

鸿路钢构 (002541.SZ)

赶工及扩产驱动盈利加速，规模化效益持续显现

2020H1 稳健增长符合预期，疫情影响已基本消除。公司 2020H1 实现营收 50.1 亿元，同增 5%，实现钢结构产量 95.3 万吨，同增 16%；实现归母净利润 1.9 亿元，同增 11%，符合预期。分板块看，2020H1 制造加工类业务/工程类业务营收分别同增 4%/12%，占比约 85%/15%，与上年同期基本持平。分季度看，Q1/Q2 分别实现营收 13.8/36.3 亿元，同增-35%/37%；分别实现归母净利润 0.4/1.5 亿元，同增-39%/45%，Q2 赶工及扩产促盈利大幅加速。2020H1 计入当期损益的政府补助为 5162 万元，同减 1377 万元；扣非后归母净利润为 1.5 亿元，同增 29%，公司新建生产基地产能逐步释放，生产效率持续提升，已基本消除疫情对公司不利影响，全年业绩有望实现较快增长。

规模化效益促盈利能力提升，采购物资增加致现金流入收窄。2020H1 公司毛利率 13.9%，较上年同期提升 1.6 个 pct，其中制造加工类/工程类业务毛利率分别为 13.9%/13.6%，较上年同期分别变动+1.5/+1.9 个 pct，盈利能力持续提升。期间费用率 5.14%，较上年同期显著下降 1.31 个 pct，其中销售/管理/财务/研发费用率分别变动-0.26/-0.37/-0.47/-0.21 个 pct，销售与管理费用率下降主要系公司生产规模化效益体现所致，财务费用率下降主要系公司执行了新会计准则，银行承兑汇票贴现利息作为金融资产终止确认损益在“投资收益”核算和列报所致。净利率提升 0.23 个 pct 至 3.77%。2020H1 公司经营性现金流量净额 1.6 亿元，较去年同期流入收窄 2.6 亿元，主要系：1) 为保障赶工及扩产，公司加大原材料等周转物资采购以保障生产；2) 预计在二季度钢价较低情况下，公司为锁定低价原材料而加大采购所致。2020H1 末存货（含合同资产）53.7 亿元，较上年同期末增加 7.1 亿元。收现比/付现比分别为 104%/111%，同比提升 10/14 个 pct。存货周转率/应收账款周转率分别为 0.9/3.0 次，YoY-0.2/+0.1 次。

订单产销加速，不断夯实核心优势。公司 2020H1 新签销售合同 76.3 亿元，同增 10%，较 Q1 提速 31 个 pct，其中 Q2 单季新签订单 49.0 亿元，同比大增 40%，Q2 接单显著加速。此外，公司为持续强化核心优势：**1) 管控能力方面**，对生产基地实行了垂直管理体系，提高总部对基地深度管控能力，以发挥商务营销、招标采购、生产管理等优势；**2) 制造能力方面**，加大对钢结构产线智能化改造，持续优化生产工艺，提高制造效率、降低成本。

公司作为钢结构制造龙头竞争优势与成长路径清晰，长期看好。近年来政策大力推广装配式建筑，在医院、学校等民用建筑领域钢结构渗透率不断提升，叠加住建部大力推动钢结构装配式住宅建设试点，行业需求有望持续较快增长。此外，2015 年后随着钢价大幅波动、营改增以及环保趋严，部分中小型钢结构企业利润不断压缩而逐渐退出市场。在供需双向改善环境下，公司作为钢结构制造龙头有望依托规模优势、精细化管理优势不断强化成本优势，在制造环节快速提升市占率，快速成长路径已十分清晰，长期看好。

投资建议：我们预测 20/21/22 年公司归母净利为 6.9/8.4/10.2 亿元，EPS 分别为 1.31/1.60/1.94 元（19-22 年 CAGR 为 22%），当前 PE 分别为 32/26/22 倍，鉴于公司成长性优异，规模优势持续强化，维持“买入”评级。

风险提示：产能利用率不及预期风险，钢材价格波动风险，竞争增加风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,874	10,755	13,435	16,675	20,518
增长率 yoy (%)	56.5	36.6	24.9	24.1	23.0
归母净利润（百万元）	416	559	686	839	1,017
增长率 yoy (%)	98.6	34.4	22.8	22.2	21.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.79	1.07	1.31	1.60	1.94
净资产收益率 (%)	9.4	11.3	12.4	13.2	13.9
P/E (倍)	53.0	39.4	32.1	26.3	21.7
P/B (倍)	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0

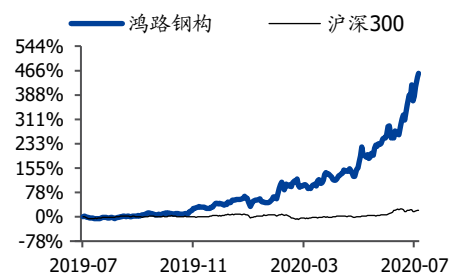
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	42.07
总市值(百万元)	22,032.85
总股本(百万股)	523.72
其中自由流通股(%)	70.56
30 日日均成交量(百万股)	8.55

股价走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 1、《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q2 营收业绩大幅加速，产能释放持续顺利》2020-07-23
- 2、《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q2 订单显著加速，趋势良好》2020-07-06
- 3、《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q1 下滑符合预期，后续增速有望快速恢复》2020-04-28



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6837	8214	9420	11188	13706	营业收入	7874	10755	13435	16675	20518
现金	1068	1275	1344	1668	2052	营业成本	6645	9227	11510	14235	17447
应收票据及应收账款	1642	1677	1724	2015	2545	营业税金及附加	48	78	103	127	147
其他应收款	111	98	163	161	237	营业费用	173	194	248	317	400
预付账款	230	237	347	378	514	管理费用	213	233	304	375	494
存货	3689	4657	5574	6697	8089	研发费用	245	304	379	525	687
其他流动资产	98	269	269	269	269	财务费用	123	67	80	122	149
非流动资产	3583	4539	5923	7330	8001	资产减值损失	106	-1	7	0	0
长期投资	19	12	5	-2	-9	其他收益	19	125	0	0	0
固定资产	2202	2933	4247	5542	6128	公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
无形资产	659	766	852	960	1086	投资净收益	-1	-49	0	0	0
其他非流动资产	703	827	819	829	796	资产处置收益	-1	-0	0	0	0
资产总计	10421	12753	15344	18518	21707	营业利润	337	671	806	974	1194
流动负债	5389	7011	8781	10926	12992	营业外收入	210	12	100	116	110
短期借款	1055	1548	2137	2910	3138	营业外支出	11	5	11	11	9
应付票据及应付账款	3090	3729	4777	5742	7151	利润总额	537	678	895	1079	1294
其他流动负债	1245	1734	1867	2274	2703	所得税	121	119	209	241	277
非流动负债	608	804	1022	1260	1418	净利润	416	559	686	839	1017
长期借款	262	109	327	565	724	少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
其他非流动负债	346	694	694	694	694	归属母公司净利润	416	559	686	839	1017
负债合计	5997	7814	9803	12185	14410	EBITDA	754	978	1267	1618	1964
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0	EPS (元)	0.79	1.07	1.31	1.60	1.94
股本	524	524	524	524	524	主要财务比率					
资本公积	2130	2130	2130	2130	2130	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	1770	2285	2888	3625	4514	成长能力					
归属母公司股东权益	4423	4938	5541	6332	7297	营业收入(%)	56.5	36.6	24.9	24.1	23.0
负债和股东权益	10421	12753	15344	18518	21707	营业利润(%)	116.0	99.0	20.1	20.9	22.6
						归属于母公司净利润(%)	98.6	34.4	22.8	22.2	21.2
						获利能力					
						毛利率(%)	15.6	14.2	14.3	14.6	15.0
						净利率(%)	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0
						ROE(%)	9.4	11.3	12.4	13.2	13.9
						ROIC(%)	7.4	8.2	8.5	8.8	9.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	57.6	61.3	63.9	65.8	66.4
						净负债比率(%)	15.0	25.6	34.1	41.9	37.5
						流动比率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1
						速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
						应收账款周转率	4.8	6.5	7.9	8.9	9.0
						应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.79	1.07	1.31	1.60	1.94
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.01	1.66	2.32	2.34	2.50
						每股净资产(最新摊薄)	8.45	9.43	10.58	12.09	13.93
						估值比率					
						P/E	53.0	39.4	32.1	26.3	21.7
						P/B	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0
						EV/EBITDA	30.1	23.8	18.9	15.3	12.6

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

图表 1: 公司主要财务指标 (金额单位: 百万元)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2019上半年	2020上半年	2020一季单季	2019二季单季	2020二季单季
营业收入	3,621	5,033	7,874	10,755	4,779	5,011	1,377	2,646	3,633
营业成本	2,955	4,235	6,645	9,227	4,191	4,314	1,209	2,285	3,105
毛利率	18.40%	15.86%	15.62%	14.21%	12.30%	13.90%	12.19%	13.63%	14.54%
销售费用	104	134	173	194	51	41	10	33	31
管理费用	190	243	213	233	114	101	46	62	56
财务费用	93	97	123	67	57	36	17	34	19
研发费用	0	0	245	304	85	79	25	52	54
销售费用率	2.88%	2.66%	2.20%	1.81%	1.07%	0.81%	0.72%	1.25%	0.84%
管理费用率	5.24%	4.83%	2.71%	2.17%	2.39%	2.02%	3.31%	2.35%	1.53%
财务费用率	2.57%	1.93%	1.57%	0.62%	1.20%	0.73%	1.23%	1.27%	0.53%
研发费用率	0.00%	0.00%	3.11%	2.82%	1.79%	1.58%	1.84%	1.98%	1.48%
期间费用率	10.69%	9.43%	9.59%	7.42%	6.44%	5.14%	7.10%	6.85%	4.39%
资产(含信用)减值损失	73	122	106	-57	-101	-170	-8	-92	-161
投资收益	-1	-10	-1	-49	-4	-18	-9	-1	-8
营业外收入	37	142	210	12	46	3	5	39	-2
营业外支出	13	15	11	5	1	5	4	1	1
税前利润	201	282	537	678	206	262	57	118	205
所得税	55	73	121	119	36	72	15	17	57
所得税率	27.41%	25.81%	22.50%	17.54%	17.53%	27.71%	26.55%	14.14%	28.03%
少数股东权益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	146	210	416	559	170	189	42	102	148
净利率	4.03%	4.16%	5.28%	5.20%	3.55%	3.77%	3.02%	3.85%	4.06%
摊薄EPS (元)	0.2783	0.4000	0.7944	1.0676	0.3239	0.3611	0.0793	0.1943	0.2818
经营性现金流净额	171	191	1,578	871	423	163	15	272	147
收现比	79.20%	95.44%	105.40%	98.19%	93.72%	103.55%	151.67%	101.26%	85.31%
付现比	84.68%	110.61%	97.31%	100.77%	96.58%	110.86%	166.34%	105.11%	89.26%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 公司历史订单情况

年份	鸿路钢构新签销售合同情况(亿元)					订单构成	
	订单总金额	订单增速	工程	材料	材料订单增速	工程	材料
2012 年	54.00		26.00	28.00		48.1%	51.9%
2013 年	76.85	42.3%	48.06	28.79	2.8%	62.5%	37.5%
2014 年	53.37	-30.6%	30.80	22.57	-21.6%	57.7%	42.3%
2015 年	42.09	-21.1%	16.19	25.90	14.8%	38.5%	61.5%
2016 年	45.03	7.0%	9.06	35.97	38.9%	20.1%	79.9%
2017 年	90.07	100.0%	29.00	61.07	69.8%	32.2%	67.8%
2018 年	118.00	31.0%	30.41	87.59	43.4%	25.8%	74.2%
2019 年	149.41	26.6%	11.36	138.05	57.6%	7.6%	92.4%
2019Q1 单季	34.65	--	3.33	31.32	--	9.6%	90.4%
2019Q2 单季	34.95	--	6.42	28.53	--	18.4%	81.6%
2019Q3 单季	47.36	--	1.05	46.31	--	2.2%	97.8%
2019Q4 单季	32.45	--	0.56	31.89	--	1.7%	98.3%
2020H1	76.25	9.6%	0.73	75.52	26.2%	1.0%	99.0%
2020Q1 单季	27.30	-21.2%	0.00	27.30	-12.8%	0.0%	100.0%
2020Q2 单季	48.95	40.1%	0.73	48.22	69.0%	1.5%	98.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com