

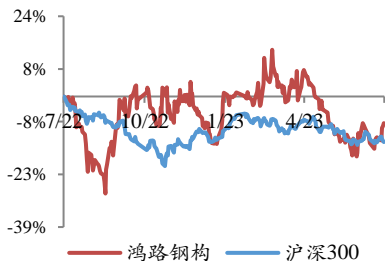
转债系列 1：钢结构龙头持续扩产，规模优势助力长期发展

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-07-11

收盘价（元）	30.24
近 12 个月最高/最低（元）	37.84/23.59
总股本（百万股）	690
流通股本（百万股）	496
流通股比例（%）	71.86
总市值（亿元）	209
流通市值（亿元）	150

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：杨光

执业证书号：S0010523030001

电话：13003192992

邮箱：yangg@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 核心观点

鸿路钢构是国内钢结构制造头部企业，截至 2022 年底有钢结构产能 480 万吨，位居全国第一。在需求增长、供给出清背景下，头部钢结构企业有望集中受益，公司走差异化竞争道路，与上下游知名企业均有长期稳定合作，凭借成本优势加速自身市占率的提升。此外，公司提前布局智能制造基地，在人口红利逐步消失背景下有望进一步降本增效，稳固自身头部地位。今年 1-6 月份公司钢结构产品产量约 210.33 万吨，同比增长 32.63%。

● 政策大力扶持，千亿级市场需求广阔

装配式钢结构建筑具有强度高、自重轻、抗震性好、工业化程度高、绿色环保等优点。政府出台一系列支持政策助力装配式钢结构建筑发展，2022 年 1 月住建部印发了《“十四五”建筑业发展规划》，指出“十四五”期间装配式建筑占新建建筑比例达到 30% 以上，公共建筑优先采用钢结构，装配式钢结构建筑市场有望得到快速发展。根据我们预测，到 2025 年我国装配式钢结构建筑面积有望达到 4.9 亿平方米，装配式钢结构建筑市场规模有望达到 7530 亿元。长期看，钢结构企业人口红利逐步消失，智能制造是必经之路。

● 行业供给加速出清，“强者恒强”趋势明显

成本端看，目前钢材价格已进入下降通道，企业压力有所缓解，钢结构行业肩负化解钢铁产能过剩、钢铁工业调整升级大任，与宏观经济发展共振。2022 年我国钢结构产量 10180 万吨，同比增长 4.95%，占粗钢产量比重 10.05%，较发达国家平均 30% 的比重仍有较大差距。钢结构制造行业充分竞争，呈“大行业，小企业”的局面，但近几年由于产业政策调整、行业监管趋严、宏观经济形势、疫情影响等多重因素，中小钢结构企业利润空间被进一步压缩，在激烈竞争中难以为继被迫出清。钢结构行业 CR5 企业加速产能扩张，集中度进一步提高，“强者恒强”趋势明显。

● 成本优势与规模优势，构建公司最宽护城河

公司走差异化竞争道路，聚焦钢结构制造，从 2016 年开始产能扩张道路，截至 2022 年底拥有产能 480 万吨，位居国内第一，与下游中建、中铁、中冶等大型央/国企施工企业以及自行采购或者指定品牌的业主均有稳定合作，凭借自身显著成本优势、规模优势以及管理优势等，有望在逆境中加速市占率的提升。同时，公司从 2016 年开始进行钢结构生产线的批量智能化改造，目前拥有多条智能制造生产线，可节约 80% 的人工以及 90% 的劳动量，在中国人口红利逐渐消失的大趋势下，公司提前布局智能制造生产线，进一步实现降本增效，未来有望集中受益。

● **发行可转债 18.8 亿元，布局智能制造产业链**

公司 2020 年 9 月公开发行可转换债券 18.8 亿元，主要用于 (1) 涡阳绿色装配式建筑产业基地建设项目、(2) 合肥鸿路建材绿色装配式建筑总部产业基地智能制造工厂设备购置项目、(3) 湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目、(4) 鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目。目前基地建设项目已建成投产；设备购置项目基本投入使用；基地智能化升级项目已于 2022 年底建成；平台建设项目受母公司 ERP 系统升级改造、各生产基地信息化具体方案设计及现场调研复杂等因素影响延期至 2023 年 12 月投产。

● **投资建议**

我们预计公司 2023-2025 年营收为 249.53 亿、290.25 亿、321.76 亿元，对应归母净利润为 15.40 亿、18.19 亿、19.93 亿元，对应当年动态市盈率为 13.69 倍、11.60 倍、10.59 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司转债伴随正股波动，也将有较大上升空间。

● **风险提示**

- (1) 原材料钢材价格波动的风险；
- (2) 市场竞争风险；
- (3) 劳动力紧缺风险；
- (4) 宏观经济政策变化风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	19848	24953	29025	32176
收入同比 (%)	1.7%	25.7%	16.3%	10.9%
归属母公司净利润	1163	1540	1819	1993
净利润同比 (%)	1.1%	32.5%	18.1%	9.6%
毛利率 (%)	12.0%	12.5%	12.5%	12.0%
ROE (%)	14.1%	16.0%	15.9%	14.8%
每股收益 (元)	1.69	2.23	2.64	2.89
P/E	17.33	13.69	11.60	10.59
P/B	2.45	2.19	1.84	1.57
EV/EBITDA	12.17	10.21	8.66	7.85

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 国内钢结构制造头部企业	6
2 装配式建筑需求广阔，钢结构支撑七千亿市场	10
2.1 钢结构是装配式建筑主要形式之一	10
2.2 政策大力扶持，千亿级市场需求广阔	12
2.3 行业供给加速出清，“强者恒强”趋势明显	15
3 成本优势构建最宽护城河	17
3.1 商业模式回归制造业	17
3.2 产能扩张提供规模优势	18
4 发行可转债 18.8 亿元，布局智能制造产业链	21
5 投资建议	26
风险提示:	28
财务报表与盈利预测	29

图表目录

图表 1 公司产品部分应用案例	6
图表 2 2014-2018 年公司年报关于核心业务的的表述变化	6
图表 3 2014 年以后工程类订单占比快速下降	7
图表 4 2023Q1 营业收入实现高速增长	7
图表 5 2023Q1 归母净利润实现高速增长	7
图表 6 公司主要营收来自于建筑钢结构产品	8
图表 7 公司主要产品毛利率逐渐下降	8
图表 8 公司经营性现金流由负转正	8
图表 9 公司三费管控合理	8
图表 10 公司盈利能力整体逐年上升	9
图表 11 公司单吨逐年改善	9
图表 12 公司资产负债率水平维持在合理区间	9
图表 13 公司运营效率逐年改善	9
图表 14 2020 年公司机构投资者持股比例显著增加	9
图表 15 钢结构是天然符合装配式建筑特点的结构形式	11
图表 16 装配式建筑更加节能, 符合国家“绿色建筑”发展趋势	11
图表 17 装配式钢结构主要分类	12
图表 18 钢结构主要应用于多高层建筑、展览中心、厂房等	12
图表 19 混凝土结构仍是我国装配式建筑主流体系	13
图表 20 公共建筑领域竣工面积稳步增长带动装配式钢结构需求提升	13
图表 21 装配式建筑及钢结构相关推进政策	13
图表 22 钢结构行业肩负钢铁工业调整升级大任, 与宏观经济发展共振	14
图表 23 到 2025 年, 我国装配式钢结构建筑市场规模有望达到 7000 亿元	15
图表 24 前五家上市企业市占率不足 7% (产量口径)	15
图表 25 近些年钢结构企业市场集中度逐步提升 (产量口径)	15
图表 26 钢结构产品材料成本占 70% 以上	16
图表 27 目前钢铁的价格有所回落	16
图表 28 建筑业劳动力人数整体呈下降趋势	17
图表 29 建筑业企业人均工资逐年递增	17
图表 30 走差异化竞争道路, 逆境中有望加速提升市场份额	18
图表 31 公司新增订单维持高速增长, 位于行业头部	18
图表 32 公司订单保障倍数维持在 1.4-1.8	18
图表 33 先后布局十大生产基地, 协同效应显著	19
图表 34 厚积薄发, 2016 年开启产能扩张道路, 为日后发展奠定坚实基础	19
图表 35 政企关系良好, 增厚公司利润	20
图表 36 公司产能利用率整体维持在 80% 以上	20
图表 37 公司产销率维持在 90% 以上	20
图表 38 公司单吨钢材采购成本优势显著	21
图表 39 公司单吨产品完全生产成本优势显著	21

图表 40 公司可转债基本情况与主要条款	22
图表 41 政策响应+自身降本增效需求, 公司发行可转债主要用于智能制造基地建设	22
图表 42 涡阳绿色装配式建筑产业基地项目均达到预定可使用状态	23
图表 43 合肥鸿路建材绿色装配式建筑总部产业基地智能制造工厂设备购置项目已投入使用	23
图表 44 湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目	24
图表 45 鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目	24
图表 46 “鸿路转债”价格走势	25
图表 47 “鸿路转债”转股溢价率	25
图表 48 公司营业收入拆分	25

1 国内钢结构制造龙头企业

鸿路是钢结构制造头部企业，产能全国领先。公司主要产品包括重钢结构、轻钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构、装配式建筑等，应用领域涵盖工业厂房、大型场馆、火车站站台、石化管廊、设备装置、高层建筑、桥梁及光伏支架等。自 2011 年上市以来，公司先后投资建设了十大钢结构生产基地，截至 2022 年末拥有钢结构产能 480 万吨，是国内最大的钢结构制造商。

图表 1 公司产品部分应用案例



资料来源：公司官网，华安证券研究所

审时度势战略转型，聚焦钢结构制造行业。公司从 2014 年起，更加注重订单质量，追求订单的精细化管理，重点考核工程回款及项目利润，并开始聚焦发货前支付比例较高的制造类订单，工程类订单逐步减小。根据 2018 年年报表述，公司经营业务模式逐步得到固化和发展，专注于钢结构的高端制造，业务转型初步完成。

