

2020年10月07日

国内最大的钢结构专业生产商——鸿路转债申购价值分析

——事件点评

固定收益研究团队

杨为敦（分析师）

yangweixiao@kysec.cn

证书编号：S0790520050002

孟子君（联系人）

mengzijun@kysec.cn

证书编号：S0790120070014

● 钢结构专业制造企业

公司是我国最大的钢结构专业生产商，主营业务为钢结构业务、围护产品、其他业务；根据2020年中报，钢结构业务收入占公司总营收的94.03%，围护产品收入占1.77%，其他业务收入占4.20%。2020H1公司实现营业收入50.11亿元，同比增长4.85%；归母净利润1.89亿元，同比增长11.49%。营业收入的增长主要系新建生产基地产能逐步释放以及生产效率的提高，目前已基本消除疫情对公司经营的不利影响。

● 行业前景可期，公司控本增效保持领先地位

钢结构行业内竞争主要为品牌竞争，公司深耕行业多年，口碑良好，近年产量和销量高于同业水平。同时公司从研发和管理两方面发力，形成成本优势，保持领先地位。装配式建筑是行业未来发展的主流模式，公司作为钢结构行业的龙头企业，凭借技术和规模优势或将抢占钢结构住宅先机。

● 预计上市价格中枢约117.98元

参考相近行业、相似评级的华阳转债（评级AA-、规模4.5亿元，平价99.77元对应转债价格117.51，转股溢价率17.78%）、森特转债（评级AA-、规模6亿元，平价92.09元对应转债价格108.15，转股溢价率17.44%）。我们预计上市首日转股溢价率在20%-24%区间，价格116.05-119.92元，价格中枢117.98元。

● 预计中签率约0.0094%，建议积极申购

第一大股东为商晓波，持股比例37.46%。前十大股东合计持股56.52%，股权结构比较集中。假设原股东有60%参与配售，则预计获配11.28亿元面值转债，留给市场的规模约为7.52亿元。假设鸿路转债网上申购800万户，按照打满计算中签率在0.0094%左右，建议积极申购。

● 风险提示：正股及市场大幅波动风险；钢结构渗透率提升不及预期

相关研究报告

目 录

1、 发行关键信息	3
2、 鸿路转债：可能为偏股性转债	3
3、 预计上市价格中枢：117.98 元	4
4、 中签率中枢约为 0.0094%，建议积极申购	4
5、 鸿路钢构：国内最大的钢结构专业生产商	4
5.1、 公司速览：钢结构专业制造企业	4
5.2、 经营概况：2019 年公司营收/归母净利同比+36.58%/+34.39%	5
5.3、 公司看点：行业前景可期，公司控本增效保持领先地位	6
5.3.1、 国内最大的钢结构专业生产商，品牌优势明显	6
5.3.2、 把握政策发展机会，率先抢占市场	6
5.3.3、 研发、管理齐发力，竞争优势不断提升	7
5.4、 同业比较：公司相对估值水平高于行业	7
5.5、 鸿路转债募投项目	8
6、 风险提示	8

图表目录

图 1： 公司 2020H1 钢结构业务营收占比为 94.03%	5
图 2： 实际控制人持股 37.46%	5
图 3： 公司 2020H1 营收同比增长 4.85%	5
图 4： 公司 2020H1 归母净利润同比增长 11.49%	5
图 5： 2020 H1 公司综合毛利率为 13.90%	6
图 6： 2018 年我国装配式建筑渗透率为 9%，低于其他国家	7
图 7： 2015-2019 研发支出持续增长	7
表 1： 鸿路转债发行时间表	3
表 2： 鸿路转债发行条款一览	3
表 3： 预计上市首日价格中枢 117.98 元	4
表 4： 2017-2019 年度公司生产量和销售量高于同业公司	6
表 5： 公司相对估值高于行业平均水平	8
表 6： 鸿路转债募投项目	8

1、发行关键信息

表1: 鸿路转债发行时间表

交易日	日期	发行进度
T-2	9月29日	刊登《募集说明书》及摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
T-1	9月30日	网上路演，原股东优先配售股权登记日
T	10月9日	刊登《可转债发行提示性公告》，原股东优先配售，网上申购，确定网上中签率
T+1	10月12日	刊登《网上发行中签率及优先配售结果公告》，网上申购摇号抽签
T+2	10月13日	刊登《网上中签结果公告》，网上投资者根据中签号码确认认购数量并缴纳认购款
T+3	10月14日	主承销商根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
T+4	10月15日	刊登《发行结果公告》

