

鸿路钢构 (002541.SZ)

Q2 业绩接近预告上限, 产能持续释放核心优势巩固

业绩接近预告上限, 吨净利大幅提升。公司公告 2021 年上半年实现营业收入 81.65 亿元, 同比增长 62.96% (较 19H1 复合增速 30.7%); 归母净利润 5.01 亿元, 同比增长 164.98% (较 19H1 复合增速 71.9%); 扣非归母净利润 3.96 亿元, 同比增长 160.87% (较 19H1 复合增速 83.5%)。业绩增速接近前期预告上限, 表现优异。Q2 单季实现营业收入 48.77 亿元, 同比增长 34.24% (两年复合增速 35.8%), 实现归母净利润 3.19 亿元, 同比增长 116.09% (两年复合增速 77.1%)。上半年业绩持续快速增长主要因: 1) 公司产能顺利扩张与释放, 上半年实现产量 154.8 万吨, 同比增长 62.49% (两年复合增速 37.4%), Q2 单季产量 86 万吨。2) 去年 Q2 因疫情计提减值造成基数相对较低。吨净利润方面, 以产量计算扣非后的吨净利约 256 元, 相比 2020H1/2019H1 的吨净利 159/144 元均大幅提升。

毛利率略降, 资产减值下降增厚利润, 业主提货放缓库存商品增加导致经营性现金流流出增多。公司上半年综合毛利率为 12.78%, YoY-1.11 个 pct, 主要因: 1) 钢价二季度上行速度加快。2) 今年新准则下运输装卸费在“主营业务成本”核算和列报, 去年同期则计入销售费用 (还原后 YoY-0.9 个 pct)。期间费用率 5.32%, YoY+0.18 个 pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别 YoY-0.17/-0.54/+0.8/+0.09 个 pct, 管理费用率下降主要因公司规模效应不断体现; 研发费用率增加主要因公司本期加大研发投入; 财务费用率略增主要因本期可转债以及有息债务规模增长。资产减值损失同比减少 1.72 亿元, 主要因去年疫情影响下公司出于谨慎计提增加。所得税率为 23.97%, YoY-3.7 个 pct。归母净利率 6.14%, YoY+2.36 个 pct。公司经营性现金流净流出 5.97 亿元, 去年为净流入 1.63 亿元, 主要因存货较年初增加 4.77 亿元导致营运资本上升, 具体看存货中原材料/库存商品/周转材料分别增加 1.1/4.0/-0.39 亿元。存货上升主要是因库存商品增加较多, 我们预计主要因上半年钢价上涨, 业主施工节奏放缓, 提货偏慢导致。收现比/付现比分别为 101%/110%, YoY-3/+10 个 pct。

多方面继续巩固核心优势, 行业影响力不断提升。根据半年报披露, 在生产能力方面, 公司加大智能制造技术投入, 研发或引进了包括全自动钢板剪切配送生产线、数控下料、数控钻孔、焊接及喷涂机器人等先进设备, 大幅提升劳动效率, 并且通过完善半成品制造能力, 减少外协或外购半成品, 建立成本竞争优势, 不断实现更细分的部品部件的专业化提升生产效率。在采购能力方面, 公司通过科学化预测、信息化管理、规模化采购平稳度过上半年钢价快速上涨阶段。在管理能力方面, 形成了一套独特的可复制易运行的钢结构生产管理体系, 突破了管理半径的限制, 具备了多基地大生产的管控能力。公司核心优势不断巩固, 行业及品牌影响力快速提升, 对上下游客户的议价能力逐步提高, 上下游客户对公司的依存度逐步增强, 公司主要产品列入越来越多业主方及总包企业的指定产品名录。

钢价趋稳有望促需求改善, 产能持续加速释放。随着钢材价格逐步平稳, 以及专项债发行加快, 政府公共类钢结构装配式构件需求下半年有望迎边际改善, 行业景气度趋于回升。当前公司持续扩张钢结构制造加工产能, 计划至 2022 年总产能提升至 500 万吨, 依托优秀的管理实力, 快速执行订单响应客户需求, 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。我们预计公司下半年产量有望保持较快增长, 结合上半年产量数据, 我们预计公司全年有望实现产能 330-340 万吨。

投资建议: 我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.4/14.7/18.5 亿元, 同增 42%/29%/26% (2020-2023 年 CAGR 为 32%), EPS 分别为 2.17/2.80/3.53 元, 当前股价对应 PE 为 27/21/17 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	18,516	23,029	28,574
增长率 yoy (%)	36.6	25.1	37.7	24.4	24.1
归母净利润 (百万元)	559	799	1,138	1,467	1,849
增长率 yoy (%)	34.4	42.9	42.4	29.0	26.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.07	1.53	2.17	2.80	3.53
净资产收益率 (%)	11.3	13.4	16.3	17.5	18.2
P/E (倍)	55.2	38.6	27.1	21.0	16.7
P/B (倍)	6.2	5.5	4.6	3.8	3.1

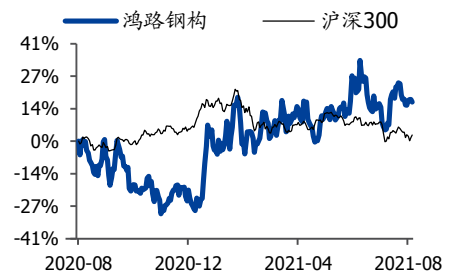
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	专业工程
前次评级	买入
8月25日收盘价(元)	58.91
总市值(百万元)	29,295.64
总股本(百万股)	525.11
其中自由流通股(%)	70.97
30日日均成交量(百万股)	4.02

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 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

相关研究

- 《鸿路钢构 (002541.SZ): 业绩高增超预期, 吨净利大幅提升》2021-07-01
- 《鸿路钢构 (002541.SZ): Q1 营收业绩大幅加速, 规模效益持续显现》2021-04-28
- 《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



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	8214	10833	18791	18763	26428
现金	1275	2565	5256	6537	8111
应收票据及应收账款	1677	1571	2544	2907	3856
其他应收款	98	94	170	159	250
预付账款	237	238	417	398	613
存货	4657	5743	9124	8761	13098
其他流动资产	269	621	1280	0	500
非流动资产	4539	5375	6370	7187	7661
长期投资	12	16	17	20	22
固定资产	2933	3734	4534	5176	5474
无形资产	766	794	889	999	1109
其他非流动资产	827	831	930	992	1056
资产总计	12753	16207	25161	25950	34089
流动负债	7011	7527	15472	14848	21552
短期借款	1548	1939	4726	5812	7051
应付票据及应付账款	3729	3496	6734	5878	9740
其他流动负债	1734	2092	4012	3158	4761
非流动负债	804	2702	2694	2710	2376
长期借款	109	2029	2021	2038	1703
其他非流动负债	694	673	673	673	673
负债合计	7814	10229	18166	17558	23928
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	524	524	524	524	524
资本公积	2130	2130	2130	2130	2130
留存收益	2285	2978	3969	5239	6828
归属母公司股东权益	4938	5978	6995	8392	10161
负债和股东权益	12753	16207	25161	25950	34089

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	871	159	893	1391	1681
净利润	559	799	1138	1467	1849
折旧摊销	237	280	317	393	457
财务费用	67	101	33	40	50
投资损失	49	16	19	21	26
营运资金变动	-46	-916	-614	-531	-702
其他经营现金流	5	-122	0	0	0
投资活动现金流	-1322	-1120	-1332	-1232	-957
资本支出	1352	1229	995	815	471
长期投资	0	3	-1	-3	-2
其他投资现金流	31	112	-338	-420	-488
筹资活动现金流	473	2282	904	536	111
短期借款	493	392	561	500	500
长期借款	-152	1920	-8	16	-334
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	133	-30	352	20	-55
现金净增加额	24	1318	466	695	835

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10755	13451	18516	23029	28574
营业成本	9227	11628	16465	20300	25138
营业税金及附加	78	100	140	163	209
营业费用	194	101	120	150	143
管理费用	233	223	241	380	471
研发费用	304	384	463	576	657
财务费用	67	101	33	40	50
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	125	194	340	385	410
公允价值变动收益	0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	-49	-16	-19	-21	-26
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	671	1026	1375	1785	2288
营业外收入	12	5	92	80	47
营业外支出	5	8	10	9	8
利润总额	678	1023	1457	1856	2328
所得税	119	223	319	389	479
净利润	559	799	1138	1467	1849
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	559	799	1138	1467	1849
EBITDA	868	1214	1622	2018	2492
EPS (元)	1.07	1.53	2.17	2.80	3.53

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	36.6	25.1	37.7	24.4	24.1
营业利润(%)	99.0	52.8	34.0	29.8	28.2
归属于母公司净利润(%)	34.4	42.9	42.4	29.0	26.0
获利能力					
毛利率(%)	14.2	13.6	11.1	11.9	12.0
净利率(%)	5.2	5.9	6.1	6.4	6.5
ROE(%)	11.3	13.4	16.3	17.5	18.2
ROIC(%)	7.0	6.9	6.8	7.3	8.0
偿债能力					
资产负债率(%)	61.3	63.1	72.2	67.7	70.2
净负债比率(%)	25.6	34.5	38.0	31.1	19.8
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	9.0	8.5	8.5
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	2.17	2.80	3.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	0.30	1.71	2.66	3.21
每股净资产(最新摊薄)	9.43	10.75	12.69	15.36	18.74
估值比率					
P/E	55.2	38.6	27.1	21.0	16.7
P/B	6.2	5.5	4.6	3.8	3.1
EV/EBITDA	37.0	27.1	20.7	16.6	13.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 25 日收盘价

图表 1: 公司主要财务数据 (百万元)

	2017年	2018年	2019年	2020年	2020上半年	2021上半年	2021一季单季	2020二季单季	2021二季单季
营业收入	5,033	7,874	10,755	13,451	5,011	8,165	3,288	3,633	4,877
营业成本	4,235	6,645	9,227	11,628	4,314	7,121	2,860	3,105	4,261
毛利率	15.86%	15.62%	14.21%	13.55%	13.90%	12.78%	13.01%	14.54%	12.63%
销售费用	134	173	194	101	41	52	27	31	25
管理费用	243	213	233	223	101	121	58	56	63
研发费用	0	245	304	384	79	195	103	54	91
财务费用	97	123	67	101	36	67	33	19	34
销售费用率	2.66%	2.20%	1.81%	0.75%	0.81%	0.64%	0.83%	0.84%	0.51%
管理费用率	4.83%	2.71%	2.17%	1.66%	2.02%	1.48%	1.77%	1.53%	1.28%
研发费用率	0.00%	3.11%	2.82%	2.86%	1.58%	2.38%	3.15%	1.48%	1.87%
财务费用率	1.93%	1.57%	0.62%	0.75%	0.73%	0.82%	1.01%	0.53%	0.69%
期间费用率	9.43%	9.59%	7.42%	6.02%	5.14%	5.32%	6.75%	4.39%	4.35%
资产(含信用)减值损失	122	106	-57	66	170	-3	3	161	-5
投资收益	-10	-1	-49	-16	-18	-1	-5	-8	4
营业外收入	142	210	12	5	3	16	5	-2	11
营业外支出	15	11	5	8	5	4	1	1	3
税前利润	282	537	678	1,023	262	659	247	205	413
所得税	73	121	119	223	72	158	64	57	94
所得税率	25.81%	22.50%	17.54%	21.85%	27.71%	23.97%	26.10%	28.03%	22.69%
少数股东权益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	210	416	559	799	189	501	182	148	319
净利率	4.16%	5.28%	5.20%	5.94%	3.77%	6.14%	5.54%	4.06%	6.54%
摊薄EPS (元)	0.3990	0.7923	1.0648	1.5218	0.3601	0.9543	0.3479	0.2818	0.6073
经营性现金流净额	191	1,578	871	159	163	-597	-288	147	-309
收现比	95%	105%	98%	105%	104%	101%	110%	85%	95%
付现比	98%	85%	89%	105%	100%	110%	115%	80%	106%

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

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

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：021-38124100

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