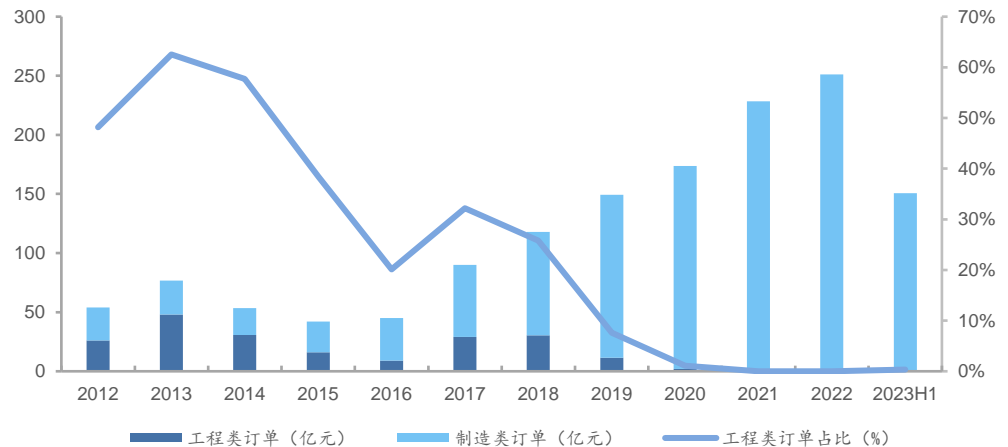
图表 2 2014-2018 年公司年报关于核心业务的表述变化

年份	年报关于公司业务的核心表述
2014 年	着重围绕“钢结构产业整固及钢结构产品的转型升级”；稳健经营，追求多承接可控的来料加工及钢构制造业订单，下半年开始重点夯实钢结构制造的精细化管理基础。
2015 年	努力打造成为一个最具备竞争力的研发基地，成为最具竞争力钢结构及相关配套产品供应商
2016 年	继续对业务结构进行调整，重点发展能充分发挥公司核心竞争力的钢结构制造业务。
2017 年	继续对业务结构进行调整，保证现在业务稳定增长。
2018 年	专注于钢结构高端制造，充分发挥公司加工基地多、产能大、快速交货能力强等核心优势。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

经过多年战略转型过渡，公司工程类订单占比由 2014 年 57.7% 下降至 2023Q1 约 0%，成功完成转型。根据最新公告，2023 年 1-6 月，公司累计新签合同额为 150.57 亿元，同比增长 17.81%；其中材料订单为 150.03 亿元，工程订单为 0.54 亿元。

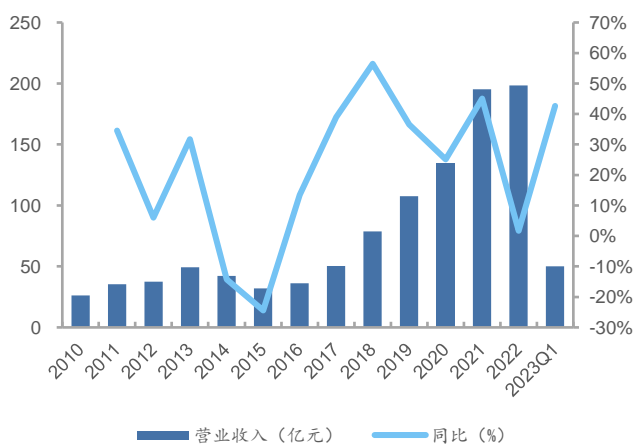
图表 3 2014 年以后工程类订单占比快速下降



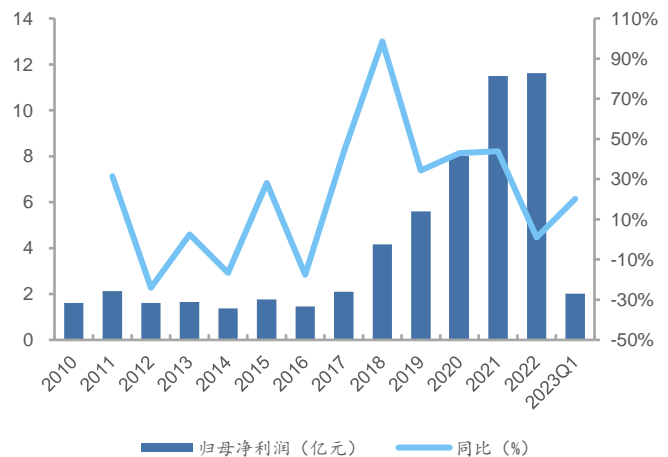
资料来源：公司公告，华安证券研究所

产能持续爬坡，新签订单向好，公司业绩有望持续增长。2014-2015 年公司经过两年战略转型期，此后营收和业绩实现持续高速增长。2022 年公司实现营业收入 198.48 亿元，同比增长 1.71%，实现归母净利润 11.63 亿元，同比增长 1.09%；在宏观环境影响下，公司业绩仍实现稳定增长的原因在于新建生产基地产能逐步释放以及管理效率的提高。2023Q1 公司实现营业收入 50.18 亿元，同比增长 42.60%，实现归母净利润 2.01 亿元，同比增长 20.19%。随着疫情影响因素逐渐消除，公司产能持续爬坡，新签订单稳步增长。

图表 4 2023Q1 营业收入实现高速增长



图表 5 2023Q1 归母净利润实现高速增长

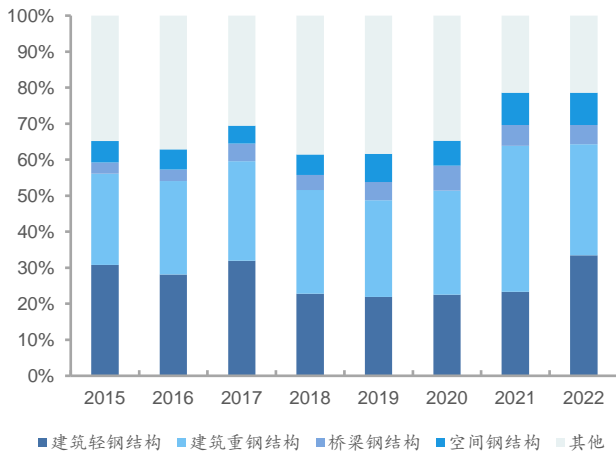


资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

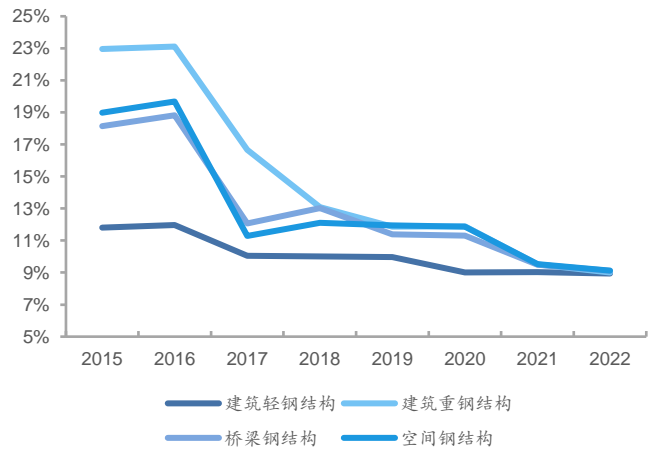
钢价回落叠加阶段性产能扩张结束，公司产品毛利率有望修复。分产品来看，目前公司主要营收来自于建筑钢结构产品，2022 年建筑钢结构产品营收占比达 78.6%，随着公司战略转型完成，预计未来该占比将进一步提升。2022 年公司主要产品毛利均在 8%-10% 区间，主要因为 2021 年以来钢价高位波动，近年产能扩张基地投产转固，以及毛利率相对较低的轻钢业务占比提升。由于公司对成本核算采取移动平均法，随着钢价持续回落，整体产品毛利率有望修复。

图表 6 公司主要营收来自于建筑钢结构产品



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

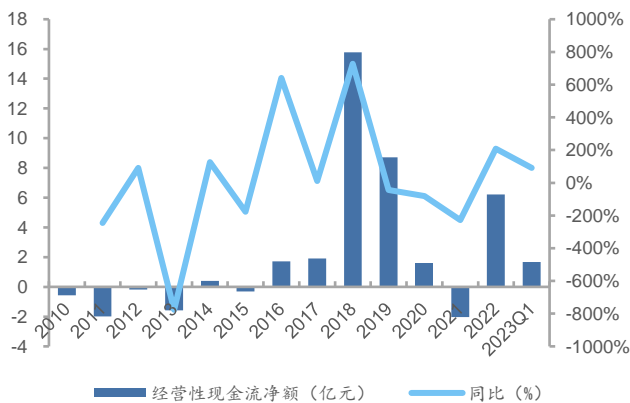
图表 7 公司产品毛利率逐渐下降



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

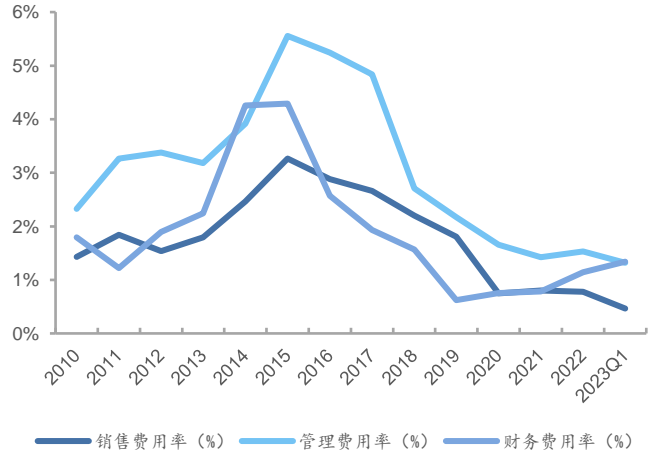
公司经营性现金流由负转正，期间费用管控合理。2021 年公司经营性现金流为负，主要是由于公司当期采购较大所致；2022 年公司回款改善，经营性现金流净额为 6.22 亿元，同比增长 208.18%；2023Q1 现金流持续改善，同比增长 91.02%。公司在 2014 年提出战略转型的同时，实施以成本控制为核心的生产管理考核模式，精简部门管理人员，2016 年以后三费占比开始回落。目前公司期间费用率整体管控合理，2023Q1 销售费用率为 0.46%，同比下降 0.13 个百分点；管理费用率为 1.32%，同比增长 0.01 个百分点；财务费用率为 1.34%，同比增长 0.3 个百分点。

图表 8 公司经营性现金流由负转正



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

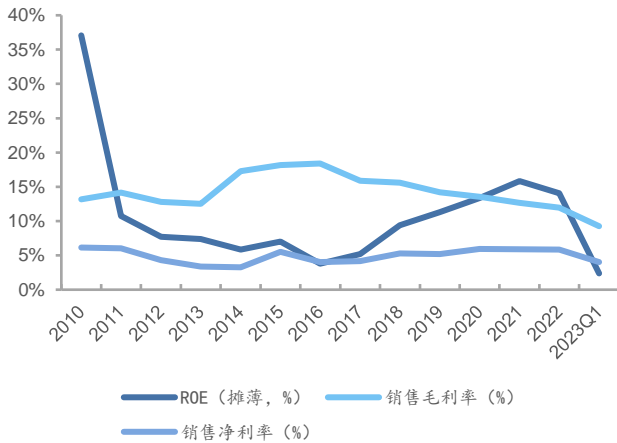
图表 9 公司三费管控合理



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

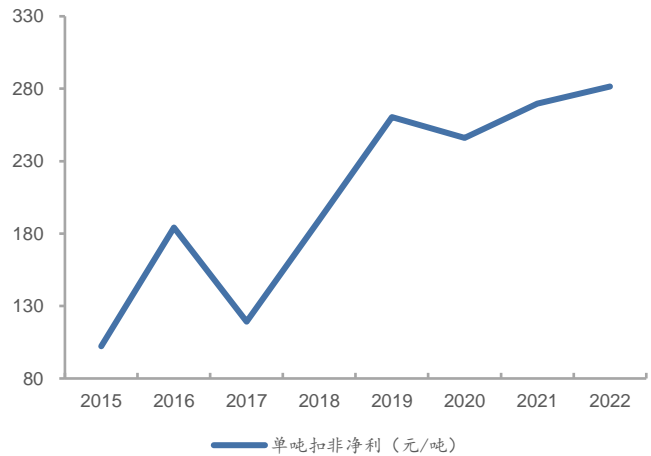
盈利能力整体逐年上升，单吨扣非净利逐渐改善。公司在经过 2014-2015 年转型期后盈利能力开始稳步提升，2022 年 ROE 为 14.08%。2014 年开始公司更加注重订单质量，对原材料成本管控效率显著提升，智能化制造降低生产成本及劳动强度，2015 年开始公司单吨扣非净利整体逐年改善，2022 年公司单吨扣非净利为 281.51 元/吨。

图表 10 公司盈利能力整体逐年上升



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

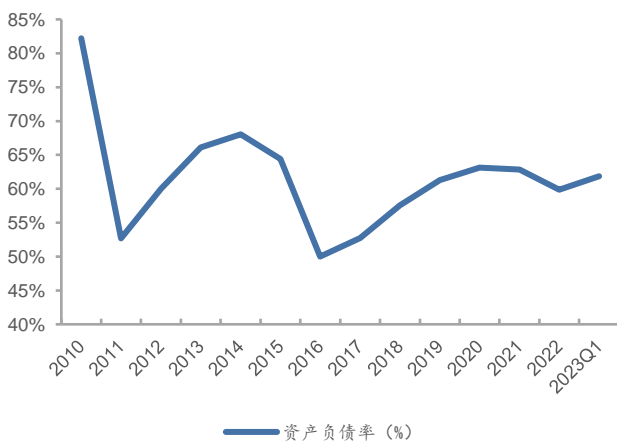
图表 11 公司单吨逐年改善



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

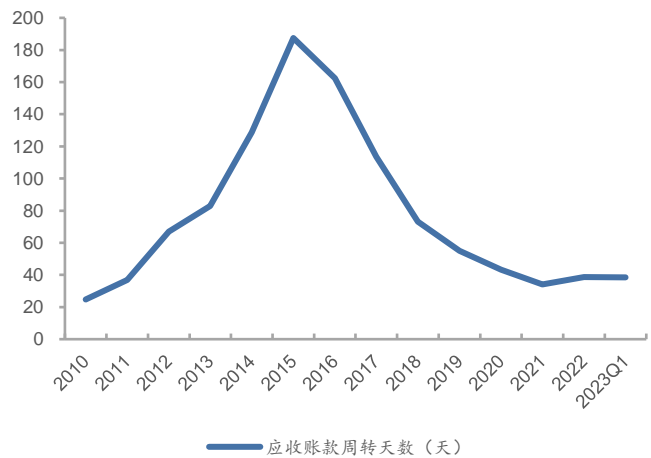
公司资产负债率维持在合理区间，运营效率逐年改善。公司近年来资产负债率略有上升但整体控制在 50%-65% 区间，2022 年公司资产负债率为 59.88%，2023Q1 公司资产负债率为 61.87%。公司在 2015 年渡过战略转型期后应收账款回款效率逐年提升，周转天数整体呈下降趋势，2022 年公司应收账款周转天数为 38.61 天，2023Q1 应收账款周转天数为 38.50 天。

图表 12 公司资产负债率水平维持在合理区间



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

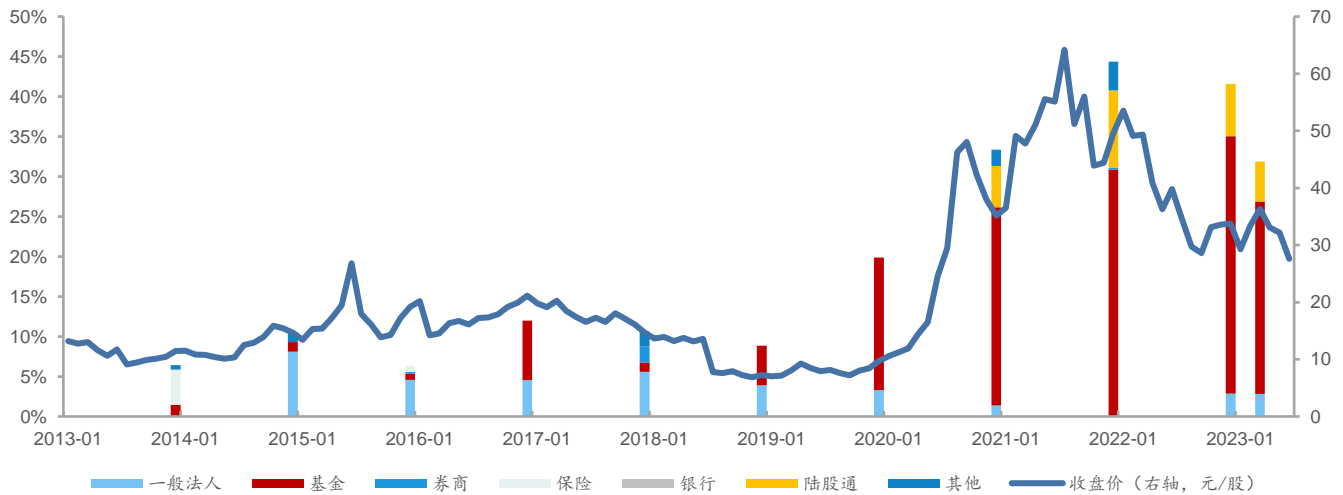
图表 13 公司运营效率逐年改善



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

机构持股比例相对较高，外资持股比例近年在 5% 以上。2020 年由于一系列装配式建筑政策的出台，全国装配式建筑新开工面积快速提升，公司机构投资者持股比例显著增加。截至 2023Q1 公司机构投资者持股比例为 31.89%，其中基金占比 24.03%、陆股通占比 5.02%。公司实际控制人为商晓波、邓焯芳夫妇，截至 2023Q1，商晓波、邓焯芳分别直接持股 36.16%、10.81%，共计 46.97%，整体股权结构相对稳定。

图表 14 2020 年公司机构投资者持股比例显著增加



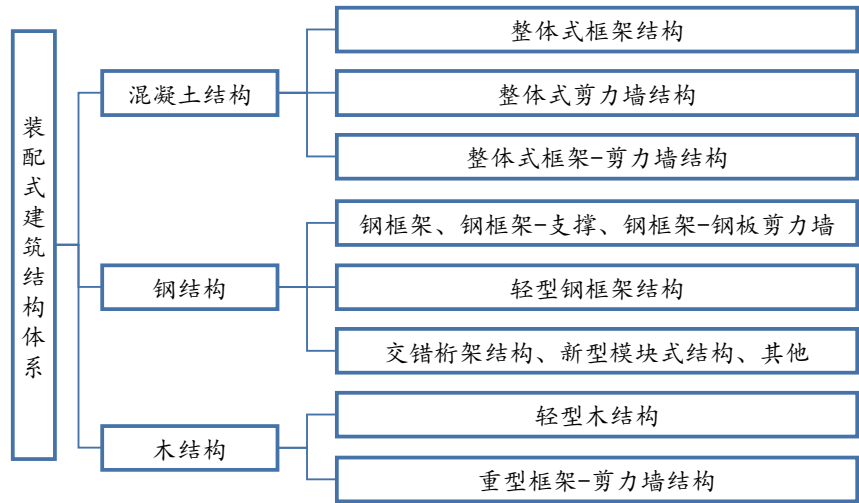
资料来源：iFinD，华安证券研究所

2 装配式建筑需求广阔，钢结构支撑七千亿市场

2.1 钢结构是装配式建筑主要形式之一

装配式建筑让建设工业化，钢结构是天然符合其特点的结构形式。装配式建筑是指在工厂加工制作好建筑用的构件和配件，在施工现场安装而成的建筑。我国目前装配式建筑结构体系主要包括混凝土结构、钢结构和木结构三大类，其中，混凝土结构的装配式建筑成本较低，发展较早，也是目前我国的主流装配式结构体系，其具有预制构件表面平整、尺寸准确、施工快捷等优点；钢结构建筑由于结构构件本身就是完全在工厂完成加工，在现场仅进行拼装，其属性天然符合装配式建筑特点的结构形式，钢结构建筑具有强度高、自重轻、抗震性好、工业化程度高等优点；木结构建筑具有安全、舒适等特点，但国内木结构体系技术还处于初步阶段。

图表 15 钢结构是天然符合装配式建筑特点的结构形式



资料来源：建筑工业化创新联盟，华安证券研究所

装配式建筑更加节能环保，符合国家“绿色建筑”发展趋势。建筑领域减碳已成为我国实现碳达峰、碳中和目标的关键一环，装配式建筑相比于传统建筑具有人工用量少、工期短、能耗低等优点，其通过工业化生产的优势提升效率和建筑品质，通过弹性化的设计满足需求变化，注重使用空间的可变性和持续更新的可能性，延长建筑寿命，从而避免资源浪费，减少对生态环境的破坏，实现绿色低碳、可持续发展。在当今日益重视绿色建筑的政策背景下，装配式建筑被公认为绿色建筑最佳结构。

图表 16 装配式建筑更加节能，符合国家“绿色建筑”发展趋势

测算内容		人工用量下降	工期提前	建筑垃圾减少	建筑污水减少	能耗降低	装配式增量成本
装配式混凝土建筑对比传统建筑	装配率 30%	15%	15%	40%	15%	15%	8%-20%
	装配率 50%	25%	20%	70%	25%	20%	10%-25%
	装配率 60%	30%	24%	75%	35%	25%	12%-27%
	装配率 70%	35%	28%	80%	45%	30%	15%-30%
装配式钢结构建筑对比传统建筑	装配率 30%	20%-25%	20%	40%	5%	30%	10%-12%
	装配率 50%	20%-25%	25%	45%	7%	30%	12%-15%
	装配率 60%	25%-30%	35%	50%	8%	30%	15%-20%
	装配率 70%	25%-30%	40%	60%	10%	30%	15%-20%

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》，华安证券研究所

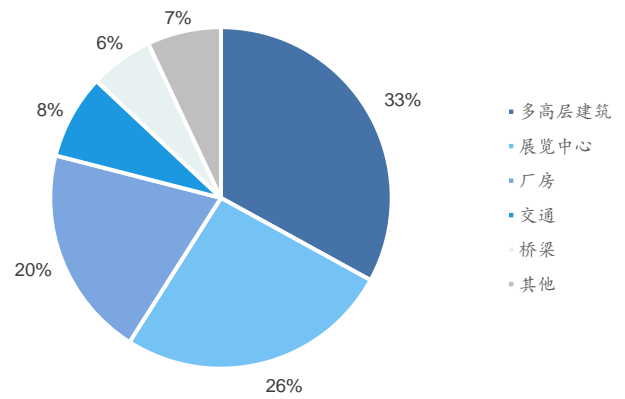
装配式钢结构有其独特的应用场景，主要用于多高层建筑、展览中心、厂房等。根据下游应用领域划分，钢结构可分为建筑钢结构、空间钢结构、设备钢结构、桥梁钢结构等，主要应用领域包括多高层建筑(33%)、展览中心(26%)、厂房(20%)等。

图表 17 装配式钢结构主要分类

类别	定义	重要应用领域
建筑钢结构	钢材作为建筑的主要承重构件	高层建筑、办公楼等
空间钢结构	网架、网壳、桁架等空间跨度较大的钢结构	厂房、体育馆、汽(火)车站、飞机场等
设备钢结构	工业厂房及大型机械设备中的钢结构部分	水泥厂、化工厂、架桥机、起重机等
桥梁钢结构	桥梁中作为承重构件的钢材	公路桥、行人天桥、隧道等

资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 18 钢结构主要应用于多高层建筑、展览中心、厂房等



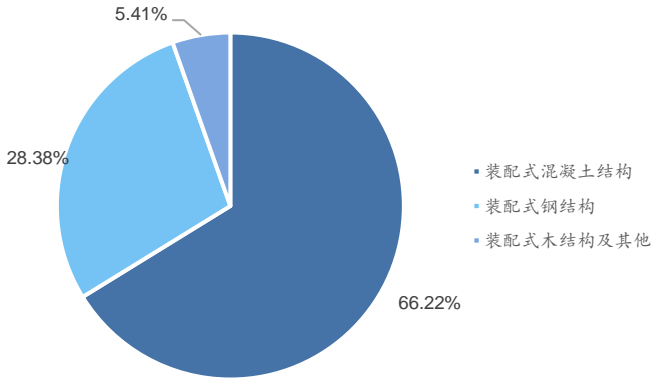
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

2.2 政策大力扶持，千亿级市场需求广阔

公共建筑领域竣工面积稳步增长，有望带动装配式钢结构需求提升。装配式混凝土由于具有较好的稳定性、隔音性、保温性、经济性等特点而主要应用于住宅，装配式钢结构具有较高的强度和刚度以及较好的抗腐蚀性和延展性，更多应用于工业厂房及公共基础设施领域，由于我国建筑中住宅占比较高，因此混凝土结构目前仍是我国装配式建筑的主流体系。根据住建部数据，我国装配式建筑中混凝土结构约占 66.22%，钢结构占比 28.38%。

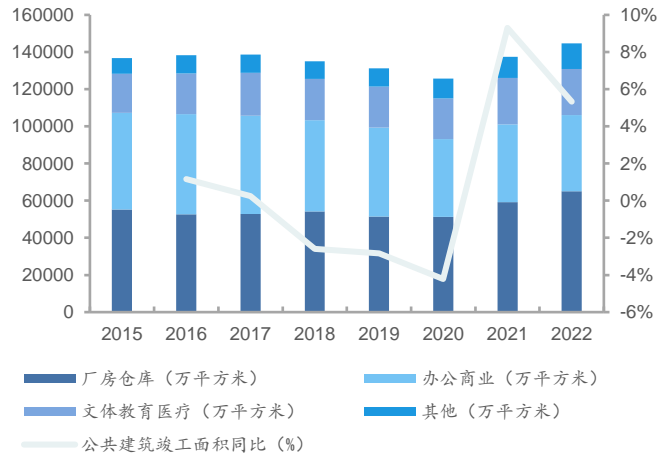
按照建筑类型的划分，钢结构以厂房仓储、办公商业、文体教育医疗设施为主要场景，在住宅中的应用比例仅为 2%。2022 年我国公共建筑领域竣工面积 14.47 亿平方米，同比增长 5.33%，分类型看，厂房仓库竣工面积 6.52 亿平方米，同比增长 10.14%；办公商业竣工面积 4.09 亿平方米，同比减少 2.39%；文体教育医疗竣工面积 2.48 亿平方米，同比减少 0.82%；其他竣工面积 1.39 亿平方米，同比增长 22.36%。因此尽管我国房地产竣工面积面临压力，但钢结构与其相关度不高，工商用建筑物仍为其提供稳定的需求支撑。

图表 19 混凝土结构仍是我国装配式建筑主流体系



资料来源：住建部，华安证券研究所

图表 20 公共建筑领域竣工面积稳步增长带动装配式钢结构需求提升



资料来源：淘钢网，华安证券研究所

政策端持续助力，钢结构需求有望迎来显著增量。为推动装配式建筑产业发展，国家和相关部门出台一系列支持政策。中国钢结构协会于 2021 年 10 月发布《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》，提出钢结构行业“十四五”期间发展目标：到 2025 年底，全国钢结构用量达到 1.4 亿吨左右，占全国粗钢产量比例 15% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积比例达到 15% 以上；到 2035 年，钢结构用量达到每年 2 亿吨以上，占粗钢产量 25% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积比例逐步达到 40% 左右，基本实现钢结构建造智能化。2022 年 1 月住建部印发了《“十四五”建筑业发展规划》，指出“十四五”期间装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上，并强调积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构。政策端对装配式钢结构建筑的大力支持，有望给装配式钢结构建筑在公共建筑领域的需求带来显著增量。

图表 21 装配式建筑及钢结构相关推进政策

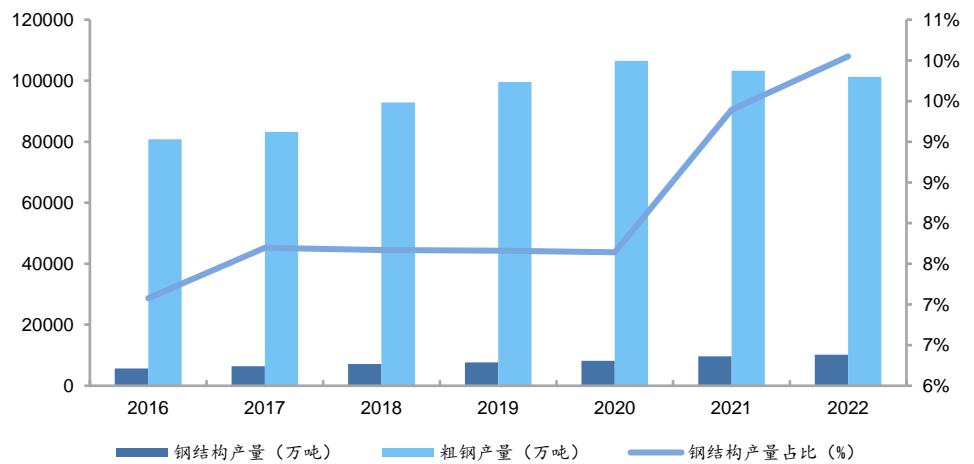
时间	部门/会议	文件名称	主要内容
2016-02	中共中央、国务院	《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》	大力推广装配式建筑，制定装配式建筑设计、施工和验收规范，鼓励建筑企业装配式施工，加大政策支持力度，力争用 10 年左右时间，使装配式建筑占新建建筑的比例达到 30%。
2020-07	住建部、发改委、工信部等 13 部门	《关于推动智能建造与建筑工业化协同发展的指导意见》	以大力发展建筑工业化为载体，以数字化、智能化升级为动力，大力发展装配式建筑。
2021-10	中国钢结构协会	《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》	到 2025 年底，全国钢结构用量达到 1.4 亿吨左右，占全国粗钢产量比例 15% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积比例达到 15% 以上。到 2035 年，我国钢结构建筑应用达到中等发达国家水平，钢结构用量达到每年 2 亿吨以上，占粗钢产量 25% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积比例逐步达到 40% 左右，基本实现钢结构建造智能化。

2021-12	生态环境部、发改委等 17 部门	《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》	以保障性住房、政策投资或以政府投资为主的公建项目为重点，大力发展装配式建筑，有序提高绿色建筑占新建建筑的比例。
2022-01	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	“十四五”期间装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上，打造一批建筑产业互联网平台，积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构。
2022-04	国务院	《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	大力发展绿色消费，推动绿色建筑规模化发展，大力发展装配式建筑，积极推广绿色建材、绿色照明，全面推行绿色施工。
2023-02	国务院	《质量强国建设纲要》	鼓励企业建立装配式建筑部品部件生产、施工、安装全生命周期质量控制体系，推行装配式建筑部品部件驻厂监造。

资料来源：住建部、国务院、新华网、中国钢结构协会，华安证券研究所

钢结构行业肩负化解钢铁产能过剩、钢铁工业调整升级大任，与宏观经济发展共振。根据中国钢结构协会数据，2022 年我国钢结构产量 10180 万吨，同比增长 4.95%，占粗钢产量比重 10.05%，较发达国家平均 30% 的比重仍有较大差距。早在 2016 年 11 月工信部发布《钢铁工业调整升级规划》，提出到 2020 年钢结构用钢占建筑用钢比例从 2015 年的 10% 提升到 25% 以上。中国钢结构协会发布的《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》提出钢结构行业“十四五”期间发展目标：到 2025 年底，全国钢结构用量达到 1.4 亿吨左右，占全国粗钢产量比例 15% 以上，钢结构建筑占新建建筑面积比例达到 15% 以上。到 2035 年，我国钢结构建筑应用达到中等发达国家水平，钢结构用量达到每年 2 亿吨以上，占粗钢产量 25% 以上。

图表 22 钢结构行业肩负钢铁工业调整升级大任，与宏观经济发展共振



资料来源：中国钢结构协会、iFinD，华安证券研究所

到 2025 年，我国装配式钢结构建筑市场规模有望达到 7533 亿元。根据住建部数据计算，参照历史新建建筑面积每年复合增速，假设未来 4 年新建建筑面积复合增速为 2%；根据相关政策，假设 2025 年装配式建筑的渗透率为 30%，钢结构建筑渗透率为 50%，钢结构产量为 1.4 亿吨；参照公司钢结构产品历史售价，考虑到每年价格有所波动，假设 2023-2025 年单吨售价分别为 0.56 万元/吨、0.55 万元/吨、

