

杭萧钢构（600477）

证券研究报告

2017 年 08 月 27 日

技术许可合作模式推广加速，归母净利润增速维持高位

新签合同额维持高位增速，技术许可合作模式推广速度提升

公司 17 年上半年新签合同额合计值为 35.78 亿元，同比增长 19.85%。其中钢结构制造和安装相关新签合同额为 25.34 亿，同增 14.70%，子项目钢结构住宅新签合同额大幅增长，本期为 9.05 亿元，同增 255.11%，主因本期公司中标青海省砖厂路棚户区 EPC 项目，项目金额为 6.38 亿。目前公司已与 64 家机构建立战略合作关系，其中 17 年上半年新签技术许可合同 18 个，而去年同期为 12 个。公司乘装配式建筑政策推动拐点，逐渐由传统制造型企业向技术品牌管理服务性企业转型，预计未来该业务模式将于公司钢结构建造业务形成较强协同效用，从而巩固公司作为钢结构龙头企业之一的先入优势。

营收增速有所提升，毛利率小幅上升

17 年上半年公司实现营收 21.30 亿，较前值同比上升 25.39%。其中从技术许可模式中取得营业收入 6.48 亿，同增 62%。通过剔除“营改增”所带来的核算口径的变化，我们得出 17 年上半年公司毛利率为 31.70%，同比下降 1.91 个百分点，根据推算，其中技术许可业务模式毛利率为 80.36%，下降约 3.8 个百分点；其余钢结构建筑相关业务毛利率约为 33%，同降约 1 个百分点。

期间费用率显著下降，归母净利润增速依旧处于高位

17 年上半年公司期间费用率为 11.99%，同比下降 6.21 个百分点。其中管理费用率为 9.49%，同比下降 4.26 个百分点，主因股权激励股份支付显著减少导致；财务费用率为 1.03%，同比下降 1.49 个百分点，主因带贷款减少及利率下降所致；销售费用率为 1.48%，同比下降 0.45 个百分点。本期资产减值损失为-922 万，下降 301 万。公司 17 年上半年归母净利润为 3.58 亿，同增 61.93%

付现比提升幅度高于收现比，经营现金流有所承压

公司 17 年上半年收现比为 1.01，下降 5.13 个百分点，其中技术许可业务收款情况有所提升，而经营现金流流入增速较低或由于传统钢结构建筑业务收款情况较差；付现比为 1.03，提升 1.89 个百分点，主因材料订货量增加从而现金支付增长所致。经营现金流净额约-2 亿，下降 18.25%。此外，公司投资现金流净额为-1.86 亿，同比下降-52.05%，主因在与相关机构建立合作关系后，公司对参股公司投资增加导致，也从侧面说明公司技术授权模式推进速度的加快。

投资建议

公司为钢结构行业龙头企业之一，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，我们看好公司发展前景，维持“买入评级”，预计 2017-2019 年 EPS 为 0.50、0.68、0.86 元/股。对应 PE 为 26、19、15 倍

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	5,368.03	6,472.22	7,594.05
增长率(%)	(3.72)	14.58	23.73	20.57	17.33
EBITDA(百万元)	398.05	685.03	967.89	1,279.08	1,547.24
净利润(百万元)	120.51	448.76	688.65	929.52	1,179.16
增长率(%)	103.37	272.38	53.46	34.98	26.86
EPS(元/股)	0.09	0.33	0.50	0.68	0.86
市盈率(P/E)	147.58	39.63	25.83	19.13	15.08
市净率(P/B)	10.74	8.20	5.60	4.33	3.37
市销率(P/S)	4.70	4.10	3.31	2.75	2.34
EV/EBITDA	27.75	15.76	17.53	13.24	10.65

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（维持评级）
当前价格	12.94 元
目标价格	15.53 元
上次目标价	13 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,374.42
流通 A 股股本(百万股)	1,256.83
A 股总市值(百万元)	17,785.00
流通 A 股市值(百万元)	16,263.37
每股净资产(元)	2.33
资产负债率(%)	57.99
一年内最高/最低(元)	15.48/7.93

作者

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

岳恒宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲 联系人
xiaowenjin@tfzq.com

股价走势



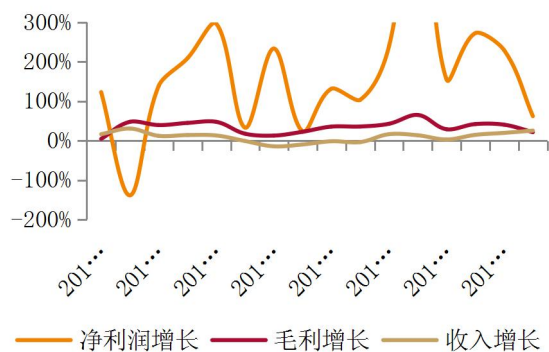
资料来源：贝格数据

相关报告

1 《杭萧钢构-首次覆盖报告：战略合作商业模式快速推进，现金流大幅改善》
2017-04-18

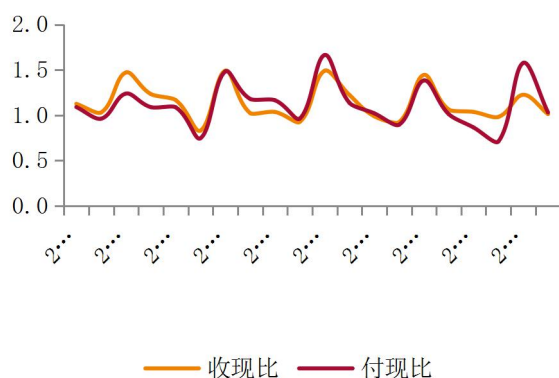
图 1：公司成长能力

图 2：公司毛利率

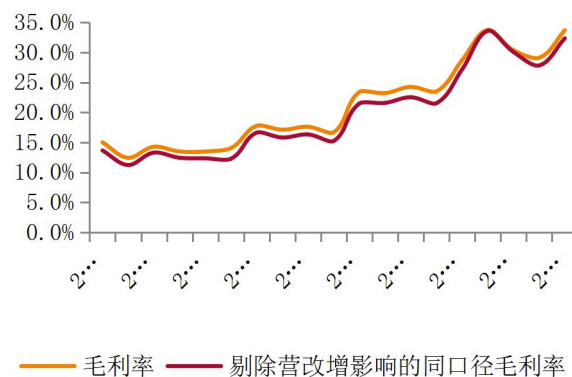


资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司收付现比

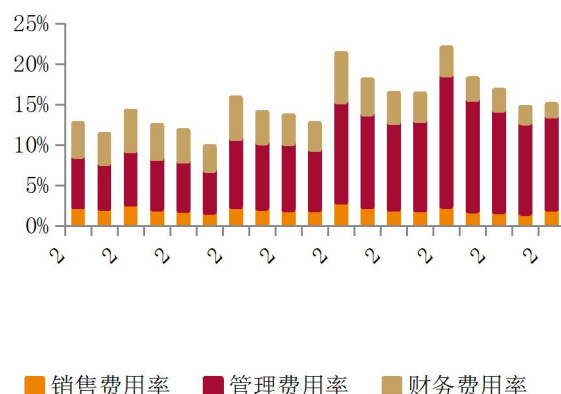


资料来源：Wind，天风证券研究所



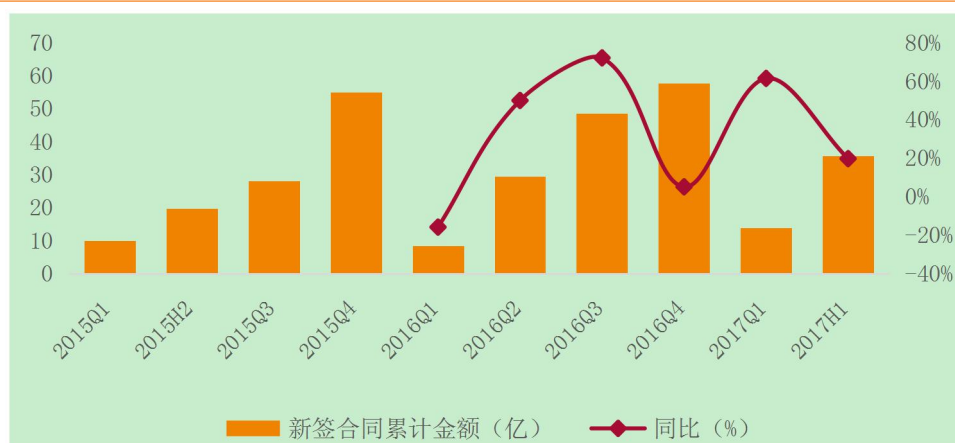
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：公司期间费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：公司新签合同情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	646.51	693.55	805.20	970.83	1,325.83
应收账款	1,051.20	1,133.19	1,704.68	1,888.02	3,170.49
预付账款	37.72	26.99	93.07	33.10	106.67
存货	3,448.49	3,150.66	3,957.77	4,361.54	5,400.70
其他	207.30	111.53	147.14	195.92	168.54
流动资产合计	5,391.22	5,115.92	6,707.87	7,449.41	10,172.23
长期股权投资	31.46	87.46	137.46	172.46	207.46
固定资产	745.51	722.68	655.32	587.10	517.35
在建工程	7.52	13.94	17.36	19.42	20.65
无形资产	125.98	121.62	120.38	122.81	124.90
其他	121.29	213.52	218.67	223.84	228.62
非流动资产合计	1,031.77	1,159.22	1,149.20	1,125.63	1,098.99
资产总计	6,422.99	6,275.14	7,857.07	8,575.04	11,271.22
短期借款	1,422.50	899.35	48.61	102.06	0.00
应付账款	1,315.75	1,413.29	1,881.64	1,977.10	2,535.80
其他	1,587.21	1,542.25	2,567.58	2,121.83	3,161.83
流动负债合计	4,325.46	3,854.89	4,497.83	4,200.98	5,697.63
长期借款	30.00	70.50	0.00	13.43	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	78.19	62.08
负债合计	4,428.26	3,994.66	4,550.05	4,279.17	5,759.72
少数股东权益	338.71	111.76	133.06	192.39	228.86
股本	808.87	1,056.76	1,374.42	1,374.42	1,374.42
资本公积	443.08	284.28	284.28	284.28	284.28
留存收益	869.45	1,110.89	1,799.54	2,729.06	3,908.22
其他	(465.37)	(283.21)	(284.28)	(284.28)	(284.28)
股东权益合计	1,994.73	2,280.49	3,307.02	4,295.88	5,511.50
负债和股东权益总	6,422.99	6,275.14	7,857.07	8,575.04	11,271.22

现金流量表(百万)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	143.54	439.82	688.65	929.52	1,179.16
折旧摊销	110.82	98.61	100.63	103.33	106.09
财务费用	128.72	81.39	35.18	6.86	(2.02)
投资损失	0.34	3.91	(2.00)	(2.00)	(25.00)
营运资金变动	(130.69)	498.70	(29.32)	(920.79)	(758.14)
其它	(158.36)	133.34	21.30	59.33	36.47
经营活动现金流	94.38	1,255.77	814.44	176.25	536.56
资本支出	69.42	137.47	102.86	62.25	77.48
长期投资	31.46	56.00	50.00	35.00	35.00
其他	(165.39)	(391.34)	(241.61)	(175.00)	(167.23)
投资活动现金流	(64.51)	(197.87)	(88.75)	(77.75)	(54.75)
债权融资	1,526.00	969.85	73.11	148.15	19.06
股权融资	274.59	32.98	285.76	(3.56)	5.59
其他	(1,619.24)	(1,909.64)	(972.90)	(77.47)	(151.45)
筹资活动现金流	181.34	(906.81)	(614.03)	67.13	(126.80)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	211.21	151.09	111.66	165.63	355.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,786.43	4,338.52	5,368.03	6,472.22	7,594.05
营业成本	2,896.28	3,075.14	3,680.51	4,307.47	5,054.57
营业税金及附加	74.55	55.55	68.73	82.87	97.24
营业费用	77.78	70.13	86.77	104.62	122.76
管理费用	416.95	484.66	599.67	723.02	848.34
财务费用	123.37	82.55	35.18	6.86	(2.02)
资产减值损失	32.49	60.97	67.07	80.48	55.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.34)	(3.91)	2.00	2.00	25.00
其他	0.68	7.82	(4.00)	(4.00)	(50.00)
营业利润	164.67	505.59	832.09	1,168.89	1,443.17
营业外收入	41.00	40.14	40.14	40.42	40.23
营业外支出	24.36	14.16	14.16	14.16	14.16
利润总额	181.31	531.58	858.07	1,195.16	1,469.25
所得税	37.77	91.76	148.12	206.31	253.62
净利润	143.54	439.82	709.95	988.86	1,215.63
少数股东损益	23.03	(8.94)	21.30	59.33	36.47
归属于母公司净利润	120.51	448.76	688.65	929.52	1,179.16
每股收益(元)	0.09	0.33	0.50	0.68	0.86

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	-3.72%	14.58%	23.73%	20.57%	17.33%
营业利润	136.01%	207.03%	64.58%	40.48%	23.46%
归属于母公司净利润	103.37%	272.38%	53.46%	34.98%	26.86%
获利能力					
毛利率	23.51%	29.12%	31.44%	33.45%	33.44%
净利率	3.18%	10.34%	12.83%	14.36%	15.53%
ROE	7.28%	20.69%	21.70%	22.65%	22.32%
ROIC	8.25%	17.68%	30.60%	41.25%	36.67%
偿债能力					
资产负债率	68.94%	63.66%	57.91%	49.90%	51.10%
净负债率	125.12%	98.92%	70.49%	85.47%	57.34%
流动比率	1.25	1.33	1.49	1.77	1.79
速动比率	0.45	0.51	0.61	0.74	0.84
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	1.51	1.56	1.56
总资产周转率	0.58	0.68	0.76	0.79	0.77
每股指标(元)					
每股收益	0.09	0.33	0.50	0.68	0.86
每股经营现金流	0.07	0.91	0.59	0.13	0.39
每股净资产	1.20	1.58	2.31	2.99	3.84
估值比率					
市盈率	147.58	39.63	25.83	19.13	15.08
市净率	10.74	8.20	5.60	4.33	3.37
EV/EBITDA	27.75	15.76	17.53	13.24	10.65
EV/EBIT	38.35	18.36	19.57	14.40	11.44

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com