

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2020年10月23日

营收、净利润同比大增，可转债助力产能建设

公司近期公布了2020年第三季度报告，前三季度实现营业收入95.10亿元，同比增长24.46%；归母公司净利润5.02亿元，同比增长48.52%，点评如下：

订单稳定增长，更专注于钢结构制造业务

前三季度累计新签合同额为123.61亿元，同比增长5.69%。其中，材料订单为121.83亿元，同比增长14.76%；工程订单为1.78亿元，同比减少83.52%。受疫情影响一季度新签订单略有下滑，二季度新签订单放量，同比大增40%，三季度较同期持平。订单结构的变化反映了公司更加专注于钢结构制造业务，而公司在技术要求高、制造难度大、工期要求紧的加工类订单上具备较强的竞争优势及议价能力。作为国内钢结构龙头，目前公司在手订单金额充足，预计随着各地复工及招标的常态化、政策对钢结构的大力支持，能够为未来业绩持续增长提供支撑。

Q3单季度营收大增57.21%，带动前三季度同增24.46%

Q3单季度实现营收44.99亿元，同比增长57.21%，带动前三季度实现营收95.10亿元，同比增长24.46%。三季度高速增长的原因一方面是疫情积压订单的逐步释放，另一方面是新建生产基地产能开始放量以及生产效率的提高。公司毛利率为13.33%，较去年同期基本持平。考虑到未来公司龙头地位带来的溢价权和新建生产基地产能逐步释放，我们预计毛利率仍有提升空间。

期间费用率大幅降低，净利润（扣除政府补助）同增46.25%

前三季度期间费用率为5.20%，同比下降1.73个百分点。报告期内销售费用率、财务费用率、管理费用率及研发费用率分别为1.22%、0.63%、1.57%、1.79%，同比下降分别为0.23、0.41、0.64、0.45个百分点。其中，公司很好地控制了销售和管理费用的支出；财务费用率大幅下降主要受利息费用减少以及统计口径变化影响。公司计提信用减值损失1.66亿元，较前值扩大0.65亿元，主因应收款项单项计提信用减值所致。报告期内收到政府补助约1.32亿元（包括其他收益和营业外支出），同比增长58.82%。综合起来，前三季度净利润（扣除政府补助）为3.70亿元，同比增长46.25%。

新生产基地稳步扩张，投资性现金流持续流出

公司收现比为1.0714，同比增长7.42个百分点，主因项目回款增加所致；付现比为1.0212，同比增长12个百分点，主因采购支付的现金增加所致。前三季度经营性现金流量净额为2.58亿元，同比减少51.42%。投资性现金流量净流出额为6.62亿元，较去年同期少流出2.66亿元。公司资产负债率为62.60%，较年初上升1.32个百分点，主要是因为公司产能扩张导致长期借款、短期借款有所增加。2020年9月公司公开发行可转换公司债券，发行总额18.8亿元，主要用于涡阳绿色装配式建筑产业基地建设项目。

投资建议：公司新签订单稳定增长，Q3营收、净利润同比大增，带动前三季度业绩实现高增长。业务结构上更专注于钢结构制造，毛利率开始回升，规模效应凸显。考虑到公司业绩略超预期，我们上调2020-2022年EPS为1.38、1.71、1.96元/股（原EPS为1.33、1.65、1.89元/股），对应PE为31、25、22倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策推进不及预期；PS产能扩张不及预期；钢材价格超预期增长。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,874.49	10,754.92	13,519.32	16,977.70	19,017.41
增长率(%)	56.46	36.58	25.70	25.58	12.01
EBITDA(百万元)	855.86	1,211.79	1,000.14	1,244.76	1,391.68
净利润(百万元)	416.06	559.12	722.04	897.07	1,025.92
增长率(%)	98.58	34.39	29.14	24.24	14.36
EPS(元/股)	0.79	1.07	1.38	1.71	1.96
市盈率(P/E)	53.88	40.09	31.04	24.99	21.85
市净率(P/B)	5.07	4.54	4.04	3.55	3.12
市销率(P/S)	2.85	2.08	1.66	1.32	1.18
EV/EBITDA	4.19	4.67	22.54	17.00	14.32

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	买入（维持评级）
当前价格	42.8元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	523.72
流通A股股本(百万股)	370.47
A股总市值(百万元)	22,415.17
流通A股市值(百万元)	15,856.32
每股净资产(元)	10.23
资产负债率(%)	62.60
一年内最高/最低(元)	56.50/8.09

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

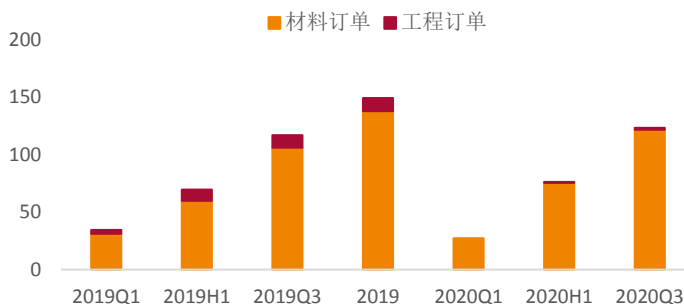


资料来源：贝格数据

相关报告

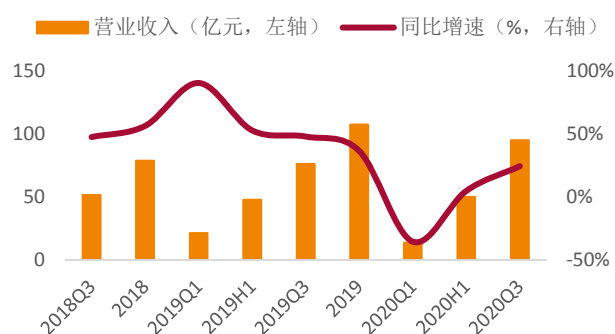
- 1 《鸿路钢构-半年报点评:Q2 营收利润快速恢复，新基地产能释放推升盈利能力提升》 2020-08-01
- 2 《鸿路钢构-年报点评报告:专注制造产能持续扩张，集中度提升背景下收入高增》 2020-04-16
- 3 《鸿路钢构-公司点评:营业利润增速大增，专注制造环节产能持续扩张》 2020-03-01

图 1: 新签订单金额 (亿元)



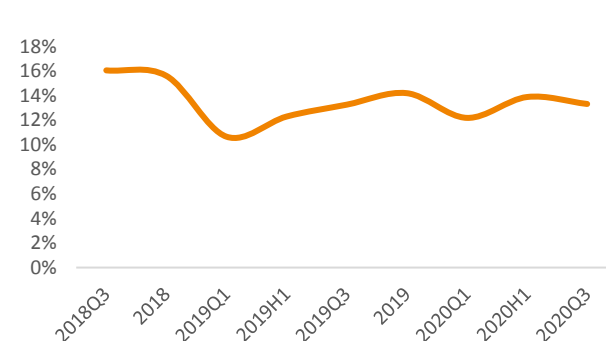
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 营业收入及同比增速



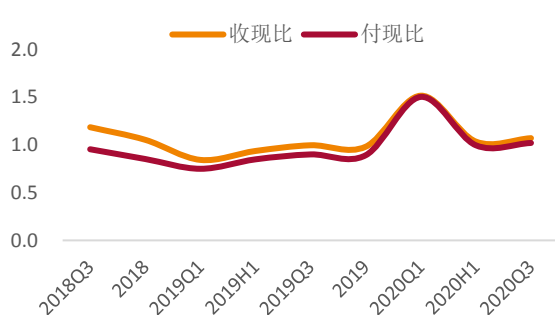
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 毛利率



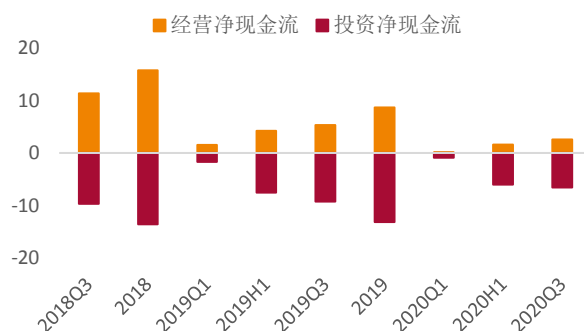
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 收现比和付现比



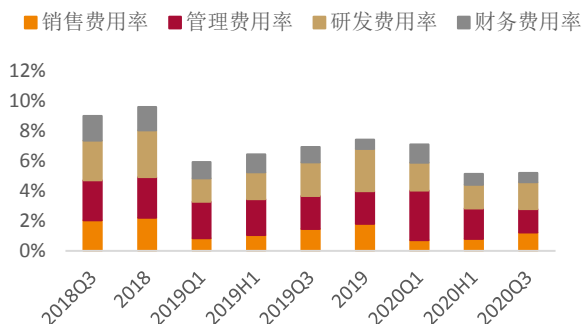
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 经营净现金流和投资净现金流 (亿元)



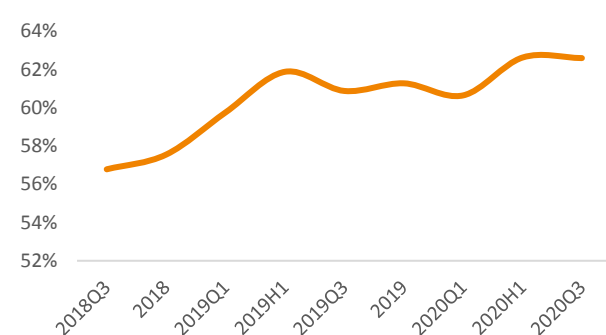
资料来源: wind, 天风证券研究所

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)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,067.53	1,274.71	1,307.40	2,851.66	3,984.45	营业收入	7,874.49	10,754.92	13,519.32	16,977.70	19,017.41
应收票据及应收账款	1,641.70	1,677.45	2,139.50	2,653.87	2,722.78	营业成本	6,644.66	9,226.92	11,595.42	14,549.62	16,259.11
预付账款	230.11	237.38	383.94	396.04	459.50	营业税金及附加	48.04	77.87	97.89	122.93	137.70
存货	3,689.32	4,657.12	5,327.82	6,392.70	6,253.27	营业费用	173.29	194.19	229.83	288.62	342.31
其他	208.60	367.18	880.14	595.19	684.39	管理费用	213.44	233.38	243.35	288.62	323.30
流动资产合计	6,837.27	8,213.84	10,038.81	12,889.46	14,104.39	研发费用	245.27	303.59	398.82	500.84	561.01
长期股权投资	19.45	12.35	12.35	12.35	12.35	财务费用	123.29	66.85	56.27	70.20	56.82
固定资产	2,201.91	2,933.29	2,982.37	2,989.80	2,959.24	资产减值损失	106.16	(1.05)	70.00	105.00	130.00
在建工程	291.11	358.87	251.32	198.79	149.28	公允价值变动收益	(0.10)	0.00	0.03	(0.02)	0.00
无形资产	658.68	766.35	748.93	731.50	714.08	投资净收益	(0.68)	(49.05)	(19.81)	(19.81)	(19.81)
其他	412.18	467.79	407.98	264.95	380.24	其他	(16.14)	31.11	39.55	39.66	39.60
非流动资产合计	3,583.34	4,538.66	4,402.95	4,197.39	4,215.19	营业利润	337.27	671.10	807.97	1,032.03	1,187.36
资产总计	10,420.60	12,752.50	14,441.75	17,086.85	18,319.57	营业外收入	210.43	12.15	105.00	103.30	104.90
短期借款	1,055.00	1,547.55	1,650.00	1,650.00	1,650.00	营业外支出	10.83	5.17	10.42	14.00	9.86
应付票据及应付账款	3,089.71	3,728.87	4,967.69	6,348.68	6,748.93	利润总额	536.86	678.08	902.55	1,121.33	1,282.40
其他	1,244.70	1,734.49	1,803.00	2,203.91	2,123.10	所得税	120.81	118.96	180.51	224.27	256.48
流动负债合计	5,389.41	7,010.91	8,420.69	10,202.59	10,522.03	净利润	416.06	559.12	722.04	897.07	1,025.92
长期借款	261.50	109.15	100.00	100.00	100.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	416.06	559.12	722.04	897.07	1,025.92
其他	346.27	694.42	369.31	470.00	511.24	每股收益(元)	0.79	1.07	1.38	1.71	1.96
非流动负债合计	607.77	803.57	469.31	570.00	611.24						
负债合计	5,997.18	7,814.48	8,890.00	10,772.59	11,133.28	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	523.72	523.72	523.72	523.72	523.72	营业收入	56.46%	36.58%	25.70%	25.58%	12.01%
资本公积	2,129.62	2,129.62	2,129.62	2,129.62	2,129.62	营业利润	116.05%	98.98%	20.40%	27.73%	15.05%
留存收益	3,899.70	4,414.30	5,028.04	5,790.54	6,662.57	归属于母公司净利润	98.58%	34.39%	29.14%	24.24%	14.36%
其他	(2,129.62)	(2,129.62)	(2,129.62)	(2,129.62)	(2,129.62)	获利能力					
股东权益合计	4,423.42	4,938.02	5,551.76	6,314.26	7,186.29	毛利率	15.62%	14.21%	14.23%	14.30%	14.50%
负债和股东权益总计	10,420.60	12,752.50	14,441.75	17,086.85	18,319.57	净利率	5.28%	5.20%	5.34%	5.28%	5.39%
						ROE	9.41%	11.32%	13.01%	14.21%	14.28%
						ROIC	7.82%	14.06%	13.70%	15.54%	19.65%
						偿债能力					
						资产负债率	57.55%	61.28%	61.56%	63.05%	60.77%
						净负债率	7.19%	11.71%	9.58%	-15.57%	-29.22%
						流动比率	1.27	1.17	1.19	1.26	1.34
						速动比率	0.58	0.51	0.56	0.64	0.75
						营运能力					
						应收账款周转率	4.78	6.48	7.08	7.08	7.07
						存货周转率	2.32	2.58	2.71	2.90	3.01
						总资产周转率	0.83	0.93	0.99	1.08	1.07
						每股指标(元)					
						每股收益	0.79	1.07	1.38	1.71	1.96
						每股经营现金流	3.01	1.66	0.56	3.48	2.67
						每股净资产	8.45	9.43	10.60	12.06	13.72
						估值比率					
						市盈率	53.88	40.09	31.04	24.99	21.85
						市净率	5.07	4.54	4.04	3.55	3.12
						EV/EBITDA	4.19	4.67	22.54	17.00	14.32
						EV/EBIT	5.21	5.80	26.08	19.20	16.02

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	416.06	559.12	722.04	897.07	1,025.92
折旧摊销	167.73	237.23	135.90	142.52	147.50
财务费用	70.78	33.38	56.27	70.20	56.82
投资损失	0.68	49.05	19.81	19.81	19.81
营运资金变动	1,087.62	221.19	(643.35)	690.40	146.85
其它	(164.98)	(228.83)	0.03	(0.02)	0.00
经营活动现金流	1,577.88	871.13	290.69	1,819.98	1,396.90
资本支出	899.56	788.78	385.11	(20.69)	8.76
长期投资	1.68	(7.10)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,265.97)	(2,103.30)	(464.98)	(79.07)	(78.57)
投资活动现金流	(1,364.73)	(1,321.62)	(79.87)	(99.76)	(69.81)
债权融资	1,385.50	1,852.98	1,839.43	1,868.23	1,884.65
股权融资	(123.29)	(66.85)	(56.27)	(70.20)	(56.82)
其他	(1,723.65)	(1,313.25)	(1,961.28)	(1,973.99)	(2,022.12)
筹资活动现金流	(461.44)	472.87	(178.13)	(175.96)	(194.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(248.29)	22.38	32.70	1,544.26	1,132.79

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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