

杭萧钢构 (600477)

## 政策力推装配式建筑，新商业模式加速推进

## ——杭萧钢构更新报告

 韩其成 (分析师)	 陈笑 (研究助理)	 黄俊伟 (研究助理)
 021-38676162	 021-38677906	 021-38677905
 hanqicheng8@gtjas.com	 chenxia015813@gtjas.com	 huangjunwei@gtjas.com
证书编号 S0880516030004	S0880116010080	S0880115100010

## 本报告导读:

李克强总理主持国常会决定大力发展装配式建筑，10月1日起杭州新建住宅要全部实行全装修交付，政策升温促装配式住宅东风至，提升公司目标价至11.2元，增持。  
**投资要点:**

- **维持增持。**公司钢结构建筑技术授权商业模式前景良好，后续合作预计可加速落地，我们维持预测公司2016/17年EPS为0.32/0.49元，参考可比公司估值水平，并考虑到政策升温促红利加速释放，钢结构住宅迎向上长周期，提升目标价至11.2元，2016年35倍PE，增持。
- **政府重视程度提高，政策不断加码助装配式住宅东风来。**1)9月14日李克强主持召开国常会，将以京津冀/长三角和常住人口超过300万的其他城市为重点，加快提高装配式建筑占新建建筑面积的比例；2)9月10日浙江省《关于推进绿色建筑和建筑工业化发展的实施意见》提出对满足装配式建筑要求的农村住房整存或连片改造建设项目给予不超过工程主体造价10%的资金补助，使用住房公积金贷款购买装配式建筑的商品房公积金贷款额度最高可上浮20%，我们认为政装配式建筑政策刺激力度不断加大，将助力装配式建筑取得更大发展。
- **技术授权模式落地提速，定增加码钢结构住宅巩固龙头优势。**1)公司为装配式住宅龙头，三代技术(钢管束组合剪力墙结构体系)较为成熟，且受益于政策加码及各项优惠补贴，综合成本可逼平传统住宅；2)年初至今技术授权商业模式已落地14单(上半年12单)，收取资源使用费总计4.7亿元，2014/15分别落地1/9单，商业模式落地加速明显；3)拟定增不超过1亿股募资7亿元(发行日首日定价，锁1年)，投向万郡大都城3-4期(定增投入6.5亿)和绿色建筑研究院(0.5亿元)加码钢结构住宅。

**核心风险:**业绩增长不及预期，定增进展缓慢，政策落地不及预期等

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,933	3,786	5,421	6,335	7,173
(+/-)%	-1%	-4%	43%	17%	13%
经营利润 (EBIT)	227	321	656	810	1,221
(+/-)%	6%	41%	104%	23%	51%
净利润	59	121	339	520	797
(+/-)%	33%	103%	182%	53%	53%
每股净收益 (元)	0.06	0.11	0.32	0.49	0.76
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	5.8%	8.5%	12.1%	12.8%	17.0%
净资产收益率 (%)	5.1%	6.3%	16.5%	22.0%	27.0%
投入资本回报率 (%)	6.2%	8.3%	9.5%	27.2%	17.8%
EV/EBITDA	18.3	24.0	16.4	10.1	9.0
市盈率	159.8	78.6	27.9	18.2	11.9
股息率 (%)	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.20**

上次预测: 10.24

当前价格: 8.98

2016.09.19

## 交易数据

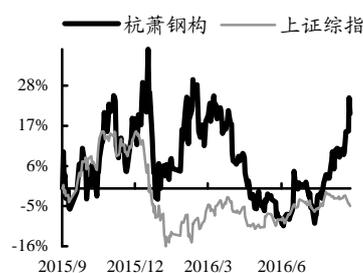
52周内股价区间 (元)	6.58-13.81
总市值 (百万元)	9,468
总股本/流通A股 (百万股)	1,054/800
流通B股/H股 (百万股)	0/0
流通股比例	76%
日均成交量 (百万股)	2034.47
日均成交值 (百万元)	159.54

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,882
每股净资产	1.78
市净率	5.0
净负债率	52.15%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.01	0.05
Q2	0.02	0.12
Q3	0.08	0.10
Q4	0.00	0.05
全年	0.11	0.32

## 52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	19%	31%	7%
相对指数	20%	25%	12%

## 相关报告

《技术授权致盈利大增，定增加码优势突出》  
2016.08.27

《拟7亿加码钢结构建筑，领先地位再上升》  
2016.07.21

《技术授权加速落地，业绩持续爆发可期》  
2016.05.03

《现金流反转业绩爆增，技术授权前景光明》  
2016.04.17

《新商业模式前景广阔，政策利好或将升温》

模型更新时间: 2016.09.19

**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: 11.20**

上次预测: 10.24

当前价格: 8.98

公司网址

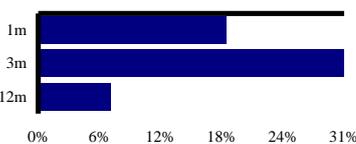
www.hxss.com.cn

**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

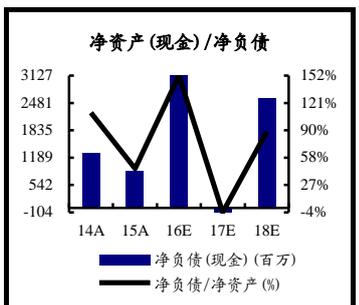
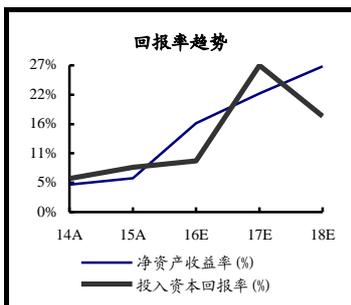
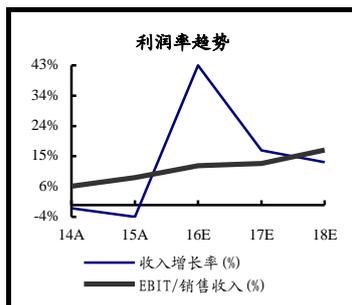
6.58-13.81

市值 (百万)

9,468

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业总收入	3,933	3,786	5,421	6,335	7,173
营业成本	3,277	2,896	4,059	4,719	5,090
税金及附加	56	75	107	125	141
销售费用	81	78	111	130	147
管理费用	291	417	488	551	574
EBIT	227	321	656	810	1,221
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	126	123	144	130	109
营业利润	70	165	465	645	1,048
所得税	20	38	100	132	213
少数股东损益	14	23	41	8	53
净利润	59	121	339	520	797
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	583	647	487	668	390
其他流动资产	78	128	85	90	95
长期投资	3	65	85	265	505
固定资产合计	764	753	634	512	387
无形及其他资产	132	128	120	112	105
资产合计	6,535	6,423	10,226	7,449	11,406
流动负债	4,863	4,325	7,931	4,915	8,230
非流动负债	88	103	131	53	56
股东权益	1,173	1,925	2,052	2,361	2,947
投入资本(IC)	2,872	3,078	5,475	2,380	5,486
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	179	254	519	648	976
折旧与摊销	115	111	113	116	119
流动资金增量	-393	-210	-2,613	2,932	-3,187
资本支出	-32	-27	29	29	29
自由现金流	-131	128	-1,952	3,725	-2,063
经营现金流	-230	94	-2,025	3,735	-2,163
投资现金流	-34	-65	8	-152	-212
融资现金流	300	181	1,857	-3,402	2,096
现金流净增加额	36	211	-160	182	-278
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-1.0%	-3.7%	43.2%	16.9%	13.2%
EBIT 增长率	6.5%	41.5%	104.5%	23.4%	50.7%
净利润增长率	32.9%	103.4%	181.6%	53.2%	53.3%
利润率					
毛利率	16.7%	23.5%	25.1%	25.5%	29.0%
EBIT 率	5.8%	8.5%	12.1%	12.8%	17.0%
净利润率	1.5%	3.2%	6.3%	8.2%	11.1%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	5.1%	6.3%	16.5%	22.0%	27.0%
总资产收益率(ROA)	0.9%	1.9%	3.3%	7.0%	7.0%
投入资本回报率(ROIC)	6.2%	8.3%	9.5%	27.2%	17.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	430	464	464	420	410
应收账款周转天数	64	86	86	86	86
总资产周转天数	591	625	560	509	480
净利润现金含量	-3.88	0.78	-5.97	7.19	-2.71
资本支出/收入	1%	1%	-1%	0%	0%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	75.8%	68.9%	78.8%	66.7%	72.6%
净负债率	109.9%	45.7%	152.4%	-4.4%	88.3%
<b>估值比率</b>					
PE	159.8	78.6	27.9	18.2	11.9
PB	4.2	4.9	4.6	4.0	3.2
EV/EBITDA	18.3	24.0	16.4	10.1	9.0
P/S	1.3	2.5	1.7	1.5	1.3
股息率	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%



## 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

#### 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。

#### 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。

	评级	说明
股票投资评级	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
行业投资评级	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		