

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2021年04月07日

下游需求旺盛，大订单数量大幅增加支撑吨净利提升

订单增速超预期，远期扩产持续性强，维持“买入”评级

4月6日晚公司披露21Q1经营情况，21Q1公司新签订单52.42亿元，同比20Q1增长92.01%，较19Q1的材料订单31.32亿元增长67.37%，订单增长超预期彰显出下游旺盛的需求。21Q1钢结构产量68.71万吨，我们预计较20Q1仍有较高增长，20FY公司产量/销量251/247万吨，公司公告2022年末目标产能达500万吨，我们认为公司作为行业龙头，生产效率有望超过行业平均水平，潜在产能对应的产量有较大成长空间，同时精益管控有望为公司带来较为持续的成本优势，继续看好公司产量、吨净利双升，预计公司21-23年EPS2.22/2.85/3.57元，维持“买入”评级。

大订单数量逐步增多，未来吨净利提升或超预期

19Q1/20Q1/21Q1公司承接的超1万吨的制造合同为3/6/13个，数量同比大幅提升，且来料加工业务仅1单，其余材料（含钢材）订单的单吨售价在5981.3-7923.93元/吨之间，较20Q1的4800-7710.96元/吨的价格区间有明显提升，考虑到近期钢材价格上涨幅度较高，我们认为单吨售价的提升体现出公司较好的成本转嫁能力。此外，大订单数量的翻倍增长一方面体现出市场需求向项目大型化的转变，另一方面也体现出公司在大客户处认可度的提升。我们认为大体量/短交期项目的增多，有望提升公司在客户处的议价能力，进而使得公司吨净利提升不仅受益于自身规模效应体现，同时受益于单吨加工费的提升。

产能扩张持续推进，后续规模效应持续释放可期

21Q1钢结构产量68.71万吨，而20H1钢结构产量95万吨，我们预计21H1产量增速有望取得高增长，而旺盛需求带动下公司H1基本面有望持续兑现成长逻辑，未来制造业务占比进一步提升也将进一步优化报表质量。21Q1公司累计收到政府补贴1.22亿元，其中与收益相关的政府补贴4671.28万元，对应税后3971万元（15%税率），对公司业绩的增长亦具备一定支撑作用。20FY公司产量/销量251/247万吨，公司公告2022年末目标产能达500万吨，产能扩张持续推进，我们综合测算公司20年制造业务吨净利实现15%左右的增长，公司规模效应和降本能力有望持续带动吨净利提升，后续可转债若实现转股，财务费用率也有望明显下行。

看好中长期成长性，维持“买入”评级

我们认为公司2019年以来持续兑现成长逻辑，继续看好中长期成长性，综合考虑公司扩产计划、规模效应提升，预计公司21-23年EPS2.22/2.85/3.57元，公司成长持续性有望明显好于同行，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：原材料价格上涨对利润影响超预期；下游景气持续性不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,754.92	13,450.93	19,595.02	24,322.93	28,704.58
增长率(%)	36.58	25.07	45.68	24.13	18.01
EBITDA(百万元)	1,211.79	1,665.12	1,851.23	2,338.61	2,881.98
净利润(百万元)	559.12	799.09	1,160.15	1,494.24	1,867.39
增长率(%)	34.39	42.92	45.18	28.80	24.97
EPS(元/股)	1.07	1.53	2.22	2.85	3.57
市盈率(P/E)	48.90	34.21	23.56	18.30	14.64
市净率(P/B)	5.54	4.57	4.03	3.30	2.69
市销率(P/S)	2.54	2.03	1.40	1.12	0.95
EV/EBITDA	4.67	12.01	14.38	12.07	9.00

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	52.2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)	370.45
A股总市值(百万元)	27,338.12
流通A股市值(百万元)	19,337.44
每股净资产(元)	10.75
资产负债率(%)	63.12
一年内最高/最低(元)	60.50/14.55

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



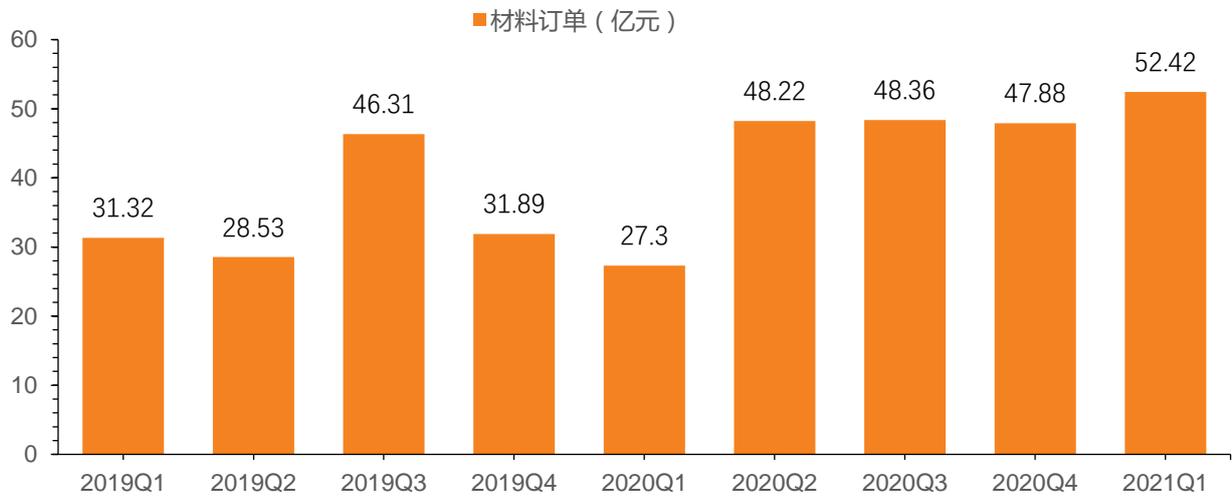
资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《鸿路钢构-年报点评报告:成长持续兑现，提前备货或进一步提升竞争力》
2021-03-31
- 2 《鸿路钢构-公司点评:成长性持续兑现，看好产量与吨净利持续双升》
2021-02-27
- 3 《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

公司经营数据及可比公司估值表

图 1: 鸿路钢构单季度订单数据



资料来源: 公司公告、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	2020	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
002949.SZ	华阳国际	39.99	20.40	0.69	0.89	1.19	1.57	29.57	22.92	17.14	12.99
002375.SZ	亚厦股份	111.09	8.29	0.32	0.23	0.39	0.49	25.91	36.04	21.26	16.92
600496.SH	精工钢构	104.47	5.19	0.20	0.30	0.39	0.48	25.95	17.30	13.31	10.81
	平均							27.14	25.42	17.24	13.57
002541.SZ	鸿路钢构	273.38	52.20	1.07	1.53	2.22	2.85	48.90	34.21	23.56	18.30

注: 数据截至 20210331 收盘, 除鸿路钢构 21-22 年为天风预测外, 其余公司 21-22 年 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,274.71	2,564.52	3,879.52	2,824.86	5,477.22
应收票据及应收账款	1,677.45	1,570.89	4,307.62	2,989.26	5,622.12
预付账款	237.38	238.36	678.33	658.68	983.68
存货	4,657.12	5,743.17	8,684.48	7,868.38	10,918.51
其他	367.18	715.84	543.61	597.77	822.43
流动资产合计	8,213.84	10,832.77	18,093.57	14,938.95	23,823.95
长期股权投资	12.35	16.25	16.25	16.25	16.25
固定资产	2,933.29	3,733.57	4,726.02	5,309.64	5,293.00
在建工程	358.87	295.44	347.72	323.86	261.93
无形资产	766.35	793.98	1,012.63	1,360.96	2,066.33
其他	467.79	535.29	174.69	177.03	180.14
非流动资产合计	4,538.66	5,374.54	6,277.31	7,187.74	7,817.65
资产总计	12,752.50	16,207.31	24,370.88	22,126.69	31,641.60
短期借款	1,547.55	1,939.48	2,511.91	3,000.01	3,139.95
应付票据及应付账款	3,728.87	3,495.69	8,649.15	6,547.75	10,860.48
其他	1,734.49	2,091.96	5,037.27	2,971.83	5,979.57
流动负债合计	7,010.91	7,527.13	16,198.33	12,519.58	19,980.01
长期借款	109.15	496.54	250.00	100.00	60.00
应付债券	0.00	1,532.88	510.96	681.28	908.38
其他	694.42	672.77	620.00	540.00	540.00
非流动负债合计	803.57	2,702.20	1,380.96	1,321.28	1,508.38
负债合计	7,814.48	10,229.33	17,579.29	13,840.86	21,488.38
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	4,414.30	5,107.72	6,267.87	7,762.11	9,629.50
其他	(2,129.62)	(1,783.08)	(2,129.62)	(2,129.62)	(2,129.62)
股东权益合计	4,938.02	5,977.98	6,791.59	8,285.83	10,153.22
负债和股东权益总计	12,752.50	16,207.31	24,370.88	22,126.69	31,641.60

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	559.12	799.09	1,160.15	1,494.24	1,867.39
折旧摊销	237.23	280.09	377.14	470.10	524.31
财务费用	33.38	88.15	88.38	55.30	60.97
投资损失	49.05	16.37	10.00	10.00	10.00
营运资金变动	221.19	(91.83)	2,396.01	(2,190.42)	1,033.24
其它	(228.83)	(932.72)	0.00	0.00	(0.00)
经营活动现金流	871.13	159.14	4,031.67	(160.78)	3,495.91
资本支出	788.78	1,070.11	1,693.28	1,458.20	1,151.11
长期投资	(7.10)	3.90	0.00	0.00	0.00
其他	(2,103.30)	(2,193.67)	(3,343.80)	(2,846.40)	(2,312.22)
投资活动现金流	(1,321.62)	(1,119.66)	(1,650.51)	(1,388.20)	(1,161.11)
债权融资	1,852.98	3,968.91	3,337.66	3,887.28	4,265.81
股权融资	(66.85)	245.26	(434.91)	(55.30)	(60.97)
其他	(1,313.25)	(1,932.24)	(3,968.91)	(3,337.66)	(3,887.28)
筹资活动现金流	472.87	2,281.92	(1,066.16)	494.32	317.56
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	22.38	1,321.40	1,315.00	(1,054.67)	2,652.36

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,754.92	13,450.93	19,595.02	24,322.93	28,704.58
营业成本	9,226.92	11,628.21	16,936.81	20,982.51	24,683.51
营业税金及附加	77.87	99.63	145.00	179.99	212.41
营业费用	194.19	100.82	146.96	182.42	186.58
管理费用	233.38	222.77	391.90	437.81	459.27
研发费用	303.59	384.37	568.26	729.69	861.14
财务费用	66.85	101.28	88.38	55.30	60.97
资产减值损失	(1.05)	(1.92)	(78.00)	(68.00)	(66.00)
公允价值变动收益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(49.05)	(16.37)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
其他	31.11	(93.58)	53.20	33.20	29.20
营业利润	671.10	1,025.70	1,352.51	1,800.01	2,287.50
营业外收入	12.15	5.07	140.00	120.00	110.00
营业外支出	5.17	8.21	8.00	8.00	8.00
利润总额	678.08	1,022.57	1,484.51	1,912.01	2,389.50
所得税	118.96	223.48	324.37	417.78	522.11
净利润	559.12	799.09	1,160.15	1,494.24	1,867.39
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	559.12	799.09	1,160.15	1,494.24	1,867.39
每股收益(元)	1.07	1.53	2.22	2.85	3.57

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	36.58%	25.07%	45.68%	24.13%	18.01%
营业利润	98.98%	52.84%	31.86%	33.09%	27.08%
归属于母公司净利润	34.39%	42.92%	45.18%	28.80%	24.97%
获利能力					
毛利率	14.21%	13.55%	13.57%	13.73%	14.01%
净利率	5.20%	5.94%	5.92%	6.14%	6.51%
ROE	11.32%	13.37%	17.08%	18.03%	18.39%
ROIC	14.06%	17.45%	16.45%	23.87%	20.01%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61.28%	63.12%	72.13%	62.55%	67.91%
净负债率	11.71%	23.49%	-7.98%	12.82%	-11.93%
流动比率	1.17	1.44	1.12	1.19	1.19
速动比率	0.51	0.68	0.58	0.56	0.65
营运能力					
应收账款周转率	6.48	8.28	6.67	6.67	6.67
存货周转率	2.58	2.59	2.72	2.94	3.06
总资产周转率	0.93	0.93	0.97	1.05	1.07
每股指标(元)					
每股收益	1.07	1.53	2.22	2.85	3.57
每股经营现金流	1.66	0.30	7.70	-0.31	6.68
每股净资产	9.43	11.41	12.97	15.82	19.39
估值比率					
市盈率	48.90	34.21	23.56	18.30	14.64
市净率	5.54	4.57	4.03	3.30	2.69
EV/EBITDA	4.67	12.01	14.38	12.07	9.00
EV/EBIT	5.80	14.44	18.06	15.10	11.01

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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