

杭萧钢构 (600477)

证券研究报告

2017年04月17日

战略合作商业模式快速推进，现金流大幅改善

订单情况略微好转，战略合作业务落地迅速

公司 2016 年新签合同额 51.23 亿元 (不含房产销售)，同增 3.08%，其中金额在 5000 万元以上的重大合同 15 个、总金额 22.492 亿元，签署战略合作协议 29 个、涉及资源使用费 9.78 亿元。战略合作业务落地迅速，合作参股钢构公司中，有 36 家取得经营执照，15 家完成厂房建设 (改造)，9 家顺利投产。政府大力推进装配式建筑发展的背景下，公司传统钢结构业务不断夯实，新商业模式全国推广落地，业绩有望持续快速增长。

营收大幅增长，毛利率情况向好

公司 2016 年营业收入 43.39 亿元 (其中房产销售 7.42 亿元)，同增 14.58%，实施技术许可业务资源使用费收入 9.15 亿元，同比增速 189.56%，该业务毛利 8.48 亿元，占公司 2016 年度毛利的 67.12%，成为公司新的利润增长点。

我们使用“毛利率-营业税金及附加/销售收入”这一指标来剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，用该指标计算得出 2016 年度的毛利率为 27.84%，较去年上升 6.3 个百分点，主要是战略合作业务高毛利贡献所致。

期间费用率小幅下降，净利润同比增速较大

2016 年期间费用率 14.69%，较去年同减 1.63 个百分点；其中销售费用率 1.62%，同减 0.43 个百分点；管理费用率 11.17%，同增 0.16 个百分点；财务费用率 1.90%，同减 1.36 个百分点，财务费用同比减少 33.09%，主要因本期归还借款及短期融资券导致利息支出减少所致。综合下来，2016 年公司净利润 4.398 亿元，同比增速 206.41%。

经营现金流充沛，为公司战略转型提供坚实支撑

2016 年收现比 0.981，较去年上升 5.78 个百分点，付现比 0.7099，较去年下降 18.51 个百分点，经营现金流净额 12.56 亿元，同比增速 1230.59%，主要原因是公司战略合作新业务收款增加以及加大工程收款力度所致。经营现金流充沛，可支持公司战略业务转型。良好现金流使公司有余力偿还部分借款，资产负债率逐步降低。

投资建议

公司拥有钢结构行业最高最全资质，钢结构住宅项目承接能力强，具备产业化发展条件；战略合作商业模式迅速推广，高毛利支撑公司业绩持续增长，公司技术服务型企业转型可期。综上，我们预计 2017-2019 年 EPS 为 0.56、0.66、0.80 元/股。对应 PE 为 24、20、17 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级

风险提示：新模式推进不达预期；政策推进不达预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,786.43	4,338.52	5,140.02	5,992.24	6,929.58
增长率(%)	(3.72)	14.58	18.47	16.58	15.64
EBITDA(百万元)	398.05	685.03	850.52	1,011.86	1,161.96
净利润(百万元)	120.51	448.76	586.54	701.71	843.85
增长率(%)	103.37	272.38	30.70	19.64	20.26
EPS(元/股)	0.11	0.42	0.56	0.66	0.80
市盈率(P/E)	115.71	31.07	23.76	19.86	16.52
市净率(P/B)	8.42	6.43	5.06	4.03	3.24
市销率(P/S)	3.68	3.21	2.71	2.33	2.01
EV/EBITDA	27.75	15.76	15.82	13.47	11.52

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	13.19 元
目标价格	16.9 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,057.15
流通 A 股股本(百万股)	954.63
A 股总市值(百万元)	13,943.80
流通 A 股市值(百万元)	12,591.58
每股净资产(元)	2.05
资产负债率(%)	63.66
一年内最高/最低(元)	13.82/6.58

作者

唐笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

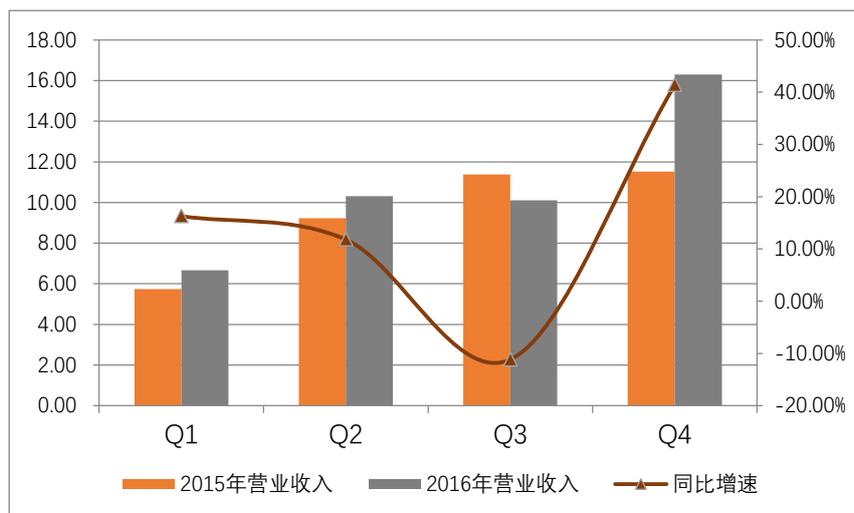
股价走势



资料来源：贝格数据

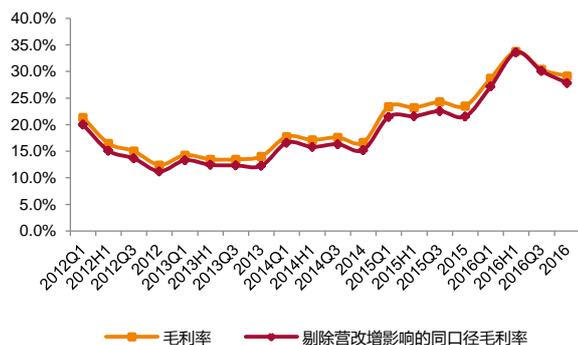
相关报告

图 1：2016 年与 2015 年公司单季营业收入（单位：亿元）及增速



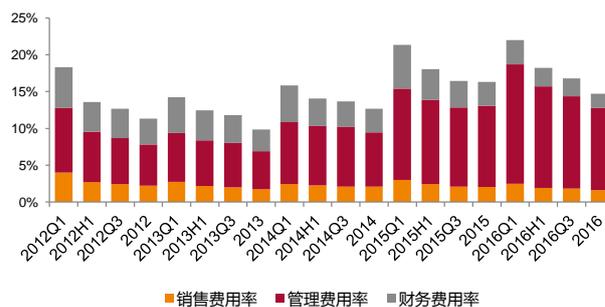
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：毛利率与剔除营改增影响的同口径毛利率变化



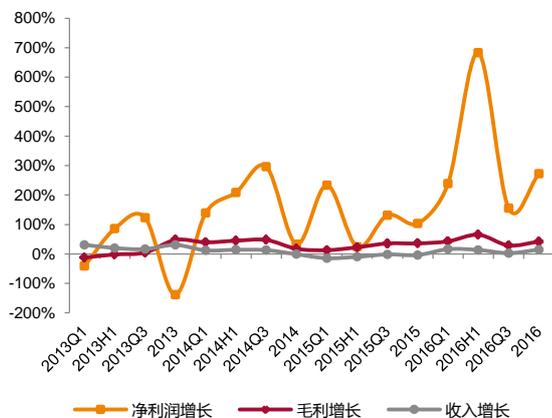
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：公司近 5 年三项费用率构成



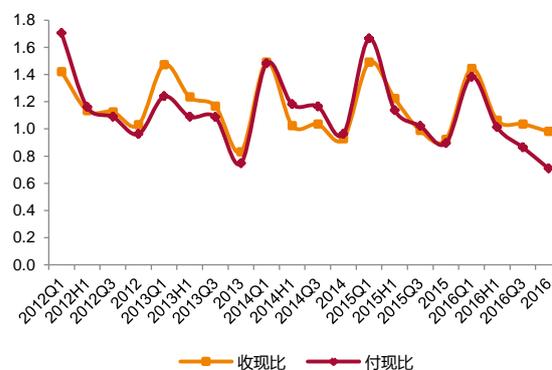
资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：公司盈利指标变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：公司收现比与付现比变化趋势



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：公司签署战略合作协议一览

公告日期	合作公司	乙方（或丙方）支付资源使用费用		与乙方（或加丙方）共同出资设立钢结构公司		许可经营区域范围
		固定费用（万元）	浮动费用（元/平米）	注册资本（万）	占股比例	
2014/9/9	河北事人美石	4000	5	3000	900 万元占股 30%	邯郸
2015/3/16	新疆呼图壁县文	4000	5	3333	1000 万元占股 30%	乌鲁木齐
2015/7/2	福建一建集团	3000	8	2500	500 万元占股 20%	三明
2015/7/17	河北钢山	3000	5	2500	500 万元占股 20%	保定
2015/8/24	江苏巨业建设集团	3600	6	10000	1000 万元占股 10%	南通
2015/8/27	兰考中鑫钢构	3000	5	5000	500 万元占股 10%	兰考
2015/9/1	四川瑞泽地产	3500	5	3000	900 万元占股 30%	遂宁
2015/9/21	河南富春建设	3500	5	10000	1000 万元占股 10%	郑州
2015/9/24	章丘二建	3500	5	2500	500 万元占股 20%	济南
2015/12/5	四川华泰	3500	5	3000	600 万元占股 20%	广安
2016/1/29	湖北武钢雅苑钢结构	3000	5	6000	900 万元占股 15%	鄂州
2016/2/3	山东北新汇隆	3500	5	4000	1000 万元占股 25%	菏泽
2016/2/5	西部矿业	3000	5	10000	1000 万元占股 10%	西宁
2016/2/26	韩城市经开区	3500	5	10000	1000 万元占股 10%	渭南
2016/4/11	山东蓬建建工	4000	5	4000	1000 万元占股 25%	烟台
2016/4/23	湖北麻一建设有限公司	3000	5	4000	600 万元占股 15%	湖北省黄冈市
2016/4/27	安徽天筑建设（集团）有限公司	3000	5	5000	500 万元占股 10%	安徽省阜阳市
2016/5/9	安徽石强新型材料有限公司	4000	5	5000	1000 万元占股 20%	安徽省合肥市
2016/5/19	重庆跃龙钢构股份有限公司	4000	5	10000	1000 万元占股 10%	重庆市
2016/5/30	贵州跃龙钢结构有限公司	3000	5	10000	1000 万元占股 10%	黔南布依族苗族自治州
2016/7/1	大同泰瑞集团建设有限公司	3000	5	10000	1000 万元占股 10%	山西省大同市
2016/7/1	江苏万年达金属制品有限公司	3000	5	9100	600 万元 + 接受赠与 3.4% 股份占股 10%	江苏省连云港市
2016/8/19	宣化钢铁集团有限责任公司（乙方）	3500	5	15000	1500 万元占股 10%	张家口市
2016/9/2	甘肃嘉洪钢结构工程有限公司	3000	5	10000	1000 万元占股 10%	甘肃平凉市
2016/9/10	新疆维泰开发建设（集团）股份有限公司	3500	5	10000	1000 万元占股 10%	乌鲁木齐市
2016/9/21	东营邦润新材料有限公司	3200	8	5000	1000 万元占股 20%	山东省东营市
2016/9/27	河南省平萧建设工程有限公司	3000	5	10000	1000 万元占股 10%	河南省平顶山市
2016/9/29	湖北华林建设工程集团有限公司	3500	5	7000	1400 万元占股 20%	湖北省十堰市
2016/10/10	商丘市鑫佳房地产开发有限公司	3000	5	5000	1000 万元占股 20%	河南省商丘市
2016/10/31	贵州盛红科技有限责任公司	3000	5	4000	1000 万元占股 25%	贵州省六盘水市
2016/10/31	巴中市华兴实业有限公司	3500	5	10000	1000 万元占股 10%	新疆巴中市
2016/10/31	于都县华强水泥制品有限公司	3000	6	8000	1000 万元占股 12.5%	江西省赣州市
2016/11/11	安徽耀博建设工程有限公司	3500	6	10000	1000 万元占股 10%	浙江省衢州市
2016/11/26	烟台胜润置业有限公司	3500	6	10000	1000 万元占股 10%	山东省烟台地区
2016/11/28	山东蓬建建工集团有限公司（二次签订）	5100	5	10000	1000 万元占股 10%	山东省临沂市
2016/12/1	赤峰北奔重汽威龙专用车有限公司	3500	5	10000	1000 万元占股 10%	内蒙古赤峰市
2016/12/1	淮安市中天钢构有限公司	3500	5	10000	1200 万元占股 12%	江苏省淮安市
2016/12/16	南昌县城市建设投资发展有限公司（乙方）	875	5	5000	1000 万元占股 20%	
	江西众诚绿建科技有限公司（丙方）	2625	5			江西省南昌

