鸿路钢构（002541.SZ）

Q1 业绩大增 3-3.5 倍，盈利能力持续提升

产能释放叠加政府补助增加，Q1 业绩大增 3-3.5 倍。公司预计 2021Q1 实现归母净利润 1.66-1.87 亿元，同增 300%-350%，较 2019Q1 增长 145%-175%，符合预期。公司业绩快速增长主要因：**1）产能快速扩张与释放**，Q1 实现钢结构产量 68.7 万吨，预计增速较高（Q1 产量已分别达到 2019H1/2020H1 的 84%/72%），带动公司钢结构销量较快增长（公司为“以产定销”模式），驱动公司 Q1 营收大幅增长，我们预计 Q1 实现收入约 30 亿元（工程业务占比较小），较 2019Q1 增长 40%-50%。**2）收到政府补助较多**，公司公告 Q1 合计收到政府补助金额约 1.22 亿元，我们预计 Q1 确认政府补助收益约 7000 万元，对应税后约 5000 多万元，由此可推测 Q1 扣非业绩约 1.16-1.37 亿元，同增 338%-418%，较 2019Q1 增长 95%-131%。**吨净利方面**，若以扣非业绩 1.2 亿元计，则 Q1 钢结构吨净利约 175 元，由于 2020Q1 数据受疫情影响不具可比性，我们以 2019Q1 及 H1 数据做对比，测算 2021Q1 吨净利较 2019Q1 及 H1 均有明显提升，显示公司制造能力持续提升、规模优势不断增强，盈利能力持续提升。

行业需求强劲，公司签单、成本转嫁、订单执行能力均不断提升。公司 Q1 新签销售合同 52.4 亿元，同增 92%；总订单/材料订单分别较 2019Q1 增长 51%/67%，实现超预期增长，显示当前钢结构行业需求持续强劲，同时公司签单能力、成本转嫁能力、订单执行能力均不断提升：**1）签单能力方面**，2019-2021 年 Q1 同期公司承接万吨以上材料合同分别为 3/6/13 个，大单数量持续翻倍提升，彰显大客户对公司认可度持续提升。**2）成本转嫁能力方面**，剔除来料加工业务后，2021Q1 公司万吨以上材料合同单价处 5826-7924 元/吨区间（均价 6546 元/吨），较上年同期 4800-7711 元/吨（均价 6042 元/吨）明显提升（均价提升 8.3%），在钢材价格上涨背景下，公司销售合同单吨价格明显提升彰显公司一定的成本转嫁能力。**3）订单执行方面**，Q1 公司实现钢结构产量 68.7 万吨，已达 2020H1 产量的 72%，2021H1 公司钢结构产量有望继续取得较高增速，产能持续快速释放。

产能扩张实现商业闭环，规模优势不断强化。公司专注钢结构制造加工，近年来持续扩张钢结构产能、完善生产管理体系，2020 年实现平均产能 320 余万吨，同比增加 80 万吨，并计划至 2022 年总产能提升至 500 万吨。在当前行业需求旺盛背景下，公司依托规模优势，持续提升签单和成本转嫁能力，逐步掌握行业话语权，并依托优异的管理实力快速执行订单，实现产量快速增长，在促进营收与利润快速增长的同时进一步强化规模优势，降低边际成本，持续提升吨净利，实现正向闭环。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利分别为 11.5/14.7/18.9 亿元，EPS 分别为 2.20/2.81/3.60 元（2020-2023 年 CAGR 为 33%），当前股价对应 PE 分别为 23/18/14 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,755	13,451	17,760	23,342	30,280
增长率 yoy（%）	36.6	25.1	32.0	31.4	29.7
归母净利润（百万元）	559	799	1,150	1,470	1,885
增长率 yoy（%）	34.4	42.9	43.9	27.8	28.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.07	1.53	2.20	2.81	3.60
净资产收益率（%）	11.3	13.4	16.4	17.5	18.5
P/E（倍）	46.8	32.8	22.8	17.8	13.9
P/B（倍）	5.3	4.6	3.9	3.2	2.7

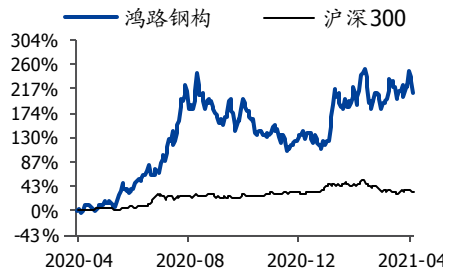
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
04 月 12 日收盘价	49.99
总市值(百万元)	26,180.71
总股本(百万股)	523.72
其中自由流通股(%)	70.73
30 日日均成交量(百万股)	3.25

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）：Q1 订单快速增长，产能释放持续顺利》2021-04-07
2、《鸿路钢构（002541.SZ）：产能产量稳步增长，盈利能力持续提升》2021-03-31
3、《鸿路钢构（002541.SZ）：Q4 产能加速释放，营收业绩稳步增长》2021-02-27

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8214	10833	17997	19968	27998
现金	1275	2565	5042	6626	8596
应收票据及应收账款	1677	1571	2718	2919	4394
其他应收款	98	94	160	174	259
预付账款	237	238	390	436	635
存货	4657	5743	8408	9812	13614
其他流动资产	269	621	1280	0	500
非流动资产	4539	5375	6342	7199	7719
长期投资	12	16	17	20	22
固定资产	2933	3734	4528	5174	5484
无形资产	766	794	889	999	1109
其他非流动资产	827	831	907	1006	1104
资产总计	12753	16207	24339	27167	35717
流动负债	7011	7527	14649	16033	23085
短期借款	1548	1939	4488	6266	8236
应付票据及应付账款	3729	3496	6241	6494	10026
其他流动负债	1734	2092	3920	3273	4823
非流动负债	804	2702	2683	2728	2419
长期借款	109	2029	2010	2055	1747
其他非流动负债	694	673	673	673	673
负债合计	7814	10229	17332	18761	25505
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	2285	2978	3980	5252	6872
归属母公司股东权益	4938	5978	7007	8407	10212
负债和股东权益	12753	16207	24339	27167	35717

现金流量表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	871	159	899	1017	1373
净利润	559	799	1150	1470	1885
折旧摊销	237	280	317	393	457
财务费用	67	101	30	50	65
投资损失	49	16	19	21	26
营运资金变动	-46	-916	-616	-917	-1061
其他经营现金流	5	-122	0	0	0
投资活动现金流	-1322	-1120	-1304	-1272	-1003
资本支出	1352	1229	967	855	517
长期投资	0	3	-1	-3	-2
其他投资现金流	31	112	-338	-420	-488
筹资活动现金流	473	2282	894	560	130
短期借款	493	392	561	500	500
长期借款	-152	1920	-19	44	-308
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	133	-30	352	16	-62
现金净增加额	24	1318	489	306	500

利润表（百万元）

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10755	13451	17760	23342	30280
营业成本	9227	11628	15672	20497	26589
营业税金及附加	78	100	134	165	222
营业费用	194	101	115	152	197
管理费用	233	223	231	385	500
研发费用	304	384	444	584	757
财务费用	67	101	30	50	65
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	125	194	275	300	410
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-49	-16	-19	-21	-26
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	671	1026	1390	1788	2334
营业外收入	12	5	92	80	47
营业外支出	5	8	10	9	8
利润总额	678	1023	1473	1860	2374
所得税	119	223	323	390	488
净利润	559	799	1150	1470	1885
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	559	799	1150	1470	1885
EBITDA	868	1214	1642	2025	2532
EPS（元）	1.07	1.53	2.20	2.81	3.60

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.6	25.1	32.0	31.4	29.7
营业利润(%)	99.0	52.8	35.6	28.6	30.5
归属于母公司净利润(%)	34.4	42.9	43.9	27.8	28.3
获利能力					
毛利率(%)	14.2	13.6	11.8	12.2	12.2
净利率(%)	5.2	5.9	6.5	6.3	6.2
ROE(%)	11.3	13.4	16.4	17.5	18.5
ROIC(%)	7.0	6.9	7.1	7.2	7.6
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	63.1	71.2	69.1	71.4
净负债比率(%)	25.6	34.5	37.4	35.6	27.1
流动比率	1.2	1.4	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	6.5	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.53	2.20	2.81	3.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	0.30	1.72	1.94	2.62
每股净资产(最新摊薄)	9.43	10.75	12.72	15.39	18.84
估值比率					
P/E	46.8	32.8	22.8	17.8	13.9
P/B	5.3	4.6	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	31.6	23.3	17.5	14.4	11.4

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 12 日收盘价

图表 1：公司历史政府补助公告汇总

公告日期	地方政府	补贴内容	补贴金额（万元）	确认方式
2015/12/12	湖北省团风县	2013 年度扶持企业发展资金、2014 年度扶持企业发展资金	1451	计入公司当期损益
	2016 年合计		**1451**	
2016/12/27	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色建筑产业项目的发展	1622	确认为营业外收入并计入公司当期损益
	2016 年合计		**1622**	
2017/1/10	重庆市南川区	支持公司在重庆的绿色建筑产业基地的建设	1200	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2017/1/19	重庆市南川区	支持公司在重庆的绿色建筑产业基地的建设	545	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2017/1/23	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色建筑产业项目的发展	4554	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2017/4/15	安徽省涡阳县	支持公司 650 亩光机电聚集区标准厂房建设项目的发展	1716	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2017/9/29	安徽省涡阳县	奖励公司在涡阳发展绿色建筑产业	4495	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2017/10/10	湖北省团风县	支持企业发展扶持资金支持公司发展	544	确认为营业外收入并计入公司当期损益
	2017 年合计		**13054**	
2018/2/14	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	3000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2018/5/17	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	5000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2018/5/17	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色建筑产业项目的发展	2330	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2018/6/15	安徽省金寨县	支持公司在金寨县的绿色建筑产业项目的发展	2556	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2018/7/5	安徽省宣城市	支持公司在宣城市的绿色智能制造项目的发展	518	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2018/7/10	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	1000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2018/7/26	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	5592	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2018/8/4	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	5386	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2018/8/7	安徽省禹会区	用以支持公司在蚌埠市绿色生态建筑产业项目的发展	1089	作为递延收益处理，并按照相关资产计提折旧或摊销时开始将递延收益分期计入其他收益
2018/8/15	安徽省金寨县	支持公司在金寨智慧城市停车系统及绿色建筑制造基地项目的发展	956	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2018/8/24	河南省汝阳县	支持公司在汝阳钢构绿建及智能制造项目的发展	4000	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2018/9/7	河南省汝阳县	支持公司在汝阳钢构绿建及智能制造项目的发展	1320	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2018/11/29	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	1000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2018/12/8	安徽省长丰县	工业技术改造项目补助支持公司发展	626	作为递延收益处理，并按照相关资产计提折旧或摊销时开始将递延收益分期计入其他收益
2018/12/19	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	5000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
	2018 年合计		**39373**	
2019/1/23	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	5000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2019/2/12	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	4000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2019/4/9	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	4000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2019/4/17	安徽省金寨县	支持公司在金寨智慧城市停车系统及绿色建筑制造基地项目的发展	525	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2019/5/7	安徽省禹会区	用以支持公司在蚌埠市绿色生态建筑产业项目的发展	1089	作为递延收益处理，并按照相关资产计提折旧或摊销时开始将递延收益分期计入其他收益
2019/5/8	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	1000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2019/5/16	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	500	作为递延收益处理，并按照相关资产计提折旧或摊销时开始将递延收益分期计入其他收益
2019/5/24	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	1000	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2019/5/25	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	607	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2019/5/30	安徽省颍上县	支持公司在颍上县绿色装配式建筑产业园项目的发展	3000	确认为营业外收入并计入公司当期损益

2019/6/5	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	1000	作为递延收益处理，并按照相关资产计提折旧或摊销时开始将递延收益分期计入其他收益
2019/6/5	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	1031	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2019/6/5	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	926	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2019/6/14	安徽省颍上县	支持公司在颍上县绿色装配式建筑产业园项目的发展	3236	确认为营业外收入并计入公司当期损益
2019/6/28	安徽省涡阳县	支持公司在涡阳的绿色装配式建筑产业园项目的发展	1351	按照实际投产面积分批分期计入营业外收入
2019/8/27	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	1680	作为递延收益处理，并按照相关资产计提折旧或摊销时开始将递延收益分期计入其他收益
2019/9/18	重庆市南川区	支持公司在重庆绿色生态建筑产业项目的发展	1437	作为递延收益处理，并按照相关资产计提折旧或摊销时开始将递延收益分期计入其他收益
2019/12/13	安徽省宣城市	支持公司在宣城市的绿色智能制造项目的发展	863	确认为营业外收入并计入公司当期损益
	2019 年合计		**32245**	
2020/6/24	重庆市南川区	固定资产投资补贴	1000	与资产相关
2020/7/7	安徽省涡阳县	2019 年产业扶持资金	937	与收益相关
2020/7/7	安徽省涡阳县	2019 年产业扶持资金	528	与收益相关
2020/7/7	安徽省涡阳县	2019 年产业扶持资金	1305	与收益相关
2020/7/10	安徽省涡阳县	2019 年产业扶持资金	73	与收益相关
2020/7/10	安徽省涡阳县	2019 年产业扶持资金	1023	与收益相关
2020/7/20	安徽省金寨县	金寨《智慧城市停车系统及绿色建筑制造基地项目合作框架协议》	753	与收益相关
2020/7/23	安徽省涡阳县	产业扶持资金	1731	与收益相关，为期三年
2020/9/12	安徽省颍上县	企业发展奖励	678	与收益相关
2020/10/21	重庆市南川区	固定资产投资补贴	640	与资产相关
2020/11/11	安徽省涡阳县	产业扶持资金	2037	与收益相关
2020/11/11	安徽省涡阳县	产业扶持资金	202	与收益相关
2020/12/25	重庆市南川区	固定资产投资补贴	680	与资产相关
2020/12/26	安徽省涡阳县	产业扶持奖励资金	985	与收益相关
	2020 年合计		**12571**	
2021/1/28	安徽省涡阳县	产业扶持奖励资金	3000	与收益相关，确认递延收益
2021/1/28	安徽省涡阳县	产业扶持奖励资金	1397	与收益相关，计入当期损益
2021/1/29	安徽省蚌埠市	产业扶持奖励资金	545	与资产相关
2021/2/5	重庆市南川区	产业扶持奖励资金	1300	与收益相关
2021/2/19	重庆市南川区	产业扶持奖励资金	1335	与收益相关
2021/3/17	安徽省涡阳县	产业扶持奖励资金	4000	与收益相关，确认递延收益，按照实际投产面积分三年计入当期损益
2021/3/24	安徽省金寨县	产业扶持奖励资金	639	与收益相关
2021/4/7	安徽省涡阳县	产业扶持奖励资金	2000	与收益相关，确认递延收益，按照实际投产面积分三年计入当期损益
	2021年至今合计		**14216**	

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

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