

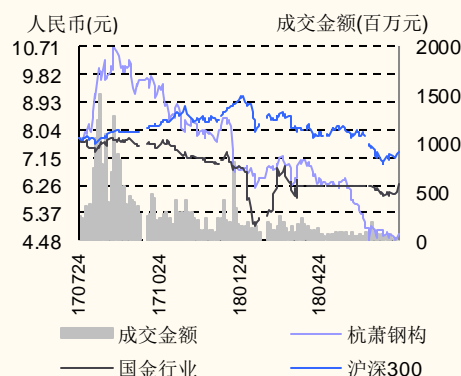
杭萧钢构 (600477.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.70 元
 目标价格 (人民币): 6.00-7.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	1,638.00
总市值 (百万元)	8,397.71
年内股价最高最低 (元)	10.73/4.48
沪深 300 指数	3525.75
上证指数	2859.54



相关报告

1. 《传统业务大幅复苏, 技术授权二季度料加速-杭萧钢构公司点评》, 2018.4.25
2. 《技术授权持续高增, 低估值装配式龙头正大步向前-杭萧钢构公司点...》, 2018.4.15
3. 《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》, 2018.1.31
4. 《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
5. 《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

棚改实物化安置利好装配式, 低估值修复可期

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	0.450	0.534	0.559
每股净资产 (元)	2.05	2.11	2.69	3.38	4.11
每股经营性现金流 (元)	1.19	0.67	0.67	0.68	0.78
市盈率 (倍)	23.67	19.09	10.13	8.54	8.15
净利润增长率 (%)	272.38%	71.14%	4.76%	18.60%	4.76%
净资产收益率 (%)	20.69%	26.52%	21.78%	20.53%	17.70%
总股本 (百万股)	1,057.15	1,374.42	1,786.75	1,786.75	1,786.75

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **装配式建筑趋势明确发展空间巨大:** ①人口结构老龄化是装配式建筑发展根本动力, 近年来民工紧缺现象普遍, 新生代农民工 (80 后) 从事建筑业比例仅有 9.8% (而上一代该比例为 27.8%); ②美丽中国/降低能耗大背景下, 国家大力推行装配式建筑: 根据《“十三五”装配式建筑行动方案》到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15% 以上, 《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》中规划到 2020 年城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%。③据住建部统计, 2016 年全国新建装配式建筑面积为 1.14 亿平方米, 同比增长 57%, 占城镇新建建筑面积的比例为 4.9%, 装配式建筑发展迅速, 未来发展空间巨大。
- **棚改货币化安置比例下降料扩张装配式建筑市场容量:** ①一般而言棚改细分市场内装配式建筑在实物安置中应用比例更高, 棚改货币化程度越高则装配式棚改项目占比越低; ②2017 年 8 月住建部印发《关于申报 2018 年棚户区改造计划的通知》提出, 商品住宅消化周期在 15 个月以下的市县应更多采取新建安置房的方式, 根据易居研究院统计截至 2018 年 5 月份全国 100 城地产去化周期平均约 10 个月, 这意味着未来棚改实物化安置比例将上升; ③根据贵阳市人民政府办公厅消息, 贵阳市“2018 年 10 月 1 日起, 全市建筑规模 2 万平方米以上的棚户区改造安置项目 (货币化安置除外) 等应采用装配式建造”; ④假设 2017 年棚改货币化安置比例 60% 且货币化安置比例中装配式建筑占比 5%, 2018 年棚改货币化安置比例为 40%, 另假设棚改实物化安置中采用装配式建筑的比例为 80%, 棚改住宅套均面积 85 平, 建安成本 1500 元/平米计算, 2018 年棚改装配式建筑市场规模达 3700 亿, 较 2017 年增长约 36%。
- **低估值装配式钢结构龙头:** 公司为装配式钢结构商业模式/技术龙头企业, 新商业模式大幅改善公司财报 (剔除预收账款杠杆率仅 38%, 17 年 ROE 达 27%, 近 3 年经营现金流持续为正), 但目前 PE (TTM) 仅 10.8 倍, 上半年技术授权收取费用合计 4.83 亿元, 同比虽有下降但不改长期发展空间。

投资建议

- 我们认为装配式建筑市场规模巨大, 公司作为龙头估值偏低, 我们预测公司 2018/19 年 EPS 分别为 0.45/0.53, 给予目标价 6.75 元 (15*2018EPS)。

