

住宅装配龙头企业，轻资产运营利润高增

■ **历经行业洗牌期，钢结构有望迎来复苏：** 2013-2015年钢结构行业经历了市场洗牌期，小企业遭淘汰，龙头企业市场占有率提升。2016年工信部发文指出到2020年，钢结构产量翻一番达到1亿吨，钢结构行业迎来快速发展期。2017年住建部发文指出到2020年，全国装配式建筑占新建建筑面积达到15%以上，据我们测算，2015-2020年装配式建筑市场需求年复合增长率将达到37%以上，5年市场空间增量近2万亿，按照钢结构建筑占装配式建筑15%测算，钢结构装配式建筑5年空间增量近3000亿元。装配式建筑将有效带动钢结构需求，钢结构行业市场空间增大，其次装配式建筑使得钢结构企业从加工商转型总承包，行业经验数据表明，钢结构加工：工程总包=1:5，成功转型后，商业模式优化，营业收入上升。此外，转型后，企业产业链延长，可以享受设计端的高利润，企业盈利水平上升。龙头企业起步较早，有望率先收益。

■ **三代技术行业领先，住宅工业化龙头企业：** 公司专注住宅市场，注重技术研发，2016年投入研发费用2.02亿元，占公司2016年营收的4.66%，远高于行业均值2.86%。公司注重技术积累，目前已经更新至三代——装配式钢管束剪力墙结构住宅体系，能够提升得房率5%-8%，且缩短施工期一半以上。该技术已于2014年投入应用，目前已经成功在万郡大都城、钱江世纪城等项目中成功应用，市场认可度较高。

■ **首创新型商业模式，开启轻资产运营模式：** 2014年公司开启以技术输出为核心的新型战略合作模式，公司享受3000万元-4000万元的技术授权费和5-8元/平方米的技术使用费，同时出资1000万元-1500万元与合作方共同新设钢结构企业，产能壁垒打破。截止目前，公司已经与52家企业签订战略合作协议，覆盖21个省市，借助新型商业模式，公司全国布局进展神速，区域壁垒快速打破，有望提前占领市场。新型战略合作业务毛利高达90%以上，带动公司盈利水平持续提升，公司2016、2017Q1分别实现净利润4.4亿元和1.2亿元，同比增长272%和227%，未来公司利润高增可期，开启轻资产运营模式。

■ **新型商业模式快速签单，抢先布局受益雄安新区：** 公司2015-2017Q1，分别签单9笔、29笔、7笔，涉及资源使用费3.06亿元、9.78亿元和2.45亿元，同比增加了665%、220%、88%。雄安新区将建设成为绿色城市、智慧城市，装配式建筑作为主流将获重点推广。公司自2004年布局河北，成立河北杭萧、参股河北鑫冀，公司官网显示，河北杭萧控股80%，年产量10万余吨，2016年实现净利润1276万元，此外，

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**18.00元**

股价(2017-05-26) **12.84元**

交易数据

总市值(百万元)	13,573.80
流通市值(百万元)	12,257.46
总股本(百万股)	1,057.15
流通股本(百万股)	954.63
12个月价格区间	6.69/14.62元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-7.07	32.59	70.58
绝对收益	-8.48	28.92	80.82

金嘉欣

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030004
jinjx@essence.com.cn

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005
sudy@essence.com.cn
021-35082325

相关报告

- 杭萧钢构：战略合作加速推进，盈利持续向好/金嘉欣 2017-04-30
- 杭萧钢构：技术授权模式助高增，布局河北有望受益雄安新区建设/金嘉欣 2017-04-17
- 杭萧钢构：政策推动叠加市场示范效应，技术授权有望加速/夏天 2016-11-11
- 杭萧钢构：技术授权收入驱动业绩持续快速增长，现金流极佳/夏天 2016-10-30
- 杭萧钢构：【安信建筑】杭萧钢构：技术授权再下一城，高增长持续验证/夏天 2016-09-27

公司在河北保定（2家）、邯郸、张家口、邢台与5家企业签署战略合作协议，涉及资源使用费1.75亿元，后续享受5元/平方米的技术使用费收入和投资收益，预计雄安新区将带动全国新型城市建设，公司凭借新型商业模式，快速占领市场，有望率先受益。

■**投资建议：**公司作为住宅钢结构装配式龙头企业，享受装配式建筑推广红利，同时创新商业模式，盈利水平快速提升，公司提前布局河北省，有望受益雄安新区建设。给予买入-A投资评级，6个月目标价18元。我们预计公司2017年-2019年的收入分别为51.51亿元、61.04亿元和70.55亿元，对应增速分别为18.73%、18.51%和15.58%，2016-2018净利润分别为6.96亿元、9.30亿元和11.80亿元，对应增速分别为55%、34%和27%，成长性突出；给予买入-A的投资评级，6个月目标价为18.00元，相当于2017年27倍的动态市盈率。

■**风险提示：**装配式建筑推进不及预期、房地产市场持续低迷、公司订单落地不达预期等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,786.4	4,338.5	5,151.1	6,104.3	7,055.2
净利润	120.5	448.8	732.6	952.5	1,181.3
每股收益(元)	0.11	0.42	0.66	0.88	1.12
每股净资产(元)	1.57	2.05	2.44	3.12	4.04

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	112.6	30.2	19.5	14.6	11.5
市净率(倍)	8.2	6.3	5.3	4.1	3.2
净利润率	3.2%	10.3%	13.5%	15.2%	16.7%
净资产收益率	7.3%	20.7%	27.0%	28.2%	27.7%
股息收益率	0.4%	0.0%	1.6%	1.7%	1.6%
ROIC	8.3%	17.7%	34.5%	30.4%	39.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 公司概况：从钢结构制造到钢结构住宅，起步较早行业领先	5
1.1. 民营钢构龙头，股权结构清晰.....	5
1.2. 地产示范导入战略合作，新模式打开成长空间.....	5
1.3. 深耕行业三十载，技术实力遥遥领先.....	8
2. 行业概况：钢结构市场恢复性增长、装配式推广技术龙头受益	9
2.1. 历经行业低迷期，龙头占比上升.....	9
2.2. 钢结构获政府力捧，5年产量目标翻一番.....	9
2.3. 绿色建筑政策红利不断，钢结构装配式建筑迎来春天.....	10
2.4. 雄安引领绿色城市，抢先布局盈利可期.....	12
3. 公司分析：技术驱动新型合作落地，开启轻资产运营模式	13
3.1. 重技术厚积薄发，三代技术优势突出.....	13
3.2. 立足技术创新商业模式，突破产能及区域壁垒.....	15
3.3. 专利授权利润高，开启轻资产运营模式.....	16
4. TOC+技术授权+股权激励，开启盈利高速增长通道	18
4.1. TOC 现代管理模式，经营效率稳步提升.....	18
4.2. 受益轻资产运营模式，经营现金流持续好转.....	19
4.3. 股票期权激励机制，业绩增长再添动力.....	19
5. 估值及投资建议	20
5.1. 业绩预估：战略合作快速增长.....	20
5.2. 估值比较：公司业绩高增，估值较低.....	21
5.3. 投资建议：维持“买入-A”评级.....	22
5.4. 风险提示.....	22

图表目录

图 1：公司股权结构（2016 年年报）.....	5
图 2：2012-2016 公司各项业务营收状况.....	5
图 3：2012-2016 公司各项业务毛利情况.....	5
图 4：2012 年公司营收分布(单位：百万).....	6
图 5：2016 年公司营收分布（单位：百万）.....	6
图 6：公司各项业务毛利率（%）.....	6
图 7：房地产销售营收和毛利率.....	6
图 8：2015-2016 资源使用费收入及毛利情况.....	6
图 9：2014-2017Q1 战略合作规模.....	6
图 10：钢结构产量和出口目标.....	9
图 11：2015 年钢结构应用分布.....	9
图 12：新型城市 3 大定位对应钢结构发展逻辑分析.....	12
图 13：装配式钢管束剪力墙结构住宅体系的构成.....	14
图 14：与梅州市冠华装配建筑有限公司的合作模式图.....	16
图 15：新型战略合作模式盈利来源分析图.....	17
图 16：2014-2017Q1 战略合作数量及金额.....	17
图 17：2015-2017 一季度资源使用费收入情况.....	17

图 18: 公司技术授权业务分布 (按资源使用费金额)	18
图 19: 公司技术授权业务分布 (按数量统计)	18
图 20: 公司 2012-2016 经营性现金流情况	19
图 21: 杭萧钢构的核心投资逻辑	22
表 1: 公司战略合作协议汇总	7
表 2: 公司拥有的资质证书和相关认证表	8
表 3: 装配式房屋的优点	10
表 4: 华东各省装配式建筑目标及增速	10
表 5: 华东和全国 2016-2020 装配式建筑空间测算 (单位: 亿元)	10
表 6: 华东各省 2016-2020 装配式建筑空间测算 (单位: 亿元)	11
表 7: 全国钢结构装配式建筑市场空间敏感性分析	11
表 8: 装配式设计和现浇设计土建工程分项造价对比	12
表 9: 河北战略合作情况	13
表 10: 同行业公司研发费用占营收比例对比	14
表 11: 2016 年非公开增发募集资金投向	14
表 12: 三代剪力墙体系优越性	15
表 13: 同行业总资产周转率比较	18
表 14: 同行业盈利情况比较	19
表 15: 公司历次 股权激励情况	20
表 16: 2016 年年末公司高管薪酬与持股情况	20
表 17: 2017-2019 合计资源使用费预测	20
表 18: 合作方承接项目数量敏感性分析	21
表 19: 2017-2019 年公司各项业务营收预测 (单位: 百万)	21
表 20: 公司营业收入增速及净利润预估	21
表 21: 同行业企业估值比较(wind 一致预测数据截止 2017 年 5 月 30 日)	22

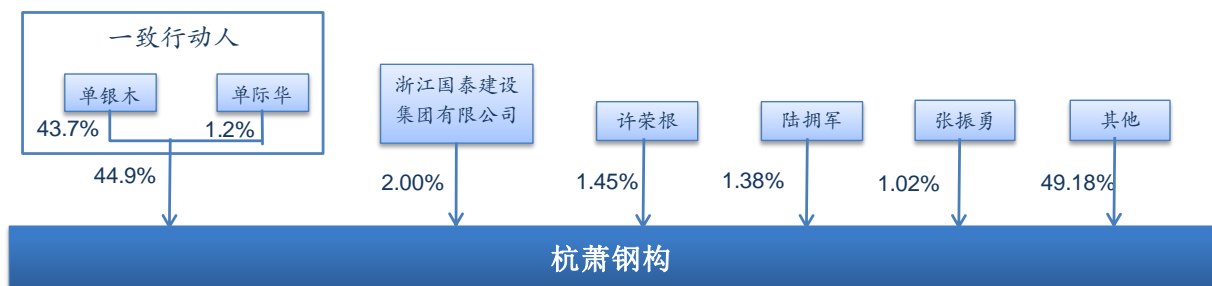
1. 公司概况：从钢结构制造到钢结构住宅，起步较早行业领先

1.1. 民营钢构龙头，股权结构清晰

浙江杭萧钢构股份有限公司（后称“杭萧钢构”或“公司”）前身为杭州杭萧钢结构有限公司，成立于1985年，公司2000年整体改制为股份有限公司，注册资本5237万元，2003年公司成功在上海证券交易所上市，成为钢结构行业首家上市公司，同时也是首个钢结构国家住宅产业化基地，浙江省推进新型建筑工业化示范企业。公司通过高新技术企业认证，享有税收优惠。

大股东持股比例高，股权结构清晰。公司实际控制人是单银木，持有公司43.7%的股份，另外一致行动人单际华持有公司1.2%股份，两人合计持有公司44.9%的股权；实际控制人是单银木担任公司总裁、公司及控股子公司董事长，单际华在公司未担任职务。

图 1：公司股权结构

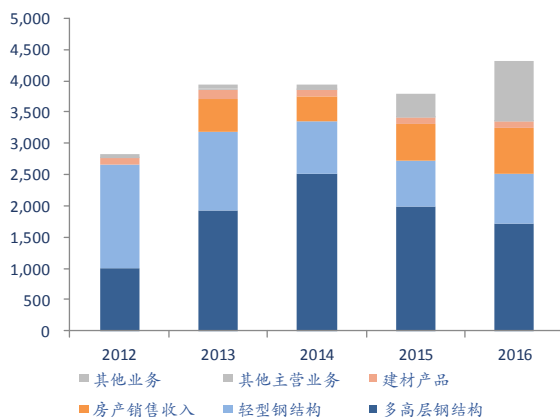


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.2. 地产示范导入战略合作，新模式打开成长空间

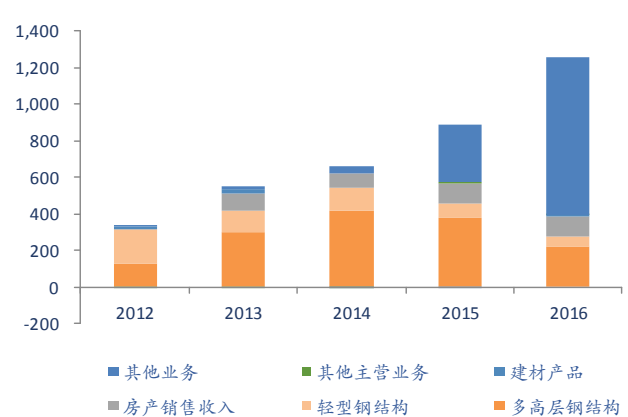
公司营业收入稳中有进，利润持续上升。公司上市以来主营业务主要包括多高层钢结构、轻钢结构、空间钢结构、建材产品，后为加大钢结构住宅推广力度，树立钢结构住宅样板工程，2013年公司开始涉足钢结构房地产开发业务。近年来公司营业收入整体稳中有进，2016年公司营业收入43.39亿元，同比上涨14.58%，分业务板块看，多高层钢结构收入下跌13.59%，轻型钢结构收入上涨9.72%，房产销售收入上涨23.22%，建材产品收入上涨8.08%，其他业务上涨166.3%。从盈利水平来看，公司业务毛利持续上升，2012-2016年毛利分别为3.78亿元、5.58亿元、6.56亿元、8.90亿元、12.63亿元，同比增长0.82%，47.62%，17.48%，35.73%，公司盈利水平不断提高。

图 2：2012-2016 公司各项业务营收状况



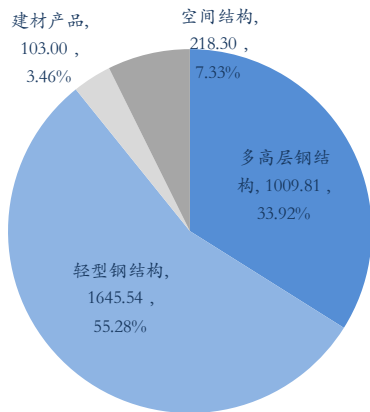
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 3：2012-2016 公司各项业务毛利情况



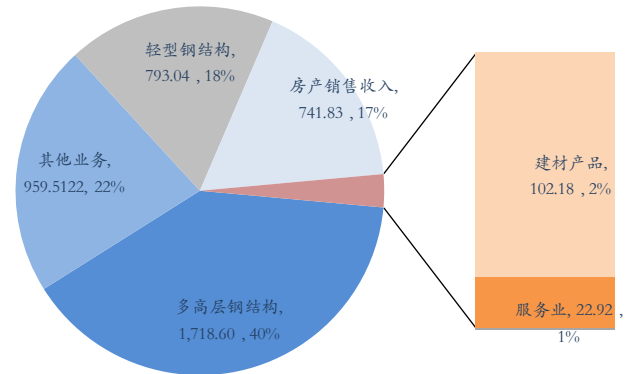
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：2012 年公司营收分布(单位：百万)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

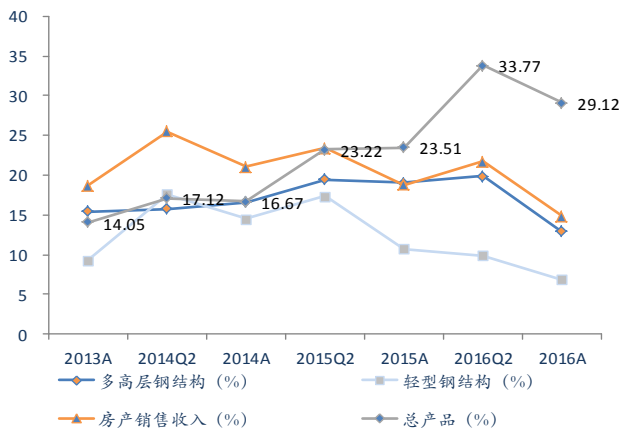
图 5：2016 年公司营收分布 (单位：百万)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

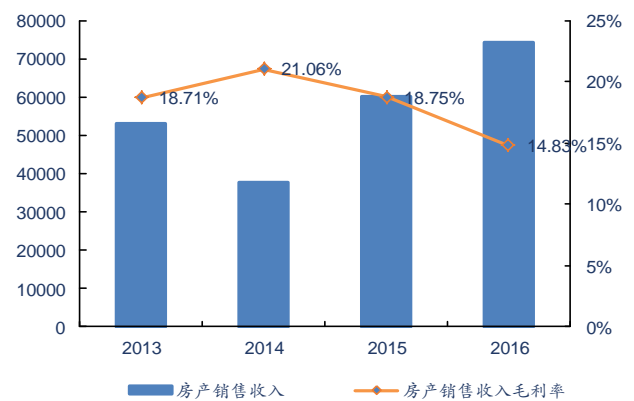
新增地产板块，销售营收持续上升。公司为推广钢结构住宅，自 2013 年涉足房地产项目，建立钢结构示范工程。2014-2016 房地产销售业务分别营收 3.80 亿元、6.02 亿元、7.42 亿元，同比上涨了-28%、59%、32%。房地产销售毛利率较高，分别为 21.06%、18.75%、14.84%，2016 年房地产销售收入占比达到 17%，成为公司第四大产业。随着房地产业务规模的持续扩大，公司盈利水平有望提升。

图 6：公司各项业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 7：房地产销售营收和毛利率

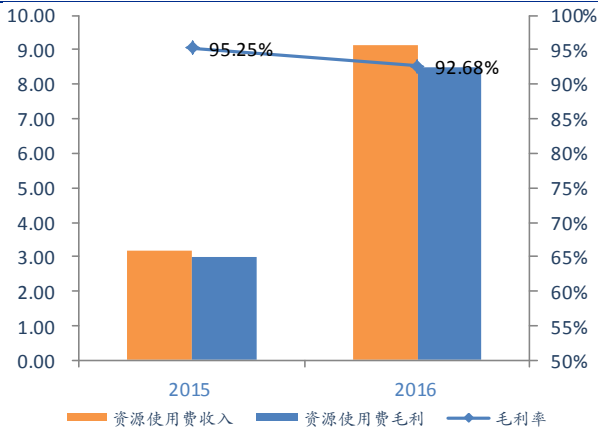


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

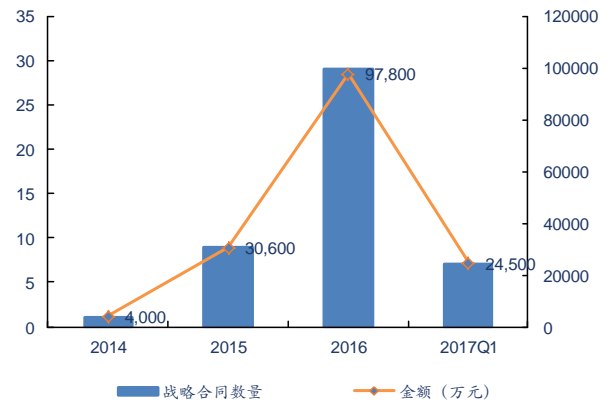
开启新型战略合作模式，增厚利润空间。公司 2014 年在技术创新的基础上创新商业模式，开创了以技术市场化为核心，输出技术、品牌、管理等服务的战略合作模式，公司开始技术输出，轻资产运营，公司 2015、2016 年、2017 年至今累计签订的技术许可费金额为 3.06 亿元、9.78 亿元、3.93 亿元。2016 年公司新型战略合作带来的资源使用费收入高达 9.15 亿元，占总收入的 21%，成为公司第二大业务收入来源，产生毛利 8.48 亿元，毛利率高达 93%，该项业务持续拉动公司整体盈利水平不断上升，公司 2014-2016 年净利润分别为 0.74 亿元、1.44 亿元、4.40 亿元，同比增长 32.95%、103.37%、272.38%。

图 8：2015-2016 资源使用费收入及毛利情况

图 9：2014-2017Q1 战略合作规模



资料来源：公司公告、安信证券研究中心



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 1：公司战略合作协议汇总

时间	公司	资源使用费(万元)	资源使用费(元/平方米)	新公司出 资(万元)	新公司占比 (%)	经营区域
2014/9/9	河北世人美石房地产开发有限公司	4000	5 元/平方米	900	30.0%	河北邯郸
2014 合计		4000				
2015/3/17	呼图壁县文汇房地产开发有限公司	4000	5 元/平方米	1000	30.0%	新疆乌鲁木齐
2015/7/2	福建一建集团有限公司	3000	5 元/平方米	500	20.0%	福建三明
2015/7/17	河北钢山房地产开发集团有限公司	3000	5 元/平方米	500	20.0%	河北保定
2015/8/24	江苏巨业建设集团有限公司	3600	6 元/平方米	1000	10.0%	江苏南通
2015/8/27	兰考中鑫钢构建设投资有限公司	3000	5 元/平方米	500	10.0%	河南为开封地区 和兰 考县
2015/9/1	四川瑞泽地产集团有限责任公司	3500	5 元/平方米	900	30.0%	四川遂宁
2015/9/21	河南富春建设工程有限公司	3500	5 元/平方米	1000	10.0%	河南郑^州
2015/9/24	章丘市第二建筑安装(集团)有限责任公司	3500	5 元/平方米	500	20.0%	山东济南
2015/12/5	四川华泰建设有限责任公司	3500	5 元/平方米	600	20.0%	四川广安
2015 合计		30600				
2016/1/29	湖北武钢雅苑钢结构建设有限公司	3000	5 元/平方米	900	15.0%	湖北鄂州
2016/2/3	山东北新汇隆集成房屋有限公司	3500	5 元/平方米	1000	25.0%	山东菏泽
2016/2/5	西部矿业集团有限公司	3000	5 元/平方米	1000	10.0%	青海西宁
2016/2/26	韩城市经济技术开发区建设投资有限公司	3500	5 元/平方米	1000	10.0%	陕西渭南
2016/4/11	山东蓬建建工集团有限公司	4000	5 元/平方米	1000	25.0%	山东烟台
2016/4/23	湖北麻一建设有限公司	3000	5 元/平方米	600	15.0%	湖北黄冈
2016/4/27	安徽天筑建设(集团)有限公司	3000	5 元/平方米	500	10.0%	安徽阜阳
2016/5/9	安徽丈石强新型材料有限公司	4000	5 元/平方米	1000	20.0%	安徽合肥
2016/5/19	重庆跃龙钢构股份有限公司	4000	5 元/平方米	1000	10.0%	重庆
2016/5/30	贵州跃龙钢结构有限公司	3000	5 元/平方米	1000	10.0%	贵州黔南布依苗 族自 治州
2016/7/1	江苏万年达金属制品有限公司	3000	5 元/平方米	600	10.0%	江苏连云港
2016/7/1	大同泰瑞集团建设有限公司	3000	5 元/平方米	1000	10.0%	山西大同
2016/8/19	宣化钢铁集团有限责任公司	3500	5 元/平方米	1500	10.0%	河北张家口
2016/9/2	甘肃嘉洪钢结构工程有限公司	3000	5 元/平方米	1000	10.0%	甘肃平凉
2016/9/10	新疆维泰开发建设(集团)股份有限公司	3500	5 元/平方米	1000	10.0%	新疆乌鲁木齐
2016/9/20	东营邦润新材料有限公司	3200	8 元/平方米	1000	20.0%	山东东营
2016/9/26	河南省平萧建设工程有限公司	3000	5 元/平方米	1000	10.0%	河南平顶山
2016/9/29	湖北华林建设	3500	5 元/平方米	1000	20.0%	湖北十堰
2016/10/10	商丘市鑫佳房地产公司	3000	5 元/平方米	1000	20.0%	河南商丘
2016/10/31	于都县华强水泥	3000	6 元/平方米	1000	12.5%	江西赣州
2016/10/31	巴中市华兴实业	3500	5 元/平方米	1000	10.0%	四川巴中

	贵州盛红科技	3000	5元/平方米	1000	25.0%	贵州六盘水
2016/11/10	安徽耀博建设	3500	6元/平方米	1000	10.0%	安徽衢州
2016/11/28	烟台胜润置业	3500	5元/平方米	1000	10.0%	山东烟台
2016/11/28	山东蓬建建工集团	5100	5元/平方米	1000	25.0%	山东临沂
	赤峰北奔重汽威龙专用车	3500	6元/平方米	1000	10.0%	内蒙赤峰市
2016/12/1	淮安市中天钢构	3500	5元/平方米	1200	12.0%	江苏省淮安市
	南昌县城市建设	875	5元/平方米	1000	20.0%	江西南昌
2016/12/16	江西众诚绿建	2625	5元/平方米	1000	20.0%	江西南昌
2016/12/31	宁夏远高新能源装备	3000	6元/平方米	1000	10.0%	宁夏银川
2016 合计		97800				
2017/1/24	绵阳宏达资产投资经营(集团)有限公司	3500	5元/平方米	500	10.0%	四川绵阳
2017/2/21	江西鑫邦实业集团有限公司	3000	5元/平方米	/	/	江西上饶
2017/3/1	安徽省民和置业有限公司	3500	5元/平方米	1000	20.0%	安徽亳州
2017/3/7	玉溪市宇城钢结构有限公司	3500	5元/平方米	1000	10.0%	云南玉溪市
2017/3/17	武汉东方建设集团有限公司	4000	5元/平方米	1500	30.0%	湖北武汉
2017/4/1	洛南县德星农业综合扶贫开发投资有限责任公司	3500	5元/平方米	1000	10.0%	陕西商洛
2017/4/1	梅州市冠华装配建筑有限公司	3500	5元/平方米	1500	10.0%	广东梅州
2017/4/20	南宁智胤房地产投资有限公司	4000	5元/平方米	1000	10.0%	广西南宁
2017/4/21	湖北荆门城建集团有限公司	3800	5元/平方米	1000	12.5%	湖北荆门
2017/4/29	邢台日盛房地产开发有限公司	3500	5元/平方米	1500	10.0%	河北邢台
2017/4/29	江苏恒健建设集团有限公司	3500	5元/平方米	1000	10.0%	江苏盐城
2017/5/21	天保房地产开发有限公司	3500	5元/平方米	1500	10.0%	河北保定
2017 合计		42800		12500		

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

1.3. 深耕行业三十载，技术实力遥遥领先

公司深耕钢结构行业 30 年，在钢结构行业取得领先地位。在国内，资质方面，公司拥有钢结构行业最高最全资质，具有钢结构工程专业承包壹级资质和中国钢结构制造企业特级资质。在轻钢业务领域，公司拥有轻型钢结构工程专项甲级资质；房地产业务领域，公司拥有房屋建筑工程施工总承包壹级资质、钢结构专项施工壹级资质等多项行业等级最高的资质，为公司中标重大工程提供保障。在技术认证方面，公司研发的汉德邦 CCA 板获得中国环境标志产品认证、CE 认证和住建部康居产品认证等国内国际权威认证。装配式钢管束剪力墙结构住宅体系已经获得 50 多项国家专利。公司经营 30 年以来，发展重心从轻钢结构、大型空间跨度结构再到多高层钢结构，每一次业务重点都能达到行业高点。国际上，公司通过了美国钢结构协会 AISC 认证、新加坡 SSSS 认证、欧盟 DVS/欧洲焊接生产企业 DIN18800-7 等多项专项认证，为公司开拓“一带一路”沿线市场，实施“走出去”战略，承接国外重大项目开辟道路。

表 2：公司拥有的资质证书和相关认证表

序号	行业资质	专业认证
1	建筑行业工程设计乙级资质	万泰认证
2	钢结构工程专业承包壹级资质	美国钢结构协会 AISC 认证
3	中国金属维护系统承包商资质证书	新加坡 ssss 认证
4	工程设计资质证书	欧盟 DVS/欧洲焊接生产企业 DIN18800-7 认证
5	轻型钢结构工程专项甲级资质	英国皇冠 ISO9001 质量体系认证
6	钢结构专项施工壹级资质	ISO14001 环境管理体系认证
7	房屋建筑工程施工总承包壹级资质	BSI-OHSAS18001 职业安全管理体系认证
8	中国钢结构制造企业资质（特级）	国家级实验室（CNAS 认证）
9		汉德邦 CCA 板获得中国环境标志产品认证
10		高新技术企业证书
11		CE 认证和住建部康居产品认证

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

2. 行业概况：钢结构市场恢复性增长、装配式推广技术龙头受益

2.1. 历经行业低迷期，龙头占比上升

钢结构行业历经了行业洗牌期，部分小企业遭市场淘汰，龙头占比上升。自 2013 年以来，钢结构利润增速不断缩窄，2013-2015 年利润总额分别为 135 亿、146 亿、154.8 亿，增幅分别为 20%、8.2%、6%，行业利润空间持续下滑，2015 年行业利润率仅为 3.15%，行业亏损率达 11.3%。中小企业由于机器设备落后、产品简单结构单一，价格低廉，利润率低，加上行业利润率持续走低，叁级资质企业 2015 年人均净利润仅为 1.1 万元，原有价格优势不再明显，业务量大幅缩水，2015 年中小企业承接业务量下降达 15%—35%，生产举步维艰，企业开工率不足，只能被市场淘汰。于此相比，实力较强的龙头企业凭借技术、设计、资金等优势，产品附加值高，且资源配置健全，具有规模效益，企业利润较高，2015 年特级企业人均净利润达 4.1 万，且历经行业内激烈厮杀，营运能力和专业技术都得到提高，实力不断增强，竞争优势更加明显。经过激烈的市场角逐，部分中小企业的被淘汰，龙头企业市场占有率得到提升。

2.2. 钢结构获政府力捧，5 年产量目标翻一番

政府推广意愿强，钢结构迎来政策甜蜜期。首先，由于我国正处于钢铁去产能期间，钢结构作为绿色建筑的代表，其大规模的推广使用能够有效利用钢铁产能，符合政府目标，政府推广意愿强；其次，我国钢结构整体应用程度较低，据中国金属钢结构分会统计显示，2015 年我国钢结构用钢量占建筑用钢量只有 13.8%，远低于国外 30% 的水平，发展空间巨大。工信部《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》要求钢结构用钢占建筑用钢比例从 10% 提高到 25% 以上，力争钢结构用钢量由目前的 5000 万吨增加到 1 亿吨以上。钢结构协会十三五规划指出，2020 年，全国钢结构用量比 2014 年翻一番，达到 8000 万吨~1 亿吨，占粗钢产量的比例超过 10%；钢结构出口量比 2014 年翻两番，达到 1000 万吨，占钢结构总量的 10% 以上。

未来钢结构发展增速较高，主要增量来自房屋建筑。据中国金属钢结构分会统计，2015 年我国钢结构产量仅 5000 万吨，钢结构行业年均增速需达到 12% 以上才能完成 8000 吨的目标，年均增速达到 20% 以上才能达到 1 亿吨的目标，总体呈高速发展态势。我国钢结构主要应用于房屋钢结构、桥梁钢结构、非标钢结构和塔桅，据钢结构分会统计，2015 年我国房屋建筑钢结构占总体钢结构比例最高，约为 60%，其次是桥梁钢结构，占比 12%，非标钢结构占比 16%，占比最低的是塔桅钢结构，占比 9%，因此我们认为钢结构的主要增量来自房屋钢结构的应用。钢结构行业历经了前期的市场低迷、行内角逐后，2017 年迎来行业高速发展期。

图 10：钢结构产量和出口目标

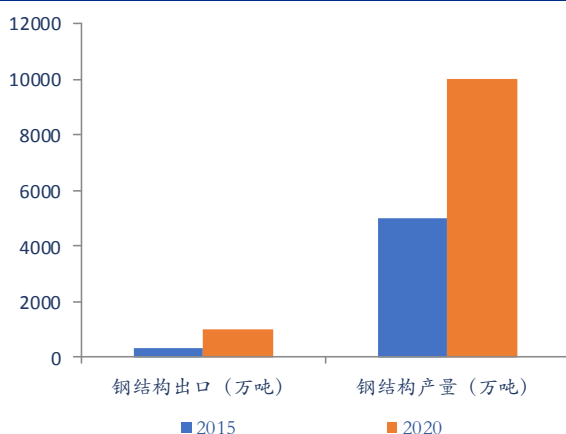
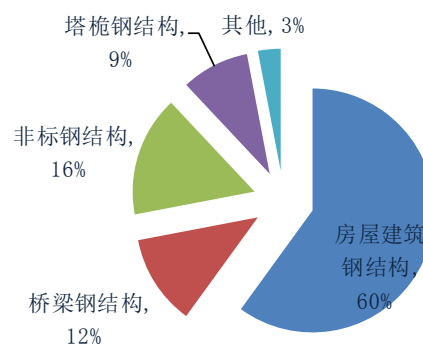


图 11：2015 年钢结构应用分布



资料来源：工信部、安信证券研究中心

资料来源：中国钢结构分会、安信证券研究中心

2.3. 绿色建筑政策红利不断，钢结构装配式建筑迎来春天

2.3.1 装配式建筑政策频出，市场增量空间巨大

装配式建筑优势明显，行业成长性较高。装配式建筑以建筑部件预制化为核心，指用工业化的生产方式来建造住宅，是将住宅的部分或全部构件在工厂预制完成，然后运输到施工现场，将构件通过可靠的连接方式组装而建成的建筑。从环保来看，装配式建筑能够显著节水、节能、减少垃圾排放，能耗从 19.11 千克标准煤/平方米降低至 15 千克标准煤/平方米，水耗从 1.43 立方米/平方米降低至 0.53 立方米/平方米，垃圾排放从 0.022 立方米/平方米降低至 0.002 立方米/平方米，降幅达到 91%。因此环境保护大视角下，装配式建筑成为现代绿色建筑发展的首选产品，随着新型城市的建设，装配式建筑将得到全面推广。

表 3：装配式房屋的优点

项目	传统建筑	装配式建筑
能耗（千克标准煤/平方米）	19.11	15.0
水耗（立方米/平方米）	1.43	0.53
垃圾排放（立方米/平方米）	0.022	0.002

资料来源：《中国建筑》期刊、安信证券研究中心

当前装配式建筑规模较低，达到政府目标有较大发展空间。2016 年国务院《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》指出力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。2017 年 3 月住建部《“十三五”装配式建筑行动方案》要求到 2020 年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上，其中重点推进地区达到 20% 以上，积极推进地区达到 15% 以上，鼓励推进地区达到 10% 以上。据统计，2015 年全国新开工装配式建筑面积 3500-4500 万平方米，全部新开工面积 154454 万平方米，占比不足 3%，必须年均增长 37% 以上才能达到 2020 年 15% 的目标，市场空间巨大。于此同时，各省也都出台了装配式建筑发展的 5 年规划。杭萧钢构 40% 的业务分布在华东地区，以华东六省为例，各政府都制定了明确的发展目标，据测算今后几年各省年均符合增速分别为：江苏 32.5%，浙江 59%、安徽 37%、福建 46%、山东 29%、全国 37%。

表 4：华东各省装配式建筑目标及增速

	上海	江苏	浙江	安徽	福建	山东	全国
2020 目标	≥60%		≥30%	≥15%	≥20%		≥15%
2025 目标		≥50%				≥40%	≥30%
年均复合增速	-	32.50%	59%	37%	46%	29%	37%

资料来源：各省十三五规划等、安信证券研究中心

2016-2020 年全国装配式建筑存在万亿空间增量，市场前景广阔。首先我们进行如下 4 个假设：1. 2015 年华东区、全国装配式建筑面积占新建建筑面积为 50%；2. 2016-2020 年新建建筑面积增速取过去 7 年平均值，华东区为 9.14%，全国为 8.36%。3. 当下装配式建筑的造价高于传统建筑，主要 PC 构件尚未形成规模效应，随着装配式建筑的不断推广，预计价格会逐渐下降，2016-2020 装配式建筑价格预计为 2200、2150、2100、2050、2000 元/平方米。4. 我国装配式建筑占新建建筑面积比重增速按照 5 年计划的 1/5 增长。测算结果如下图所示，华东区 2015 装配式建筑市场空间约为 571.18 亿元，到 2020 年，市场空间将达到 3621.33 亿元，2016-2020 年 5 年市场空间增量将达到 1.12 万亿，全国 2015 装配式建筑市场空间约为 1019.39 亿元，到 2020 年，市场空间将达到 6,492.75 亿元，2016-2020 年 5 年市场空间增量将达到 1.12 万亿，预计装配式建筑市场将存在万亿市场规模，空间增量巨大。

表 5：华东和全国 2016-2020 装配式建筑空间测算（单位：亿元）

	华东区	全国
2015 各省新开工房屋面积（万平方米）	45,728.99	154,453.68
2015 装配式建筑面积（万平方米）	2,596.26	4,633.61

2015 年装配式建筑市场空间 (亿元)	571.18	1,019.39
2020 新开工房屋面积预测 (万平方米)	70,818.35	216,424.96
2020 年各省装配式建筑占比目标	-	15%
预计 2020 装配式建筑面积 (万平方米)	18,106.64	32,463.74
2020 年装配式建筑市场空间 (亿元)	3,621.33	6,492.75

资料来源: 安信证券研究中心

表 6: 华东各省 2016-2020 装配式建筑空间测算 (单位: 亿元)

	华东区	全国
2016	1,063.17	1,836.21
2017	1,537.73	2,680.78
2018	2,128.53	3,592.36
2019	2,843.84	4,989.40
2020	3,621.33	6,492.75
合计	11,194.60	19,591.49

资料来源: 安信证券研究中心

钢结构装配式建筑占总装配式建筑市场份额约 15% 左右, 总增量空间近 3000 亿元。装配式建筑包括混凝土装配式建筑和钢结构装配式建筑, 专家预计钢结构装配式建筑市场份额将达到 10%-20% 区间, 根据我们测算, 全国装配式建筑 2016-2020 年的市场空间增量分别为 1836 亿元、2681 亿元、3592 亿元、4989 亿元、6493 亿元。按照钢结构市场份额占比 10% 计算, 2016-2020 全国钢结构装配式市场空间分别为 183.62 亿元、268.08 亿元、359.24 亿元、498.94 亿元、649.27 亿元, 5 年空间总增量 1959.15 亿元; 按照钢结构市场份额占比 20% 计算, 2016-2020 全国钢结构装配式市场空间分别为 367.24 亿元、536.16 亿元、718.47 亿元、997.88 亿元、1298.55 亿元, 5 年空间总增量 3918.3 亿元; 取中间数 15% 测算, 2016-2020 全国钢结构装配式市场空间分别为 275.43 亿元、402.12 亿元、538.85 亿元、748.41 亿元、973.91 亿元, 5 年空间总增量 2938.72 亿元。

表 7: 全国钢结构装配式建筑市场空间敏感性分析

	10%	12%	14%	15%	16%	18%	20%
2016	183.62	220.35	257.07	275.43	293.79	330.52	367.24
2017	268.08	321.69	375.31	402.12	428.92	482.54	536.16
2018	359.24	431.08	502.93	538.85	574.78	646.63	718.47
2019	498.94	598.73	698.52	748.41	798.30	898.09	997.88
2020	649.27	779.13	908.98	973.91	1038.84	1168.69	1298.55
合计	1959.15	2350.98	2742.81	2938.72	3134.64	3526.47	3918.30

资料来源: 安信证券研究中心

2.3.2 装配式建筑处于推广初期, 造价、运输成本双高

装配式建筑预制率低, 造价成本偏高。我国正处于装配式建筑初期, 装配式建筑造价高于现浇建筑, 成为行业发展的痛点之一。根据《建筑与预算工程造价》分析, 从分项工程来看, 装配式建筑的土建工程项目高于现浇设计, 每平方米高出 811.71 元。从土建工程分项工程造价分析, 采用装配式设计, 在地下工程、砌筑工程、楼地面工程、屋面及防水工程、抹灰及零星工程以及措施项目中均较传统现浇设计造价节约, 仅 PC 构件及安装一项, 造价大幅增加, 是造成装配式建筑比传统现浇建筑造价偏高的关键因素。究其原因, 首先, 单个 PC 构建成本较高。预制部件制作需要制作模版, 因为我国目前装配式建筑预制率较为低下, 所以预制产品产量较低, 而模版成本高昂, 如果达不到最低的有效规模, 平均每个预制部件的成本就很高。其次, 配套不完善, 导致预制的 PC 构件运输成本较高。预制产品需要在生产基地预先制作, 然后运输至项目地, 由于我国装配式建筑不完善, 能生产的预制构件的厂商较少, 分布零星, 远距离调用导致运输成本较高。

表 8: 装配式设计和现浇设计土建工程分项造价对比

序号	分部工程	装配式设计	现浇设计
		平米造价 (元/m ²)	平米造价 (元/m ²)
1	地下工程	160.85	196.62
2	砌筑工程	0.97	6.08
3	现浇钢筋砼工程	299.35	757.67
4	PC 构件及安装	1435.02	
5	楼地面工程	13.25	44.77
6	屋面及防水工程	20.65	27.30
7	抹灰及零星工程	83.64	158.37
8	措施项目及其他	114.99	126.21
	土建工程合计	2128.72	1317.01

资料来源:《建筑与预算工程造价》2014 年第 7 期--《装配式建筑与传统现浇建筑造价对比浅析》,安信证券研究中心

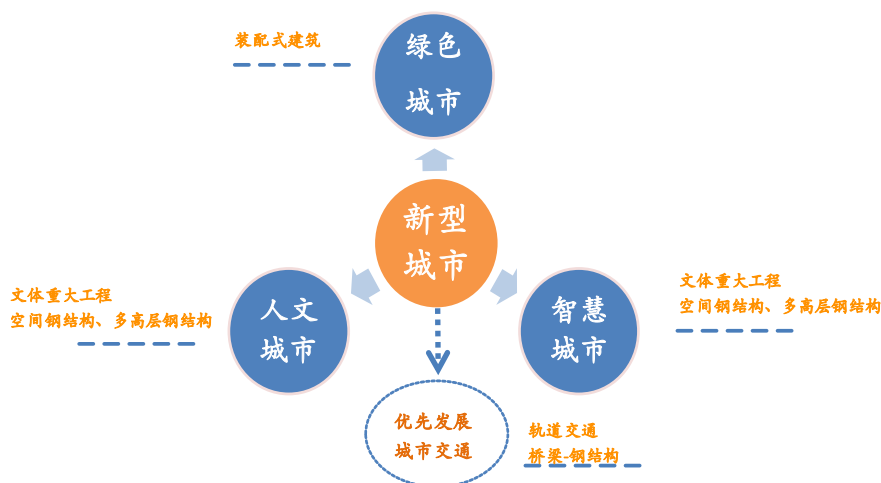
政府补贴多样性, 房开、传统钢构积极性高。对于房地产开发企业, 政府补贴包括: (1) 容积率补贴, 如上海给予装配式建筑 3% 的容积率补贴, 河北省对于装配式建筑的外墙预制部分建筑面积不计入容积率核算; (2) 绿色建筑补贴, 钢结构装配式建筑作为典型的绿色建筑, 可以享受绿色建筑补贴, 如北京市对于绿色建筑标识项目, 二星级标识项目补贴 22.5 元/平方米, 三星级标识项目补贴 40 元/平方米。(3) 装配式建筑专享补贴, 农村区域, 山东省对于绿色抗震农房示范奖励标准为 2 万元/户; 城市区域, 北京市对于绿色建筑示范区奖励 300 万元, 河北省对于钢结构住宅项目按照 100 元/平方米进行补贴。(4) 项目倾斜, 政府在进行项目招标时, 市政工程项目, 优先考虑使用装配式建筑开发的企业, 如重庆市规定面积超过 2 万平方米的公共建筑全部采用钢结构, 社会投资项目优先采用钢结构。(5) 土地拍卖强制规定, 一些省市在进行土地拍卖时, 明确规定该土地必须采用装配式建筑建设, 从而强制中标企业使用装配式建筑形式开发土地。如南京 NO.2016G89 地块, 招标时明确规定, 装配式建筑覆盖的面积比例为 100%, 建筑单体预制率不低于 30%。对于传统钢结构企业: (a) 基地建设补助: 如江苏泰州对获省级建筑产业现代化示范基地的, 给予每个示范基地 50 万元的资金补助。(b) 优先批准用地: 将装配式建筑园区和基地建设纳入相关规划, 优先安排建设用地, (c) 税收减免: 对于进行钢结构技术改造的企业, 符合国家规定的, 享受 15% 的税收减免。

2.4. 雄安引领绿色城市, 抢先布局盈利可期

雄安新区开发程度低, 发展空间大, 带动全国新型城市建设。雄安新区是继深证经济特区、上海浦东新区之后又一个全国意义的新区, 将围绕建设绿色智慧新城、打造优美生态环境等七大任务规划建设。雄安新区定位为绿色城市、智慧城市、人文城市, 钢结构行业率先收益。

(1) 绿色城市着重生态文明, 装配式建筑较传统建筑属于环境友好型建筑, 能够降低能耗、水耗, 减少垃圾排放, 装配式建筑将获大力推广。(2) 智慧城市和人文城市的定位要求新型城市具备相对规模的文体建筑(包括体育馆、博物馆、图书馆等), 根据十三五规划, 到 2020 年, 全国人均拥有公共图书馆(含分馆)藏量达到 1 册, 文化馆(站)年服务人次达到 8 亿, 博物馆年服务人次达到 8 亿, 人均体育场地面积达到 1.8 平方米, 这些工程多属于空间钢结构和多层高层钢结构, 有力推动钢结构发展。“十三五”时期, 是全面实现 2020 年国家新型城镇化发展目标的关键时期, 我们认为雄安新区的设立不仅是区内新型城市具有巨大的空间增量, 其整个河北省都将获益, 成为全国新型城市的典范, 带动全国新型城市的建设。

图 12: 新型城市 3 大定位对应钢结构发展逻辑分析



资料来源：安信证券研究中心

杭萧钢构在装配式建筑领域布局较早，有望抢先占领市场份额。公司在 2004 年就成立了河北杭萧钢构公司，持股 80%，2016 年河北杭萧钢构有限公司总资产 3.9 亿元，营业收入 38290 万元，净利润 1276 万元。此外，河北杭萧钢构有限公司被国家认定为高新技术企业，享受税收优惠。公司官网显示，目前河北航校拥有 7 万平方米厂房与附属加工产地，能够保证充足的市场供应。随着雄安新区的设立，河北控股公司业绩有望出现增长。战略合作方面，公司 2014-2016 年期间分别在河北保定（2 家）、邯郸、张家口、邢台参股了 5 家公司，合计投资 2900 万元，累计收取技术许可费 10500 万元，随着雄安新区的设立，绿色建筑的高速增长，预计公司后续业绩增长空间巨大，股权回报收入高度可期。战略合作协议中还包括 5 元/平方米的技术使用费，装配式住宅体系应用的不断推广，该项技术使用费将给公司带来较高毛利的业绩增量。

表 9：河北战略合作情况

时间	公司	技术许可费(万元)	技术使用费	新公司出资(万元)	新公司占比(万元)	经营区域
2014/9/9	河北世入美石房地产开发有限公司	4000	5 元/平方米	900	30%	河北邯郸
2015/7/17	河北钢山房地产开发集团有限公司	3000	5 元/平方米	500	20%	河北保定
2016/8/19	宣化钢铁集团有限责任公司	3500	5 元/平方米	1500	10%	河北张家口
2017/4/29	邢台日盛房地产开发有限公司	3500	5 元/平方米	1500	10%	河北邢台
2017/5/21	天保房地产开发有限公司	3500	5 元/平方米	1500	10%	河北保定

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

3. 公司分析：技术驱动新型合作落地，开启轻资产运营模式

3.1. 重技术厚积薄发，三代技术优势突出

公司注重技术研发与积累，研发投入远高于行业均值。公司自 1999 年开始高层住房装配化研究以来，每年在技术研发上投入大量的资金，研发投入行业领先。2016 年公司投入研发费用 2.02 亿元，占公司 2016 年营收的 4.66%，我们选取了同行业的 6 家公司就研发费用占营业收入的比重做比较，2012 年-2016 年 6 家均值分别为 2.43%、2.19%、2.46%、2.92% 和 2.86%，杭萧钢构研发占营收的比重分别为 4.35%、3.4%、3.25%、3.32%、4.66%，遥遥领先于行业均值，孜孜不倦的研发精神也获得了丰厚的回报，公司在楼承板、内外墙板、梁柱节点、结构体系、构件形式、钢结构住宅、防腐防火和施工工法等方面先后获得包括“钢结构住宅”发明专利在内的 300 余项国家专利成果；先后通过 60 多项系统权威的试验与检测；先后承担完成、或者正在承担包括：国家“十二五”科技项目，以及国家“十三五”规划前期科技项目在内几十项国家科研课题研究，企业技术中心被认定为 2014 年（第 21 批）国家认定企业技术中心。

表 10：同行业公司研发费用占营收比例对比

		2012	2013	2014	2015	2016
600496	精工钢构	3.37	2.93	3.58	3.50	3.52
002743	富煌钢构	2.87	3.05	3.12	3.50	3.19
002541	鸿路钢构	0.15	0.18	0.44	0.82	1.04
002135	东南网架	3.56	2.70	3.02	2.47	2.72
002545	东方铁塔	4.55	4.18	4.35	3.52	2.92
002051	中工国际	0.08	0.11	0.28	3.70	3.74
	六家均值	2.43	2.19	2.46	2.92	2.86
600477	杭萧钢构	4.35	3.40	3.25	3.32	4.66

资料来源：wind、安信证券研究中心

公司 2014 年、2016 年分别进行定增事项，保证公司在钢结构住宅项目上的技术和生产优势。公司 2014 年募集资金 1.78 亿元投资轻型钢结构住宅体系研发与产业化项目，建设形成年产 500 万平方米钢结构住宅部件的厂房。2016 年发布非公开发行股票募集资金预案，拟募集资金 7 亿元用于装配式住宅项目，其中 6.5 亿元用于万郡大都城项目。5000 万用于工业化绿色建筑研究院建设项目。万郡大都城项目荣获“国家康居示范工程”称号、被授予住宅成套技术推广贡献奖、绿色建筑创新奖、获得二星级绿色建筑设计标识证书、被誉为绿色建筑产业化基地。此次投资 6.5 亿建设万郡大都城项目，公司装配式住宅体系应用能力有望得到大幅提高。杭萧钢构工业化绿色建筑研究院建设项目，将现有相对松散的设计、研发、试验等技术力量进行择优整合，并引进相关高端技术人才，加大试验设备的投入，形成覆盖工业化绿色建筑各专业的系统化研发能力，进一步提高自主研发技术水平。

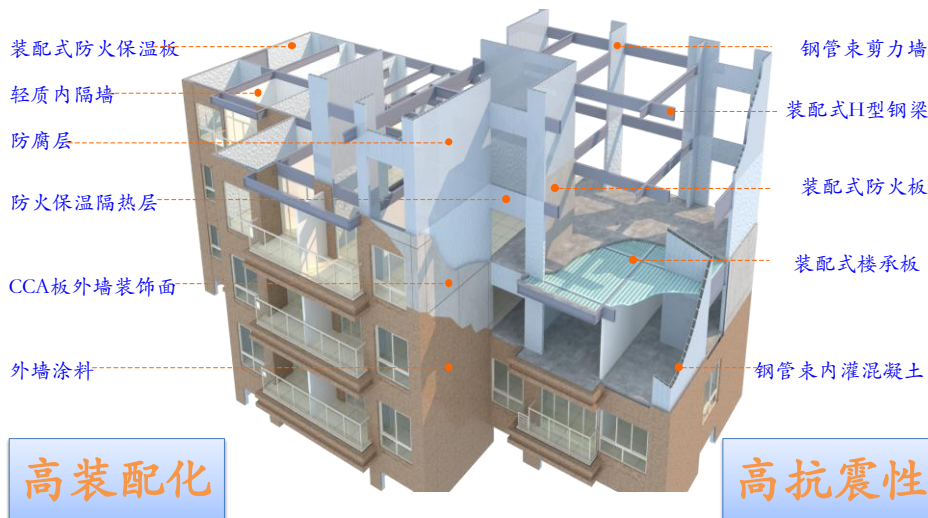
表 11：2016 年非公开增发募集资金投向

序号	募集资金投资项目	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金总额(万元)
1	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	177,885.00	65,000.00
2	杭萧钢构工业化绿色建筑研究院建设项目	5,000.00	5,000.00
	合计	182,885.00	70,000.00

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司第三代结构住宅体系技术优势突出，2014 年成功投入应用。公司钢结构住宅体系已经经历了 3 代研发历程。第一代住宅为框架—核心筒模式，存在混凝土施工慢、钢柱截面大，影响室内、户型设置不灵活、混凝土钢结构混合作业的缺点。二代住宅为框架—支撑模式，解决了混凝土钢结构混合作业的问题，新出现支撑布置影响墙体施工和支撑施工慢的缺点。第三代结构住宅体系全称为装配式钢管束剪力墙结构住宅体系，钢管束剪力墙结构能够有效解决上述问题，拥有多项优势。首先，户型设置灵活，剪力墙可以随意拆装，用户可以随心改变户型，灵活度较高。其次，室内无钢柱，不影响室内效果。最后，三代体系实现全钢结构施工，装配化建造，施工工期减少一半，降低企业资金成本和人工成本。2014 年，公司第三代钢结构住宅体系在杭州、包头等 17 个项目中成功应用，通过专家组和住建部的多次质量评审。

图 13：装配式钢管束剪力墙结构住宅体系的构成



资料来源：公司公开推广资料、安信证券研究中心

三代技术成本优势凸显，市场认可度高。第一，人工成本和资金成本降低。三代技术可以实现3层同时建造，施工速度大大提高，传统施工需要24-30个月的工程，装配化施工最快只需要10个月便可以全部完工，由此带来施工中的人工成本和资金成本大大降低；第二，机械费用降低，由于施工效率提高，建设过程中的机械（如吊机）的使用效率显著提高，机械使用时间减少，机械费用降低。第三，得房率提升5%-8%，装配式建筑上部结构重量降低约30%左右，使得墙壁厚度从700mm降低到400mm，因此得房率将提高5%-8%，当下房价高企，得房率的提升能够极大地提高收益。三代技术凭借其优越的性能，得到市场广泛认可，万郡大都城项目签约面积和签约金额同比增长49.19%和48.56%。

表 12：三代剪力墙体系优越性

项目	传统建筑	装配式建筑
总工期	24-30 个月	最快 10 个月
结构抗震性能	--	上部结构重量约降低 34%
建筑墙厚 (mm)	700	450
得房率	--	增加 5%-8%

资料来源：公司公开推广资料、安信证券研究中心

3.2. 立足技术创新商业模式，突破产能及区域壁垒

公司以成熟技术为基础，创新推广模式，规模效应凸显。2014年起，公司立足三代技术，开启了以技术授权为核心的新型合作模式，目前公司已经与52家企业签署战略合作协议，覆盖21个省，形成规模效应，有助于降低建筑成本。首先，规模效应降低PC构件成本，PC制作中，预制模板的成本较高，产量较低情况下模板使用效率低，将导致PC成本高。杭萧钢构的PC构件不仅对外销售，还有自身房地产业务需求，产量较高，形成规模效应，模版等固定费用得以摊薄。其次，规模效应降低PC构建安装费用。PC构件安装费用主要涉及人工费、运输费、机械成本等，公司目前设有九个钢结构生产、制造加工基地，一个配套建材生产基地，此外，公司战略合作模式中参股了多个钢结构公司，2016年末已15家钢结构公司已完成厂房建设（改造），9家已顺利投产。目前合作公司已经覆盖21个省，完成全国性布局后，公司的业务可以就近采购钢结构部件，运输成本降低。

自建房地产示范工程，品牌树立作用良好。为加大钢结构住宅推广力度，2013年公司开始涉足钢结构房地产开发业务，树立钢结构住宅样板工程。从项目数量上，2016年公司房地产业务增速一季度房地产业务新签订单0.99亿，同比增长了73.15%，二季度新签订单1.81亿元，同比增长了31.81%，三季度新签订单2.17亿元，同比增长了54.92%，四季度稍作

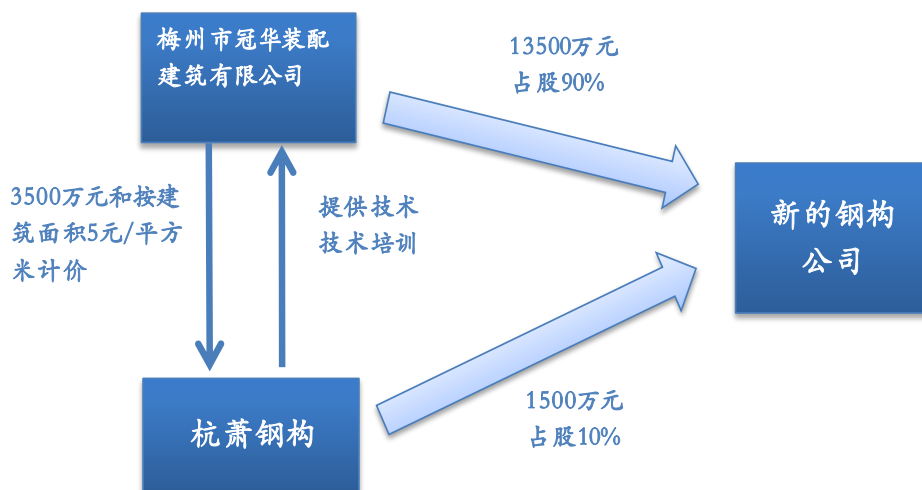
调整，订单略有下降，新签订单 1.69 亿元，同比下降了 14.78%，全年房地产新签订单同比增长了 25%。从项目效果分析，万郡大都城实现了抗震烈度 8 度，签约面积和签约金额同比增长 49.19 % 和 48.56 %。66 万平米的钱江世纪城人才专项用房，平均 3 天一层的高标准建造；杭州绿城 7.7 万平米的九龙仓·柳岸晓风豪宅项目，2 个月实现主体钢结构封顶。继公司与绿城房地产集团有限公司在九龙仓·柳岸晓风项目合作上取得良好开局后，公司与绿城房产又成功在另两个住宅项目（萧山区博奥路的兴议村项目和杭州市凤起路环城东路交界处项目）上达成合作意向，项目均将采用杭萧自主研发的第三代钢结构住宅体系建造。

装配式合作模式推广，突破产能及区域壁垒，业务全国化经营进展神速。公司自 2014 年开启以技术授权为核心的新型战略合作模式，与各地企业合作，将三代钢管束剪力墙体系授权给合作方使用，获取 3000 万-5000 万的技术许可费和 5-8 元/平方米的技术使用费，同时与合作企业共同成立新的钢结构公司。首先新型战略合作使得公司快速突破区域壁垒，目前公司的合作方已经遍布 21 个省市自治区，2016 年末已经有 36 家企业完成工商设立手续并取的营业执照，区域壁垒快速打破；其次，快速突破业务产能壁垒，公司与合作方新设的公司，投资建设专门用于制造装配式建筑的预制件厂房，截止 2016 年末已有 15 家钢构公司完成厂房建设、9 家已顺利投产，公司产能快速提高。2015、2016、2017Q1 公司与 9 家、29 家、11 家签订合作协议，获得技术许可费 3.06 亿元、9.78 亿元、2.45 亿元，同比增长了 665%、219.7%和 88.46%，发展进展神速，全国化进程快速突破。

3.3. 专利授权利润高，开启轻资产运营模式

首创新型战略合作模式，结构新颖盈利强。公司自 2014 年开启了以技术授权为核心的新型战略合作模式，以 2017 年 4 月 1 日与梅州市冠华装配建筑有限公司签订的战略合作协议为例，公司许可梅州冠华使用其品牌、钢结构住宅所需的全部设计、制造、施工技术，同时对其提供相应的培训和咨询服务。梅州冠华首先向杭萧钢构支付 3500 万元技术许可费，后续按照其承接的钢结构住宅项目的建筑面积向杭萧钢构支付 5 元/平方米的技术使用费。此外，双方共同出资成立新的钢构公司，杭萧钢构出资 1500 万，占股 10%，梅州市冠华装配建筑有限公司现金出资 13500 万元，占股 90%，公司享受后续投资收益。

图 14：与梅州市冠华装配建筑有限公司的合作模式图

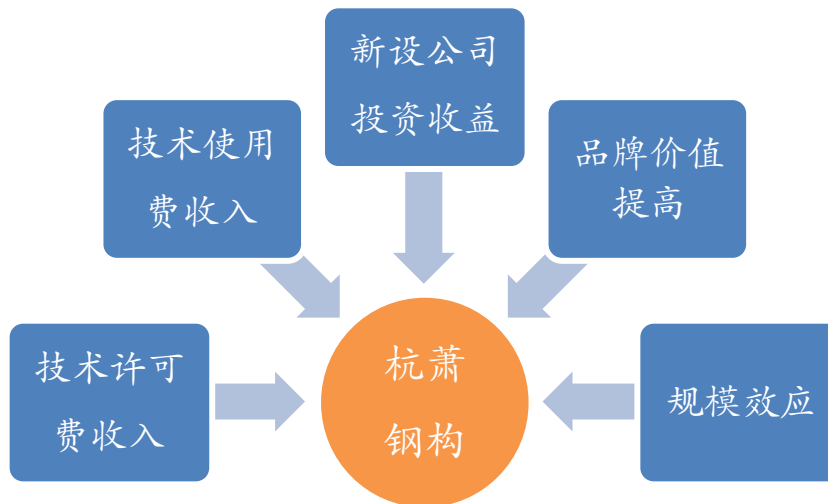


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

新型合作模式中，公司盈利收入来源于 5 个方面。第一，技术许可费收入，这项收费属于一次性收费，金额约 3000 万-5000 万；第二，技术使用费收入，按照合作公司承接的钢结构住宅项目的建设面积，以 5-8 元/平方米收费；第三，股权收益，公司与合作方新设企业，公司持股 10%-30%，新公司获得盈利后，公司将获得股权投资回报。第四，品牌收益，公司授权合作方使用其品牌，截止 2017 年 4 月 29 日，公司已经与 51 家企业签署合作协议，

遍布 21 个省市，公司的品牌价值得到提高。第五，形成规模效应，综合成本降低，盈利上升。装配式建筑的运输费较传统建筑高出许多，公司与合作方成立的新钢结构公司都会拥有自己的钢结构生产基地，因此除了公司自己拥有的 7 大钢结构生产基地，还参股了 50 家钢结构生产基地，公司项目可以就近采购 PC 构件，运输成本降低。

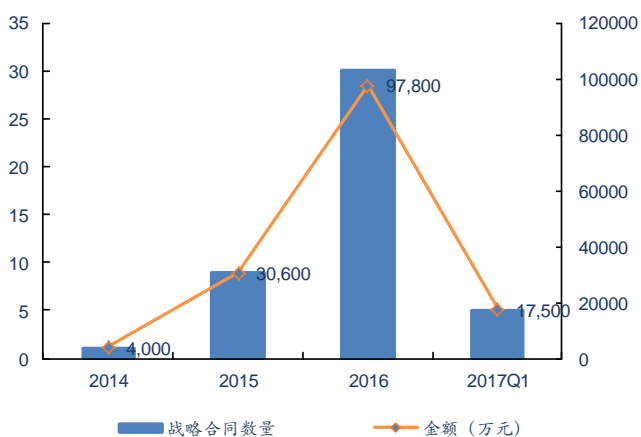
图 15：新型战略合作模式盈利来源分析图



资料来源：安信证券研究中心

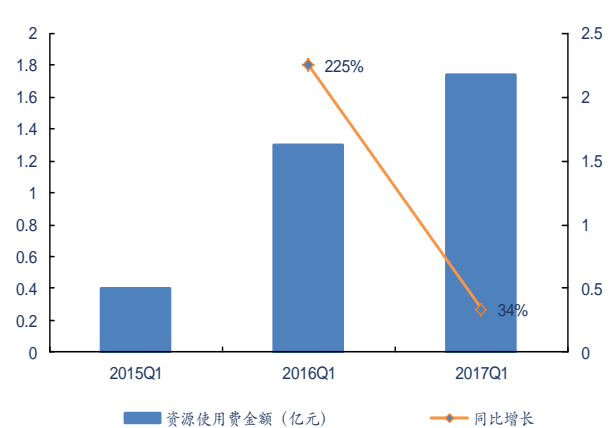
合作模式受市场认可，规模呈高速发展态势。2014-2016 年分别签订了 1 单、9 单、29 单，相应的资源使用费分别为 4000 万、30600 万元、97800 万元。2015 年、2016 年同比增长了 665%和 219%，增长十分迅速。技术授权业务毛利高达 90%以上，能够显著提高公司业绩，2015 年和 2016 年公司净利润分别为 1.44 亿元和 4.4 亿元，同比增长了 10.37%和 270%。公司 2017 年以来已经累计与 12 家公司签署了战略合作协议，累计获得资源使用费 4.28 亿元，虽然一次性技术许可收入具有不可持续性，但是我们认为我国装配式建市场广阔，2015-2020 年装配式建筑将保持年均复合 37%的增速，且合作企业又带来示范带动效应，因此在未来 5 年内，技术许可收入增速将逐步放缓，但仍将保持增长态势。此外公司后续享受技术使用费收入和投资收益，随着装配式建筑推广，后续收益高增可期。

图 16：2014-2017Q1 战略合作数量及金额



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 17：2015-2017 一季度资源使用费收入情况

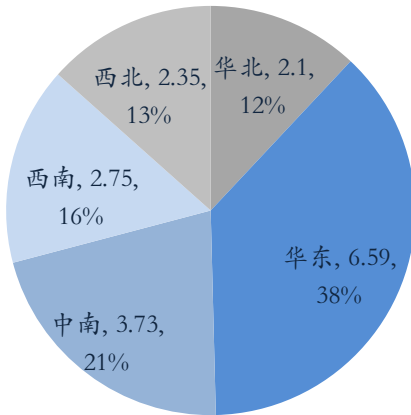


资料来源：公司公告、安信证券研究中心

从合作公司区域进行分析，战略合作模式发展空间巨大。从金额上看公司业务授权主要在华东区，合计 6.59 亿元，占比达 38%，占比最低的为华北区，合计 2.1 亿元，占比仅 12%。从数量上看，最多的为华东区共有 18 家，占比达 35%，最低的是华北区，共 6 家，占比 12%。

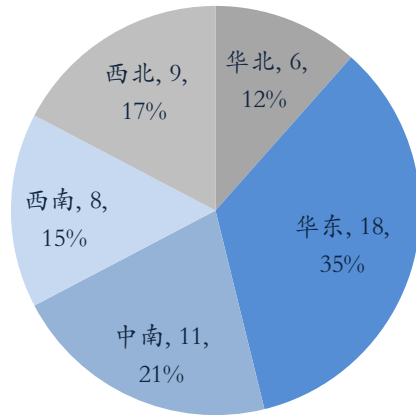
以华东区测算，华东 6 省（除上海外）装配式行业年均复合增速为江苏 32.5%，浙江 59%，安徽 37%，福建 46%，山东 29%，华东区 2015-2020 年预计市场空间增量达到 1.12 万亿，市场空间十分广阔。

图 18: 公司技术授权业务分布（按资源使用费金额）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 19: 公司技术授权业务分布（按数量统计）



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4. TOC+技术授权+股权激励，开启盈利高增长通道

4.1. TOC 现代管理模式，经营效率稳步提升

公司自 2012 年引进 TOC 管理，公司整体运营大大提升。TOC 又称“瓶颈理论”，TOC 认为，任何系统至少存在一个制约因素，否则它就可能有无限的产出。因此要提高一个系统（任何企业或组织均可视为一个系统）的产出，必须要打破系统的瓶颈。企业想要达成预期的目标，必须从最弱的一环，也就是从瓶颈的一环下手，才可以更快速的步伐在短时间内显著提高系统的产出。钢结构建筑作为绿色建筑的主要代表，是一种集标准化设计、工业化生产、装配化施工以及一体化装修的新型建筑工业化，其在技术手段上大大提升了工作效率，TOC 管理能够找出运行环节中的瓶颈，并使之有效改善，提高产出，从管理手段上提高效率。自 2012 年以来，公司引进 TOC 生产管理模式，经营效率不断提高，2013-2016 年，公司总资产周转次数持续高于行业均值，在行业中排序陆续提升，2016 年总资产周转率行业排名第二，公司运营效率显著改善。

表 13: 同行业总资产周转率比较

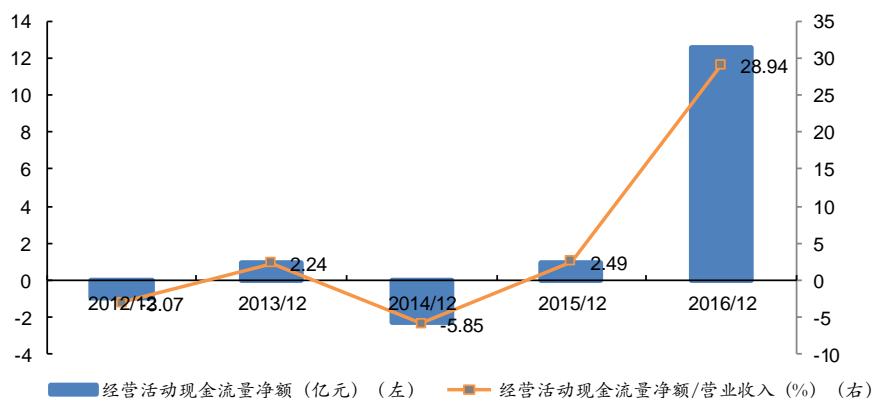
代码	证券简称	总资产周转率(次)			
		2016 年报	2015 年报	2014 年报	2013 年报
600477.SH	杭萧钢构	0.67	0.57	0.61	0.66
002743.SZ	富煌钢构	0.53	0.45	0.65	0.78
002545.SZ	东方铁塔	0.22	0.29	0.24	0.44
603098.SH	森特股份	0.84	0.72	1.14	1.41
300517.SZ	海波重科	0.44	0.52	0.58	0.63
002541.SZ	鸿路钢构	0.49	0.44	0.6	0.83
600496.SH	精工钢构	0.57	0.7	0.75	0.94
002135.SZ	东南网架	0.65	0.62	0.59	0.59
002524.SZ	光正集团	0.28	0.28	0.31	0.34
002659.SZ	中泰桥梁	0.1	0.33	0.46	0.38
10 家公司均值		0.479	0.492	0.547	0.7
杭萧钢构较行业均值		0.191	0.078	0.063	-0.04
杭萧钢构排名		2	4	4	5

资料来源: wind、安信证券研究中心

4.2. 受益轻资产运营模式，经营现金流持续好转

受益于高毛利的战略合作业务，公司的各项指标都不断优化。2014-2016 年净利润分别为 0.59 亿元、1.21 亿元、4.49 亿元，同比上涨了 32.95%、103.37%和 272.4%，盈利水平持续上升，与同行业公司对比分析，2016 年公司的净资产收益率为 23.47%，同比上涨了 175.5%，居行业首位，公司的销售毛利率也快速提升，2014-2016 分别为 15.46、21.97 和 28.20，2016 年居行业首位。从现金流量角度分析，公司的经营性现金流不断上升，2014-2016 年，经营性现金净额分别为-2.3 亿元、0.94 亿元和 12.56 亿元。2015 年、2016 年同比上涨了 59%、1236%，现金流持续优化，现金流充裕，为公司进一步业务开拓、技术积累提供资金支持。

图 20: 公司 2012-2016 经营性现金流情况



资料来源: Wind、安信证券研究中心

表 14: 同行业盈利情况比较

证券简称	ROE(%)				销售毛利率			
	2016 年报	2015 年报	2014 年报	2013 年报	2016 年报	2015 年报	2014 年报	2013 年报
杭萧钢构	23.47	8.52	6.04	5.82	28.20	21.97	15.46	12.49
富煌钢构	3.77	4.80	7.57	8.62	12.43	15.80	13.03	10.97
东方铁塔	2.9	2.23	1.89	6.10	23.04	21.02	23.18	24.50
森特股份	16.15	19.67	37.04	48.33	25.30	30.45	32.39	32.76
海波重科	9.45	15.14	14.88	15.44	24.20	25.00	24.04	19.09
鸿路钢构	4.58	7.24	5.99	7.64	17.75	17.24	16.53	12.03
精工钢构	3.00	5.55	9.39	10.76	14.11	15.27	15.31	14.04
东南网架	2.04	1.63	3.52	3.39	10.80	10.57	11.64	12.91
光正集团	0.64	0.84	-10.84	0.23	17.38	33.55	13.22	15.58
中泰桥梁	-6.77	0.48	2.17	-10.03	-6.07	12.72	11.83	1.20

资料来源: 公司公告、安信证券研究中心

4.3. 股票期权激励机制，业绩增长再添动力

公司自上市以来，不断推出公司股权激励计划，为业绩增长提供保障。2010 年推出第一期股票期权激励计划，共授予 1960 万股，后因为业绩不达标而失效。2014 年启动第二期期权激励计划，期权行权分为 4 期，要求以 2013 年为基准年，2014 年、2015 年、2016 年、2017 年净利润增长率分别不低于 15.00%、32.25%、52.09%、74.90%。公司已经分别于 2015 年 9 月和 2016 年 10 月执行 2 次行权，行权价格分别为 3.61 元和 2.73 元，分别行权 346 万份和 277 万份，执行人数分别为 380 人和 351 人，覆盖公司高、中级管理人员和核心技术骨干。公司 2016 年净利润同比增长 270%，显著高于 52.09%，

2017 年将启动第 3 次行权。2015 年公司发布员工持股计划，共授予 2080 万股股份，2015、2016 年公司业绩大幅高于股权激励条件。截止 2016 年年末，董事长单银木持股 4.61 亿股，占总股本的 43.65%，其他高管合计持股 3054 万股，占总股本的 2.89%。

表 15：公司历年股权激励情况

	第二期股票期权		2015 年员工持股计划
	第一次行权数量 (万股)	第二次行权数量 (万股)	授予数量 (万股)
陆拥军 (董事、副总裁)	1.95	1.69	78
张振勇 (董事)	1.95	-	-
蔡璐璐 (财务总监)	1.95	-	78
陈瑞 (副总裁兼董秘)	1.95	1.69	78
中层管理人员、核心技术 (业务) 人员	338.3718	273.807	1,846
合计	346.1718	277.187	2080.1

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 16：2016 年年末公司高管薪酬与持股情况

姓名	职务	薪酬(元)	期末持股数(万股)	薪酬与期末持股市值合计(万元)
单银木	董事长	107.32	46,149.59	463,910.74
陆拥军	董事, 副总裁	144.24	1,461.53	14,832.57
张振勇	董事, 总裁	84.89	1,082.45	10,963.48
王爱民	副总裁	79.41	304.20	3,136.62
陈瑞	副总裁, 董事会秘书	52.00	108.62	1,143.58
蔡璐璐	财务负责人	51.54	95.96	1,015.89
赵崇甫	监事	--	1.69	16.98

资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 估值及投资建议

5.1. 业绩预估：战略合作快速增长

新型业务模式发展快速，预计未来呈高速发展态势。公司 2016 年 1-4 月新签了 7 家，涉及技术许可费 2.7 亿元，2017 年 1-4 月，新签 9 家，涉及技术使用费 3.23 亿元，合作数量同比增长 29%，金额同比增长了 41%。结合公司发展，我们做出如下预测：(1) 我们预计 2017-2019 年战略合作业务增速分别为 35%、30%、25%，预计 2017-2019 年新签合同数量为 39、51、64 个。(2) 公司的资源使用费收入包括技术许可收入和技术使用收入，从技术许可收入来看，按照平均 3300 万元/单计算，预计公司 2017-2019 年技术许可收入分别为 12.87 亿元，16.83 亿元、21.12 亿元。技术使用收入按照新建装配式住宅面积测算，由于装配式建筑需要专门的生产基地，一般合同协议附带新设一个钢结构公司，一般钢结构生产基地的建设期需要一年，我们假设新签的合作一年后产生技术使用费收入，合作方平均一年承接 3.5 个装配式住宅项目，平均每个项目建筑面积 10 万平方米，每平方米平均收取 5.2 元的资源使用费，按照以上假设，公司 2017-2019 年技术使用收入大约为 5278 万元，7098 万元、9282 万元。结合技术许可收入，公司 2017-2019 年资源使用费收入预测为 13.40 亿元、17.54 亿元、22.05 亿元。

表 17：2017-2019 合计资源使用费预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
新增数量 (个)	1	9	29	39	51	64
累计数量 (个)	1	10	39	78	129	193
装配式住宅建筑面积 (万平方米)	17.5	35	315	1015	1365	1785
技术使用金额(万元)	91	182	1638	5278	7098	9282
技术许可金额(万元)	4000	30600	97800	128700	168300	211200
资源使用费合计 (亿元)	0.41	3.08	9.94	13.40	17.54	22.05

资料来源：安信证券研究中心

通过对合作方承接项目数量敏感性进行分析,资源使用费收入对合作方承接的钢结构住房项目数量的敏感度一般,2017年每增加1个项目,资源使用费收入增加0.2亿元;2018年合作方每增加一个开发项目,资源使用费增加0.41亿元;2019年合作方每增加一个开发项目,资源使用费增加0.67亿元;2020年,每增加一个项目资源使用费增加1亿元。

表 18: 合作方承接项目数量敏感性分析

合作公司每年承接钢结构住宅项目数量	2	3	4	5	6	7	8
2017 技术使用费 (亿元)	0.41	0.61	0.81	1.01	1.22	1.42	1.62
2017 年资源使用费合计 (亿元)	14.06	14.26	14.46	14.66	14.87	15.07	15.27
2018 技术使用费 (亿元)	0.81	1.22	1.62	2.03	2.43	2.84	3.24
2018 年资源使用费合计 (亿元)	18.66	19.07	19.47	19.88	20.28	20.69	21.09
2019 技术使用费 (亿元)	1.34	2.01	2.68	3.35	4.02	4.70	5.37
2019 年资源使用费合计 (亿元)	23.74	24.41	25.08	25.75	26.42	27.10	27.77
2020 技术使用费 (亿元)	2.01	3.01	4.01	5.02	6.02	7.03	8.03
2020 年资源使用费合计 (亿元)	26.51	27.51	28.51	29.52	30.52	31.53	32.53

资料来源: 安信证券研究中心

传统业务增减不一,整体稳中有进。

表 19: 2017-2019 年公司各项业务营收预测 (单位: 百万)

营业收入	2016	2017E	2018E	2019E
多高层钢结构	1718.60	1512.37	1361.13	1225.02
YOY(%)	-14%	-12%	-10%	-10%
轻型钢结构	793.04	1268.86	1776.40	2220.50
YOY(%)	10%	60%	40%	25%
房产销售收入	741.83	853.11	981.07	1079.18
YOY(%)	23%	15%	15%	10%
建材产品	102.18	100.14	98.13	96.17
YOY(%)	8%	-2%	-2%	-2%
服务业	5.00	48.13	96.25	182.88
YOY(%)		110%	100%	90%

