

# 杭萧钢构 (600477)

证券研究报告

2020年11月01日

## 前三季度扣非利润小幅提升，万郡绿建订单快速增长

公司近期公布2020年第三季度报告，2020前三季度实现营业收入50.92亿元，同比增长12.91%；归属母公司净利润6.47亿元，同比增长114.47%。点评如下：

### 前三季度新签合同额降幅缩窄，万郡绿建业务同增102.37%

公司2020前三季度新签合同额（剔除万郡绿建）71.46亿元，同减11.64%，降幅相较于上半年缩小20.05个百分点，Q3单季度新签合同额（剔除万郡绿建）33.67亿元，同增31.75%，逐渐消除疫情不利影响。报告期内，钢结构业务新签合同66.01亿元，同减5.51%，降幅较上半年缩小20.69个百分点，主因是Q3单季度空间结构、轻钢结构、多高层钢结构分别同增361.67%、22.55%、16.06%。万郡绿建作为公司创新远程采购“互联网+绿色建筑”的服务平台，前三季度新签线上销售订单金额15.65亿元，同增102.37%。随着万郡绿建业务的开展，公司整体品牌优势不断增强，预计传统钢结构和万郡绿建业务订单不断增长。

### 前三季度营收同比上升，毛利率小幅增长

公司2020Q3单季度实现营收23.02亿元，同比增长25.59%，带动前三季度实现营收50.92亿元，同比增长12.91%，主因是疫情受控后复工复产和政府大力推动钢结构等装配式建筑。公司前三季度整体毛利率为19.79%，较去年同期提升1.18个百分点，预计可能是剥离的地产业务业绩清算时收回尾款，或住宅钢结构业务毛利率有所提升。

### 期间费用同比上升，非经常性损益带动利润大增

2020前三季度公司期间费用率为11.48%，同比上升1.44个百分点。其中，销售费用率2.37%，同比上升0.45个百分点，主要因子公司万郡绿建销售人员增加所致；管理费用率4.21%，同比上升0.35个百分点；研发费用率4.08%，同比上升0.62个百分点，主因是研发投入增加所致；财务费用率0.82%，与去年同期基本持平。公司计提资产减值损失（包括信用减值损失）374万元，较去年同期缩小3335万元，主要因坏账准备转回影响所致。综合起来，2020前三季度实现归母净利润6.47亿元，同增114.47%，扣非归母净利润3.06亿，同增10.30%。主因是全资子公司土地收储事项导致资产处置收益同增2.96亿，以及出售房产公司及钢材期货业务导致投资收益同增0.96亿。Q3单季扣非归母净利润1.37亿，同增85.09%。

### 经营现金流净流入减少，资产负债率小幅下降

报告期内收现比0.9801，同比减少9.26个百分点，付现比1.0077，同比减少6.52个百分点，使得经营现金流流出增速快于流入，经营性现金流量净额为1.46亿元，较上年同期少流入1.92亿元。公司资产负债率为52.01%，较2019年底下降6.20个百分点，主因是流动负债减少所致。公司董事会已审议通过2020年非公开发行A股股票预案，拟以非公开发行股票方式募集资金不超过12亿元，投资于杭萧钢构绿色装配式建筑示范基地等项目。

### 投资建议

作为钢结构龙头企业，公司占据具备技术、品牌等优势，万郡绿建业务快速发展，Q3单季度新签合同、营收、扣非净利润同比大增。政府大力发展钢结构等装配式建筑，提出公建原则上采用钢结构等，预计推动公司传统钢结构和万郡绿建业绩持续增长。我们维持公司2020-2022年EPS为0.35、0.35、0.41元/股，对应PE为11.8、11.9、10.1倍，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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,184.37	6,633.07	7,646.66	9,718.59	11,044.88
增长率(%)	33.62	7.26	15.28	27.10	13.65
EBITDA(百万元)	966.33	832.03	659.62	998.47	1,163.48
净利润(百万元)	567.99	468.92	757.43	755.96	884.46
增长率(%)	(26.04)	(17.44)	61.53	(0.19)	17.00
EPS(元/股)	0.26	0.22	0.35	0.35	0.41
市盈率(P/E)	15.77	19.11	11.83	11.85	10.13
市净率(P/B)	2.77	2.56	2.23	2.00	1.79
市销率(P/S)	1.45	1.35	1.17	0.92	0.81
EV/EBITDA	6.18	6.52	14.83	8.38	8.07

