

公司研究

制造业务盈利能力稳步提升，钢价上涨对其影响偏正面

——鸿路钢构（002541.SZ）2021年一季报点评

买入（维持）

当前价：55.56元

作者

分析师：孙伟凤

执业证书编号：S0930516110003

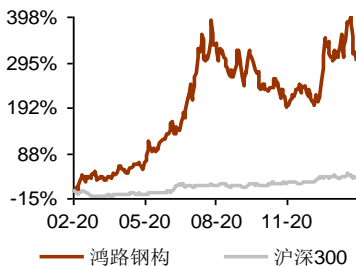
021-52523822

sunwf@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	5.24
总市值(亿元):	291.13
一年最低/最高(元):	15.96/60.50
近3月换手率:	89.86%

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：

鸿路钢构发布 2021 年一季报，公司实现营业收入 32.88 亿，同增 139%；实现归母净利润 1.82 亿，同增 339%，符合预期；实现扣非净利润 1.27 亿，同增 380%，非经常性损益中政府补助约 7000 万元。

点评：

钢价上涨并未影响公司盈利能力以及拿单能力。

2021Q1 毛利率 13%，较 20Q1、19Q1 增加 0.8pct、2.3pcts，在钢铁原材料涨价、运费科目调整以及工程业务占比降低等不利因素下毛利率不降反增，主要由于其生产效率提高带来的成本优化以及钢价上涨带来的正面影响。与此前市场担忧相反，钢价上涨因素并未影响到公司制造业务的盈利能力：1) 由于鸿路库存规模较大，且生产成本采用平均法计算，故其生产成本增速慢于销售价格增速；2) 当钢价处于上升通道中，合同报价或提前反映上涨预期；3) 前期草根调研反馈，部分业主由于钢价快速上涨而推迟制作类项目签约；相较而言，鸿路目前订单依旧饱满，进一步验证其竞争优势。

新签订单未受钢价影响，与产能爬坡节奏匹配。2021Q1 订单 52.4 亿元，同增 92%，较 19Q1 增长 68%，环比增长 9%。其中，来料加工订单 2.6 万吨，加工量与 20Q4 持平，19Q1 没有来料加工订单。新签订单基本匹配产能/产量爬坡节奏，环比数据与公司季度间产量增速相符，表明公司订单较为饱满；结合预收款项（合同负债）环比增长较为明显，期末金额为 13.8 亿元（较 2020 年末增加约 4 亿元，环比增长 41.5%），表明下游需求向好趋势未变，期待公司 21Q2 产销量及新签订单再上台阶。

即便钢价快速上涨，但我们依旧对钢结构建筑保持乐观：1) 本轮钢结构装配式建筑的发展主要受政策推动影响，基于钢结构装配式建筑的结构特性，加大钢结构在学校、医院等领域的应用；住宅领域，在政府主导的如人才公寓，农村农居改造等领域推广使用。2) 钢结构建筑将受益于绿色建筑、碳中和等政策的推进，主要由于全生命周期视角钢结构建筑碳排放较混凝土建筑大幅减量；3) 在公共建筑、厂房、基建等领域，钢结构基于其特性、优势已被广泛采用。

竞争优势进一步强化，吨扣非净利润同比增长。

鸿路的竞争优势可以总结为成本领先。在产能持续投放的背景下，公司吨扣非净利润稳步提升，进一步验证其在生产效率、管理效率上的优势。21Q1 产量约为 69 万吨，依据产量测算吨扣非净利润约为 185 元/吨，较 20Q1 增长 90 元/吨，较 19Q1 增长 15~29 元/吨。21Q1 销量小于产量，判断产成品净增约 10 万吨，以销量为核算口径，吨扣非净利润约为 215 元/吨，较 20Q1 增长 120 元/吨，较 19Q1 增长 45~59 元/吨。

21Q1 期间费用率 6.75%，同降 0.35pct，主要来自管理费用率和财务费用率的降低。资产减值损失占收入百分比为 0.08%，同降 0.53pct，推测受益于工程业务占比降低、应收账款坏账计提减少。判断 21Q1 工程业务收入约 1 亿元，占比约 3%；随着工程业务占比持续走低，公司费用率及减值损失有望降低，报表质量有望进一步提升。21Q1 净利率为 5.54%，显著高于 2019Q1 和 2020Q1 的 3.18%和 3.02%。

经营现金流流出，推测主要由于下游提货滞后以及对原材料的采购力度加大导致。经营性净现金流流出 2.87 亿元，存货规模增加（较 20Q4 增加约 7 亿元），存货受下游提货滞后（判断产成品库存增加约 4 亿元）以及钢材上涨带来的备货（原材料）的影响。另外，应付款项较期初下降约 0.9 亿，预付款项较期初上升 0.9 亿，也加大了经营现金流的流出，推测是由于加大力度采购原材料所导致，需要提前支付定金锁定原材料价格。同时，公司回款环比改善，销售商品收到现金约 36 亿元，收现比达 110%。

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。对于市场关注的“钢价上涨对于钢结构行业下游需求有多大的影响”这一问题，草根调研反馈：短期钢价上涨会影响业主下单节奏，但对长期需求不起决定性影响。我们强调，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。

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 24x。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	52	36	24	19	17
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 2021-04-30

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(元)	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