

订单整体平稳，期待智能制造兑现

——鸿路钢构动态跟踪报告

核心观点

- 事件：**鸿路钢构发布 2024 前三季度经营数据情况，公司累计新签销售合同额人民币约 219.3 亿元，较 2023 年同期减少 4.3%；其中单 Q3 为 75.7 亿元。钢结构产品产量约 325.1 万吨，较 2023 年同期增长 0.58%，其中单 Q3 产品产量约 114.5 万吨。
- 钢材价格下降影响合同额，实际接单量或有上升。**24Q1-Q3 公司订单合同额同比下滑 4%，或因钢价同比下滑所致，由于钢结构商业模式，成本下降会导致产品售价的下调。根据万得数据，24Q1-Q3，我国工字钢平均价格为 3966 元/吨，同比下降 7%，若剔除价格因素，我们认为公司接单量整体可能仍然实现增长。此外，在公司进行产线智能化改造过程中，或许一定程度上也影响了生产效率，在这一背景下公司钢结构产量仍然小幅增长。
- 智能制造提升核心竞争力，研发费用影响当期利润。**公司已专门成立了智能制造研发团队，有力推进了平面激光切割机、坡口激光切割机等设备应用。目前主要专注于将每个环节的管控得到进一步的优化，炼好内功，增强公司的核心竞争力。未来若公司智能化改造顺利完成，有望进一步降低成本、提高竞争力。公司 2024H1，公司实现毛利率 10.7%，同比提升 0.1pct；但实现净利率 4.1%，同比下降 0.9pct。主要由于加大智能化改造投入，研发费用达到 3.3 亿元，同比增长 62.5%。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 2024-2026 年归母净利为 9.6、10.4、11.3 亿元（原先预测 2024-2025 年归母净利 16.0、18.0 亿元），参考同行上市公司水平，我们认可给予公司 2024 年 15X PE，对应目标价为 20.85 元，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动，装配式建筑渗透率不及预期，智能转型不及预期

投资评级

增持（维持）

股价（2024 年 10 月 22 日）	14.45 元
目标价格	20.85 元
52 周最高价/最低价	27.19/10.68 元
总股本/流通 A 股（万股）	69,001/49,617
A 股市值（百万元）	9,971
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2024 年 10 月 23 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.63	29.02	3.66	-46.21
相对表现%	-4.27	5.38	-8.94	-58.95
沪深 300%	2.64	23.64	12.6	12.74



公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19,848	23,539	21,789	23,477	24,345
同比增长(%)	1.7%	18.6%	-7.4%	7.8%	3.7%
营业利润(百万元)	1,409	1,402	1,144	1,236	1,343
同比增长(%)	-6.7%	-0.5%	-18.4%	8.0%	8.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,163	1,179	960	1,038	1,129
同比增长(%)	1.1%	1.4%	-18.6%	8.1%	8.8%
每股收益（元）	1.69	1.71	1.39	1.50	1.64
毛利率(%)	12.0%	11.1%	11.3%	11.2%	11.6%
净利率(%)	5.9%	5.0%	4.4%	4.4%	4.6%
净资产收益率(%)	15.0%	13.5%	10.1%	10.1%	10.2%
市盈率	8.6	8.5	10.4	9.6	8.8
市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资建议

预计 2024-2026 归母净利为 9.6、10.4、11.3 亿元，目标价为 20.85 元。参考 24 年上半年公司业绩表现以及型钢价，我们下调公司收入及毛利率预测，预计 2024-2026 年公司归母净利 9.6、10.4、11.3 亿元（原先预测 2024-2025 年归母净利 16.0、18.0 亿元）。目前可比公司平均市盈率为 2024 年 15X PE，我们认可给予公司 2024 年 15X PE，对应目标价 20.85 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表（截止 2024 年 10 月 22 日）

简称	代码	股价(元/股)	EPS(元/股)				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
杭萧钢构	600477	2.62	0.12	0.11	0.12	0.14	21.1	23.9	21.5	19.2
东南网架	002135	4.51	0.28	0.31	0.34	0.37	15.9	14.4	12.8	11.5
精工钢构	600496	2.75	0.27	0.27	0.28	0.28	10.1	10.2	9.9	10.0
富煌钢构	002743	4.19	0.22	0.29	0.34	0.41	19.0	14.5	12.2	10.2
利柏特	605167	9.15	0.42	0.52	0.65	0.80	21.6	17.5	14.1	11.5
调整后平均估值							18.7	15.5	13.0	11.1

数据来源：wind，东方证券研究所

注：可比公司盈利预测均为 wind 数据，最新价格为 2024 年 10 月 22 日收盘价

风险提示

原材料价格波动：钢材是钢结构产品的主要原材料，虽然公司采用成本加成的定价机制，可以适当将钢材价格波动转嫁给下游客户。但在实际执行过程，受管理精确性、资金周转情况等因素制约，公司无法保证所有合同在收到客户首笔定金后其原材料得到及时采购，从而产生部分敞口风险。

装配式建筑渗透率不及预期：装配式建筑特别是钢结构自身造价高于传统的现浇混凝土结构，并不具备成本优势，自身抗震性能和居住舒适性尚待考证，装配式建筑的推广有赖于政策的驱动。一旦政策推进力度放缓，短期内存在装配式建筑渗透率不及预期的风险。