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	4.16元
目标价格	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)	8,959.55
流通A股市值(百万元)	8,958.94
每股净资产(元)	1.84
资产负债率(%)	52.01
一年内最高/最低(元)	5.58/2.42

### 作者

**唐笑** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517030004  
tangx@tfzq.com

**岳恒宇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517040005  
yuehengyu@tfzq.com

**贾宏坤** 联系人  
jiahongkun@tfzq.com

### 股价走势

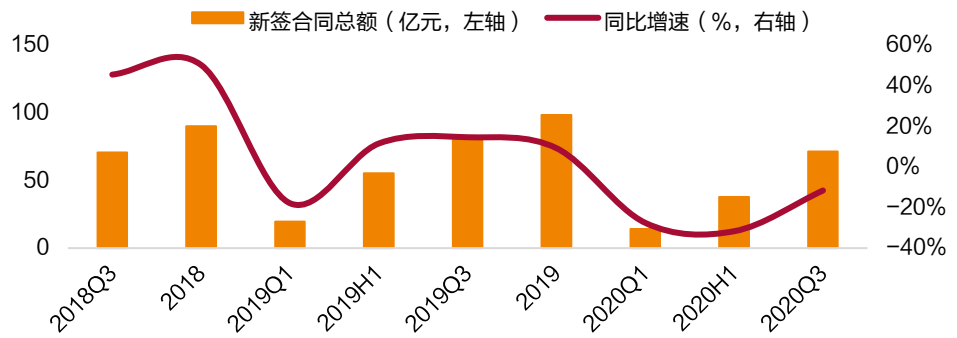


资料来源：贝格数据

### 相关报告

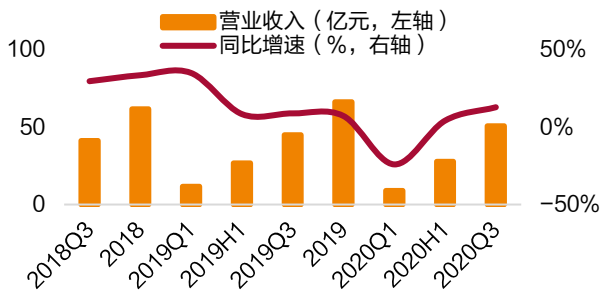
- 《杭萧钢构-半年报点评:非经常损益带动利润大增，拟正式剥离涉房业务》 2020-08-11
- 《杭萧钢构-首次覆盖报告:钢结构主业受益政策暖风，绿色电商模式坚实推进》 2020-06-24
- 《杭萧钢构-半年报点评:技术许可合作模式推广加速，归母净利润增速维持高位》 2017-08-27

图 1: 累计新签合同总额及同比增速



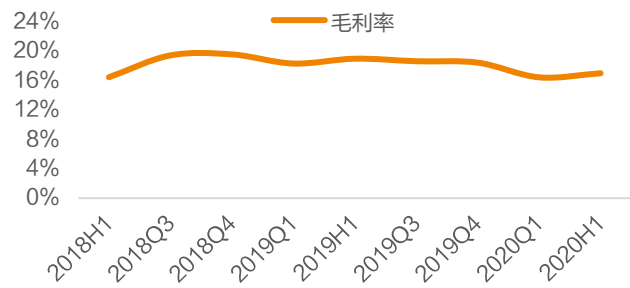
注: 新签合同总额为剔除万郡绿建后数据 资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 营业收入及同比增速



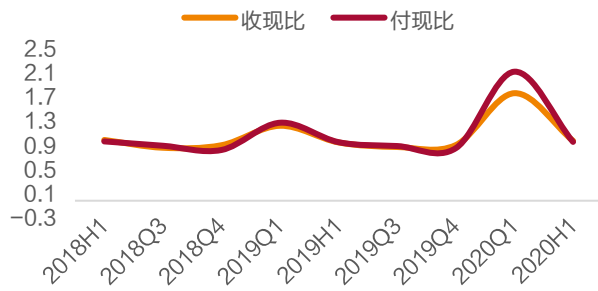
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 毛利率



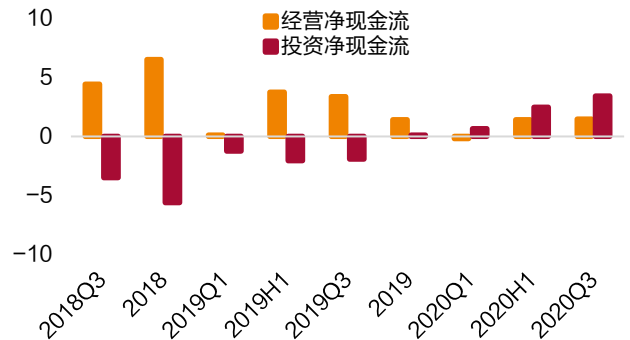
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 收现比和付现比



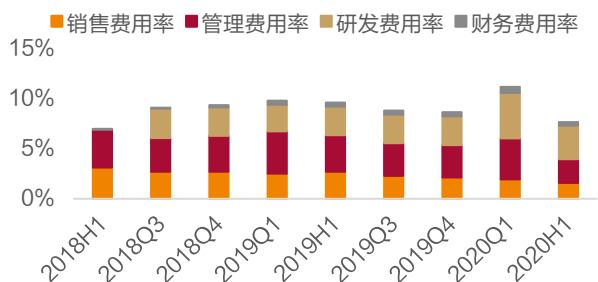
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 经营净现金流和投资净现金流 (亿元)



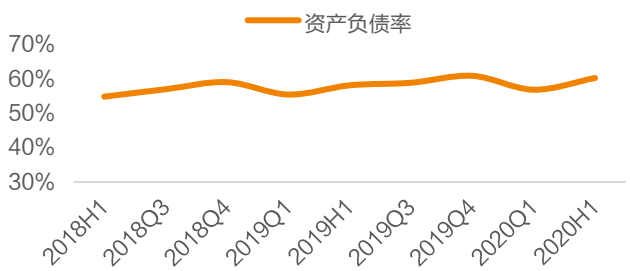
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 期间费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 资产负债率



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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	790.22	730.98	611.73	1,226.54	883.59
应收票据及应收账款	1,284.59	1,539.34	2,496.40	2,794.84	3,034.41
预付账款	173.04	202.49	86.30	331.06	164.07
存货	3,019.46	3,467.98	5,662.52	4,463.79	7,166.31
其他	273.48	276.76	294.08	309.52	355.06
<b>流动资产合计</b>	<b>5,540.80</b>	<b>6,217.54</b>	<b>9,151.02</b>	<b>9,125.76</b>	<b>11,603.43</b>
长期股权投资	88.32	74.63	74.63	74.63	74.63
固定资产	714.41	1,092.04	1,106.17	1,128.13	1,141.80
在建工程	422.36	71.18	78.71	95.22	87.13
无形资产	149.07	172.62	166.29	159.97	153.65
其他	990.78	1,133.89	656.05	731.61	838.45
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,364.94</b>	<b>2,544.35</b>	<b>2,081.84</b>	<b>2,189.56</b>	<b>2,295.66</b>
<b>资产总计</b>	<b>7,905.74</b>	<b>8,782.70</b>	<b>11,239.80</b>	<b>11,324.57</b>	<b>13,911.42</b>
短期借款	1,149.40	1,032.62	1,759.58	1,150.00	1,855.36
应付票据及应付账款	1,830.30	2,226.09	3,109.58	2,911.55	4,065.02
其他	1,515.08	1,804.55	2,022.75	2,542.02	2,664.95
<b>流动负债合计</b>	<b>4,494.77</b>	<b>5,063.26</b>	<b>6,891.92</b>	<b>6,603.57</b>	<b>8,585.33</b>
长期借款	0.00	29.00	134.22	30.00	94.98
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	18.46	20.05	19.13	19.21	19.46
<b>非流动负债合计</b>	<b>18.46</b>	<b>49.05</b>	<b>153.35</b>	<b>49.21</b>	<b>114.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,513.23</b>	<b>5,112.31</b>	<b>7,045.27</b>	<b>6,652.78</b>	<b>8,699.77</b>
少数股东权益	154.51	175.48	182.58	189.67	197.97
股本	1,790.17	2,153.74	2,153.74	2,153.74	2,153.74
资本公积	113.82	115.00	115.00	115.00	115.00
留存收益	1,440.25	1,373.15	1,858.21	2,328.38	2,859.95
其他	(106.25)	(146.98)	(115.00)	(115.00)	(115.00)
<b>股东权益合计</b>	<b>3,392.51</b>	<b>3,670.39</b>	<b>4,194.53</b>	<b>4,671.79</b>	<b>5,211.66</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7,905.74</b>	<b>8,782.70</b>	<b>11,239.80</b>	<b>11,324.57</b>	<b>13,911.42</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	574.54	480.15	757.43	755.96	884.46
折旧摊销	78.33	90.92	44.67	47.84	50.74
财务费用	50.19	54.40	87.30	83.22	95.51
投资损失	34.07	15.72	30.11	0.00	0.00
营运资金变动	(121.37)	(1,169.62)	(1,495.73)	901.06	(1,653.76)
其它	36.16	670.33	7.10	7.09	8.30
<b>经营活动现金流</b>	<b>651.92</b>	<b>141.90</b>	<b>(569.11)</b>	<b>1,795.17</b>	<b>(614.75)</b>
资本支出	401.37	123.39	60.93	79.91	49.75
长期投资	(38.40)	(13.70)	0.00	0.00	0.00
其他	(924.27)	(98.96)	(137.16)	(162.23)	(102.83)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(561.30)</b>	<b>10.73</b>	<b>(76.23)</b>	<b>(82.31)</b>	<b>(53.08)</b>
债权融资	1,149.40	1,064.06	1,917.87	1,188.83	1,962.11
股权融资	373.13	282.19	(52.28)	(80.16)	(92.46)
其他	(1,387.99)	(1,535.17)	(1,339.49)	(2,206.72)	(1,544.77)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>134.53</b>	<b>(188.92)</b>	<b>526.11</b>	<b>(1,098.05)</b>	<b>324.88</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>225.16</b>	<b>(36.28)</b>	<b>(119.24)</b>	<b>614.81</b>	<b>(342.95)</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>6,184.37</b>	<b>6,633.07</b>	<b>7,646.66</b>	<b>9,718.59</b>	<b>11,044.88</b>
营业成本	4,843.49	5,453.78	6,084.77	7,664.22	8,697.95
营业税金及附加	39.49	39.71	52.10	62.15	70.67
营业费用	76.88	137.12	183.52	233.25	265.08
管理费用	225.73	243.39	298.22	379.02	430.75
研发费用	193.73	252.39	298.98	369.31	419.71
财务费用	50.09	46.07	87.30	83.22	95.51
资产减值损失	75.05	0.00	84.00	60.00	48.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(34.07)	(15.72)	(30.11)	0.00	0.00
其他	38.96	(73.65)	60.22	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>675.02</b>	<b>549.97</b>	<b>527.65</b>	<b>867.41</b>	<b>1,017.22</b>
营业外收入	4.66	2.07	350.00	4.50	4.50
营业外支出	2.95	5.28	7.04	3.00	5.11
<b>利润总额</b>	<b>676.72</b>	<b>546.77</b>	<b>870.61</b>	<b>868.91</b>	<b>1,016.61</b>
所得税	102.18	66.62	106.07	105.87	123.86
<b>净利润</b>	<b>574.54</b>	<b>480.15</b>	<b>764.54</b>	<b>763.05</b>	<b>892.75</b>
少数股东损益	6.55	11.23	7.10	7.09	8.30
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>567.99</b>	<b>468.92</b>	<b>757.43</b>	<b>755.96</b>	<b>884.46</b>
每股收益(元)	0.26	0.22	0.35	0.35	0.41

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	33.62%	7.26%	15.28%	27.10%	13.65%
营业利润	-26.80%	-18.52%	-4.06%	64.39%	17.27%
归属于母公司净利润	-26.04%	-17.44%	61.53%	-0.19%	17.00%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.68%	17.78%	20.43%	21.14%	21.25%
净利率	9.18%	7.07%	9.91%	7.78%	8.01%
ROE	17.54%	13.42%	18.88%	16.87%	17.64%
ROIC	25.39%	18.96%	18.96%	17.26%	25.10%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.09%	58.21%	62.68%	58.75%	62.54%
净负债率	10.59%	9.07%	31.14%	-0.81%	20.69%
流动比率	1.23	1.23	1.33	1.38	1.35
速动比率	0.56	0.55	0.51	0.71	0.52
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.93	4.70	3.79	3.67	3.79
存货周转率	2.01	2.04	1.67	1.92	1.90
总资产周转率	0.83	0.79	0.76	0.86	0.88
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.26	0.22	0.35	0.35	0.41
每股经营现金流	0.30	0.07	-0.26	0.83	-0.29
每股净资产	1.50	1.62	1.86	2.08	2.33
<b>估值比率</b>					
市盈率	15.77	19.11	11.83	11.85	10.13
市净率	2.77	2.56	2.23	2.00	1.79
EV/EBITDA	6.18	6.52	14.83	8.38	8.07
EV/EBIT	6.71	7.30	15.91	8.81	8.43

### 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