

杭萧钢构(600477.SH)

建筑施工行业

评级：买入 维持评级

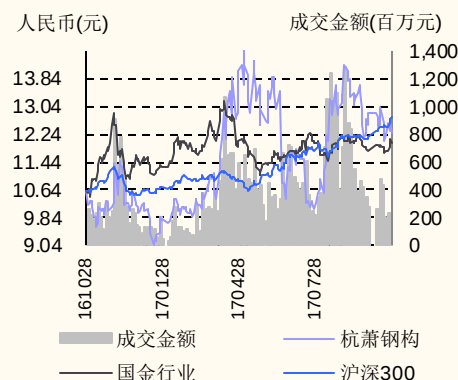
公司点评

市场价格(人民币): 12.27 元
目标价格(人民币): 14.00-15.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 1,260.00
总市值(百万元) 16,864.14
年内股价最高最低(元) 14.62/9.04
沪深 300 指数 4021.97
上证指数 3416.81



相关报告

- 1.《业绩稳超市场预期，技术授权加速保未来高增-杭萧钢构公司点评》，2017.8.28
- 2.《新模式后续盈利无忧，合资厂运行良好——杭萧钢构调研报告-杭...》，2017.7.27
- 3.《技术授权半年签 6.4 亿，中报或再超预期可积极布局-杭萧钢构公...》，2017.7.3
- 4.《技术授权六月开门红，签棚改 EPC 抢占先机-杭萧钢构公司点评》，2017.6.2
- 5.《趋势为王，把握装配式建筑确定性长周期机会-杭萧钢构公司点评》，2017.5.24

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001
(8621)60230241
huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人
shirenwang@gjzq.com.cn

业绩符合预期高增，绿色钢结构空间广阔

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.149	0.424	0.581	0.798	0.988
每股净资产(元)	2.05	2.05	2.75	3.72	4.95
每股经营性现金流(元)	0.12	1.19	0.74	0.39	0.22
市盈率(倍)	82.60	23.67	21.11	15.38	12.42
行业优化市盈率(倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率(%)	103.37%	272.38%	78.04%	37.28%	23.76%
净资产收益率(%)	7.28%	20.69%	27.52%	27.86%	25.95%
总股本(百万股)	809.26	1,057.15	1,374.42	1,374.42	1,374.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月20日，公司发布三季度报告，前三季度公司营收/归母净利润/扣非归母净利润分别为 31.9/5.35/5.26 亿，同比+17.76%/+78.74%/79.92%；前三季度基本 EPS 为 0.389 元/股，同比+78%；前三季度加权 ROE 为 22.26%，同比+5.37pct。

经营分析

- 业绩符合预期，盈利能力提高显著：1) 公司前三季度实现营收/归母净利润分别为 31.9/5.35 亿，同比+17.76%/+78.74%，业绩高增得益于战略合作业务的毛利增加。2) 分季度来看，Q1/Q2/Q3 归母净利润分别为 1.2/2.4/1.8 亿，同比+229%/+29%/127%，Q3 业绩加速增长。3) 经营现金流超净利润体现强回款能力：公司前三季度经营现金流 5.57 亿（同比+9.9%），超过归母净利润（5.35 亿）体现出公司的强回款能力。4) 公司前三季度销售/管理/财务费用分别同比+1.41%/-15.04%/-50.63%，公司财务费用大幅减小主要因贷款减少、融资结构调整使得利率下降所致。5) 公司前三季度资产减值损失 734.6 万（同比-34.62%），资产减值损失大幅减小系冲回应收账款坏账所致。6) 公司盈利能力提高，型钢价格上升对整体毛利率影响有限：前三季度毛利率/加权 ROE 分别为 32.35%/22.26%，同比+1.97pct/+5.37pct，公司盈利能力提高显著，毛利率高企得益于高毛利率的技术授权业务；根据钢价格指数(LGMI)判断，型钢价格现处在高位，价格上升对公司整体业务毛利率影响有限(Q1/H1 整体毛利率为 33.7%/32.7%，下滑有限)。7) 资产结构更优：公司前三季度资产负债率为 57.47%，同比-10pct；公司前三季度应收账款为 9.58 亿（同比-9.4%），负债率与应收账款的大幅减小体现出公司优良的资产结构。
- 钢结构住宅表现亮眼，新业务落地加速保障未来业绩：1) 钢结构住宅合同高增长：公司前三季度新签钢结构制造安装合同 32.23 亿（同比-12.6%），其中钢结构住宅业务新签 9.26 亿（同比+266%），占比 28.7%（同比+21.88pct），钢结构住宅业务呈现倍数级增长且在传统主业的占比提高显著，未来将成为重要营收增长点。2) 新业务落地加速保障全年业绩，技术授权确认收入比例高：①截止目前，公司 2017 年签署 29 单技术授权协议，金额共计 10.43 亿元（同比+66%），考虑到技术授权模式的高毛利率（2017H1 毛利率为 89%），公司全年业绩有保障；②1-9 月签署技术授权

27 单合计 9.78 亿，根据母公司 1-9 月的总营收（16.78 亿）及 H1 的主营业务/其他业务收入比例（5.09/5.86 亿）预计 1-9 月技术授权确认收入约 9 亿，占新签技术授权费比例超 90%。3）长期合作带来持续收益：技术授权模式后续的技术使用费（5-8 元/平米）以及与合作方共同投资的钢构公司未来的投资收益可为公司带来持续稳定收益，我们预计成熟期商业模式每年可贡献净利润达 17 亿元；同时，公司通过与地方优质企业合作迅速抢占市场（截至目前公司已经拥有 68 家战略合作伙伴，遍布全国 26 个省市自治区），站住市场后，公司钢结构市场广阔，未来盈利无忧。

- **北方环保监管趋严+“绿水青山”进党章，绿色钢结构建筑受催化：**1）绿色钢结构建筑契合“美丽中国”内涵：建筑行业长期处于一种数量型的粗放增长，效率低、能耗大、污染严重，装配式建筑高度契合建设“美丽中国”的政策导向，兼具低耗环保和抗震性能好的钢结构将主导装配式建筑的未来。2）绿色钢结构建筑发展逻辑清晰：①短期来看，四季度环保监管趋严，10 月 24 日的十九大决议把“增强绿水青山就是金山银山的意识”等内容写入党章，绿色钢结构建筑将受强催化；②长期来看，我国装配式建筑市场空间广阔，新开工面积中装配式建筑占比较低，距离“十三五”规划的 15% 装配比例尚有很大空间，预计 2020 年装配式住宅投资规模最低可达 5 千亿元，公司作为钢结构技术龙头将享有广阔市场。

投资建议

- 我们给予公司未来 6-12 个月 14-15 元目标价位，对应 17 年 PE 估值为 24-26 倍。

风险提示

- 政策推动不达预期风险、技术比较优势削弱风险、新商业模式进展不达预期风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,933	3,786	4,339	5,212	6,338	7,568
增长率		-3.7%	14.6%	20.1%	21.6%	19.4%
主营业务成本	-3,277	-2,896	-3,075	-3,486	-4,096	-4,823
%销售收入	83.3%	76.5%	70.9%	66.9%	64.6%	63.7%
毛利	656	890	1,263	1,726	2,242	2,745
%销售收入	16.7%	23.5%	29.1%	33.1%	35.4%	36.3%
营业税金及附加	-56	-75	-56	-26	-32	-38
%销售收入	1.4%	2.0%	1.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-81	-78	-70	-89	-108	-129
%销售收入	2.1%	2.1%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
管理费用	-291	-417	-485	-594	-748	-908
%销售收入	7.4%	11.0%	11.2%	11.4%	11.8%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	227	321	653	1,018	1,354	1,670
%销售收入	5.8%	8.5%	15.1%	19.5%	21.4%	22.1%
财务费用	-126	-123	-83	-34	-11	2
%销售收入	3.2%	3.3%	1.9%	0.7%	0.2%	0.0%
资产减值损失	-31	-32	-61	-12	-3	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-4	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	70	165	506	971	1,341	1,669
营业利润率	1.8%	4.3%	11.7%	18.6%	21.2%	22.1%
营业外收支	24	17	26	22	15	4
税前利润	93	181	532	993	1,356	1,673
利润率	2.4%	4.8%	12.3%	19.1%	21.4%	22.1%
所得税	-20	-38	-92	-171	-234	-289
所得税率	21.1%	20.8%	17.3%	17.3%	17.3%	17.3%
净利润	74	144	440	822	1,122	1,384
少数股东损益	14	23	-9	23	25	27
归属于母公司的净利润	59	121	449	799	1,097	1,357
净利率	1.5%	3.2%	10.3%	15.3%	17.3%	17.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	74	144	440	822	1,122	1,384
非现金支出	146	142	158	117	105	103
非经营收益	119	148	90	35	14	13
营运资金变动	-568	-340	566	-187	-830	-1,264
经营活动现金净流	-230	94	1,254	786	411	236
资本开支	-32	-27	-46	10	-38	47
投资	-3	-38	-152	-28	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-34	-65	-198	-18	-38	47
股权募资	339	361	17	0	0	0
债权募资	127	-58	-678	-481	-224	-148
其他	-166	-122	-245	-112	-93	-81
筹资活动现金净流	300	181	-906	-593	-317	-229
现金净流量	36	210	150	175	56	55