0.54 万元/吨。根据以上假设，我们预测到 2025 年，装配式钢结构建筑面积有望达到 4.9 亿平方米，装配式钢结构建筑市场规模有望达到 7533 亿元。

图表 23 到 2025 年，我国装配式钢结构建筑市场规模有望达到 7000 亿元

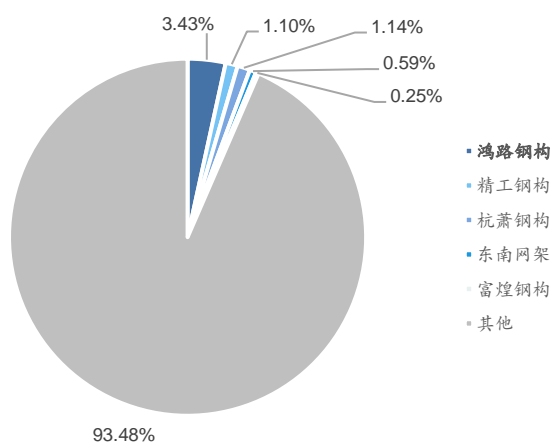
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新建建筑面积 (亿平方米)	30.73	30.20	30.81	31.42	32.05	32.69
装配式建筑所占比例 (%)	20.50%	24.50%	25.88%	27.25%	28.63%	30.00%
装配式建筑面积 (亿平方米)	6.30	7.40	7.97	8.56	9.18	9.81
钢结构渗透率 (%)	30%	28%	34%	39%	45%	50%
钢结构装配式建筑面积 (亿平方米)	1.90	2.10	2.69	3.36	4.09	4.90
钢结构产量 (亿吨)	0.81	0.97	1.02	1.10	1.19	1.40
钢结构单位面积用量 (吨/平方米)	0.43	0.46	0.38	0.33	0.29	0.29
钢结构产品单吨售价 (元/吨)	5091	5880	5837	5602	5490	5381
钢结构装配式建筑市场规模 (亿元)	4143	5703	5942	6176	6555	7533

资料来源：住建部、中国钢结构协会、公司公告，华安证券研究所

2.3 行业供给加速出清，“强者恒强”趋势明显

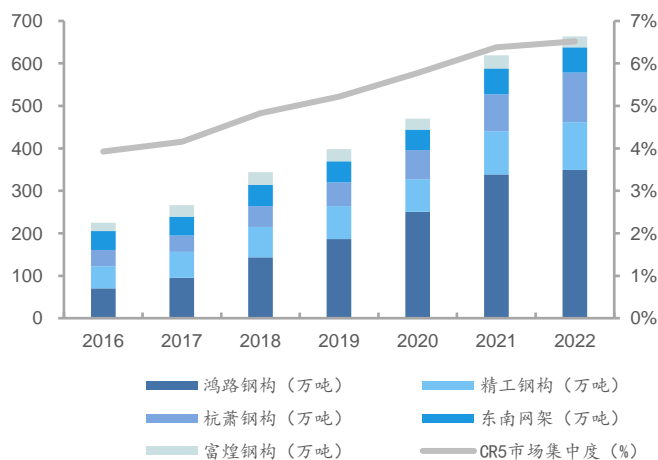
钢结构行业呈“大行业，小企业”的局面，未来“强者恒强”趋势明显。建筑钢结构行业竞争激烈，行业集中度较为分散，2022 年根据产量口径统计，我国前五家上市公司市占率不足 7%，但由于近几年钢材价格频繁波动，加之产业政策调整及行业监管趋严，一些缺乏创新、实力较为薄弱、缺少资质、管理不健全的中小钢结构企业在竞争中难以为继，相继退出市场，叠加近几年疫情等不可抗力因素影响，行业加速出清，头部企业市占率逐年提高。随着国家对税收和社保征收制度的不断完善以及环保严监管政策不断落实，钢结构中小企业利润空间可能将被进一步压缩；而头部企业持续新建产能，加大固定资产投资，持续改善费用，提升盈利能力，未来钢结构领域“强者恒强”的市场趋势将更加明显。

图表 24 前五家上市企业市占率不足 7% (产量口径)



资料来源：各公司公告、住建部，华安证券研究所

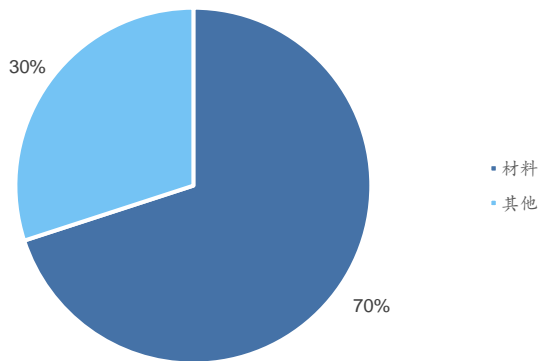
图表 25 近些年钢结构企业市场集中度逐步提升 (产量口径)



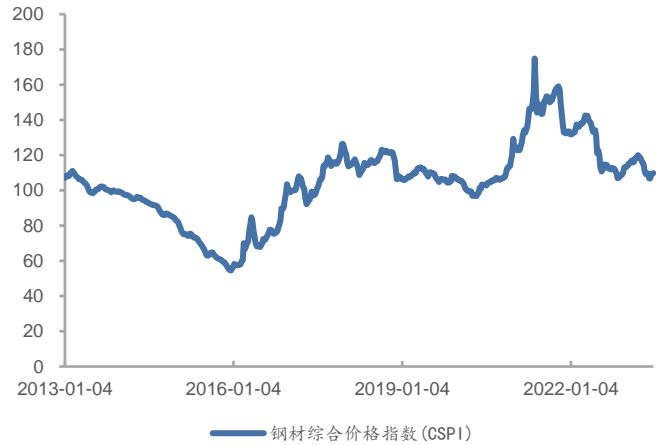
资料来源：各公司公告、住建部，华安证券研究所

钢材价格预计进入下降通道，企业成本压力有所缓解。钢结构产品材料成本占70%以上，2021年钢价波动较大，企业的成本压力随之增加。目前钢铁价格逐步回落至合理区间，截至6月23日，CSPI指数为109.71，同比下降11.39个百分点，企业成本压力有所缓解。钢铁行业产能过剩格局已经形成，钢材价格将主要取决于需求，在国内地产弱复苏、海外需求走弱背景下，预计钢材价格将进入下降通道，钢结构企业成本压力将有所缓解。

图表 26 钢结构产品材料成本占 70%以上



图表 27 目前钢铁的价格有所回落

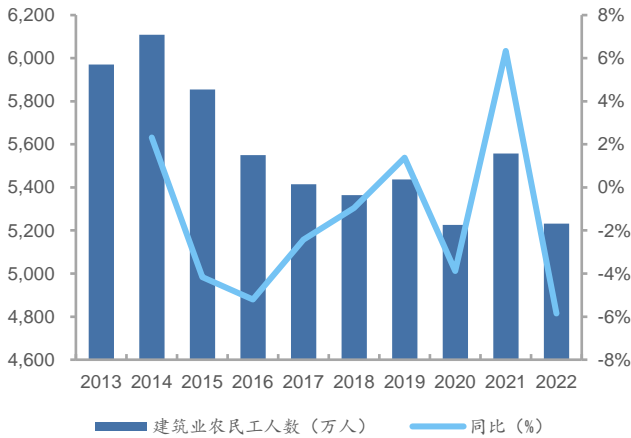


资料来源：《钢结构预算及成本控制研究》，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

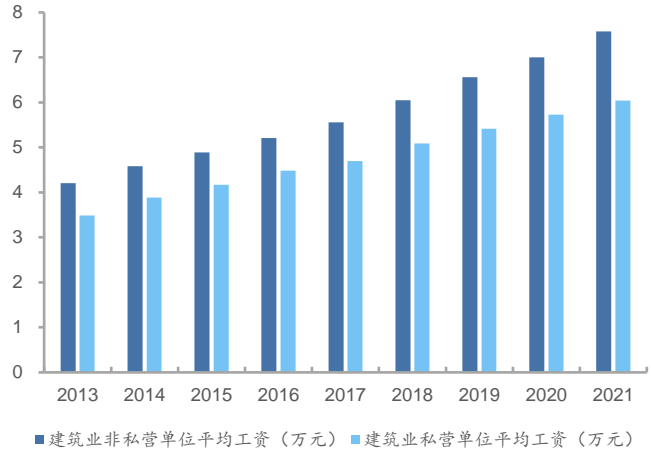
长期看，人口红利逐步消失，智能制造是必经之路。钢结构企业属于劳动密集型企业，劳动密集型企业严重依赖人口红利，近年来我国人口老龄化问题日益严重，建筑业劳动力人数整体呈下降趋势，2022年我国建筑业农民工人数为5232.47万人，同比减少5.85%，而随着劳动力人口的减少，人均工资也呈逐年递增趋势，2021年建筑业非私营单位平均工资为7.58万元，同比增长8.25%，私营单位平均工资为6.04万元，同比增长5.45%。人口红利的逐渐消失使得低成本劳动力将成为稀缺资源，传统制造业正在面临人力成本日益提升的难题，因此通过智能制造加快我国传统制造业的转型升级，推动“中国制造”向“中国智造”方向发展，将成为我国工业化进程的必然选择。

图表 28 建筑业劳动力人数整体呈下降趋势



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 29 建筑业企业人均工资逐年递增



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

3 成本优势构建最宽护城河

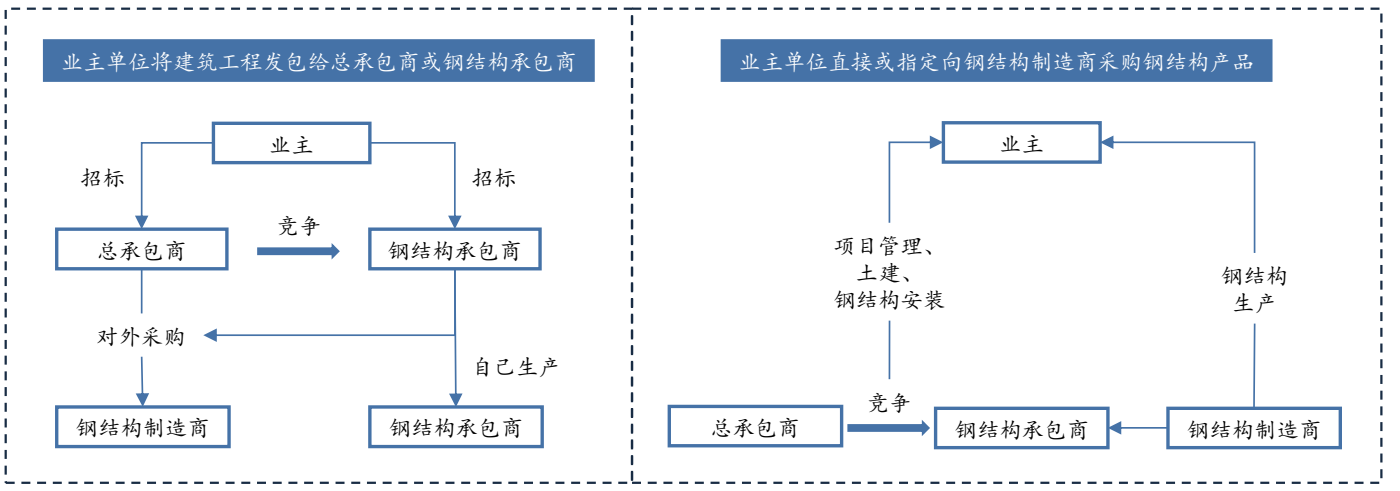
3.1 商业模式回归制造业

走差异化竞争道路，逆境中有望加速提升市场份额。钢结构行业的经营模式主要为业主直接或指定向钢结构制造商采购钢结构产品，以及业主单位将建筑工程发包给总承包商或钢结构承包商。随着下游市场对制造工艺要求不断提高，行业呈现出制造企业与总承包单位的直接对接和总承包单位基于工程一体化考虑而将钢结构部分纳入工程整体设计两大显著特点。

国内钢结构企业总体分为两类经营模式：一类是集设计、制造、安装一体化的经营模式，另一类是专注于钢结构加工制造的专业化经营模式。一般前者称为“钢结构承包商”、后者称为“钢结构制造商”。钢结构承包商主要是一些大型央/国企，拥有众多国家级设计院，完善的工程业务资质和天然的渠道和资源优势。

公司定位于专业钢结构制造企业，与大型央/国企进行差异化竞争。在以上两种模式下，一方面自身拥有稳定的业主客户，另一方面可以借力总承包单位的施工能力，利用自身制造能力强的优势持续抢占市场份额。公司目前客户既包括中建、中铁、中冶等大型央/国企施工企业，又包括自行采购或者指定品牌的业主客户，在中小企业受宏观环境等因素影响面临经营压力被迫出清的情况下，公司作为钢结构制造头部企业，凭借自身成本优势、规模优势以及管理优势等，有望在逆境中加速市占率的提升。

图表 30 走差异化竞争道路，逆境中有望加速提升市场份额

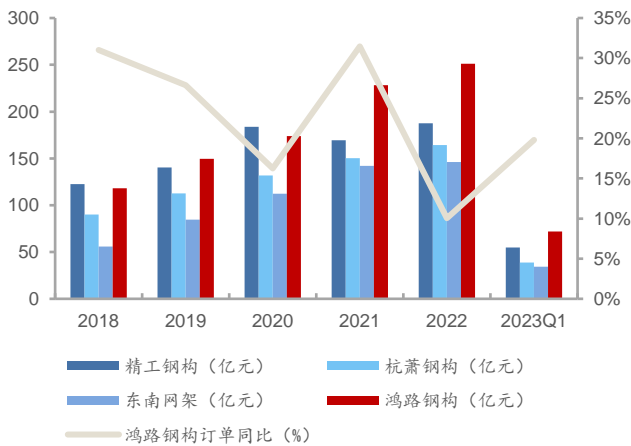


资料来源：公司公告，华安证券研究所

以需求为导向，公司产能持续扩张，高订单保障倍数确定后续收入稳定增长。自 2016 年渡过两年转型期以及受益于政府对装配式钢结构的大力支持，公司新增订单金额飞速增长。2023Q1，公司新签订单金额约 72.05 亿元，同比增长 19.82%，位于行业头部。公司凭借自身先进制造技术、完善的配套工厂优势和基地之间的协同优势拥有承接优质订单的能力，持续不断高速增长的订单使得公司新建产能足以消化。公司近年来订单/收入保障倍数维持在 1.2-1.8，较高的收入保障倍数使得公司未来收入稳定增长确定性强。

图表 31 公司新增订单维持高速增长，位于行业头部

图表 32 公司订单保障倍数维持在 1.4-1.8



资料来源：公司公告，华安证券研究所

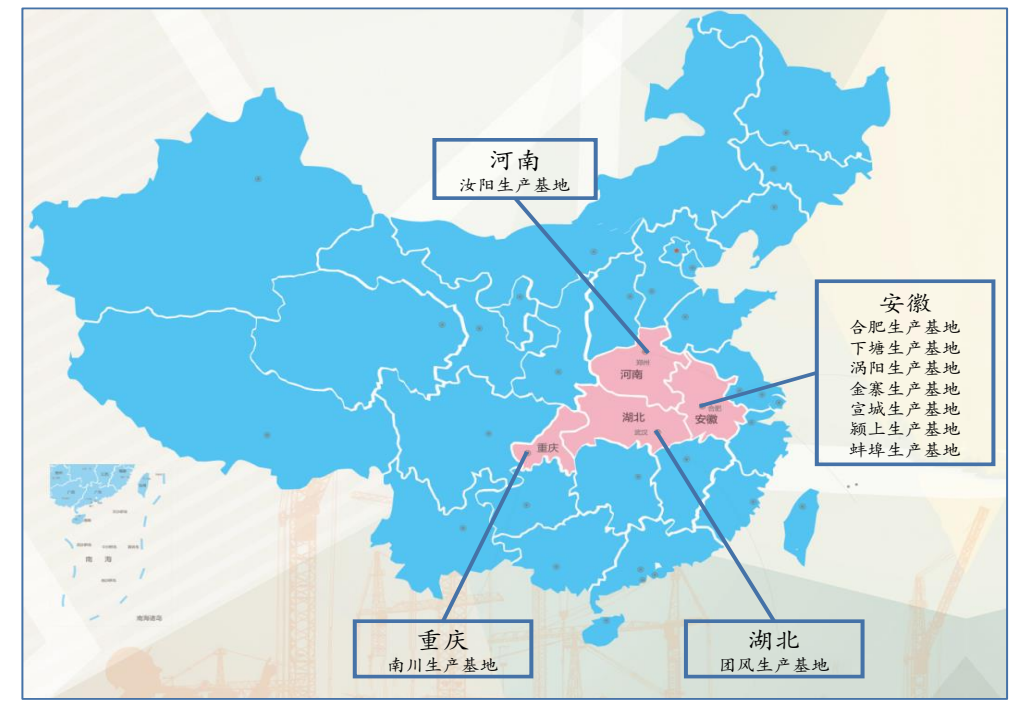
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 产能扩张提供规模优势

公司 2016 年开启产能扩张道路，十大基地协同效应显著。公司先后投资建设安徽合肥、下塘、涡阳、金寨、宣城、颍上、蚌埠、河南汝阳、重庆南川及湖北团风等十大生产基地，各生产基地的布局合理、规模大，充分体现公司钢结构加工的

快速反应能力及大工程项目的协作加工能力；可实现集中采购及调配，有效地降低采购成本，提高产品质量以及快速交货能力。

图表 33 先后布局十大生产基地，协同效应显著



资料来源：公司官网，华安证券研究所

从 2016 年开启产能扩张道路，2018 年进入拿地高峰期，目前公司拿地节奏放缓，产能扩张以扩建为主。截至 2023 年 6 月中旬，累计拿地面积约 773 万平方米，为公司的未来发展奠定了坚实的基础。

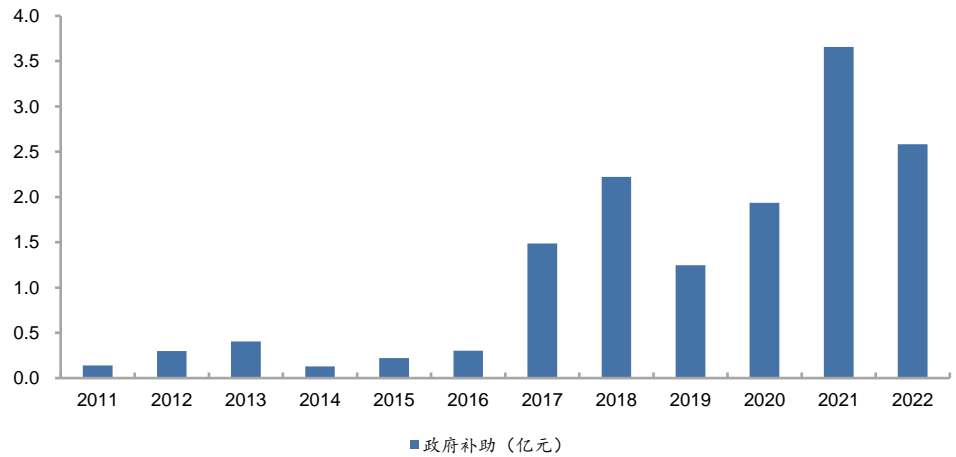
图表 34 厚积薄发，2016 年开启产能扩张道路，为日后发展奠定坚实基础

基地名称	2016(万平方米)	2017(万平方米)	2018(万平方米)	2019(万平方米)	2020(万平方米)	2021(万平方米)	2022(万平方米)
合肥鸿路钢构总部				15.75		22.72	
涡阳鸿路钢构基地	16.55	99.10	107.38		77.92	6.66	24.00
湖北鸿路钢构基地							47.56
重庆鸿路钢构基地	19.09	3.38		19.78	36.27	24.23	
汝阳鸿路钢构基地			28.38			35.44	
颍上鸿路钢构基地				66.28			
金寨鸿路钢构基地			35.46		10.96		17.96
下塘鸿路钢构基地			21.60				
宣城鸿路钢构基地			13.95	9.29			
蚌埠鸿路钢构基地		14.03					
当年新增面积合计	35.63	116.50	206.78	111.10	125.15	89.05	89.52

资料来源：公司公告，华安证券研究所

政企关系良好，增厚公司利润。公司从 2016 年下半年开始陆续与生产基地所在地政府签署多项合作协议，2017 年以来收到政府补助金额增长显著，2022 年公司共收到政府补助 2.58 亿元。一方面，公司的战略合作可为当地政府提供园区建设或旧园区改造的帮助，解决了政府一次性投资太大的问题；另一方面，公司通过与当地政府签署合作协议后可享受一定的政府补助、同等情况下优先考虑公司产品等优惠政策，实现双赢。目前公司扩产计划仍未结束，可持续享受政策红利，增厚公司利润。

