

杭萧钢构 (600477)

证券研究报告

2021年03月28日

盈利能力增强，万郡绿建持续快速放量

20年利润增速超50%，维持“增持”评级

3月26日晚公司发布20年年报，20年实现收入81.4亿元，YOY+22.7%，实现归母净利7.2亿元，YOY+54.4%，低于此前业绩预告中枢（7.1-7.9亿元），实现扣非归母净利3.6亿元，YOY+11.9%，非经常性损益主要系非流动资产处置及子公司处置取得的投资收益合计同比+2.3亿元。20Q4实现收入30.5亿元，同比+43.5%，实现归母净利0.8亿元，同比-54.0%，主要受20Q4原材料涨价影响，营业成本同比+43.4%，考虑到钢结构龙头企业具备技术、品牌优势，万郡绿建业务快速发展，维持“增持”评级。

钢结构传统业务稳健发展，万郡绿建新业务快速放量

20年多高层钢结构/轻钢结构/房地产销售/服务业四项主营业务分别实现收入48.3/13.8/9.8/5.8亿元，同比+27.8%/-23.5%/+115.0%/+393.7%，毛利率分别变动-3.0/+4.9/-19.6/+7.9pct，逐步实现从传统制造施工到技术资源输出到产品集成服务的战略路线。20年公司新签订单131.7亿元，同比+16.9%，其中Q1/Q2/Q3/Q4单季新签同比-13/-26/+37/+85%，订单呈现逐季快速恢复的态势。细分业务中，20年钢结构新签100.4亿元，同比+17.2%，新签技术授权战略合作6单，合计2.2亿元，较19年的4单合计1.45亿元同比+51.7%，万郡绿建新签24.6亿元，同比+70.8%。

费用下降推动净利率提升，现金流仍存改善空间

20年公司销售毛利率17.78%，同比持平，期间费用率10.15%，同比下降0.09pct，其中销售/管理/研发/财务费用率同比分别变动-0.09/-0.06/+0.06/0pct，资产（含信用）减值损失占收入的比重同比下降0.24pct，综合影响下，公司20年销售净利率9.24%，同比提升2pct，盈利能力有所改善。20年实现CFO净额-0.14亿元，同比减少1.56亿元，现金流仍存改善空间。截至20年末，公司资产负债率52.68%，较年初的58.21%进一步下降5.53pct，资产负债结构持续优化。

产业转型持续推进，维持“增持”评级

传统钢结构龙头逐渐向绿色建筑集成服务商转型，目前万郡绿建线上SKU已达到3.6万，日均UV达3000。考虑到此前盈利预测中20年钢结构、地产销售等业务毛利率预测值高于实际值，20年公司细分业务毛利率有所下滑，我们调整21-23年归母净利润预测至5.51/7.04/8.63亿元（21-22年前值：7.56/8.84亿元），对应EPS0.26/0.33/0.40元。参考当前可比公司对应21年Wind一致预期平均19.14xPE，我们认可给予公司21年19xPE，目标价4.94元，维持“增持”评级。

风险提示：项目回款不及预期；钢材涨价超预期影响公司毛利率；疫情影响超预期。

| 财务数据和估值 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 6,633.07 | 8,138.76 | 9,787.15 | 11,990.50 | 14,636.93 |
| 增长率(%) | 7.26 | 22.70 | 20.25 | 22.51 | 22.07 |
| EBITDA(百万元) | 832.03 | 1,199.53 | 951.14 | 1,071.76 | 1,281.31 |
| 净利润(百万元) | 468.92 | 723.93 | 550.69 | 704.23 | 862.59 |
| 增长率(%) | (17.44) | 54.38 | (23.93) | 27.88 | 22.49 |
| EPS(元/股) | 0.22 | 0.34 | 0.26 | 0.33 | 0.40 |
| 市盈率(P/E) | 19.24 | 12.47 | 16.39 | 12.81 | 10.46 |
| 市净率(P/B) | 2.58 | 2.23 | 2.02 | 1.80 | 1.57 |
| 市销率(P/S) | 1.36 | 1.11 | 0.92 | 0.75 | 0.62 |
| EV/EBITDA | 6.52 | 6.34 | 9.43 | 8.48 | 7.15 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|-------|-----------|
| 行业 | 建筑装饰/专业工程 |
| 6个月评级 | 增持（维持评级） |
| 当前价格 | 4.19元 |
| 目标价格 | 4.94元 |

基本数据

| | |
|-------------|-----------|
| A股总股本(百万股) | 2,153.74 |
| 流通A股股本(百万股) | 2,153.59 |
| A股总市值(百万元) | 9,024.16 |
| 流通A股市值(百万元) | 9,023.55 |
| 每股净资产(元) | 1.88 |
| 资产负债率(%) | 52.68 |
| 一年内最高/最低(元) | 5.58/3.53 |

作者

| | |
|--------------------------|-----|
| 鲍荣富 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110520120003 | |
| baorongfu@tfzq.com | |
| 王涛 | 分析师 |
| SAC执业证书编号：S1110521010001 | |
| wangtaoa@tfzq.com | |

股价走势



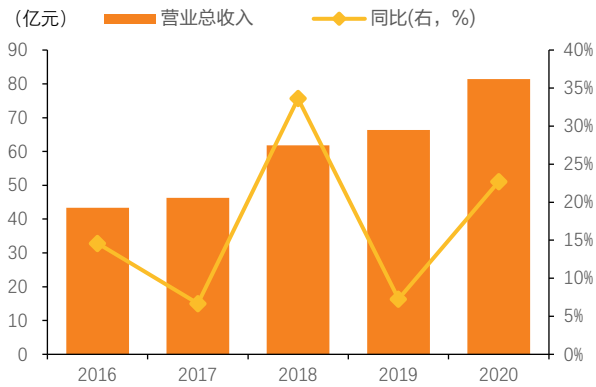
资料来源：贝格数据

相关报告

- 《杭萧钢构-季报点评:前三季度扣非利润小幅提升，万郡绿建订单快速增长》 2020-11-01
- 《杭萧钢构-半年报点评:非经常损益带动利润大增，拟正式剥离涉房业务》 2020-08-11
- 《杭萧钢构-首次覆盖报告:钢结构主业受益政策暖风，绿色电商模式坚实推进》 2020-06-24

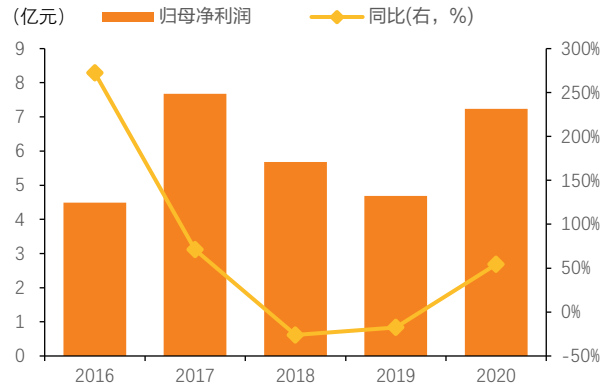
公司历年经营情况及可比公司估值

图 1：公司 2016–2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2016–2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

| 证券代码 | 证券名称 | 总市值 (亿元) | 当前价格 (元) | EPS (元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|-------------|-------------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 002135.SZ | 东南网架 | 75.30 | 7.28 | 0.26 | 0.26 | 0.41 | 0.54 | 28.00 | 28.00 | 17.76 | 13.48 |
| 600496.SH | 精工钢构 | 108.90 | 5.41 | 0.22 | 0.35 | 0.39 | 0.48 | 24.59 | 15.46 | 13.87 | 11.27 |
| 002541.SZ | 鸿路钢构 | 264.64 | 50.53 | 1.07 | 1.52 | 1.96 | 2.54 | 47.22 | 33.24 | 25.78 | 19.89 |
| 600477.SH | 杭萧钢构 | 90.24 | 4.19 | 0.22 | 0.34 | 0.26 | 0.33 | 33.27 | 25.57 | 19.14 | 14.88 |
| | | | | | | | | 19.05 | 12.32 | 16.12 | 12.70 |

