

新模式合作进入项目逐步落地期

——杭萧钢构（600477）2017 年半年报点评

2017 年 8 月 28 日

强烈推荐/维持

杭萧钢构

财报点评

姓名	分析师 赵军胜	执业证书编号: S1480512070003
	Email: zhaojs@dxzq.net.cn	Tel: 010-66554088

事件:

2017 年上半年, 公司实现营业收入 21.3 亿元, 同比上升 25.39%, 利润总额 4.23 亿元, 同比上升 56.71%; 归属于母公司股东的净利润为 3.58 亿元, 同比上升 61.93%。

公司分季度财务指标

指标	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
营业收入 (百万元)	1152.48	667.06	1031.50	1010.75	1629.20	797.79	1332.06
增长率 (%)	-8.15%	16.27%	11.79%	-11.15%	41.37%	19.60%	29.14%
毛利率 (%)	21.80%	28.72%	37.03%	24.70%	27.02%	33.70%	32.08%
期间费用率 (%)	16.10%	22.00%	15.74%	14.40%	11.21%	15.02%	10.18%
营业利润率 (%)	0.97%	6.86%	21.49%	7.85%	9.75%	18.76%	20.88%
净利润 (百万元)	20.33	36.43	185.80	78.31	139.28	119.39	239.25
增长率 (%)	110.45%	148.88%	945.69%	-13.75%	584.99%	227.78%	28.77%
每股盈利 (季度, 元)	0.004	0.045	0.175	0.074	0.142	0.114	0.173
资产负债率 (%)	68.94%	65.68%	66.90%	67.50%	63.66%	58.61%	57.99%
净资产收益率 (%)	1.02%	1.78%	9.22%	3.71%	6.11%	4.96%	9.36%
总资产收益率 (%)	0.32%	0.61%	3.05%	1.21%	2.22%	2.05%	3.93%

观点:

- **传统主业与新业务双轮驱动营收增加。**2017年上半年, 公司实现营业收入21.3亿元, 同比上升25.39%。其中房产销售实现收入2.31亿元, 占比10.85%, 同比增长21.58%。开展战略合作业务带来资源使用费收入6.48亿元, 占比30.42%, 同比增长62%。政府大力推广装配式建筑, 公司新的商业模式得到合作方的认可, 推广速度基本符合预期。
- **毛利率下降同时费用率下降, 净利率增长。**2017年上半年, 公司综合毛利率为32.69%, 同比下降1.08%, 主要由钢材价格上涨所致。战略合作新业务模式本期确认毛利5.21亿元, 占毛利总额的74.79%, 成为本期业绩增长的主要驱动因素。销售费用率、管理费用率与财务费用率本期分别下降0.45%/4.26%/1.49%, 三费率下降6.21%至11.99%。实现净利率16.84%, 同比增长3.76%。
- **新签合同额增长, 中标EPC项目。**2017上半年, 新签钢结构制造与安装合同/建材销售/房产开发/设计服务合同/战略合作合同金额分别为25.34/0.64/3.17/0.16/6.48亿元, 同比增长14.70%/-4.83%/13.40%/-47.71%/62.00%。另外, 上半年公司中标砖厂路棚户区改造EPC

项目，金额为6.38亿元，使本期钢结构建筑新签合同额大幅上涨255.11%。为未来业绩的增长奠定了坚实的基础。7月与8月，公司又相继与8家公司签订战略合作协议，金额总计2.55亿元，为未来业绩增长奠定基础。

- **新模式发展符合预期，进入项目落地阶段。**截止到2017年上半年与公司钢管束组合结构住宅体系合作方有64家，其中50家去的营业执照，22家完成厂房建设，14家已投产，19家开始承建项目，住宅工程项目有5个，分布在新疆、河北、湖北、江苏、河南等地区。新模式逐步进入项目落地期，市场将会进一步检验公司新技术的优势和吸引力。
- **盈利预测和投资评级：**我们预计公司 2017 到 2019 年公司的每股收益 0.50 元、0.63 元和 0.77 元，以收盘价 12.94 元计算，对应的动态 PE 为 26 倍、21 倍和 17 倍。考虑到公司在手订单充足，业绩增长稳定，特别是新商业模式发展基本符合预期，且逐步进入落地期，公司受益于装配式建筑政策最大，维持公司“强烈推荐”的投资评级。
- **风险提示：**新模式扩张持续性不达预期的风险。

公司盈利预测表

资	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资	5391.22	5115.92	5950.44	7622.14	9590.91	营业收入	3786.43	4338.52	5212.85	6270.25	7384.96				
货币资	646.51	693.55	807.99	1467.09	2384.21	营业成本	2896.28	3075.14	3525.34	4215.98	4928.62				
应收账	985.41	1063.62	1356.77	1631.98	1922.11	营业税金及	74.55	55.55	65.16	78.38	92.31				
其他应	65.79	69.57	83.59	100.54	118.41	营业费用	77.78	70.13	82.36	99.07	116.68				
预付款	37.72	26.99	26.99	26.99	26.99	管理费用	416.95	484.66	573.93	690.35	813.08				
存货	3448.49	3150.66	3612.27	4319.94	5050.15	财务费用	123.37	82.55	31.45	5.77	4.51				
其他流	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损	32.49	60.97	61.00	61.00	61.00				
非流动	1031.77	1159.22	1115.94	1077.41	1047.06	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股	31.46	87.46	87.50	87.50	87.50	投资净收益	(0.34)	(3.91)	(3.91)	(3.91)	(3.91)				
固定资	745.51	722.67	695.04	672.15	655.71	营业利润	164.67	505.59	869.69	1115.78	1364.84				
无形资	125.98	121.62	109.46	97.29	85.13	营业外收入	41.00	40.14	40.15	40.15	40.15				
其他非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	24.36	14.16	14.20	14.20	14.20				
资产总	6422.99	6275.14	7066.38	8699.54	10637.97	利润总额	181.31	531.58	895.64	1141.73	1390.79				
流动负	4325.46	3854.89	3466.50	4103.07	4838.83	所得税	37.77	91.76	154.50	196.95	239.91				
短期借	1422.50	899.35	38.36	0.00	0.00	净利润	143.54	439.82	741.14	944.78	1150.88				
应付账	1180.63	1331.00	1506.72	1801.90	2106.48	少数股东损	23.03	(8.94)	0.00	0.00	0.00				
预收款	652.04	838.04	1062.20	1331.82	1649.37	归属母公司	120.51	448.76	741.14	944.78	1150.88				
一年内	73.50	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	398.05	685.03	1004.36	1228.00	1479.68				
非流动	102.80	139.77	164.12	204.62	245.12	EPS (元)	0.17	0.43	0.50	0.63	0.77				
长期借	30.00	70.50	111.00	151.50	192.00	主要财务									
应付债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E				
负债合	4428.26	3994.66	3630.62	4307.69	5083.95	成长能力									
少数股	338.71	111.76	111.76	111.76	111.76	营业收入增	-3.72%	14.58%	20.15%	20.28%	17.78%				
实收资	808.87	1056.76	1496.12	1496.12	1496.12	营业利润增	136.01%	207.03%	72.01%	28.30%	22.32%				
资本公	443.08	284.28	284.28	284.28	284.28	归属于母公	103.37%	272.38%	65.15%	27.48%	21.81%				
未分配	349.96	689.20	1413.30	2336.35	3460.76	获利能力									
归属母	1656.02	2168.72	3348.15	4292.93	5443.81	毛利率(%)	23.51%	29.12%	32.37%	32.76%	33.26%				
负债和	6422.99	6275.14	7066.38	8699.54	10637.97	净利率(%)	3.18%	10.34%	14.22%	15.07%	15.58%				
现						总资产净利	1.88%	7.15%	10.45%	10.84%					
						ROE(%)	7.28%	20.69%	22.14%	22.01%	21.14%				
						偿债能力									
经营活	(64.51)	(197.87)	0.00	0.00	0.00	资产负债率	68.94%	63.66%	51.20%	49.44%	47.78%				
净利润	110.01	96.88	1.88	106.45	110.33	流动比率	1.25	1.33	1.72	1.86	1.98				
折旧摊	397.13	195.28	1222.91	1035.13	1233.01	速动比率	0.45	0.51	0.67	0.80	0.94				
财务费	0.00	0.00	(31.45)	(5.77)	(4.51)	营运能力									
应付帐	(17.57)	150.37	175.72	295.18	304.58	总资产周转	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
预收帐	(151.17)	186.00	224.15	269.62	317.55	应收账款周	0.58	0.68	0.78	0.80	0.76				
投资活	181.34	(906.81)	0.00	0.00	0.00	应付账款周	0.79	0.93	1.04	1.06	1.05				
公允价	(0.34)	(3.91)	(3.91)	(3.91)	(3.91)	每股指标									
长期股	31.46	56.00	0.04	0.00	0.00	每股收益	0.17	0.43	0.50	0.63	0.77				
投资收	(0.34)	(4.12)	(4.12)	(4.12)	(4.12)	每股净现金	0.26	0.14	0.08	0.44	0.61				
筹资活	211.21	151.09	114.44	659.10	917.12	每股净资产	2.05	2.05	2.24	2.87	3.64				
应付债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率									
长期借	(43.50)	40.50	40.50	40.50	40.50	P/E	77.49	29.95	26.12	20.49	16.82				
普通股	255.41	247.89	439.36	0.00	0.00	P/B	6.32	6.31	5.78	4.51	3.56				
资本公	165.16	(158.79)	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	28.50	20.37	18.62	14.69	11.60				
现金净	328.04	(953.60)	114.44	659.10	917.12										

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

分析师：赵军胜

中央财经大学经济学硕士，2008 年进入证券行业，多年行业研究经验，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。2014 年（暨 2013 年度）第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选最佳选股分析师行业第 3 名。2014 年慧眼识券商行业第 4 名。华尔街见闻金牌分析师评选 2015 年中线选股行业第 2 名。2015 年东方财富第三届中国最佳分析师行业第 3 名分析师。2015 金融界慧眼识券商行业最佳分析师第 3 名，最高涨幅第 1 名。2016 年（暨 2015 年度）“天眼”中国最佳证券分析师评选行业盈利预测最准确分析师第 3 名。2016 年东方财富中国最佳分析师评比全国 100 强分析师 58 名、建筑材料行业分析师第 1 名。2016 年卖方分析师奖水晶球奖公募基金榜获第 5 名入围

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。