

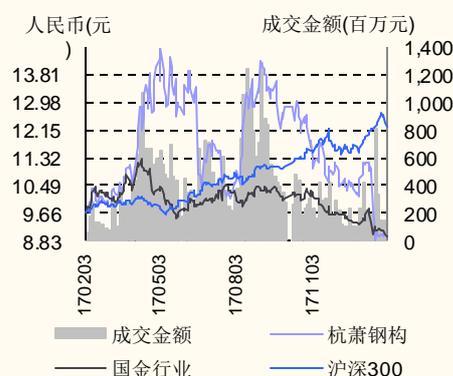
## 杭萧钢构 (600477.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 9.15 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) 12,575.95  
 年内股价最高最低 (元) 14.62/8.20  
 沪深 300 指数 3871.14  
 上证指数 3159.05



## 技术授权持续高增，低估值装配式龙头正大步向前

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益 (元)	0.424	0.559	0.735	0.874	0.962
每股净资产 (元)	2.05	2.11	2.84	3.71	4.67
每股经营性现金流 (元)	1.19	0.67	0.84	0.94	1.11
市盈率 (倍)	23.67	19.09	12.47	10.47	9.53
行业优化市盈率 (倍)	14.29	14.29	14.29	14.29	14.29
净利润增长率 (%)	272.38%	71.14%	31.46%	19.05%	9.96%
净资产收益率 (%)	20.69%	26.52%	25.89%	23.56%	20.58%
总股本 (百万股)	1,057.15	1,374.42	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

- 公司 2017 年营收/归母净利润分别为 46.3/7.68 亿元，同比分别增长 6.7%/71%，略低于我们前预期。公司 2017 年拟 10 送 3 派发现金 1.7 元。

## 经营分析

- **装配式建筑技术授权/期间费用下降令业绩持续高增:** 1) 公司 2017 年传统业务营收约 34 亿，毛利率约 11.6% 较上年下降 0.5%，受原材料价格上涨影响传统业务毛利率自 2015 年以来持续下滑，业绩增长主要系装配式技术授权 2017 年新签 36 单合计涉及技术转让费 13.13 亿同增 34%，其中 2017 年确认收入 12.33 亿，毛利率高达 93%，带动整体毛利率同比提升 4.1pct，净利率提升 6.34pct 至 16.48%；2) 公司 2017 年管理费用率 8.65%，较上年同期下降 2.52pct，主要原因系 2017 年公司股权支付行权费用 2212 万元，较上年下降 6294 万元，2017 年利息支出 4359 万元较上年同期下降 3780 万元，由此导致 2017 年期间费用率较上年同期下降 3.72pct 至 10.97%。
- **技术授权现金流入显著:** 公司 2017 年经营现金净流量 9.2 亿元，同比下滑 27%，2015-2017 年公司收现比分别为 0.92/0.98/0.99，但付现比分别为 0.90/0.71/0.91，我们判断系公司传统业务支付现金增加所致。公司 2017 年技术授权业务收取现金 10.48 亿元，收取率达到 80%，截至 2017 年技术授权模式累计涉及资源使用费 26.37 亿元，收取现金 23.1 亿元，收取率近 88%，其中 2014-2016 年资源使用费收取率分别达到 98%/86%/98%，预计 2017 年末未收回款项将在 2018 年持续收取。
- **资产质量持续提升:** 公司 2017 年资产负债率 56.5%，较上年同期下降 7.16pct，剔除预收账款的资产负债率仅为 48%；期末应收账款/存货分别为 12/31 亿元，分别同比增长 11%/0%，占资产比重分别为 17%/45%，存货中房地产业务相关约 11 亿元，占存货比重为 35%，扣除后和行业均值相近。

## 投资建议

- 我们预测公司 2018/19 年净利润为 10/12 亿元，EPS 分别为 0.74/0.87 元，维持目标价 15 元，对应 2018/2019 年 PE 估值分别为 20/17 倍。

## 风险提示

- 钢材价格持续上升，技术授权新签订单低于预期，技术合作方亏损等。

## 相关报告

1. 《业绩兑现超预期，规模效应助产业逻辑更通畅 - 杭萧钢构公司点评》，2018.1.24
2. 《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
3. 《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
4. 《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
5. 《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

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

**图表 1：杭萧钢构技术授权协议汇总**

合作方	资源使用费 (万元)	后续资源使用费 (元/平方米)	公告日期
四川省乐至县福兴房地产开发有限责任公司	3500	5	2018/4/12
益阳旺佳房地产开发有限公司	3500	5	2017/3/30
鹏宇投资集团有限公司	5500	5	2017/3/28
广东建邦兴业集团有限公司	3600	6	2017/2/6
内蒙古华亿建筑工程有限公司	3500	5	2017/1/31
福建帝境杭萧钢构有限公司	4000	5	2017/1/25
<b>2018 年合计</b>	<b>23600</b>		
邵阳市南方建设工程有限公司	3500	5	2017/12/11
江西省福潞祥建筑集团有限公司	3500	5	2017/11/31
民发实业集团有限公司	3500	5	2017/11/28
惠州市荣盛业房地产开发有限公司	6000	5	2017/11/28
湖南鸿云钢模科技有限公司	3500	5	2017/11/16
凯第建筑工程有限公司	3500	5	2017/11/4
河南恒达投资有限公司	3500	5	2017/11/4
绿艺园林建设有限公司	3500	5	2017/10/13
飞达地产集团有限公司	3000	5	2017/10/11
天津融创兴辰投资有限公司	4500	5	2017/9/18
龙都投资有限公司	3500	5	2017/8/31
重庆诚信建筑工程(集团)有限公司	4000	5	2017/8/10
昭通市高速公路投资发展有限责任公司	3500	5	2017/8/9
山东方大工程有限责任公司	3500	5	2017/8/8
山东中兴能源有限责任公司	3500	5	2017/8/8
云南齐星建工集团有限公司	3000	5	2017/8/1
陕西佳乐建设集团有限公司	4000	5	2017/8/1
海南智海建设工程有限公司	4000	5	2017/7/29
济宁宜居建威置业有限公司	3500	5	2017/7/1
江苏千禧装配式建筑科技有限公司	3500	5	2017/6/23
湖南中天建设集团股份有限公司	3500	5	2017/6/2
青岛即建和方绿色建筑科技有限公司	3500	5	2017/6/2
江西铭辉筑建科技有限公司	3500	5	2017/5/27
天保房地产开发有限公司	3500	5	2017/5/22
邢台日盛房地产开发有限公司	3500	5	2017/4/29
江苏恒健建设集团有限公司	3500	5	2017/4/29
湖北荆门城建集团有限公司	3800	5	2017/4/21
南宁智胤房地产投资有限公司	4000	5	2017/4/20
福建六建集团有限公司	4000	5	2017/4/15
梅州市冠华装配建筑有限公司	3500	5	2017/4/1
洛南县德星农业综合扶贫开发投资有限责任公司	3500	5	2017/4/1
武汉东方建设集团有限公司	4000	5	2017/3/17
玉溪市宇城钢结构有限公司	3500	5	2017/3/6
安徽省民和置业有限公司	3500	5	2017/3/1
江西鑫邦实业集团有限公司	3000	5	2017/2/21
绵阳宏达资产投资经营有限公司	3500	5	2017/1/24
<b>2017 年合计</b>	<b>131300</b>		
宁夏远高新能源装备制造有限公司	3000	6	2016/12/31
南昌县城市建设投资发展有限公司(南昌市国有独资企业)、江西众诚绿建科技有限公司	3500	5	2016/12/16
淮安市中天钢构有限公司	3500	5	2016/12/1

合作方	资源使用费 (万元)	后续资源使用费 (元/平方米)	公告日期
赤峰北奔重汽威龙专用车有限公司	3500	6	2016/12/1
山东蓬建建工集团有限公司	5100	5	2016/11/28
烟台胜润置业有限公司	3500	5	2016/11/26
安徽耀博建设工程有限公司	3500	6	2016/11/11
贵州盛红科技有限责任公司	3000	5	2016/10/31
于都县华强水泥制品有限公司	3000	6	2016/10/31
巴中市华兴实业有限公司	3500	5	2016/10/31
商丘市鑫佳房地产开发有限公司	3000	5	2016/10/10
河南省平萧建设工程有限公司	3000	5	2016/9/27
湖北华林建设工程集团有限公司	3500	5	2016/9/27
东营邦润新材料有限公司	3200	8	2016/9/21
新疆维泰开发建设股份有限公司	3500	5	2016/9/10
甘肃钢结构工程有限公司	3000	5	2016/9/2
宣化钢铁集团有限公司	3500	5	2016/8/19
江苏万年达金属制品有限公司	3000	5	2016/7/1
大同泰瑞集团建设有限公司	3000	5	2016/7/1
贵州跃龙钢结构有限公司	3000	5	2016/5/30
重庆跃龙钢结构有限公司	4000	5	2016/5/19
安徽石强新型材料有限公司	4000	5	2016/5/9
安徽天筑建设有限公司	3000	5	2016/4/27
湖北麻一建设有限公司	3000	5	2016/4/23
山东蓬建建工集团有限公司	4000	5	2016/4/21
韩城市经济技术开发区建设投资公司	3500	5	2016/2/26
西部矿业集团有限公司	3000	5	2016/2/5
山东北新汇隆集成房屋有限公司	3500	5	2016/2/3
湖北武钢雅苑钢结构建设有限公司	3000	5	2016/1/29
2016 年合计	97800		
四川华泰建设有限公司	3500	5	2015/12/5
章丘市第二建筑安装有限责任公司	3500	5	2015/9/24
河南富春建设工程有限公司	3500	5	2015/9/21
四川瑞泽地产集团有限责任公司	3500	5	2015/9/1
兰考中鑫钢构建设投资有限公司	3000	5	2015/8/27
江苏巨业建设集团有限公司	3600	6	2015/8/24
河北钢山房产	3000	5	2015/7/17
福建一建集团有限公司	3000	8	2015/7/2
呼图壁县文汇房地产开发有限公司	4000	5	2015/3/16
2015 年合计	30600		
河北世人美石公司	4000	5	2014/9/9
2014 年合计	4000		

来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 2：后续资源使用费情况**

	截止 2017 年年报
战略合作伙伴	75
完成工商设立手续并取得营业执照的合资钢构公司数量	60
钢结构住宅工程项目在建公司数量	12
在建项目涉及后续资源使用费（万元）	460
已确认后续资源使用费（万元）	30.71

来源：公司年报，国金证券研究所

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>主营业务收入</b>	<b>3,786</b>	<b>4,339</b>	<b>4,628</b>	<b>5,320</b>	<b>5,674</b>	<b>6,036</b>	货币资金	647	694	546	869	1,044	1,823
增长率		14.6%	6.7%	14.9%	6.6%	6.4%	应收账款	1,131	1,185	1,292	1,319	1,352	1,394
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,896</b>	<b>-3,075</b>	<b>-3,091</b>	<b>-3,282</b>	<b>-3,453</b>	<b>-3,632</b>	存货	3,448	3,151	3,149	3,327	3,500	3,681
%销售收入	76.5%	70.9%	66.8%	61.7%	60.9%	60.2%	其他流动资产	166	86	148	155	158	162
<b>毛利</b>	<b>890</b>	<b>1,263</b>	<b>1,538</b>	<b>2,038</b>	<b>2,221</b>	<b>2,404</b>	流动资产	5,391	5,116	5,135	5,669	6,054	7,061
%销售收入	23.5%	29.1%	33.2%	38.3%	39.1%	39.8%	%总资产	83.9%	81.5%	73.9%	71.8%	69.0%	68.2%
营业税金及附加	-75	-56	-37	-45	-49	-53	长期投资	65	214	517	887	1,317	1,817
%销售收入	2.0%	1.3%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	753	738	804	841	896	966
营业费用	-78	-70	-69	-80	-88	-97	%总资产	11.7%	11.8%	11.6%	10.6%	10.2%	9.3%
%销售收入	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	无形资产	128	122	122	130	137	145
管理费用	-417	-485	-401	-479	-533	-585	非流动资产	1,032	1,159	1,812	2,227	2,720	3,298
%销售收入	11.0%	11.2%	8.7%	9.0%	9.4%	9.7%	%总资产	16.1%	18.5%	26.1%	28.2%	31.0%	31.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>321</b>	<b>653</b>	<b>1,031</b>	<b>1,435</b>	<b>1,551</b>	<b>1,670</b>	<b>资产总计</b>	<b>6,423</b>	<b>6,275</b>	<b>6,948</b>	<b>7,897</b>	<b>8,774</b>	<b>10,359</b>
%销售收入	8.5%	15.1%	22.3%	27.0%	27.3%	27.7%	短期借款	1,496	899	712	532	70	70
财务费用	-123	-83	-38	-78	5	30	应付款项	2,482	2,741	2,951	3,066	3,186	3,426
%销售收入	3.3%	1.9%	0.8%	1.5%	-0.1%	-0.5%	其他流动负债	348	214	246	266	279	293
资产减值损失	-32	-61	-50	-103	-62	-54	流动负债	4,325	3,855	3,908	3,864	3,535	3,788
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	30	71	0	0	0	0
投资收益	0	-4	-41	-60	-50	-55	其他长期负债	73	69	19	19	19	19
%税前利润	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	<b>负债</b>	<b>4,428</b>	<b>3,995</b>	<b>3,927</b>	<b>3,883</b>	<b>3,554</b>	<b>3,807</b>
<b>营业利润</b>	<b>165</b>	<b>506</b>	<b>922</b>	<b>1,194</b>	<b>1,444</b>	<b>1,590</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,656</b>	<b>2,169</b>	<b>2,896</b>	<b>3,899</b>	<b>5,101</b>	<b>6,423</b>
营业利润率	4.3%	11.7%	19.9%	22.4%	25.4%	26.3%	少数股东权益	339	112	125	115	120	130
营业外收支	17	26	-6	10	12	18	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,423</b>	<b>6,275</b>	<b>6,948</b>	<b>7,897</b>	<b>8,774</b>	<b>10,359</b>
税前利润	181	532	916	1,204	1,456	1,608	<b>比率分析</b>						
利润率	4.8%	12.3%	19.8%	22.6%	25.7%	26.6%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-38	-92	-154	-205	-249	-277	<b>每股指标</b>						
所得税率	20.8%	17.3%	16.8%	17.0%	17.1%	17.2%	每股收益	0.149	0.424	0.559	0.735	0.874	0.962
净利润	144	440	763	1,000	1,207	1,332	每股净资产	2.047	2.052	2.108	2.838	3.713	4.674
少数股东损益	23	-9	-5	-10	5	10	每股经营现金净流	0.116	1.187	0.669	0.842	0.939	1.107
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>121</b>	<b>449</b>	<b>768</b>	<b>1,010</b>	<b>1,202</b>	<b>1,322</b>	每股股利	0.038	0.152	0.152	0.000	0.000	0.000
净利率	3.2%	10.3%	16.6%	19.0%	21.2%	21.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.28%	20.69%	26.52%	25.89%	23.56%	20.58%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.88%	7.15%	11.05%	12.79%	13.70%	12.76%
净利润	144	440	763	1,000	1,207	1,332	投入资本收益率	7.22%	16.62%	22.99%	26.19%	24.30%	20.88%
少数股东损益	23	-9	-5	-10	5	10	<b>增长率</b>						
非现金支出	142	158	139	192	168	181	主营业务收入增长率	-3.72%	14.58%	6.68%	14.95%	6.64%	6.39%
非经营收益	148	90	78	142	53	37	EBIT增长率	41.49%	103.52%	57.87%	39.15%	8.10%	7.67%
营运资金变动	-340	566	-61	-178	-138	-28	净利润增长率	103.37%	272.38%	71.14%	31.46%	19.05%	9.96%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>94</b>	<b>1,254</b>	<b>919</b>	<b>1,156</b>	<b>1,290</b>	<b>1,521</b>	总资产增长率	-1.72%	-2.30%	10.72%	13.66%	11.11%	18.06%
资本开支	-27	-46	-244	-125	-158	-187	<b>资产管理能力</b>						
投资	-38	-152	-378	-370	-430	-500	应收账款周转天数	86.1	86.2	88.7	88.0	88.0	88.0
其他	0	0	0	-60	-50	-55	存货周转天数	464.4	391.6	372.0	370.0	370.0	370.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-65</b>	<b>-198</b>	<b>-622</b>	<b>-555</b>	<b>-638</b>	<b>-742</b>	应付账款周转天数	149.9	149.1	155.1	150.0	150.0	150.0
股权募资	361	17	59	0	0	0	固定资产周转天数	71.9	60.8	51.6	47.1	47.1	47.6
债权募资	-58	-678	-250	-180	-462	0	<b>偿债能力</b>						
其他	-122	-245	-188	-98	-15	0	净负债/股东权益	44.09%	12.12%	5.51%	-8.40%	-18.66%	-26.76%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>181</b>	<b>-906</b>	<b>-379</b>	<b>-279</b>	<b>-477</b>	<b>0</b>	EBIT利息保障倍数	2.6	7.9	26.9	18.5	-335.7	-56.3
<b>现金净流量</b>	<b>210</b>	<b>150</b>	<b>-81</b>	<b>323</b>	<b>175</b>	<b>779</b>	资产负债率	68.94%	63.66%	56.53%	49.17%	40.50%	36.75%

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
买入	0	0	1	4	13
增持	0	0	0	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.33</b>	<b>1.19</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	2017-05-24	买入	12.53	16.60~19.00
2	2017-06-02	买入	12.58	16.60~19.00
3	2017-07-03	买入	15.26	16.60~19.00
4	2017-07-27	买入	10.12	14.00~15.00
5	2017-08-28	买入	12.94	14.00~15.00
6	2017-10-30	买入	12.27	14.00~15.00
7	2017-11-06	买入	10.97	14.00~15.00
8	2018-01-31	买入	9.05	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