

钢结构市场驶入快车道，专业龙头业绩水涨船高

——鸿路钢构（002541）2018 半年报点评

2018 年 08 月 22 日

推荐/首次

鸿路钢构

财报点评

郑闵钢

分析师

执业证书编号：S1480510120012

zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031

事件：

公司于 2018.8.21 发布 2018 半年报。2018 年上半年公司实现营业收入 31.26 亿元，同比增加 70.16%；实现归母净利润 1.62 亿元，同比增加 45.65%，扣非归母同比增加 120.6%。其中 Q2 实现营业收入 20.06 亿，同增 91.07%；实现归母净利润 0.74 亿，同增 73.91%。

表 1：公司分季度财务数据

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1253.66	787.07	1049.75	1660.66	1535.37	1119.74	2005.79
增长率（%）	18.24%	18.34%	18.70%	102.95%	22.47%	42.27%	91.07%
毛利率（%）	18.27%	12.48%	13.83%	14.88%	20.03%	16.64%	18.64%
期间费用率（%）	8.08%	10.74%	7.18%	7.93%	11.91%	9.68%	9.85%
营业利润率（%）	2.62%	9.20%	-1.26%	3.04%	3.02%	6.23%	3.30%
净利润（百万元）	25.32	47.94	63.18	65.10	33.30	51.97	109.87
增长率（%）	-56.21%	42.23%	07.35%	133.48%	31.50%	08.41%	73.91%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.14	0.18	0.19	0.10	0.15	0.21
资产负债率（%）	50.00%	47.90%	49.94%	51.83%	52.74%	55.21%	57.86%
净资产收益率（%）	0.66%	1.23%	1.61%	1.63%	0.83%	1.27%	2.64%
总资产收益率（%）	0.33%	0.64%	0.80%	0.78%	0.39%	0.57%	1.11%

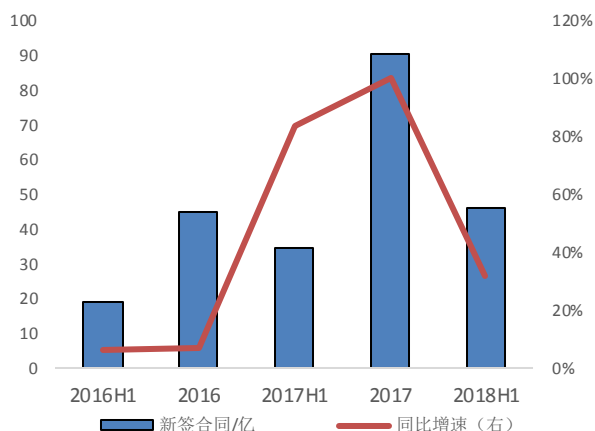
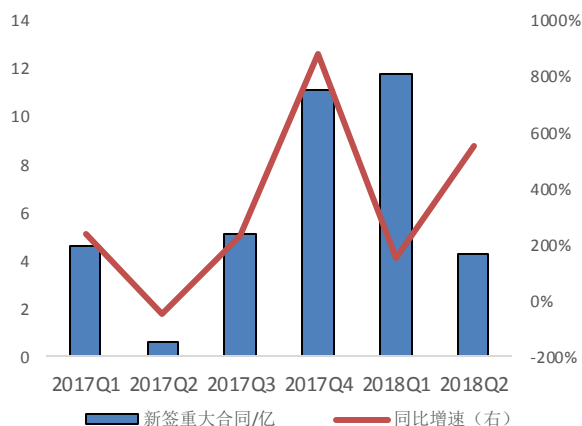
资料来源：公司公告、东兴证券

观点：

1. 专业龙头迎国家大力推广钢结构机遇，新承接业务增速维持高位、高质量水平

- ◆ **钢结构领军企业，入选首批装配式建筑产业基地名单。**公司 2002 成立以来深耕钢结构领域近 16 载，2011 上市后加快承建了安徽乃至全国的一批大型地标性建筑，自主研发了第三代钢结构住宅体系，在装配式建筑、智能立体停车库设备、钢结构制造等领域拥有近 300 项专利，参编了中国第一部装配式钢结构住宅标准，入选住建部首批装配式建筑产业基地名单，是国内第一批装配式建筑示范工程承建企业；
- ◆ **率先受益钢结构市场爆发式发展，在手订单充沛，新签订单增速保持高位、高质量水平，进入 2018Q3 以来势头不减。**我国钢结构渗透率较低，以桥梁为例，截至 2015 年年底钢结构桥梁数量和长度占比仅为 0.25%和 0.76%，数量占比远落后于法日美的 85%/41%/35%。2016 年 7 月 13 日，交通运输部于 2016.7 发布《关于推进公路钢结构桥梁建设的指导意见》大力推进钢结构桥梁建设，指出到“十三五”期末新

建大跨、特大跨径桥梁要以钢结构为主, 新改建其他桥梁钢结构比例明显提高。我们判断 2018-2020 装配式建筑上次 CAGR 在 35% 以上, 而其中钢结构市场 CAGR 则可能高达 80% 以上。公司业务覆盖了钢结构住宅、桥梁、专业工程等多个领域, 大力推广与安徽多地政府框架合作充裕在手订单, 同时专注于拓展回款快、毛利高的高端项目并显著提高了新签高端项目比例。2017H1/2017/2018H1 新签订单增速分别高达 84%/100%/32%, 占当期收入比分别高达 1.9/1.8/1.5 倍。近 4 个季度新签重大合同 (合同额 1 亿或产量 1 万吨以上) 同比增速分别高达 233%/883%/154%/550%, 2018Q3 截止 8.21 已新签重大项目合计 7.8 亿, 同增 54%, 订单增长势头不减。未来有望持续全面受益当前钢结构市场迅猛发展。

图 1: 2016-2018H1 新承接业务情况

图 2: 近 6 个季度新签重大合同情况


资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 2: 2017H2-2018H1 公司新签重大项目情况

序号	签署日期	项目名称	合同金额 (万)
1	2018/8/17	宇培贵阳电子商务物流园项目钢结构工程	14,118
2	2018/8/16	4000 万吨/年炼油化工一体化项目	14,683
3	2018/7/31	武汉精武路项目	16,910
4	2018/7/2	绿洲凤栖苑保障房工程二标段项目	32,503
5	2018/5/18	茶花现代家居用品滁州厂房建设项目	10,871
6	2018/5/7	北城创业创新中心设计与施工一体化项目	17,275
7	2018/3/14	西安市昆明路快速路工程西南二环立交项目钢结构加工	14,534
8	2018/2/7	合肥长安汽车有限公司调整升级项目厂房工程施工 1 标段钢结构加工项目	7,851
9	2018/2/2	超视界第 10.5 代 TFT-LCD 显示器件生产线项目(来料加工)	4,363
10	2018/1/20	绿洲凤栖苑保障房项目钢材采购	14,180
11	2018/1/18	上海某项目钢结构制作合同	8,588
12	2018/1/3	某项目一钢结构加工项目(来料加工)	1,230
13	2018/1/3	4000 万吨/年炼油化工一体化项目装置钢结构制作合同	67,210
14	2017/12/16	彩金湖标准化厂房工程 (宛陵科创城一期) 工程	52,000
15	2017/12/14	某项目钢结构加工项目(来料加工)	9,179
16	2017/10/10	绿洲凤栖苑保障项目钢结构产业化项目	49,860
17	2017/9/9	南川工业园区南平组团杉树林安置还房	10,819

18	2017/9/2	金梧桐创业园标准化厂房三期、四期建设工程	24,588
19	2017/8/30	衢州市柯城同创智谷中小企业孵化园建设项目总承包（EPC）	11,944
20	2017/8/3	义乌国内公路港物流中心一期工程钢结构加工制作(来料加工)及安装工程	3,550