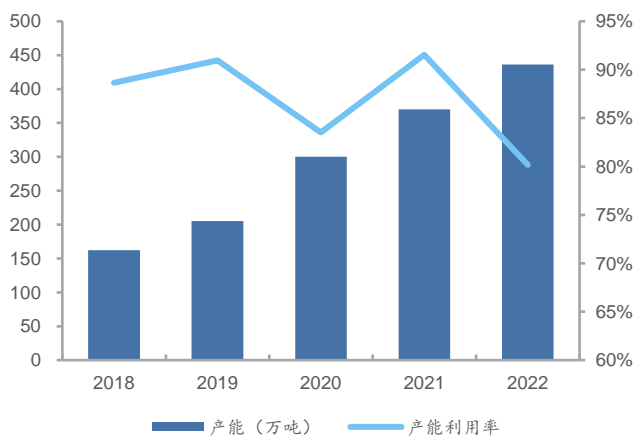
图表 35 政企关系良好，增厚公司利润



资料来源：iFinD，华安证券研究所

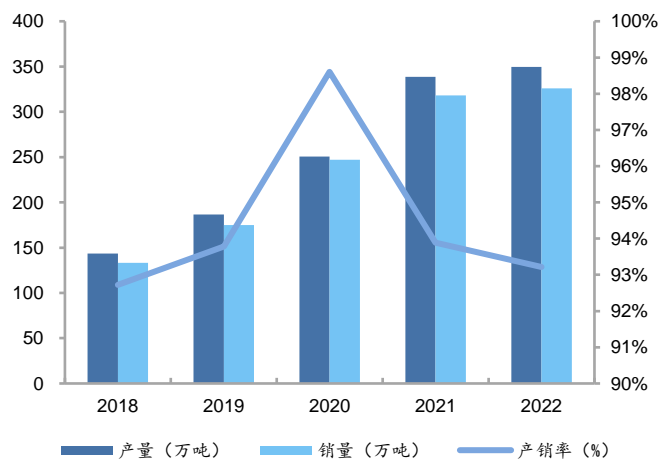
公司产能利用率维持较高水平。2021 年之前，公司产能利用率整体维持在 80% 以上，2022 年受疫情影响等因素开工率略低。公司以销定产，整体产销率维持在 90% 以上，2022 年公司钢结构产量 349.54 万吨，销量 325.83 万吨，产销率为 93.22%。

图表 36 公司产能利用率整体维持在 80% 以上



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 37 公司产销率维持在 90% 以上



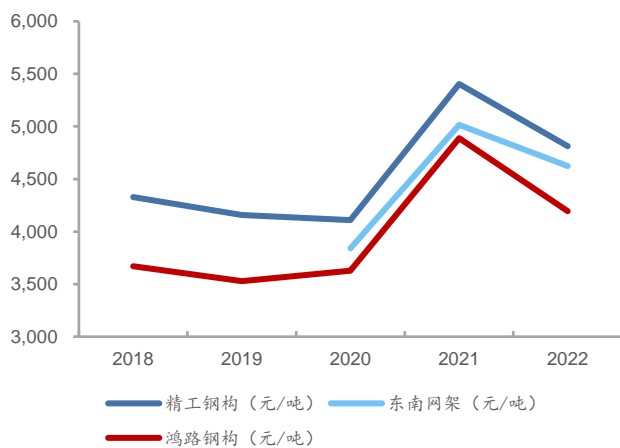
资料来源：公司公告，华安证券研究所

百万吨级产能提供规模效应，采购成本优势显著。公司产品销售的定价方式为“材料价+加工费”，材料费方面，公司钢材采购规律不同于钢材一级经销商，每月

有比较稳定和强大的采购量，可以为钢厂的稳定生产提供助力，解决其在钢材需求偏弱时的有序生产，所以受到各大钢厂的青睐，而钢厂也会给予公司一定采购折扣，同时公司也会按照多年积累的经验，根据钢铁期货走势、钢厂排单计划、钢材成本组成分析以及运营规律，适时进行大宗采购。2022 年公司单吨钢材采购成本为 4193.44 元/吨，位于同业较低水平，单吨产品完全成本也位于同业最低水平。

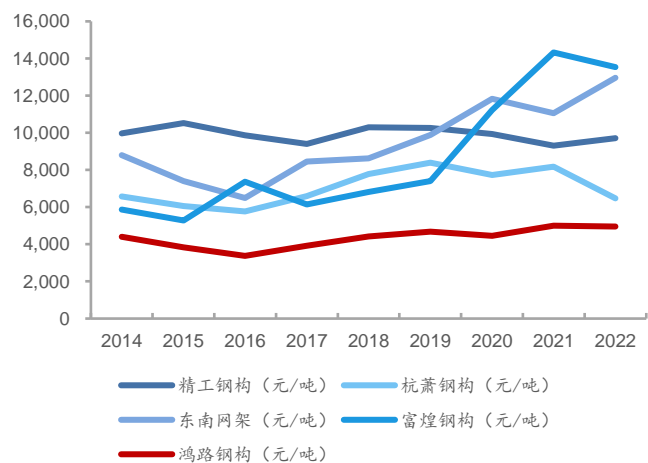
强强联合，深度合作。目前公司已经与国内原材料供应商宝钢、安钢、马钢、宝武鄂钢、舞阳钢铁等许多重要的钢铁厂以及佐敦、海虹老人、立邦等国内外一流品牌油漆供应商成为长期战略合作伙伴。公司与长期战略合作伙伴强强联合，提升供需两端联动水平，打造高效协同竞争优势，确保公司产品质量以及采购成本的竞争优势，进一步提高公司的采购议价能力。

图表 38 公司单吨钢材采购成本优势显著



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 39 公司单吨产品完全生产成本优势显著



资料来源：公司公告，华安证券研究所

提前布局智能制造生产线，未来有望集中受益。公司从 2016 年开始进行钢结构生产线进行批量智能化改造，随后与宣城市、汝阳县人民政府签署智能制造项目合作协议，开启生产线智能化改造道路，2022 年公司引进智能激光切割机、智能激光切管生产线、自动化焊接机器人、喷涂机器人、自动翻转机、全自动双弧双丝埋弧焊生产线、全自动剪切配送生产线、镀锌生产线等设备及相关工艺技术，加快了对钢结构生产线的智能化改造，并成功研发了国内领先的具有自主知识产权的全自动方管柱生产线、十字柱生产线等智能制造设备。根据公司官网，从现场建造到工厂智造，可节约 80% 的人工以及 90% 的劳动量，在中国人口红利逐渐消失的大趋势下，公司提前布局智能制造生产线，可以降低加工费用，进一步降本增效，未来有望集中受益。

4 发行可转债 18.8 亿元，布局智能制造产业链

2020 年 9 月，公司通过公开发行可转换公司债券预案，此次公开发行可转债募集资金总额不超过人民币 18.8 亿元；发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行；发行可转债的期限为自发行之日起六年。

图表 40 公司可转债基本情况与主要条款

基本情况/主要条款	内容
发行数量、证券面值、发行价格	发行总额为人民币 18.8 亿元，发行数量为 1880 万张，可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。
可转债存续期限	6 年（2020 年 10 月 9 日至 2026 年 10 月 8 日，如遇节假日，向后顺延）
票面利率	第一年为 0.30%、第二年为 0.50%、第三年为 1.00%、第四年为 1.50%、第五年为 1.80%、第六年为 2.00%。
转股期限	2021 年 4 月 15 日至 2026 年 10 月 8 日（如遇节假日，向后顺延）
初始转股价格	43.74 元/股

资料来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》，华安证券研究所

政策响应+自身降本增效需求，公司发行可转债主要用于智能制造基地建设。在人口老龄化趋势下，劳动人数减少，人均工资逐年提高，人口红利的逐渐消失使得劳动密集型企业必须加速产业转型，从“中国制造”向“中国智造”方向发展。此外国家出台一系列扶持政策推动国内绿色装配式钢结构建筑的发展，公司为抓住机遇，建设绿色装配式建筑智能制造工厂，提高公司生产效率，同时优化资本结构。公司于 2020 年公开发行可转换债券用于智能制造基地的建设、购置智能制造设备、智能化管理平台的建设以及偿还银行贷款。

图表 41 政策响应+自身降本增效需求，公司发行可转债主要用于智能制造基地建设

项目名称	总投资额（万元）	募集资金投入金额（万元）
涡阳绿色装配式建筑产业基地建设项目	132,600.00	88,000.00
合肥鸿路建材绿色装配式建筑总部产业基地智能制造工厂设备购置项目	17000	17000
湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目	22000	20000
鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目	8000	8000
偿还银行贷款	55800	55800
合计	235,400.00	188,800.00

资料来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》，华安证券研究所

（1）涡阳绿色装配式建筑产业基地项目

本项目包括鸿锦绿色装配式建筑智能制造工厂建设项目、盛鸿绿色装配式建筑智能制造工厂建设项目、鸿路涡阳绿色装配式建筑产业园智能制造工厂建设项目等 3 个建设子项目，均由公司全资子公司实施，项目建设内容主要为建设生产厂房，购置装配式钢结构、重型钢构等生产线设备，配套变配电、给排水等附属设施。项目建设周期均计划为 1.5 年，建成后可形成年产约 50 万吨装配式钢结构、重型钢构等产品的生产能力，目前该项目均已投产。根据公司可行性分析报告，该项目达产后，预计每年可实现销售收入 30.74 亿元，每年实现净利润 1.74 亿元，但目前未达到预计效益，主要原因是受整体基地工程建设、新厂产能爬坡阶段、地方管控措施等因素影响，产能尚未完全释放。

图表 42 涡阳绿色装配式建筑产业基地项目均达到预定可使用状态

子项目名称	总投资额 (万元)	募集资金投入 金额 (万元)	产品类别		设计产能(万 吨/年)	生产线 (条)	投产情况
鸿锦绿色装配式建筑 智能制造工厂建设项 目	45200	37800	重型钢 结构件	H 型钢	15	10	均达到预定 可使用状态
				十字型钢			
			轻型钢 结构件	H 型钢	2.4	2	
				十字型钢			
盛鸿绿色装配式建筑 智能制造工厂建设项 目	15600	12700	重型钢 结构件	H 型钢	6.5	2	
鸿路涡阳绿色装配式 建筑产业园智能制造 工厂建设项目	71800	37500	桥梁钢结构		20	16	
			焊管		1	1	
			重型钢 结构件	H 型钢	6.6	15	
				十字型钢			
合计	132600	88000	-		51.5	46	

资料来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》、环评报告，华安证券研究所

(2) 合肥鸿路建材绿色装配式建筑总部产业基地智能制造工厂设备购置项目

本项目由公司全资子公司合肥鸿路建材有限公司实施，建设期计划为 1.5 年，目前购置设备已投入使用。

图表 43 合肥鸿路建材绿色装配式建筑总部产业基地智能制造工厂设备购置项目已投入使用

设备内容	金额 (万元)
钢板预处理生产线	1750.00
数控等离子火焰切割机、直条切割机、相贯线等离子切割机、磁力管道切割机等切割设备	1403.00
H 型钢龙门型埋弧焊机、自动点焊组立机、自动钢管焊接、悬臂双丝埋弧焊机、半自动埋弧焊等焊接设备	1440.00
焊接机器人设备、电渣焊机、螺柱焊机、焊接滚轮架等焊机	1213.00
液压 H 型钢矫正机、输送通过式抛丸机、液压机等	1135.00
联合冲剪机、液压闸式剪板机、筋板矫平机、角磨光机等	693.00
龙门移动式数控平面钻、摇臂钻床、数控端面铣床、空气压缩机、无气喷涂机、碳弧气刨等	1411.00
半门起重行车、单梁起重行车、双梁起重行车等	3620.00
人驱升降平台、电动升降检修平台、液压搬运叉车、探伤仪、测厚仪等	358.50
设备胎架及工装台架	1632.00
喷砂及环保处理设备	1500.00
相关设备安装费	844.50
合计	17000.00

资料来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》，华安证券研究所

(3) 湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目

本项目由公司全资子公司湖北鸿路钢结构有限公司实施，建设期原计划为 1.5 年，受设备调试、技术培训等工作延缓，该项目未按计划投产，延期至 2022 年 12 月建成。根据公司可行性分析报告，项目达产后，预计每年可增加销售收入 3.54 亿元，增加净利润 0.15 亿元，同时每年可节约营业成本 0.25 亿元，间接实现净利润 0.21 亿元。

图表 44 湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目

费用明细	投资金额 (万元)	拟使用募集资金投入金额 (万元)	投资性质
设备购置及安装费	20022.00	20000.00	资本性支出
其他建设费用	319.64	-	非资本性支出
预备费	1013.20	-	非资本性支出
铺底流动资金	645.16	-	非资本性支出
合计	22000.00	20000.00	-

资料来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》，华安证券研究所

(4) 鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目

该项目由公司实施，主要为引进先进的企业资源管理信息系统，在公司现有业务、财务等管理系统的基础上加强信息化系统建设，实现财务与业务一体化的管控模式；同时，公司购置软硬件设备，打造智能一体化管理平台，提升生产运营效率。

项目建设期原计划为 1.5 年，目前延期至 2023 年 12 月投产，主要原因是受母公司 ERP 系统升级改造、各生产基地信息化具体方案设计及现场调研复杂等因素影响，同时由于项目涉及集团公司与全国各区域生产基地的统一规划布局、具体实施、信息化设备询价及采购、安装调试等协同工作，周期较长，因此导致该项目进度延期。该项目建成后，将全面提升公司的信息化与智能化管理水平，有利于公司建立科学高效的信息化管理模式，降低业务运营成本；有助于优化公司业务管理能力，建立工业大数据管理系统进行智能分析。

图表 45 鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目

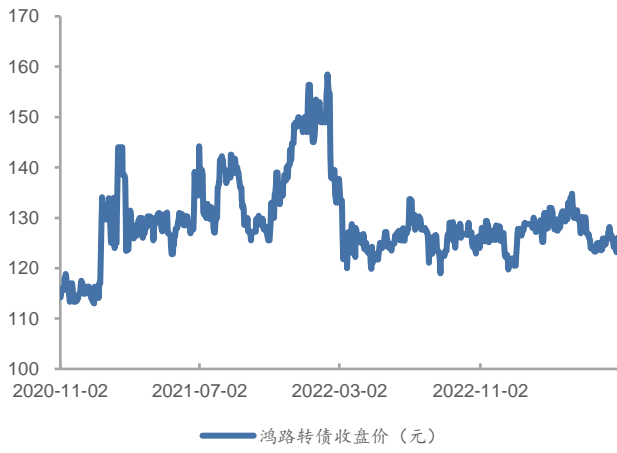
设备系统名称	金额 (万元)
ERP 系统升级改造	1,897.00
钢结构智能质量管理平台	918
安全生产智能监控管理平台	1,660.00
智慧工厂能源管控系统	1,130.00
基于 RFID 无线射频识别技术的钢结构物联网管理平台	1,269.00
无人值守磅房智能管理系统	586
产品互联网报价系统	300
运营分析管理平台系统	240
合计	8,000.00

资料来源：《公开发行可转换公司债券募集说明书》，华安证券研究所

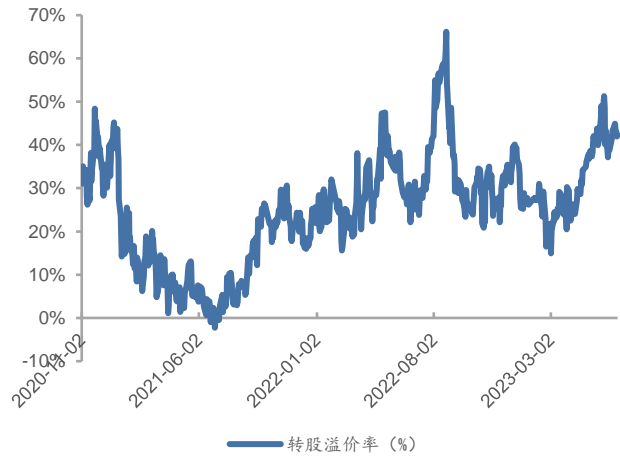
截至 6 月 30 日，“鸿路转债”收盘价为 124.39 元，到期收益率为-6.52%，年

化到期收益率为-1.99%，转股溢价率为 42.31%。

图表 46 “鸿路转债”价格走势



图表 47 “鸿路转债”转股溢价率



资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

5 投资建议

鸿路钢构作为国内钢结构龙头公司，产能扩张仍将持续，成本优势行业领先。根据最新公告，今年1-6月份公司钢结构产品产量约210.33万吨，同比增长32.63%，远超过行业增速。公司披露的重要订单数据显示，产业园区的工业使用场景为主要项目来源，因此我们判断未来建筑轻钢结构增速仍将保持领先；同时基建需求较为稳定，桥梁钢结构、空间钢结构业务也随之稳步发展。毛利率方面，2023-2024年钢材成本有望走低，公司整体盈利水平将小幅改善；2025年钢材价格伴随需求波动或将有所回暖，公司盈利水平面临一定压力。

图表 48 公司营业收入拆分

	2022	2023E	2024E	2025E
1、桥梁钢结构				
营收 (亿元)	10.72	11.68	12.44	12.81
同比 (%)	-4.65%	9.00%	6.50%	3.00%
毛利率 (%)	9.11%	10.20%	11.20%	10.90%
2、建筑重钢结构				
营收 (亿元)	61.13	66.36	69.75	71.63
同比 (%)	-2.19%	8.56%	5.10%	2.70%
毛利率 (%)	9.00%	10.50%	11.30%	11.10%
3、建筑轻钢结构				
营收 (亿元)	66.40	102.91	133.79	160.55
同比 (%)	45.71%	55%	30%	20%
毛利率 (%)	8.94%	9.50%	9.40%	9.10%
4、空间钢结构				
营收 (亿元)	17.84	20.77	22.43	23.10
同比 (%)	1.82%	16.40%	8%	3%
毛利率 (%)	9.12%	10.63%	11.25%	11.20%
5、装配式建筑				
营收 (亿元)	34.10	39.38	43.32	45.05
同比 (%)	1.59%	15.50%	10.00%	4.00%
毛利率 (%)	9.11%	10.66%	11.50%	11.20%
6、其他业务				
营收 (亿元)	8.29	8.41	8.52	8.61
同比 (%)	1.39%	1.50%	1.20%	1.10%
毛利率 (%)	79.81%	80.00%	81.00%	82.00%
合计营收 (亿元)	198.48	249.53	290.25	321.76
同比 (%)	1.7%	25.7%	16.3%	10.9%
毛利率 (%)	12.0%	12.5%	12.5%	12.0%
净利率 (%)	5.9%	6.2%	6.3%	6.2%

资料来源：iFinD，华安证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营收为 249.53 亿、290.25 亿、321.76 亿元，对应归母净利润为 15.4 亿、18.19 亿、19.93 亿元，对应当年动态市盈率为 13.69、11.60、10.59 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司转债伴随正股波动，也将有较大上升空间。

风险提示:

- (1) 原材料钢材价格波动的风险;
- (2) 市场竞争风险;
- (3) 劳动力紧缺风险;
- (4) 宏观经济政策变化风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12639	15025	17574	20082	营业收入	19848	24953	29025	32176
现金	913	789	1389	2492	营业成本	17471	21845	25399	28311
应收账款	2117	2648	3064	3387	营业税金及附加	155	192	218	232
其他应收款	88	97	108	125	销售费用	155	190	218	235
预付账款	633	808	965	1062	管理费用	304	374	427	467
存货	8284	10012	11289	12189	财务费用	227	142	166	171
其他流动资产	604	670	759	826	资产减值损失	-8	0	0	0
非流动资产	7951	8891	9766	10611	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	12	12	12	投资净收益	-43	-35	-52	-52
固定资产	5873	6751	7570	8356	营业利润	1409	1944	2320	2487
无形资产	1048	1148	1243	1333	营业外收入	5	5	5	9
其他非流动资产	1018	979	941	910	营业外支出	8	8	8	5
资产总计	20589	23915	27339	30693	利润总额	1406	1941	2317	2491
流动负债	8006	9398	10503	11364	所得税	243	400	498	498
短期借款	1870	1970	2070	2170	净利润	1163	1540	1819	1993
应付账款	733	910	1051	1164	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	5403	6518	7382	8030	归属母公司净利润	1163	1540	1819	1993
非流动负债	4324	4897	5397	5897	EBITDA	2060	2622	3093	3347
长期借款	2225	2725	3225	3725	EPS (元)	1.69	2.23	2.64	2.89
其他非流动负债	2099	2172	2172	2172					
负债合计	12330	14294	15900	17260					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	690	690	690	690	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	2279	2279	2279	2279	成长能力				
留存收益	5291	6652	8471	10463	营业收入	1.7%	25.7%	16.3%	10.9%
归属母公司股东权	8260	9621	11440	13432	营业利润	-6.7%	37.9%	19.3%	7.2%
负债和股东权益	20589	23915	27339	30693	归属于母公司净利	1.1%	32.5%	18.1%	9.6%
					获利能力				
					毛利率 (%)	12.0%	12.5%	12.5%	12.0%
					净利率 (%)	5.9%	6.2%	6.3%	6.2%
					ROE (%)	14.1%	16.0%	15.9%	14.8%
					ROIC (%)	9.6%	10.3%	10.5%	10.1%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	59.9%	59.8%	58.2%	56.2%
					净负债比率 (%)	149.3%	148.6%	139.0%	128.5%
					流动比率	1.58	1.60	1.67	1.77
					速动比率	0.40	0.39	0.45	0.54
					营运能力				
					总资产周转率	0.99	1.12	1.13	1.11
					应收账款周转率	9.32	10.47	10.16	9.98
					应付账款周转率	22.72	26.59	25.90	25.56
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.69	2.23	2.64	2.89
					每股经营现金流薄)	0.90	1.32	2.42	3.24
					每股净资产	11.97	13.94	16.58	19.47
					估值比率				
					P/E	17.33	13.69	11.60	10.59
					P/B	2.45	2.19	1.84	1.57
					EV/EBITDA	12.17	10.21	8.66	7.85

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 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。