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

表2: 鸿路转债发行条款一览

转债名称	鸿路转债	转债代码	128134.SZ
正股名称	鸿路钢构	正股代码	002541.SZ
发行规模	18.8 亿	所属行业	建筑装饰
发行方式	向股权登记日（2020年9月30日，T-1日）收市后中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司登记在册的原股东优先配售，原股东优先配售后余额（含原股东放弃优先配售部分）通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行，认购金额不足18.8亿元的部分由保荐机构（主承销商）包销。		
存续期	6年（2020年10月9日至2026年10月8日）		
票面利率	第一年0.3%、第二年0.5%、第三年1%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2%		
初始转股价格	43.74元/股		
转股期间	2021年4月15日至2026年10月8日		
赎回条款	（1）到期赎回：期满后5个交易日内，按票面面值的110%（含最后一期利息）赎回；（2）有条件赎回：转股期内15/30，130%；未转股余额不足人民币3000万元。		
回售条款	最后两个计息年度，连续30个交易日收盘价低于转股价的70%		
下修条款	存续期内，15/30，低于85%		
信用评级	主体：AA；债项：AA；联合信用评级有限公司		

资料来源：公司发行公告、开源证券研究所

2、鸿路转债：可能为偏股性转债

按照2020年9月30日6年期AA级中债企业债到期收益率水平4.7610%测算，鸿路转债的纯债价值约为87.5元，债底保护尚可；YTM中枢约为2.41%。以9月30日鸿路钢构正股收盘价42.3元计算，初始平价96.71元，偏股性。若所有转债按照转股价43.74元进行转股，则对总股本（流通盘数量占比为70.74%）的摊薄幅度为8.21%。

3、预计上市价格中枢：117.98 元

参考相近行业、相似评级的华阳转债（评级 AA-、规模 4.5 亿元，平价 99.77 元对应转债价格 117.51，转股溢价率 17.78%）、森特转债（评级 AA-、规模 6 亿元，平价 92.09 元对应转债价格 108.15，转股溢价率 17.44%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 20%-24% 区间，价格 116.05-119.92 元，价格中枢 117.98 元。

表3：预计上市首日价格中枢 117.98 元

正股价格	转股溢价率				
	20%	21%	22%	23%	24%
39.76	109.09	110.00	110.90	111.81	112.72
41.03	112.57	113.51	114.44	115.38	116.32
42.30	116.05	117.02	117.98	118.95	119.92
43.57	119.53	120.53	121.52	122.52	123.52
44.84	123.01	124.04	125.06	126.09	127.11

数据来源：开源证券研究所

4、中签率中枢约为 0.0094%，建议积极申购

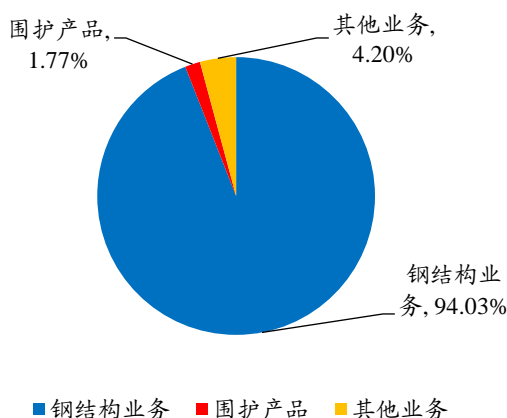
根据最新数据，鸿路钢构的第一大股东为商晓波，持股比例 37.46%。前十大股东合计持股 56.52%，股权结构比较集中。根据公告，本次发行向原股东优先配售，每股配售面值 3.5897 元，未披露配售意愿。假设原股东有 60% 参与配售，则预计获配 11.28 亿元面值转债，留给市场的规模约为 7.52 亿元。

鸿路转债仅设置网上发行。近期发行的奇正转债（评级 AA，规模 8 亿元）、景兴转债（评级 AA，规模 12.8 亿元）网上申购约 781.5/814.4 万户。假设鸿路转债网上申购 800 万户，按照打满计算中签率在 0.0094% 左右，建议积极申购。

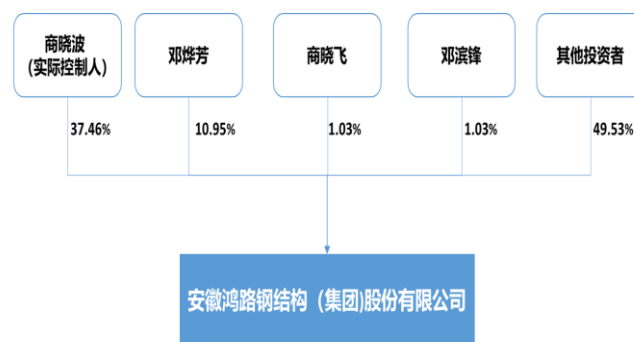
5、鸿路钢构：国内最大的钢结构专业生产商

5.1、公司速览：钢结构专业制造企业

鸿路钢构成立于 2002 年，于 2011 年在深交所上市。公司是目前中国最大的钢结构专业生产商，主营业务为钢结构业务、围护产品和其他业务。2020 年中报显示，钢结构业务收入占公司总营收的 94.03%，围护产品收入占 1.77%，其他业务收入占 4.20%。

图1: 公司 2020H1 钢结构业务营收占比为 94.03%


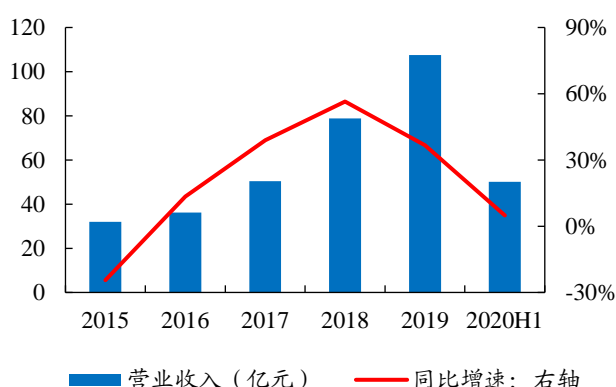
数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 实际控制人持股 37.46%


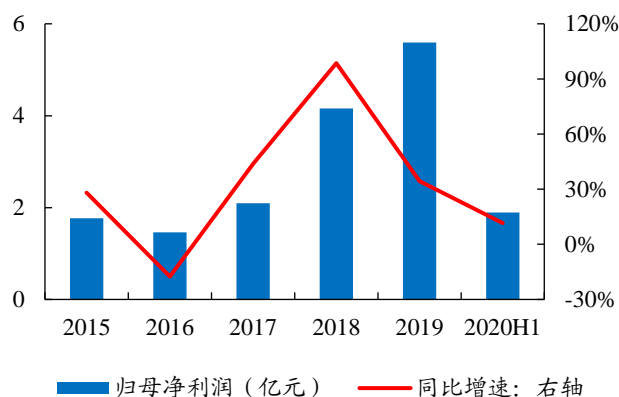
资料来源: Wind、开源证券研究所

5.2、经营概况: 2019 年公司营收/归母净利同比+36.58%/+34.39%

2020H1 公司实现营业收入 50.11 亿元, 同比增长 4.85%; 归母净利润 1.89 亿元, 同比增长 11.49%。营业收入的增长主要系新建生产基地产能逐步释放以及生产效率提高, 目前已基本消除疫情对公司经营的不利影响。据 2019 年年报显示, 公司全年实现营业收入 107.55 亿元, 同比增长 36.58%; 归母净利润 5.59 亿元, 同比增长 34.39%。

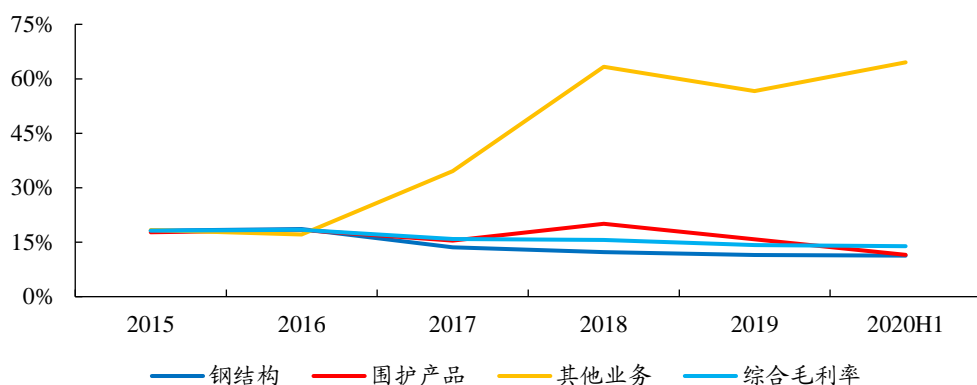
图3: 公司 2020H1 营收同比增长 4.85%


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 公司 2020H1 归母净利润同比增长 11.49%


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司综合毛利主要由钢结构业务贡献, 毛利率整体走势与钢结构业务毛利率走势基本一致。2020H1 公司综合毛利率为 13.90%, 其中钢结构业务毛利率为 11.30%, 围护产品毛利率为 11.52%, 其他业务毛利率为 64.54%。其他业务收入主要来自于原材料销售、边角料销售、投资性房地产租金收入、特许权使用费收入等, 毛利率较高。

图5：2020 H1 公司综合毛利率为 13.90%


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3、公司看点：行业前景可期，公司控本增效保持领先地位

5.3.1、国内最大的钢结构专业生产商，品牌优势明显

我国钢结构行业市场空间大、集中度低，竞争较为激烈。作为典型的资金集中型行业，钢结构行业内的企业主要通过外部要素投入的方式发展自身，大厂商往往具备较强生产能力和技术，具有一定品牌优势。为保证产品质量和完成时间，大多数客户会选择业内知名度较高的企业，行业内逐渐由价格竞争变为品牌竞争。公司深耕行业多年，口碑良好，业内竞争优势显著，按产量口径，2017、2018 年公司的市占率分别为 1.55%、2.09%。

表4：2017-2019 年度公司生产量和销售量高于同业公司

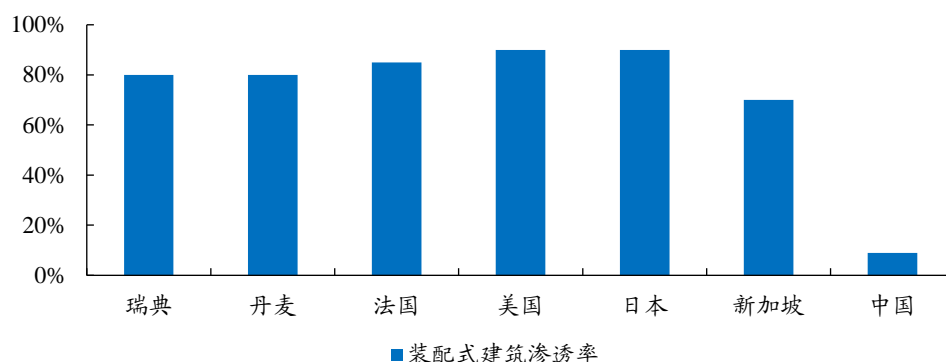
公司名称	2017 年度		2018 年度		2019 年度	
	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)	生产量 (万吨)	销售量 (万吨)
鸿路钢构	95.21	90.26	143.6	133.14	186.5	174.9
东南网架	43.86	42.70	49.75	48.91	49.50	48.54
精工钢构	60.92	61.03	71.61	71.61	77.26	78.01
杭萧钢构	38.87	38.73	48.48	47.62	56.40	56.56
富煌钢构	27.32	26.46	30.16	29.35	28.68	27.88

数据来源：各公司年报、开源证券研究所

注：鸿路钢构销售量未包含自用量，2017 年-2019 年鸿路钢构自用量为 8.09 万吨、7.96 万吨、8.21 万吨。

5.3.2、把握政策发展机会，率先抢占市场

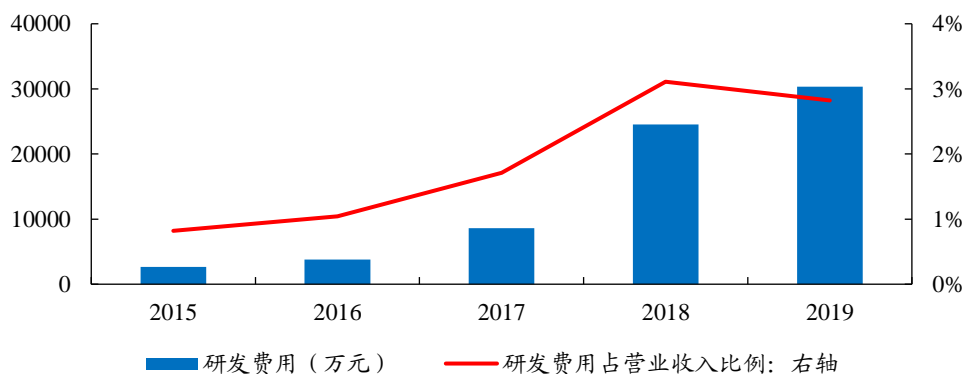
装配式建筑是建筑业未来发展的主流模式，《“十三五”装配式建筑行动方案》要求 2020 年装配式建筑在新建建筑中的占比达 15%以上，2025 年占比达 30%。根据智研咨询数据，我国 2018 年装配式建筑渗透率仅为 9%，较美国、日本等国家存在一定差距，有较大发展空间。公司此次发行可转债募集的 18.88 亿元资金中，将有 12.5 亿元用于装配式项目建设，凭借技术和规模优势或将抢占钢结构住宅先机。

图6：2018年我国装配式建筑渗透率为9%，低于其他国家


数据来源：智研咨询、开源证券研究所

5.3.3、研发、管理齐发力，竞争优势不断提升

公司实行紧密型扁平化管理模式，采取“公司—工厂”两级管控体系，去除中间环节，降低管理成本，提高反应能力。同时引进信息化手段，建设采购平台，降低采购成本。公司多年注重研发投入，关注智能制造技术，拓宽产品线，发挥各产品间的协同效应，减少外购产品，降低成本。近年来公司研发投入不断加大，2019年研发费用为3.04亿元，占公司总营收的2.82%。根据2019年年报数据计算，公司2019年吨成本为4000元左右，低于同业企业水平。

图7：2015-2019 研发支出持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.4、同业比较：公司相对估值水平高于行业

与钢结构行业市值相邻的7家公司相比，公司营收增速排名第2，净利润增速排名第3；销售毛利率排名第6，ROE排名第2；公司PE(TTM)为38.29倍，高于同行平均水平。

表5: 公司相对估值高于行业平均水平

公司代码	名称	总市值 (亿元)	2019年 总收入增速 (%)	2019年 净利润增速 (%)	2019年 毛利率 (%)	2019年 ROE (%)	PE (TTM)
002541.SZ	鸿路钢构	221.53	36.42	34.39	13.58	11.95	38.29
300517.SZ	海波重科	20.44	44.97	5.42	18.94	3.70	84.44
002593.SZ	日上集团	25.94	-9.30	0.96	12.80	4.34	33.04
002743.SZ	富煌钢构	27.34	5.83	9.50	16.39	4.27	31.80
603098.SH	森特股份	44.69	14.56	-3.44	18.63	10.83	26.29
002135.SZ	东南网架	76.44	3.25	56.68	11.37	6.44	24.44
600496.SH	精工钢构	104.67	18.65	121.95	14.80	7.95	21.3
600477.SH	杭萧钢构	86.58	7.30	-17.44	17.28	13.93	11.69

数据来源: Wind、开源证券研究所

5.5、鸿路转债募投项目

本次公开发行可转换公司债券募集资金总额为 18.88 亿元, 募集资金主要用于投资项目“涡阳绿色装配式建筑产业基地建设项目”、“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”、“湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目”、“鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目”和偿还银行贷款。扣除发行费用后募集资金用途如下:

表6: 鸿路转债募投项目

项目名称	拟投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)
涡阳绿色装配式建筑产业基地建设项目	13.26	8.80
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	1.70	1.70
湖北团风装配式建筑制造基地智能化升级项目	2.20	2.00
鸿路钢构信息化与智能化管理平台建设项目	0.80	0.80
偿还银行贷款	5.58	5.58
合计	23.54	18.88

资料来源: 公司募集说明书、开源证券研究所

6、风险提示

正股及市场大幅波动风险; 钢结构渗透率提升不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn