

公司研究

Q4 归母净利润符合预期，核心制作业务持续向好

——鸿路钢构（002541.SZ）2020年业绩快报点评

买入（维持）

当前价：45.53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)	238.45
一年最低/最高(元)	11.82/60.50
近3月换手率	93.04%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.63	22.82	253.62
绝对	-1.83	29.97	284.26

资料来源：Wind

相关研报

Q4 材料订单维持高位，产量再上台阶——鸿路钢构（002541.SZ）2020年经营数据点评（2021-01-12）

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（2020-10-23）

单二季度扣非净利高增，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）

要点

事件：

公司发布2020年业绩快报。公司实现营业收入134.6亿元，同增25%；归母净利润7.95亿元，同增42%。单四季度，营收39.5亿元，同增27%，环减12%；归母净利润2.92亿元，同增32%，环减7%。全年业绩符合我们预期。

点评：

Q4营收有工程类、来料加工项目扰动，新基地盈利能力提升：

核心制作业务向好趋势不变，达产进度好于预期。20年Q4产量84.2万吨，环比增长18%。通常情况下，季度间钢结构工厂产量爬坡较为缓慢，20Q4产量环比增速殊为不易。考虑到产量环比增长，且钢价环比也有一定涨幅，故Q4营收环比下降并非核心制作业务所致。

20Q4收入环比下降的原因：a) 工程项目收入的减少。Q3集中确认了一批工程项目，曾导致Q3非经常利润大幅增加。随着工程类新签订单的持续减少，后续相关业务对于报表的影响有望减弱，并有望带来账龄、减值、财务费用率等改善。b) 来料加工订单的影响，Q3来料加工订单有10万吨。来料加工项目，公司只赚取加工费，不负责相关钢材的采购，故会相应降低产值。考虑到公司项目执行周期偏短，来料加工项目的增多对Q4营业收入造成一定影响。

产能爬坡带动盈利能力提升：20年公司ROE为15.04%，同增3.1pcts。我们注意到颖上基地20年ROE年化约为9.1%（前三季度累计为6.8%），19年ROE为-9.5%；宣城基地20年ROE年化约为28.9%（前三季度累计为21.6%），19年ROE为5.9%。随着新基地产能利用率提升，观察到盈利能力较为显著的改善。

判断扣非归母净利润环比应有较好增速，经营效率持续提升：

单季度利润环比下降，主要源于非经常性利润的扰动，Q3有约1.04亿非经常性利润；我们预计Q4非经常性利润在3000万左右。相应，Q4扣非后利润约为2.6亿元，较Q3环比增长在30%左右。若以扣非视角结合季度产量环比增长18%左右，推断公司核心钢结构制作业务盈利能力在持续增强，且并未受到钢价上涨的影响。

经常性损益的判断依据：公司历史上非经常性利润主要来源为政府补助（20Q3还有资产处置影响，但Q4未观察到相关事件发生），政府补助与产能投产有一定相关性。观察历史数据，公司政府补贴前三季度确认较多，四季度相对较少；且18年非经常性损益项目极值为1.6亿元，19年为1.0亿元；而20Q1-3已达1.4亿元。考虑近年年均新投产产能规模绝对值相对接近，推论20Q4非经损益绝对金额在3000万元左右。

坚定看好鸿路长期价值，维持“买入”评级：

鸿路钢构是目前装配式产业链中成长性最为清晰，且行业竞争力显著的钢结构制作领域龙头公司，将长期受益于装配式行业快速增长与钢结构加工环节供给紧张平衡现状。我们认为钢价上涨不会影响钢结构装配式的推广（公建及制造业领域），决定建筑结构类型（钢结构或是混凝土）的关键是建筑物的适用场景，材料价格并非核心考虑因素。当然，住宅领域目前尚处推广期，地产商对造价相对敏感；不过，随着钢结构住宅体系逐步完善，钢结构装配式住宅将有较大的成长空间。

钢结构行业景气度较高，相关公司订单已有体现。随着装配式建筑的推广，钢结构行业具备良好的成长性。公司目前订单承接受限于产能瓶颈，20 年以来公司新签订单维持较高水平，未来不排除公司调整加工费报价机制的可能，进而带来吨钢结构净利的弹性。

我们在深度报告《以利润表视角，再论鸿路成长性来源》（2020 年 2 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 4 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。

新签订单饱满，产能爬坡超预期，单月产量已达 30 万吨。随着生产效率提升，吨钢结构净利润有上调空间；需求旺盛，后或有加工费涨价可能。维持公司 2020-2022 年盈利预测 EPS1.51 元、2.32 元及 2.88 元。现价对应 2021 年动态市盈率约为 19x。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	14,116	19,711	23,129
营业收入增长率	56.46%	36.58%	31.25%	39.64%	17.34%
净利润（百万元）	416	559	792	1,214	1,508
净利润增长率	98.58%	34.39%	41.67%	53.28%	24.22%
EPS（元）	0.79	1.07	1.51	2.32	2.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.41%	11.32%	14.03%	18.01%	18.69%
P/E	57	43	30	20	16
P/B	5.4	4.8	4.2	3.5	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-26

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	14,116	19,711	23,129
营业成本	6,645	9,227	12,097	16,818	19,697
折旧和摊销	168	237	301	367	421
税金及附加	48	78	102	143	167
销售费用	173	194	212	296	347
管理费用	213	233	240	335	393
研发费用	245	304	367	473	555
财务费用	123	67	93	113	123
投资收益	-1	-49	-50	-60	-70
营业利润	337	671	965	1,477	1,833
利润总额	537	678	961	1,473	1,829
所得税	121	119	169	258	321
净利润	416	559	792	1,214	1,508
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	416	559	792	1,214	1,508
EPS(按最新股本计)	0.79	1.07	1.51	2.32	2.88

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,578	871	1,709	1,581	2,225
净利润	416	559	792	1,214	1,508
折旧摊销	168	237	301	367	421
净营运资金增加	-633	457	-23	836	302
其他	1,627	-383	639	-835	-6
投资活动产生现金流	-1,365	-1,322	-1,789	-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	-39	-60	-70
融资活动现金流	-461	473	478	542	316
股本变化	175	0	0	0	0
债务净变化	-445	467	411	368	373
无息负债变化	1,946	1,350	1,846	3,055	1,864
净现金流	-246	24	398	663	1,521

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	15.6%	14.2%	14.3%	14.7%	14.8%
EBITDA 率	8.0%	10.1%	11.2%	11.0%	10.8%
EBIT 率	5.9%	7.9%	9.1%	9.2%	9.0%
税前净利润率	6.8%	6.3%	6.8%	7.5%	7.9%
归母净利润率	5.3%	5.2%	5.6%	6.2%	6.5%
ROA	4.0%	4.4%	5.0%	6.0%	6.3%
ROE (摊薄)	9.4%	11.3%	14.0%	18.0%	18.7%
经营性 ROIC	6.5%	10.7%	13.8%	16.3%	17.7%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	58%	61%	64%	67%	66%
流动比率	1.27	1.17	1.23	1.29	1.44
速动比率	0.58	0.51	0.54	0.60	0.74
归母权益/有息债务	3.19	2.66	2.49	2.56	2.68
有形资产/有息债务	6.94	6.37	6.31	7.01	7.27

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	15,718	20,237	23,800
货币资金	1,068	1,275	1,673	2,336	3,858
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,612	1,677	1,828	2,625	3,076
应收票据	30	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	111	98	128	179	211
存货	3,689	4,657	5,444	7,064	7,879
其他流动资产	98	217	357	589	731
流动资产合计	6,837	8,214	9,741	13,227	16,262
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	59	59	59
非流动资产合计	3,583	4,539	5,976	7,010	7,538
总负债	5,997	7,814	10,071	13,495	15,732
短期借款	1,055	1,548	859	527	0
应付账款	1,039	1,178	1,544	2,147	2,514
应付票据	2,050	2,551	3,345	4,650	5,446
预收账款	638	872	1,145	1,598	1,875
其他流动负债	67	130	203	325	400
流动负债合计	5,389	7,011	7,924	10,242	11,332
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	930	1,335	1,583
非流动负债合计	608	804	2,147	3,252	4,400
股东权益	4,423	4,938	5,646	6,742	8,068
股本	524	524	524	524	524
公积金	2,222	2,243	2,322	2,391	2,391
未分配利润	1,678	2,172	2,801	3,827	5,153
归属母公司权益	4,423	4,938	5,646	6,742	8,068
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%	0.66%	0.57%	0.53%
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	0.23	0.35	0.43
每股经营现金流	3.01	1.66	3.26	3.02	4.25
每股净资产	8.45	9.43	10.78	12.87	15.41
每股销售收入	15.04	20.54	26.95	37.64	44.16

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	57	43	30	20	16
PB	5.4	4.8	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	39.5	23.6	16.4	12.1	10.2
股息率	0.2%	0.4%	0.5%	0.8%	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曾与、不与、也将不会与本报告中的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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------