

中报符合预期，新业务加速成长

■**事项:** 1) 公司发布 2017 年半年报, 公司实现营收 21.3 亿元, 同比增长 25.39%, 归母净利润 3.58 亿元, 同比增长 61.93%, 每股收益 0.261 元, 同比增长 23.70%。

2) 发布 2017 年半年度经营简报, 新签钢结构制造和安装合同 81 个, 金额 25.34 亿元, 同比增长 14.7%, 房地产开发签约金额 3.17 亿元, 同比增长 13.62%。

■**战略合作顺利推进, 促业绩快速增长:** ①从收入结构看, 2017 年上半年公司实现营收 21.3 亿元, 同比增长 25.39%; 其中主营业务收入 15.28 亿元 (+19.37%), 其他业务收入 6.02 亿元 (+43.78%), 我们认为“其他业务收入”主要是确认战略合作业务收入, 2017 年上半年公司战略合作新签 18 单, 涉及资源使用费用 6.48 亿元, 由此来看战略合作订单收入转化率很高。②从利润结构看, 公司主营业务/其他业务分别实现毛利 1.67/5.3 亿元, 毛利率水平分别为 10.93%/88.04%; 公司披露战略合作新业务模式确认毛利约 5.21 亿元, 占毛利总额的 74.79%。公司战略合作新业务模式已成为公司利润贡献核心业务, 预计公司会持续加大新业务模式推广, 压缩传统业务。

■**费用管控到位, 盈利持续优化:** 报告期内公司期间费用率 11.99%, 同比下降了 6.3 个百分点, 费用控制较好, 进一步优化盈利能力, 报告期内公司销售净利率 16.84%, 同比上升了 3.76 个百分点; 公司有息负债规模减少, 财务费用显著下降, 报告期内销售费用/管理费用/财务费用分别为 3151/20205/2190 万元, 分别同比下降了 4.01%/13.49%/48.78%; 截至报告期末, 公司短期借款和应付票据余额分别为 7.88/2.52 亿元, 同比下降 42.11%/43.26%, 资产负债率 57.99%, 同比下降 8.91 个百分点。

■**战略合作收现比高, 经营现金流改善:** 2017 年上半年公司经营性现金流净额 1.94 亿元 (-18%), 主要受公司应付票据大幅减少影响, 报告期末公司应付票据同比下降 43.26%, 传统业务结算模式变化加大经营性现金流出, 我们认为公司减少应付票据结算有两个因素, 其一利率上行, 减少有息负债, 降低财务成本, 其二是钢价上行, 上游议价能力增强, 票据结算模式受到一定影响。分季来看, 公司经营性现金流逐季向好, 2017Q2/Q1 经营性现金流分别为 -8204 万元 (-270%) / 2.76 亿元 (+46.2%), 2 季度公司经营性现金流同比大幅改善, 主要受益于公司战略合作业务账期短, 收现比高; 随着新业务扩张, 传统业务逐步压缩情况下, 公司现金流情况将持续优化。

■**传统加工业务持续压缩, 钢结构住宅订单高增:** 2017 年上半年, 公司传统钢结构新签订单 16.29 亿元, 同比下降了 16.67%, 传统钢结构业务持续压缩。公司三代钢结构住宅技术已获市场认可, 借力装配式

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价: **17.01 元**

股价 (2017-08-25) **12.94 元**

交易数据

总市值 (百万元)	17,785.00
流通市值 (百万元)	16,263.37
总股本 (百万股)	1,374.42
流通股本 (百万股)	1,256.83
12 个月价格区间	7.85/15.26 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	25.38	23.08	97.15
绝对收益	27.87	31.81	105.11

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: 住宅装配龙头企业, 轻资产运营利润高增/金嘉欣 2017-05-30
- 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

建筑政策东风，钢结构住宅项目快速推广，2017年上半年公司钢结构住宅业务新签订单 9.05 亿元，同比上升 255.11%。房产开发项目新签订单 3.17 亿元，同比上涨了 13.4%，报告期内房产销售收入 2.31 亿元，同比上升了 25.39%。

■**新业务一路高歌，合作方进展顺利：**公司新型战略合作持续快速推进，根据公司公告汇总，截至 2017 年 8 月 26 日，公司 2017 年已签单 25 单，涉及资源使用费 8.98 亿元，同比上涨了 106.4%，累计与 64 家公司签署战略合作协议，遍及全国 24 个省市自治区。公司公告显示，目前 22 家已完成厂房建设，14 家已投产，19 家已承建工程项目。公司首创新型战略合作模式，打造技术输出平台，快速打破区域壁垒，产能壁垒，直接受益装配式建筑推进。

■**投资建议：**上调公司业绩预期，假设全年战略合作签单 50 家，我们预计公司 2017 年-2019 年的收入分别为 52.90 亿元、60.53 亿元和 68.45 亿元，对应增速分别为 21.9%、14.4%、13.1%，2016-2018 净利润分别为 8.66 亿元、11.96 亿元和 15.75 亿元，对应增速分别为 93.0%、38.1%、31.7%，成长性突出；给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 17.01 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
主营收入	3,786.4	4,338.5	5,290.2	6,053.3	6,844.8
净利润	120.5	448.8	866.2	1,195.8	1,575.3
每股收益(元)	0.09	0.33	0.63	0.87	1.15
每股净资产(元)	1.20	1.58	2.15	2.75	3.56
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	147.6	39.6	20.5	14.9	11.3
市净率(倍)	10.7	8.2	6.0	4.7	3.6
净利润率	3.2%	10.3%	16.4%	19.9%	22.9%
净资产收益率	7.3%	20.7%	29.3%	31.7%	32.2%
股息收益率	0.3%	0.5%	1.9%	2.2%	2.6%
ROIC	8.3%	17.7%	42.2%	40.4%	59.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

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	5,290.2	6,053.3	6,844.8	成长性					
减:营业成本	2,896.3	3,075.1	3,341.9	3,605.2	3,866.7	营业收入增长率	-3.7%	14.6%	21.9%	14.4%	13.1%
营业税费	74.5	55.6	63.5	78.7	89.0	营业利润增长率	136.0%	207.0%	130.8%	34.2%	28.0%
销售费用	77.8	70.1	95.2	109.0	123.2	净利润增长率	103.4%	272.4%	93.0%	38.1%	31.7%
管理费用	417.0	484.7	539.6	635.6	718.7	EBITDA 增长率	28.5%	72.1%	90.5%	28.4%	24.9%
财务费用	123.4	82.5	39.8	11.4	-9.2	EBIT 增长率	47.5%	104.2%	105.2%	30.7%	26.5%
资产减值损失	32.5	61.0	41.6	45.0	49.2	NOPLAT 增长率	48.0%	113.4%	103.4%	31.1%	26.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.4%	-14.8%	37.0%	-14.1%	16.9%
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%	39.1%	29.2%	29.6%
营业利润	164.7	505.6	1,167.1	1,566.5	2,004.8	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%	36.8%	40.4%	43.5%
利润总额	181.3	531.6	1,189.2	1,588.1	2,028.0	营业利润率	4.3%	11.7%	22.1%	25.9%	29.3%
减:所得税	37.8	91.8	214.1	282.7	354.9	净利润率	3.2%	10.3%	16.4%	19.8%	23.0%
净利润	120.5	448.8	866.2	1,195.8	1,575.3	EBITDA/营业收入	10.5%	15.8%	24.7%	27.7%	30.6%
						EBIT/营业收入	7.6%	13.6%	22.8%	26.1%	29.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	70	61	46	35	26
货币资金	646.5	693.5	423.2	1,211.6	1,932.5	流动营业资本周转天数	181	140	132	133	124
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	519	436	402	402	414
应收帐款	1,051.2	1,133.2	1,337.3	1,647.5	1,691.7	应收帐款周转天数	92	91	84	89	88
应收票据	79.5	52.1	57.0	95.1	78.5	存货周转天数	350	274	267	252	232
预付帐款	37.7	27.0	82.0	23.6	83.3	总资产周转天数	616	527	475	459	460
存货	3,448.5	3,150.7	4,701.3	3,758.8	5,060.1	投资资本周转天数	262	212	189	178	157
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%	29.3%	31.7%	32.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	7.0%	12.7%	16.9%	17.2%
长期股权投资	31.5	87.5	87.5	87.5	87.5	ROIC	8.3%	17.7%	42.2%	40.4%	59.7%
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%	1.8%	1.8%	1.8%
在建工程	7.5	13.9	13.9	13.9	13.9	管理费用率	11.0%	11.2%	10.2%	10.5%	10.5%
无形资产	126.0	121.6	116.5	111.5	106.4	财务费用率	3.3%	1.9%	0.8%	0.2%	-0.1%
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%	12.8%	12.5%	12.2%
资产总额	6,423.0	6,275.1	7,688.3	7,741.2	9,753.2	偿债能力					
短期债务	1,422.5	899.3	588.9	-	-	资产负债率	68.9%	63.7%	58.7%	47.1%	45.5%
应付帐款	1,315.7	1,413.3	1,481.6	1,718.7	1,685.8	负债权益比	222.0%	175.2%	142.4%	88.9%	83.6%
应付票据	514.0	490.0	931.1	514.2	971.4	流动比率	1.25	1.33	1.50	1.91	2.04
其他流动负债	1,073.2	1,052.2	1,462.5	1,344.6	1,722.4	速动比率	0.45	0.51	0.45	0.86	0.88
长期借款	30.0	70.5	-	-	-	利息保障倍数	2.33	7.12	30.34	138.07	-217.67
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	4,516.3	3,642.3	4,441.6	DPS(元)	0.04	0.06	0.24	0.28	0.34
少数股东权益	338.7	111.8	215.3	323.0	418.6	分红比率	40.3%	18.8%	38.4%	32.5%	29.9%
股本	808.9	1,056.8	1,374.4	1,374.4	1,374.4	股息收益率	0.3%	0.5%	1.9%	2.2%	2.6%
留存收益	869.4	1,110.9	1,582.3	2,401.5	3,518.5						
股东权益	1,994.7	2,280.5	3,172.0	4,099.0	5,311.5						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.09	0.33	0.63	0.87	1.15
净利润	143.5	439.8	866.2	1,195.8	1,575.3	BVPS(元)	1.20	1.58	2.15	2.75	3.56
加:折旧和摊销	110.8	98.6	98.2	98.2	98.2	PE(X)	147.6	39.6	20.5	14.9	11.3
资产减值准备	32.5	61.0	-	-	-	PB(X)	10.7	8.2	6.0	4.7	3.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-82.5	59.2	-49.7	16.6	16.2
财务费用	128.7	81.4	39.8	11.4	-9.2	P/S	4.7	4.1	3.4	2.9	2.6
投资损失	0.3	3.9	1.4	1.9	2.4	EV/EBITDA	27.8	15.8	13.8	10.0	7.7
少数股东损益	23.0	-8.9	109.0	109.6	97.8	CAGR(%)	108.7%	56.1%	136.6%	108.7%	56.1%
营运资金的变动	-130.7	498.7	-967.2	357.0	-563.7	PEG	1.4	0.7	0.2	0.1	0.2
经营活动产生现金流量	94.4	1,255.8	147.3	1,773.9	1,200.8	ROIC/WACC	0.8	1.7	4.1	3.9	5.8
投资活动产生现金流量	-64.5	-197.9	60.9	-13.9	-15.1	REP	5.0	2.7	1.4	1.6	0.9
融资活动产生现金流量	181.3	-906.8	-478.6	-971.6	-464.7						

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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