



600477.SH

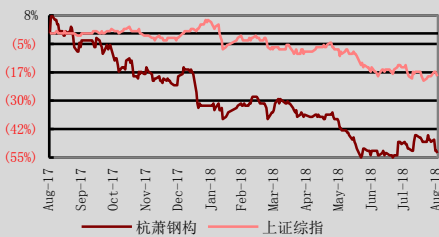
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 4.67

板块评级: 中性

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(42.8)	(10.2)	(19.2)	(53.2)
相对上证指数	(24.6)	(5.6)	(9.2)	(34.6)

发行股数(百万)	1,787
流通股(%)	92
流通股市值(人民币 百万)	7,649
3个月日均交易额(人民币 百万)	95
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
单银木	44

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以2018年8月30日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

建筑装饰: 专业工程

王钦

(8621)20328348

qin.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515100003

\*余斯杰为本报告重要贡献者

# 杭萧钢构

## 战略合作小幅放缓, 商业模式再创新

公司发布2018年中报, 营收24.68亿元, 同增15.85%; 归母净利润3.53亿元, 同减1.53%; EPS 0.20元, 同减1.49与去年持平。营收稳步增长, 营运能力持续改善, 技术授权提升变现能力, 体验中心项目逐步开放拓展业务, 装配式龙头业绩可期。

### 支撑评级的要点

- **营收稳步增长, 营运能力持续改善:** 上半年营收24.68亿元, yoy 15.85%; 归母净利润3.53亿元, yoy -1.53%。营业收入实现稳步增长, 净利润背离营收下降主要系销售费用提升带来成本上行, 盈利承压。2018年半年报披露营业周期429天, 存活周转天数341天, 均逐步回调至较好水平, 营运能力显著改善。
- **战略合作业务同比减少, 毛利率结构性下滑:** 2018年上半年公司与16家合作单位签订战略合作协议, 涉及资源使用费用5.88亿元。确认资源使用收入5.53亿元, 应收账款回款情况较好。先期支付叠加后期持续使用费用, 收入具有可持续性且毛利率维持在高位达到73.25%。战略合作业务数量同比有所减少, 确认资源使用费亦有所下滑, 导致公司毛利率结构性下滑, 是上半年净利润减少的主要原因。
- **产品体验中心年内落地, 商业模式再创新驱动业绩高增:** 公司体验中心将于2018年四季度落地, 2018Q4/2019/2020年开放展位1800/6000/10000个, 预计收入分别为0.42/3.62/5.28亿元。创新商业模式的同时, 加强技术交流, 推广公司品牌, 实现业务协同, 有望成为公司业绩新增增长点。

### 评级面临的主要风险

- 宏观经济形势和政策导向风险, 原材料价格上涨风险, 战略合作业务可持续性风险

### 盈利预测与估值

- 预测2018-2020年公司营业收入为54.61、60.07、64.88亿元, 归母净利润8.30、10.28、12.16亿元。EPS为0.475、0.589、0.700元。维持**买入**评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	4,339	4,628	5,461	6,007	6,488
变动(%)	15	7	18	10	8
净利润(人民币 百万)	449	768	830	1,028	1,216
全面摊薄每股收益(人民币)	0.251	0.430	0.465	0.575	0.680
变动(%)	232.2	71.1	8.1	23.8	18.3
市场预期每股收益(人民币)			0.510	0.610	0.700
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.504	0.608	
调整幅度(%)			(7.7)	(5.4)	
全面摊薄市盈率(倍)	18.6	10.9	10.0	8.1	6.9
价格/每股现金流量(倍)	10.3	11.8	16.3	7.8	6.2
每股现金流量(人民币)	0.45	0.40	0.29	0.60	0.76
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	6.1	7.3	5.7	4.8
每股股息(人民币)	0.04	0.10	0.14	0.17	0.20
股息率(%)	0.8	2.2	3.0	3.6	4.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**图表 1. 2018 年上半年业绩摘要表**

(人民币, 百万)	2017 年上半年	2018 年上半年	同比增长(%)
营业收入	2,129.85	2,467.51	15.85
营业税及附加	21.00	17.16	(18.29)
净营业收入	2,108.84	2,450.35	16.19
营业成本	1,433.60	1,765.64	23.16
销售费用	31.51	35.25	11.87
管理费用	202.05	199.79	(1.12)
财务费用	21.90	21.73	(0.78)
资产减值损失	(9.22)	11.10	(220.39)
营业利润	427.75	420.66	(1.66)
营业外收入	6.17	2.48	(59.81)
营业外支出	10.69	1.61	(84.94)
利润总额	423.24	421.53	(0.40)
所得税	64.60	70.18	8.64
少数股东损益	0.35	(1.48)	(522.86)
归属母公司股东净利润	358.29	352.82	(1.53)
扣除非经常性损益的净利润	359.79	345.79	(3.89)
每股收益(元)	0.20	0.20	0.00
扣非后每股收益(元)	0.20	0.19	(5.00)
毛利率(%)	32.69	28.44	减少 4.25 个百分点
净利率(%)	16.84	14.24	减少 2.60 个百分点
销售费用率(%)	1.48	1.43	减少 1.59 个百分点
管理费用率(%)	9.49	8.10	减少 1.39 个百分点
财务费用率(%)	1.03	0.88	减少 0.15 个百分点

资料来源: 万得资讯, 中银证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	4,339	4,628	5,461	6,007	6,488
销售成本	3,075	3,091	3,814	4,005	4,205
经营费用	610	507	584	673	727
息税折旧前利润	722	1,050	1,145	1,467	1,732
折旧及摊销	99	90	92	137	165
经营利润(息税前利润)	623	960	1,052	1,330	1,567
净利息收入/(费用)	(83)	(38)	(44)	(74)	(71)
其他收益/(损失)	22	(46)	49	73	97
税前利润	541	922	1,008	1,256	1,496
所得税	92	154	177	228	280
少数股东权益	(9)	(5)	36	47	59
净利润	449	768	830	1,028	1,216
核心净利润	427	814	782	955	1,119
每股收益(人民币)	0.251	0.430	0.465	0.575	0.680
核心每股收益(人民币)	0.239	0.456	0.437	0.535	0.626
每股股息(人民币)	0.036	0.101	0.140	0.170	0.200
收入增长(%)	15	7	18	10	8
息税前利润增长(%)	105	54	10	26	18
息税折旧前利润增长(%)	74	45	9	28	18
每股收益增长(%)	232	71	8	24	18
核心每股收益增长(%)	281	91	(4)	22	17

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	541	922	1,008	1,256	1,496
折旧与摊销	99	90	92	137	165
净利息费用	83	38	44	74	71
运营资本变动	148	114	515	252	196
税金	180	273	251	240	282
其他经营现金流	502	(290)	(403)	(449)	(548)
经营活动产生的现金流	1,256	919	478	1,006	1,269
购买固定资产净值	46	244	625	553	143
投资减少/增加	152	378	216	192	168
其他投资现金流	0	624	874	803	396
投资活动产生的现金流	(198)	3	34	58	85
净增权益	(189)	(62)	0	0	0
净增债务	(678)	(250)	800	0	0
支付股息	85	234	250	304	357
其他融资现金流	45	167	5	(83)	(83)
融资活动产生的现金流	(907)	(379)	555	(387)	(440)
现金变动	152	(81)	201	(115)	531
期初现金	647	694	546	747	632
公司自由现金流	1,058	922	511	1,064	1,354
权益自由现金流	424	838	1,316	981	1,271

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	694	546	747	632	1,163
应收帐款	1,185	1,292	1,486	1,610	1,718
库存	3,151	3,149	3,475	3,682	3,860
其他流动资产	166	86	148	457	457
流动资产总计	5,116	5,135	6,165	6,381	7,198
固定资产	723	655	1,230	1,559	1,637
无形资产	122	119	116	112	108
其他长期资产	315	1,038	1,239	1,570	1,715
长期资产总计	1,159	1,812	2,585	3,241	3,460
总资产	6,275	6,948	8,750	9,622	10,657
应付帐款	1,821	1,735	1,934	1,986	2,041
短期债务	899	642	792	792	792
其他流动负债	1,135	1,531	1,496	1,522	1,557
流动负债总计	3,855	3,908	4,222	4,300	4,390
长期借款	71	0	0	0	0
其他长期负债	69	19	833	856	884
股本	1,057	1,374	1,786	1,786	1,786
储备	1,224	1,646	1,908	2,679	3,597
股东权益	2,280	3,020	3,694	4,465	5,383
少数股东权益	112	125	160	207	266
总负债及权益	6,275	6,948	8,750	9,622	10,657
每股帐面价值(人民币)	1.21	1.62	1.98	2.38	2.86
每股有形资产(人民币)	2.60	2.90	4.78	5.27	5.85
每股净负债/(现金)(人民币)	0.15	0.05	0.49	0.57	0.29

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	16.6	22.7	21.0	24.4	26.7
息税前利润率(%)	14.4	20.7	19.3	22.1	24.1
税前利润率(%)	12.5	19.9	18.5	20.9	23.1
净利率(%)	10.1	16.5	15.9	17.9	19.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.3	1.3	1.5	1.5	1.6
利息覆盖率(倍)	8.7	27.4	25.8	19.8	24.3
净权益负债率(%)	15.2	3.8	23.8	22.8	9.5
速动比率(倍)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.8
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	18.6	10.9	10.0	8.1	6.9
核心业务市盈率(倍)	19.6	10.2	10.7	8.7	7.5
市净率(倍)	3.8	2.9	2.4	2.0	1.6
价格/现金流(倍)	10.3	11.8	16.3	7.8	6.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	6.8	6.1	7.3	5.7	4.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	265.1	248.4	232.3	223.7	217.2
应收帐款周转天数	99.7	101.9	99.3	97.8	96.6
应付帐款周转天数	216.1	204.9	185.0	181.0	177.1
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	14.4	23.4	30.1	29.5	29.4
净资产收益率(%)	19.3	25.3	23.4	24.1	23.7
资产收益率(%)	7.0	11.0	9.9	11.2	12.0
已运用资本收益率(%)	30.3	38.7	27.9	25.2	26.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371