

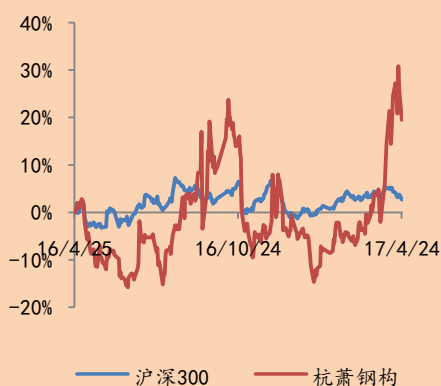


杭萧钢构 (600477)

投资评级: 买入

报告日期: 2017-04-25

股价走势:



研究员: 宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人: 高欣宇
0551-65161836
gaoxy_pro@126.com

联系人: 袁道升
0551-65161836
neilyds@163.com

行业龙头业绩稳增, 技术输出合作模式持续推广

——2016 年年度报告点评

事件: 公司发布 2016 年年度报告, 全年实现营收 43.39 亿元, 同比增长 14.58%, 归母净利润 4.49 亿元, 同比增长 272.38%, 基本每股收益 0.432 元/股, 同比增长 237.50%。

主要观点:

□ 传统主营收入稳中小降, 新商业模式业务助力利润大增

2016 年国内宏观经济增速继续放缓, 钢结构下游需求有所下滑。公司全年传统业务营收同比小幅下滑 1.38%, 其中多高层钢结构营收 17.19 亿元, 同比下滑 13.5%, 房产销售营收 7.42 亿元, 同比增长 23.22%。受到钢材价格上涨的影响, 钢结构行业整体毛利率下行明显, 公司的多高层钢结构和轻型钢结构业务毛利率分别下滑了 6.11 和 3.84 个百分点。三费整体占销售比例下滑 1.63 个百分点, 其中财务费用下滑 33.09%, 主要是是报告期内归还借款及短期融资券减少了利息支出。

公司自 2014 年开始实施以技术、品牌管理方法实施许可为核心的战略合作新业务, 该业务被市场接受范围逐年扩大, 继 2015 年与 9 家公司战略合作之后, 2016 年与 29 家公司签订了战略合作协议。这样一种以技术支持为核心的新业务模式持续为公司带来营收, 2016 年实现营收 9.60 亿元, 同比增长 166.30%, 贡献毛利 8.48 亿元, 占公司 2016 年总毛利的 67.12%。公司新业务业绩的稳增及高毛利率 (89.80%), 带来了公司 2016 年归母净利润大幅增长, 同比增长 272.38%。

□ 站稳主营, 加大研发力度, 寻求向服务业转型

作为钢结构行业龙头企业之一, 公司一直在轻型钢结构领域处于优势地位。近年来, 钢结构市场竞争激烈程度加剧, 行业毛利率普遍下行, 公司借助自身技术优势, 加大研发费用方面的投入, 向服务业转型寻求突破。2016 年, 公司研发支出达 2.02 亿元, 同比增长 60.77%。公司在强化自身技术优势的同时, 坚持技术输出模式, 与建筑企业的合作模式行业领跑, 对公司利润形成强有力支撑。

□ 定增预案落地, 再添绿色建筑项目

2016 年 7 月, 公司发布定增预案, 计划募集 7 亿元资金用于投向工业化、装配化钢结构绿色建筑示范项目·万郡大都城项目 3-4 期 (6.5 亿元, 项目总投资 17.78 亿元) 以及杭萧钢构工业化绿色建筑研究院建设项目 (5000 万元), 实际控制人不发生变动。公司作为我国绿色建筑的领军企业, 此次示范项目可以充分展现公司的技术优势, 继续为公司的技术输出合作模式发展做铺垫, 另外, 成立研究院有助于公司稳固技术的领先地位。若定增可顺利落地, 将大幅降低公司融资成本, 降低资产负债率并提高利润, 提升承接其他绿色建筑项目的可能性, 并巩固技术输出模式的盈利方式。

