

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2021年07月07日

持续扩产增量提质，继续看好中长期成长性

公司公告新一期扩产计划，持续扩产助推市占提升，维持“买入”评级

2021年7月6日，公司公告与金寨县人民政府签订《绿色装配式建筑材料产业园项目投资协议书》，项目占地840亩，协议总投资约18亿元（预计为偏高预测），其中一期266亩土地主要系焊丝及出口钢结构产品，投资约6.1亿元。一期总工期15个月，全面达产预计年销售收入8亿，二期574亩土地拟建钢结构配套材料项目。我们认为公司较强成本壁垒叠加产能持续扩张，将推动后续市占率持续提升。继续看好公司中长期成长性，维持“买入”评级。

自供焊丝有望降本提效，二期有望进一步扩张钢结构产能

协议总体规划，一期项目新建焊丝及钢结构产能。钢结构的焊丝用量为20-40公斤/吨。我们保守假设公司每吨钢结构消耗焊丝20公斤，以2020年公司实现250.58万吨产量测算，需要焊丝5万吨，若以2021年公司计划产能450万吨测算，则需要焊丝9万吨。预计一期建成后可较大幅提升公司焊丝自供率，节约成本并提高产品稳定性。二期574亩土地，对应38万平方米，假设二期全部为钢结构相关产品产能，按照1万平米建筑面积对应0.75万吨产能估算，理论可建成28.5万吨钢结构产能。

依托良好的产能区位优势，后续有望凭借成本优势不断扩张

目前公司已建成10大钢结构生产基地，此项目是公司金寨生产基地的再次扩张，公司在原有基地周围进一步扩张，有利于降低生产成本，并提升单一基地的规模效应，我们判断后续公司扩产有望延续该模式，2022年完成500万吨目标产能可期。后续公司仍有望借助于自身成本优势，不断扩张规模。

龙头地位稳固，看好持续成长，维持“买入”评级

公司21H1业绩预告归母净利润4.16-5.11亿元，同比增长120%-170%，实际业绩有望超出市场和我们预期，彰显了钢价上行期龙头公司的风险管控能力。继续看好公司持续扩产增量提质带来的成长持续性。根据最新股本，我们预计21-23年EPS2.21/2.85/3.56，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66.30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。

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	60.9元
目标价格	66.3元

基本数据

A股总股本(百万股)	525.11
流通A股股本(百万股)	372.68
A股总市值(百万元)	31,978.93
流通A股市值(百万元)	22,696.09
每股净资产(元)	11.10
资产负债率(%)	63.29
一年内最高/最低(元)	64.19/25.66

作者

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

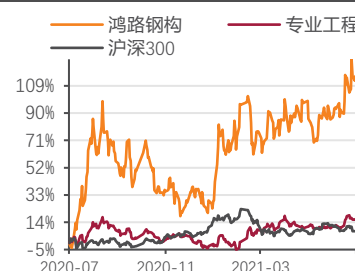
鲍荣富 分析师
SAC执业证书编号：S1110520120003
baorongfu@tfzq.com

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

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《鸿路钢构-公司点评:中报业绩有望超预期，钢价上行期彰显龙头本色》
2021-07-01
- 《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

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	1,160.17	1,494.29	1,867.47
增长率(%)	34.39	42.92	45.19	28.80	24.97
EPS(元/股)	1.06	1.52	2.21	2.85	3.56
市盈率(P/E)	57.20	40.02	27.56	21.40	17.12
市净率(P/B)	6.48	5.35	4.83	4.05	3.38
市销率(P/S)	2.97	2.38	1.63	1.31	1.11
EV/EBITDA	4.67	12.01	16.98	14.22	10.85

资料来源：wind，天风证券研究所

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	3,706.05	2,426.18	4,797.12
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	17,920.09	14,540.28	23,143.85
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	24,197.40	21,728.02	30,961.50
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	3728.87	3495.69	8649.15	6547.75	10860.48
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	525.11	525.11	525.11
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	6,093.01	7,362.05	8,948.02
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	6,618.11	7,887.15	9,473.12
负债和股东权益总计	12,752.50	16,207.31	24,197.40	21,728.02	30,961.50

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	559.12	799.09	1,160.17	1,494.29	1,867.47
折旧摊销	237.23	280.09	377.14	470.10	524.31
财务费用	33.38	88.15	88.35	55.23	60.87
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	(160.80)	3,495.89
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	(433.50)	(55.23)	(60.87)
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	(1,239.63)	269.14	36.16
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	1,141.52	(1,279.86)	2,370.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	88.35	55.23	60.87
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	1,352.54	1,800.08	2,287.60
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	1,484.54	1,912.08	2,389.60
所得税	118.96	223.48	324.37	417.79	522.13
净利润	559.12	799.09	1,160.17	1,494.29	1,867.47
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	1,160.17	1,494.29	1,867.47
每股收益(元)	1.06	1.52	2.21	2.85	3.56

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%	19.71%
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%	69.40%
净负债率	11.71%	23.49%	-5.57%	18.53%	-5.61%
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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.06	1.52	2.21	2.85	3.56
每股经营现金流	1.66	0.30	7.68	-0.31	6.66
每股净资产	9.40	11.38	12.60	15.02	18.04

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	57.20	40.02	27.56	21.40	17.12
市净率	6.48	5.35	4.83	4.05	3.38
EV/EBITDA	4.67	12.01	16.98	14.22	10.85
EV/EBIT	5.80	14.44	21.33	17.80	13.26

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com