

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2021年07月01日

中报业绩有望超预期，钢价上行期彰显龙头本色

公司 21H1 业绩预增 120%-170%，彰显龙头本色，维持“买入”评级

公司发布 21H1 业绩预告，21H1 预计实现归母净利润 4.16-5.11 亿元，同比增长 120%-170%，业绩预测中值 4.63 亿元，同比增长 145%，对应 Q2 单季度业绩 2.81 亿元，同比增 89.9%。考虑到公司历史业绩一般位于业绩预告中值以上，接近上限，若本期业绩也维持上述规律，我们认为公司上半年归母净利润超出市场和我们预期。在钢价上行，行业需求和盈利能力均受到一定影响的情况下，公司业绩保持高速增长，彰显龙头公司的抗风险能力。我们认为在钢价上行时期小企业成本应对能力偏弱，龙头公司集中度有望进一步提升，继续看好公司中长期发展，维持“买入”评级。

Q2 单季销量表现或较好，制造主业吨净利或实现较高水平

我们认为公司 Q2 利润实现快速增长，或源自较好的销量及吨净利。公司利润结构主要由制造业务利润、工程业务利润、政府补助和其他构成，21Q2 公司确认股权转让投资收益 0.22 亿元(税前)，Q2 公司公告政府补助较少，我们预计政府补助与 20Q2 相比增幅有限(20Q2 税前 0.29 亿元)，按照业绩预告中值考虑，我们预计公司 Q2 单季度制造主业吨净利达到较高水平。我们认为 Q2 在钢价上行期，行业普遍面临利润压力，但公司基本面仍然强劲，可能的因素包括：1) 公司订单质量较高，大项目占比多，普遍存在较为完善的调价机制；2) 公司采购时点把握较好，体现较强的成本预判能力，过往较大的原材料存货也使得公司采购更加从容，成本上行有限。

再次中标特大型订单，后续有望持续提升市占率

公司近期公告中标鄂州机场钢结构制造订单，钢结构制造量暂估 9.68 万吨，我们认为 EPC 等模式有望提升建筑单体项目的平均投资规模，对钢结构项目而言，大企业充足的产能有望使其处于优势竞争地位。成本角度，周期短的小型项目采用闭口合同形式的比例或较高，而小企业小型项目的占比比较高，在钢价上行阶段，一定程度上小企业所承受的成本压力更大。我们认为公司目前已经形成了较强的成本壁垒，2020 年公司在行业内的市占率达到 3.1%，较 19 年提升 0.6pct，我们认为公司市占率有望持续提升。

龙头地位凸显，看好持续成长，维持“买入”评级

我们认为上半年业绩预告显示在钢价上行的行业困难期，公司良好的风险管控和业务拓展能力，龙头地位凸显，随着公司产能逐步扩张和产能利用率持续提升，继续看好公司产量和吨净利双升带来的成长持续性。我们暂维持原盈利预测，预计 21-23 年 EPS2.22/2.85/3.57 元，当前可比公司 21 年 Wind 一致预期 PE15 倍，公司商业模式和成本控制能力均明显优于行业均值，给予 21 年 30 倍 PE，对应目标价 66.60 元，维持“买入”评级。

风险提示：钢价持续上行对利润影响超预期；公司产能利用率提升速度不及预期；行业新增供给量超预期；预告为初步核算数据，请以中报为准。

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	1,160.16	1,494.27	1,867.45
增长率(%)	34.39	42.92	45.19	28.80	24.97
EPS(元/股)	1.07	1.53	2.22	2.85	3.57
市盈率(P/E)	54.66	38.24	26.34	20.45	16.36
市净率(P/B)	6.19	5.11	4.62	3.88	3.23
市销率(P/S)	2.84	2.27	1.56	1.26	1.06
EV/EBITDA	4.67	12.01	16.21	13.62	10.36

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	58.35 元
目标价格	66.60 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)	30,559.25
流通 A 股市值(百万元)	21,615.97
每股净资产(元)	11.10
资产负债率(%)	63.29
一年内最高/最低(元)	61.60/24.51

作者

王涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521010001
wangtao@tfzq.com

鲍荣富 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

武慧东 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521050002
wuhuidong@tfzq.com

王雯 联系人
wangwena@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《鸿路钢构-季报点评:Q1 业绩接近预告上限，彰显稳健经营能力》2021-04-29
- 《鸿路钢构-公司点评:下游需求旺盛，大订单数量大幅增加支撑吨净利提升》2021-04-07
- 《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

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	3,704.65	2,424.77	4,795.69
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	17,918.70	14,538.86	23,142.42
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	24,196.01	21,726.60	30,960.07
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	6,093.00	7,362.02	8,947.97
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	6,616.71	7,885.74	9,471.69
负债和股东权益总计	12,752.50	16,207.31	24,196.01	21,726.60	30,960.07

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	559.12	799.09	1,160.16	1,494.27	1,867.45
折旧摊销	237.23	280.09	377.14	470.10	524.31
财务费用	33.38	88.15	88.37	55.26	60.89
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	(160.79)	3,495.90
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	(434.90)	(55.26)	(60.89)
其他	(1,313.25)	(1,932.24)	(4,143.79)	(3,562.91)	(4,168.78)
筹资活动现金流	472.87	2,281.92	(1,241.03)	269.11	36.13
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	1,140.12	(1,279.88)	2,370.92

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	88.37	55.26	60.89
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	1,352.53	1,800.05	2,287.57
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	1,484.53	1,912.05	2,389.57
所得税	118.96	223.48	324.37	417.78	522.12
净利润	559.12	799.09	1,160.16	1,494.27	1,867.45
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	1,160.16	1,494.27	1,867.45
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%	45.19%	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%	17.53%	18.95%	19.72%
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%	72.65%	63.70%	69.41%
净负债率	11.71%	23.49%	-5.55%	18.55%	-5.59%
流动比率	1.17	1.44	1.11	1.16	1.16
速动比率	0.51	0.68	0.57	0.53	0.61
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	1.06	1.09
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	12.63	15.06	18.09
估值比率					
市盈率	54.66	38.24	26.34	20.45	16.36
市净率	6.19	5.11	4.62	3.88	3.23
EV/EBITDA	4.67	12.01	16.21	13.62	10.36
EV/EBIT	5.80	14.44	20.36	17.04	12.66

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