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 订单驱动多项细分业务高速增长，推动整体业绩超预期增长

- ◆ **整体业绩超预期。**报告期内公司实现营业收入 31 亿，同增 70%，实现归母净利润 1.62 亿，同增 46%，扣非归母同增 121%。业绩增长原因系多项细分业务呈现高速增长。；
- ◆ **钢结构业务大幅增长 60%，细分业务全部正增长，3 大业务增速在 80%以上。**受订单高速增长推动，报告期内建筑重钢结构/建筑轻钢结构/设备钢结构/空间钢结构/桥梁钢结构/智能车库 6 大钢结构细分业务同比增速分别为 84%/44%/1%/249%/188%/16%，清一色实现正增长，3 项业务增速在 80%以上，推动整块业务大幅增长 60%；
- ◆ **新兴装配式工程承包核心业务业绩喜人。**随着国家“大力发展装配式建筑”政策的深入，技术领先的公司“高层装配式钢结构建筑技术”得到政府相关部分及市场的认可，潜在的市场规模大、技术含量高、回款有保障、利润相对稳定，成为公司大力发展的新兴业务，相继签订了凤栖苑二期项目、北城创业创新中心设计与施工一体化项目等重大项目，报告期内收入 3.58 亿，占比达 11%。
- ◆ **行业景气度驱动订单，订单驱动业绩，业绩增长势头将持续。**公司公告预计 2018 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润 23,789.32-29,075.84 万元，同比增长 35.00%-65.00%，延续报告期内业绩高增长势头。

表 3：2017-2018H1 公司业务增速及占比情况

	2017H1	2017	2018H1
一、三大主营业务营收增速及占比			
1. 钢结构			
营收	1,569	4,322	2,505
同比	25%	48%	60%
占比	85%	86%	80%
2. 装配式建筑			
营收			358
同比			-
占比			11%
3. 钢结构围护			
营收	67	189	82
同比	-42%	-8%	22%
占比	4%	4%	3%
二、钢结构细分业务增速			
1.1 建筑重钢结构			
营收	440	1,394	809
同比	36%	48%	84%
1.2 建筑轻钢结构			
营收	548	1,606	787
同比	37%	58%	44%
1.3 设备钢结构			

营收	329	756	332
同比	12%	38%	1%
1.4 空间钢结构			
营收	88	250	306
同比	1%	23%	249%
1.5 桥梁钢结构			
营收	94	245	188
同比	1%	115%	101%
1.6 智能车库			
营收	71	73	82
同比	25%	-18%	16%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

3. 盈利水平同比稳中有降，经营现金流显著改善，预计2018钢价上涨幅度有限利好公司利润表现

- ◆ **毛利率和期间费率均上升，坏账计提致资产减值损失大幅上涨，整体盈利水平稳中有降。**上半年毛利率17.92%，较2017H1/2017全年分别显著提高近4.7/2.1个pct，期间费率9.79%，较2017H1/2017全年分别提高近1.1/0.4个pct，资产减值损失近1亿，较去年同期760万大幅增长，系报告期内坏账计提所致，致使整体盈利水平稳中有降，净利率5.18%，同减近0.9个pct，较2017全年提高1个pct；
- ◆ **付现比大幅下降，经营性现金流显著改善。**报告期内收现比115%与去年同期116%基本持平，付现比79%较上年同期136%显著下降近58个百分点。经营性现金净流入8.5亿，较上年同期-2.1亿大幅增加497%，主要原因为本期销售预收款增大及收取保证金。
- ◆ **预计2018钢材价格上涨幅度有限，成本端利好钢结构企业利润表现：**2016-2017钢材价格上涨是掣肘钢结构企业利润的重要因素。以杭萧钢构为例，2016、2017钢结构产/销量基本持平，分别为38.27/38.96万吨和38.87/38.73万吨，2017多高层钢结构成本构成中材料费用为9.66亿，涨幅75%，经测算钢结构材料费用增加部分使公司毛利率从44.8%降低9.4个百分点到35.4%。预计2018钢材市场在经历过去年去产能后，整体供给、需求两端总体保持同步小幅增长，钢材价格稳中有升，上涨幅度有限，利好钢结构企业利润表现。

图 3: 2015H2-2018H1 毛利率/期间费率/净利率变化

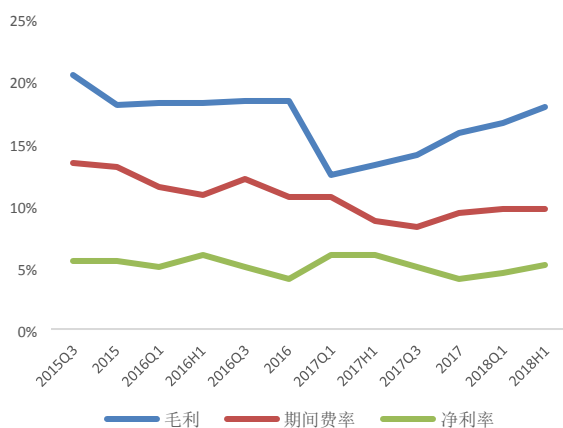


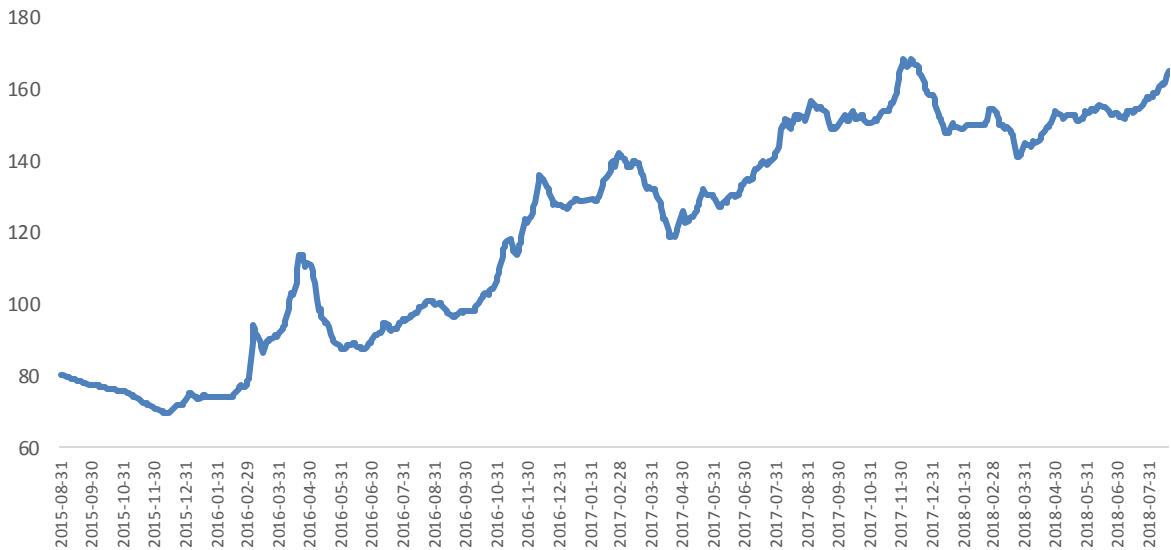
图 4: 2015H2-2018H1 收付现比变化



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 5 过去三年 Myspic 钢价指数变化



资料来源: Wind、东兴证券研究所

结论:

报告期内, 公司钢结构业务大幅增长 60%, 细分业务全部正增长, 3 大业务增速在 80%以上, 新兴装配式工程承包核心业务占比迅速提升至 11%, 推动公司整体业绩超预期增长。在手订单充沛、新签订单维持高位高质量的增速水平, 未来将保持业绩增长的强劲势头。毛利率水平显著提升, 期间费用和坏账计提提升致整体盈利水平稳中有降, 同时付现比显著下降, 经营现金流明显改善。我们认为 2018 钢价上涨幅度有限, 成本端利好公司利润表现, 公司未来将持续受益钢结构市场爆发式发展。预计公司 2018 年-2020 年营业收入分别为 80.8 亿元、107.31 亿元和 142.13 亿元; 每股收益分别为 0.55 元、0.71 元和 0.85 元, 对应 PE 分别为 13.4X、10.4X 和 8.7X, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

风险提示: 宏观经济波动风险、钢价波动风险、市场竞争风险

表 4: 公司财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,621.40	5,032.86	8,080.24	10,730.50	14,212.80
增长率 (%)	13.43%	38.98%	60.55%	32.80%	32.45%
净利润 (百万元)	145.76	209.51	288.43	374.09	447.60
增长率 (%)	-17.53%	43.74%	37.67%	29.70%	19.65%

净资产收益率 (%)	3.80%	5.20%	6.64%	8.26%	9.41%
每股收益(元)	0.49	0.60	0.55	0.71	0.85
PE	15.08	12.32	13.42	10.35	8.65
PB	0.67	0.64	0.89	0.85	0.81

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 5：公司主营业务分析

单位：亿	本报告期	上年同期	同比增长%	变动原因
营业收入	31.255	18.368	70.16%	主要系本期订单增加所致。
营业成本	25.654	15.934	61.00%	主要系本期销量上升上涨所致。
销售费用	0.579	0.541	7.03%	
管理费用	1.820	0.758	140.02%	主要系本期销售增长和研发项目费用投入增加所致。
财务费用	0.662	0.300	120.65%	主要系本期融资增加所致。
所得税费用	0.512	0.377	35.98%	主要系本期利润总额增加所致
研发投入	0.992	0.152	551.96%	主要系本期加大研发投入有关。
经营活动产生的现金流量净额	8.510	-2.143	增加 497.18%	主要系本期销售预收款增大及收取保证金所致。
投资活动产生的现金流量净额	-5.579	-1.658	减少 236.43%	主要系本期新建生产基地投入所致。
筹资活动产生的现金流量净额	-2.524	3.131	减少 180.60%	主要系本期借款减少所致。
现金及现金等价物净增加额	0.412	-0.680	增加 160.59%	主要系本期销售预收款增大及收取保证金所致。
税金及附加	0.239	0.157	52.07%	主要系营业收入上涨相应税金增加所致。
资产减值损失	1.004	0.076	1225.19%	主要系本期坏账计提所致。
加：公允价值变动收益	-0.001	0.000	-6587.14%	主要系市场股价变动所致。
投资收益	-0.005	0.000	减少 2,528.7%	主要系投资河南天成亏损所致。
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-0.005	0.000	减少 2,528.76%	主要系投资河南天成亏损所致。
其他收益	0.068	0.000	增加 677.57 万元	主要本期收到政府补助所致。
交易性金融资产	0.003	0.004	-32.09%	主要系市场股价波动所致。
应收票据	0.361	0.641	-43.70%	主要系本期减少了票据结算应收款所致。
预付款项	2.524	1.458	73.08%	本期预付材料款较大所致。
其他应收款	2.318	1.471	57.53%	主要系本期支付保证金增加所致
其他流动资产	0.746	0.430	73.64%	主要系本期待抵扣进项税增加所致。

可供出售金融资产	0.110	0.060	83.33%	主要系本期对外投资所致。
在建工程	5.147	2.800	83.82%	主要系本期新建生产基地投入和募投项目投入所致
无形资产	5.689	3.675	54.81%	主要系本期新增土地投入所致。
应付票据	18.505	9.971	85.59%	主要系本期开具票据支付款项增加所致。
预收款项	5.936	3.841	54.56%	主要系本期订单增加所致。
应付利息	0.017	0.028	-40.05%	主要系本期借款减少所致。
专项应付款	0.350	0.000	增加 3500 万元	主要系政府借转补资金所致。
股本（实收资本）	5.237	3.491	50.00%	主要系资本公积转股所致。
资产处置收益	0.000	-0.011	增加 99.25%	主要系处置固定资产所致。
其他应付款	3.145	2.096	50.06%	主要系本期收到的保证金增加所致
递延收益	1.198	0.430	178.38%	主要系收到政府补助所致

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表					单位: 百万元					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	5961	6116	9484	13595	17291	营业收入	3621	5033	8080	10731	14213	营业成本	2955	4235	6711	8973	11900
货币资金	1323	1044	1707	3015	3594	营业税金及附加	28	48	72	94	128	营业费用	104	134	232	302	396
应收账款	1588	1586	2546	3822	4673	管理费用	190	243	413	545	714	财务费用	93	97	111	213	361
其他应收款	159	147	236	314	415	资产减值损失	72.75	121.58	243.15	182.36	212.76	公允价值变动收益	-0.05	-0.09	-0.05	-0.06	-0.07
预付款项	81	146	248	356	525	投资净收益	-1.24	-9.70	-6.88	1.70	1.70	营业利润	177	156	292	422	501
存货	2748	3087	4596	5900	7825	营业外收入	37.21	141.56	109.58	96.12	115.75	营业外支出	13.01	15.27	12.45	13.58	13.77
其他流动资产	22	43	55	61	85	利润总额	201	282	389	504	603	所得税	55	73	100	130	156
非流动资产合计	1715	2410	3327	3691	4115	净利润	146	210	288	374	448	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期股权投资	20	18	20	22	24	归属母公司净利润	146	210	288	374	448	EBITDA	596	629	578	838	1099
固定资产	1,226	1,495	1,817	2,204	2,669	EPS (元)	0.49	0.60	0.55	0.71	0.85	主要财务比率					
无形资产	252	367	514	478	441						2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		
其他非流动资产	0	19	19	19	19	成长能力											
资产总计	7676	8527	12811	17287	21406	营业收入增长					13.43%	38.98%	60.55%	32.80%	32.45%		
流动负债合计	3725	4386	8102	12383	16229	营业利润增长					152.00%	-11.61%	86.82%	44.59%	18.88%		
短期借款	1141	1784	2334	5515	7575	归属于母公司净利润					-17.53%	43.74%	37.67%	29.70%	19.65%		
应付账款	560	793	1320	1699	2264	获利能力											
预收款项	232	384	660	905	1318	毛利率(%)					18.40%	15.86%	16.95%	16.37%	16.27%		
一年内到期的非流	3	3	3	3	3	净利率(%)					4.03%	4.16%	3.57%	3.49%	3.15%		
非流动负债合计	113	111	364	377	420	偿债能力											
长期借款	47	44	279	289	304	资产负债率(%)					50%	53%	66%	74%	78%		
应付债券	0	0	0	0	0	流动比率					1.60	1.39	1.17	1.10	1.07		
负债合计	3838	4497	8466	12760	16649	速动比率					0.86	0.69	0.60	0.62	0.58		
少数股东权益	0	0	0	0	0	营运能力											
实收资本(或股本)	349	349	524	524	524	总资产周转率					0.49	0.62	0.76	0.71	0.73		
资本公积	2304	2304	2304	2304	2304	应收账款周转率					2	3	4	3	3		
未分配利润	1096	1287	1286	1278	1292	应付账款周转率					6.36	7.44	7.65	7.11	7.17		
归属母公司股东权	3838	4030	4345	4527	4756	每股指标(元)											
负债和所有者权益	7676	8527	12811	17287	21406	每股收益(最新摊薄)					0.49	0.60	0.55	0.71	0.85		
现金流量表						总净资产净利润(%)					1.50%	1.90%	2.46%	2.25%	2.16%		
						ROE(%)					3.80%	5.20%	6.64%	8.26%	9.41%		
						偿债能力											
经营活动现金流	171	191	1310	-744	-68	资产周转率					0.49	0.62	0.76	0.71	0.73		
净利润	146	210	288	374	448	应收账款周转率					2	3	4	3	3		
折旧摊销	326	376	-	203	236	应付账款周转率					6.36	7.44	7.65	7.11	7.17		
财务费用	93	97	111	213	361	每股指标(元)											
应付账款的变化	0	0	-960	-1277	-851	每股净现金流(最新摊)					1.87	-0.20	2.18	2.50	1.11		
预收账款的变化	0	0	276	245	413	每股净资产(最新摊)					10.99	11.54	8.30	8.64	9.08		
投资活动现金流	-145	-815	-713	-736	-877	估值比率											
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	P/E					15.08	12.32	13.42	10.35	8.65		
长期股权投资减少	0	0	-2	-2	-2	P/B					0.67	0.64	0.89	0.85	0.81		
投资收益	-1	-10	-7	2	2	EV/EBITDA					4.11	5.35	8.27	7.95	7.42		
筹资活动现金流	627	555	543	2788	1524												
应付债券增加	0	0	0	0	0												
长期借款增加	0	0	22	10	16												
普通股增加	81	0	175	0	0												
资本公积增加	1108	0	0	0	0												
现金净增加额	654	-70	1140	1308	580												

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。