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	583	647	694	869	925	980
应收款项	888	1,131	1,185	1,344	1,655	2,023
存货	3,921	3,448	3,151	3,820	4,601	6,078
其他流动资产	140	166	86	40	210	157
流动资产	5,531	5,391	5,116	6,073	7,391	9,238
%总资产	84.6%	83.9%	81.5%	84.8%	87.7%	91.2%
长期投资	3	65	214	242	241	241
固定资产	764	753	738	636	580	431
%总资产	11.7%	11.7%	11.8%	8.9%	6.9%	4.3%
无形资产	132	128	122	130	137	145
非流动资产	1,004	1,032	1,159	1,087	1,038	896
%总资产	15.4%	16.1%	18.5%	15.2%	12.3%	8.8%
资产总计	6,535	6,423	6,275	7,160	8,429	10,134
短期借款	1,799	1,496	899	480	263	114
应付款项	2,913	2,482	2,741	3,300	3,796	4,204
其他流动负债	151	348	214	264	204	327
流动负债	4,863	4,325	3,855	4,044	4,262	4,645
长期贷款	74	30	71	71	71	72
其他长期负债	15	73	69	8	0	0
负债	4,951	4,428	3,995	4,122	4,333	4,717
普通股股东权益	1,173	1,656	2,169	2,903	3,936	5,230
少数股东权益	411	339	112	135	160	187
负债股东权益合计	6,535	6,423	6,275	7,160	8,429	10,134

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.107	0.149	0.424	0.581	0.798	0.988
每股净资产	2.120	2.047	2.052	2.747	3.725	4.949
每股经营现金净流	-0.416	0.116	1.187	0.744	0.389	0.224
每股股利	0.000	0.000	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	5.05%	7.28%	20.69%	27.52%	27.86%	25.95%
总资产收益率	0.91%	1.88%	7.15%	11.16%	13.01%	13.39%
投入资本收益率	5.17%	7.22%	16.62%	23.47%	25.30%	24.67%
增长率						
主营业务收入增长率	-1.03%	-3.72%	14.58%	20.14%	21.59%	19.41%
EBIT 增长率	6.47%	41.49%	103.52%	55.82%	33.11%	23.32%
净利润增长率	32.95%	103.37%	272.38%	78.04%	37.28%	23.76%
总资产增长率	5.39%	-1.72%	-2.30%	14.10%	17.72%	20.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	64.3	86.1	86.2	85.0	87.0	90.0
存货周转天数	430.4	464.4	391.6	400.0	410.0	460.0
应付账款周转天数	132.4	149.9	149.1	155.0	150.0	140.0
固定资产周转天数	67.2	71.9	60.8	42.4	28.0	17.6
偿债能力						
净负债/股东权益	81.39%	44.09%	12.12%	-10.49%	-14.44%	-14.66%
EBIT 利息保障倍数	1.8	2.6	7.9	29.9	126.4	-694.5
资产负债率	75.75%	68.94%	63.66%	57.57%	51.40%	46.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	13	14	19
增持	0	0	3	5	6
中性	0	0	2	2	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.39	1.43	1.43

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-04-12	买入	12.84	16.60~19.00
2	2017-05-02	买入	14.03	16.60~19.00
3	2017-05-24	买入	12.53	16.60~19.00
4	2017-06-02	买入	12.58	16.60~19.00
5	2017-07-03	买入	15.26	16.60~19.00
6	2017-07-27	买入	10.12	14.00~15.00
7	2017-08-28	买入	12.94	14.00~15.00

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH