

杭萧钢构 (600477)

新商业模式前景广阔，政策利好或将升温

——杭萧钢构 2015 年业绩预增公告点评

	李品科 (分析师)	黄俊伟 (研究助理)
	010-59312815	021-38677905
	lipinke@gtjas.com	huangjunwei@gtjas.com
证书编号	S0880511010037	S0880115100010

本报告导读:

公司业绩预增略逊于预期，考虑到公司三代技术优势端突出、新商业模式前景可观，且预计未来政策面红利助力公司业绩增长，目标价 14.64 元，增持评级。

投资要点:

增持评级。公司发布业绩预增公告，预计 2015 年度归属净利约为 1.31 亿元(同比增加 120%左右)，低于预期。公司新商业模式业绩具一定程度的波动性，但中长期看该模式前景广阔，考虑到公司股本摊薄，我们下调公司 2015/16 年 EPS 至 0.16/0.61 元(原 0.23/0.68 元)。考虑到公司钢结构技术和新的商业模式前景广阔，参考可比公司目前估值水平，下调公司 2016 年 PE 估值水平至 24 倍，下调目标价至 14.64 元，维持增持评级。

新商业模式盈利潜力大，前景超市场预期。公司新的商业模式盈利来源较多：1)一次性技术输出费用(约 3500-4000 万元/单)；2)合作方每开发一平方米需要再向公司支付 5-8 元；3)考虑到合作方采用公司的钢结构技术，合作方很有可能将工程设计交给公司来做，由此给公司带来设计业务；4)公司和合作方合资成立的钢构厂未来可能也将为公司带来一定的收益；5)随着合作方钢结构住宅项目的落地，公司将有可能获得更多的钢结构住宅施工订单，公司钢结构技术“直销”模式也将因此获益。

钢结构住宅推广或将处于政策“蜜月期”。2015 年 11 月，李克强总理主持召开国务院常务会议，提出“结合棚改和抗震安居工程等，开展钢结构建筑试点”。12 月，住建部住宅产业化中心、建筑金属结构协会主办加快发展钢结构建筑与钢结构体系相关会议。叠加河南省委书记考察兰考杭萧钢构住宅产业化基地，重庆 6 家企业集团共同出资组建钢结构产业公司消化过剩钢铁产能等，国家社会对钢结构住宅的关注度正在提升，这将助力公司推广其三代技术。

催化剂：新商业模式的再次实践，钢结构住宅推广新政策

核心风险：签单不及预期，存货、应收账款风险，技术领先优势不再等

财务摘要 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,974	3,933	4,251	5,623	6,591
(+/-)%	31%	-1%	8%	32%	17%
经营利润 (EBIT)	213	227	378	896	1,130
(+/-)%	104%	6%	67%	137%	26%
净利润	45	59	132	492	759
(+/-)%	139%	33%	122%	274%	54%
每股净收益 (元)	0.06	0.07	0.16	0.61	0.94
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营利润率(%)	5.4%	5.8%	8.9%	15.9%	17.1%
净资产收益率(%)	5.7%	5.1%	9.8%	29.2%	33.0%
投入资本回报率(%)	6.7%	6.2%	11.1%	20.8%	32.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **14.64**

上次预测: 19.72

当前价格: 10.12

2016.01.28

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.65-18.76
总市值 (百万元)	8,190
总股本/流通 A 股 (百万股)	809/606
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	75%
日均成交量 (百万股)	2299.85
日均成交值 (百万元)	258.10

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,348
每股净资产	1.67
市净率	6.1
净负债率	88.64%

EPS (元)	2014A	2015E
Q1	0	0.02
Q2	0.03	0.04
Q3	0.04	0.10
Q4	0.01	0.00
全年	0.07	0.16

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-14%	3%	116%
相对指数	11%	23%	134%

相关报告

《技术&模式双擎启动，住宅产业化大风来》
2015.12.25

模型更新时间: 2016.01.28

股票研究

工业
建筑工程业

杭萧钢构 (600477)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 14.64

上次预测: 19.72

当前价格: 10.12

公司网址

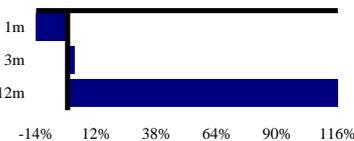
www.hxss.com.cn

公司简介

公司为国内首家钢结构上市公司,集设计、制造、安装于一体。

公司具有钢结构制造特级资质、钢结构专项甲级设计资质、钢结构专项壹级施工资质;拥有二级理化试验室,领先同行通过英国皇冠 ISO9001(2000 版)质量体系认证,被列入建设部首批建筑钢结构定点企业和全国民营企业 500 强。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

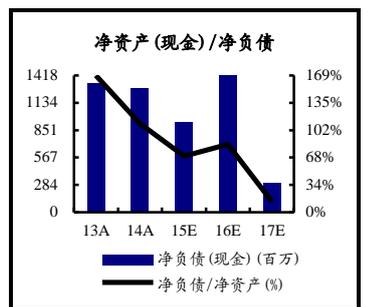
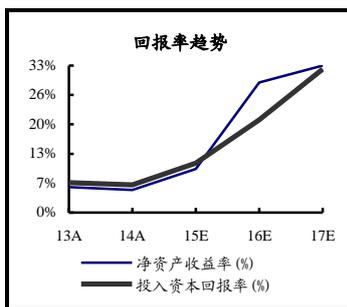
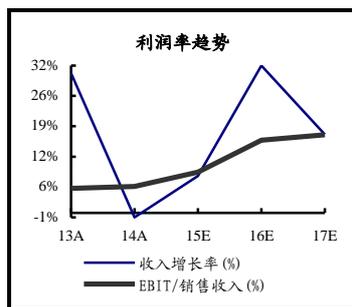
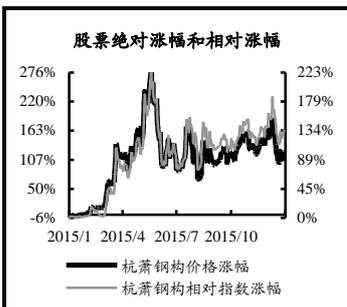
5.65-18.76

市值 (百万)

8,190

财务预测 (单位: 百万元)

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
损益表					
营业总收入	3,974	3,933	4,251	5,623	6,591
营业成本	3,416	3,277	3,435	4,164	4,868
税金及附加	71	56	61	81	95
销售费用	69	81	88	116	136
管理费用	205	291	289	365	362
EBIT	213	227	378	896	1,130
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	116	126	91	103	83
营业利润	70	70	176	699	1,086
所得税	18	20	40	151	233
少数股东损益	21	14	19	71	110
净利润	45	59	132	492	759
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	517	583	550	550	550
其他流动资产	69	78	85	90	95
长期投资	0	3	23	203	443
固定资产合计	819	764	610	467	337
无形及其他资产	133	132	123	115	108
资产合计	6,201	6,535	6,531	8,444	8,450
流动负债	4,991	4,863	4,769	6,345	5,628
非流动负债	15	88	175	97	100
股东权益	789	1,173	1,342	1,686	2,296
投入资本(IC)	2,530	2,872	2,682	3,403	2,769
现金流量表					
NOPLAT	168	179	299	707	891
折旧与摊销	118	115	103	91	79
流动资金增量	-242	-393	-63	-1,005	650
资本支出	-48	-32	74	74	74
自由现金流	-3	-131	413	-133	1,694
经营现金流	89	-230	428	-117	1,522
投资现金流	-47	-34	54	-106	-166
融资现金流	-93	300	-515	223	-1,357
现金流净增加额	-51	36	-33	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	30.6%	-1.0%	8.1%	32.3%	17.2%
EBIT 增长率	103.6%	6.5%	66.9%	136.8%	26.1%
净利润增长率	138.6%	32.9%	122.3%	273.6%	54.2%
利润率					
毛利率	14.0%	16.7%	19.2%	25.9%	26.1%
EBIT 率	5.4%	5.8%	8.9%	15.9%	17.1%
净利润率	1.1%	1.5%	3.1%	8.8%	11.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	5.7%	5.1%	9.8%	29.2%	33.0%
总资产收益率(ROA)	0.7%	0.9%	2.0%	5.8%	9.0%
投入资本回报率(ROIC)	6.7%	6.2%	11.1%	20.8%	32.2%
运营能力					
存货周转天数	390	430	430	420	410
应收账款周转天数	47	64	64	64	64
总资产周转天数	547	591	561	486	468
净利润现金含量	2.00	-3.88	3.25	-0.24	2.01
资本支出/收入	1%	1%	-2%	-1%	-1%
偿债能力					
资产负债率	80.7%	75.8%	75.7%	76.3%	67.8%
净负债率	169.3%	109.9%	69.5%	84.1%	13.2%
估值比率					
PE	183.7	138.2	62.2	16.6	10.8
PB	5.9	4.8	5.6	4.5	3.3
EV/EBITDA	18.2	20.2	17.5	9.0	6.5
P/S	1.2	1.4	1.8	1.3	1.1
股息率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		