

公司研究

测算吨扣非净利润较 2019Q1 增长，判断核心业务盈利能力提升

——鸿路钢构（002541.SZ）2021 年一季度业绩预告点评

买入（维持）

当前价：50.25 元

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

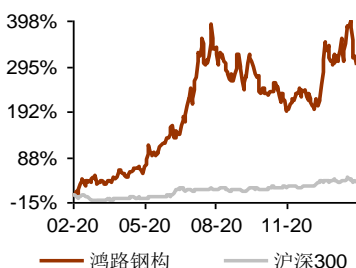
021-52523822

sunwf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.24
总市值(亿元):	273.70
一年最低/最高(元):	14.05/60.50
近 3 月换手率:	89.28%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.00	40.56	206.34
绝对	3.16	37.43	243.29

资料来源：Wind

相关研报

Q4 归母净利润符合预期，核心制作业务持续向好——鸿路钢构（002541.SZ）2020 年业绩快报点评（2021-02-27）

Q4 材料订单维持高位，产量再上台阶——鸿路钢构（002541.SZ）2020 年经营数据点评（2021-01-12）

单三季度营业收入加速，毛利率有阶段性波动——鸿路钢构（002541.SZ）2020 年三季度报点评（2020-10-23）

要点

事件：

公司发布 2021 年第一季度业绩预告，归母净利润 1.66 亿元-1.87 亿元，同比增长 300%-350%。

点评：

21Q1 业绩比我们前期预期略高，此前预期约为 1.5 亿元左右。与之对比 19Q1 约为 0.68 亿元，20Q1 约为 0.42 亿元。

业绩增长主要源于营收的大幅增长与政府补贴较多。我们推测政府补助收益约为 0.47 亿元，折税后约 0.35 亿元，推测非经常性损益规模约为 5000 万左右，占净利润比例为 28%。2019-2020 年 Q1 非经常性损益占比约为 12%和 36%。

由此推测扣非净利润约为 1.16 亿元-1.37 亿元，中值为 1.27 亿，同比增长 378%。较 2019Q1 增长 113%，测算吨扣非净利润约为 184 元/吨（按公告的产量测算）。

测算 21Q1 吨扣非净利润较 2019Q1 及 2020Q1 均有提升，由此推测核心业务盈利能力大概率上升。我们假设 2019Q1 产量为 35-38 万吨，对应的吨扣非净利润为 156-170 元/吨，2020Q1 吨扣非净利润约为 95 元/吨，可见公司 2021Q1 核心业务盈利能力是提升的。

预计产量略大于销量，造成成品库存有几万吨的增量。主要由于春节复工因素，下游提货节奏偏慢。由此，预计 2021Q1 实际的吨扣非净利润高于 184 元/吨（销量低于产量）。

盈利预测、估值与评级： 鸿路钢构是目前装配式产业链中成长性最为清晰，且行业竞争力显著的钢结构制作领域龙头公司，将长期受益于装配式行业快速增长与钢结构加工环节供给紧平衡现状。我们认为钢价上涨不会影响钢结构装配式的推广（公建及制造业领域），决定建筑结构类型（钢结构或是混凝土）的关键是建筑物的适用场景，材料价格并非核心考虑因素。当然，住宅领域目前尚处推广期，地产商对造价相对敏感；不过，随着钢结构住宅体系逐步完善，钢结构装配式住宅将有较大的成长空间。

钢结构行业景气度较高，相关公司订单已有体现。随着装配式建筑的推广，钢结构行业具备良好的成长性。公司目前订单承接受限于产能瓶颈，20 年以来公司新签订单维持较高水平，未来不排除公司调整加工费报价机制的可能，进而带来吨钢结构净利的弹性。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 2.32 元、2.88 元、3.34 元。现价对应 2021 年动态市盈率为 22x。坚定看好鸿路钢构长期价值，维持“买入”评级。

风险提示：钢价大幅波动影响公司盈利能力、产能扩张及利用率爬坡不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,755	13,451	20,980	24,976	28,599
营业收入增长率	36.58%	25.07%	55.97%	19.05%	14.51%
净利润 (百万元)	559	799	1,214	1,508	1,751
净利润增长率	34.39%	42.92%	51.93%	24.22%	16.11%
EPS (元)	1.07	1.53	2.32	2.88	3.34
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.32%	13.37%	17.17%	17.96%	17.65%
P/E	49	34	22	18	16
P/B	5.5	4.6	3.9	3.3	2.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-04-13

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,755	13,451	20,980	24,976	28,599
营业成本	9,227	11,628	18,256	21,698	24,804
折旧和摊销	237	280	369	438	498
税金及附加	78	100	152	181	207
销售费用	194	101	155	182	206
管理费用	233	223	336	397	452
研发费用	304	384	545	599	686
财务费用	67	101	105	124	120
投资收益	-49	-16	-15	-14	-13
营业利润	671	1,026	1,558	1,934	2,245
利润总额	678	1,023	1,554	1,930	2,241
所得税	119	223	340	422	490
净利润	559	799	1,214	1,508	1,751
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	559	799	1,214	1,508	1,751
EPS(按最新股本计)	1.07	1.53	2.32	2.88	3.34

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	871	159	1,251	1,631	1,874
净利润	559	799	1,214	1,508	1,751
折旧摊销	237	280	369	438	498
净营运资金增加	457	929	1,294	877	888
其他	-383	-1,849	-1,625	-1,192	-1,263
投资活动产生现金流	-1,322	-1,120	-2,106	-2,014	-1,213
净资本支出	-1,352	-1,163	-1,800	-2,000	-1,200
长期投资变化	12	16	0	0	0
其他资产变化	18	28	-306	-14	-13
融资活动现金流	473	2,282	777	857	-231
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	467	2,116	484	889	-133
无息负债变化	1,350	299	1,624	770	635
净现金流	24	1,318	-78	474	429

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	14.2%	13.6%	13.0%	13.1%	13.3%
EBITDA 率	10.1%	11.1%	10.0%	10.3%	10.3%
EBIT 率	7.9%	9.0%	8.3%	8.5%	8.6%
税前净利润率	6.3%	7.6%	7.4%	7.7%	7.8%
归母净利润率	5.2%	5.9%	5.8%	6.0%	6.1%
ROA	4.4%	4.9%	6.3%	6.7%	7.2%
ROE (摊薄)	11.3%	13.4%	17.2%	18.0%	17.7%
经营性 ROIC	10.7%	11.2%	12.4%	12.7%	13.2%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	63%	64%	63%	59%
流动比率	1.17	1.44	1.35	1.31	1.40
速动比率	0.51	0.68	0.59	0.58	0.64
归母权益/有息债务	2.66	1.51	1.59	1.57	1.90
有形资产/有息债务	6.37	3.81	4.01	3.83	4.28

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	12,753	16,207	19,408	22,392	24,417
货币资金	1,275	2,565	2,487	2,960	3,390
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,677	1,548	1,660	1,796	1,953
应收票据	0	22	35	42	48
其他应收款 (合计)	98	94	147	175	201
存货	4,657	5,743	6,937	7,594	8,185
其他流动资产	217	170	170	170	170
流动资产合计	8,214	10,833	12,311	13,733	15,056
其他权益工具	21	21	21	21	21
长期股权投资	12	16	16	16	16
固定资产	2,933	3,734	4,396	4,907	5,244
在建工程	359	295	520	1,120	1,270
无形资产	766	794	1,273	1,644	1,809
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	71	175	466	466	466
非流动资产合计	4,539	5,375	7,097	8,659	9,361
总负债	7,814	10,229	12,337	13,995	14,497
短期借款	1,548	1,939	2,423	3,312	3,179
应付账款	1,178	1,220	1,367	1,381	1,421
应付票据	2,551	2,276	2,373	2,398	2,330
预收账款	872	0	0	0	0
其他流动负债	130	322	858	1,142	1,400
流动负债合计	7,011	7,527	9,116	10,500	10,752
长期借款	109	497	497	497	497
应付债券	0	1,533	1,533	1,533	1,533
其他非流动负债	686	660	1,179	1,454	1,703
非流动负债合计	804	2,702	3,221	3,496	3,745
股东权益	4,938	5,978	7,072	8,397	9,920
股本	524	524	524	524	524
公积金	2,243	2,265	2,386	2,391	2,391
未分配利润	2,172	2,843	3,815	5,135	6,658
归属母公司权益	4,938	5,978	7,072	8,397	9,920
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.81%	0.75%	0.74%	0.73%	0.72%
管理费用率	2.17%	1.66%	1.60%	1.59%	1.58%
财务费用率	0.62%	0.75%	0.50%	0.50%	0.42%
研发费用率	2.82%	2.86%	2.60%	2.40%	2.40%
所得税率	18%	22%	22%	22%	22%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.16	0.23	0.35	0.43	0.50
每股经营现金流	1.66	0.30	2.39	3.11	3.58
每股净资产	9.43	11.41	13.50	16.03	18.94
每股销售收入	20.54	25.68	40.06	47.69	54.61

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	49	34	23	18	16
PB	5.5	4.6	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	26.8	20.3	15.1	12.7	11.0
股息率	0.3%	0.4%	0.7%	0.8%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE