

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2023年04月07日

订单&产量快速增加，智能化转型支撑中长期成长

一季度订单&产量快速增加，23年有望保持较好增长

23Q1 公司新签材料订单 71.85 亿元，同比+19.49%，实现钢结构产量 91.71 万吨，同比+30.64%，略超市场预期。考虑到一季度包含春节，有效生产天数 78-80 天，我们认为公司 Q1 已实现了较好的产能利用率，进入 Q2 后，若产能利用率进一步改善，吨净利有望快速恢复。此外考虑到 23Q1 钢价同比下行，我们测算实际钢结构加工量增速或高于订单金额增速。23Q1 公司新签订单环比 22Q4 已呈现改善趋势，我们判断在行业需求复苏带动下，23 年订单及产量均有望保持较好增长水平。

订单加工量增速高于金额增速，高端制造及大订单不断增加

21Q1/22Q1/23Q1 单季度公司承接的超 1 万吨的制造合同为 13/17/15 个，近年来大订单数量持续增加，23Q1 高端制造类大订单为 7 个，来料加工业务仅 1 单，其余材料订单的单吨售价在 5300-7845 元/吨，较 22Q1 的 6494-8461 元/吨的价格区间有一定下降（中枢价格下降 12%左右）。23Q1 单季度钢材价格同比下行 15%，考虑到公司成本加成的定价模式，若分别以 23Q1 和 22Q1 的钢价为价格基准，并辅以固定的加工费进行测算，我们预计公司新签订单加工量同比增幅或超 35%，高于订单金额增速，我们预计随着疫情影响逐步减弱以及产能快速爬坡，后续业绩有望持续放量。

产能爬坡有望使吨净利保持较好水平，智能化改造支撑中长期成长

政府补助角度，23Q1 公司公告收到的政府补助为 3757 万元，略低于去年同期水平（22Q1 为 3924 万元），从递延收益账户确认的部分有望相对稳定，当期收到并确认的政府补助或主要与产能建设进度相关。我们预计公司全年产量为 450 万吨左右，销量或与产量接近，产能利用率提升或带动公司吨净利保持较好水平。此外公司公告拟成立精密制造子公司 7 家，引进全自动钢板剪切配送生产线，进一步延伸公司配套生产线和提高生产效率，同时 2022 年公司加快了激光智能切割、小型连接件的专业化智能化生产、机器人自主寻位焊接、机器人喷涂等智能化改造，为公司的长期发展打下坚实的基础。

看好中长期成长，维持“买入”评级

当前公司受益于下游需求好转和疫情缓解，后续恢复正常生产经营后有望追回前期所受影响，此前公司公告产能扩张计划，进一步打开成长天花板，同时公司在智能化转型方面持续发力，持续降本增效之下有望打开中长期成长空间，预计 23-25 年归母净利润 15.5/20.1/25.3 亿元，给予 23 年 20x 估值水平，对应目标价 45 元，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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,514.81	19,847.68	26,002.45	33,294.53	41,312.96
增长率(%)	45.08	1.71	31.01	28.04	24.08
EBITDA(百万元)	2,240.07	2,152.44	2,498.88	3,237.00	3,960.34
归属母公司净利润(百万元)	1,150.11	1,162.68	1,552.85	2,013.71	2,530.42
增长率(%)	43.93	1.09	33.56	29.68	25.66
EPS(元/股)	1.67	1.69	2.25	2.92	3.67
市盈率(P/E)	21.54	21.31	15.95	12.30	9.79
市净率(P/B)	3.41	3.00	2.46	2.03	1.67
市销率(P/S)	1.27	1.25	0.95	0.74	0.60
EV/EBITDA	13.61	11.29	11.76	9.26	7.40

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	35.9 元
目标价格	45.00 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	690.01
流通 A 股股本(百万股)	495.82
A 股总市值(百万元)	24,771.40
流通 A 股市值(百万元)	17,799.80
每股净资产(元)	11.55
资产负债率(%)	59.88
一年内最高/最低(元)	45.28/23.61

