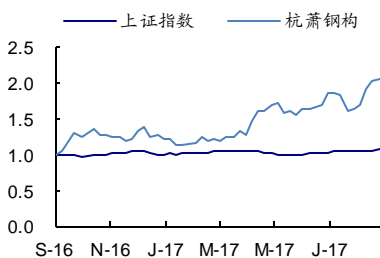


证券研究报告—动态报告
建筑工程
工程承包
杭萧钢构(600477)
买入
2017年半年报点评

(首次评级)

2017年08月30日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1,374/1,257
总市值/流通(百万元)	18,046/16,502
上证综指/深圳成指	3,363/10,810
12个月最高/最低(元)	13.88/6.07

证券分析师: 黄道立

电话: 0755-82130685

E-MAIL: huangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511070003

联系人: 陈颖

E-MAIL: chenying4@guosen.com.cn

财报点评
技术授权促增长, 看好钢结构订单释放
● 上半年收入增长 25.39%, 净利润增长 61.93%, EPS 0.26 元

杭萧钢构上半年实现营业收入 21.3 亿元, 同比增长 25.39%, 实现归母净利润 3.58 亿元, 同比大增 61.93%, EPS 0.26 元/股。Q2 单季度收入 13.32 亿, 同增 29.14%, 归母净利润 2.38 亿, 同增 28.74%。

● 技术授权模式保障利润水平, 费用率进一步优化

公司上半年实现综合毛利率 32.69% (-1.08pct), 净利率 16.84% (+3.76pct), 期间公司采用技术授权模式成功与 18 家合作方签署战略合作协议, 涉及资源使用费收入 6.48 亿, 确认毛利 5.21 亿, 占报告期毛利的 74.79%, 目前公司毛利率水平位居行业内可比公司首位。报告期内, 公司期间费用率为 12.02%, 较去年同期大幅减少 6.23 个百分点, 其中销售、管理、财务费用率分别为 1.5% (-0.44pct)、9.48% (-4.29pct)、1.03% (-1.5pct), 主要受益于内部销售费用控制加强、股权激励股份支付减少以及贷款和贷款利率下降。

● 快速完成全国布局, 新增产能助力业绩释放

公司目前设有 9 个钢结构生产、制造加工基地, 1 个配套建材生产基地, 上半年新设立 14 家钢构公司, 新增 7 家钢构公司完成厂房建设(改造), 新增 5 家顺利投产, 累计拥有 50 家钢构公司, 22 家已完成厂房建设(改造), 14 家顺利投产, 产能增长迅速, 保证公司订单正常供应, 进一步助推公司业绩增长。

● 装配式建筑暖风频吹, 钢结构受益明显

在国家顶层设计和多项产业政策助推下, 近年来装配式建筑进入全面提速阶段。去年《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》明确提出 10 年左右装配式建筑占新建建筑面积 30%, 钢结构未来应用和发展空间广阔。公司是国内钢结构龙头企业, 发展历史悠久, 数千个样板工程覆盖 40 多个行业, 全球 50 多个国家地区, 拥有行业内最高最全资质和多项专利, 2014 年涉足住宅钢结构, 成为国内首个钢结构国家住宅产业化基地, 采用技术授权模式与 64 家企业进行战略合作, 未来业绩保障充足。

● 给予“买入”评级

预计 17-19 年 EPS 分别为 0.67/0.89/1.13 元, 当前股价对应的 PE 分别为 20.1/15.0/11.8, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,786	4,339	5,519	6,876	8,492
(+/-%)	-3.7%	14.6%	27.2%	24.6%	23.5%
净利润(百万元)	121	449	703.20	941.35	1194.07
(+/-%)	103.4%	272.4%	56.7%	33.9%	26.8%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.33	0.67	0.89	1.13
EBIT Margin	8.0%	14.2%	15.8%	16.8%	17.1%
净资产收益率(ROE)	7.3%	20.7%	26.7%	28.8%	29.4%
市盈率(PE)	149.7	40.2	20.1	15.0	11.8
EV/EBITDA	54.1	30.9	20.2	15.9	13.5
市净率(PB)	10.9	4.4	5.36	4.33	3.48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	694	720	707	713	营业收入	4339	5519	6876	8492
应收款项	1185	1578	1922	2401	营业成本	3075	3872	4758	5877
存货净额	3151	4326	5136	6457	营业税金及附加	56	71	88	85
其他流动资产	86	176	178	245	销售费用	70	89	111	137
流动资产合计	5116	6799	7943	9816	管理费用	485	615	765	943
固定资产	738	673	609	547	财务费用	83	19	19	16
无形资产及其他	122	117	112	107	投资收益	(4)	0	0	0
投资性房地产	212	212	212	212	资产减值及公允价值变动	(61)	(40)	(40)	(40)
长期股权投资	87	131	181	228	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6275	7932	9056	10909	营业利润	506	813	1095	1394
短期借款及交易性金融负债	899	1227	851	794	营业外净收支	26	20	20	20
应付款项	1821	2299	2844	3502	利润总额	532	833	1115	1414
其他流动负债	1135	1492	1812	2254	所得税费用	92	144	192	244
流动负债合计	3855	5018	5508	6550	少数股东损益	(9)	(14)	(19)	(24)
长期借款及应付债券	71	71	71	71	归属于母公司净利润	449	703	941	1194
其他长期负债	69	97	109	128					
长期负债合计	140	167	179	199	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3995	5185	5687	6749	净利润	449	703	941	1194
少数股东权益	112	109	106	101	资产减值准备	28	(5)	(6)	(6)
股东权益	2169	2637	3264	4059	折旧摊销	97	85	89	93
负债和股东权益总计	6275	7932	9056	10909	公允价值变动损失	61	40	40	40
					财务费用	83	19	19	16
					营运资本变动	383	(798)	(285)	(752)
					其它	(34)	2	2	1
					经营活动现金流	984	28	782	570
					资本开支	(45)	(50)	(55)	(60)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(101)	(94)	(105)	(107)
					权益性融资	17	0	0	0
					负债净变化	41	0	0	0
					支付股利、利息	(150)	(235)	(314)	(399)
					其它融资现金流	(634)	328	(375)	(58)
					融资活动现金流	(836)	93	(690)	(457)
					现金净变动	47	26	(13)	7
					货币资金的期初余额	647	694	720	707
					货币资金的期末余额	694	720	707	713
					企业自由现金流	976	(41)	703	480
					权益自由现金流	382	270	312	410

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.42	0.67	0.89	1.13
每股红利	0.14	0.22	0.30	0.38
每股净资产	2.05	2.50	3.09	3.84
ROIC	16%	20%	24%	27%
ROE	21%	27%	29%	29%
毛利率	29%	30%	31%	31%
EBIT Margin	15%	16%	17%	17%
EBITDA Margin	17%	17%	18%	18%
收入增长	15%	27%	25%	24%
净利润增长率	272%	57%	34%	27%
资产负债率	65%	67%	64%	63%
息率	1.1%	1.7%	2.2%	2.8%
P/E	31.5	20.1	15.0	11.8
P/B	6.5	5.4	4.3	3.5
EV/EBITDA	24.2	20.2	15.9	13.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyit@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		