

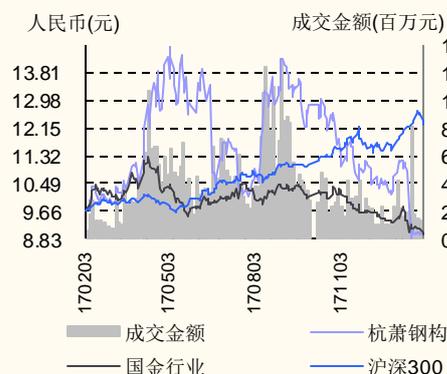
## 杭萧钢构 (600477.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.05 元  
目标价格 (人民币): 14.00-15.00 元

## 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)	12,438.51
年内股价最高最低(元)	14.62/8.83
沪深 300 指数	4256.10
上证指数	3488.01



## 业绩兑现超预期，规模效应助产业逻辑更通畅

## 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	0.582	0.798	0.987
每股净资产(元)	2.05	2.05	2.96	3.93	5.16
每股经营性现金流(元)	0.12	1.19	1.19	1.34	1.44
市盈率(倍)	82.60	23.67	15.56	11.34	9.17
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%	78.11%	37.25%	23.68%
净资产收益率(%)	7.28%	20.69%	25.59%	26.39%	24.89%
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

- 1月30日公司发布2017年年度业绩预增公告, 2017年归母净利润8.1亿, 同增80%, 基本符合我们的预期, 超出wind一致预期(7.36亿)。

## 经营分析

- 业绩超预期, 传统业务或显回暖迹象。** 1) 公司预计2017年归母净利润8.1亿, 同增80%, 归母扣非净利7.96亿, 同增86%, 公司业绩符合我们的预期, 超出wind一致预期, 业绩高增主要系技术授权业务稳步推进增厚毛利。2) 其中Q1/Q2/Q3/Q4归母净利润同增229%/29%/127%/83%, Q1/Q2/Q3/Q4新签技术授权协议5/13/9/9单, 获取资源使用费1.8/4.7/3.4/3.4亿元, 同增35%/123%/30%/-12%, 四季度技术授权业务贡献资源使用费同比下滑但业绩实现高增或因传统业务(钢结构/地产)回暖。
- 规模效应+人力成本上升, 装配式建筑产业逻辑更通畅。** 1) 现阶段我国老龄化进程加速, 建筑工业化大势所趋, 装配式建筑优势突出引领建筑产业新方向, 2016年我国装配式建筑占比不足5%, 远低于2020年“15%”的目标, 保守预计未来四年行业CAGR超30%。2) 市场普遍认为我国装配式建筑成本过高(高于传统混凝土成本5%-20%, 约100-400元), 装配式建筑产业发展主要依托政策推动, 缺乏内生增长逻辑。我们认为现阶段装配式建筑成本较高主要系前期投资规模巨大、国内人力成本较低, 我们认为伴随渗透率提升装配式规模效应显现+人力成本快速上升, 装配式建筑成本将加速下滑, 利于装配式建筑大发展。3) 美丽中国/环保税收取以及长租公寓/雄安新区和装配式建筑的结合将为装配式建筑的推广提供加速度。
- 减持无碍公司基本面, 低估值特征明显。** 1月12日公司发布控股股东、高管减持计划, 受减持计划影响公司股价出现大跌, 我们认为装配式建筑产业逻辑通畅, 公司作为钢结构龙头, 传统主业与技术授权业务双轮驱动, 业绩增长确定性高, 我们预测公司2018年净利可达11亿元, 现价对应2018年估值仅11倍, 低估值特征明显。

## 投资建议

- 我们给予公司未来6-12个月15元目标价位, 对应19\*2018EPS。

## 风险提示

- 政策推动不达预期、技术比较优势削弱、新商业模式进展不达预期、控股股东拟减持不超过0.29亿股、可转债募资不及预期、电商运营不及预期。

## 相关报告

- 《近期下跌已带来上涨空间, 商业模式扎实推行业绩高增无忧-杭萧钢...》, 2017.11.6
- 《业绩符合预期高增, 绿色钢结构空间广阔-杭萧钢构公司点评》, 2017.10.30
- 《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
- 《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
- 《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

