

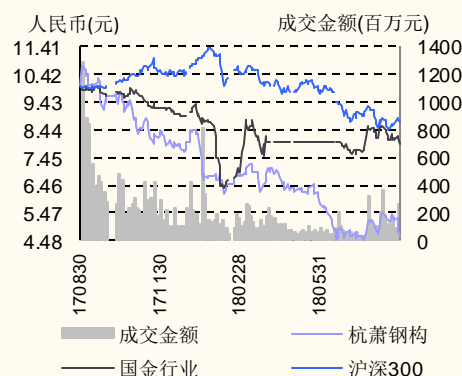
杭萧钢构 (600477.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 4.67 元
 目标价格 (人民币): 6.75-6.75 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)	8,344.11
年内股价最高最低(元)	10.73/4.48
沪深 300 指数	3351.09
上证指数	2737.74



相关报告

- 1.《棚改实物化安置利好装配式, 低估值修复可期-《2018-07-...》, 2018.7.23
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《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
- 5.《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

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

技术授权下滑拖累业绩, 传统业务复苏明显

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	10.37	8.74	8.35
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

业绩简评

- 公司上半年营收/归母净利润分别为 24.7/3.53 亿元, 分别同比+15.85%/-1.53%, 基本符合我们预期。

经营分析

- **传统业务复苏明显, 技术授权下滑拖累业绩:** 据我们拆分公司 H1 传统业务营收 19.15 亿, 同比增长 29%, 毛利率 9.81%, 较上年同期提升 3.2pct, 传统业务复苏明显; H1 技术授权模式营收 5.53 亿, 较上年同期下滑 14%, 毛利率约 93%和上年同期持平, 毛利润占比高达 73.25%。受技术授权收入下滑, 公司 H1 毛利率 28.44%, 较上年同期下降 4.25pct。公司本期期间费用率 10.41%, 较上年同期下降 1.58pct, 主要原因系股份支付行权费用大幅下降 (从上年同期的 2083 万元下降至 15 万元)。公司技术授权合作公司整体仍旧处于亏损状态, 但亏损较上期有所收窄, 投资净收益同比增长 50%。
- **经营性现金流改善明显, 经营质量持续保持高质状态:** 报告期公司经营性现金净额 3.83 亿元, 同比增长 98%, 报告期公司收现比 1.07, 较上年同期 1.01 有所提升, 付现比 0.98, 较上年同期的 1.03 有所下降, 此外公司预收款 14 亿 (同比增长 64%)。报告期末公司杠杆率 60.7%, 剔除预收账款之后的杠杆率 43.26%, 和上年同期基本持平, 应收账款/存货合计占总资产比重 59%, 较上年同期下降 8pct, 坏账损失 1410 万元, 存货跌价损失为负 300 万元, 应收账款和存货风险较小。
- **传统业务料持续复苏, 棚改实物化比例提升利好装配式:** 今年至今公司技术授权签单合计 17 单, 涉及资源使用费 6.23 亿 (同比-31%), 技术授权落地放缓。公司上半年新签传统业务订单约 43.7 亿, 较上年同期增长约 50%, 其中毛利率较高的多高层钢结构新签订单同比增长约 85%, 传统业务复苏明显。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, 2016 年全国新建装配式建筑占比仅 4.9%, 装配式建筑未来发展空间巨大。根据我们测算, 棚改实物化安置比例提升 2018 年棚改装配式建筑市场规模达 3700 亿, 将较 2017 年增长约 36%。

投资建议

- 我们维持预测公司 2018/2019 公司实现 EPS 0.45/0.53 元, 维持目标价 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。

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%	应收账款	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%	70.9%	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%	29.1%	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%	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	-75	-84	-94	%总资产	11.7%	11.8%	11.6%	10.7%	10.1%	9.7%
%销售收入	2.1%	1.6%	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	-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%	11.2%	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%	15.1%	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%	0.8%	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							
利润率	4.8%	12.3%	19.8%	19.1%	21.1%	20.4%	比率分析						
所得税	-38	-92	-154	-163	-195	-206		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
所得税率	20.8%	17.3%	16.8%	17.0%	17.1%	17.2%	每股指标						
净利润	144	440	763	795	944	990	每股收益	0.149	0.424	0.559	0.450	0.534	0.559
少数股东损益	23	-9	-5	-10	-10	-10	每股净资产	2.047	2.052	2.108	2.689	3.383	4.111
归属于母公司的净利润	121	449	768	805	954	1,000	每股经营现金净流	0.116	1.187	0.669	0.670	0.677	0.782
净利率	3.2%	10.3%	16.6%	16.1%	17.6%	17.1%	每股股利	0.038	0.152	0.152	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	7.28%	20.69%	26.52%	21.78%	20.53%	17.70%
净利润	144	440	763	795	944	990	总资产收益率	1.88%	7.15%	11.05%	10.21%	10.76%	10.02%
少数股东损益	23	-9	-5	-10	-10	-10	投入资本收益率	7.22%	16.62%	22.99%	21.10%	18.72%	16.97%
非现金支出	142	158	139	162	112	133	增长率						
非经营收益	148	90	78	150	78	62	主营业务收入增长率	-3.72%	14.58%	6.68%	8.03%	8.18%	8.25%
营运资金变动	-340	566	-61	-187	-204	-110	EBIT增长率	41.49%	103.52%	57.87%	13.03%	3.35%	3.31%
经营活动现金净流	94	1,254	919	920	931	1,075	净利润增长率	103.37%	272.38%	71.14%	4.76%	18.60%	4.76%
资本开支	-27	-46	-244	-125	-158	-187	总资产增长率	-1.72%	-2.30%	10.72%	13.39%	12.54%	12.57%
投资	-38	-152	-378	-370	-430	-500	资产管理能力						
其他	0	0	0	-60	-50	-55	应收账款周转天数	86.1	86.2	88.7	88.0	88.0	88.0
投资活动现金净流	-65	-198	-622	-555	-638	-742	存货周转天数	464.4	391.6	372.0	370.0	370.0	370.0
股权募资	361	17	59	0	0	0	应付账款周转天数	149.9	149.1	155.1	150.0	150.0	150.0
债权募资	-58	-678	-250	64	-197	-253	固定资产周转天数	71.9	60.8	51.6	50.1	49.4	49.1
其他	-122	-245	-188	-106	-40	-25	偿债能力						
筹资活动现金净流	181	-906	-379	-42	-237	-278	净负债/股东权益	44.09%	12.12%	5.51%	-2.44%	-7.28%	-11.38%
现金净流量	210	150	-81	323	56	55	EBIT利息保障倍数	2.6	7.9	26.9	13.6	56.4	228.8
							资产负债率	68.94%	63.66%	56.53%	51.65%	46.39%	42.46%

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	1	10
增持	0	0	2	2	3
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	1.67	1.36

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	2017-04-17	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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的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