

鸿路钢构 (002541.SZ)

构建单厂盈利模型，解析公司核心优势

单厂模型分析结论：高 ROA、ROE 的好生意。公司钢结构制造加工产能的基本构成单位为结构相似的生产线，以单条产线作为小单厂，构建鸿路钢构单厂分析模型，可以发现：在不考虑政府补贴的情况下，以公司当前约 80% 的实际产能利用率计算（由于当前产能快速扩张，总体产能利用率处于较低水平），单厂 ROA/ROE 分别为 5.6%/14.0%；若考虑基地建设每平米政府补贴 450 元，则对应单厂 ROA/ROE 分别为 7.0%/17.5%。进一步地，通过敏感性测算可以发现工厂产能利用率提升可对 ROA/ROE 贡献较大弹性，在有政府补贴、产能利用率提升至 100% 情况下，单厂 ROA/ROE 可提升至 11.1%/27.8%，盈利能力优异。

核心优势：遥遥领先的制造加工规模，可快速复制产能的精细化管理体系。钢结构制造加工企业一般有 10 万吨级和 100 万吨级两个规模门槛，分别对应是否具备规模化扩张的管理能力、是否具备规模集采能力，公司 2020 年钢结构产量达 251 万吨，早已突破上述门槛。在目前价格体系下，中小型钢构加工企业吨净利约 100-150 元，扩产意愿和能力均相对较低，鸿路钢构在投资规模、管控半径、盈利能力等方面均与中小钢构加工企业拉开明显差距。而对于大型钢构企业而言，公司是国内前十大钢结构企业中产量最大且唯一聚焦钢结构制加工的建材企业，实行集中式扁平化管理，精细化管理能力强、产线生产饱和度高、产能调配效率高，生产制造成本优势明显。

成长驱动力：产能扩张、产能利用率提升空间大，提价可显著带动盈利弹性。自 2016 年底开始，公司持续竞拍工业土地扩张产能，至今已累计公告获取 448 万平方米用于建设钢结构生产基地，对应潜在建设产能约 380 万吨。根据公司公告的成熟产线经营情况，我们预计 2016 年后新增产能的利用率未来均有望爬坡至 140%，对应潜在年产量约 532 万吨，加上 2016 年前成熟产能对应的年产量 70 万吨，则公司潜在年产能可达 600 万吨。另一方面，目前公司持续夯实钢构生产龙头地位，具有较强规模化、稳定供给能力，未来有望逐步掌握行业议价权，如若未来大型钢结构制造加工领域出现供需缺口，假设公司售价提升 5%，则对应政府补贴下吨净利可达 387 元，有望对业绩贡献较大弹性。此外，公司通过完善半成品制造能力，可持续减少外协或外购半成品，夯实成本优势，进一步提升盈利能力。

投资建议：公司规模优势显著，产能持续扩张与释放下增长动力充足，且公司虽为建材企业，但下游主要为基建、制造业、商业地产，业务受地产“三道红线”影响较小，而目前估值却显著低于其他优质建材龙头，公司具备明显估值优势。预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.5/10.0/13.1 亿元，EPS 分别为 1.43/1.92/2.50 元（2019-2021 年 CAGR 为 33%），当前股价对应 PE 分别为 33/25/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：产能建设及产能利用率不及预期风险，钢材价格波动风险，竞争加剧风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,874	10,755	13,505	16,986	21,526
增长率 yoy (%)	56.5	36.6	25.6	25.8	26.7
归母净利润（百万元）	416	559	750	1,004	1,308
增长率 yoy (%)	98.6	34.4	34.2	33.9	30.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.79	1.07	1.43	1.92	2.50
净资产收益率 (%)	9.4	11.3	13.4	15.3	16.7
P/E (倍)	59.1	44.0	32.8	24.5	18.8
P/B (倍)	5.6	5.0	4.4	3.7	3.1

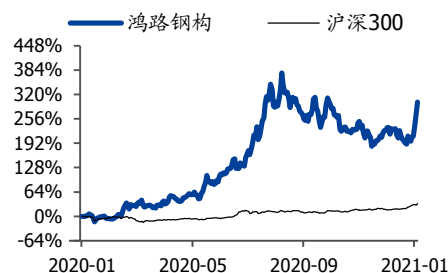
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
最新收盘价	46.97
总市值(百万元)	24,599.07
总股本(百万股)	523.72
其中自由流通股(%)	70.74
30 日日均成交量(百万股)	5.77

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

- 1、《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q4 签单大增 48%，产量提升边际加速》2021-01-11
- 2、《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q3 营收业绩均创历史新高，强势增长超预期》2020-10-23
- 3、《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q3 签单额创新高，募资扩产增强签单潜力》2020-10-13



内容目录

1. 单厂分析模型：产能利用率提升可显著带动 ROE 上行.....	4
1.1. 不考虑政府补贴，单厂 ROE 约 14%.....	4
1.2. 考虑政府补贴，单厂 ROE 约 18%.....	5
2. 核心优势：遥遥领先的制造加工规模，可快速复制产能的精细化管理体系.....	6
2.1. 相对中小型钢结构制造加工企业：规模化扩张能力、集采成本优势.....	7
2.2. 相对综合大型钢构企业：高效饱和生产.....	7
2.2.1. 总部直管，成本控制能力强.....	7
2.2.2. 集中、饱和式生产.....	8
2.2.3. 各产线间可实现高效协作加工.....	8
3. 未来增长驱动力：产能提升、产品提价与半成本自制.....	8
3.1. 产能扩张与利用率提升空间较大.....	8
3.2. 大型钢构制造加工领域或现供需缺口，提价可明显提升吨净利.....	9
3.3. 推动半成品自制、搭建物流体系，持续降本增效.....	10
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	11
5. 风险提示.....	13

图表目录

图表 1: 钢结构重点原材料年度平均价格 (元/吨).....	4
图表 2: 产能利用率与利润率的敏感性分析 (不考虑政府补贴).....	5
图表 3: 产能利用率与 ROA、ROE 的敏感性分析 (考虑政府补贴).....	6
图表 4: 我国 2018 年钢结构加工量前 10 企业.....	6
图表 5: 金字塔式管理.....	8
图表 6: 鸿路钢构扁平化管理.....	8
图表 7: 公司所有公告竞拍获得用于基地建设的土地资源.....	9
图表 8: 售价提升幅度的敏感性分析 (金额单位: 元/吨).....	10
图表 9: 辅材价格变动的敏感性分析.....	10
图表 10: 钢结构业务量价预测表.....	11
图表 11: 公司营收及增速预测.....	12
图表 12: 公司分业务毛利率预测.....	12
图表 13: 公司分业务净利润预测 (亿元).....	12
图表 14: 可比公司估值表.....	13

1. 单厂分析模型：产能利用率提升可显著带动 ROE 上行

1.1. 不考虑政府补贴，单厂 ROE 约 14%

由于鸿路钢构所有产能的基本构成单位是位于生产基地结构相似的一条一条生产线，因此我们可以以一条生产线作为小单厂，建立鸿路钢构单厂分析模型。

投资和年收入：根据国内钢构行业一般规律，一条生产线的设备投资额约 2000 万元，并配备 2000 吨钢材（价值约 740 万元）常备钢材库存，设计年产能约 10000 吨。以鸿路钢构当前约 80% 的实际产能利用率计算（由于当前产能快速扩张，总体产能利用率处于较低水平），每年实际产量约 8000 吨，按照目前市场上钢构件不含税价格约 5000 元/吨计算，单厂（一条生产线）年收入 4000 万元。

成本：

1) 原材料：公司依托规模优势可以直接在钢材商集中采购，根据中国钢铁工业协会数据，近几年钢结构主要原材料热轧卷板、中厚板、角钢周度平均市场价格均约 3800-4000 元/吨。而公司可直接在钢材生产商集采，从钢材采购成本加直接运输到钢构工厂的物流成本上看，公司比中小钢构企业低约 100-150 元/吨。可估算公司原材料价格成本约 3700 元/吨。另外辅材成本约 300 元/吨，以年产 8000 吨计，则公司每年单厂原材料成本为 3200 万元。

图表 1：钢结构重点原材料年度平均价格（元/吨）

年份	中厚板:20	热轧卷板:2.75	角钢:5#
2015 年	2,318	2,407	2,526
2016 年	2,707	2,894	2,673
2017 年	3,794	3,950	3,958
2018 年	4,278	4,254	4,314
2019 年	3,920	3,925	4,102
2020 年	3,893	3,918	3,923

