术授权快速扩充带来的初始授权费，中长期将转为相对稳定的技术服务费及钢构厂投资收益，受益下游市场技术替代的机遇。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 4.43/5.98/7.96 亿元，EPS 分别为 0.39/0.53/0.71 元（增发摊薄），给予 12.6 元目标价，买入 -A 评级。

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 | 3,975.8 | 4,154.7 | 4,403.9 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 3,277.1 | 2,896.3 | 2,703.5 | 2,742.1 | 2,774.5 | 营业收入增长率 | -1.0% | -3.7% | 5.0% | 4.5% | 6.0% |
| 营业税费 | 56.5 | 74.5 | 39.8 | 41.5 | 44.0 | 营业利润增长率 | -0.5% | 136.0% | 295.3% | 36.3% | 32.1% |
| 销售费用 | 81.2 | 77.8 | 83.5 | 83.1 | 88.1 | 净利润增长率 | 32.9% | 103.4% | 267.8% | 34.9% | 33.1% |
| 管理费用 | 291.3 | 417.0 | 457.2 | 415.5 | 374.3 | EBITDA 增长率 | 1.7% | 28.5% | 90.9% | 26.5% | 26.6% |
| 财务费用 | 125.6 | 123.4 | 11.8 | -34.7 | -64.0 | EBIT 增长率 | 4.9% | 47.5% | 130.1% | 28.7% | 30.0% |
| 资产减值损失 | 31.5 | 32.5 | 30.0 | 20.0 | 15.0 | NOPLAT 增长率 | 4.7% | 48.0% | 129.6% | 28.7% | 31.6% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 14.1% | -0.4% | -21.7% | 7.1% | -33.0% |
| 投资和汇兑收益 | - | -0.3 | 1.0 | 0.2 | 0.3 | 净资产增长率 | 32.6% | 25.9% | 55.9% | 17.6% | 19.7% |
| 营业利润 | 69.8 | 164.7 | 650.9 | 887.4 | 1,172.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 23.6 | 16.6 | 25.0 | 30.2 | 23.9 | 毛利率 | 16.7% | 23.5% | 32.0% | 34.0% | 37.0% |
| 利润总额 | 93.3 | 181.3 | 675.9 | 917.6 | 1,196.3 | 营业利润率 | 1.8% | 4.3% | 16.4% | 21.4% | 26.6% |
| 减:所得税 | 19.7 | 37.8 | 141.9 | 192.7 | 239.3 | 净利润率 | 1.5% | 3.2% | 11.1% | 14.4% | 18.1% |
| 净利润 | 59.3 | 120.5 | 443.2 | 597.9 | 795.7 | EBITDA/营业收入 | 7.9% | 10.5% | 19.1% | 23.1% | 27.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 5.0% | 7.6% | 16.7% | 20.5% | 25.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 固定资产周转天数 | 70 | 70 | 60 | 43 | 28 |
| 货币资金 | 582.6 | 646.5 | 916.0 | 1,284.2 | 2,780.1 | 流动营业资本周转天数 | 154 | 181 | 154 | 142 | 122 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 488 | 519 | 492 | 500 | 538 |
| 应收帐款 | 875.3 | 1,051.2 | 1,047.1 | 1,030.2 | 1,171.8 | 应收帐款周转天数 | 70 | 92 | 95 | 90 | 90 |
| 应收票据 | 13.1 | 79.5 | 17.7 | 59.9 | 39.3 | 存货周转天数 | 354 | 350 | 306 | 297 | 265 |
| 预付帐款 | 61.3 | 37.7 | 54.8 | 46.7 | 50.8 | 总资产周转天数 | 583 | 616 | 577 | 567 | 588 |
| 存货 | 3,920.8 | 3,448.5 | 3,310.3 | 3,544.9 | 2,928.9 | 投资资本周转天数 | 237 | 262 | 222 | 193 | 158 |
| 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% | 16.5% | 19.3% | 21.7% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 1.1% | 2.2% | 8.4% | 10.7% | 12.6% |
| 长期股权投资 | - | 31.5 | 31.5 | 31.5 | 31.5 | ROIC | 6.4% | 8.3% | 19.0% | 31.3% | 38.4% |
| 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% | 11.5% | 10.0% | 8.5% |
