

## 公司研究

## 吨扣非净利同比提升，经营效率持续改善

## ——鸿路钢构（002541.SZ）2021年半年度报告点评

## 买入（维持）

当前价：58.64元

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

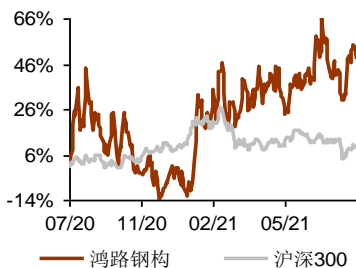
010-58452063

fengmq@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	5.25
总市值(亿元):	307.92
一年最低/最高(元):	32.88/64.47
近3月换手率:	54.83%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.04	9.28	-2.50
绝对	-0.48	-0.48	-0.48

资料来源：Wind

## 相关研报

大额订单占比保持高位，公司竞争优势逐步显现——鸿路钢构（002541.SZ）2021年半年度经营数据点评（2021-07-06）

判断制作业务盈利能力提升，龙头公司竞争力再次得到验证——鸿路钢构（002541.SZ）2021年半年度业绩预告点评（2021-07-01）  
业绩符合预期，制造业务盈利能力明显提升——鸿路钢构（002541.SZ）2021年一季度报告点评（2021-05-04）

## 要点

**事件：**鸿路钢构发布2021年半年度报告，公司2021H1实现营业总收入81.6亿，同增63%；实现归母净利润5.0亿，同增165%；实现扣非净利润4.0亿元，同增161%。其中，Q2实现扣非净利润约2.7亿元，环增112%，同增约115%。

## 点评：

**21Q2吨净利同环比均有提升，推测工程业务收入占比进一步下降。**

**21Q2吨净利同环比均有提升，受益于信用减值有所改善。**我们测算公司Q2吨扣非净利约为303元/吨，同增116元/吨，环比提高约88元/吨，为历史最佳水平（注：20Q2加回减值损失后，吨扣非净利润为365元/吨，主要由于彼时工程结算利润贡献较多，且研发费用较少所致）。二季度钢价大幅上涨的背景下，公司吨扣非净利润同环比仍然提升，我们推测一方面来自于公司经营效率提升带来的成本下降，另一方面来自于21Q2信用减值金额同环比均有改善，Q2信用减值冲回约500万，Q1信用减值约300万，20Q2信用减值约为1.6亿。信用减值损失减少，主要由于公司2017年后工程业务占比持续下降，应收账款质量逐渐改善，部分早期工程欠款收回后产生信用减值冲回，对净利润有正向贡献。

**21H1毛利率同比下降，推测工程业务收入占比下降明显。**2021H1综合毛利率12.78%，同降1.1pct，其中Q2毛利率下降1.9pct。21H1毛利率同比下降，一方面由于公司成本加成模式下加工费基本保持稳定，钢价上涨导致毛利率下降，另一方面由于公司高毛利率的工程业务收入占比同比下降，我们推测21H1这一比例约为2%-3%，较上年同期的12%下降明显；21H1装配式建筑业务主要为制造类业务，毛利率与制造业务毛利率接近。21H1研发费用为1.95亿元（费用率为2.38%），同增1.15亿元（+0.8pct）；其中Q2研发费用为0.91亿元（费用率为1.87%），同增0.37亿元（+0.4pct）。

**钢价上涨过快阶段性抑制订单及产量增长，下半年有望提速。**

**21Q2订单同增8%，来料加工订单占比大幅提升使订单金额失真。**公司2021H1新签合同额105.3亿元，同增38%，其中21Q2新签合同额52.88亿元，同增8%，环比增长1%。其中，来料加工订单9万吨，显著高于21Q1的2.6万吨和20Q2的5.6万吨。考虑到21Q2来料加工订单体量明显上升，若剔除这一影响，公司实际订单增速高于表观增速。我们按照钢价每吨5500元的成本价测算，剔除来料加工订单的影响后，实际同比、环比增速分别测算为12%、8%。我们判断二季度钢价上涨对下游需求有一定抑制作用，随着钢价回落，三季度订单有望恢复更快增长。

**21Q2钢结构产量86万吨，判断钢价回落后产量已恢复增长。**公司2021H1产量154.77万吨，同增62.49%，其中21Q2产量86万吨，同增28%，环比增长17万吨（相当于半个多月的产量）；Q2产能爬坡有所放缓，判断主要受钢价上涨过快影响。有几点需要注意：1) 二季度钢价上涨对下游需求有一定抑制作用，但以推迟为主，需求不会消失。随着钢价在5、6月份回落，我们判断三季度产量已恢复增长；2) 判断6月份产量已达到30万吨。

**Q3 产销量或迎双升，吨盈利或有波折。** 21H1 由于钢价剧烈上涨，导致下游提货及下单速度放缓，产成品库存净增 4 亿元（对应钢构增约 7-8 万吨）。判断 Q2 库存去化约 2-3 万吨，仍慢于预期，判断 Q2 销量约 89 万吨。随着钢价逐步平稳，下游提货速度或加快，且订单亦将见较为明显增长，带动季度产销量创新高。不过，存货平均成本逐步抬升，或对吨净利产生波折。

**21H1 加大原材料采购力度导致现金流出较多，经营效率同比提升。**

**经营性现金流同降，应付减少、预付增多为主因。** 经营性现金流-5.97 亿元，同降约 7.6 亿元，主要原因：1) 应付票据及应付账款，较期初下降约 8 亿元；2) 预付较期初净增约 1.6 亿元。3) 存货较期初增加约 5 亿元。减少应付主要目的是降低供应链采购成本（主要为辅料、且供应商垫资有成本）；预付金额提高目的为锁定钢材价格；存货增加主要为 21H1 提货放缓所致。

**营运效率仍在提升。** 21H1 存货周转周期为 162 天，同减 47 天。营业周期天数 197 天，同减 72 天。虽然公司主动减少应付，且由于客观环境影响带来产成品库存累库，但营业周期仍有好转，进一步论证公司营运效率提升。

**盈利预测、估值与评级：** 21H1 公司在钢价上涨的外部环境下，吨扣非净利润仍有提升，体现了公司经营效率持续改善；工程业务占比下降预示着未来应收账款信用减值影响逐渐弱化。在下游提货放缓的情况下，公司营运效率仍然提升，再次验证了公司作为钢结构制造领域龙头公司的竞争优势仍在持续强化。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 2.32 元、2.88 元、3.34 元。现价对应 2021 年动态市盈率约为 25x，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	55	38	25	20	17
P/B	6.2	5.1	4.3	3.6	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-26

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

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	55	38	25	20	17
PB	6.2	5.1	4.3	3.6	3.1
EV/EBITDA	29.9	22.6	16.6	13.9	12.1
股息率	0.3%	0.4%	0.6%	0.7%	0.9%

## 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的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