2016/12/30	宁夏远高新能源装备制造有限公司	3000	6	4000	1000 万元占股 10%	宁夏回族自治区银川市
2017/1/24	绵阳宏达资产投资经营(集团)有限公司	3500	5	5000	500 万元占股 10%	四川省绵阳市
2017/2/21	江西鑫邦实业集团有限公司	3000	5	/	/	/
2017/3/1	安徽省民和置业有限公司	35000	5	5000	1000 万元占股 20%	亳州市内及所属县区
2017/3/7	玉溪市宇城钢结构有限公司	3500	5	10000	1000 万元占股 10%	玉溪市
2017/3/17	武汉东方建设集团有限公司	4000	5	5000	1500 万元占股 30%	湖北省武汉市
2017/4/1	洛阳县德星农业综合扶贫开发投资有限责任公司	3500	5	10000	1000 万元占股 10%	陕西省商洛市
2017/4/1	梅州市冠华装配建筑有限公司	3500	5	15000	1500 万元占股 10%	广东省梅州市
2017/4/15	福建六建集团有限公司	4000	5	10000	1500 万元占股 15%	福建省福州市

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	646.51	693.55	771.00	898.84	1,039.44	营业收入	3,786.43	4,338.52	5,140.02	5,992.24	6,929.58
应收账款	1,051.20	1,133.19	1,584.14	1,742.12	2,873.76	营业成本	2,896.28	3,075.14	3,601.95	4,162.23	4,868.85
预付账款	37.72	26.99	90.51	31.41	103.23	营业税金及附加	74.55	55.55	65.81	76.73	88.73
存货	3,448.49	3,150.66	3,806.04	4,232.76	5,170.79	营业费用	77.78	70.13	83.09	96.86	112.02
其他	207.30	111.53	142.44	188.56	159.05	管理费用	416.95	484.66	574.20	669.40	774.11
流动资产合计	5,391.22	5,115.92	6,394.13	7,093.69	9,346.26	财务费用	123.37	82.55	45.04	32.56	30.49
长期股权投资	31.46	87.46	137.46	172.46	207.46	资产减值损失	32.49	60.97	67.07	80.48	55.00
固定资产	745.51	722.68	655.32	587.10	517.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	7.52	13.94	17.36	19.42	20.65	投资净收益	(0.34)	(3.91)	2.00	2.00	25.00
无形资产	125.98	121.62	120.38	122.81	124.90	其他	0.68	7.82	(4.00)	(4.00)	(50.00)
其他	121.29	213.52	218.67	223.84	228.62	营业利润	164.67	505.59	704.85	875.97	1,025.37
非流动资产合计	1,031.77	1,159.22	1,149.20	1,125.63	1,098.99	营业外收入	41.00	40.14	40.14	40.42	40.23
资产总计	6,422.99	6,275.14	7,543.33	8,219.33	10,445.26	营业外支出	24.36	14.16	14.16	14.16	14.16
短期借款	1,422.50	899.35	349.41	554.87	490.95	利润总额	181.31	531.58	730.83	902.24	1,051.45
应付账款	1,315.75	1,413.29	1,811.30	1,917.32	2,429.77	所得税	37.77	91.76	126.16	155.74	181.50
其他	1,587.21	1,542.25	2,446.31	2,006.78	2,961.91	净利润	143.54	439.82	604.68	746.50	869.95
流动负债合计	4,325.46	3,854.89	4,607.02	4,478.97	5,882.64	少数股东损益	23.03	(8.94)	18.14	44.79	26.10
长期借款	30.00	70.50	0.00	45.00	0.00	归属于母公司净利润	120.51	448.76	586.54	701.71	843.85
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.11	0.42	0.56	0.66	0.80
其他	72.80	69.27	52.21	64.76	62.08						
非流动负债合计	102.80	139.77	52.21	109.77	62.08						
负债合计	4,428.26	3,994.66	4,659.24	4,588.74	5,944.72						
少数股东权益	338.71	111.76	129.90	174.69	200.79	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
股本	808.87	1,056.76	1,056.76	1,056.76	1,056.76	成长能力					
资本公积	443.08	284.28	284.28	284.28	284.28	营业收入	-3.72%	14.58%	18.47%	16.58%	15.64%
留存收益	869.45	1,110.89	1,697.42	2,399.13	3,242.99	营业利润	136.01%	207.03%	30.00%	20.00%	20.00%
其他	(465.37)	(283.21)	(284.28)	(284.28)	(284.28)	归属于母公司净利润	103.37%	272.38%	30.70%	19.64%	20.26%
股东权益合计	1,994.73	2,280.49	2,884.09	3,630.59	4,500.54	获利能力					
负债和股东权益总	6,422.99	6,275.14	7,543.33	8,219.33	10,445.26	毛利率	23.51%	29.12%	29.92%	30.54%	29.74%
						净利率	3.18%	10.34%	11.41%	11.71%	12.18%
						ROE	7.28%	20.69%	21.30%	20.30%	19.63%
						ROIC	8.25%	17.68%	26.46%	33.11%	27.80%
						偿债能力					
						资产负债率	68.94%	63.66%	61.77%	55.83%	56.91%
						净负债率	125.12%	98.92%	80.83%	96.80%	67.93%
						流动比率	1.25	1.33	1.39	1.58	1.59
						速动比率	0.45	0.51	0.56	0.64	0.71
						营运能力					
						应收账款周转率	3.93	3.97	3.78	3.60	3.00
						存货周转率	1.03	1.31	1.48	1.49	1.47
						总资产周转率	0.58	0.68	0.74	0.76	0.74
						每股指标(元)					
						每股收益	0.11	0.42	0.56	0.66	0.80
						每股经营现金流	0.09	1.19	0.76	-0.02	0.33
						每股净资产	1.57	2.05	2.61	3.27	4.07
						估值比率					
						市盈率	115.71	31.07	23.76	19.86	16.52
						市净率	8.42	6.43	5.06	4.03	3.24
						EV/EBITDA	27.75	15.76	15.82	13.47	11.52
						EV/EBIT	38.35	18.36	17.94	15.00	12.68

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	卓越时代广场 36 楼
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	邮编：518017
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	电话：(86755)-82566970
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-23913441
			邮箱：research@tfzq.com