| 无形资产 | 129.3 | 126.0 | 121.4 | 116.9 | 112.4 | 财务费用率 | 3.2% | 3.3% | 0.3% | -0.8% | -1.5% |
| 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% | 13.9% | 11.2% | 9.0% |
| 资产总额 | 6,535.3 | 6,423.0 | 6,320.3 | 6,766.1 | 7,625.0 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 1,798.8 | 1,422.5 | - | - | - | 资产负债率 | 75.8% | 68.9% | 50.8% | 45.9% | 42.6% |
| 应付帐款 | 1,318.1 | 1,315.7 | 1,134.7 | 1,367.7 | 1,166.6 | 负债权益比 | 312.4% | 222.0% | 103.2% | 85.0% | 74.2% |
| 应付票据 | 792.0 | 514.0 | 705.1 | 574.6 | 691.1 | 流动比率 | 1.14 | 1.25 | 1.74 | 1.99 | 2.23 |
| 其他流动负债 | 953.8 | 1,073.2 | 1,297.1 | 1,112.6 | 1,323.5 | 速动比率 | 0.33 | 0.45 | 0.69 | 0.83 | 1.31 |
| 长期借款 | 73.5 | 30.0 | - | - | - | 利息保障倍数 | 1.56 | 2.33 | 55.96 | -24.60 | -17.31 |
| 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 | 3,209.7 | 3,108.4 | 3,247.6 | DPS(元) | 0.03 | 0.05 | 0.12 | 0.16 | 0.21 |
| 少数股东权益 | 411.3 | 338.7 | 429.5 | 556.5 | 717.8 | 分红比率 | 56.0% | 40.3% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 股本 | 553.5 | 808.9 | 1,124.4 | 1,124.4 | 1,124.4 | 股息收益率 | 0.3% | 0.5% | 1.3% | 1.7% | 2.3% |
| 留存收益 | 617.0 | 869.4 | 1,556.6 | 1,976.8 | 2,535.2 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,584.6 | 1,994.7 | 3,110.6 | 3,657.7 | 4,377.4 | | | | | | |
| | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | EPS(元) | 0.06 | 0.11 | 0.39 | 0.53 | 0.71 |
| 现金流量表 | | | | | | BVPS(元) | 1.11 | 1.57 | 2.38 | 2.76 | 3.25 |
| 净利润 | 73.6 | 143.5 | 443.2 | 597.9 | 795.7 | PE(X) | 165.5 | 81.4 | 23.6 | 17.5 | 13.1 |
| 加:折旧和摊销 | 114.6 | 110.8 | 96.9 | 108.4 | 108.4 | PB(X) | 8.4 | 5.9 | 3.9 | 3.4 | 2.9 |
| 资产减值准备 | 31.5 | 32.5 | - | - | - | P/FCF | -37.5 | -45.5 | -25.4 | 24.9 | 6.6 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/S | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 2.5 | 2.4 |
| 财务费用 | 120.5 | 128.7 | 11.8 | -34.7 | -64.0 | EV/EBITDA | 15.9 | 27.8 | 13.1 | 10.1 | 6.9 |
| 投资损失 | - | 0.3 | -1.0 | -0.2 | -0.3 | CAGR(%) | 114.3% | 88.2% | 100.7% | 114.3% | 88.2% |
| 少数股东损益 | 14.4 | 23.0 | 90.8 | 127.0 | 161.3 | PEG | 1.4 | 0.9 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| 营运资金的变动 | -532.5 | -130.7 | 421.7 | -312.9 | 604.0 | ROIC/WACC | 0.6 | 0.8 | 1.8 | 3.0 | 3.7 |
| 经营活动产生现金流量 | -230.1 | 94.4 | 1,063.5 | 485.5 | 1,605.1 | REP | 2.9 | 5.1 | 2.5 | 1.4 | 1.5 |
| 投资活动产生现金流量 | -34.3 | -64.5 | 88.5 | 48.6 | 48.9 | | | | | | |
| 融资活动产生现金流量 | 300.3 | 181.3 | -882.5 | -165.9 | -158.1 | | | | | | |

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

夏天、宋易潞声明，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 |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 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