



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 主业增势迅猛，资源使用许可业务仍有较强生命力

### ——杭萧钢构（600477）2018 年报点评

2019 年 04 月 18 日

推荐/首次

杭萧钢构

财报点评

#### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营收 61.84 亿，同增 33.62%，实现归母净利润 5.68 亿，同减 26.04%，实现扣非 5.43 亿，同减 28.45%；
- **钢结构住宅龙头，率先受益政策推进装配式建筑。**公司系国内首家钢结构上市企业，具有房建施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级等业内领先资质，自 1999 年起涉足钢结构住宅体系研发，形成了国内最成熟配套的多高层钢结构住宅产品系统，2010 年被住建部授牌国内首个也是唯一拥有自主知识产权和完整配套体系的钢结构“国家住宅产业化基地”，并入选住建部首批装配式建筑产业基地名单。公司累计开发建设了 500 万平钢结构住宅，近 500 栋高层、超高层，产品服务达全世界 50 多个国家和地区，其中包头万郡大都城规模约 100 万平，是全国在建规模最大的钢结构住宅示范项目，被住建部批为“省地节能环保型住宅国家康居示范工程”。我们认为未来两年装配式建筑将全面实施（产业升级和节能环保两大诉求推动，2018 年政策逐步落实到市级层面，按全国/各省规划加总方法估算 2017-2020CAGR 分别高达 40%/54%），而钢结构将充分受益装配式建筑实施（结构优势显著，成本端改善，技术规范体系相对成熟，受益 PC 监管收紧，低渗透率带来高成长弹性），钢构龙头有望凭借政策扶持加速扩张抢占未来龙头地位，凭借产能和实践优势反推设计、加速产业集中；
- **钢结构主业订单和营收增势迅猛、利润水平有所提升。**受益装配式浪潮、制造业景气度回升，公司全年钢结构制造及安装业务新签 71.28 亿（YOY+87%），Q1-Q4 分别新签 20 亿（YOY+96%）/20 亿（YOY+29%）/18 亿（YOY+155%）/14 亿（YOY+140%），增速迅猛、较 2016/2017 年的-12%/-5%大幅提升。新签业务对应当期钢结构业务收入的 1.7 倍，其中多高层/轻钢结构分别新签 43 亿（YOY+119%）/20 亿（YOY+171%），分别对应当期该细分业务收入的 2.1 倍/4.5 倍。受充沛订单推动，全年钢构主业收入增速较快、毛利率有所提升，其中多高层收入 33.51 亿，同增 61.3%（+40pp），占比达 54%（+9pp），毛利率 13%（+1.3pp）；轻钢结构业务收入 9.67 亿，同增 18.3%（+15pp），占比 16%，毛利率 11.43%（+0.4pp）；
- **资源使用许可业务盈利模式清晰、市场容量可观、公司竞争优势仍然突出，有望持续受益装配式建筑/钢结构住宅市场快速发展。**公司当前累计和 100 家企业签署战略合作协议，涉及资源使用费总计 35.4 亿，已回款 30.66 亿，估算毛利率超 80%、远高于其他业务。报告期内新签 23 家、涉及 8.33 亿，业务量同比下滑，致公司整体毛利率/净利率分别下滑 11.5pp/7.2pp 至 21.7%/9.3%，经营现金流净额同比下滑 29%至 6.52 亿（但对应当期归母的 115%，仍保持在较高水平）。我们认为（1）该项业务具有扎实的政策基础、帮助当地开发商获取土地优惠补贴激励和高周转的清晰商业逻辑，且钢结构住宅具有得房率高和抗震佳等优势而渗透率较低、未来将是钢结构领域重点发展方向，业务模式仍具有较强生命力，粗略估算授权市场容量在 200 亿以上，公司较其他新入者具有显著先发优势和业务优势（合作方更看重成熟的、拥有丰富市场化实践经验积累的住宅技术体系），有望继续保持龙头地位、持续享受政策红利。（2）截至报告期末公司已与战略合作方合资设立 87 家钢构公司，其中 53 家完成厂房建设或改造 22 家在建 12 家筹建 47 家顺利投产，累计涉及钢结构住宅项目建筑面积约 291 万平。2018 年确认后续资源使用费达到 246 万，未来该项收入厚积薄发有望为公司提供持续收益；
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 75.82 亿元、88.58 亿、101 亿元；归母净利润分别为 5.36 亿元、5.82 亿元和 6.61 亿元；EPS 分别为 0.3 元、0.33 元和 0.37 元，对应 PE 分别为 16.7X、15.4X 和 13.6X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、宏观经济风险；2、市场竞争风险；3、材料价格风险。

研究员：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：王翩翩

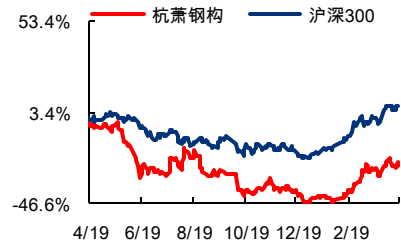
010-66554039

wangpp@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间（元）	4.91-8.67
总市值（亿元）	87.92
流通市值（亿元）	87.89
总股本/流通 A 股（万股）	179068/179005
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.81

#### 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《杭萧钢构（600477）2017 年半年报点评：新模式合作进入项目逐步落地期》2017-08-29
- 2、《杭萧钢构（600477）2016 年 3 季度点评报告：技术转让进展加速》2016-10-31
- 3、《杭萧钢构（600477）调研报告：传统为基，转型技术输出跃进快车道》2016-09-30

## 财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,628.17	6,184.37	7,582.29	8,857.58	10,100.2
增长率(%)	6.68%	33.62%	22.60%	16.82%	14.03%
净利润(百万元)	762.74	574.54	533.32	584.41	660.26
增长率(%)	73.42%	-24.67%	-7.18%	9.58%	12.98%
净资产收益率(%)	26.52%	17.54%	15.33%	15.39%	16.06%
每股收益(元)	0.56	0.32	0.30	0.33	0.37
PE	8.94	15.72	16.71	15.37	13.55
PB	2.37	2.76	2.56	2.37	2.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	5135	5541	6539	7604	9489	<b>营业收入</b>	4628	6184	7582	8858	10100
货币资金	546	790	879	613	1260	<b>营业成本</b>	3091	4843	6280	7401	8454
应收账款	1185	1270	1558	1820	2214	营业税金及附加	37	39	48	57	64
其他应收	68	114	140	164	187	营业费用	69	77	94	110	126
预付款项	55	173	261	378	531	管理费用	401	226	379	443	505
存货	3149	3019	3441	4258	4864	财务费用	38	50	72	72	98
其他流动	93	159	239	330	401	资产减值损失	50	75	62	62	56
<b>非流动资产</b>	1812	2365	2231	2271	2341	公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权	127	88	93	97	107	投资净收益	(41)	(34)	(26)	(26)	(24)
固定资产	655	714	750	787	827	<b>营业利润</b>	922	675	621	687	774
无形资产	119	149	164	180	189	营业外收入	7	5	17	10	11
其他非流	271	249	249	249	249	营业外支出	13	3	10	9	7
<b>资产总计</b>	6948	7906	8771	9875	11830	<b>利润总额</b>	916	677	628	688	778
<b>流动负债</b>	3908	4495	5122	5936	7564	所得税	154	102	95	104	117
短期借款	642	1149	1149	1149	1947	<b>净利润</b>	763	575	533	584	660
应付账款	1295	1457	1893	2230	2548	少数股东损益	-5	7	-3	2	0
预收款项	1113	1071	1113	1510	1914	归属母公司净	768	568	536	582	661
一年内到	70	0	0	0	0	EBITDA	1131	970	757	834	958
<b>非流动负</b>	19	18	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.56	0.32	0.30	0.33	0.37
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>负债合计</b>	3927	4513	5122	5936	7564	<b>成长能力</b>					
少数股东	125	155	152	154	154	营业收入增长	6.68%	33.62%	22.60%	16.82%	14.03%
实收资本	1374	1790	1791	1791	1791	营业利润增长	82.38%	-26.80%	-8.02%	10.70%	12.66%
资本公积	111	114	114	114	114	归属于母公司	71.14%	-26.04%	-5.65%	8.68%	13.41%
未分配利	1182	1044	1096	1169	1232	<b>获利能力</b>					
归属母公	2896	3238	3497	3785	4113	毛利率(%)	33.77%	21.57%	17.18%	16.45%	16.30%
<b>负债和所</b>	6948	7906	8771	9875	11830	净利率(%)	16.48%	9.29%	7.03%	6.60%	6.54%
<b>现金流</b>	单位: 百万元					总资产净利润	7.81%	11.05%	7.18%	6.11%	5.90%
						ROE(%)	26.52%	17.54%	15.33%	15.39%	16.06%
<b>经营活动</b>	919	652	474	299	516	<b>偿债能力</b>					
净利润	763	575	533	584	660	资产负债率(%)	57%	57%	58%	60%	64%
折旧摊销	171	245	260	288	330	流动比率	1.31	1.23	1.28	1.28	1.25
财务费用	38	50	72	72	98	速动比率	0.51	0.56	0.60	0.56	0.61
应收账款	-122	-85	-288	-262	-394	<b>营运能力</b>					
预收帐款	275	-42	42	397	404	总资产周转率	0.70	0.83	0.91	0.95	0.93
<b>投资活动</b>	-622	-561	71	-165	-179	应收账款周转	4.12	5.04	5.36	5.24	5.01
公允价值	0	0	0	0	0	应付账款周转	3.52	4.49	4.53	4.30	4.23
长期股权	0	0	220	-4	-12	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	-41	-34	-26	-26	-24	每股收益(最新)	0.56	0.32	0.30	0.33	0.37
<b>筹资活动</b>	-379	135	-369	-383	341	每股净现金流	-0.06	0.13	0.10	-0.14	0.38
应付债券	0	0	0	0	0	每股净资产(最)	2.11	1.81	1.95	2.11	2.30
长期借款	0	0	-35	-18	-26	<b>估值比率</b>					
普通股增	317	416	1	0	0	P/E	8.94	15.72	16.71	15.37	13.55
资本公积	-173	3	0	0	0	P/B	2.37	2.76	2.56	2.37	2.18
<b>现金净增</b>	-81	225	176	-250	677	EV/EBITDA	6.22	9.60	12.18	11.38	10.06

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 王翩翩

建筑行业研究员。清华大学土木工程硕士，曾任职于正荣地产、Hilti Group，对建筑产业链具备深入研究和理解，2018年加入东兴证券研究所，从事建筑行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。