



鸿路钢构(002541.SZ)

【联讯建筑公司深度】鸿路钢构(002541)：借装配式东风迎跨越式发展

2019年04月29日

投资要点

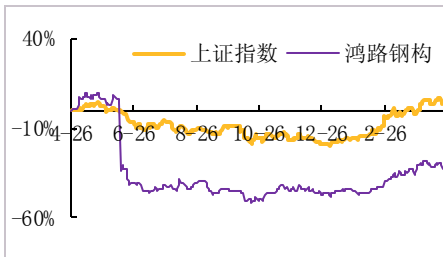
买入(首次评级)

当前价：8.63元
目标价：12.32~14.08元

分析师：刘萍

执业编号：S0300517100001
电话：0755-83331495
邮箱：liuping_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近12个月)



资料来源：wind

盈利预测

百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	7,874	11,079	14,745	18,405
(+/-)	56.5%	40.7%	33.1%	24.8%
归母净利润	416	461	530	610
(+/-)	98.6%	10.9%	14.8%	15.1%
EPS(元)	0.79	0.88	1.01	1.16
P/E	11.2	10.1	8.8	7.6

资料来源：联讯证券研究院

相关研究

◆ 装配式建筑蓝海市场开启

2017年2月，住建部发布《“十三五”装配式建筑行动方案》，指出“到2020年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，其中重点推进地区达到20%，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上”。钢结构作为装配式建筑的一个重要方向迎来跨越式发展机遇期。

◆ 我国钢结构建筑渗透率较发达国家还有较大差距

从我国的钢结构产量来看，2009年至今，中国钢结构保持较快的速度增长，年均增速都在10%以上，且仍然保持快速增长的势头。

而对比发达国家，我国钢结构的发展相对落后。据统计，目前美国、日本等工业发达国家的建筑用钢占钢材消耗总量的50%以上，钢结构用量占到钢产量的30%以上，钢结构面积占到总建筑面积的40%以上，而我国建筑用钢量只达到22-26%，钢结构建筑所用的钢材还不到全国钢材总产量的2%，未来还有较大发展空间。

◆ 公司在产能、研发等方面处于行业领先地位

鸿路钢构拥有全国最大的钢结构制作产能，截止2018年，公司产能160万吨，在全国有十大生产基地，随着在建项目投产，公司业绩未来增长空间较大；公司注重研发，目前拥有各项专利600多项，已经研发出“一体化装配式高层钢结构住宅成套技术”，“高端智能车库存取技术”，“装配式低层住宅集成技术”等三大技术体系，未来有望凭借领先的研发优势开拓装配式住宅、智能车库等有巨大空间的市场的。

◆ 从专业分包向总包模式转变，有利于公司做大做强

公司已经获得建筑总承包一级资质，商业模式也由过去的“制作+工程”向“制作+总包”转变，由于总包单体订单规模较大，有利于公司规模扩张及规模效应的体现，且总包利润率高于制作，将推动公司毛利率的提升。

◆ 未来两年产能将进一步扩张推动业绩增长

公司具有国内最大的钢结构产能，且公司近两年资本开支大幅增加，主要用于涡阳绿色建筑生产基地和盛鸿金诺高端立体停车设备、住宅钢结构智能制造基地的建设。其中涡阳绿色建筑生产基地项目分两期实施，项目总用地约2357亩，建设资金约41亿元。一期项目于2017年3月开始建设，投资16亿元，2018年10月建成投产，年产能40万吨；二期项目于2018年1月开始建设，将于预计2019年10月建成投产。一、二期项目全部达产后，将新增产能100万吨。

盛鸿金诺高端立体停车设备、住宅钢结构智能制造基地占地500亩，计划



总投资 15 亿元人民币；可形成年产 310 万平方米钢结构住宅的部品部件生产能力主要包括绿色建筑钢结构楼梯、阳台等一体化部品部件 12.4 万吨年，绿色建筑板、叠合板 93 万立方年；智能车库建设方面：可形成年产 17000 个充电桩一体化车位及 1240 套智能搬运机器人的生产能力。

◇ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 110.79、147.45 和 184.05 亿元，同比分别增加 40.7%、33.1%和 24.8%，净利润分别为 4.61、5.30 和 6.10 亿元，同比分别增长 10.9%、14.8%和 15.1%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88、1.01 和 1.16 元，对应的 PE 分别为 10.1/8.8/7.6x。

装配式建筑在政策鼓励下有望迎来跨越式发展，公司作为钢结构行业龙头企业，将受益于钢结构建筑渗透率的提升，未来三年收入将保持较快增长，受政府补贴变动较大影响，我们预计利润增长将慢于收入，但扣非后利润增长与收入增长将同步，公司目前估值低于行业平均水平，参考钢结构行业平均估值水平，我们给予公司 2019 年 14-16 倍 PE，对应合理估值区间 12.32~14.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◇ 风险提示：

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、应收账款风险；
- 3、房地产调控风险；



目 录

投资案件	6
投资评级与估值	6
关键假设点:	6
主要投资逻辑	6
股价上涨的催化剂:	7
核心风险提示:	7
一、鸿路钢构: 来自安徽的钢结构行业行业龙头	8
(一) 公司简介: 建筑钢结构行业领跑者	8
(二) 公司股权: 实控人持股比例较高, 治理结构清晰	8
(三) 公司业务结构: 从分包到总包转型效果明显	9
(四) 发展周期: 进入新一轮上升周期	10
二、行业发展: 装配式建筑迎来发展机遇期	10
(一) 劳动力拐点来临	10
(二) 政策鼓励大力发展装配式建筑	12
(三) 对比现浇结构, 钢结构有一定的比较优势	15
1、 钢结构工程施工效率高	15
2、 钢结构住宅增大使用面积, 降低建设成本	16
3、 钢结构相比 PC 结构在抗震、防水、环保方面有优势	17
(四) 我国钢结构市场尚处于初级阶段, 未来空间巨大	17
三、 公司亮点: 专注技术和产品多维度构建竞争优势	18
(一) 立足安徽, 面向全球打造品牌优势	18
(二) 行业内领先的研发优势	19
1、 研发费用的支出比重持续提升	19
2、 拥有近 600 项专利	20
3、 三大技术体系打开未来发展空间	20
(三) 公司具有全国最大的钢结构制作产能	22
1、 钢结构制作产能居行业首位	22
(四) 具备总包一级资质	23
四、 模式、产能驱动未来业绩高增长	24
(一) 业务模式从分包到总包	24
(二) 产能处于快速提升阶段	25
(三) 在手订单充足, 为业绩增添动力	25
(四) 政府补助近两年对利润贡献较大	26
五、 主要财务指标对比	27
六、 盈利预测与投资评级	29
相关假设	29
盈利预测及估值:	29
风险提示	29



图表目录

图表 1: 公司发展历程	8
图表 2: 公司股权结构	9
图表 3: 公司近五年营业收入结构	9
图表 4: 近十年营业收入复合增速 17.18%	10
图表 5: 近十年净利润复合增速 12.79%	10
图表 6: 我国 16-59 周岁人口占比	11
图表 7: 固定资产投资价格指数: 建筑安装工程人工费累计同比	11
图表 8: 装配式建筑人工成本较传统装修明显节省	11
图表 9: 国家部委推出的鼓励装配式建筑的文件或政策	12
图表 10: 各地政府装配式建筑目标	13
图表 11: 各个地方政府出台的鼓励装配式建筑政策	13
图表 12: 装配式钢结构与传统结构用工工时对比	16
图表 13: 钢结构住宅和传统住宅面积对比	16
图表 14: 钢结构与混凝土结构整体经济效益对比	16
图表 15: 钢结构相比 PC 结构优势	17
图表 16: 我国 2010-2017 年钢结构产量	18
图表 17: 我国与发达国家住宅钢结构占比对比	18
图表 18: 联手打造合肥高铁商圈第一高楼: 绿地中心	18
图表 19: 打造中东最大国际机场: 阿布扎比国际机场	18
图表 20: 承建配套“中国天眼”: 天文时空塔	19
图表 21: 承建深圳前海世茂金融中心	19
图表 22: 大幅提高研发费用占营收比重	20
图表 23: 公司 2015-2018 年专利数	20
图表 24: 公司高层钢结构装配式住宅成套技术优势	21
图表 25: 公司智能车库存取技术优势	21
图表 26: 公司低层钢结构装配式住宅技术	21
图表 27: 公司自主研发第三代钢结构住宅体系	22
图表 28: 国内主要钢结构公司产能对比	23
图表 29: 公司生产基地分布	23
图表 30: 公司具有一级资质	24
图表 31: 公司 2014-2018 年工程订单情况	24
图表 32: 公司 2014-2018 制造类订单情况	24
图表 33: 公司 2018 年大型合同情况	24
图表 34: 公司在建生产基地情况	25
图表 35: 公司 2014-2018 年新签合同金额	26
图表 36: 公司 2019 第一季度重大合同明细	26



图表 37: 公司获得政府补助情况	26
图表 38:	27
图表 39: 公司 2018 年政府补贴明细	27
图表 40: 鸿路钢构毛利率.....	27
图表 41: 鸿路钢构净利率.....	27
图表 42: ROE.....	28
图表 43: 期间费用率.....	28
图表 44: 经营净现金/营业收入.....	28
图表 45: 资产负债率.....	28
图表 46: 存货周转率.....	28
图表 47: 总资产周转率	28
图表 48: PE-BAND 鸿路钢构 (002541.SZ)	30
图表 49: 附录: 公司财务预测表 (百万元)	31



投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 110.79、147.45 和 184.05 亿元，同比分别增加 40.7%、33.1%和 24.8%，净利润分别为 4.61、5.30 和 6.10 亿元，同比分别增长 10.9%、14.8%和 15.1%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88、1.01 和 1.16 元，对应的 PE 分别为 10.1/8.8/7.6x。

装配式建筑在政策鼓励下有望迎来跨越式发展，公司作为钢结构行业龙头企业，将受益于钢结构建筑渗透率的提升，未来三年收入将保持较快增长，受政府补贴变动较大影响，我们预计利润增长将慢于收入，但扣非后利润增长与收入增长将同步，公司目前估值低于行业平均水平，参考钢结构行业平均估值水平，我们给予公司 2019 年 14-16 倍 PE，对应合理估值区间 12.32~14.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点：

假设一：根据公司历史订单结转情况及新签订单情况，我们预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 40.7%、33.1%和 24.8%；

假设二：预计 2019-2021 年综合毛利率分别为 14.84%、14.32%和 14.03%；

主要投资逻辑

从行业层面看，钢结构行业迎来发展战略机遇期

2017 年 2 月，住建部发布《“十三五”装配式建筑行动方案》，指出“到 2020 年全国装配式建筑占新建建筑的比例达到 15%以上，其中重点推进地区达到 20%，积极推进地区达到 15%以上，鼓励推进地区达到 10%以上”。钢结构作为装配式建筑的一个重要方向迎来跨越式发展机遇期。

而对比发达国家，我国钢结构的发展相对落后。据统计，目前美国、日本等工业发达国家的建筑用钢占钢材消耗总量的 50%以上，钢结构用钢量占到钢产量的 30%以上，钢结构面积占到总建筑面积的 40%以上，而我国建筑用钢量只达到 22-26%，钢结构建筑所用的钢材还不到全国钢材总产量的 2%，未来还有较大发展空间。

从公司层面看，研发、产能扩张，商业模式变化均有望推动公司做大做强

公司注重研发，目前拥有各项专利 600 多项，已经研发出“一体化装配式高层钢结构住宅成套技术”，“高端智能车库存取技术”，“装配式低层住宅集成技术”等三大技术体系，未来有望凭借领先的研发优势开拓装配式住宅、智能车库等有巨大空间的市场

公司已经获得建筑总承包一级资质，商业模式也由过去的“制作+工程”向“制作+总包”转变，由于总包单体订单规模较大，有利于公司规模扩张及规模效应的体现，且总包利润率高于制作，将推动公司毛利率的提升。

公司具有国内最大的钢结构产能（160 万吨），且公司近两年资本开支大幅增加，主要用于涡阳绿色建筑生产基地和盛鸿金诺高端立体停车设备、住宅钢结构智能制造基地的建设。新产能投产后，公司产能有望翻倍，推动收入增长。



股价上涨的催化剂:

- 1、**新产能投产:** 公司涡阳绿色建筑生产基地项目二期和盛鸿金诺高端立体停车设备、住宅钢结构智能制造基地预计 2019 年完工投产, 预计 2019 年公司产能能达到 240-260 万吨;
- 2、**业绩超预期:** 公司一季度收入同比增长 90%, 新签合同金额 34.65 亿元创当季度历史新高, 后续业绩有持续超预期可能。
- 3、**装配式建筑更多鼓励政策出台:** 考虑 2020 年是装配式建筑中考之年, 而目前国内装配式建筑渗透率依然很低, 从住建部督查司今年的工作要点来看, 不排除未来进一步出台相关政策鼓励装配式建筑尤其是钢结构建筑的发展。

核心风险提示:

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期;
- 2、应收账款风险;
- 3、房地产调控风险;



一、鸿路钢构：来自安徽的钢结构行业行业龙头

（一）公司简介：建筑钢结构行业领跑者

安徽鸿路钢结构（集团）股份有限公司（以下简称鸿路钢构）前身为安徽鸿路钢结构有限公司，成立于 2002 年 9 月 19 日。2007 年 9 月 30 日变更为安徽鸿路钢结构（集团）股份有限公司并于 2011 年 1 月 18 日在深圳证券交易所挂牌交易。

鸿路钢构是一家以钢结构设计、制造、安装为主业,兼营新型建材制造、房屋建筑的企业集团。至成立其主要产品包括钢结构系列产品和围护产品等。公司是我国大型钢结构构件专业生产商之一,先后主持、参与制定省级、企业质量标准 6 项。

鸿路钢构自成立以来发展主要分三个阶段，公司善于挖掘行业市场机会，注重产品的研发和创新，始终走在行业前沿。

2002 年到 2011 年，公司定位为单纯的钢结构制造商，承接多个大型钢结构建筑项目，建立自身品牌。2010 年被评为安徽省名牌产品；

2011 年到 2016 年,随着房地产行业高速增长期的结束,公司扩张脚步有所放缓,同时公司加大技术研发,开始进军装配式住宅；

2016 年至今，公司一方面加大自身生产基地建设，一方面加大互联网智能技术的应用，提出“成为品质、技术领先的高端智能立体车库制造商，成为最值得信赖最具竞争力钢结构及相关配套产品供应商，成为最优秀的一体化装配式钢结构住宅与定制化洋房整体服务商”的伟大愿景。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司公告，联讯证券

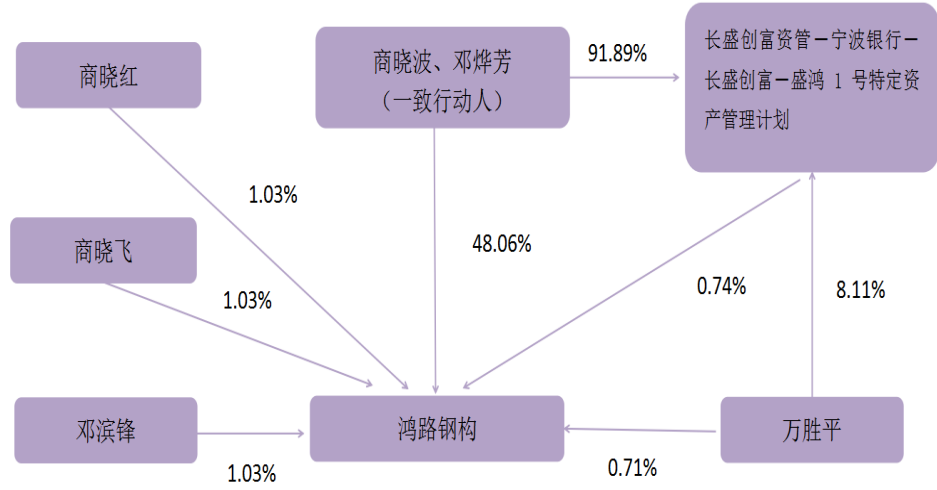
（二）公司股权：实控人持股比例较高，治理结构清晰

鸿路钢构为家族企业，股权结构稳定。商晓波和邓焯芳为控股股东及一致行动人，其直接持股、间接持股总和占比 48.74%；邓滨锋为公司控股股东邓焯芳的弟弟，持股占



比 1.03%；股东商晓飞、商晓红为公司控股股东商晓波的姐姐，分别持股 1.03%；万胜平先生为本公司董事；此外公司控股股东商晓波先生、邓焯芳女士、董事万胜平先生还通过长盛创富—盛鸿 1 号定向资产管理计划增持了公司部分股份。

图表2： 公司股权结构

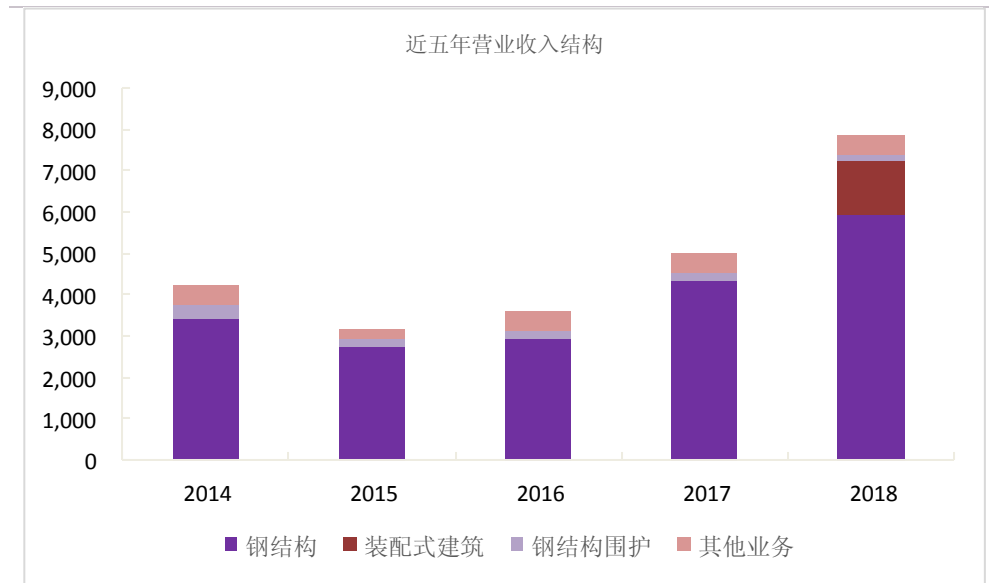


资料来源：公司年报，联讯证券

（三）公司业务结构：从分包到总包转型效果明显

鸿路钢构营业收入主要来自产品钢结构，2018 年，钢结构营业收入 59 亿元，占总营业收入 75.29%，其中钢结构产品包括建筑重钢结构、建筑轻结构、设备钢结构、空间钢结构、桥梁钢结构、智能车库等。公司近五年收入结构如下：

图表3： 公司近五年营业收入结构



资料来源：wind，联讯证券

近五年来，鸿路钢构钢结构产品业务占总营业收入 80%以上，公司 2017 年以来，大力发展技术含量和毛利率更高的 EPC 总承包业务，业务重点由分包转向总包形式，

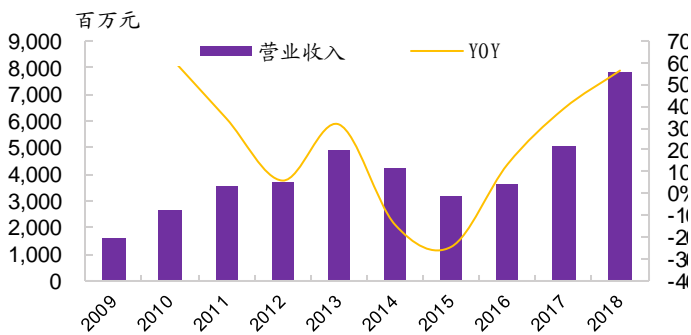


2017 年全年公司在装配式建筑总包业务订单约 10 亿元，2018 年，公司装配式建筑收入 5928 万元，占总营收 16.81%。总包业务对技术要求更高，一方面公司加大技术研发，另一方面公司加强政企合作，通过总包的方式，公司对成本和项目整体把控能力增强。

（四）发展周期：进入新一轮上升周期

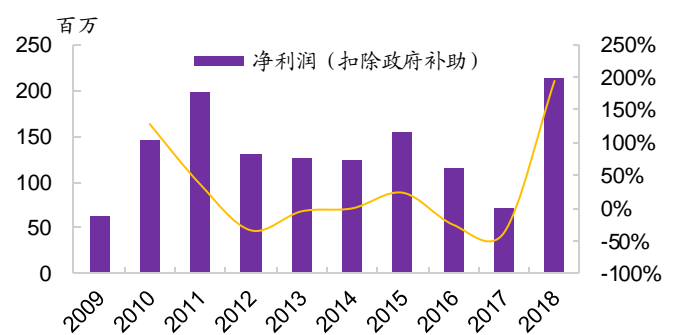
从公司过往的收入和利润增长情况看，大致跟房地产市场周期一致，2010 年以前，收入和利润保持较高增长，2010 年到 2015 年经历了增速的明显回落，2016 年后，随着房地产市场的回暖和装配式建筑的政策鼓励，公司迎来新一轮发展机遇期。公司 2018 年营业收入 78.74 亿元，同比增长 56.46%；净利润 4.16 亿元，扣除政府补助净利润 2.12 亿元，同比增长 194.25%。

图表4：近十年营业收入复合增速 17.18%



资料来源: wind, 联讯证券

图表5：近十年净利润复合增速 12.79%



资料来源: wind, 联讯证券

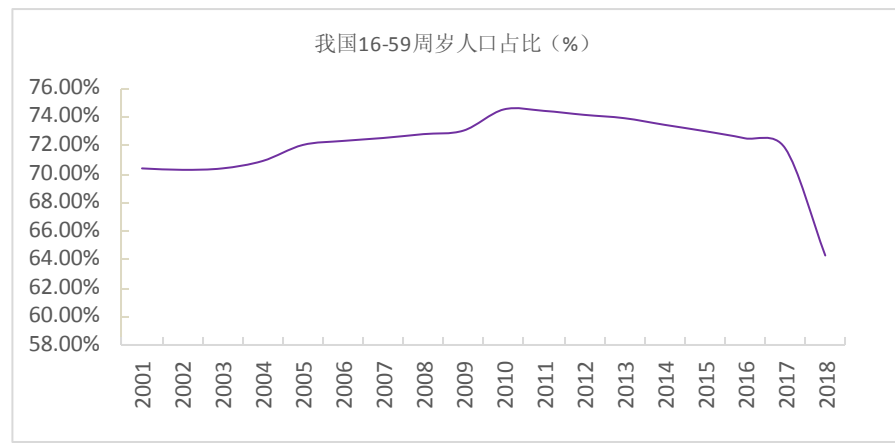
二、行业发展：装配式建筑迎来发展机遇期

（一）劳动力拐点来临

2018 年年末中国大陆总人口 139538 万人，其中，16 至 59 周岁的劳动年龄人口 89729 万人，占总人口的比重为 64.3%。16 至 59 岁劳动年龄人口在 2011 年达到峰值 9.25 亿人，此后逐年下降，2018 年首次跌破 9 亿人口大关。从数据表示，我国就业人口出现了拐点，即“加速向下”的拐点。



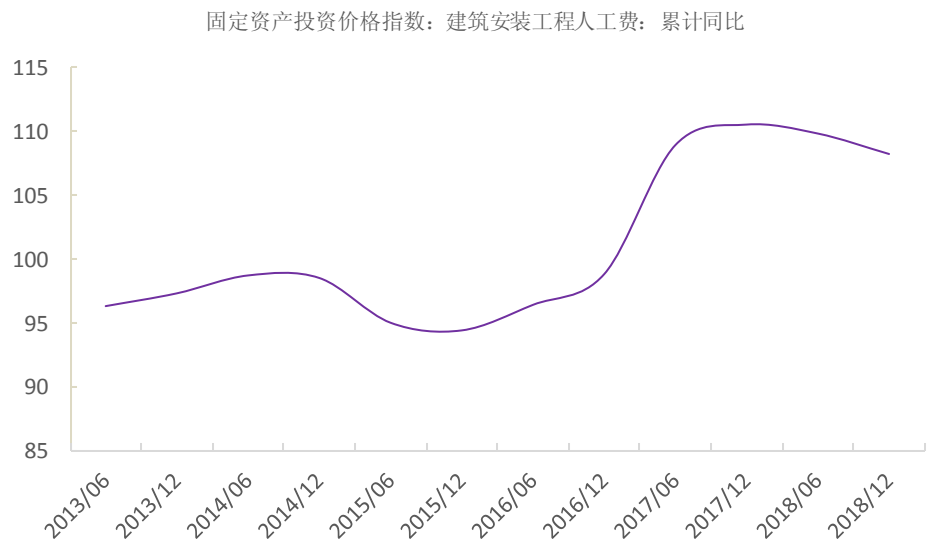
图表6: 我国 16-59 周岁人口占比



资料来源: 统计局, 联讯证券

与之相应是建安工程人工费用持续走高, 根据固定资产投资价格指数数据, 自 2008 年以来, 只有 2015 年、2016 年两年相比上一年有所下降, 近十年来, 建安工程中人工费用一直呈增长趋势;

图表7: 固定资产投资价格指数: 建筑安装工程人工费累计同比



资料来源: 统计局, 联讯证券

建筑工业化由于大量减少现场湿作业, 可以降低现场施工人员数量, 从而实现降低人工费的目的, 按照行业通行测算, 人工费在传统高层建筑中占比大约为 15%-20%, 而装配式建筑中占比仅 10-15%, 因此在人工费上可节约至少 5 个百分点的成本。

图表8: 装配式建筑人工成本较传统装修明显节省

传统建筑 (高层)		装配式建筑 (高层)	
费用名称	占总建安费用百分比	费用名称	占总建安费用比例
人工费	15-20%	人工费	10-15%
材料费	55-60%	材料费	60-65%
机械费	3-5%	机械费	8%左右



传统建筑（高层）		装配式建筑（高层）	
措施费、管理费、规费、税金、利润	15-20%	措施费、管理费、规费、税金、利润	15%左右

资料来源：土木智库，联讯证券

（二）政策鼓励大力发展装配式建筑

2016年，国家出台《关于大力发展装配式建筑的指导意见》，明确提出要以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过300万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区，因地制宜发展装配式混凝土结构、钢结构和现代木结构等装配式建筑。力争用10年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。

图表9：国家部委推出的鼓励装配式建筑的文件或政策

时间	国家级文件或会议	相关要求
2016.2.6	《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，建设国家级装配式建筑生产基地。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%。积极稳妥推广钢结构建筑。在具备条件的地方，倡导发展现代木结构建筑。
2016.3.5	2016年《政府工作报告》	积极推广绿色建筑和建材，大力发展钢结构和装配式建筑，提高建筑工程标准和质量。
2016.9.14	国务院常务会议	大力发展装配式建筑，推动产业结构调整升级
2016.9.27	《关于大力发展装配式建筑的指导意见》	明确了大力发展装配式建筑的目标及八项重点任务，包括健全标准规范体系、创新装配式建筑设计、优化部品部件生产、推进建筑全装修、推广绿色建材、推行工程总承包、确保工程质量安全。
2016.9.30	装配式建筑例行吹风会	住房和城乡建设部总工程师陈宜明、住房和城乡建设部建筑节能与科技司司长苏蕴山介绍发展装配式建筑有关情况，并答记者问。
2016.11.19	全国装配式建筑工作现场会	住建部长陈政高提出“大力发展装配式建筑，促建筑业转型升级”，要求发展装配式建筑重点抓好七项工作。
2017.3.23	“十三五”装配式建筑行动方案	到2020年，全国装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上，其中重点推进地区达到20%以上，积极推进地区达到15%以上，鼓励推进地区达到10%以上。
2017.3.23	《装配式建筑示范城市管理办法》	装配式建筑示范城市4是指在装配式建筑发展过程中，具有较好的产业基础，并在装配式建筑发展目标、支持政策、技术标准、项目实施、发展机制等方面能够发挥示范引领作用，并按照本管理办法认定的城市。
2017.3.23	《装配式建筑产业基地管理办法》	装配式建筑产业基地是指具有明确的发展目标、较好的产业基础、技术先进成熟、研发创新能力强、产业关联度大、注重装配式建筑相关人才培养培训、能够发挥示范引领和带动作用的装配式建筑相关企业，主要包括装配式建筑设计、部品部件生产、施工、装备制造、科技研发等企业。
2017.11.24	《关于认定第一批装配式建筑示范城市和产业基地的函》	住建部公布了第一批30个装配式建筑示范城市和195个产业基地名单。



时间	国家级文件或会议	相关要求
2018.3.27	《住房城乡建设部建筑节能与科技司关于印发 2018 年工作要点的通知》	积极推荐建设信息模型（BIM）技术在装配式建筑中的全过程应用，推进建筑工程管理制度创新，积极探索推动既有建筑装配式装修改造，开展装配式超低能耗高品质绿色建筑示范。

资料来源：人民网，联讯证券

此后各个地方政府陆续出台了鼓励发展当地装配式建筑的政策，对未来装配式建筑占新建建筑的比例提出了具体目标，装配式建筑迎来较好发展机遇。

图表10： 各地政府装配式建筑目标



资料来源：亿欧网，联讯证券

图表11： 各个地方政府出台的鼓励装配式建筑政策

省份	目标
北京	到 2018 年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 20%以上，基本形成适应装配式建筑发展的政策和技术保障体系。到 2020 年，实现装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%以上。
天津	1.试点示范期(2017 年底前)。政府投资项目、保障性住房和 5 万平方米及以上公共建筑应采用装配式建筑，建筑面积 10 万平方米及以上新建商品房采用装配式建筑的比例不低于总面积的 30%； 2.试点推广期(2018 至 2020 年)。新建的公共建筑具备条件的应全部采用装配式建筑，中心城区、滨海新区核心区和中新生态城商品住宅应全部采用装配式建筑；采用装配式建筑的保障性住房和商品住房全装修比例达到 100%；装配式建筑技术标准体系和监管体系更加完善。 3.普及推广期(2021 至 2025 年)。全市范围内国有建设用地新建项目具备条件的全部采用装配式建筑；国有建设用地新建住宅实现全装修交付；绿色建材在装配式建筑中的应用比例达到 50%以上；积极引导发展装配式超低能耗绿色建筑；轨道交通、地下综合管廊和桥梁等建设工程具备条件的基本实现装配式建造。
山东	2017 年，全省设区城市规划内新建公共租赁住房、棚户区改造安置住房等项目全面实施装配式建造，政府投资工程应使用装配式技术进行建设，装配式建筑占新建建筑面积比例达到 10%左右；到 2020 年，建立健全适应装配式建筑发展的技术、标准和监管体系，济南、青岛市装配式建筑占新建建筑比例达到 30%以上，其他设区城市和县（市）分别达到 25%、15%以上；到 2025 年，全省装配式建筑占新建建筑比例达到 40%以上，形成一批以优势企业为核心的、



省份	目标
	涵盖全产业链的装配式建筑产业集群。
山西	(一) 试点示范期(2017—2018年)。(二) 推广发展期(2018—2020年)。形成一批以设计、施工、部品部件规模化生产企业为核心、贯通上下游产业链条的产业集群。装配式建筑产业基地数量和产能基本满足全省发展需求。到2020年底,全省11个设区城市装配式建筑占新建建筑面积的比例达到15%以上,其中太原市、大同市力争达到25%以上。(三) 普及应用期(2021—2025年)。自2021年起,装配式建筑占新建建筑面积的比例每年提高3个百分点以上,到2025年底,装配式建筑成为我省主要建造方式之一,装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%以上。
上海	“十三五”期间,全市符合条件的新建建筑原则上采用装配式建筑。全市装配式建筑的单体预制率达到40%以上或装配率达到60%以上。外环线以内采用装配式建筑的新建商品住宅、公租房和廉租房项目100%采用全装修,实现同步装修和装修部品构件预制化。
江苏	到2020年,全省装配式建筑占新建建筑比例将达到30%以上。2016年10月1日起,全省各市、县中心城区出让或划拨土地上的新建住宅,全部实行全装修和成品交付,鼓励在建住宅积极实施全装修。
浙江	到2020年,装配式建筑占新建建筑的比重达到30%。
安徽	到2020年,装配式施工能力大幅提升,力争装配式建筑占新建建筑面积的比例达到15%。到2025年,力争装配式建筑占新建建筑面积的比例达到30%。
江西	2018年,全省采用装配式施工的建筑占同期新建建筑的比例达到10%,其中,政府投资项目达到30%。2020年,全省采用装配式施工的建筑占同期新建建筑的比例达到30%,其中,政府投资项目达到50%。到2025年底,全省采用装配式施工的建筑占同期新建建筑的比例力争达到50%,符合条件的政府投资项目全部采用装配式施工。
福建	到2020年,全省实现装配式建筑占新建建筑的建筑面积比例达到20%以上。其中,福州、厦门市为全国装配式建筑积极推进地区,比例要达到25%以上,争创国家装配式建筑示范城市;泉州、漳州、三明市为省内装配式建筑积极推进地区,比例要达到20%以上,争创国家装配式建筑试点城市;其他地区为装配式建筑鼓励推进地区,比例要达到15%以上。到2025年,全省实现装配式建筑占新建建筑的建筑面积比例达到35%以上。
广东	将珠三角城市群列为重点推进地区,要求到2020年年底前,装配式建筑占新建建筑面积比例达到15%以上,其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到50%以上;到2025年年底前,装配式建筑占新建建筑面积比例达到35%以上,其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到70%以上。将常住人口超过300万的粤东西北地区地级市中心城区列为积极推进地区,要求到2020年年底前,装配式建筑占新建建筑面积比例达到15%以上,其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到30%以上;到2025年年底前,装配式建筑占新建建筑面积比例达到30%以上,其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到50%以上。全省其他地区为鼓励推进地区,要求到2020年年底前,装配式建筑占新建建筑面积比例达到10%以上,其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到30%以上;到2025年年底前,装配式建筑占新建建筑面积比例达到20%以上,其中政府投资工程装配式建筑面积占比达到50%以上。
广西	(一) 试点示范期(2016—2018年)到2018年底,培育南宁、柳州、玉林、贺州4个自治区级装配式建筑试点城市,初步建成2—3个自治区级装配式建筑产业基地。装配式试点城市装配式建筑占新建建筑的比例达到8%以上;其他设区市装配式建筑发展均取得一定突破。(二) 推广发展期(2019—2020年)在全区范围内推广应用装配式建造方式。到2020年底,全区装配式建筑占新建建筑的比例达到15%以上,其中,南宁、柳州、玉林、贺州4个自治区级装配式建筑试点城市比例不低于20%、桂林、梧州、钦州、贵港、百色、河池6个设区市比例不低于15%,北海、防城港、来宾、崇左4个设区市比例达到10%以上。全区新建全装修成品房面积比率达到60%以上。



省份	目标
海南	到 2020 年，全省采用建筑产业现代化方式建造的新建建筑面积占同期新开工建筑面积的比例达到 10%，全省新开工单体建筑预制率(墙体、梁柱、楼板、楼梯、阳台等结构中预制构件所占的比重)不低于 20%，全省新建住宅项目中成品住房供应比例应达到 25%以上。
陕西	装配式建筑占新建建筑的比例，2020 年重点推进地区达到 20%以上，2025 年全省达到 30%以上。
甘肃	到 2020 年建成一批装配式建筑试点项目，以试点项目带动产业发展，初步建成全省产业布局合理的装配式建筑产业基地，逐步形成全产业链协作的产业集群；积极争创国家装配式建筑示范城市和产业基地。到 2025 年，基本形成较为完善的技术标准体系、科技支撑体系、产业配套体系、监督管理体系和市场推广体系。在逐年提高新建建筑中装配式建筑面积比例的基础上，力争装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%以上。
云南	到 2020 年，初步建立装配式建筑的技术、标准和监管体系；昆明市、曲靖市、红河州装配式建筑占新建建筑面积比例达到 20%，其他每个州、市至少有 3 个以上示范项目。到 2025 年，力争全省装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30%，其中昆明市、曲靖市、红河州达到 40%；装配式建筑的技术、标准和监管体系进一步健全；形成一批涵盖全产业链的装配式建筑产业集群，将装配式建筑产业打造成为西南先进、辐射南亚东南亚的新兴产业。
贵州	力争到 2025 年底,全省装配式建筑占新建建筑面积比例达到 30%。
四川	2020 年，全省装配式建筑占新建建筑的 30%，装配率达到 30%以上，其中五个试点市装配式建筑占新建建筑 35%以上；新建住宅全装修达到 50%。2025 年，装配率达到 50%以上的建筑，占新建建筑的 40%；桥梁、铁路、道路、综合管廊、隧道、市政工程等建设中，除须现浇外全部采用预制装配式。新建住宅全装修达到 70%。
湖北	到 2020 年，武汉市装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 35%以上，襄阳市、宜昌市和荆门市达到 20%以上，其他设区城市、恩施州、直管市和神农架林区达到 15%以上。到 2025 年，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%以上。
湖南	到 2020 年，全省市州中心城市装配式建筑占新建建筑比例达到 30%以上，其中：长沙市、株洲市、湘潭市三市中心城区达到 50%以上。
辽宁	装配式建筑占新建建筑面积比例逐年提高，每年力争提高 3%以上。到 2025 年年底，全省装配式建筑占新建建筑面积比例力争达到 35%以上，其中沈阳市力争达到 50%以上，大连市力争达到 40%以上，其他城市力争达到 30%以上。
吉林	（一）试点示范期（2017—2018 年）。在长春、吉林等地先行试点示范。到 2018 年，全省建成 5 个以上装配式建筑产业基地，培育一批装配式建筑优势企业；全省装配式建筑面积不少于 200 万平方米；初步建立装配式建筑技术、标准、质量、计价体系。（二）推广发展期（2019—2020 年）。在全省统筹规划建设装配式建筑产业基地，加快发展装配式建筑。到 2020 年，培育起以装配式建筑设计、施工、部品部件规模化生产优势企业为核心，全产业链协作的产业集群，创建 2—3 家国家级装配式建筑产业基地；全省装配式建筑面积不少于 500 万平方米；长春、吉林两市装配式建筑占新建建筑面积比例达到 20%以上，其他设区城市达到 10%以上。（三）普及应用期（2021—2025 年）。全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%以上。

资料来源：各个地方政府网站，联讯证券

（三）对比现浇结构，钢结构有一定的比较优势

1、钢结构工程施工效率高

钢结构属于装配式建筑范畴，即在工厂内进行部件部品的预制，得到施工的钢构框架，之后运到现场进行拼装。所以一个项目的各个部件可以同时加工，与现浇相比，不



受天气限制，施工时间短，效率高。

鸿路钢构承接的济南超算中心，从开工到宣布主体结构与外面装饰完工，仅用 108 天。济南超算中心主体钢结构建筑中，仅钢结构构件就有 13000 余件，钢结构总量约 2.6 万吨。鸿路钢构今年 1 月 15 日签订该项目合同，承接该项目，到 2 月 14 日钢结构基本完工，3 月 25 日项目落成，全部钢结构项目工期只用了 40 天。

图表 12: 装配式钢结构与传统结构用工工时对比

1#楼（传统结构）		2#楼（装配式钢结构）	
专业	工时（人.小时）	专业	工时（人.小时）
土建专业	18560	土建专业	11465
		钢结构单位	3016
		钢筋桁架板	3510
主体结构用工工时	18560	主体结构用工工时	17991
二次结构	6870	AAC 墙板	4680
机电专业	1210	机电专业	1350
建筑面积	2353 m ²	建筑面积	3647 m ²
每平方米用工工时	11.32	每平方米用工工时	6.58

资料来源：《中建钢构绿色建筑产品开发与实践》中建钢构，联讯证券

2、钢结构住宅增大使用面积，降低建设成本

钢结构住宅隔墙采用预制墙板，厚度为 100mm,是常规混凝土墙体的一半左右，在保证户内隔声性能的前提可增加户内使用面积 3%-5%，能够为开发商提高得房率，降低建设成本。

图表 13: 钢结构住宅和传统住宅面积对比

	钢结构住宅	传统住宅	钢结构住宅	传统住宅	钢结构住宅	传统住宅
	户型 1		户型 2		标准层	
净使用面积（平方米）	90.35	85.44	70.18	66.02	310.06	302.92
套内面积（平方米）	102.48		75.18		355.31	
建筑面积（平方米）	125.86		92.33		436.4	
户内净利用率	0.693	0.678	0.717	0.715	0.704	0.694
注：标准层=2*户型 1+2*户型 2						

资料来源：《建筑业可持续发展环境层面若干问题研究》中国知网，联讯证券

根据市场价格，钢结构单方价格稍微比混凝土结构高，然而，钢结构在建筑工期上，吊装速度快，可采用立体式全穿插施工，可以节省 1/2 到 3/4 的建筑施工工期。钢结构施工 2-2.5 天/层，传统结构 5-6 天/层，在考虑整体经济成本的前提下，最终的平均成本钢结构已经低于钢筋混凝土结构的住宅。

图表 14: 钢结构与混凝土结构整体经济效益对比

整体经济效益对比（元/平方米）		
项目	钢结构	混凝土结构
单方造价	1525.3	1410.1



工期缩短	利息节约	-60.3	0
	租金收益	-16.99	0
得房率提高		-97	0
政府补贴		-30	0
建筑垃圾清理费		5	30
最终平均成本		1326.01	1440.1

资料来源：《建筑业可持续发展环境层面若干问题研究》中国知网，联讯证券

3、钢结构相比 PC 结构在抗震、防水、环保方面有优势

在我国，建筑工业化主要采用的预制钢筋混凝土装配式结构（简称 PC 结构）和钢结构两种结构类型。目前，PC 结构在我国得到广泛运用，其中有两方面的原因，一方面，在我国，混凝土工艺历史悠久，各方面技术比较成熟，钢结构这方面还缺乏相关专业人才；另一方面，钢的历史成本较高，原材料厚板的价格原来要 7000-8000 元/吨，而如今不到 4000 元/吨。

与 PC 结构相比，钢结构在设计、施工、垃圾回收等各个环节都具有优势。在国家政府扶持下，钢结构的发展潜力巨大。

图表 15： 钢结构相比 PC 结构优势

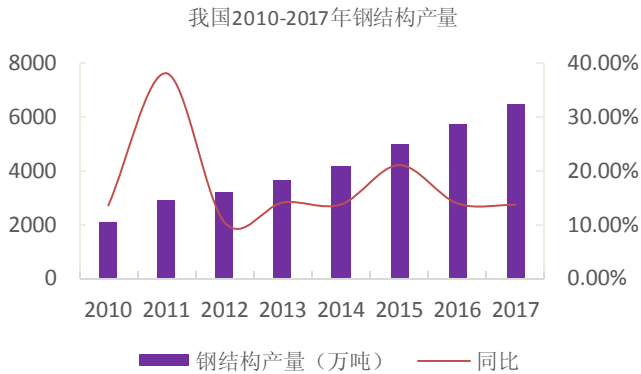
	钢结构	PC 结构
抗震	6-9 级	≤8 级
防水性	节点用高强螺栓，防水性能好	节点施工困难，防水性能不好
人工成本	湿作业少，减少人工成本	湿作业工作量大，人工费高
专业化加工图软件	成熟商用加工软件（如 XSTEEL），完成节点验算、螺栓节点板自动碰撞检查、三维实体安装模拟	没有成熟商业加工图软件，从设计图到加工，项目周期拉长
回收	钢材可以 100%回收，循环利用	回收率低

资料来源：土木智库，联讯证券

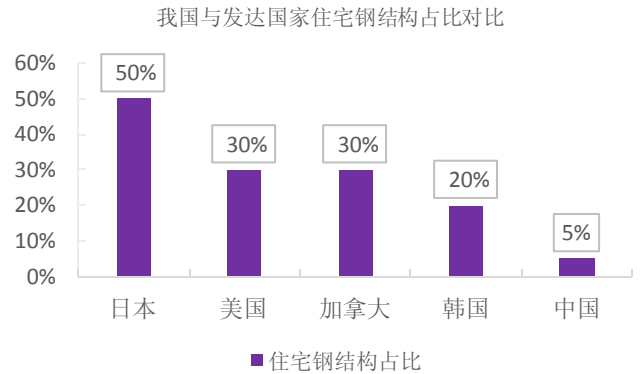
（四） 我国钢结构市场尚处于初级阶段，未来空间巨大

从我国的钢结构产量来看，2009 年至今，中国钢结构保持较快的速度增长，年均增速都在 10%以上，且仍然保持快速增长的势头。

而对比发达国家，我国钢结构的发展相对落后。据统计，目前美国、日本等工业发达国家的建筑用钢占钢材消耗总量的 50%以上，钢结构用钢量占到钢产量的 30%以上，钢结构面积占到总建筑面积的 40%以上，而我国建筑用钢量只达到 22-26%，钢结构建筑所用的钢材还不到全国钢材总产量的 2%，未来还有较大发展空间。


图表16: 我国 2010-2017 年钢结构产量


资料来源: wind, 联讯证券

图表17: 我国与发达国家住宅钢结构占比对比


资料来源: wind, 联讯证券

三、公司亮点：专注技术和产品多维度构建竞争优势

(一) 立足安徽，面向全球打造品牌优势

鸿路钢构自 2002 年成立以来，承包各大地标建筑项目，在保证工程质量的情况下，打造出“鸿路速度”品牌，在行业多次获得奖项。公司 2011 年 1 月 18 日成功在深交所上市，上市后公司在品牌知名度、管理水平上均有很大程度的提升，承建了一系列精度要求高、社会影响力较大的大型钢结构建筑工程。

2016 年，公司获得中国建筑钢结构行业（5A）诚信企业和 2016 年中国建筑钢结构行业竞争力榜单前十名企业两项奖项；

2017 年，公司承建的洛阳环球贸易中心项目（一期）B 塔（制作）获得第十二届第二批中国钢结构金奖工程。

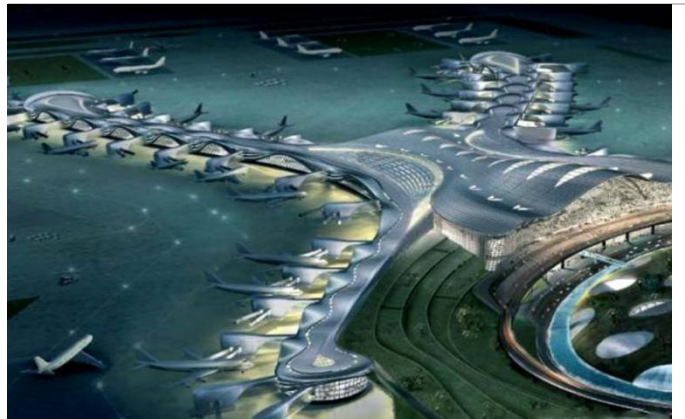
2017 年，公司完成高层装配式住宅——涡阳金诺公馆项目，建筑面积 10 万平方米；

2018 年，公司在 6 个月完成浙石化炼化一体化项目，总用钢量 15 万吨；

2019 年，公司承建济南超算中心，1 月 15 日签订合同，2 月 14 日钢结构基本完工，总用钢量 2.5 万吨，打造“鸿路速度”；

图表18: 联手打造合肥高铁商圈第一高楼：绿地中心


资料来源: 公司官网, 联讯证券

图表19: 打造中东最大国际机场：阿布扎比国际机场


资料来源: 公司官网, 联讯证券



图表20: 承建配套“中国天眼”:天文时空塔



资料来源: 公司官网, 联讯证券

图表21: 承建深圳前海世茂金融中心



资料来源: 公司官网, 联讯证券

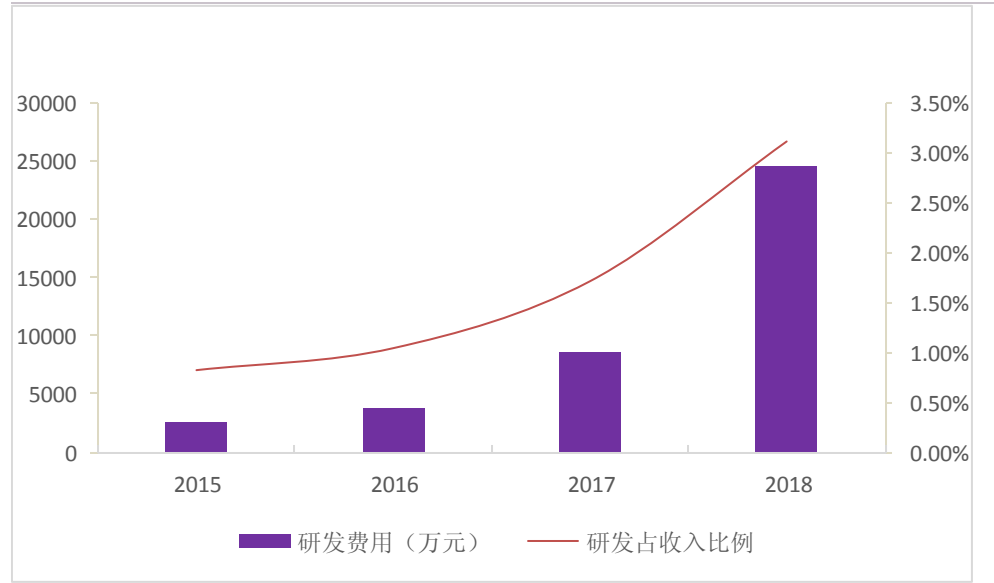
(二) 行业内领先的研发优势

1、研发费用的支出比重持续提升

2018 年公司研发费用 2.45 亿元, 占营收比重 3.31%, 过去几年中, 研发费用占营收比重逐年提升。公司每次转型都离不开背后研发团队的支持, 从刚开始的纯钢结构制造商, 到开发智能车库, 到低层装配式住宅以及第三代钢结构住宅, 公司研发和产品一直走在行业前列。



图表22: 大幅提高研发费用占营收比重

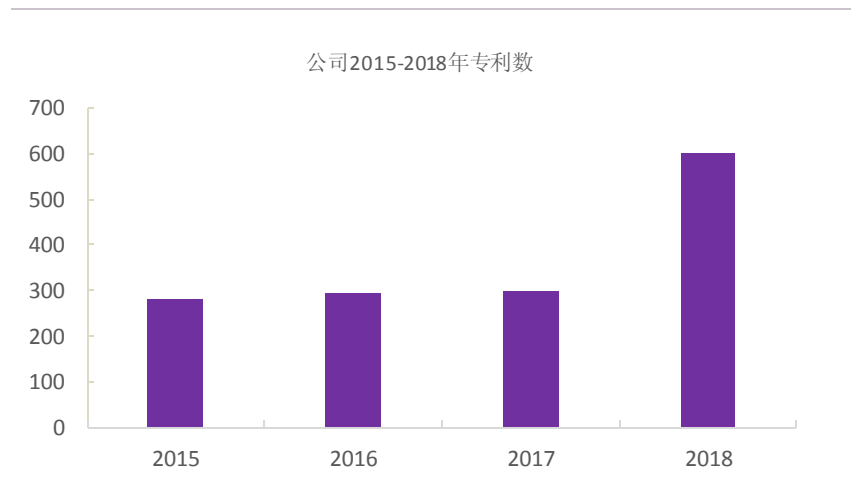


资料来源: 公司年报, 联讯证券

2、拥有近 600 项专利

公司是国家高新技术企业、国家级企业技术中心企业, 截止 2018 年年报, 鸿路钢构在装配式建筑、智能立体停车设备、钢结构制造等领域拥有近 600 项专利, 相比 2017 年, 公司的专利数量翻了一倍。

图表23: 公司 2015-2018 年专利数



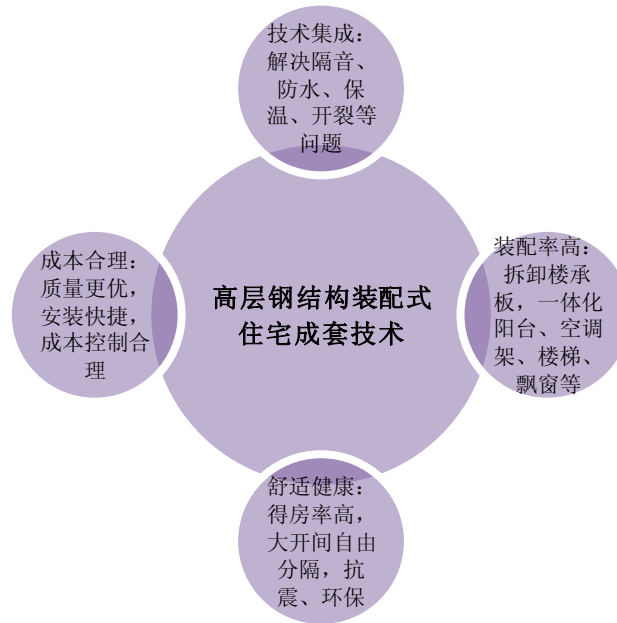
资料来源: 公司年报, 联讯证券

3、三大技术体系打开未来发展空间

目前公司具有“一体化装配式高层钢结构住宅成套技术”, “高端智能车库存取技术”, “装配式低层住宅集成技术”等三大技术体系, 公司未来有望凭借领先的研发优势开拓装配式住宅、智能车库等有巨大空间的市场的。

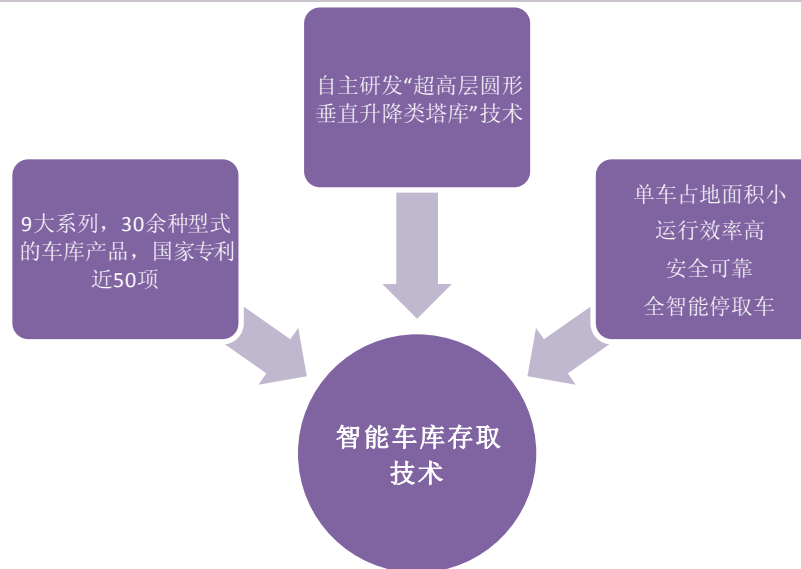


图表24: 公司高层钢结构装配式住宅成套技术优势



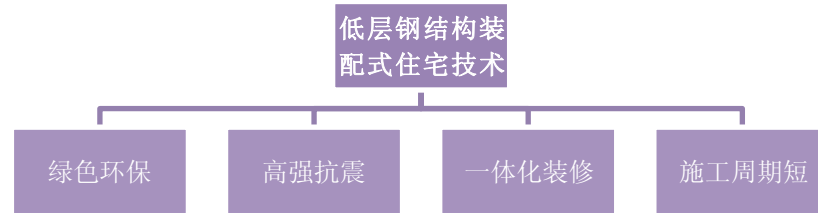
资料来源: 公司年报, 联讯证券

图表25: 公司智能车库存取技术优势



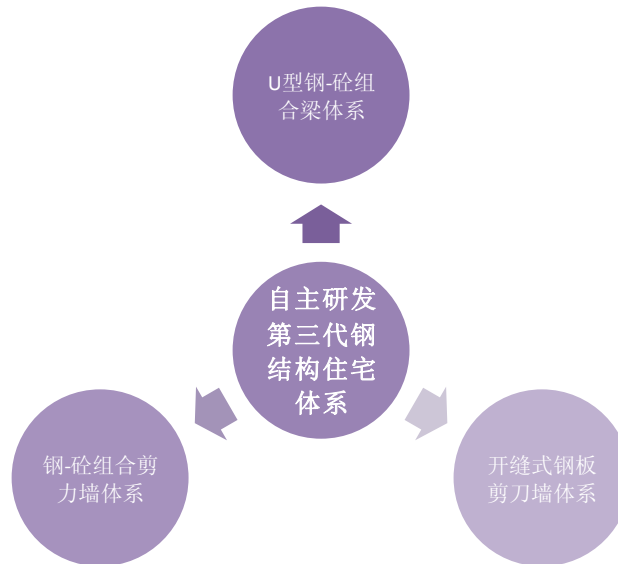
资料来源: 公司年报, 联讯证券

图表26: 公司低层钢结构装配式住宅技术



资料来源：公司年报，联讯证券

图表27： 公司自主研发第三代钢结构住宅体系



资料来源：公司年报，联讯证券

（三）公司具有全国最大的钢结构制作产能

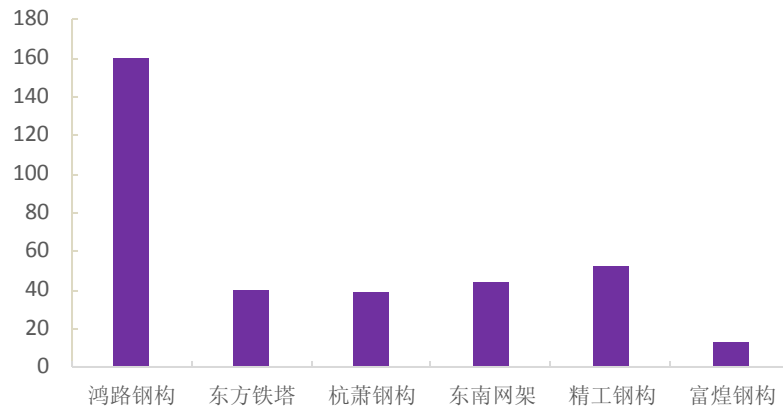
1、钢结构制作产能居行业首位

鸿路钢构拥有全国最大的钢结构制作产能，2018年，公司产能160万吨，目前公司全国有十大生产基地，随着各生产基地陆续投产，2019年产能预计将达到240-270万吨，钢结构的利润较为稳定，公司业绩未来增长空间较大。

鸿路钢构拥有各类先进钢结构生产线26条（其中重钢生产线2条），起重机生产线及门窗生产线各两条，C型钢生产线10条，复合板、彩板压型瓦等围护生产线多条，先后引进了PVC塑钢板、FRP采光板和EPS生产线。



图表28：国内主要钢结构公司产能对比



资料来源：公司年报，联讯证券

图表29：公司生产基地分布



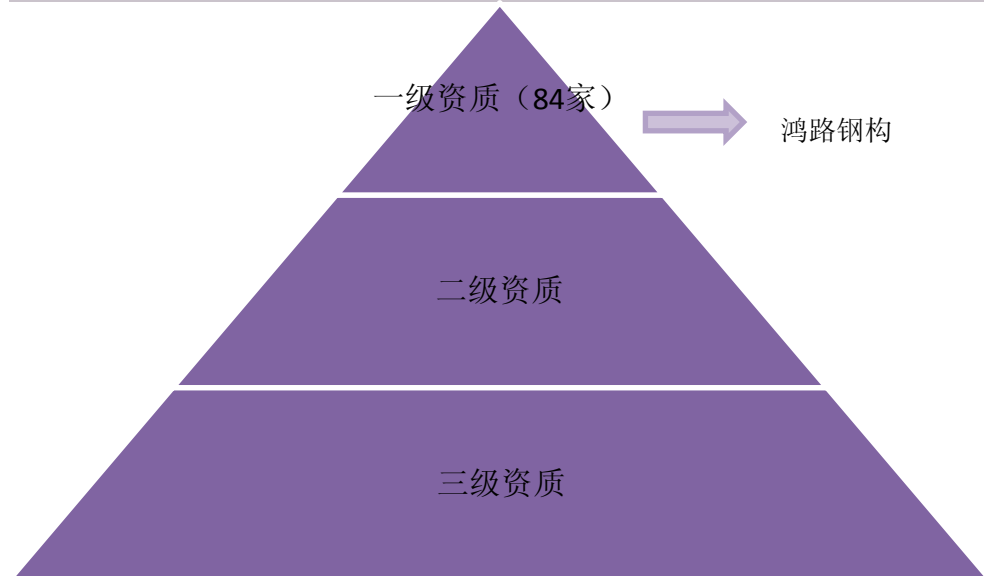
资料来源：公司官网，联讯证券

（四）具备总包一级资质

目前国内钢结构公司有 2 万多家，其中具有一级资质的只有 84 家。目前鸿路钢构还拥有国家建设部钢结构专业承包一级资质、专项设计乙级资质、消防设施工程资质、安全生产许可证等，在同行中率先通过了 ISO9001 质量体系认证、环境管理体系认证、职业健康安全管理体系认证。



图表30: 公司具有一级资质



资料来源: 联讯证券

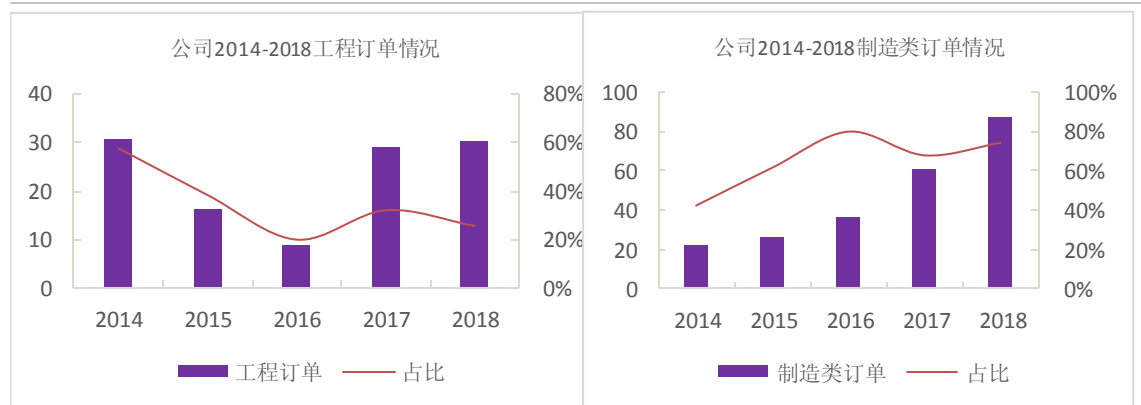
四、模式、产能驱动未来业绩高增长

(一) 业务模式从分包到总包

随着装配式建筑在政策驱动下迎来较快发展, 以及公司获得总包一级资质, 公司业务模式向装配式建筑总承包方向倾斜。2018年, 公司工程订单总金额 30.41 亿元, 其中钢结构总包业务订单 21.96 亿元, 占比 72.22%。

从专业分包向总包模式转变一方面有利于快速做大规模, 另一方面因总包毛利率高于专业分包, 有利于提升公司的利润率。

图表31: 公司 2014-2018 年工程订单情况 图表32: 公司 2014-2018 制造类订单情况



资料来源: 公司年报, 联讯证券

截至 2018 年 12 月 31 日, 鸿路钢构大型合同签订金额 46.26 亿元, 其中总承包合同金额 12.04 亿元, 占比 26.03%。

图表33: 公司 2018 年大型合同情况

序号	项目名称	估价/万元	项目进度
1	义乌市国内公路港物流中心一期工程钢结构加工制作及安装工程	3550	完工



序号	项目名称	估价/万元	项目进度
2	金梧桐创业园标准化厂房三期、四期建设	24589	完工
3	南川工业园区南平组团杉树林安置还房工程施工	10819	80%
4	上海宝冶集团有限公司某项目钢结构加工合同	9179	完工
5	彩金湖标准化厂房工程（宛陵科创城一期）项目工程总承包	52000	34.26%
6	衢州市柯城同创智谷中小企业孵化园建设项目总承包（EPC）工程	11944	62%
7	绿洲凤栖苑保障项目钢结构产业化项目	49860	32.94%
8	上海宝冶集团有限公司某项目一、某项目二、某项目三钢结构加工	5073	35.68%
9	浙江石油化工有限公司 4000 万吨/年炼油化工一体化项目装置钢结构制作	92073	完工
10	中铁十局集团第三工程有限公司上海某项目钢结构制作	8588	完工
11	绿洲凤栖苑保障房项目钢材采购	14180	56.21%
12	超视界第 10.5 代 TFT-LCD 显示器件生产线项目钢结构制作运输	4363	完工
13	西安市昆明路快速路工程西南二环立交项目钢结构加工	14534	32.90%
14	北城创业创新中心设计与施工一体化项目建设工程	17275	65%
15	茶花现代家居用品滁州厂房建设总承包	10871	60%
16	长丰县双凤开发区绿洲凤栖苑保障房工程二标段项目	32503	4.75%
17	中共汝阳县委党校新校区建设项目	17000	24.60%
18	青岛义和钢构有限公司上海某项目钢结构制作	7566	65.09%
19	宇培贵阳电子商务物流园项目钢结构工程	14118	未开工
20	武汉精武路项目钢结构构件采购	16910	4.79%
21	柴油机厂棚户安置区安置房（B 地块）勘察、设计、采购、施工 EPC 总承包	45657	未开工

资料来源：年报，联讯证券

（二）产能处于快速提升阶段

鸿路钢构目前在涡阳县投资建设绿色生态产业基地项目，分为一期二期，生产面积达到 108 万平方米，产能 100 万吨以上，该基地建成之后是我国最大装配式钢结构生产基地。随着几大生产基地建成投产，预计 2019 年公司产能能将达到 240-270 吨，较原来提升 50%以上。

图表34：公司在建生产基地情况

开工时间	生产基地	投资金额/亿元	产能/万吨	项目进度
2017/3	涡阳绿色建筑生产基地项目一期	16	40	2018 年 10 建成投产
2018/1	涡阳绿色建筑生产基地项目二期	25	60	预计 2019 年 10 月建成投产
2018/3	盛鸿金诺高端立体停车设备、住宅钢结构智能制造基地	15	20	完成一半，预计 2019 年年中建成投产

资料来源：公司年报，联讯证券

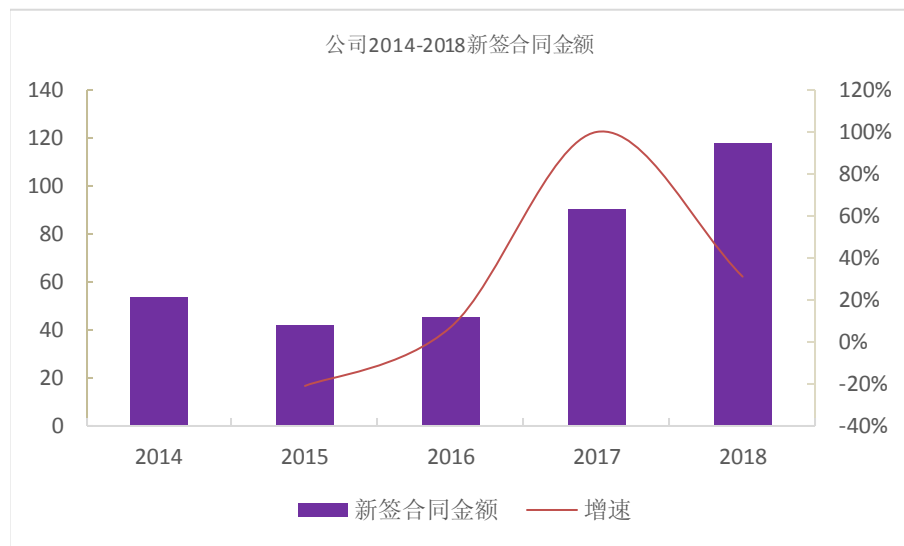
（三）在手订单充足，为业绩增添动力

公司 2018 年新签订单金额 118 亿元，同比增长 31%。2019 年 1-3 月，公司累计新签合同总金额 34.65 亿元，其中工程订单 3.33 亿元，材料订单 31.32 亿元。目前公司在手订单充足，随着建筑业高景气回暖，以及钢结构建筑渗透率提升，我们预计公司未来



两年新签订单仍有望保持较快增长。

图表35: 公司 2014-2018 年新签合同金额



资料来源: 公司年报, 联讯证券

图表36: 公司 2019 第一季度重大合同明细

序号	项目名称	合同金额/亿元
1	浙南科技城学校建设工程采购施工总承包	2.4
2	雄安高铁站(二标段)项目钢结构工程加工	1.8
3	FF155-联投书城钢结构-中区地上钢结构加工	0.6
4	济南超算中心科技园项目一期工程	2.05

资料来源: 公司年报, 联讯证券

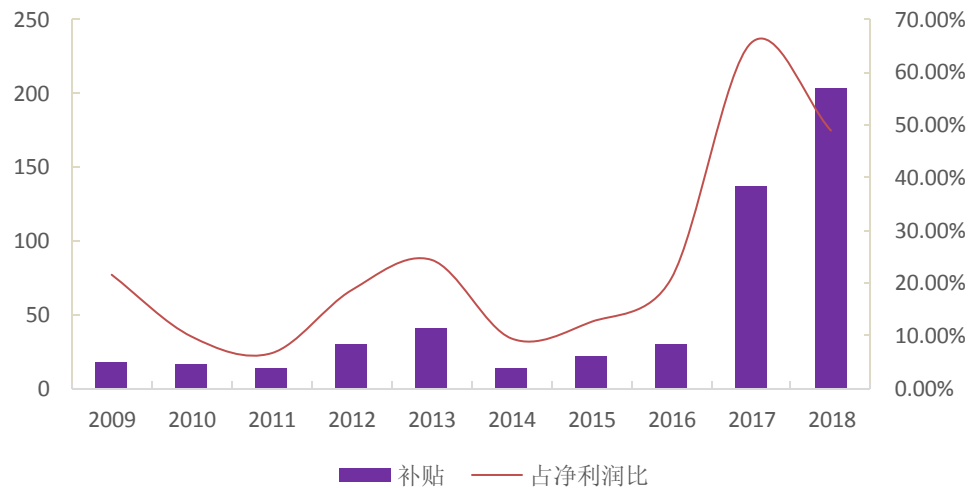
(四) 政府补助近两年对利润贡献较大

由于公司目前处于产能扩张期, 近几年获得政府补助持续增长。2018年, 公司净利润 4.16 亿元, 其中获得政府补助 2.03 亿元, 占比 48.92%。

图表37: 公司获得政府补助情况



公司获得政府补助情况



资料来源：公司年报，联讯证券

图表38:

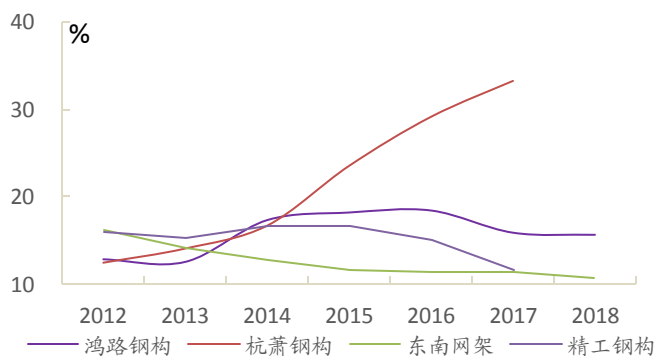
图表39: 公司 2018 年政府补贴明细

种类	金额/万元
产业扶持奖励资金	8192.00
企业扶持专项基金	5320.48
产业发展奖励资金	3512.66
陈焯扶持奖励资金	2330.00
工业项目扶持奖励资金	518.19
企业奖补资金	326.27
绿色建筑、高端车库奖补资金	264.61
科技创新专项奖励	200.00
税收返还	280.11
其他零星补贴	426.83
总计	21371.15

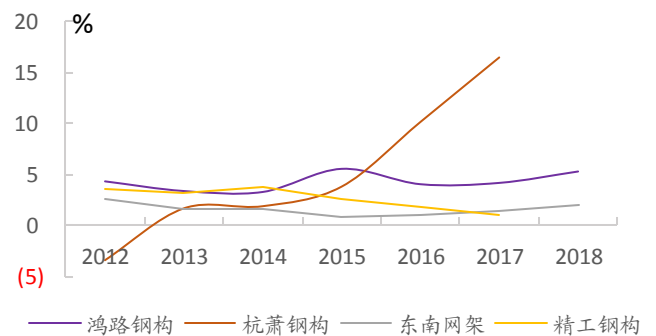
资料来源：公司年报，联讯证券

五、主要财务指标对比

图表40: 鸿路钢构毛利率



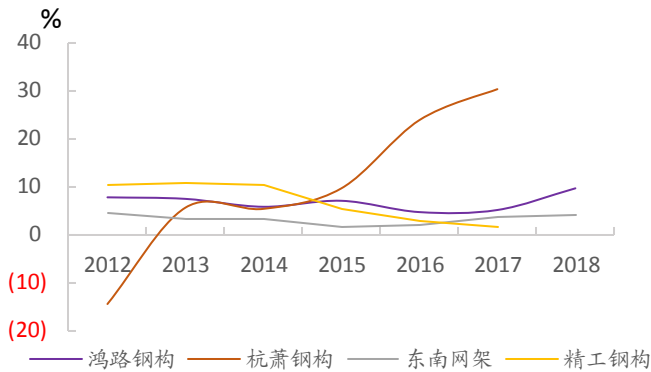
图表41: 鸿路钢构净利率





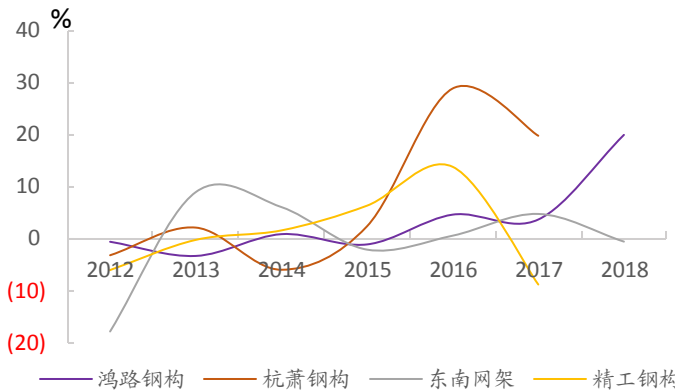
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表42: ROE



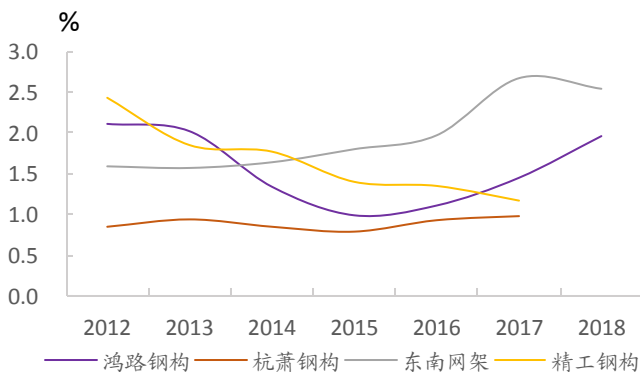
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表44: 经营净现金/营业收入



资料来源: wind, 联讯证券研究院

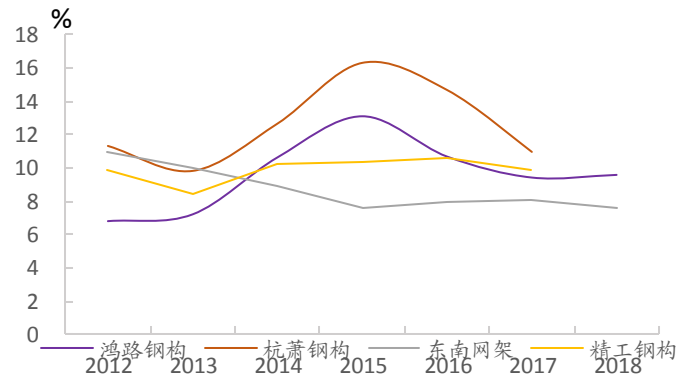
图表46: 存货周转率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

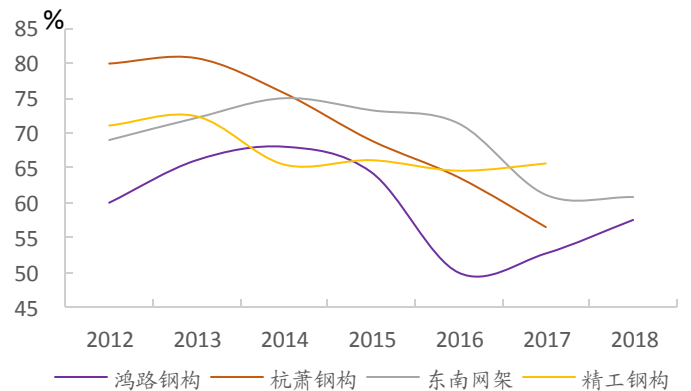
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表43: 期间费用率



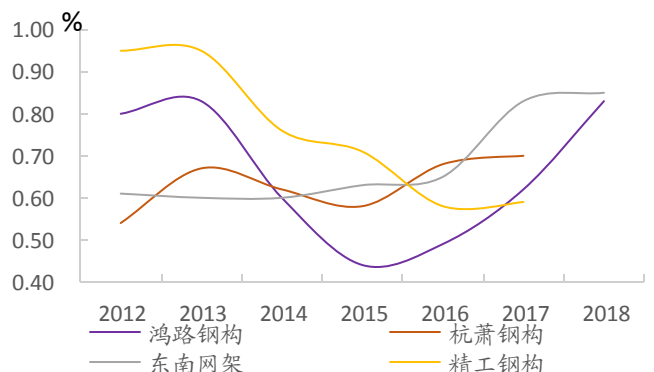
资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表45: 资产负债率



资料来源: wind, 联讯证券研究院

图表47: 总资产周转率



资料来源: wind, 联讯证券研究院



六、 盈利预测与投资评级

相关假设

根据公司历史订单结转情况及新签订单情况，我们预计公司 2019-2021 年收入增速分别为 40.7%、33.1%和 24.8%；

预计 2019-2021 年综合毛利率分别为 14.84%、14.32%和 14.03%；

盈利预测及估值：

我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 110.79、147.45 和 184.05 亿元，同比分别增加 40.7%、33.1%和 24.8%，净利润分别为 4.61、5.30 和 6.10 亿元，同比分别增长 10.9%、14.8%和 15.1%。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.88、1.01 和 1.16 元，对应的 PE 分别为 10.1/8.8/7.6x。

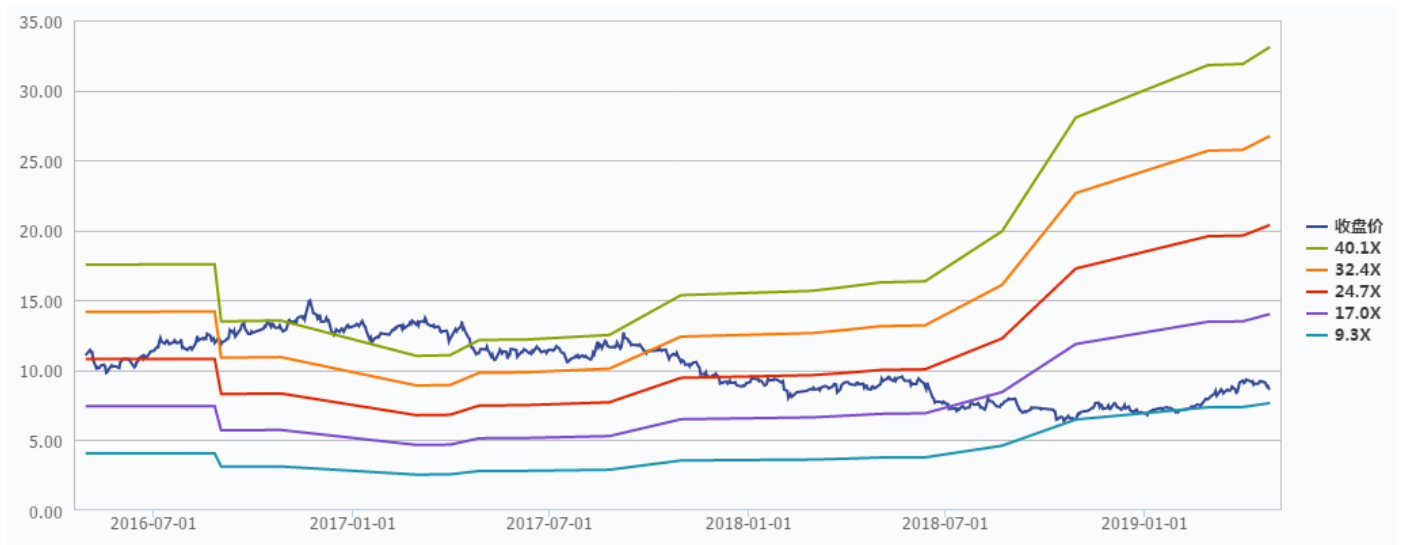
装配式建筑在政策鼓励下有望迎来跨越式发展，公司作为钢结构行业龙头企业，将受益于钢结构建筑渗透率的提升，未来三年收入将保持较快增长，受政府补贴变动较大影响，我们预计利润增长将慢于收入，但扣非后利润增长与收入增长将同步，公司目前估值低于行业平均水平，参考钢结构行业平均估值水平，我们给予公司 2019 年 14-16 倍 PE，对应合理估值区间 12.32~14.08 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、新业务订单签订不理想导致收入确认低于预期；
- 2、应收账款风险；
- 3、房地产调控风险；



图表48: PE-BAND 鸿路钢构 (002541.SZ)



资料来源:wind, 联讯证券



图49： 附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1068	1000	1000	1000	营业收入	7874	11079	14745	18405
应收款项	1752	2428	3232	4034	营业成本	6645	9435	12633	15823
存货净额	3689	5018	6729	8444	营业税金及附加	48	66	88	110
其他流动资产	328	443	590	736	销售费用	173	233	295	368
流动资产合计	6837	8890	11551	14214	管理费用	213	609	774	942
固定资产	2493	2976	3347	3399	财务费用	123	107	163	203
无形资产及其他	659	637	615	593	投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)
投资性房地产	412	412	412	412	资产减值及公允价值变动	(106)	(133)	(177)	(221)
长期股权投资	19	19	19	19	其他收入	(228)	0	0	0
资产总计	10421	12935	15945	18638	营业利润	337	495	614	737
短期借款及交易性金融负债	1124	2166	3006	3475	营业外净收支	200	100	70	50
应付款项	3090	3764	5047	6333	利润总额	537	595	684	787
其他流动负债	1176	1696	2266	2839	所得税费用	121	134	154	177
流动负债合计	5389	7626	10319	12646	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	262	262	262	262	归属于母公司净利润	416	461	530	610
其他长期负债	346	346	346	346					
长期负债合计	608	608	608	608	现金流量表（百万元）				
负债合计	5997	8234	10926	13254	净利润	416	461	530	610
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(15)	40	11	3
股东权益	4423	4700	5018	5384	折旧摊销	168	366	463	545
负债和股东权益总计	10421	12935	15945	18638	公允价值变动损失	106	133	177	221
					财务费用	123	107	163	203
关键财务与估值指标					营运资本变动	1071	(885)	(797)	(801)
每股收益	0.79	0.88	1.01	1.16	其它	15	(40)	(11)	(3)
每股红利	0.18	0.35	0.40	0.47	经营活动现金流	1761	75	372	575
每股净资产	8.45	8.97	9.58	10.28	资本开支	(752)	(1000)	(1000)	(800)
ROIC	11%	9%	10%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	10%	11%	11%	投资活动现金流	(753)	(1000)	(1000)	(800)
毛利率	16%	15%	14%	14%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	7%	6%	6%	负债净变化	218	0	0	0
EBITDA Margin	12%	10%	10%	9%	支付股利、利息	(97)	(185)	(212)	(244)
收入增长	56%	41%	33%	25%	其它融资现金流	(1225)	1042	840	469
净利润增长率	99%	11%	15%	15%	融资活动现金流	(984)	858	628	225
资产负债率	58%	64%	69%	71%	现金净变动	24	(68)	0	0
息率	2.1%	4.0%	4.6%	5.2%	货币资金的期初余额	1044	1068	1000	1000
P/E	11.2	10.1	8.8	7.6	货币资金的期末余额	1068	1000	1000	1000
P/B	1.1	1.0	0.9	0.9	企业自由现金流	1103	(950)	(595)	(155)
EV/EBITDA	11.1	11.7	11.0	10.5	权益自由现金流	96	10	118	156

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

刘萍，西安交通大学硕士，2017年10月加入联讯证券研究院，现任建筑建材行业首席分析师。证书编号：S0300517100001。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com