注：数据截至 20210326 收盘，除杭萧钢构 20 年为实际值，21-22 年为天风预测外，其余公司 20-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金 | 730.98 | 594.84 | 715.32 | 876.35 | 1,069.77 |
| 应收票据及应收账款 | 1,539.34 | 1,123.45 | 1,867.07 | 2,795.90 | 2,489.66 |
| 预付账款 | 202.49 | 221.44 | 383.33 | 361.27 | 547.92 |
| 存货 | 3,467.98 | 662.01 | 8,207.99 | 4,091.71 | 10,253.23 |
| 其他 | 276.76 | 3,503.93 | 353.96 | 492.42 | 389.56 |
| 流动资产合计 | 6,217.54 | 6,105.66 | 11,527.66 | 8,617.65 | 14,750.14 |
| 长期股权投资 | 74.63 | 54.34 | 54.34 | 54.34 | 54.34 |
| 固定资产 | 1,092.04 | 1,073.55 | 1,136.18 | 1,197.36 | 1,255.44 |
| 在建工程 | 71.18 | 131.32 | 147.92 | 159.55 | 167.68 |
| 无形资产 | 172.62 | 304.31 | 305.70 | 305.94 | 305.03 |
| 其他 | 1,133.89 | 1,295.52 | 1,042.69 | 1,041.18 | 1,041.18 |
| 非流动资产合计 | 2,544.35 | 2,859.04 | 2,686.82 | 2,758.36 | 2,823.67 |
| 资产总计 | 8,782.70 | 8,964.70 | 14,214.49 | 11,376.01 | 17,573.80 |
| 短期借款 | 1,032.62 | 1,201.35 | 1,474.93 | 1,734.01 | 1,976.65 |
| 应付票据及应付账款 | 2,226.09 | 2,582.38 | 3,465.35 | 3,153.32 | 4,254.86 |
| 其他 | 1,804.55 | 812.18 | 4,520.31 | 1,168.75 | 5,268.24 |
| 流动负债合计 | 5,063.26 | 4,595.91 | 9,460.59 | 6,056.08 | 11,499.75 |
| 长期借款 | 29.00 | 0.00 | 14.05 | 19.21 | 20.46 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 20.05 | 126.30 | 54.94 | 67.10 | 82.78 |
| 非流动负债合计 | 49.05 | 126.30 | 68.99 | 86.30 | 103.24 |
| 负债合计 | 5,112.31 | 4,722.21 | 9,529.58 | 6,142.39 | 11,602.99 |
| 少数股东权益 | 175.48 | 187.69 | 208.76 | 221.67 | 239.28 |
| 股本 | 2,153.74 | 2,153.74 | 2,153.74 | 2,153.74 | 2,153.74 |
| 资本公积 | 115.00 | 138.64 | 138.64 | 138.64 | 138.64 |
| 留存收益 | 1,373.15 | 1,913.90 | 2,322.41 | 2,858.22 | 3,577.80 |
| 其他 | (146.98) | (151.47) | (138.64) | (138.64) | (138.64) |
| 股东权益合计 | 3,670.39 | 4,242.49 | 4,684.91 | 5,233.62 | 5,970.81 |
| 负债和股东权益总计 | 8,782.70 | 8,964.70 | 14,214.49 | 11,376.01 | 17,573.80 |

| 现金流量表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润 | 480.15 | 751.63 | 550.69 | 704.23 | 862.59 |
| 折旧摊销 | 90.92 | 112.82 | 79.39 | 86.95 | 94.69 |
| 财务费用 | 54.40 | 51.67 | 69.03 | 70.04 | 94.64 |
| 投资损失 | 15.72 | (119.33) | (50.00) | (30.00) | (20.00) |
| 营运资金变动 | (1,169.62) | (3,366.60) | (509.95) | (578.86) | (722.36) |
| 其它 | 670.33 | 2,555.50 | 21.07 | 12.91 | 17.60 |
| 经营活动现金流 | 141.90 | (14.31) | 160.22 | 265.27 | 327.16 |
| 资本支出 | 123.39 | 156.01 | 231.36 | 147.84 | 144.32 |
| 长期投资 | (13.70) | (20.29) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (98.96) | (45.76) | (341.36) | (277.84) | (284.32) |
| 投资活动现金流 | 10.73 | 89.96 | (110.00) | (130.00) | (140.00) |
| 债权融资 | 1,064.06 | 1,230.35 | 1,498.98 | 1,763.21 | 2,007.11 |
| 股权融资 | 283.08 | (9.27) | (52.24) | (66.09) | (90.69) |
| 其他 | (1,536.06) | (1,457.51) | (1,376.48) | (1,671.35) | (1,910.17) |
| 筹资活动现金流 | (188.92) | (236.43) | 70.26 | 25.77 | 6.26 |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | (36.28) | (160.78) | 120.48 | 161.04 | 193.42 |

| 利润表(百万元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 6,633.07 | 8,138.76 | 9,787.15 | 11,990.50 | 14,636.93 |
| 营业成本 | 5,453.78 | 6,692.03 | 8,063.63 | 9,928.01 | 12,122.48 |
| 营业税金及附加 | 39.71 | 89.07 | 97.87 | 101.92 | 124.41 |
| 营业费用 | 137.12 | 161.56 | 184.00 | 221.82 | 263.46 |
| 管理费用 | 243.39 | 292.83 | 347.44 | 411.27 | 497.66 |
| 研发费用 | 252.39 | 315.36 | 347.44 | 425.66 | 512.29 |
| 财务费用 | 46.07 | 55.99 | 69.03 | 70.04 | 94.64 |
| 资产减值损失 | 0.00 | (78.73) | (75.00) | (53.00) | (50.00) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | (15.72) | 108.34 | 50.00 | 30.00 | 20.00 |
| 其他 | (73.65) | (403.22) | 50.00 | 46.00 | 60.00 |
| 营业利润 | 549.97 | 905.52 | 652.73 | 808.77 | 991.98 |
| 营业外收入 | 2.07 | 2.20 | 2.00 | 2.00 | 2.00 |
| 营业外支出 | 5.28 | 2.98 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 利润总额 | 546.77 | 904.73 | 649.73 | 805.77 | 988.98 |
| 所得税 | 66.62 | 153.10 | 77.97 | 88.64 | 108.79 |
| 净利润 | 480.15 | 751.63 | 571.76 | 717.14 | 880.19 |
| 少数股东损益 | 11.23 | 27.70 | 21.07 | 12.91 | 17.60 |
| 归属于母公司净利润 | 468.92 | 723.93 | 550.69 | 704.23 | 862.59 |
| 每股收益(元) | 0.22 | 0.34 | 0.26 | 0.33 | 0.40 |

| 主要财务比率 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 7.26% | 22.70% | 20.25% | 22.51% | 22.07% |
| 营业利润 | -18.52% | 64.65% | -27.92% | 23.91% | 22.65% |
| 归属于母公司净利润 | -17.44% | 54.38% | -23.93% | 27.88% | 22.49% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 17.78% | 17.78% | 17.61% | 17.20% | 17.18% |
| 净利率 | 7.07% | 8.89% | 5.63% | 5.87% | 5.89% |
| ROE | 13.42% | 17.85% | 12.30% | 14.05% | 15.05% |
| ROIC | 18.96% | 28.04% | 17.73% | 17.67% | 19.04% |

| 偿债能力 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 58.21% | 52.68% | 67.04% | 53.99% | 66.02% |
| 净负债率 | 9.07% | 14.98% | 16.73% | 16.95% | 15.70% |
| 流动比率 | 1.23 | 1.33 | 1.22 | 1.42 | 1.28 |
| 速动比率 | 0.55 | 1.18 | 0.35 | 0.75 | 0.39 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 4.70 | 6.11 | 6.55 | 5.14 | 5.54 |
| 存货周转率 | 2.04 | 3.94 | 2.21 | 1.95 | 2.04 |
| 总资产周转率 | 0.79 | 0.92 | 0.84 | 0.94 | 1.01 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 0.22 | 0.34 | 0.26 | 0.33 | 0.40 |
| 每股经营现金流 | 0.07 | -0.01 | 0.07 | 0.12 | 0.15 |
| 每股净资产 | 1.62 | 1.88 | 2.08 | 2.33 | 2.66 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 19.24 | 12.47 | 16.39 | 12.81 | 10.46 |
| 市净率 | 2.58 | 2.23 | 2.02 | 1.80 | 1.57 |
| EV/EBITDA | 6.52 | 6.34 | 9.43 | 8.48 | 7.15 |
| EV/EBIT | 7.30 | 6.97 | 10.29 | 9.23 | 7.72 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |