

# 鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2021年02月27日

## 成长性持续兑现，看好产量与吨净利持续双升

### 20FY 总体业绩略超市场预期，成长性持续兑现，维持“买入”评级

公司发布 20FY 业绩快报，20FY 实现营收 134.6 亿元，yoy+25.2%，归母净利润 7.95 亿元，yoy+42.3%，总体业绩略超市场预期。公司此前已公告 2020 年完成产量 250 万吨，但 12 月单月已实现日产万吨，我们认为在旺盛需求带动下，公司后续产能利用率提升速度有望超出市场预期。我们认为钢结构市场仍处于渗透率快速提升所带来的成长期，而开年以来下游投资景气度也处于较高水平，大小周期叠加带来的行业高景气仍在持续，除产能利用率提升外，公司吨净利也有望受益于供需格局进一步优化。我们预计公司 20-22 年 EPS1.52/2.22/2.87 元，维持“买入”评级。

### Q4 单季度维持较高增长，预计 20FY 吨盈利有望进一步提升

公司 20 年 Q1-4 单季度营收增速-35.4%/37.3%/57.2%/26.8%，疫情过后收入端总体呈现了快速增长态势，Q1-4 单季度归母净利增速-38.8%/45.1%/85.8%/32.6%，营业利润增速-30.4%/159.4%/100%/16.8%，营业利润增速季度间波动较大，除与单季度营收增速相关外，我们判断可能也与政府补助、减值损失与冲回、其他收入等项目在季度间分布不均匀相关。总体而言，我们预计 20FY 公司钢结构制造主业盈利能力或进一步提升。后续随着公司产能利用率的进一步提升，我们预计吨盈利仍有提高潜力。

### 21Q1 下游景气度或仍然较高，供给紧张有望提升公司议价能力

据交通部，21M1 交通固定资产投资同比增长 42.1%，相比 19M1 也增长了 11.8%，我们认为数据反映了政府投资端较高的景气度。而我们预计在“就地过年”政策影响下，节后工地的复工进度也有望明显快于往年。双重因素带动下，我们预计 21Q1 钢结构下游仍处于高景气时期，而公共建筑、制造业等主要细分下游景气度持续性有望较好。当前钢结构行业仍处于自身产业成长期与下游高景气相重合的时期，而较好的竞争格局和偏紧的供给有望利好龙头公司提升议价能力。

### 上调 21/22 年公司盈利预测，看好公司持续成长，维持“买入”评级

我们认为公司扩产进度较为顺利，旺盛行业需求对公司产能利用率的拉动已经在 20M12 有所体现，后续产量与吨净利提升速度均有望保持较高速增长。根据公司业绩快报及 20FY 经营简报，以及当前较高的行业景气度，我们上调 21/22 年盈利预测，预计 20-22 年 EPS1.52/2.22/2.87 元（前值 1.38/1.71/1.96 元），当前可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE17.6 倍，我们认为公司核心竞争力突出，后续持续高增长能力有望明显好于同行，认可给予 21 年 25 倍 PE，对应目标价 55.50 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**钢价涨幅超预期对公司盈利造成负面影响；下游需求景气度持续性不及预期；钢结构支持政策执行力度不及预期等；快报为初步核算数据，请以年报为准。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,874.49	10,754.92	13,460.01	18,844.01	22,612.81
增长率(%)	56.46	36.58	25.15	40.00	20.00
EBITDA(百万元)	855.86	1,211.79	1,321.49	1,858.18	2,349.12
净利润(百万元)	416.06	559.12	795.33	1,164.12	1,502.95
增长率(%)	98.58	34.39	42.25	46.37	29.11
EPS(元/股)	0.79	1.07	1.52	2.22	2.87
市盈率(P/E)	57.31	42.65	29.98	20.48	15.87
市净率(P/B)	5.39	4.83	4.25	3.61	3.03
市销率(P/S)	3.03	2.22	1.77	1.27	1.05
EV/EBITDA	4.19	4.67	19.03	13.76	10.88

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	建筑装饰/专业工程
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	45.53 元
目标价格	55.50 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	523.72
流通 A 股股本(百万股)	370.47
A 股总市值(百万元)	23,844.92
流通 A 股市值(百万元)	16,867.71
每股净资产(元)	10.23
资产负债率(%)	62.60
一年内最高/最低(元)	60.50/11.89

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**王涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110521010001  
wangtaoa@tfzq.com

### 股价走势



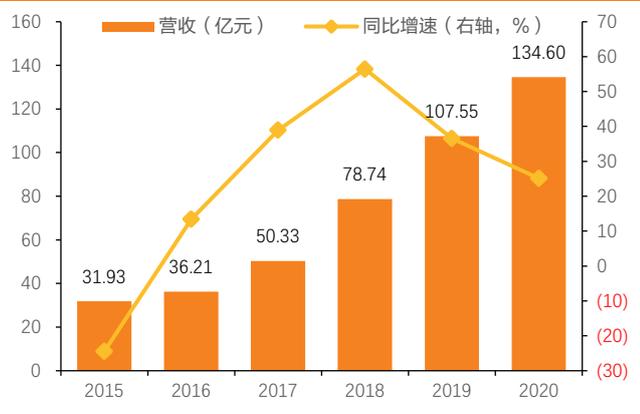
资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《鸿路钢构-季报点评:营收、净利润同比大增，可转债助力产能建设》 2020-10-23
- 2 《鸿路钢构-半年报点评:Q2 营收利润快速恢复，新基地产能释放推升盈利能力提升》 2020-08-01
- 3 《鸿路钢构-年报点评报告:专注制造产能持续扩张，集中度提升背景下收入高增》 2020-04-16

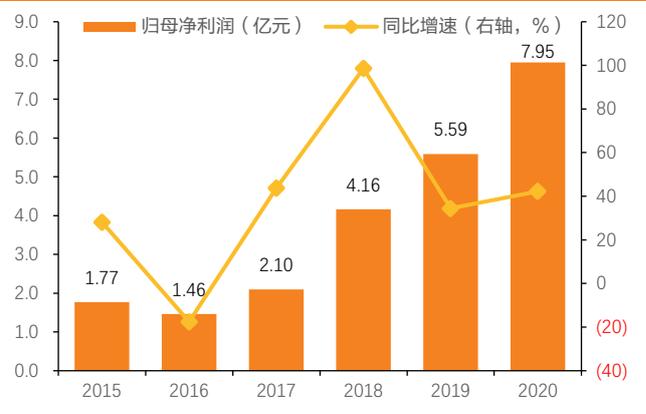
## 公司历年经营情况及可比公司估值表

图 1：公司 2015-2020 年营收及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 2015-2020 年归母净利润及同比增速



资料来源：Wind、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002949.SZ	华阳国际	40.99	20.91	0.69	0.91	1.22	1.58	30.30	22.98	17.14	13.23
002375.SZ	亚厦股份	114.17	8.52	0.32	0.23	0.40	0.52	26.63	37.04	21.30	16.38
600496.SH	精工钢构	108.90	5.41	0.20	0.30	0.38	0.46	27.05	18.03	14.24	11.76
	平均							27.99	26.02	17.56	13.79
002541.SZ	鸿路钢构	238.45	45.53	1.07	1.52	2.22	2.87	42.65	29.98	20.51	15.86

资料来源：天风证券研究所注：数据截至 20210226 收盘，除鸿路钢构 20-22 年为天风预测外，其余公司 20-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 2：盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)			现预测 (调整后)			变化幅度 (pct)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入 (亿元)	135.19	169.78	190.17	134.60	188.44	226.13	-0.44%	10.99%	18.91%
收入增速 (%)	25.70	25.58	12.01	25.15	40.00	20.00	-0.55	14.42	7.99
毛利率 (%)	14.23	14.30	14.50	14.70	14.80	15.30	0.47	0.50	0.80
期间费用率 (%)	6.87	6.76	6.75	6.85	6.94	6.78	-0.02	0.18	0.03
净利率 (%)	5.34	5.28	5.39	5.91	6.18	6.65	0.57	0.90	1.26
归母净利润 (亿元)	7.22	8.97	10.26	7.95	11.64	15.03	10.10%	29.76%	46.50%
EPS (元)	1.38	1.71	1.96	1.52	2.22	2.87	10.10%	29.76%	46.50%

资料来源：天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,067.53	1,274.71	1,107.19	1,358.21	1,446.95
应收票据及应收账款	1,641.70	1,677.45	2,360.55	3,292.65	3,491.19
预付账款	230.11	237.38	384.04	639.00	635.38
存货	3,689.32	4,657.12	5,123.32	7,542.37	7,035.23
其他	208.60	367.18	413.14	589.50	669.70
<b>流动资产合计</b>	<b>6,837.27</b>	<b>8,213.84</b>	<b>9,388.24</b>	<b>13,421.72</b>	<b>13,278.46</b>
长期股权投资	19.45	12.35	12.35	12.35	12.35
固定资产	2,201.91	2,933.29	4,015.52	4,671.75	4,719.12
在建工程	291.11	358.87	379.44	339.72	269.86
无形资产	658.68	766.35	985.58	1,334.50	2,040.45
其他	412.18	467.79	334.56	336.89	340.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,583.34</b>	<b>4,538.66</b>	<b>5,727.44</b>	<b>6,695.20</b>	<b>7,381.78</b>
<b>资产总计</b>	<b>10,420.60</b>	<b>12,752.50</b>	<b>15,115.68</b>	<b>20,116.93</b>	<b>20,660.25</b>
短期借款	1,055.00	1,547.55	2,436.70	2,993.49	3,293.70
应付票据及应付账款	3,089.71	3,728.87	4,504.06	7,124.09	6,383.75
其他	1,244.70	1,734.49	1,697.91	2,534.76	2,511.67
<b>流动负债合计</b>	<b>5,389.41</b>	<b>7,010.91</b>	<b>8,638.67</b>	<b>12,652.34</b>	<b>12,189.12</b>
长期借款	261.50	109.15	242.85	320.77	49.62
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	346.27	694.42	620.00	540.00	540.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>607.77</b>	<b>803.57</b>	<b>862.85</b>	<b>860.77</b>	<b>589.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,997.18</b>	<b>7,814.48</b>	<b>9,501.52</b>	<b>13,513.11</b>	<b>12,778.74</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	523.72	523.72	523.72	523.72	523.72
资本公积	2,129.62	2,129.62	2,129.62	2,129.62	2,129.62
留存收益	3,899.70	4,414.30	5,090.44	6,080.09	7,357.79
其他	(2,129.62)	(2,129.62)	(2,129.62)	(2,129.62)	(2,129.62)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,423.42</b>	<b>4,938.02</b>	<b>5,614.16</b>	<b>6,603.81</b>	<b>7,881.51</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>10,420.60</b>	<b>12,752.50</b>	<b>15,115.68</b>	<b>20,116.93</b>	<b>20,660.25</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	416.06	559.12	795.33	1,164.12	1,502.95
折旧摊销	167.73	237.23	318.49	412.77	467.64
财务费用	70.78	33.38	103.67	111.86	126.45
投资损失	0.68	49.05	49.00	(5.00)	(2.00)
营运资金变动	1,087.62	221.19	(412.99)	(449.12)	(586.03)
其它	(164.98)	(228.83)	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,577.88</b>	<b>871.13</b>	<b>853.50</b>	<b>1,234.63</b>	<b>1,509.01</b>
资本支出	899.56	788.78	1,714.93	1,458.20	1,151.11
长期投资	1.68	(7.10)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,265.97)	(2,103.30)	(3,404.44)	(2,831.40)	(2,300.22)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,364.73)</b>	<b>(1,321.62)</b>	<b>(1,689.51)</b>	<b>(1,373.20)</b>	<b>(1,149.11)</b>
债权融资	1,385.50	1,852.98	2,744.34	3,420.25	3,500.80
股权融资	(123.29)	(66.85)	(103.67)	(111.86)	(126.45)
其他	(1,723.65)	(1,313.25)	(1,972.17)	(2,918.81)	(3,645.50)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(461.44)</b>	<b>472.87</b>	<b>668.50</b>	<b>389.59</b>	<b>(271.15)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(248.29)</b>	<b>22.38</b>	<b>(167.51)</b>	<b>251.01</b>	<b>88.75</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>7,874.49</b>	<b>10,754.92</b>	<b>13,460.01</b>	<b>18,844.01</b>	<b>22,612.81</b>
营业成本	6,644.66	9,226.92	11,481.39	16,055.10	19,153.05
营业税金及附加	48.04	77.87	97.46	131.91	153.77
营业费用	173.29	194.19	235.55	320.35	377.63
管理费用	213.44	233.38	262.47	339.19	384.42
研发费用	245.27	303.59	320.35	537.05	644.47
财务费用	123.29	66.85	103.67	111.86	126.45
资产减值损失	106.16	(1.05)	10.80	20.00	20.00
公允价值变动收益	(0.10)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.68)	(49.05)	(49.00)	5.00	2.00
其他	(16.14)	31.11	(24.80)	(86.60)	(82.66)
<b>营业利润</b>	<b>337.27</b>	<b>671.10</b>	<b>1,022.13</b>	<b>1,410.15</b>	<b>1,833.68</b>
营业外收入	210.43	12.15	12.00	50.00	50.00
营业外支出	10.83	5.17	14.69	5.00	5.00
<b>利润总额</b>	<b>536.86</b>	<b>678.08</b>	<b>1,019.43</b>	<b>1,455.15</b>	<b>1,878.68</b>
所得税	120.81	118.96	224.10	291.03	375.74
<b>净利润</b>	<b>416.06</b>	<b>559.12</b>	<b>795.33</b>	<b>1,164.12</b>	<b>1,502.95</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>416.06</b>	<b>559.12</b>	<b>795.33</b>	<b>1,164.12</b>	<b>1,502.95</b>
每股收益(元)	0.79	1.07	1.52	2.22	2.87

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	56.46%	36.58%	25.15%	40.00%	20.00%
营业利润	116.05%	98.98%	52.31%	37.96%	30.03%
归属于母公司净利润	98.58%	34.39%	42.25%	46.37%	29.11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	15.62%	14.21%	14.70%	14.80%	15.30%
净利率	5.28%	5.20%	5.91%	6.18%	6.65%
ROE	9.41%	11.32%	14.17%	17.63%	19.07%
ROIC	7.82%	14.06%	17.40%	17.60%	18.83%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.55%	61.28%	62.86%	67.17%	61.85%
净负债率	7.19%	11.71%	29.16%	31.23%	26.06%
流动比率	1.27	1.17	1.09	1.06	1.09
速动比率	0.58	0.51	0.49	0.46	0.51
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.78	6.48	6.67	6.67	6.67
存货周转率	2.32	2.58	2.75	2.98	3.10
总资产周转率	0.83	0.93	0.97	1.07	1.11
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.79	1.07	1.52	2.22	2.87
每股经营现金流	3.01	1.66	1.63	2.36	2.88
每股净资产	8.45	9.43	10.72	12.61	15.05
<b>估值比率</b>					
市盈率	57.31	42.65	29.98	20.48	15.87
市净率	5.39	4.83	4.25	3.61	3.03
EV/EBITDA	4.19	4.67	19.03	13.76	10.88
EV/EBIT	5.21	5.80	25.07	17.69	13.58

### 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com