

# 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15XPE，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
<b>流动资产合计</b>	<b>12,639</b>	<b>13,881</b>	<b>13,099</b>	<b>14,344</b>	<b>15,067</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>1,409</b>	<b>1,402</b>	<b>1,144</b>	<b>1,236</b>	<b>1,343</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,951</b>	<b>9,404</b>	<b>10,500</b>	<b>11,470</b>	<b>12,289</b>	营业外收入	5	6	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>20,589</b>	<b>23,284</b>	<b>23,600</b>	<b>25,814</b>	<b>27,356</b>	营业外支出	8	20	20	20	20
短期借款	1,870	1,271	1,732	2,797	3,299	<b>利润总额</b>	<b>1,406</b>	<b>1,388</b>	<b>1,129</b>	<b>1,221</b>	<b>1,328</b>
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	<b>净利润</b>	<b>1,163</b>	<b>1,179</b>	<b>960</b>	<b>1,038</b>	<b>1,129</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8,006</b>	<b>8,345</b>	<b>7,909</b>	<b>9,373</b>	<b>10,098</b>	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	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,163</b>	<b>1,179</b>	<b>960</b>	<b>1,038</b>	<b>1,129</b>
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						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,324</b>	<b>5,745</b>	<b>5,828</b>	<b>5,828</b>	<b>5,828</b>						
<b>负债合计</b>	<b>12,330</b>	<b>14,090</b>	<b>13,736</b>	<b>15,201</b>	<b>15,926</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	690	690	690	690	690						
资本公积	2,279	2,213	2,281	2,281	2,281						
留存收益	5,001	6,001	6,602	7,352	8,169						
其他	290	290	290	290	290						
<b>股东权益合计</b>	<b>8,260</b>	<b>9,194</b>	<b>9,863</b>	<b>10,613</b>	<b>11,430</b>						
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>20,589</b>	<b>23,284</b>	<b>23,600</b>	<b>25,814</b>	<b>27,356</b>						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	1,163	1,179	960	1,038	1,129	<b>成长能力</b>					
折旧摊销	308	541	446	519	590	营业收入	1.7%	18.6%	-7.4%	7.8%	3.7%
财务费用	227	278	337	370	409	营业利润	-6.7%	-0.5%	-18.4%	8.0%	8.7%
投资损失	43	25	20	20	20	归属于母公司净利润	1.1%	1.4%	-18.6%	8.1%	8.8%
营运资金变动	(1,659)	(285)	34	(762)	(451)	<b>获利能力</b>					
其它	541	(641)	(4)	40	5	毛利率	12.0%	11.1%	11.3%	11.2%	11.6%
<b>经营活动现金流</b>	<b>622</b>	<b>1,098</b>	<b>1,792</b>	<b>1,225</b>	<b>1,701</b>	净利率	5.9%	5.0%	4.4%	4.4%	4.6%
资本支出	(1,571)	(1,783)	(1,508)	(1,508)	(1,408)	ROE	15.0%	13.5%	10.1%	10.1%	10.2%
长期投资	9	4	(11)	(2)	(2)	ROIC	10.4%	9.5%	7.6%	7.6%	7.6%
其他	(252)	125	(20)	(20)	(20)	<b>偿债能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,815)</b>	<b>(1,655)</b>	<b>(1,539)</b>	<b>(1,530)</b>	<b>(1,430)</b>	资产负债率	59.9%	60.5%	58.2%	58.9%	58.2%
债权融资	818	1,704	(192)	0	0	净负债率	59.0%	59.6%	59.4%	64.3%	63.6%
股权融资	2	(66)	68	0	0	流动比率	1.58	1.66	1.66	1.53	1.49
其他	(184)	(1,034)	(234)	407	(219)	速动比率	0.54	0.65	0.67	0.64	0.63
<b>筹资活动现金流</b>	<b>636</b>	<b>604</b>	<b>(358)</b>	<b>407</b>	<b>(219)</b>	<b>营运能力</b>					
汇率变动影响	3	0	-0	-0	-0	应收账款周转率	9.3	9.7	8.2	8.2	7.5
<b>现金净增加额</b>	<b>(554)</b>	<b>47</b>	<b>(105)</b>	<b>101</b>	<b>52</b>	存货周转率	2.2	2.5	2.4	2.6	2.5
						总资产周转率	1.0	1.1	0.9	1.0	0.9
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	1.69	1.71	1.39	1.50	1.64
						每股经营现金流	0.90	1.59	2.60	1.77	2.47
						每股净资产	11.97	13.32	14.29	15.38	16.57
						<b>估值比率</b>					
						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
						EV/EBITDA	8.6	7.5	8.7	7.9	7.2
						EV/EBIT	10.2	10.0	11.3	10.4	9.6

资料来源：东方证券研究所