□ 盈利预测与估值

2016 年受行业竞争加剧的影响，公司主营钢结构业务业绩有所下滑，但技术输出的合作模式营收连续三年高增长，持续为公司带来利润支撑，2016 年归母净利润同比大增 272.38%。同时，公司注重技术研发，2016 年研发支出同比增长 60.77%。另外，若 2016 年 7 月落地的定增预案能顺利执行，公司有望稳固技术输出的盈利模式，夯实绿色建筑龙头地位。我们预测 2017-2019 年，公司 EPS 分别为 0.57 元/股、0.62 元/股、0.68 元/股，对应的 PE 分别为 22 倍、21 倍、19 倍，给予“增持”评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4339	5141	5758	6334
收入同比(%)	15%	19%	12%	10%
归属母公司净利润	449	607	653	720
净利润同比(%)	272%	35%	8%	10%
毛利率(%)	29.1%	30.2%	29.7%	29.5%
ROE(%)	19.3%	25.1%	21.5%	19.4%
每股收益(元)	0.42	0.57	0.62	0.68
P/E	29.85	22.04	20.51	18.59
P/B	6.18	5.27	4.38	3.67
EV/EBITDA	16	19	18	17

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,116	6,361	7,002	7,667	营业收入	4,339	5,141	5,758	6,334
现金	694	1,028	1,152	1,472	营业成本	3,075	3,589	4,048	4,465
应收账款	1,133	1,305	1,521	1,645	营业税金及附加	56	83	91	102
其他应收款	70	90	98	106	销售费用	70	96	110	118
预付账款	27	7	(16)	(38)	管理费用	485	617	691	760
存货	3,151	4,081	4,524	4,882	财务费用	83	102	136	154
其他流动资产	42	(150)	(276)	(400)	资产减值损失	61	1	0	(0)
非流动资产	1,159	993	909	843	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	87	40	53	60	投资净收益	(4)	0	0	0
固定资产	723	677	631	585	营业利润	506	654	683	735
无形资产	122	114	106	99	营业外收入	40	50	50	50
其他非流动资产	227	163	119	99	营业外支出	14	20	20	20
资产总计	6,275	7,353	7,912	8,510	利润总额	532	684	713	765
流动负债	3,855	4,594	4,682	4,704	所得税	92	0	0	0
短期借款	899	1,733	1,990	1,988	净利润	440	684	713	765
应付账款	1,331	1,443	1,677	1,859	少数股东损益	(9)	76	60	45
其他流动负债	1,625	1,418	1,016	857	归属母公司净利润	449	607	653	720
非流动负债	140	32	(79)	(141)	EBITDA	685	810	872	942
长期借款	71	71	71	71	EPS (元)	0.42	0.57	0.62	0.68
其他非流动负债	69	(39)	(150)	(211)					
负债合计	3,995	4,626	4,603	4,564					
少数股东权益	112	188	248	293					
股本	1,057	1,057	1,057	1,057					
资本公积	284	183	183	183					
留存收益	827	1,300	1,821	2,413					
归属母公司股东权益	2,169	2,540	3,061	3,654					
负债和股东权益	6,275	7,353	7,912	8,510					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1,256	(268)	140	625
净利润	440	607	653	720
折旧摊销	99	54	53	53
财务费用	81	102	136	154
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	480	(1,109)	(762)	(347)
其他经营现金	152	77	60	44
投资活动现金流	(198)	149	(13)	(7)
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(56)	48	(13)	(7)
其他投资现金	(142)	101	0	0
筹资活动现金流	(907)	521	(3)	(296)
短期借款	(523)	834	257	(1)
长期借款	41	0	0	0
普通股增加	248	0	0	0
资本公积增加	(159)	(101)	0	0
其他筹资现金	(513)	(212)	(259)	(295)
现金净增加额	151	401	124	321

主要财务比率				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	14.58%	18.50%	12.00%	10.00%
营业利润	207.03%	29.31%	4.44%	7.63%
归属于母公司净利润	272.38%	35.34%	7.50%	10.30%
获利能力				
毛利率(%)	29.12%	30.20%	29.70%	29.50%
净利率(%)	净利率	10.34%	11.81%	11.34%
ROE(%)	19.29%	25.07%	21.54%	19.38%
ROIC(%)	18.40%	32.35%	18.57%	16.85%
偿债能力				
资产负债率(%)	63.66%	62.90%	58.18%	53.63%
净负债比率(%)	96.85%	73.19%	49.74%	26.30%
流动比率	1.33	1.38	1.50	1.63
速动比率	0.51	0.50	0.53	0.59
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.75	0.75	0.77
应收账款周转率	4.23	4.51	4.36	4.28
应付账款周转率	3.45	3.71	3.69	3.58
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.42	0.57	0.62	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	(0.25)	0.13	0.59
每股净资产(最新摊薄)	2.05	2.40	2.90	3.46
估值比率				
P/E	29.8	22.0	20.5	18.6
P/B	6.2	5.3	4.4	3.7
EV/EBITDA	15.88	19.04	18.10	16.60

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。