证券研究报告

建筑装饰

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

鸿路钢构

002541.SZ

审慎增持 （维持）

Q3 净利润同比增长 85.8%，钢结构龙头再提速

2020 年 10 月 22 日

市场数据

市场数据日期	2020-10-22
收盘价（元）	42.80
总股本（百万股）	523.72
流通股本(百万股)	370.47
总市值（百万元）	22415.17
流通市值(百万元)	15856.12
净资产（百万元）	5356.31
总资产（百万元）	14320.43
每股净资产	10.23

相关报告

《鸿路钢构深度研究：DCF 视角看鸿路钢构》2020-10-9

《鸿路钢构半年报点评：Q2 重回高增长轨道，盈利能力持续提升》2020-7-31

《鸿路钢构半年度业绩快报点评：业绩加速增长，Q2 净利润同比增长 45%》2020-7-22

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10755	14267	19788	25288
同比增长	36.6%	32.7%	38.7%	27.8%
净利润(百万元)	559	786	1112	1508
同比增长	34.4%	40.6%	41.5%	35.6%
毛利率	14.2%	13.2%	13.1%	13.3%
净利润率	5.2%	5.5%	5.6%	6.0%
净资产收益率（%）	11.3%	13.9%	16.8%	18.9%
每股收益(元)	1.07	1.50	2.12	2.88
每股经营现金流(元)	1.66	1.47	1.36	2.86

投资要点

- **鸿路钢构发布 2020 年三季报**：公司 2020 年前三季度实现营业收入 95.10 亿元，同比增长 24.46%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比增长 48.52%。其中，三季度单季度实现营业收入 44.99 亿元，同比增长 57.21%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比增长 85.80%。
- **公司 2020 年前三季度新签合同额 125.80 亿元，同比增长 7.6%。**Q1、Q2、Q3 新签合同额同比分别变动-21.2%、40.1%、4.6%。Q3 订单增速放缓，一方面系去年同期新签浙江石化 11.7 亿元大额框架合同，造成订单基数较高；另一方面，今年 Q3 新签订单中来料加工订单占比提升，导致新签订单金额下降。
- **公司 2020 年前三季度实现营业收入 95.10 亿元，同比增长 24.46%。**Q1、Q2、Q3 营业收入同比分别变动-35.44%、37.33%、57.21%。二季度以来，各地建筑工地全面复工，钢结构加工需求迅速回升。从产能角度来看，同比去年新增宣城二期、涡阳三期、重庆二期合计约 70 万吨产能，叠加产能利用率提升，我们判断公司 Q2、Q3 产量同比大幅增加，从而带动营收快速增长。
- **公司 2020 年前三季度实现综合毛利率 13.33%，同比提升 0.06pct。**Q1、Q2、Q3 毛利率同比变动分别为 1.53pct、0.91pct、-2.19pct，Q3 单季度毛利率下滑，我们判断与公司订单结构存在一定关系，来料加工业务比例下降及工程业务占比提升均可能导致毛利率下降。
- **公司 2020 年前三季度实现净利率 5.28%，同比提升 0.86pct；期间费用率 5.20%，同比下降 1.73pct。净利率提升幅度大于毛利率，主要是由于期间费用率下降及其他收益增加所致。**公司 2020 年前三季度每股经营现金流净额为 0.49 元，每股同比多流出 0.52 元，主要是由于公司加大采购支出所致。
- **盈利预测与评级：**公司前三季度业绩基本符合预期，我们维持深度报告《DCF 视角看鸿路钢构》中对公司的盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.86 亿元、11.12 亿元、15.08 亿元，对应 10 月 22 日收盘价 PE 分别为 28.5 倍、20.2 倍、14.9 倍。维持“审慎增持”评级。

风险提示：钢材价格波动风险，融资成本上升风险，产能运转不及预期，钢结构渗透率提升不及预期

报告正文

事件

- **鸿路钢构发布 2020 年三季报**：公司 2020 年前三季度实现营业收入 95.10 亿元，同比增长 24.46%；实现营业利润 6.54 亿元，同比增长 83.91%；实现归母净利润 5.02 亿元，同比增长 48.52%；实现扣非后归母净利润 3.60 亿元，同比增长 31.56%。其中，三季度单季度实现营业收入 44.99 亿元，同比增长 57.21%；实现归母净利润 3.13 亿元，同比增长 85.80%。

点评

- **公司 2020 年前三季度新签合同额 125.80 亿元，同比增长 7.6%。**

  1）分季度来看，Q1、Q2、Q3 分别新签合同额 27.30 亿元、48.95 亿元、49.55 亿元，同比分别变动-21.2%、40.1%、4.6%。Q3 订单增速放缓，一方面系去年同期新签浙江石化 11.7 亿元大额框架合同，造成订单基数较高；另一方面，今年 Q3 新签订单中来料加工订单占比提升，导致新签订单金额下降。

  2）分类型来看，公司 1-9 月新签材料类订单 123.88 亿元，同比增长 16.7%，占全部新签合同额的比重为 98.5%；新签工程类订单 1.92 亿元，同比下降 82.2%，占全部新签合同额的比重仅 1.5%。

表 1、鸿路钢构 2012-2020 年新签订单情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q3
材料类订单（亿元）	**28**	**28.79**	**22.57**	**25.9**	**35.97**	**61.07**	**87.59**	**138.05**	**123.88**
YOY（%）		2.8%	-21.6%	14.8%	38.9%	69.8%	43.4%	57.6%	16.7%
占比（%）	**51.9%**	**37.5%**	**42.3%**	**61.5%**	**79.9%**	**67.8%**	**74.2%**	**92.4%**	**98.5%**
工程类订单（亿元）	**26**	**48.06**	**30.8**	**16.19**	**9.06**	**29.00**	**30.41**	**11.36**	**1.92**
YOY（%）		84.8%	-35.9%	-47.4%	-44.0%	220.1%	4.9%	-62.6%	-82.2%
占比（%）	**48.1%**	**62.5%**	**57.7%**	**38.5%**	**20.1%**	**32.2%**	**25.8%**	**7.6%**	**1.5%**
新签订单合计（亿元）	**54**	**76.85**	**53.37**	**42.09**	**45.03**	**90.07**	**118**	**149.41**	**125.80**
YOY（%）		42.3%	-30.6%	-21.1%	7.0%	100.0%	31.0%	26.6%	7.6%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司 2020 年前三季度实现营业收入 95.10 亿元，同比增长 24.46%。**

  分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营业收入 13.77 亿元、36.33 亿元、44.99 亿元，同比分别变动-35.44%、37.33%、57.21%。Q1 受疫情影响，全国大部分工地推迟复工导致钢结构加工需求下降，但 3 月以来公司积极复工复产，Q1 营收仅下滑 35.44%，略超我们的预期。二季度以来，各地建筑工地

全面复工，钢结构加工需求迅速回升。从产能角度来看，同比去年新增宣城二期、涡阳三期、重庆二期合计约 70 万吨产能，叠加产能利用率提升，我们判断公司 Q2、Q3 产量同比大幅增加，从而带动营收快速增长。

- **公司 2020 年前三季度实现综合毛利率 13.33%，同比提升 0.06pct。**

分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现毛利率 12.20%、14.53%、12.70%，同比变动分别为 1.53pct、0.91pct、-2.19pct，Q3 单季度毛利率下滑，我们判断与公司订单结构存在一定关系，来料加工业务比例下降及工程业务占比提升均可能导致毛利率下降。

- **公司 2020 年前三季度实现净利率 5.28%，同比提升 0.86pct；期间费用率 5.20%，同比下降 1.73pct。净利率提升幅度大于毛利率，主要是由于期间费用率下降及其他收益增加所致。**

1）分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现净利率 3.02%、4.06%、6.96%，同比变动分别为-0.17pct、0.22pct、1.07pct。公司 Q1、Q2、Q3 期间费用率分别为 7.10%、4.39%、5.28%，同比变动分别为 1.17pct、-2.46pct、-2.47pct。

2）具体看期间费用率，公司 2020 年前三季度销售费用率为 1.22%，同比下降 0.23pct；管理费用率为 1.57%，同比下降 0.64pct；研发费用率为 1.79%，同比下降 0.45pct；财务费用率为 0.63%，同比下降 0.41pct。财务费用率下降主要是由于新金融工具准则下，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”一项中。

3）利润表中其他收益：2020 年前三季度公司实现其他收益 1.29 亿元，同比增加 1.02 亿元。主要系以厂房补贴为主分期发放的政府补助计入其他收益，今年同期此类补助有所增加，因此其他收益同比增加 376.07%。我们判断未来随着新投产规模进一步扩大，计入其他收益的补助还将有所增加。

4）所得税率的情况：2020 年前三季度公司所得税率为 22.95%，同比去年提升 4.95pct。所得税率大幅提升，主要系公司计提坏账同比大幅增加所致。从信用减值损失来看，前三季度为 1.66 亿元，同比去年增加 0.64 亿元，我们判断其中大部分为坏账损失。

5）营业外收入的情况：2020 年前三季度公司实现营业外收入为 0.03 亿元，同比减少 0.55 亿元。土地款返还等一次性支付的政府补助计入营业外收入，而这类补助主要在公司拍得土地后发放。目前公司大部分基地已进入建厂投产阶段，因此今年同期此类补助大幅减少，从而导致营业外收入减少。

6）从吨指标来看，我们测算 Q3 单季度吨净利 297 元，同比去年 Q3 下降 28 元，主要系所得税率上升所致。

- **公司 2020 年前三季度每股经营现金流净额为 0.49 元，每股同比多流出 0.52 元，主要是由于公司加大采购支出所致。**

  1）分季度来看，公司 Q1、Q2、Q3 每股经营性现金流分别 0.03 元、0.28 元、0.18 元，同比变动分别为-0.26 元、-0.24 元、-0.02 元。

  2）从收、付现比来看，公司 2020 前三季度收现比、付现比分别为 107.14%、112.69%，同比变动分别为 7.42pct、10.49pct，收现比、付现比均有所上升且付现比上升幅度更大，是经营性现金流减少的主要原因。

  公司 2020 前三季度经营性现金流净额为 2.58 亿元，较 2019 前三季度有所减少，下降幅度为-51.42%。我们判断一方面，公司应付票据增加 1.01 亿元，而 2019 前三季度同比增量远大于 1.01 亿元，导致现金流出量增加。应付票据为银行承兑汇票，是公司融资的一种方式，但计入经营性现金流。另一方面，公司存货（含合同资产）同比增加 13.63 亿元，而 19 年前三季度同比仅增加 5.13 亿元，净流出增加 8.50 亿元，存货增加主要系大规模扩产后，公司增加钢材等原材料储备所致。

- 从资产负债表来看，公司合同资产、合同负债科目同比分别增加 6.15 亿元、14.17 亿元，主要系执行新会计准则，调整列报项目所致。合同资产主要系原存货科目中已完工未结算资产调整所致，合同负债主要系公司因订单提前收取的预付款。

- **公司管理优势明显，产能扩张+达产率提升将持续带动业绩提速。**公司采用更适合钢结构制造的管理模式，一方面凭借自身规模效应实行统购统销，有效压低钢材采购成本，降低销售费用率，提升生产部门响应速度，交货能力强；另一方面公司实行集中式的管理，规模扩张的同时通过集中管控来大幅减少非生产人员数量，有效压降管理费用率；使基地、工厂成为单纯的生产部门，具有较强的可复制性，有利于公司的快速有效扩产。预计 2022 年年底公司产能将接近 450 万吨，新投产基地达产率稳步提升，从而带动业绩持续加速。

- **盈利预测与评级：**公司前三季度业绩基本符合预期，我们维持深度报告《DCF 视角看鸿路钢构》中对公司的盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 7.86 亿元、11.12 亿元、15.08 亿元，对应 10 月 22 日收盘价 PE 分别为 28.5 倍、20.2 倍、14.9 倍。维持“审慎增持”评级。

风险提示：钢材价格波动风险，融资成本上升风险，产能运转不及预期，钢结构渗透率提升不及预期

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8214	10237	13579	16808
货币资金	1275	1300	1400	1500
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1677	2217	3158	4142
其他应收款	98	128	158	177
存货	4657	5942	8082	10081
非流动资产	4539	5639	6902	8920
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	12	14	15	16
投资性房地产	198	210	230	250
固定资产	2933	3934	5053	7036
在建工程	359	272	254	111
油气资产	0	0	0	0
无形资产	766	868	988	1126
资产总计	12753	15876	20481	25728
流动负债	7011	9419	12979	16835
短期借款	1548	2437	3799	5381
应付票据	2551	3342	4471	5698
应付账款	1178	1547	2098	2630
其他	1734	2092	2610	3126
非流动负债	804	817	867	917
长期借款	109	109	109	109
其他	694	708	758	808
负债合计	7814	10236	13846	17752
股本	524	524	524	524
资本公积	2130	2130	2130	2130
未分配利润	2172	2845	3797	5082
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4938	5640	6635	7976
负债及权益合计	12753	15876	20481	25728

利润表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	10755	14267	19788	25288
营业成本	9227	12379	17196	21914
营业税金及附加	78	105	147	188
销售费用	194	112	153	193
管理费用	233	263	308	352
财务费用	67	89	123	157
资产减值损失	-1	-71	-99	-126
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-49	-66	-83	-85
营业利润	671	944	1336	1813
营业外收入	12	16	22	28
营业外支出	5	7	10	13
利润总额	678	953	1348	1828
所得税	119	167	236	320
净利润	559	786	1112	1508
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	559	786	1112	1508
EPS(元)	1.07	1.50	2.12	2.88

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	36.6%	32.7%	38.7%	27.8%
营业利润增长率	99.0%	40.6%	41.6%	35.7%
净利润增长率	34.4%	40.6%	41.5%	35.6%
盈利能力				
毛利率	14.2%	13.2%	13.1%	13.3%
净利率	5.2%	5.5%	5.6%	6.0%
ROE	11.3%	13.9%	16.8%	18.9%
偿债能力				
资产负债率	61.3%	64.5%	67.6%	69.0%
流动比率	1.17	1.09	1.05	1.00
速动比率	0.51	0.46	0.42	0.40
营运能力				
资产周转率	92.8%	99.7%	108.9%	109.5%
应收帐款周转率	480.6%	539.1%	553.4%	534.3%
每股资料(元)				
每股收益	1.07	1.50	2.12	2.88
每股经营现金	1.66	1.47	1.36	2.86
每股净资产	9.43	10.77	12.67	15.23
估值比率(倍)				
PE	40.1	28.5	20.2	14.9
PB	4.5	4.0	3.4	2.8

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	559	786	1112	1508
折旧和摊销	237	304	418	583
资产减值准备	57	160	218	171
无形资产摊销	16	18	20	22
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	33	89	123	157
投资损失	49	66	83	85
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-46	-580	-1272	-1036
经营活动产生现金流量	871	768	712	1498
投资活动产生现金流量	-1322	-1398	-1744	-2666
融资活动产生现金流量	473	656	1131	1267
现金净变动	24	25	100	100
现金的期初余额	369	1275	1300	1400
现金的期末余额	393	1300	1400	1500

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn