

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告
2024年10月30日

Q3 毛利率下滑拖累业绩，看好钢价回暖公司吨净利修复

营业收入略有承压，毛利下滑影响利润

公司 24Q1-3 实现收入 158.9 亿，同比-6.4%，归母、扣非净利润分别为 6.55、3.57 亿，同比-26.3%、-49.0%，前三季度非经常性损益为 2.99 亿，同比增加约 1.1 亿，主要为政府补助增加 1.12 亿所致；Q3 单季度实现收入 55.6 亿，同比-5.7%，归母、扣非净利润为 2.28、1.21 亿，分别同比-32.4%、-51.6%。

产量较为稳定，吨净利有望回升

24 年前三季度公司产量为 325 万吨，同比+0.58%，Q3 单季度产量为 114.5 万吨，同比+1.43%，若按照 95% 的产销率来算，Q3 单季度扣非后吨净利为 111 元/吨，同比下滑 123 元/吨，环比下滑 27 元/吨。24Q3 单季度研发费用 1.76 亿，同比-21.1%，单吨研发费用为 162 元/吨（23Q3 单吨研发费用为 208.8 元/吨），同比减少 47 元/吨。24Q1-3 综合毛利率为 10.2%，同比-1.05pct，Q3 单季毛利率为 9.21%，同比-3.11pct，单吨毛利为 471 元/吨，同、环比分别下滑 125、209 元/吨，24Q3 单季度钢材价格同比下滑 14%，我们判断钢价下滑或对吨净利产生较大压力。进入 Q4，热轧板卷价格在 3600 元/吨盘整，10 月份以来均价较三季度上涨 7.65%，我们看好钢价上升背景下吨毛利及吨净利修复。

研发费用率同比提升，现金流环比改善

24Q1-3 期间费用率为 6.68%，同比+1.04%，销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.56%、1.38%、3.19%、1.54%，同比变动+0.03pct、+0.05pct、+0.68pct、+0.28pct。24 年前三季度资产及信用减值损失为 0.18 亿，同比增加 0.16 亿。综合影响下公司净利率为 4.13%，同比-1.12pct，Q3 单季净利率为 4.09%，同比-1.62pct。前三季度公司 CFO 净额为 3.27 亿，同比少流入 4.25 亿，收付现比分别为 98.3%、90.8%，同比-0.5pct、+4.32pct，现金流环比二季度有所改善，应收账款较 H1 末增加 2.27 亿。

看好四季度财政发力，维持“买入”评级

9 月份货币政策加大调控力度，财政刺激有望加速落实，我们认为货币端叠加政策端刺激对于基建投资增速或有积极效果，叠加三季度专项债发行进入高速发行期，带动基建投资实物量加速转化，我们看好钢结构龙头顺周期反转逻辑，预计全年产量约 450 万吨左右。考虑到下游需求下滑以及地产承压，我们下调公司盈利预测，预计 24-26 年归母净利润为 8.8、10.2、11.8 亿，对应 PE 为 11.3、9.8、8.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：钢价持续上行对利润影响超预期；公司产能利用率提升速度不及预期；行业新增供给量超预期。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,847.68	23,539.12	22,781.88	25,885.99	29,802.17
增长率(%)	1.71	18.60	(3.22)	13.63	15.13
EBITDA(百万元)	2,152.44	2,463.60	1,867.22	2,145.96	2,427.23
归属母公司净利润(百万元)	1,162.68	1,179.31	879.14	1,015.50	1,181.07
增长率(%)	1.09	1.43	(25.45)	15.51	16.30
EPS(元/股)	1.69	1.71	1.27	1.47	1.71
市盈率(P/E)	8.58	8.45	11.34	9.82	8.44
市净率(P/B)	1.21	1.08	1.00	0.93	0.86
市销率(P/S)	0.50	0.42	0.44	0.39	0.33
EV/EBITDA	11.29	7.92	8.25	7.60	6.73

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	14.45 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	690.01
流通 A 股股本(百万股)	496.17
A 股总市值(百万元)	9,970.66
流通 A 股市值(百万元)	7,169.69
每股净资产(元)	13.34
资产负债率(%)	62.82
一年内最高/最低(元)	26.36/10.68

作者

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

王悦宜 联系人
wangyueyi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《鸿路钢构-公司点评:Q3 整体经营稳健，重视钢结构龙头反转机遇》2024-10-11
- 《鸿路钢构-半年报点评:研发费用拖累吨净利，看好公司智能化改造提质增效》2024-08-29
- 《鸿路钢构-公司点评:Q2 产量保持平稳，看好智能化转型赋能降本增效》2024-07-05

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	913.19	1,410.93	1,642.03	1,656.40	1,906.99	营业收入	19,847.68	23,539.12	22,781.88	25,885.99	29,802.17
应收票据及应收账款	2,129.99	2,729.51	3,219.09	3,108.60	3,514.11	营业成本	17,470.87	20,919.01	20,251.94	23,010.42	26,512.18
预付账款	632.94	716.49	573.97	1,087.89	679.59	营业税金及附加	154.53	185.20	156.46	182.95	210.63
存货	8,283.67	8,419.19	9,019.98	8,621.34	11,704.66	销售费用	154.58	149.02	136.69	155.32	178.81
其他	343.41	409.24	1,022.05	626.18	1,188.25	管理费用	304.21	320.55	341.73	388.29	417.23
流动资产合计	12,303.21	13,685.36	15,477.12	15,100.42	18,993.59	研发费用	461.61	699.88	676.62	758.46	864.26
长期股权投资	12.10	10.25	10.25	10.25	10.25	财务费用	226.59	277.88	286.85	299.62	342.51
固定资产	5,872.84	7,317.97	7,451.73	7,527.36	7,449.02	资产/信用减值损失	71.76	59.90	(11.00)	(22.00)	(15.00)
在建工程	239.06	69.53	184.77	192.38	196.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,047.94	1,039.20	1,384.63	2,087.09	2,038.44	投资净收益	(43.24)	(25.42)	(20.00)	(5.00)	(10.00)
其他	778.83	966.60	581.19	581.19	581.19	其他	(362.64)	(448.96)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
非流动资产合计	7,950.77	9,403.54	9,612.57	10,398.27	10,275.08	营业利润	1,409.41	1,402.05	1,060.59	1,223.93	1,411.54
资产总计	20,589.46	23,284.29	25,089.69	25,498.69	29,268.68	营业外收入	4.89	5.74	6.00	3.00	3.00
短期借款	1,869.76	1,270.87	2,625.60	3,453.66	4,097.49	营业外支出	8.18	19.87	20.00	18.00	8.50
应付票据及应付账款	3,766.20	4,396.90	4,153.92	3,516.22	5,468.47	利润总额	1,406.11	1,387.93	1,046.59	1,208.93	1,406.04
其他	1,398.75	1,681.55	2,539.13	1,967.77	2,675.97	所得税	243.43	208.62	167.46	193.43	224.97
流动负债合计	7,034.71	7,349.32	9,318.65	8,937.65	12,241.93	净利润	1,162.68	1,179.31	879.14	1,015.50	1,181.07
长期借款	2,224.81	3,396.83	3,467.85	3,538.74	3,132.58	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	1,399.84	1,453.36	1,453.36	1,435.52	1,447.41	归属于母公司净利润	1,162.68	1,179.31	879.14	1,015.50	1,181.07
其他	699.31	895.11	895.11	895.11	895.11	每股收益(元)	1.69	1.71	1.27	1.47	1.71
非流动负债合计	4,323.96	5,745.29	5,816.31	5,869.36	5,475.09						
负债合计	12,329.64	14,090.28	15,134.96	14,807.01	17,717.02						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
股本	690.01	690.01	690.01	690.01	690.01	成长能力					
资本公积	2,278.87	2,281.43	2,436.58	2,436.58	2,436.58	营业收入	1.71%	18.60%	-3.22%	13.63%	15.13%
留存收益	5,001.03	6,000.94	6,613.62	7,321.35	8,144.46	营业利润	-6.73%	-0.52%	-24.35%	15.40%	15.33%
其他	289.91	221.64	214.51	243.74	280.61	归属于母公司净利润	1.09%	1.43%	-25.45%	15.51%	16.30%
股东权益合计	8,259.82	9,194.01	9,954.72	10,691.67	11,551.66	获利能力					
负债和股东权益总计	20,589.46	23,284.29	25,089.69	25,498.69	29,268.68	毛利率	11.98%	11.13%	11.11%	11.11%	11.04%
						净利率	5.86%	5.01%	3.86%	3.92%	3.96%
						ROE	14.08%	12.83%	8.83%	9.50%	10.22%
						ROIC	14.49%	11.55%	8.26%	8.32%	8.65%
						偿债能力					
						资产负债率	59.88%	60.51%	60.32%	58.07%	60.53%
						净负债率	59.01%	59.62%	60.38%	64.81%	60.04%
						流动比率	1.58	1.66	1.66	1.69	1.55
						速动比率	0.54	0.65	0.69	0.72	0.60
						营运能力					
						应收账款周转率	9.27	9.69	7.66	8.18	9.00
						存货周转率	2.51	2.82	2.61	2.93	2.93
						总资产周转率	0.99	1.07	0.94	1.02	1.09
						每股指标(元)					
						每股收益	1.69	1.71	1.27	1.47	1.71
						每股经营现金流	0.90	1.59	1.70	1.76	1.98
						每股净资产	11.97	13.32	14.43	15.49	16.74
						估值比率					
						市盈率	8.58	8.45	11.34	9.82	8.44
						市净率	1.21	1.08	1.00	0.93	0.86
						EV/EBITDA	11.29	7.92	8.25	7.60	6.73
						EV/EBIT	14.06	10.21	13.01	11.82	10.18

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	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com