

# 鸿路钢构 (002541.SZ)

## 西南基地再加码，产能建设拓展盈利空间

重庆南川基地补充投资6亿元，新添产能约20万吨。公司公告基于经营需要，与重庆市南川区政府签订《绿色建筑产业园三期项目》投资补充协议书，南川区政府将为公司增加工业土地270亩，公司则在原《投资合作协议》(原投资12亿元)基础上增加投资6亿元，拟新建20万平米生产性厂房，预计土地摘牌后12个月内完成厂房建设并试投产，我们测算可增加公司钢结构年产能约20万吨。本次补充协议签署后，重庆南川基地三期总建设用地达870亩(58万平米)，可建设生产性厂房约45万平米，建成后将成为公司业务辐射西南区域的基地。当前公司不断加强各基地产能储备，新建产能释放有望推动盈利持续较快增长。

若已建+在建产能全部释放，年产量有望达650万吨。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466万平米用于建设钢结构生产基地(含本次补充协议)，若剔除10%辅助用房和道路占用面积，并以1平米对应1吨产能测算，对应新增产能约419万吨。同时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均有望爬坡至140%，对应潜在年产量约586万吨，加上2016年前成熟产能对应的年产量70万吨，则公司潜在年产量可达657万吨，有望促公司市占率进一步提升。

竞争壁垒清晰，成长性优异。公司专注钢结构制造加工，规模优势显著，精细化管理实力突出，构筑核心竞争优势：1)相对中小型钢构加工企业，公司在投资规模、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；2)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；3)基于较强规模化、稳定供给能力，未来有望逐步掌握行业议价权；4)通过完善半成品制造能力，减少外协或外购半成品，有望持续夯实成本优势，进一步提升盈利能力。

投资建议：我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为7.8/10.5/13.9亿元，EPS分别为1.49/2.01/2.64元(2019-2022年CAGR为35%)，当前股价对应PE分别为31/23/17倍，鉴于公司产能建设与释放持续顺利、竞争壁垒清晰、成长性优异，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	13,982	18,408	24,612
增长率 yoy (%)	56.5	36.6	30.0	31.7	33.7
归母净利润(百万元)	416	559	780	1,050	1,385
增长率 yoy (%)	98.6	34.4	39.6	34.6	31.8
EPS 最新摊薄(元/股)	0.79	1.07	1.49	2.01	2.64
净资产收益率(%)	9.4	11.3	13.8	15.8	17.4
P/E(倍)	57.9	43.1	30.9	22.9	17.4
P/B(倍)	5.4	4.9	4.3	3.6	3.0

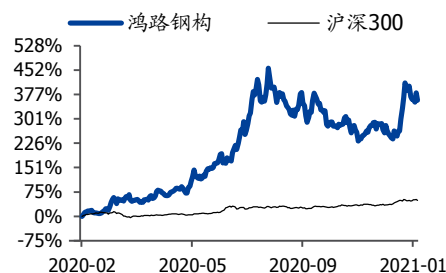
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	46.01
总市值(百万元)	24,096.30
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)	7.47

### 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

- 《鸿路钢构(002541.SZ)：构建单厂盈利模型，解析公司核心优势》2021-01-12
- 《鸿路钢构(002541.SZ)：Q4 签单大增48%，产量提升边际加速》2021-01-11
- 《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



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6837	8214	11438	14097	18700
现金	1068	1275	2154	2486	3107
应收票据及应收账款	1642	1677	1862	2769	3162
其他应收款	111	98	173	184	294
预付账款	230	237	370	430	640
存货	3689	4657	6609	7959	11227
其他流动资产	98	269	269	269	269
<b>非流动资产</b>	3583	4539	5970	6915	7202
长期投资	19	12	15	17	15
固定资产	2202	2933	4332	5211	5410
无形资产	659	766	852	960	1086
其他非流动资产	703	827	771	726	691
<b>资产总计</b>	10421	12753	17408	21011	25901
<b>流动负债</b>	5389	7011	9487	11686	15281
短期借款	1055	1548	2000	2200	2400
应付票据及应付账款	3090	3729	5188	6547	9121
其他流动负债	1245	1734	2300	2939	3760
<b>非流动负债</b>	608	804	2286	2688	2650
长期借款	262	109	1591	1993	1956
其他非流动负债	346	694	694	694	694
<b>负债合计</b>	5997	7814	11773	14373	17931
少数股东权益	0	0	-0	-0	-0
股本	524	524	524	524	524
资本公积	2130	2130	2130	2130	2130
留存收益	1770	2285	2970	3893	5105
归属母公司股东权益	4423	4938	5635	6638	7970
<b>负债和股东权益</b>	10421	12753	17408	21011	25901

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1578	871	612	1016	1239
净利润	416	559	780	1050	1385
折旧摊销	168	237	296	407	481
财务费用	123	67	84	117	121
投资损失	1	49	-26	-30	-20
营运资金变动	859	-46	-523	-528	-727
其他经营现金流	11	5	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1365	-1322	-1701	-1321	-748
资本支出	1359	1352	1428	943	289
长期投资	-18	0	-3	7	2
其他投资现金流	-24	31	-276	-372	-456
<b>筹资活动现金流</b>	-461	473	1968	638	129
短期借款	-729	493	452	200	200
长期借款	218	-152	1482	402	-38
普通股增加	175	0	0	0	0
资本公积增加	-175	0	0	0	0
其他筹资现金流	50	133	34	36	-33
<b>现金净增加额</b>	-246	24	879	333	621

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7874	10755	13982	18408	24612
营业成本	6645	9227	12066	15879	21201
营业税金及附加	48	78	70	92	123
营业费用	173	194	224	276	369
管理费用	213	233	294	377	517
研发费用	245	304	350	460	640
财务费用	123	67	84	117	121
资产减值损失	106	-1	-7	-9	0
其他收益	19	125	0	0	0
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-49	26	30	20
资产处置收益	-1	-0	0	0	0
<b>营业利润</b>	337	671	928	1246	1662
营业外收入	210	12	100	116	110
营业外支出	11	5	11	11	9
<b>利润总额</b>	537	678	1018	1352	1762
所得税	121	119	237	301	377
<b>净利润</b>	416	559	780	1050	1385
少数股东损益	0	0	-0	-0	-0
<b>归属母公司净利润</b>	416	559	780	1050	1385
EBITDA	754	978	1398	1875	2363
EPS (元)	0.79	1.07	1.49	2.01	2.64

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	56.5	36.6	30.0	31.7	33.7
营业利润(%)	116.0	99.0	38.3	34.2	33.4
归属于母公司净利润(%)	98.6	34.4	39.6	34.6	31.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.6	14.2	13.7	13.7	13.9
净利率(%)	5.3	5.2	5.6	5.7	5.6
ROE(%)	9.4	11.3	13.8	15.8	17.4
ROIC(%)	7.4	8.2	8.2	9.4	10.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	57.6	61.3	67.6	68.4	69.2
净负债比率(%)	15.0	25.6	44.8	45.1	33.5
流动比率	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	4.8	6.5	7.9	8.0	8.3
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.79	1.07	1.49	2.01	2.64
每股经营现金流(最新摊薄)	3.01	1.66	1.17	1.94	2.37
每股净资产(最新摊薄)	8.45	9.43	10.76	12.67	15.22
<b>估值比率</b>					
P/E	57.9	43.1	30.9	22.9	17.4
P/B	5.4	4.9	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	32.8	25.9	19.0	14.4	11.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司所有公告用于基地建设的土地资源

公告日期	区域	宗地	面积 (万平)
2021/1/27	重庆市南川区	暂未确定	18.0
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
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
2020/11/21	安徽省涡阳县	GY2020-229 号	14.2
2020/11/21	安徽省涡阳县	GY2020-231 号	0.1
2020/10/16	安徽省金寨县	JZZB-GT-2020-46 号地块	10.1
2020/10/16	安徽省金寨县	JZZB-GT-2020-45 号地块	0.8
2020/8/29	安徽省涡阳县	GY2020-221 号、GY2020-222 号、GY2020-223 号	14.6
2020/8/29	安徽省涡阳县	GY2020-224 号	20.9
2020/4/3	安徽省涡阳县	GY2020-203 号、GY2020-204 号和 GY2020-205 号	18.0
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
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
2019/4/10	安徽省长丰县	XT2017-19-1 号和 XT2017-19-2 号	15.7
2019/3/30	安徽省颍上县	YS2019-12 号	66.3
2019/3/5	安徽省宣城市	KG1904 号	9.3
2018/8/3	安徽省长丰县	下塘镇 XT2017-18 号地块	10.9
2018/8/3	安徽省长丰县	下塘镇 XT2017-02 号地块	10.7
2018/4/24	安徽省涡阳县	GY2018-204 号	23.8
2018/4/24	安徽省涡阳县	GY2018-203 号	26.5
2018/2/10	安徽省宣城市	KG1713 号	14.0
2017/12/28	安徽省蚌埠市	蚌挂 (2017) 75 号	14.0
2017/8/29	重庆市南川区	GY2017-37 号	13.5
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
2017/8/25	安徽省涡阳县	GY2017-38 号	16.9
2017/1/6	安徽省涡阳县	GY2016-53 号	22.0
2017/1/6	安徽省涡阳县	GY2016-98 号	46.7
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
<b>合计</b>			<b>465.6</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 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

#### 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

#### 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

#### 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