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

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,933</b>	<b>3,786</b>	<b>4,339</b>	<b>5,212</b>	<b>6,277</b>	<b>7,734</b>	货币资金	583	647	694	987	1,435	1,994
增长率		-3.7%	14.6%	20.1%	20.4%	23.2%	应收账款	888	1,131	1,185	1,148	1,284	1,445
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,277</b>	<b>-2,896</b>	<b>-3,075</b>	<b>-3,537</b>	<b>-4,037</b>	<b>-4,978</b>	存货	3,921	3,448	3,151	3,178	3,428	4,092
%销售收入	83.3%	76.5%	70.9%	67.9%	64.3%	64.4%	其他流动资产	140	166	86	92	94	93
<b>毛利</b>	<b>656</b>	<b>890</b>	<b>1,263</b>	<b>1,675</b>	<b>2,240</b>	<b>2,756</b>	流动资产	5,531	5,391	5,116	5,406	6,241	7,624
%销售收入	16.7%	23.5%	29.1%	32.1%	35.7%	35.6%	%总资产	84.6%	83.9%	81.5%	76.8%	73.9%	72.8%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-56</b>	<b>-75</b>	<b>-56</b>	<b>-59</b>	<b>-68</b>	<b>-84</b>	长期投资	3	65	214	657	1,119	1,665
%销售收入	1.4%	2.0%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	固定资产	764	753	738	783	899	999
<b>营业费用</b>	<b>-81</b>	<b>-78</b>	<b>-70</b>	<b>-76</b>	<b>-90</b>	<b>-108</b>	%总资产	11.7%	11.7%	11.8%	11.1%	10.6%	9.5%
%销售收入	2.1%	2.1%	1.6%	1.5%	1.4%	1.4%	无形资产	132	128	122	129	137	144
<b>管理费用</b>	<b>-291</b>	<b>-417</b>	<b>-485</b>	<b>-464</b>	<b>-678</b>	<b>-855</b>	非流动资产	1,004	1,032	1,159	1,629	2,204	2,848
%销售收入	7.4%	11.0%	11.2%	8.9%	10.8%	11.1%	%总资产	15.4%	16.1%	18.5%	23.2%	26.1%	27.2%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>227</b>	<b>321</b>	<b>653</b>	<b>1,076</b>	<b>1,404</b>	<b>1,709</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,535</b>	<b>6,423</b>	<b>6,275</b>	<b>7,035</b>	<b>8,446</b>	<b>10,472</b>
%销售收入	5.8%	8.5%	15.1%	20.6%	22.4%	22.1%	短期借款	1,799	1,496	899	462	251	103
<b>财务费用</b>	<b>-126</b>	<b>-123</b>	<b>-83</b>	<b>-32</b>	<b>-27</b>	<b>-5</b>	应付款项	2,913	2,482	2,741	2,989	3,525	4,334
%销售收入	3.2%	3.3%	1.9%	0.6%	0.4%	0.1%	其他流动负债	151	348	214	223	235	257
<b>资产减值损失</b>	<b>-31</b>	<b>-32</b>	<b>-61</b>	<b>-67</b>	<b>-78</b>	<b>-107</b>	流动负债	4,863	4,325	3,855	3,675	4,010	4,694
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	74	30	71	70	70	70
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4</b>	<b>-10</b>	<b>24</b>	<b>39</b>	其他长期负债	15	73	69	19	19	19
%税前利润	0.0%	n.a.	n.a.	n.a.	1.8%	2.3%	<b>负债</b>	<b>4,951</b>	<b>4,428</b>	<b>3,995</b>	<b>3,763</b>	<b>4,099</b>	<b>4,783</b>
<b>营业利润</b>	<b>70</b>	<b>165</b>	<b>506</b>	<b>967</b>	<b>1,322</b>	<b>1,637</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,173</b>	<b>1,656</b>	<b>2,169</b>	<b>3,123</b>	<b>4,157</b>	<b>5,450</b>
营业利润率	1.8%	4.3%	11.7%	18.5%	21.1%	21.2%	少数股东权益	411	339	112	149	190	239
<b>营业外收支</b>	<b>24</b>	<b>17</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,535</b>	<b>6,423</b>	<b>6,275</b>	<b>7,035</b>	<b>8,446</b>	<b>10,472</b>
<b>税前利润</b>	<b>93</b>	<b>181</b>	<b>532</b>	<b>990</b>	<b>1,345</b>	<b>1,660</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.4%	4.8%	12.3%	19.0%	21.4%	21.5%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>所得税</b>	<b>-20</b>	<b>-38</b>	<b>-92</b>	<b>-153</b>	<b>-207</b>	<b>-254</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	21.1%	20.8%	17.3%	15.5%	15.4%	15.3%	每股收益	0.107	0.149	0.424	0.582	0.798	0.987
<b>净利润</b>	<b>74</b>	<b>144</b>	<b>440</b>	<b>836</b>	<b>1,138</b>	<b>1,406</b>	每股净资产	2.120	2.047	2.052	2.956	3.934	5.157
少数股东损益	14	23	-9	37	41	49	每股经营现金净流	-0.416	0.116	1.187	1.192	1.343	1.443
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>59</b>	<b>121</b>	<b>449</b>	<b>799</b>	<b>1,097</b>	<b>1,357</b>	每股股利	0.060	0.060	0.080	0.060	0.060	0.060
净利率	1.5%	3.2%	10.3%	15.3%	17.5%	17.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	5.05%	7.28%	20.69%	25.59%	26.39%	24.89%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	0.91%	1.88%	7.15%	11.36%	12.99%	12.96%
净利润	74	144	440	836	1,138	1,406	投入资本收益率	5.17%	7.22%	16.62%	23.91%	25.44%	24.70%
少数股东损益	14	23	-9	37	41	49	<b>增长率</b>						
非现金支出	146	142	158	165	185	229	主营业务收入增长率	-1.03%	-3.72%	14.58%	20.13%	20.43%	23.21%
非经营收益	119	148	90	61	15	-12	EBIT增长率	6.47%	41.49%	103.52%	64.79%	30.44%	21.76%
营运资金变动	-568	-340	566	198	81	-99	净利润增长率	32.95%	103.37%	272.38%	78.11%	37.25%	23.68%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-230</b>	<b>94</b>	<b>1,254</b>	<b>1,260</b>	<b>1,420</b>	<b>1,525</b>	总资产增长率	5.39%	-1.72%	-2.30%	12.11%	20.05%	23.99%
资本开支	-32	-27	-46	-127	-207	-207	<b>资产管理能力</b>						
投资	-3	-38	-152	-444	-462	-546	应收账款周转天数	64.3	86.1	86.2	76.0	73.0	70.0
其他	0	0	0	-10	24	39	存货周转天数	430.4	464.4	391.6	328.0	310.0	300.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-34</b>	<b>-65</b>	<b>-198</b>	<b>-581</b>	<b>-645</b>	<b>-714</b>	应付账款周转天数	132.4	149.9	149.1	130.0	130.0	130.0
股权募资	339	361	17	0	0	0	固定资产周转天数	67.2	71.9	60.8	45.3	38.6	31.3
债权募资	127	-58	-678	-489	-211	-148	<b>偿债能力</b>						
其他	-166	-122	-245	103	-116	-104	净负债/股东权益	81.39%	44.09%	12.12%	-13.93%	-25.65%	-32.02%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>300</b>	<b>181</b>	<b>-906</b>	<b>-386</b>	<b>-327</b>	<b>-252</b>	EBIT利息保障倍数	1.8	2.6	7.9	33.4	51.7	345.5
<b>现金净流量</b>	<b>36</b>	<b>210</b>	<b>150</b>	<b>293</b>	<b>448</b>	<b>559</b>	资产负债率	75.75%	68.94%	63.66%	53.49%	48.53%	45.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
	0	1	3	7	21
	0	0	0	1	6
	0	0	0	0	2
	0	0	0	0	0
	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.13</b>	<b>1.34</b>

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	2017-05-02	买入	14.03	16.60~19.00
2	2017-05-24	买入	12.53	16.60~19.00
3	2017-06-02	买入	12.58	16.60~19.00
4	2017-07-03	买入	15.26	16.60~19.00
5	2017-07-27	买入	10.12	14.00~15.00
6	2017-08-28	买入	12.94	14.00~15.00
7	2017-10-30	买入	12.27	14.00~15.00
8	2017-11-06	买入	10.97	14.00~15.00

来源：国金证券研究所



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作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专业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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者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