风险提示

- 技术授权进展低于预期, 业绩低于预期, 钢材价格上涨, 公司治理风险等。

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)						
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,786	4,339	4,628	5,000	5,409	5,855	货币资金	647	694	546	869	925	980
增长率	14.6%	6.7%	8.0%	8.2%	8.3%		应收款项	1,131	1,185	1,292	1,263	1,367	1,480
主营业务成本	-2,896	-3,075	-3,091	-3,317	-3,642	-3,998	存货	3,448	3,151	3,149	3,363	3,692	4,053
%销售收入	76.5%	66.8%	66.3%	67.3%	68.3%		其他流动资产	166	86	148	156	162	169
毛利	890	1,263	1,538	1,683	1,767	1,857	流动资产	5,391	5,116	5,135	5,651	6,145	6,681
%销售收入	23.5%	33.2%	33.7%	32.7%	31.7%		%总资产	83.9%	81.5%	73.9%	71.7%	69.3%	66.9%
营业税金及附加	-75	-56	-37	-43	-47	-51	长期投资	65	214	517	887	1,317	1,817
%销售收入	2.0%	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	-75	-84	-94	%总资产	11.7%	11.8%	11.6%	10.7%	10.1%	9.7%
%销售收入	2.1%	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	-400	-433	-468	非流动资产	1,032	1,159	1,812	2,227	2,720	3,298
%销售收入	11.0%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%		%总资产	16.1%	18.5%	26.1%	28.3%	30.7%	33.1%
息税前利润 (EBIT)	321	653	1,031	1,165	1,204	1,244	资产总计	6,423	6,275	6,948	7,878	8,866	9,980
%销售收入	8.5%	22.3%	23.3%	22.3%	21.2%		短期借款	1,496	899	712	776	579	326
财务费用	-123	-83	-38	-86	-21	-5	应付款项	2,482	2,741	2,951	3,017	3,241	3,600
%销售收入	3.3%	1.9%	1.7%	0.4%	0.1%		其他流动负债	348	214	246	257	274	292
资产减值损失	-32	-61	-50	-72	-6	-6	流动负债	4,325	3,855	3,908	4,050	4,094	4,218
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	负债	4,428	3,995	3,927	4,069	4,113	4,237
营业利润	165	506	922	947	1,127	1,177	普通股股东权益	1,656	2,169	2,896	3,694	4,648	5,648
%营业利润率	4.3%	11.7%	19.9%	18.9%	20.8%	20.1%	少数股东权益	339	112	125	115	105	95
营业外收支	17	26	-6	10	12	18	负债股东权益合计	6,423	6,275	6,948	7,878	8,866	9,980
税前利润	181	532	916	957	1,139	1,195	比率分析						
利润率	4.8%	12.3%	19.8%	19.1%	21.1%	20.4%		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税	-38	-92	-154	-163	-195	-206	每股指标						
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	0.450	0.534	0.559
净利润	144	440	763	795	944	990	每股净资产	2.047	2.052	2.108	2.689	3.383	4.111
少数股东损益	23	-9	-5	-10	-10	-10	每股经营现金净流	0.116	1.187	0.669	0.670	0.677	0.782
归属于母公司的净利润	121	449	768	805	954	1,000	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%	16.1%	17.6%	17.1%	回报率						
							净资产收益率	7.28%	20.69%	26.52%	21.78%	20.53%	17.70%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.88%	7.15%	11.05%	10.21%	10.76%	10.02%
	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	投入资本收益率	7.22%	16.62%	22.99%	21.10%	18.72%	16.97%
净利润	144	440	763	795	944	990	增长率						
少数股东损益	23	-9	-5	-10	-10	-10	主营业务收入增长率	-3.72%	14.58%	6.68%	8.03%	8.18%	8.25%
非现金支出	142	158	139	162	112	133	EBIT 增长率	41.49%	103.52%	57.87%	13.03%	3.35%	3.31%
非经营收益	148	90	78	150	78	62	净利润增长率	103.37%	272.38%	71.14%	4.76%	18.60%	4.76%
营运资金变动	-340	566	-61	-187	-204	-110	总资产增长率	-1.72%	-2.30%	10.72%	13.39%	12.54%	12.57%
经营活动现金净流	94	1,254	919	920	931	1,075	资产管理能力						
资本开支	-27	-46	-244	-125	-158	-187	应收账款周转天数	86.1	86.2	88.7	88.0	88.0	88.0
投资	-38	-152	-378	-370	-430	-500	存货周转天数	464.4	391.6	372.0	370.0	370.0	370.0
其他	0	0	0	-60	-50	-55	应付账款周转天数	149.9	149.1	155.1	150.0	150.0	150.0
投资活动现金净流	-65	-198	-622	-555	-638	-742	固定资产周转天数	71.9	60.8	51.6	50.1	49.4	49.1
股权募资	361	17	59	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-58	-678	-250	64	-197	-253	净负债/股东权益	44.09%	12.12%	5.51%	-2.44%	-7.28%	-11.38%
其他	-122	-245	-188	-106	-40	-25	EBIT 利息保障倍数	2.6	7.9	26.9	13.6	56.4	228.8
筹资活动现金净流	181	-906	-379	-42	-237	-278	资产负债率	68.94%	63.66%	56.53%	51.65%	46.39%	42.46%
现金净流量	210	150	-81	323	56	55							

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	0	0	4
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.64

来源：贝格数据

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。

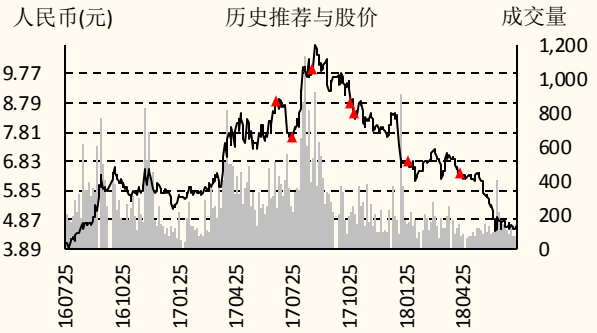
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-04-17	买入	13.19	16.60~19.00
3	2017-05-02	买入	14.03	16.60~19.00
4	2017-05-24	买入	12.53	16.60~19.00
5	2017-06-02	买入	12.58	16.60~19.00
6	2017-07-03	买入	15.26	16.60~19.00
7	2017-07-27	买入	10.12	14.00~15.00
8	2017-08-28	买入	12.94	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