资料来源：Wind，中国钢铁工业协会，国盛证券研究所

2) 工人工资：一般按照实际产量支付计件工资，业内水平每吨工资约 350 元，单厂每年合计支付 280 万元。

3) 水电煤等日常生产成本：大概占收入的 1%，单厂每年支付 40 万元。

4) 折旧：一般生产设备折旧年限为 10 年，厂房为 20 年，土地为 50 年，为简化计算，我们假设除库存钢材外的投资平均折旧年限为 20 年，对应每年折旧成本为 100 万元。

综上可得，单厂年生产成本为 3620 万元。

毛利：

单厂年毛利 $4000-3620=380$ 万元，但考虑到公司还存在部分废钢出售业务，预计在加工生产中废钢占比约 3%，以出售废钢市场价格 2300 元/吨、毛利率 50% 计，对应每年废钢出售贡献毛利约 28 万元，合计毛利 408 万元/年。

期间费用：

参考公司历史财务报表中披露的期间费用率水平，我们分别假设管理费用率/销售费用率/研发费用率分别为 1.5%/1%/2%，对应单厂年管理/销售/研发费用分别为 60/40/80 万元。对于财务费用率，假设单厂有息资产负债率与公司整体水平 17%保持一致，并假设其有息负债利息约 5%，则可测算单厂年财务费用约 23 万。单厂合计期间费用 203 万元/年。在规模效应下，我们假设期间费用不随产能利用率提升而提升。

净利润:

单厂税前利润为 204 万元/年，扣减掉 25% 所得税，单厂税后净利润为 153 万元/年。进而我们可以计算得到公司单吨净利润 192 元。

杜邦分析:

销售净利率 = 净利润 / 营业收入 = 153 / 4000 = 3.8%

资产周转率 = 营业收入 / 总资产 = 4000 / 2740 = 1.46

权益乘数 = 1 / (1 - 资产负债率) = 1 / (1 - 60%) = 2.5

ROA = 销售净利率 × 资产周转率 = 3.8% × 1.46 = 5.6%

ROE = ROA × 权益乘数 = 5.6% × 2.5 = 14.0%

成本加成模式下制造加工净利率:

由于鸿路钢构基本业务模式为成本加成模式，即订单基于原材料市场价格，加上公司必要的加工费收入进行报价，公司的实际收入为加工费收入，跟原材料市场价格关联度不高。因此我们可以计算出公司 制造加工净利率=税后净利润 / (总收入 - 原材料成本) = 19.2%。

产能利用率对利润率的敏感性分析:

我们可以发现，对于单厂而言，产能利用率是单厂可通过提升经营管理能力实现经营情况调控的核心指标，也是影响 ROA 与 ROE 的关键因素。

前述单厂模型中，我们假设产能利用率为 80%，但公司早期建设的成熟厂房早已突破设计产能 100% 利用率的界限。根据公司披露的投资者交流信息，成熟的产线每月产量可以达到 1500 吨，若考虑淡季以及节假日因素，我们可大致预估成熟产线产能利用率约 140%。经我们测算，若产能利用率达到 100%，则对应净利率/制造加工净利率/ROA/ROE 分别为 5.0%/24.8%/9.1%/22.7%。

图表 2: 产能利用率与利润率的敏感性分析 (不考虑政府补贴)

产能利用率	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
净利率	3.0%	3.8%	4.5%	5.0%	5.4%	5.7%	6.0%	6.3%
制造加工净利率	15.1%	19.2%	22.3%	24.8%	26.9%	28.6%	30.1%	31.3%
ROA	3.9%	5.6%	7.3%	9.1%	10.8%	12.5%	14.3%	16.0%
ROE	9.6%	14.0%	18.3%	22.7%	27.0%	31.3%	35.7%	40.0%

资料来源: 国盛证券研究所

1.2. 考虑政府补贴，单厂 ROE 约 18%

根据公司历年披露的政府补贴数据测算，鸿路钢构建设每吨产能获政府补贴约 450 元，由此对应单厂（指单条产线）建设成本 2000 万元中，政府补贴 450 万元，公司实际投资 1550 万元。

财务费用下降: 有息资产负债率保持不变，但单厂账面资产下降为 1550+740（钢材存

货)=2290万元，进一步计算得到单厂每年财务费用19万元，下降4万元。

利润率小幅提升：在政府补贴的情况下，以80%产能利用率测算单厂税后净利润为160万元/年；单吨净利润200元；净利率4.0%；制造加工净利率20.0%；ROA 7.0%，较无补助下提升1.4个pct；ROE 17.5%，较无补助下提升3.5个pct。因单厂实际投资额明显下降，驱动ROA/ROE明显提升。

敏感性分析：在政府补贴情况下，若单厂产能利用率达到100%，则对应净利率/制造加工净利率/ROA/ROE分别为5.1%/25.5%/11.1%/27.8%。

图表3：产能利用率与ROA、ROE的敏感性分析（考虑政府补贴）

产能利用率	70%	80%	90%	100%	110%	120%	130%	140%
净利率	3.2%	4.0%	4.6%	5.1%	5.5%	5.8%	6.1%	6.4%
制造加工净利率	16.0%	20.0%	23.0%	25.5%	27.5%	29.2%	30.6%	31.8%
ROA	4.9%	7.0%	9.1%	11.1%	13.2%	15.3%	17.4%	19.4%
ROE	12.3%	17.5%	22.6%	27.8%	33.0%	38.2%	43.4%	48.6%

资料来源：国盛证券研究所

2. 核心优势：遥遥领先的制造加工规模，可快速复制产能的精细化管理体系

我国前10规模钢结构企业仅鸿路钢构聚焦制造加工领域。我国钢结构企业业务大致可以分为钢结构制造加工、钢结构工程两类，根据钢结构协会数据，我国钢结构加工量排名前10的企业中，仅鸿路钢构为聚焦于钢结构制造加工的建材企业，其余大型钢结构加工企业普遍为央企旗下钢结构工程子公司，亦或是民营钢结构工程领军企业。另一方面，相比鸿路钢构，国内其他聚焦钢结构制造加工领域的建材企业规模普遍较小，年产能规模一般不超过20万吨。

图表4：我国2018年钢结构加工量前10企业

排名	公司名	钢结构加工量（万吨）
1	鸿路钢构	165（公司年报产量144万吨）
2	中建科工	105
3	中铁高新工业	101
4	东南网架	92
5	上海宝冶	76
6	精工钢构	72
7	沪宁钢机	66
8	杭萧钢构	51
9	中国二十二冶	42
10	中铁宝桥集团	32

资料来源：中国钢结构协会，国盛证券研究所

2.1. 相对中小型钢结构制造加工企业：规模化扩张能力、集采成本优势

10万吨产量级门槛划分是否具备规模化扩张的管理能力。根据行业经验，年产10万吨以下的小型钢结构生产企业大多实行家族化管理，管理难度小，但不具备规模化复制扩产的能力。而跨过年产超过10万吨门槛后，钢构企业对于管理体系的要求大幅提升，家族管理体制难以满足，必须建立行之有效的成熟可复制管理体系，才能实现规模化扩张。

100万吨产量级门槛划分是否具备钢材集采降成本能力。钢材分为板材、型材、管材，板材按照厚度和宽度等标准的不同分为中厚板、薄板、热卷、钢带等；型材包括角钢、工字钢、槽钢、H型钢、T型钢、Z型钢等；管材包括无缝钢管和直缝焊接钢管等，**钢材种类繁多**。一般而言，钢构企业生产过程中对于单品类钢材的采购需求都较小，主要渠道是钢材经销商。但如果企业年产钢结构达100万吨量级，那么即使采购品类较多，单品类钢材的采购需求依然较大，这种情况下可跳过钢材经销商，直接与钢材生产企业进行集中采购，从而明显降低原材料采购成本。从钢材采购成本加直接运输到钢构工厂的物流成本上看，集采预计比市场化采购低约100-150元/吨。

在目前价格体系下，中小钢构制造加工企业吨净利平均约100-150元，扩产意愿较低。即使通过扩产达到100万吨产能，那么前期需要大量的资本开支，加上2-2.5年的产能建设及爬坡期，且需不断调整管理架构，忍受前期大量的折旧摊销。而同期鸿路钢构依然持续发展、扩张规模，在产能规模、集采成本、规模化供给能力等方面持续与中小型钢构拉开明显距离，形成竞争壁垒。

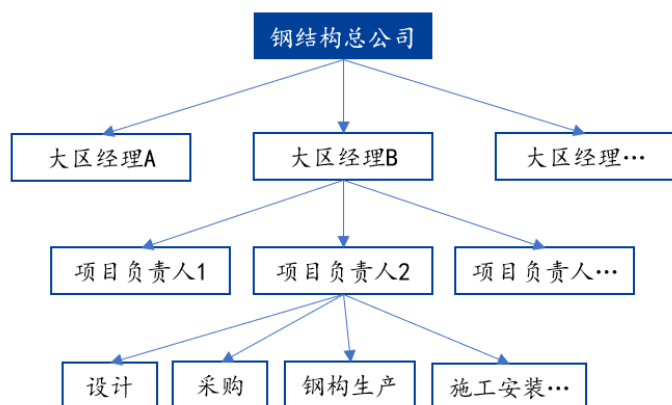
2.2. 相对综合大型钢构企业：高效饱和生产

大型钢结构工程企业的钢结构产能往往服务于辐射半径内的自有工程业务，实行“金字塔层层分管”的分散化经营方式，相比之下，鸿路钢构“集中扁平化”管理模式具有多方面优势：

2.2.1. 总部直管，成本控制能力强

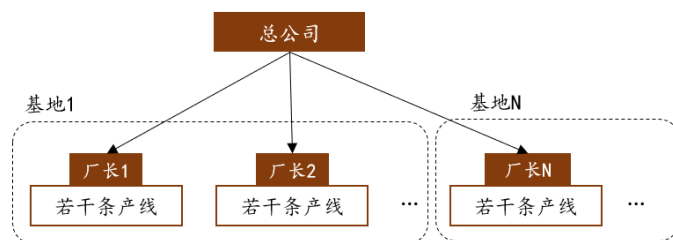
钢结构工程企业往往涉及多个大区，每个大区内包含多个项目，项目中又包含设计、采购、生产、施工系列完整流程，这种金字塔式层层分管模式下，大区经理一方面难以穿透管理推动钢结构高效生产，另一方面也无较强动力促使生产降低成本。而鸿路钢构的扁平化管理模式中，厂长根据自身能力负责基地内的若干条生产线，总公司直接管理到厂长，基地内部虽然也设立总经理，但主要负责质量监督、安全监督、政府协调等方面，不直接指挥生产，总公司直接对产线管控，可推动降本增效。

图表 5: 金字塔式管理



资料来源: 国盛证券研究所

图表 6: 鸿路钢构扁平化管理



资料来源: 国盛证券研究所

2.2.2. 集中、饱和式生产

钢结构施工企业的产能主要服务于辐射半径内的自有工程，这种模式下容易产生 2 个短板，一是工厂设备方面，不能连续生产，周转速度慢，产能利用不充分，摊销成本高；二是工人方面，若使用自有工人则工人工作量不饱和，若临时招聘工人则需要培训和磨合，均会提升生产的人工成本。

而鸿路钢构模式下，专注于钢结构生产加工，订单充裕，设备运转效率高；同时工人专业度高，通过合理的激励措施充分调动厂长和工人的生产积极性，持续饱和式生产。

2.2.3. 各产线间可实现高效协作加工

钢结构施工企业各个产线相对分散，且管理层级跨度大，难以做到大单、急单的快速协调生产，容易错失市场机会。而大单、急单不仅利润率一般更高，同时也能积累品牌影响力，积累忠诚度高的客户。

鸿路钢构则可以通过总部协调快速调配生产，实现高效协作生产。

3. 未来增长驱动力：产能提升、产品提价与半成本自制

3.1. 产能扩张与利用率提升空间较大

以在手土地资源测算，公司潜在最大年产量可达 **600 万吨**。公司 2016 年钢结构产量 70 万吨，该部分产量对应的产能释放已较为充分，预计其实际产能利用率 140% 左右。自 2016 年底公司持续竞拍工业土地扩张产能，至今已累计公告获取工业土地 448 万平方米用于建设钢结构生产基地。若剔除约 15% 的辅助用房和道路等占用面积，通常 1 平方米直接生产用地对应约 1 吨年产能，则公司所有公告工业土地资源可合计建设生产面积约 380 万平方米，对应增加产能 380 万吨。根据公司目前成熟老厂的产能利用率情况，我们预计 2016 年后新增产能的利用率未来有望爬坡至 140%，对应潜在年产量约 532 万吨，加上 2016 年前成熟产能对应的年产量 70 万吨，则公司潜在总年产量约 600 万吨。

图7: 公司所有公告竞拍获得用于基地建设的土地资源

公告日期	区域	宗地	面积(万平)	价格(万元)
2020/12/30	重庆市南川区	NC2020 让 12-3-2 (工业园区南平组团 A4 分区 01/01 (B) 地块)	18.4	1766
2020/12/18	重庆市南川区	NC2020 让 11-3-4 (工业园区南平组团 A4 分区 01/01 (A) 地块)	17.9	1720
2020/11/21	安徽省涡阳县	GY2020-229 号	14.2	1384
2020/11/21	安徽省涡阳县	GY2020-231 号	0.1	13
2020/10/16	安徽省金寨县	JZZB-GT-2020-46 号地块	10.1	1096
2020/10/16	安徽省金寨县	JZZB-GT-2020-45 号地块	0.8	88
2020/8/29	安徽省涡阳县	GY2020-221 号、GY2020-222 号、GY2020-223 号	14.6	1427
2020/8/29	安徽省涡阳县	GY2020-224 号	20.9	2037
2020/4/3	安徽省涡阳县	GY2020-203 号、GY2020-204 号和 GY2020-205 号	18.0	1755
2019/8/13	重庆市南川区	NC2019 让-4-3-9 (南平组团 A10 分区 01/01C 地块)	18.7	1792
2019/8/13	重庆市南川区	NC2019 让-4-3-8 (南平组团 A10 分区 01/01B 地块)	1.1	107
2019/4/10	安徽省长丰县	XT2017-19-1 号和 XT2017-19-2 号	15.7	2504
2019/3/30	安徽省颍上县	YS2019-12 号	66.3	6236
2019/3/5	安徽省宣城市	KGY1904 号	9.3	1561
2018/8/3	安徽省长丰县	下塘镇 XT2017-18 号地块	10.9	1736
2018/8/3	安徽省长丰县	下塘镇 XT2017-02 号地块	10.7	1702
2018/4/24	安徽省涡阳县	GY2018-204 号	23.8	2330
2018/4/24	安徽省涡阳县	GY2018-203 号	26.5	2600
2018/2/10	安徽省宣城市	KGY1713 号	14.0	2352
2017/12/28	安徽省蚌埠市	蚌挂(2017)75 号	14.0	3776
2017/8/29	重庆市南川区	GY2017-37 号	13.5	1332
2017/8/29	重庆市南川区	NC2017 让-1-2-6 (北固组团龙岩河分区 40 号)	3.4	325
2017/8/25	安徽省涡阳县	GY2017-38 号	16.9	1648
2017/1/6	安徽省涡阳县	GY2016-53 号	22.0	2146
2017/1/6	安徽省涡阳县	GY2016-98 号	46.7	4554
2016/12/20	重庆市南川区	NC20106 让 4-3-8 (工业园区南平组团 A10 分区 01/01A 地块)	19.1	1833
合计			447.6	49820

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2. 大型钢构制造加工领域或现供需缺口, 提价可明显提升吨净利

当前国内仍然缺乏大型钢构制造加工产能, 现存产能主要集中在大型央企自有厂房中, 产能调配效率不高, 难以市场化单独提供大型钢构代加工服务。而鸿路钢构是市场上专业提供钢结构制造加工服务的、稀缺具备大型钢构制造加工能力的钢构龙头, 在大型钢结构制造加工领域具有一定定价权。

大型钢结构制造加工需求快速增长, 行业或现供需缺口。钢结构具备高效、绿色环保、抗震性好、可循环利用等优势, 符合绿色建筑发展大趋势。在当前政策持续大力推广、与传统结构建筑成本差不断缩小背景下, 钢结构需求快速增长, 尤其大型公共建筑、商业综合体及重钢厂房等钢结构建筑项目逐渐增多, 导致大型钢结构制造加工领域或现一

定供需缺口。

公司持续夯实龙头竞争壁垒，掌握行业议价权，在钢结构制造加工行业出现供需缺口之际，有望通过提价持续带动吨净利提升。在我们单厂模型中，假定单吨不含税市场售价为5000元，通过对价格和吨净利进行敏感性分析，售价每上升1%，都能带动单吨净利润、净利率、ROA、ROE出现明显提升，公司利润对售价的弹性较大，未来存驱动公司业务绩大幅提升可能。

图表8: 售价提升幅度的敏感性分析(金额单位: 元/吨)

情况	售价提升幅度	0%	1%	2%	3%	4%	5%
不考虑政府补助	单吨净利润	192	229	267	304	342	379
	净利率	3.8%	4.6%	5.3%	6.1%	6.8%	7.6%
	ROA	5.6%	6.7%	7.8%	8.9%	10.0%	11.1%
	ROE	14.0%	16.7%	19.5%	22.2%	24.9%	27.7%
考虑政府补助	单吨净利润	200	237	275	312	350	387
	净利率	4.0%	4.7%	5.5%	6.2%	7.0%	7.7%
	ROA	7.0%	8.3%	9.6%	10.9%	12.2%	13.5%
	ROE	17.5%	20.7%	24.0%	27.3%	30.6%	33.8%

资料来源: 国盛证券研究所

3.3. 推动半成品自制、搭建物流体系，持续降本增效

通过完善半成品制造能力，可持续减少外协或外购半成品，夯实成本优势。根据公司官网信息，当前公司已在檀条、标准连接件、门窗、焊丝、保温棉等半成品或辅材实现了自制生产。公司后续可持续推动建设开平剪切线、焊丝生产线、多棱管生产线、大型圆变方钢管生产线、热镀锌生产线等配套工序产能，减少外协，提升效率，降低成本。预计公司目前辅材成本约300元/吨，根据本文单厂模型，在考虑政府补贴下，若辅材成本下降10%，则可使毛利率提升0.6个pct，提升22元单吨净利润(幅度约11%)；若辅材成本下降20%，则可使毛利率提升1.2个pct，提升45元单吨净利润(幅度约23%)。

此外，钢构件的运输环节亦存在持续优化空间，未来公司可以通过自建物流体系，持续降低单吨钢构件的物流成本。

图表9: 辅材价格变动的敏感性分析

情况	辅材价格变动幅度	0%	-5%	-10%	-15%	-20%
不考虑政府补助	毛利率	10.2%	10.5%	10.8%	11.1%	11.4%
	单吨净利润(元/吨)	192	203	214	225	237
考虑政府补助	毛利率	10.3%	10.6%	10.9%	11.2%	11.5%
	单吨净利润(元/吨)	200	211	222	234	245

资料来源: 国盛证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

钢结构业务是公司核心业务，为了预测钢结构业务未来营收和成本，我们作了如下几个假设：

假设 1：公司 2020-2022 年年末建成产能分别将达到 380/450/470 万吨；

假设 2：考虑投产进度，当年产量=前一年末产能×60%+当年末产能×40%；

假设 3：随着产能大幅、快速扩张，2020-2022 年产能利用率先降后升；

假设 4：暂不考虑钢价波动影响（由于公司加工利润较低，且部分业务属于来料加工，钢价波动对公司盈利影响预计较为有限）。

基于上述关键假设，我们测算出未来 3 年公司钢结构制造收入分别为 105/137/179 亿元，同比增长 30%/30%/31%；钢结构制造成本分别为 92/119/156 亿元，同比增长 29%/30%/31%。

图表 10：钢结构业务量价预测表

项目	单位	2017 年	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
产量	万吨	95.2	143.6	187.0	245.7	326.4	439.7
同比增速		36%	51%	30%	31%	33%	35%
钢结构制造收入	亿元	43.2	59.3	80.7	104.9	136.6	179.4
同比增速		48%	37%	36%	30%	30%	31%
钢结构制造成本	亿元	37.3	52.0	71.4	91.9	119.0	155.6
同比增速		57%	39%	37%	29%	30%	31%
销售单价	万元/吨	4539	4129	4313	4270	4184	4080
同比增速		9.4%	-9.0%	4.4%	-1.0%	-2.0%	-2.5%
销售成本	万元/吨	3922	3621	3817	3741	3647	3538
同比增速		16.2%	-7.7%	5.4%	-2.0%	-2.5%	-3.0%
建成产能	万吨		200	300	380	450	470
有效产能	万吨			240	332	408	458
有效产能利用率				78%	74%	80%	96%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们再将公司的装配式建筑工程业务和其他业务考虑在内，预测出公司 2020-2022 年分别实现整体营收 135/170/215 亿元，同比增长 26%/26%/27%。

图表 11: 公司营收及增速预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入 (亿元)	50.3	78.7	107.6	135.1	169.9	215.3
增速	39.0%	56.4%	36.6%	25.6%	25.8%	26.7%
钢结构制造 (亿元)	43.2	59.3	80.7	104.9	136.6	179.4
增速	48.4%	37.2%	36.0%	30.1%	30.2%	31.3%
装配式建筑工程 (亿元)		13.2	18.3	19.3	20.3	20.3
增速			37.8%	6.0%	5.0%	0.0%
其他业务 (亿元)	7.1	6.2	8.6	10.8	13.0	15.6
增速	0.4%	-12.7%	39.3%	25.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

假设公司 2020-2022 年综合毛利率分别为 14.7%/14.9%/15.2%，其中钢结构制造业务毛利率稳定提升；装配式建筑工程业务保持平稳。同时我们假设公司 2019-2021 年确认政府补助收益分别为 1.4 亿/1.5 亿/1.6 亿。

图表 12: 公司分业务毛利率预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计毛利率	15.9%	15.6%	14.2%	14.7%	14.9%	15.2%
钢结构制造	13.6%	12.3%	11.5%	12.4%	12.8%	13.3%
装配式建筑工程		13.0%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
其他业务	29.5%	52.7%	42.0%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基于以上假设，我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.5/10.0/13.1 亿元，EPS 分别为 1.43/1.92/2.50 元（2019-2021 年 CAGR 为 33%），当前股价对应 PE 分别为 33/25/19 倍，鉴于公司核心规模优势显著，产能持续释放增长动力充足，当前估值已处低位，维持“买入”评级。

图表 13: 公司分业务净利润预测 (亿元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合计净利润	2.10	4.16	5.59	7.50	10.04	13.08
钢结构制造	1.08	1.77	3.13	4.40	6.43	9.36
装配式建筑工程		0.75	1.43	1.41	1.42	1.36
非经: 合计	1.02	1.64	1.03	1.69	2.19	2.36
非经: 政府补助	1.49	2.22	1.25	1.40	1.50	1.60
非经: 其他	-0.47	-0.58	-0.21	0.29	0.69	0.76

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

下游行业范围广，业务受“三道红线”影响较小。公司主营钢结构制造，在产业链中提供建筑材料，商业模式与一般钢构施工企业不同，因此估值可比公司应为商业模式类似的建材企业。同时公司下游行业涵盖基建（机场、高铁站、地铁站等）、制造业（厂房、支架等）、商业地产（高层、超高层办公楼、写字楼等），与“三道红线”等地产调控政

策相关度低。因此在估值处于低位，“三道红线”影响小的背景下，公司相对于建材可比公司而言具备明显估值优势。

图表 14: 可比公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
东方雨虹	50.71	0.88	1.26	1.52	1.86	57.6	40.3	33.3	27.3	9.05
坚朗五金	170.00	1.37	2.43	3.44	4.60	124.4	70.1	49.4	36.9	14.94
中国巨石	22.85	0.61	0.61	0.88	1.03	37.6	37.5	25.9	22.1	4.88
三棵树	154.89	1.51	2.16	3.19	4.20	102.5	71.6	48.5	36.9	17.66
北新建材	50.00	0.26	1.66	2.05	2.39	191.5	30.1	24.4	20.9	5.34
均值						102.7	49.9	36.3	28.8	10.37

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 1 月 12 日收盘价, 使用 Wind 一致预期数据

5. 风险提示

产能建设及产能利用率不及预期风险, 钢材价格波动风险, 竞争加剧风险等。

产能建设及产能利用率不及预期风险: 公司在建及已经完成建设的共有十大生产基地, 投资大, 全部建设完成后产能将达 400-450 万吨/年, 建设任务重, 可能存在建设进度偏慢风险。且如若未来公司产能利用率走低, 折旧摊销及人力成本占比将显著提高, 会对公司业盈利能力产生较大拖累。

钢材价格波动风险: 虽然公司可以通过协议转嫁大部分价格波动的影响, 但实际执行过程中, 受管理精确性、资金周转情况等因素制约, 公司无法确保所有合同在收到客户首笔定金后钢材得到及时采购, 从而仍将产生部分敞口风险。

竞争加剧风险: 目前公司在制造加工环节错位竞争、优势明显, 但中长期来看, 未来如若更多钢结构公司转型加入制造环节竞争, 可能会弱化公司相关优势。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层 邮编：200120 电话：021-38934111 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com