智能转型不及预期：公司开始推进智能制造升级转型，有助于提升效率降低成本。进行智能升级的前提是进行较多的研发投入，短期存在研发投入增加而收入成本等指标未见改善的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	913	1,411	1,306	1,407	1,459	营业收入	19,848	23,539	21,789	23,477	24,345
应收票据、账款及款项融资	2,196	2,832	2,713	3,158	3,518	营业成本	17,471	20,919	19,320	20,845	21,510
预付账款	633	716	654	704	730	销售费用	155	149	126	136	141
存货	8,284	8,419	7,776	8,390	8,657	管理费用	304	321	261	282	292
其他	613	503	651	685	703	研发费用	462	700	675	634	633
流动资产合计	12,639	13,881	13,099	14,344	15,067	财务费用	227	278	337	370	409
长期股权投资	12	10	18	20	22	资产、信用减值损失	(72)	(60)	33	20	5
固定资产	5,873	7,318	8,340	9,154	9,946	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	239	70	116	312	360	投资净收益	(43)	(25)	(20)	(20)	(20)
无形资产	1,048	1,039	1,017	994	971	其他	151	195	129	65	8
其他	779	967	1,010	990	990	营业利润	1,409	1,402	1,144	1,236	1,343
非流动资产合计	7,951	9,404	10,500	11,470	12,289	营业外收入	5	6	5	5	5
资产总计	20,589	23,284	23,600	25,814	27,356	营业外支出	8	20	20	20	20
短期借款	1,870	1,271	1,732	2,797	3,299	利润总额	1,406	1,388	1,129	1,221	1,328
应付票据及应付账款	3,766	4,397	4,250	4,586	4,732	所得税	243	209	169	183	199
其他	2,370	2,677	1,926	1,990	2,067	净利润	1,163	1,179	960	1,038	1,129
流动负债合计	8,006	8,345	7,909	9,373	10,098	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	2,225	3,397	3,397	3,397	3,397	归属于母公司净利润	1,163	1,179	960	1,038	1,129
应付债券	1,400	1,453	1,533	1,533	1,533	每股收益（元）	1.69	1.71	1.39	1.50	1.64
其他	699	895	898	898	898	主要财务比率					
非流动负债合计	4,324	5,745	5,828	5,828	5,828		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	12,330	14,090	13,736	15,201	15,926	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入	1.7%	18.6%	-7.4%	7.8%	3.7%
实收资本（或股本）	690	690	690	690	690	营业利润	-6.7%	-0.5%	-18.4%	8.0%	8.7%
资本公积	2,279	2,213	2,281	2,281	2,281	归属于母公司净利润	1.1%	1.4%	-18.6%	8.1%	8.8%
留存收益	5,001	6,001	6,602	7,352	8,169	获利能力					
其他	290	290	290	290	290	毛利率	12.0%	11.1%	11.3%	11.2%	11.6%
股东权益合计	8,260	9,194	9,863	10,613	11,430	净利率	5.9%	5.0%	4.4%	4.4%	4.6%
负债和股东权益总计	20,589	23,284	23,600	25,814	27,356	ROE	15.0%	13.5%	10.1%	10.1%	10.2%
现金流量表						ROIC	10.4%	9.5%	7.6%	7.6%	7.6%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	1,163	1,179	960	1,038	1,129	资产负债率	59.9%	60.5%	58.2%	58.9%	58.2%
折旧摊销	308	541	446	519	590	净负债率	59.0%	59.6%	59.4%	64.3%	63.6%
财务费用	227	278	337	370	409	流动比率	1.58	1.66	1.66	1.53	1.49
投资损失	43	25	20	20	20	速动比率	0.54	0.65	0.67	0.64	0.63
营运资金变动	(1,659)	(285)	34	(762)	(451)	营运能力					
其它	541	(641)	(4)	40	5	应收账款周转率	9.3	9.7	8.2	8.2	7.5
经营活动现金流	622	1,098	1,792	1,225	1,701	存货周转率	2.2	2.5	2.4	2.6	2.5
资本支出	(1,571)	(1,783)	(1,508)	(1,508)	(1,408)	总资产周转率	1.0	1.1	0.9	1.0	0.9
长期投资	9	4	(11)	(2)	(2)	每股指标（元）					
其他	(252)	125	(20)	(20)	(20)	每股收益	1.69	1.71	1.39	1.50	1.64
投资活动现金流	(1,815)	(1,655)	(1,539)	(1,530)	(1,430)	每股经营现金流	0.90	1.59	2.60	1.77	2.47
债权融资	818	1,704	(192)	0	0	每股净资产	11.97	13.32	14.29	15.38	16.57
股权融资	2	(66)	68	0	0	估值比率					
其他	(184)	(1,034)	(234)	407	(219)	市盈率	8.6	8.5	10.4	9.6	8.8
筹资活动现金流	636	604	(358)	407	(219)	市净率	1.2	1.1	1.0	0.9	0.9
汇率变动影响	3	0	- 0	- 0	- 0	EV/EBITDA	8.6	7.5	8.7	7.9	7.2
现金净增加额	(554)	47	(105)	101	52	EV/EBIT	10.2	10.0	11.3	10.4	9.6

资料来源：东方证券研究所