资料来源: 安信证券研究中心

我们预计公司未来3年业绩将保持持续高速增长态势。借力装配式建筑的不断推广,加上公司新型战略合作模式的迅速落地,我们预计公司2016-2018年营业收入规模分别为51.51亿元、61.04亿元和70.55亿元,增速分别为18.73%、18.51%和15.58%,同期净利润分别为6.96亿元、9.30亿元和11.80亿元,同比增长分别为55%、34%和27%。

表 20: 公司营业收入增速及净利润预估

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万)	4,338.52	5,151.10	6,104.33	7,055.21
同比增速 (%)	14.58%	18.73%	18.51%	15.58%
净利润 (百万)	448.76	696.20	929.71	1,180.40
同比增速 (%)	272%	55%	34%	27%

资料来源: 安信证券研究中心

5.2. 估值比较: 公司业绩高增, 估值较低

我们认为公司业绩将保持高速增长, 现有估值水平较低。根据我们对公司2017年的业绩预估, 对应公司2017年5月22日收盘价, 2017年动态PE20倍, 我们选取钢结构板块内市值相对接近的7家公司WIND一致预期进行比较, 东方铁塔WIND一致预期2017年净利润增速3.3%, 动态PE96.92倍, 估值最高, 鸿路钢构WIND一致预期净利润增速94.95%, 动态PE21.03倍, 估值最低; 杭萧钢构估值居于我们选取的5家标的公司估值排名倒数第二, 估值相对较低, 后续发展空间巨大。

表 21：同行业企业估值比较(wind 一致预测数据截止 2017 年 5 月 30 日)

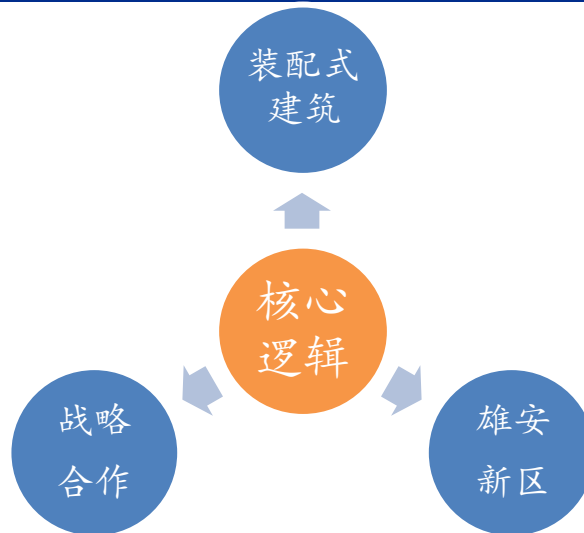
证券简称	总市值(亿元)	净利润 17E (百万)	净利润增速 17E	市盈率 PE		市净率 PB(MRQ)
				17E	18E	
森特股份	116.12	255.47	23.48	45.45	37.68	7.19
精工钢构	73.26	148.43	35.46	49.49	40.05	1.93
鸿路钢构	60.82	284.16	94.95	21.4	16.99	1.57
东南网架	74.17	117.39	138.96	63.22	38.34	3.02
富煌钢构	44.34	105.40	109.21	42.07	31.57	2.21
海波重科	29.67	54.27	25.21	60.42	53.37	4.94
六家均值	56.91	137.87	61.04	40.29	31.14	2.98
杭萧钢构	144.3	643.63	43.42	21.27	16.57	5.90

资料来源：WIND、安信证券研究中心

5.3. 投资建议：维持“买入-A”评级

作为钢结构装配式建筑龙头企业，凭借技术先发优势获得商业模式突破，转型轻资产运营，同时公司将直受益于装配式建筑、雄安新区建设，宏观微观合力助推公司业绩高速释放。(1) 装配式建筑：据测算，十三五期间，装配式建筑行业年复合增长率将达到 37%以上，公司作为装配式技术龙头将率先分享市场蛋糕增量，轻钢结构、多高层钢结构和房地产业务将显著收益。(2) 雄安新区：公司在河北拥有河北杭萧分公司并与 3 家企业建立战略合作关系，在河北区域成功布局，有望受益雄安新区建设。(3) 新型战略合作：公司首创以技术授权为核心的新型战略合作模式，全国化进程速度激增，该模式中的资源使用费毛利率高达 90%以上，将显著提升公司盈利能力。我们认为公司正处于全国化进程中的加速阶段，近 3 年战略合作业务将稳步增长，业绩提升空间广阔。我们看好公司未来发展空间，我们维持对公司的买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 18 元，相当于 2017 年 27 倍动态市盈率。

图 21：杭萧钢构的核心投资逻辑



资料来源：安信证券研究中心

5.4. 风险提示

装配式建筑推进不及预期、房地产市场持续低迷、公司订单落地不达预期等风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,786.4	4,338.5	5,151.1	6,104.3	7,055.2	成长性					
减:营业成本	2,896.3	3,075.1	3,494.1	4,078.9	4,688.6	营业收入增长率	-3.7%	14.6%	18.7%	18.5%	15.6%
营业税费	74.5	55.6	80.4	97.9	104.6	营业利润增长率	136.0%	207.0%	102.3%	30.2%	23.8%
销售费用	77.8	70.1	79.8	88.5	102.3	净利润增长率	103.4%	272.4%	55.1%	33.5%	27.0%
管理费用	417.0	484.7	376.0	427.3	458.6	EBITDA 增长率	28.5%	72.1%	71.6%	24.4%	19.5%
财务费用	123.4	82.5	54.7	33.2	1.2	EBIT 增长率	47.5%	104.2%	83.2%	26.6%	20.9%
资产减值损失	32.5	61.0	41.6	45.0	49.2	NOPLAT 增长率	48.0%	113.4%	66.1%	26.6%	20.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.4%	-14.8%	43.5%	-7.0%	19.6%
投资和汇兑收益	-0.3	-3.9	-1.4	-1.9	-2.4	净资产增长率	25.9%	14.3%	21.6%	28.9%	29.2%
营业利润	164.7	505.6	1,023.0	1,331.7	1,648.4	利润率					
加:营业外净收支	16.6	26.0	22.1	21.6	23.2	毛利率	23.5%	29.1%	32.2%	33.2%	33.5%
利润总额	181.3	531.6	1,045.0	1,353.2	1,671.6	营业利润率	4.3%	11.7%	19.9%	21.8%	23.4%
减:所得税	37.8	91.8	261.3	338.3	417.9	净利润率	3.2%	10.3%	13.5%	15.2%	16.7%
净利润	120.5	448.8	696.2	929.7	1,180.4	EBITDA/营业收入	10.5%	15.8%	22.8%	24.0%	24.8%
						EBIT/营业收入	7.6%	13.6%	20.9%	22.4%	23.4%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	70	61	47	34	25
货币资金	646.5	693.5	412.1	488.3	720.9	流动营业资本周转天数	181	140	141	148	143
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	519	436	422	411	404
应收账款	1,051.2	1,133.2	1,272.3	1,737.6	1,704.3	应收账款周转天数	92	91	84	89	88
应收票据	79.5	52.1	54.2	99.2	79.7	存货周转天数	350	274	287	282	273
预付账款	37.7	27.0	87.0	32.5	97.2	总资产周转天数	616	527	498	467	448
存货	3,448.5	3,150.7	5,059.0	4,512.8	6,180.6	投资资本周转天数	262	212	200	191	175
其他流动资产	127.8	59.5	88.5	91.9	80.0	投资回报率					
可供出售金融资产	12.5	101.0	38.7	50.7	63.5	ROE	7.3%	20.7%	27.0%	28.2%	27.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	7.0%	9.8%	12.9%	12.9%
长期股权投资	31.5	87.5	87.5	87.5	87.5	ROIC	8.3%	17.7%	34.5%	30.4%	39.5%
投资性房地产	-	4.9	4.9	4.9	4.9	费用率					
固定资产	745.5	722.7	629.5	536.4	443.2	销售费用率	2.1%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
在建工程	7.5	13.9	13.9	13.9	13.9	管理费用率	11.0%	11.2%	7.3%	7.0%	6.5%
无形资产	126.0	121.6	116.5	111.5	106.4	财务费用率	3.3%	1.9%	1.1%	0.5%	0.0%
其他非流动资产	108.8	107.6	107.9	107.9	107.6	三费/营业收入	16.3%	14.7%	9.9%	9.0%	8.0%
资产总额	6,423.0	6,275.1	7,972.0	7,875.2	9,689.6	偿债能力					
短期债务	1,422.5	899.3	1,128.6	172.4	-	资产负债率	68.9%	63.7%	65.2%	54.6%	52.3%
应付账款	1,315.7	1,413.3	1,613.5	2,007.3	2,120.8	负债权益比	222.0%	175.2%	187.5%	120.3%	109.8%
应付票据	514.0	490.0	995.8	639.4	1,162.0	流动比率	1.25	1.33	1.35	1.64	1.77
其他流动负债	1,073.2	1,052.2	1,408.9	1,417.1	1,727.0	速动比率	0.45	0.51	0.37	0.58	0.54
长期借款	30.0	70.5	-	-	-	利息保障倍数	2.33	7.12	19.72	41.17	1,359.17
其他非流动负债	72.8	69.3	52.2	64.8	62.1	分红指标					
负债总额	4,428.3	3,994.7	5,199.0	4,301.0	5,071.8	DPS(元)	0.05	-	0.21	0.21	0.21
少数股东权益	338.7	111.8	195.0	278.7	350.4	分红比率	40.3%	0.0%	32.1%	24.1%	18.7%
股本	808.9	1,056.8	1,056.8	1,056.8	1,056.8	股息收益率	0.4%	0.0%	1.6%	1.7%	1.6%
留存收益	869.4	1,110.9	1,521.2	2,238.7	3,210.6						
股东权益	1,994.7	2,280.5	2,773.0	3,574.2	4,617.8						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.11	0.42	0.66	0.88	1.12
净利润	143.5	439.8	696.2	929.7	1,180.4	BVPS(元)	1.57	2.05	2.44	3.12	4.04
加:折旧和摊销	110.8	98.6	98.2	98.2	98.2	PE(X)	112.6	30.2	19.5	14.6	11.5
资产减值准备	32.5	61.0	-	-	-	PB(X)	8.2	6.3	5.3	4.1	3.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-62.9	45.2	-97.1	62.6	35.5
财务费用	128.7	81.4	54.7	33.2	1.2	P/S	3.6	3.1	2.6	2.2	1.9
投资损失	0.3	3.9	1.4	1.9	2.4	EV/EBITDA	27.8	15.8	12.2	9.2	7.5
少数股东损益	23.0	-8.9	87.6	85.2	73.3	CAGR(%)	91.9%	41.8%	120.0%	91.9%	41.8%
营运资金的变动	-130.7	498.7	-1,119.0	138.0	-710.8	PEG	1.2	0.7	0.2	0.2	0.3
经营活动产生现金流量	94.4	1,255.8	-181.0	1,286.2	644.7	ROIC/WACC	0.8	1.8	3.4	3.0	4.0
投资活动产生现金流量	-64.5	-197.9	60.9	-13.9	-15.1	REP	4.9	2.6	1.2	1.4	0.9
融资活动产生现金流量	181.3	-906.8	-161.4	-1,195.9	-397.0						

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

金嘉欣、苏多永声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
深圳联系人	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

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