

鸿路钢构 (002541.SZ)

Q1 营收业绩大幅加速，规模效益持续显现

产能释放+政府奖补增加，Q1 营收业绩大幅加速。公司 2021Q1 实现营收 32.9 亿元，同增 139%（较 2019Q1 增长 54%，两年 Q1 复合增速 24%），主要系公司产能持续快速扩张与释放，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。Q1 实现归母净利润 1.8 亿元，同增 339%（较 2019Q1 增长 168%，两年 Q1 复合增速 64%）；实现扣非后归母净利润 1.3 亿元，同增 380%（较 2019Q1 增长 114%，两年 Q1 复合增速 46%）。业绩增速快于收入，一方面因 Q1 确认政府补助收益约 7000 万元，另一方面因公司规模优势持续显现、盈利能力提升所致。吨净利方面，Q1 公司钢结构吨净利约 185 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。

规模效应持续显现促毛利率提升、费用率下降，钢材采购增多致现金流净流出。2021Q1 公司毛利率 13.0%，YoY+0.8 个 pct，在 Q1 钢价快速上行情况下公司毛利率仍能提升主要系规模效应持续显现，同时公司对下游业主具备较强的议价能力，成本上行转嫁能力强。期间费用率 6.75%，YoY-0.35 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别 YoY+0.11/-1.54/+1.31/-0.23 个 pct，规模效应不断凸显促公司管理费用率持续下降，Q1 研发投入加大致研发费用率增加。所得税率 26.1%，基本保持平稳。净利率 5.5%，YoY+2.5 个 pct。Q1 公司经营性现金流净流出 2.9 亿元，上年同期为净流入 1500 万元，预计主要系在钢价波动背景下公司钢材采购增多所致（Q1 末公司存货 65 亿元，较去年底增加 7.5 亿元）。收现比/付现比分别为 105%/105%，YoY-41/-35 个 pct，较 2019Q1 +5/+10 个 pct。

钢结构契合建筑低碳发展方向，公司规模核心优势持续强化。近期碳中和、绿色建筑、智能建造等政策密集出台，大力推行以装配式钢结构为代表的新型低碳建筑，钢结构行业需求旺盛。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，公司有望一方面依托规模优势，持续提升接单和成本转嫁能力，逐步掌握行业话语权；另一方面依托优异的管理实力，快速执行订单，在产量快速增长的情况下降低边际成本、提升吨净利，进一步强化规模优势，实现正向闭环。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 12.0/15.4/19.7 亿元，同增 50%/28%/28%（2020-2023 年 CAGR 为 35%），EPS 分别为 2.29/2.94/3.77 元，当前股价对应 PE 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	1,201	1,540	1,972
增长率 yoy（%）	34.4	42.9	50.3	28.3	28.0
EPS 最新摊薄（元/股）	1.07	1.53	2.29	2.94	3.77
净资产收益率（%）	11.3	13.4	17.0	18.1	18.9
P/E（倍）	48.7	34.1	22.7	17.7	13.8
P/B（倍）	5.5	4.8	4.1	3.3	2.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
4 月 28 日收盘价(元)	51.98
总市值(百万元)	27,222.91
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)	4.55

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 业绩大增 3-3.5 倍，盈利能力持续提升》2021-04-13
- 2、《鸿路钢构（002541.SZ）：Q1 订单快速增长，产能释放持续顺利》2021-04-07
- 3、《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



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8214	10833	17997	19807	27853	营业收入	10755	13451	17760	23342	30280
现金	1275	2565	5042	6626	8596	营业成本	9227	11628	15672	20497	26589
应收票据及应收账款	1677	1571	2718	2919	4394	营业税金及附加	78	100	134	165	222
其他应收款	98	94	160	174	259	营业费用	194	101	115	152	151
预付账款	237	238	390	436	635	管理费用	233	223	231	385	500
存货	4657	5743	8408	9652	13469	研发费用	304	384	444	584	696
其他流动资产	269	621	1280	0	500	财务费用	67	101	29	46	62
非流动资产	4539	5375	6342	7199	7719	资产减值损失	-1	-2	0	0	0
长期投资	12	16	17	20	22	其他收益	125	194	340	385	410
固定资产	2933	3734	4528	5174	5484	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	766	794	889	999	1109	投资净收益	-49	-16	-19	-21	-26
其他非流动资产	827	831	907	1006	1104	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	12753	16207	24339	27007	35572	营业利润	671	1026	1456	1877	2443
流动负债	7011	7527	14598	15751	22732	营业外收入	12	5	92	80	47
短期借款	1548	1939	4437	5985	7883	营业外支出	5	8	10	9	8
应付票据及应付账款	3729	3496	6241	6494	10026	利润总额	678	1023	1538	1949	2483
其他流动负债	1734	2092	3920	3273	4823	所得税	119	223	337	408	511
非流动负债	804	2702	2683	2728	2419	净利润	559	799	1201	1540	1972
长期借款	109	2029	2010	2055	1747	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	694	673	673	673	673	归属母公司净利润	559	799	1201	1540	1972
负债合计	7814	10229	17281	18479	25152	EBITDA	868	1214	1707	2112	2638
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.07	1.53	2.29	2.94	3.77
股本	524	524	524	524	524	主要财务比率					
资本公积	2130	2130	2130	2130	2130	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	2285	2978	4024	5358	7052	成长能力					
归属母公司股东权益	4938	5978	7058	8528	10420	营业收入(%)	36.6	25.1	32.0	31.4	29.7
负债和股东权益	12753	16207	24339	27007	35572	营业利润(%)	99.0	52.8	41.9	29.0	30.2
						归属于母公司净利润(%)	34.4	42.9	50.3	28.3	28.0
						获利能力					
						毛利率(%)	14.2	13.6	11.8	12.2	12.2
						净利率(%)	5.2	5.9	6.8	6.6	6.5
						ROE(%)	11.3	13.4	17.0	18.1	18.9
						ROIC(%)	7.0	6.9	7.4	7.6	8.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.3	63.1	71.0	68.4	70.7
						净负债比率(%)	25.6	34.5	36.4	31.8	23.2
						流动比率	1.2	1.4	1.2	1.3	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	2.29	2.94	3.77
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	0.30	1.81	2.38	2.75
						每股净资产(最新摊薄)	9.43	10.75	12.82	15.62	19.23
						估值比率					
						P/E	48.7	34.1	22.7	17.7	13.8
						P/B	5.5	4.8	4.1	3.3	2.7
						EV/EBITDA	32.8	24.1	17.5	14.2	11.2

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 4 月 28 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据

单位: 百万元	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2020一季单季	2021一季单季
营业收入	3,621	5,033	7,874	10,755	13,451	1,377	3,288
营业成本	2,955	4,235	6,645	9,227	11,628	1,209	2,860
毛利率	18.40%	15.86%	15.62%	14.21%	13.55%	12.19%	13.01%
销售费用	104	134	173	194	101	10	27
管理费用	190	243	213	233	223	46	58
研发费用	0	0	245	304	384	25	103
财务费用	93	97	123	67	101	17	33
销售费用率	2.88%	2.66%	2.20%	1.81%	0.75%	0.72%	0.83%
管理费用率	5.24%	4.83%	2.71%	2.17%	1.66%	3.31%	1.77%
研发费用率	0.00%	0.00%	3.11%	2.82%	2.86%	1.84%	3.15%
财务费用率	2.57%	1.93%	1.57%	0.62%	0.75%	1.23%	1.01%
期间费用率	10.69%	9.43%	9.59%	7.42%	6.02%	7.10%	6.75%
资产(含信用)减值损失	73	122	106	-57	66	8	3
投资收益	-1	-10	-1	-49	-16	-9	-5
营业外收入	37	142	210	12	5	5	5
营业外支出	13	15	11	5	8	4	1
税前利润	201	282	537	678	1,023	57	247
所得税	55	73	121	119	223	15	64
所得税率	27.41%	25.81%	22.50%	17.54%	21.85%	26.55%	26.10%
少数股东权益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	146	210	416	559	799	42	182
净利率	4.03%	4.16%	5.28%	5.20%	5.94%	3.02%	5.54%
摊薄EPS (元)	0.2783	0.4000	0.7944	1.0676	1.5258	0.0793	0.3479
经营性现金流净额	171	191	1,578	871	159	15	-288
收现比	79%	95%	105%	98%	105%	152%	110%
付现比	70%	98%	85%	89%	105%	150%	115%

资料来源: Wind, 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