

单三季度营业收入加速，毛利率有阶段性波动

——鸿路钢构（002541.SZ）2020年三季度报点评

买入（维持）

当前价：42.80元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

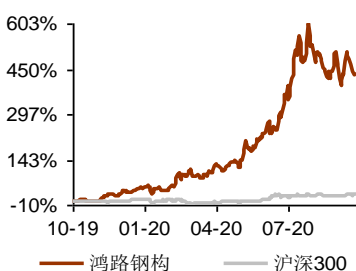
021-52523822

sunwf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.24
总市值(亿元)	220.33
一年最低/最高(元)	8.02/56.50
近3月换手率	95.59%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.96	16.76	406.34
绝对	-4.89	18.11	428.98

资料来源：Wind

相关研报

单二季度扣非净利润高增，上下游议价能力持续提升——鸿路钢构（002541.SZ）20年半年报点评（2020-07-31）

2Q20生产节奏明显加快，盈利能力继续修复——鸿路钢构（002541.SZ）20年半年度业绩快报点评（2020-07-23）

要点

事件：

公司发布2020年度三季度报。报告期，公司实现营业收入95亿元，同增24%；实现归母净利润5.0亿元，同增49%；扣非后归母净利润3.6亿元，同增32%。单三季度，公司实现营业收入45亿元，同增57%；实现归母净利润3.1亿元，同增86%；扣非后归母净利润2.1亿元，同增33%。

点评：

营收加速，新签订单维持高位：

单三季度营业收入大幅增长，主要由两方面因素导致1）产能稳步投放，利用率爬坡节奏好于预期。其中，公司单三季度固定资产新增约3.1亿元，产能投放提速（Q2固定资产新增2亿，Q1为0；2019年Q3为7000万元）。2）其他业务收入有一定贡献，主要为投资性房地产处置收入（类似于工程项目收入），预计影响收入约为2-3亿左右。

此外，20Q3公司新签合同规模约为50亿元，同增4.6%；新签合同绝对金额为历史最佳水平。单三季度新签订单增速放缓主要有：1）来料加工项目增多，单三季度重大合同中来料加工的订单规模逾10万吨。来料加工对产销量、加工费无影响，但会大幅减少合同绝对金额。判断来料加工项目影响单三季度合同金额逾5亿元；2）2019Q3新签订单金额基数偏高，其中浙江石化项目合同金额约12亿元，该项目执行周期远长于一般钢结构项目加工周期。

毛利率有波动，费用率有改善：

前三季度，公司综合毛利率约为13.3%，同减0.1pct；单三季度，公司综合毛利率12.7%，同减2.2pcts，环减1.8pcts。毛利率同比环比下滑主要有多个因素导致：1）订单结构变化，低毛利率的项目阶段性交付增多，影响综合毛利率；2）新产能阶段性投放，工人招募增多。单三季度支付给职工的现金达3.9亿元，环增约1亿元；3）钢材库存较高，钢价波动影响营业成本。其营业成本中钢材成本以移动平均法计价；4）其他业务收入（投资性地产处置）对毛利率亦有阶段性影响。

前三季度，公司费用率下降较为显著。销售费用率、管理费用率、研发费用率及财务费用率分别为1.2%、1.6%、1.8%及0.6%，同比减少约0.2pct、0.6pct、0.4pct及0.4pct。费用率降低背后是公司产品竞争力强化，市场认可度进一步提升以及内部管理水平的大幅提高。

存货规模持续上升，预收款（合同负债）同比增长：

报告期，公司存货规模57亿元（含合同资产6.1亿元），环比Q2增加3.6亿元；同比增加约10亿元。公司持续加大钢材采购规模，主要为后续产量爬坡做准备；但也必须承认，由于公司存货规模较大，导致钢材价格下跌会对其毛利率造成负面影响。

报告期，公司预收款项目（合同负债）约14亿元，同比增加约5.6亿元。公司在手订单充沛，预计20Q4产量环比稳步增长，同比增速依旧可观。

坚定看好鸿路钢构长期价值：

我们在深度报告《以利润表视角，再论鸿路成长性来源》（2020年4月）中探讨了鸿路显著的竞争优势，以及未来盈利能力边际提升的可能性，并总结为“产能扩张是行业变革以及公司竞争力的注脚”。

我们在深度报告《资产及现金流视角，三论鸿路价值》（2020年2月）中探讨了鸿路在产业链中议价能力的持续提升，并论证了制造业务有更好现金流以及更低的坏账风险，并从自由现金流角度探讨了鸿路长期价值。

二季度、三季度营收增长较快，背后驱动因素为产能稳步投放、利用率爬坡节奏好于预期；毛利率阶段性下降受订单结构及钢价波动影响较大，判断后续将回归历史中枢水平；费用率降低背后是公司产品竞争力强化且内部管理能力提升。故相应对其收入预测，并修正费用率假设；上调公司2020-2022年盈利预测至EPS1.34元、2.00元及2.45元（原预测为1.34元、1.69元及2.02元）。现价对应2021年动态市盈率约为21x。坚定看好鸿路钢构长期价值，维持“买入”评级。

风险提示：钢价大幅波动影响公司盈利能力、产能扩张及利用率爬坡不及预期

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,874	10,755	13,791	17,798	21,158
营业收入增长率	56.46%	36.58%	28.23%	29.06%	18.88%
净利润（百万元）	416	559	703	1,050	1,283
净利润增长率	98.58%	34.39%	25.71%	49.38%	22.23%
EPS（元）	0.79	1.07	1.34	2.00	2.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.41%	11.32%	12.65%	16.15%	16.82%
P/E	53	39	31	21	17
P/B	5.0	4.5	4.0	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-22

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	7,874	10,755	13,791	17,798	21,158
营业成本	6,645	9,227	11,860	15,249	18,104
折旧和摊销	168	237	301	367	421
税金及附加	48	78	100	129	153
销售费用	173	194	207	267	317
管理费用	213	233	234	303	360
研发费用	245	304	359	427	508
财务费用	123	67	94	114	126
投资收益	-1	-49	-50	-60	-70
营业利润	337	671	856	1,277	1,560
利润总额	537	678	852	1,273	1,556
所得税	121	119	150	223	273
净利润	416	559	703	1,050	1,283
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	416	559	703	1,050	1,283
EPS(按最新股本计)	0.79	1.07	1.34	2.00	2.45

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,578	871	1,654	1,550	1,975
净利润	416	559	703	1,050	1,283
折旧摊销	168	237	301	367	421
净营运资金增加	-633	457	-95	516	323
其他	1,627	-383	745	-383	-52
投资活动产生现金流	-1,365	-1,322	-1,790	-1,460	-1,020
净资本支出	-1,347	-1,352	-1,750	-1,400	-950
长期投资变化	19	12	0	0	0
其他资产变化	-37	18	-40	-60	-70
融资活动现金流	-461	473	495	385	345
股本变化	175	0	0	0	0
债务净变化	-445	467	453	314	385
无息负债变化	1,946	1,350	1,684	2,192	1,842
净现金流	-246	24	360	475	1,300

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.6%	14.2%	14.0%	14.3%	14.4%
EBITDA 率	8.0%	10.1%	10.6%	10.7%	10.6%
EBIT 率	5.9%	7.9%	8.4%	8.6%	8.6%
税前净利润率	6.8%	6.3%	6.2%	7.2%	7.4%
归母净利润率	5.3%	5.2%	5.1%	5.9%	6.1%
ROA	4.0%	4.4%	4.5%	5.5%	5.8%
ROE (摊薄)	9.4%	11.3%	12.6%	16.1%	16.8%
经营性 ROIC	6.5%	10.7%	12.5%	14.2%	15.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	58%	61%	64%	66%	66%
流动比率	1.27	1.17	1.22	1.28	1.42
速动比率	0.58	0.51	0.54	0.59	0.72
归母权益/有息债务	3.19	2.66	2.41	2.48	2.54
有形资产/有息债务	6.94	6.37	6.11	6.55	6.77

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	10,421	12,753	15,509	18,960	22,313
货币资金	1,068	1,275	1,635	2,109	3,410
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,612	1,677	1,786	2,371	2,814
应收票据	30	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	111	98	126	162	193
存货	3,689	4,657	5,337	6,405	7,242
其他流动资产	98	217	343	510	649
流动资产合计	6,837	8,214	9,532	11,949	14,774
其他权益工具	0	21	21	21	21
长期股权投资	19	12	12	12	12
固定资产	2,202	2,933	3,652	4,115	4,478
在建工程	291	359	546	696	659
无形资产	659	766	1,246	1,617	1,783
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	80	71	61	61	61
非流动资产合计	3,583	4,539	5,977	7,011	7,539
总负债	5,997	7,814	9,952	12,458	14,685
短期借款	1,055	1,548	901	515	0
应付账款	1,039	1,178	1,514	1,946	2,311
应付票据	2,050	2,551	3,279	4,216	5,006
预收账款	638	872	872	1,443	1,716
其他流动负债	67	130	196	284	357
流动负债合计	5,389	7,011	7,828	9,344	10,428
长期借款	262	109	1,209	1,909	2,809
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	346	686	906	1,197	1,440
非流动负债合计	608	804	2,124	3,114	4,257
股东权益	4,423	4,938	5,557	6,502	7,628
股本	524	524	524	524	524
公积金	2,222	2,243	2,313	2,391	2,391
未分配利润	1,678	2,172	2,721	3,587	4,712
归属母公司权益	4,423	4,938	5,557	6,502	7,628
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.20%	1.81%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用率	2.71%	2.17%	1.70%	1.70%	1.70%
财务费用率	1.57%	0.62%	0.68%	0.64%	0.59%
研发费用率	3.11%	2.82%	2.60%	2.40%	2.40%
所得税率	23%	18%	18%	18%	18%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.09	0.16	0.20	0.30	0.37
每股经营现金流	3.01	1.66	3.16	2.96	3.77
每股净资产	8.45	9.43	10.61	12.41	14.56
每股销售收入	15.04	20.54	26.33	33.98	40.40

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	53	39	31	21	17
PB	5.0	4.5	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	36.6	21.9	16.6	12.9	10.7
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.7%	0.9%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