

鸿路钢构 (002541.SZ)

Q3 营收业绩均创历史新高，强势增长超预期

Q3 营收业绩大幅加速超预期，高增长趋势良好。公司 2020Q1-3 实现营收 95.1 亿元，同增 24%；实现归母净利润 5.0 亿元，同比大幅增长 49%，较上半年大幅加速 37 个 pct，超市场预期，主要原因除公司产能持续释放、收入快速增长以外，还因三季度公司所确认政府补助增加 (YoY+6331 万) 及获得投资性房地产处置收益 (约 5400 万) 所致；实现扣非后归母净利润 3.6 亿元，同增 32%。分季度看，Q1-3 分别实现营业收入 13.8/36.3/45.0 亿元，同增-35%/37%/57%，营收呈逐季大幅加速趋势；分别实现归母净利润 0.4/1.5/3.1 亿元，同增-39%/45%/86%；分别实现扣非后归母净利润 0.3/1.3/2.1 亿元，同增-55%/115%/33%。Q3 单季营收、归母净利润、扣非后归母净利润均创历史单季新高，随着公司后续产能持续扩产与释放，生产效率提升，全年业绩有望延续较快增长。

毛利率环比下降，资产减值小幅冲回。公司 2020Q1-3 毛利率为 13.3%，Q3 单季毛利率 12.7%，环比上年下降 1.8 个 pct，预计主要因低毛利轻钢项目占比阶段性有所提升。期间费用率 5.20%，较上年同期大幅下降 1.73 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别变动-0.23/-0.64/-0.45/-0.41 个 pct，销售与管理费用率下降主要系公司规模效益持续显现所致；财务费用率下降主要系公司执行新会计准则，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。资产减值损失 (含信用减值) 约 1.7 亿元，较上年同期增加约 6400 万元，Q3 单季小幅冲回约 400 万元。净利率提升 0.86 个 pct 至 5.28%。

现金流流入有所收窄，存货及应收账款周转加快。2020Q1-3 公司经营性现金流量净额为 2.6 亿元，较上年同期收窄约 2.7 亿元，其中 Q3 单季度经营性现金流量净额约 9500 万元，环比 Q2 流入收窄约 5200 万元，预计主要系公司扩产需加大采购原材料及周转物资所致，2020 年三季度末公司存货 (含合同资产) 57.3 亿元，较上年末增加 10.7 亿元。收付现比分别为 107%/102%，YoY +7/+12 个 pct。Q3 单季存货周转率/应收账款周转率分别为 0.78/2.62 次，环比变化+0.12/+0.36 次。

可转债募资加速扩产，龙头规模优势持续强化。近期公司可转债已完成募资，总发行规模 18.8 亿元，发行结束满 6 个月后首个交易日 (2021 年 4 月 15 日) 进入转股期，初始转股价为 43.74 元/股。募资主要用于新建产能、信息化与智能化管理平台建设及偿还银行贷款，其中 12.5 亿募集资金主要投资于涡阳、团凤等生产基地建设及设备购置，若以 2000 元/吨的单位产能投资计算，则可新建约 62.5 万吨钢结构制造加工产能。目前公司在手现金约 9.6 亿元，此次可转债募资顺利实施极大地提升公司资金实力，有望助力公司产能顺利扩张，强化中长期成长逻辑。

投资建议：鉴于公司产能快速释放、盈利趋势良好，我们将公司 2020-2022 年盈利预测由 6.9/8.8/10.8 亿元上调至 7.2/9.6/12.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.38/1.84/2.30 元 (2019-2022 年 CAGR 为 29%)，当前股价对应 PE 分别为 31/23/19 倍；若考虑本次可转债全部转股摊薄，则公司当前股价对应 PE 分别为 34/25/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩张不及预期风险，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	13,931	18,011	22,086
增长率 yoy (%)	56.5	36.6	29.5	29.3	22.6
归母净利润 (百万元)	416	559	720	961	1,202
增长率 yoy (%)	98.6	34.4	28.9	33.4	25.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.79	1.07	1.38	1.84	2.30
净资产收益率 (%)	9.4	11.3	12.9	14.8	15.7
P/E (倍)	53.9	40.1	31.1	23.3	18.6
P/B (倍)	5.1	4.5	4.0	3.5	2.9

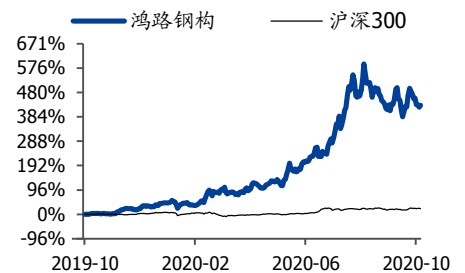
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	42.80
总市值(百万元)	22,415.17
总股本(百万股)	523.72
其中自由流通股(%)	70.74
30 日日均成交量(百万股)	3.25

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 《鸿路钢构 (002541.SZ): Q3 签单额创新高，募资扩产增强签单潜力》2020-10-13
- 《鸿路钢构 (002541.SZ): 可转债募资加速扩产，龙头规模优势持续强化》2020-09-29
- 《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》2020-07-31



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	11225	13421	16204	营业收入	7874	10755	13931	18011	22086
现金	1068	1275	2261	2202	2523	营业成本	6645	9227	11895	15343	18742
应收票据及应收账款	1642	1677	1849	2189	2719	营业税金及附加	48	78	110	139	183
其他应收款	111	98	172	177	251	营业费用	173	194	269	344	442
预付账款	230	237	368	415	545	管理费用	213	233	300	391	486
存货	3689	4657	6306	8169	9896	研发费用	245	304	418	540	663
其他流动资产	98	269	269	269	269	财务费用	123	67	83	122	141
非流动资产	3583	4539	5960	6896	7178	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	4332	5211	5410	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	771	726	691	资产处置收益	-1	-0	0	0	0
资产总计	10421	12753	17185	20316	23382	营业利润	337	671	850	1132	1430
流动负债	5389	7011	9325	11539	13553	营业外收入	210	12	100	116	110
短期借款	1055	1548	2000	2500	2800	营业外支出	11	5	11	11	9
应付票据及应付账款	3090	3729	5061	6277	7573	利润总额	537	678	940	1237	1530
其他流动负债	1245	1734	2264	2762	3180	所得税	121	119	219	276	328
非流动负债	608	804	2286	2288	2190	净利润	416	559	720	961	1202
长期借款	262	109	1591	1593	1496	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	720	961	1202
负债合计	5997	7814	11611	13827	15743	EBITDA	754	978	1318	1766	2151
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0	EPS (元)	0.79	1.07	1.38	1.84	2.30
股本	524	524	524	524	524						
资本公积	2130	2130	2130	2130	2130						
留存收益	1770	2285	2918	3762	4814						
归属母公司股东权益	4423	4938	5575	6489	7639						
负债和股东权益	10421	12753	17185	20316	23382						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1578	871	733	851	975
净利润	416	559	720	961	1202
折旧摊销	168	237	296	407	481
财务费用	123	67	83	122	141
投资损失	1	49	0	0	0
营运资金变动	859	-46	-366	-640	-849
其他经营现金流	11	5	0	0	0
投资活动现金流	-1365	-1322	-1717	-1342	-763
资本支出	1359	1352	1428	943	289
长期投资	-18	0	7	7	7
其他投资现金流	-24	31	-282	-393	-466
筹资活动现金流	-461	473	1970	433	109
短期借款	-729	493	452	500	300
长期借款	218	-152	1482	2	-98
普通股增加	175	0	0	0	0
资本公积增加	-175	0	0	0	0
其他筹资现金流	50	133	35	-69	-93
现金净增加额	-246	24	986	-59	321

主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	56.5	36.6	29.5	29.3	22.6
营业利润(%)	116.0	99.0	26.7	33.1	26.3
归属于母公司净利润(%)	98.6	34.4	28.9	33.4	25.1
获利能力					
毛利率(%)	15.6	14.2	14.6	14.8	15.1
净利率(%)	5.3	5.2	5.2	5.3	5.4
ROE(%)	9.4	11.3	12.9	14.8	15.7
ROIC(%)	7.4	8.2	7.6	9.0	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.6	61.3	67.6	68.1	67.3
净负债比率(%)	15.0	25.6	43.3	47.4	40.0
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	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	1.38	1.84	2.30
每股经营现金流(最新摊薄)	3.01	1.66	1.40	1.62	1.86
每股净资产(最新摊薄)	8.45	9.43	10.64	12.39	14.59
估值比率					
P/E	53.9	40.1	31.1	23.3	18.6
P/B	5.1	4.5	4.0	3.5	2.9
EV/EBITDA	30.6	24.2	18.8	14.4	11.8

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 (百万元)

	2016年	2017年	2018年	2019年	2019Q1-3	2020Q1-3	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入	3,621	5,033	7,874	10,755	7,641	9,510	4,499	3,633	1,377
营业成本	2,955	4,235	6,645	9,227	6,627	8,242	3,928	3,105	1,209
毛利率	18.40%	15.86%	15.62%	14.21%	13.27%	13.33%	12.70%	14.54%	12.19%
销售费用	104	134	173	194	111	116	76	31	10
管理费用	190	243	213	233	168	149	48	56	46
研发费用	0	0	245	304	171	170	91	54	25
财务费用	93	97	123	67	79	60	23	19	17
销售费用率	2.88%	2.66%	2.20%	1.81%	1.46%	1.22%	1.68%	0.84%	0.72%
管理费用率	5.24%	4.83%	2.71%	2.17%	2.20%	1.57%	1.06%	1.53%	3.31%
研发费用率	0.00%	0.00%	3.11%	2.82%	2.24%	1.79%	2.02%	1.48%	1.84%
财务费用率	2.57%	1.93%	1.57%	0.62%	1.03%	0.63%	0.52%	0.53%	1.23%
期间费用率	10.69%	9.43%	9.59%	7.42%	6.93%	5.20%	5.28%	4.39%	7.10%
资产(含信用)减值损失	73	122	106	57	101	166	-4	161	8
投资收益	-1	-10	-1	-49	-5	-17	1	-8	-9
营业外收入	37	142	210	12	58	3	0	-2	5
营业外支出	13	15	11	5	2	6	1	1	4
税前利润	201	282	537	678	412	652	390	205	57
所得税	55	73	121	119	74	150	77	57	15
所得税率	27.41%	25.81%	22.50%	17.54%	17.99%	22.95%	19.75%	28.03%	26.55%
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	338	502	313	148	42
净利率	4.03%	4.16%	5.28%	5.20%	4.42%	5.28%	6.96%	4.06%	3.02%
摊薄EPS(元)	0.2783	0.4000	0.7944	1.0676	0.6455	0.9587	0.5976	0.2818	0.0793
经营性现金流净额	171	191	1,578	871	531	258	95	147	15
收现比	79%	95%	105%	98%	100%	107%	111%	85%	152%
付现比	70%	98%	85%	89%	90%	102%	105%	80%	150%

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%
2020Q1-3	125.80	7.6%	1.92	123.88	16.7%	1.5%	98.5%
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%
2020Q3 单季	49.55	4.6%	1.19	48.36	4.4%	2.4%	97.6%

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中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

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

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

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