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
wangtaoa@tfzq.com

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

股价走势

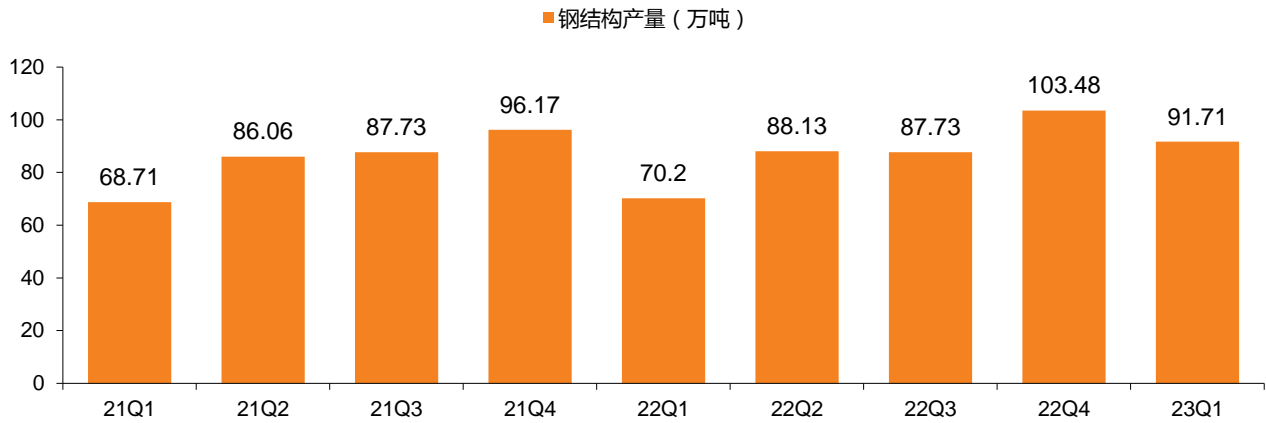


资料来源：聚源数据

相关报告

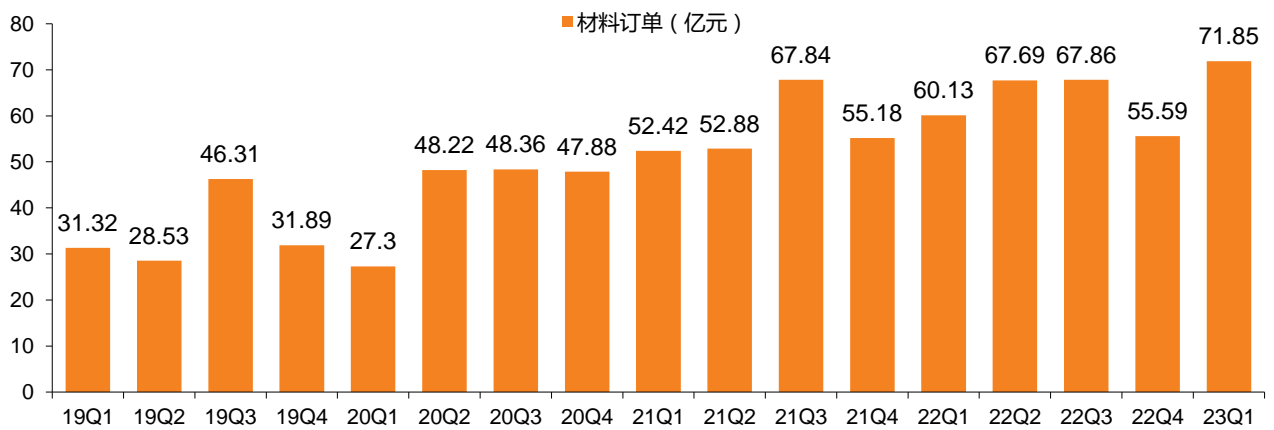
- 《鸿路钢构-年报点评报告:22Q4 盈利有所波动，现金流表现优异，看好 23Q1 经营提速》2023-03-31
- 《鸿路钢构-公司点评:全年产量超预期，疫后生产有望进入上升通道》2023-01-05
- 《鸿路钢构-季报点评:Q3 业绩超预期，看好后续智能化转型步伐加快》2022-10-29

图 1: 2021Q1-2023Q1 单季度钢结构产量



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 2019Q1-2023Q1 公司材料订单金额



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022A/E	2023E	2024E	2021	2022A/E	2023E	2024E
300986.SZ	志特新材	66.38	40.50	1.00	1.27	1.74	2.29	40.37	31.86	23.33	17.67
002949.SZ	华阳国际	27.92	14.24	0.54	0.95	1.20	1.45	26.50	14.96	11.89	9.82
600496.SH	精工钢构	82.13	4.08	0.34	0.40	0.49	0.58	11.96	10.12	8.34	7.03
	平均							27.39	18.98	14.52	11.51
002541.SZ	鸿路钢构	247.71	35.90	1.69	2.25	2.92	3.67	21.31	15.95	12.30	9.79

注: 数据截至 20230406 收盘, 除鸿路钢构 23-24 年为天风预测外, 其余公司 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,113.93	913.19	1,874.16	2,130.46	2,643.54
应收票据及应收账款	2,150.64	2,129.99	3,648.33	3,750.45	5,430.21
预付账款	468.53	632.94	809.76	1,279.92	1,110.45
存货	7,500.19	8,283.67	10,709.80	10,187.01	14,115.12
其他	452.18	343.41	1,266.49	1,060.58	1,678.00
流动资产合计	12,685.47	12,303.21	18,308.54	18,408.41	24,977.33
长期股权投资	13.93	12.10	12.10	12.10	12.10
固定资产	4,727.84	5,872.84	6,225.38	6,473.89	6,545.47
在建工程	198.08	239.06	269.53	234.76	217.38
无形资产	948.01	1,047.94	1,394.32	2,097.74	2,050.04
其他	590.12	778.83	582.96	582.96	582.96
非流动资产合计	6,477.98	7,950.77	8,484.30	9,401.45	9,407.96
资产总计	19,576.16	20,589.46	26,792.84	27,809.86	34,385.28
短期借款	1,675.79	1,869.76	3,072.42	3,744.97	3,867.26
应付票据及应付账款	4,457.38	3,766.20	5,667.64	4,780.76	7,370.30
其他	1,495.60	1,398.75	3,386.99	2,372.84	3,885.07
流动负债合计	7,628.76	7,034.71	12,127.05	10,898.56	15,122.63
长期借款	1,664.84	2,224.81	2,490.67	2,628.74	2,308.25
应付债券	1,341.28	1,399.84	1,399.84	1,380.32	1,393.33
其他	774.64	699.31	699.31	699.31	699.31
非流动负债合计	3,780.76	4,323.96	4,589.82	4,708.37	4,400.89
负债合计	12,309.52	12,358.67	16,716.87	15,606.94	19,523.52
少数股东权益	0.00	0.00	15.69	22.42	33.72
股本	530.78	690.01	690.01	690.01	690.01
资本公积	2,436.58	2,278.87	2,436.58	2,436.58	2,436.58
留存收益	4,013.51	5,001.03	6,553.88	8,567.58	11,098.00
其他	289.92	289.91	379.82	486.33	603.45
股东权益合计	7,270.79	8,259.82	10,075.97	12,202.93	14,861.76
负债和股东权益总计	19,576.16	20,589.46	26,792.84	27,809.86	34,385.28

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,150.11	1,162.68	1,552.85	2,013.71	2,530.42
折旧摊销	346.56	424.15	548.80	633.96	693.49
财务费用	162.56	237.86	200.27	258.78	260.30
投资损失	(13.19)	1.83	35.00	10.00	10.00
营运资金变动	(1,530.41)	(1,344.35)	(1,406.08)	(1,795.55)	(1,962.85)
其它	(317.63)	140.29	15.69	6.73	11.30
经营活动现金流	(201.98)	622.46	946.53	1,127.63	1,542.65
资本支出	1,293.32	1,783.55	1,278.20	1,551.11	700.00
长期投资	(2.32)	(1.83)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,897.50)	(3,596.32)	(2,593.07)	(3,112.78)	(1,409.07)
投资活动现金流	(1,606.50)	(1,814.61)	(1,314.87)	(1,561.67)	(709.07)
债权融资	653.31	785.53	1,081.69	583.82	(437.62)
股权融资	82.25	1.52	247.61	106.51	117.12
其他	96.07	(151.48)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	831.64	635.57	1,329.31	690.34	(320.49)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(976.84)	(556.57)	960.97	256.30	513.09

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,514.81	19,847.68	26,002.45	33,294.53	41,312.96
营业成本	17,047.24	17,470.87	22,641.22	28,934.04	35,855.60
营业税金及附加	136.75	154.53	202.45	259.22	321.65
销售费用	156.11	154.58	197.62	253.04	313.98
管理费用	277.89	304.21	390.04	499.42	619.69
研发费用	582.95	461.61	598.06	765.77	950.20
财务费用	152.60	226.59	200.27	258.78	260.30
资产/信用减值损失	(3.03)	71.76	(22.00)	(52.00)	(85.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(12.63)	(43.24)	(35.00)	(10.00)	(10.00)
其他	(334.24)	(362.64)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	1,511.17	1,409.41	1,875.80	2,422.26	3,056.55
营业外收入	9.24	4.89	22.00	20.00	14.00
营业外支出	8.27	8.18	8.00	8.00	8.24
利润总额	1,512.14	1,406.11	1,889.80	2,434.26	3,062.31
所得税	362.03	243.43	321.27	413.83	520.59
净利润	1,150.11	1,162.68	1,568.53	2,020.44	2,541.71
少数股东损益	0.00	0.00	15.69	6.73	11.30
归属于母公司净利润	1,150.11	1,162.68	1,552.85	2,013.71	2,530.42
每股收益(元)	1.67	1.69	2.25	2.92	3.67

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	45.08%	1.71%	31.01%	28.04%	24.08%
营业利润	47.33%	-6.73%	33.09%	29.13%	26.19%
归属于母公司净利润	43.93%	1.09%	33.56%	29.68%	25.66%
获利能力					
毛利率	12.64%	11.98%	12.93%	13.10%	13.21%
净利率	5.89%	5.86%	5.97%	6.05%	6.12%
ROE	15.82%	14.08%	15.44%	16.53%	17.07%
ROIC	18.48%	14.49%	13.95%	15.15%	15.82%

偿债能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产负债率	62.86%	59.88%	62.39%	56.12%	56.78%
净负债率	36.60%	59.01%	51.56%	47.37%	34.25%
流动比率	1.54	1.58	1.51	1.69	1.65
速动比率	0.66	0.54	0.63	0.75	0.72

营运能力	2021	2022	2023E	2024E	2025E
应收账款周转率	10.49	9.27	9.00	9.00	9.00
存货周转率	2.95	2.51	2.74	3.19	3.40
总资产周转率	1.09	0.99	1.10	1.22	1.33

每股指标(元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	1.67	1.69	2.25	2.92	3.67
每股经营现金流	-0.29	0.90	1.37	1.63	2.24
每股净资产	10.54	11.97	14.58	17.65	21.49

估值比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
市盈率	21.54	21.31	15.95	12.30	9.79
市净率	3.41	3.00	2.46	2.03	1.67
EV/EBITDA	13.61	11.29	11.76	9.26	7.40
EV/EBIT	16.10	14.06	15.07	11.52	8.97

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com