

成长行业领军者 规模红利远未见顶

——鸿路钢构 (002541.SZ)

建筑装饰/专业工程

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

“鸿”图华构，钢构行业最强音。

公司是钢结构行业领军者，拥有民营企业最高资质。2021年产量达367万吨，实现“日产万吨”，行业内遥遥领先。规模巨大且增长迅猛，近五年归母净利润增速维持在34%以上。

商业模式重塑打开成长之门，公司具有行业内最具成长性的经营模式。起初是钢结构制造与工程服务并重的传统型企业，逐步转向制造，2021年新签全部为材料合同。通过向下游客户笃定的应收款控制、向上游慷慨付款比例，公司以较快的现金周转及较低的价格贯穿产业链，使得制造模式成为了好生意。

- ◆ **订单应接不暇：**公司新签合同额持续高增，2021年新签订单同比增长32.22%，继续领跑行业。奥秘在于产品价格优势+强大的履约能力，使得订单需求高涨。公司各季度新签合同均价均低于同期造价部门信息价1000元/吨以上。
- ◆ **产能持续扩张：**公司预计至2022年底产能达到500万吨，较上市初41万吨增幅超过12倍。当前拥有遍布安徽、河南、湖北、重庆的十大生产基地。
- ◆ **扩张投入优势巨大：**单位产能投入资本金及运营资金均低于行业，其中单位产量营运资本投入仅需1088元/吨，较行业内第二企业每10万吨扩产可少投入营运资本1.81亿元。

公司产能规模以及经营模式已构筑起强大的壁垒，形成了贯通采购、制造、管理的全链条成本优势，新进入者刻意模仿将落得邯郸学步。2020年公司钢结构制造成本低至3778元/吨，结合进公司（材料价+加工费）的定价策略，售价甚至低于部分企业制造成本。

- ◆ **采购：**凭借较强的收现能力从钢厂批量化采购，绕过经销商，降低采购成本，2019年钢材采购单价较友商低约629元/吨。
- ◆ **制造：**单位折旧、运输及人工成本陆续降低，规模优势显现。
- ◆ **管理：**管理职能集中化使得期间费用迅速摊薄，成本优势持续加深。2021年H1公司单位产品期间费用降至280元/吨，较20年下降43元/吨。

盈利能力仍处于上升通道中，公司实现高成长同时资产回报持续优化。公司2021年吨净利达342元/吨。ROE有着陡峭的上升趋势，新增产能回报边际递增，随着未来新增产能陆续投产，公司规模红利持续兑现，ROE提升趋势有望延续。

钢结构行业肩负实现碳中和、钢铁工业调整升级以及建筑业转型的历史使命，年化增速有望保持10%以上。2022年政府投资产业园项目及公共建筑已成为稳增长重要抓手，钢结构大有可为。当前五大上市公司合计市占率不及6%，市场空间广阔，行业内企业发展方向继续分化，鸿路异军突起的行业格局仍将持续。

我们看好公司优越的商业模式在行业成长中尽享红利，量“价”齐升。产量继续稳步增长，市占率显著提升，2022年~2023年产量有望达424万吨、509万吨。看好单位产品盈利能力继续提升，规模红利持续兑现，综合成本继续摊薄，单位净利润不断增长。

投资建议：预计公司2021年~2023年净利润分别为11.58亿元、14.67亿元、18.02亿元。当前市盈率分别为17.76倍、14.02倍、11.41倍。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：固定资产投资萎缩、钢结构渗透率下滑、制造模式获取订单不及预期。

评级

买入（首次）

2022年3月17日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

刘宇栋

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660121110016

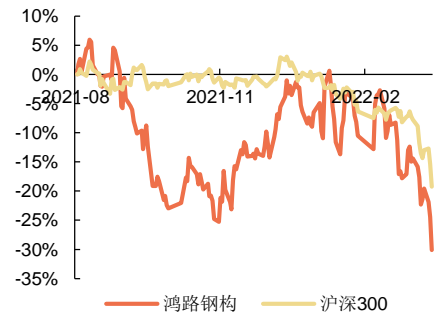
Email: liuyudong@shgsec.com

交易数据

时间 2022.3.16

总市值/流通市值 (亿元)	205.68
总股本 (万股)	53,077.72
资产负债率 (%)	62.49
每股净资产 (元)	12.53
收盘价 (元)	38.75
一年内最低价/最高价 (元)	36.80/64.19

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

- 1、《伟星新材：消费之星 生生不息》2022-01-12
- 2、《旗滨集团：业绩新高度 成长新速度》2021-11-23

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,754.92	13,450.93	19,513.95	23,089.18	24,663.30
增长率 (%)	36.58%	25.07%	45.08%	18.32%	6.82%
归母净利润 (百万)	559.12	799.09	1,158.28	1,466.85	1,802.54
增长率 (%)	34.39%	42.92%	44.95%	26.64%	22.89%
净资产收益率 (%)	11.32%	13.37%	18.27%	19.58%	20.23%
每股收益(元)	1.07	1.53	2.18	2.76	3.40
PE	36.21	25.33	17.76	14.02	11.41
PB	4.11	3.39	3.24	2.75	2.31

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. “鸿”图华构 钢构行业最强音	5
1.1 业务愈加纯粹的钢结构制造巨头	5
1.2 企业红利共建共享 员工持股推动新成长	8
1.3 商业模式重塑打开成长之门	9
1.3.1 新签合同额持续高增	10
1.3.2 需求为因 产能为果	12
1.3.3 步伐轻快 行疾如飞	13
1.3.4 良好政企关系增厚投资回报	14
1.4 解构成本壁垒	14
1.4.1 与供应商共赢显著降低采购价	15
1.4.2 规模优势摊薄制造费用	17
1.4.3 管理模式变革 前景更光明	17
1.5 经营状况仍在优化 企业价值应重估	19
2. 钢结构行业：传统行业里的成长序曲	20
2.1 装配式建筑陡峭的成长曲线	21
2.1.1 公共建筑优先采用钢结构带来显著增量	22
2.1.2 钢结构装配式住宅蓄势待发	23
2.2 制造业厂房建设需求仍将上行	23
2.3 行业格局趋于清晰	24
3. 投资建议：把握成长性行业中最为受益标的	26
3.1 业绩预测	26
3.2 估值	27
3.2.1 相对估值	27
3.2.2 绝对估值	28
4. 风险提示	28

图表目录

图 1：21H1 业务结构（百万元）	5
图 2：钢结构行业分工	7
图 3：各业务板块营收增速	7
图 4：各业务板块毛利率	7
图 5：长期成长性显著（百万元）	8
图 6：公司近年净利润增速高于营收增速	8
图 7：公司股权结构集中	8
图 8：钢结构制造业务模式	9
图 9：新签订单额（亿元）	10
图 10：应收账款周转天数掉头向下（天）	10
图 11：鸿路新签合同额领跑行业（亿元）	10
图 12：鸿路新签合同额增速逆势增长	10
图 13：钢材市场价（元/吨）	11
图 14：公司主要订单价格低于信息价（元/吨）	11
图 15：2021 年公司部分大型订单建筑类型（万吨）	11

图 16: 产能持续增长 (万吨)	12
图 17: 公司生产基地布局	12
图 18: 公司单位营运资本投入低 (元/吨)	13
图 19: 公司历年政府补助金额 (百万元)	14
图 20: 钢结构制造成本显著低于可比公司 (元/吨)	14
图 21: 公司钢结构业务成本拆分 (2019 年)	15
图 22: 钢结构行业应付账款周转天数 (天)	15
图 23: 前五大供应商集中度	16
图 24: 钢材采购单价 (元/吨)	16
图 25: 人均职工薪酬 (元)	17
图 26: 每吨人工费用 (元、吨)	17
图 27: 每吨折旧成本 (元)	17
图 28: 扁平化管理体系	18
图 29: 单位期间费用率逐年递减 (元/吨)	18
图 30: 吨净利持续提升 (元/吨)	19
图 31: ROE 逐年提升	20
图 32: 公司现金收支情况 (百万元)	20
图 33: 建筑业新开工面积 (不含商品房) 总体平稳 (万平方米)	22
图 34: 装配式建筑渗透率快速提升 (万平方米)	22
图 35: 2021 年专项债资金投向	23
图 36: 制造业利润高速增长 (亿元)	24
图 37: 全国钢结构产量 (万吨)	25
图 38: 上市企业产量及市占率 (万吨)	25
表 1: 钢结构业务示例	6
表 2: 公司各生产基地规模 (平方米)	12
表 3: 公司规划项目土地摘牌情况	12
表 4: 钢结构相关全国性政策文件	21
表 5: 部分地方政府钢结构相关政策	22
表 6: 2021 年部分在建钢结构装配式医院	23
表 7: 钢结构行业主要企业产能	25
表 8: 钢结构行业近期募资情况	25
表 9: 鸿路钢构各项业务营收预测 (百万元)	26
表 10: 可比公司估值表	27
表 11: 自由现金流贴现值	28
表 12: 公司盈利预测表	29

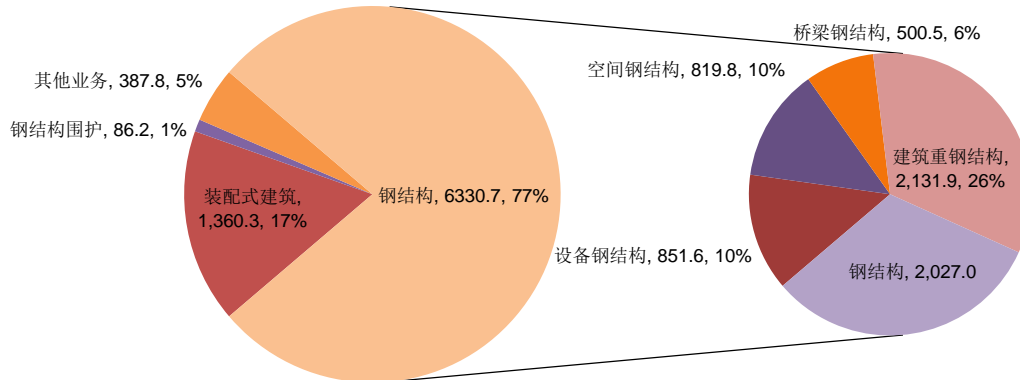
1. “鸿”图华构 钢构行业最强音

1.1 业务愈加纯粹的钢结构制造巨头

公司扎根于钢结构行业，拥有行业内民营企业最高资质。鸿路成立于2002年，专精于钢结构及其围护产品的制造。当前公司业务仍然以钢结构核心，拥有中国钢结构制造企业特级资质以及钢结构工程专业承包一级资质，均为民营企业可得最高资质。

- ◆ 钢结构：公司主业为钢结构制造与施工，21年H1钢结构营收占比77%。近年来逐步转向以钢结构材料合同为主导，聚焦于钢结构制造，2021年新签合同全部为材料订单。
- ◆ 装配式建筑：装配式建筑总承包业务，所承接多为EPC工程，包含装配式建筑勘察、设计、施工、采购全过程。公司承担建筑企业角色，为客户完成装配式建筑建造全过程。该业务板块中以执行公司早年签订的合同为主。19-21年总承包订单分别为11.36亿元、1.92亿元、0元。
- ◆ 钢结构围护：主要产品为彩钢板，在营收中占比逐年下降。
- ◆ 其他业务：主要构成为废钢贸易及车库业务，公司钢结构加工业务产生废钢率通常在5%左右，通过销售废钢增厚加工业务利润，本质上属于公司钢结构主业营收的一部分。该项业务营收占比不高但对利润贡献不可忽视，21H1毛利率达62.7%，贡献毛利润2.4亿元。

图1：21H1 业务结构（百万元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所


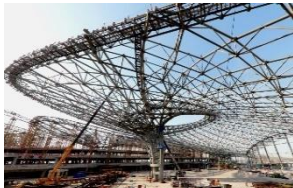

钢结构广泛应用于各类建筑中，公司主要钢结构产品根据下游应用差异分为以下5大类：

- ◆ 建筑重钢结构：重钢产品最为显著的特点是钢材厚度高，单个构件重量大。主要用于承重需求更高的多高层建筑及大型公共建筑。通常以劲性结构形式应用，核心为钢结构骨干，外包传统钢筋混凝土，形成复合劲性结构，较传统结构能显著增加承重及抗震能力，有效缩小结构截面尺寸。
- ◆ 建筑轻钢结构：轻钢结构产品钢材厚度较薄，称重相对重钢较轻，应用于厂房，

医院、钢结构住宅等楼层不高因此承重需求较低的建筑。

- ◆ **空间钢结构**：用于形成复杂空间构型的钢结构产品，多数定制化，广泛应用于大型体育场馆、大型交通枢纽等建筑。
- ◆ **桥梁钢结构**：钢桥较传统桥梁具备轻量化、大跨度优势，应用比例逐渐提升。
- ◆ **设备钢结构**：主要应用于轧钢、水泥窑尾、石化、轧钢等工业工程，单个项目体量往往较大。

表1：钢结构业务示例

规格	应用建筑	产品类型	目标客户	钢结构应用示例
建筑 重钢 结构	高层、超 高层建 筑、大型 公共建筑 等	H型钢结构梁柱、 圆钢管柱、箱型 柱、复杂重钢结 构、钢板剪力墙 等	业主 ：投资方、建设 单位；	 
建筑 轻钢 结构	厂房、仓 库、活动 房屋、公 共建筑	H型钢结构梁柱、 薄壁型钢檩条、 压型钢板等	总包 ：中建、中交、 中铁建、地方建工 企业等总承包商；	 
空间 钢结 构	体育场 馆、会展 中心、航 站楼、交 通枢纽	网架、网壳、桁架 钢圆管、方钢管 柱，型钢梁等	中国化学、中国中 冶、上海宝冶等工 业工程专业承包 商；	 
桥梁 钢结 构	桥梁、公 路	钢板桥面、钢梁、 钢塔结构等	钢结构分包 ：中建 科工、中冶钢构等 钢结构专业分包企 业。	 
设备 钢结 构	石化、水 泥、化工、 冶金、钢 铁等工业 项目	型钢梁柱等		

资料来源：公司公告，公司官网，搜狐新闻，台州交投，荣盛石化官网，新华网，申港证券研究所

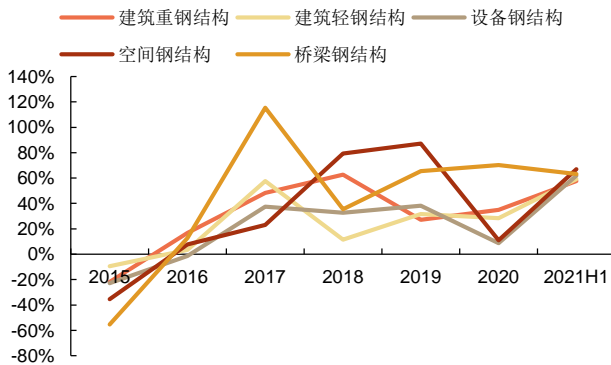
图2: 钢结构行业分工



资料来源:《钢结构》杂志,公司公告,现代钢构网架公众号,申港证券研究所

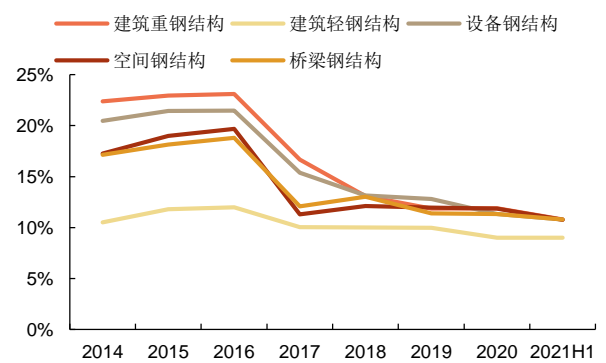
转型聚焦制造模式,毛利率趋于稳定。钢结构一体化工程合同在安装环节溢价较高,毛利率高于纯材料合同,但存在结算周期较长的隐患。2015年后公司战略转型聚焦制造模式,工程合同占比逐年下滑,业务结构变化导致转型后毛利率下行,属公司战略布局结果。当前公司钢结构材料合同采取(材料价+加工费)的模式定价,各业务板块毛利率均接近10%,是公司定价策略的直观反映。

图3: 各业务板块营收增速



资料来源: Wind, 申港证券研究所

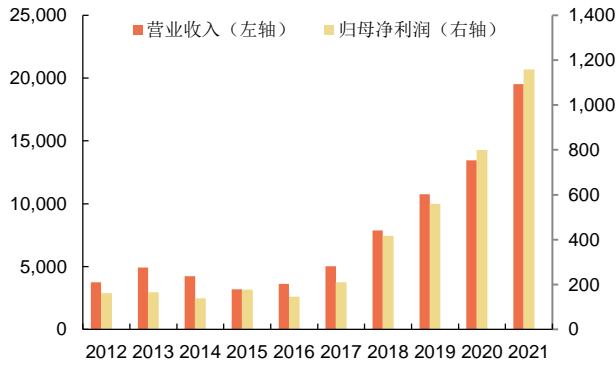
图4: 各业务板块毛利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

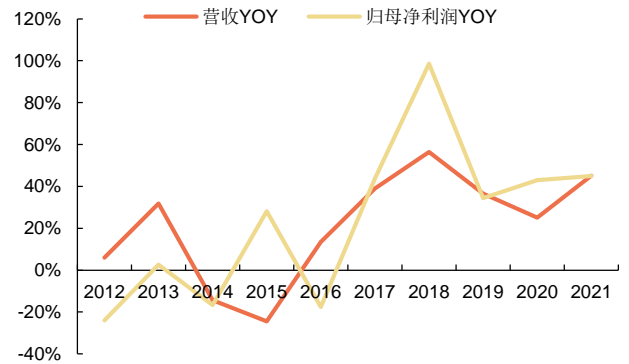
公司2011年上市后从行业后来者成长为日产万吨的领头羊,业绩增长持续兑现。近五年归母净利润增速维持在34%以上,成长性显著。生意模式持续优化,规模优势显现,净利润增速近几年稳健高于营收增速。

图5: 长期成长性显著 (百万元)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图6: 公司近年净利润增速高于营收增速



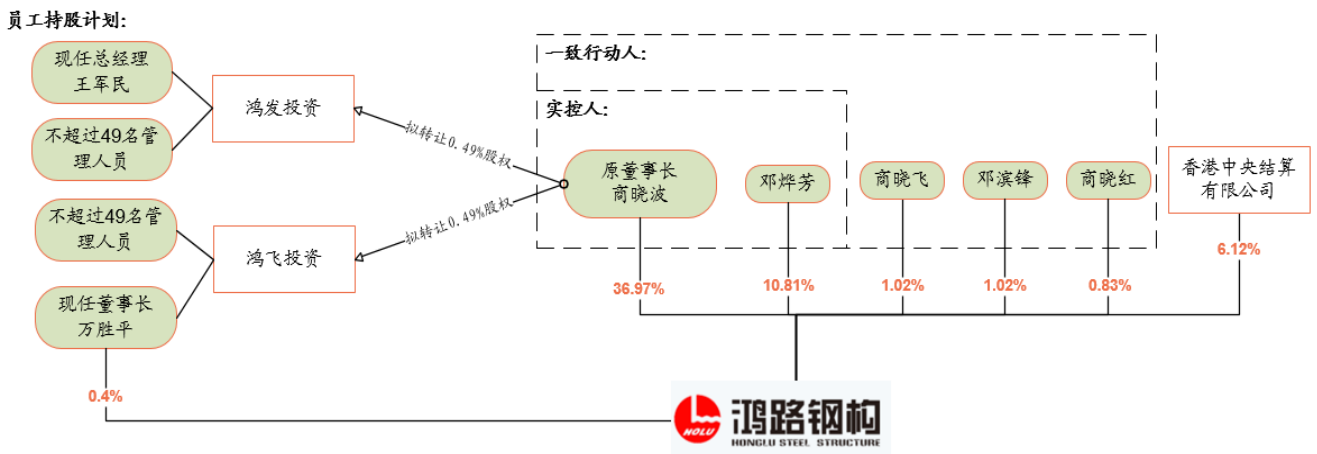
资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.2 企业红利共建共享 员工持股推动新成长

公司控制权清晰，掌舵人把握准确航向。实控人商晓波先生及一致行动人共持有公司 50.65%股份。自公司 2002 年成立起，商先生数次增资，持续助力公司成长。2021 年商先生卸任公司董事长，聚焦远景战略，同为公司发起人且此前长期任职副总经理、财务总监的万胜平先生接任董事长。

员工共享企业发展红利，持股计划助力公司加速成长。公司实控人商晓波先生拟出让 0.98% 股份予以员工持股平台鸿飞投资、鸿发投资，并提供与员工自筹资金比例不超过 1: 1 的无息借款支持员工参加持股计划。持股计划覆盖公司高管 10 人、核心管理人员、技术骨干、基地总经理、工厂厂长、销售人员等 90 人。实现核心管理人员与公司利益绑定，成长有望再加速。

图7: 公司股权结构集中



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

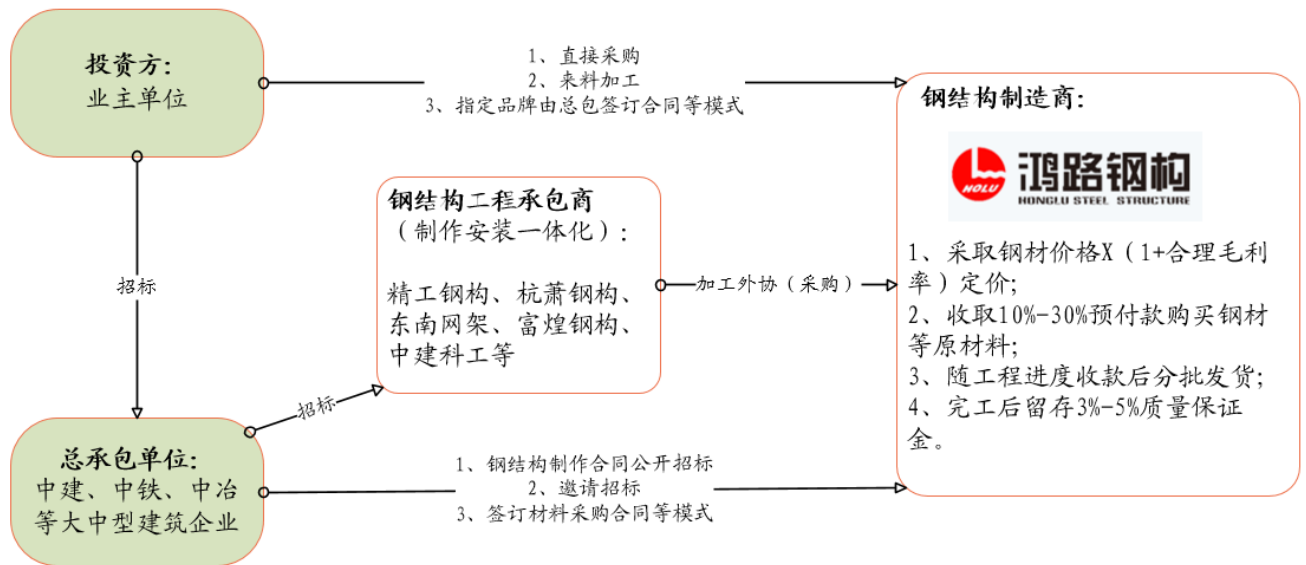
1.3 商业模式重塑打开成长之门

工程模式与制造模式存在差异性。钢结构行业参与者传统上以工程承包商为主，企业作为专业分包单位参与工程建设，深度参与设计、制造、安装施工等多个环节，享有相对较高的毛利率，却有着漫长的回款与结算周期。工程模式里上游总承包商享有较大话语权，且建筑业务具有结算周期长的天然特性，工程业务应收款周转较慢。而公司的材料合同不参与安装环节，仅参与深化设计及构件加工。

另辟蹊径实现产业链地位重塑，扩大客户覆盖面。鸿路钢构选择了一条独特的发展道路，聚焦于自身擅长的制造模式，公司承接订单中工程类订单占比逐年下降，2021年新签合同全部为材料合同。从工程承包商转变为材料供应商，产业链地位向更上游移动，当前客户群体涵盖钢结构行业全产业链，既包括投资建设方、也包括总承包商、钢结构承包商等建筑企业。

并没有与生俱来的好生意模式，经营者对其经营策略的坚守成就了生意。鸿路向下游客户笃定的应收款控制、向上游慷慨的付款比例，以较快的现金周转及较低的价格贯穿产业链，使得制造模式成为了好生意。

图8：钢结构制造业务模式



资料来源：公司公告，申港证券研究所

战略转型是公司卓越治理的体现，坚守自身战略获得独特竞争优势颇具创新意义。

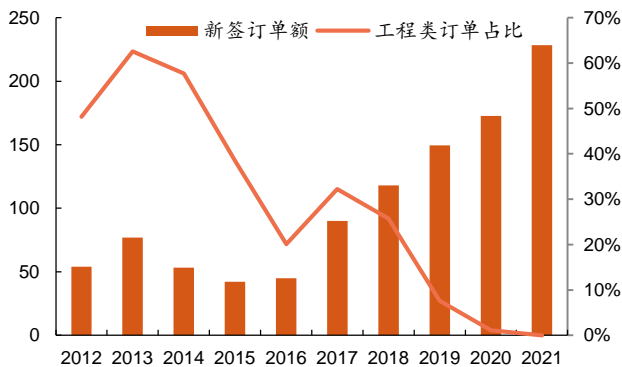
2011-2013年：成长初期商业模式重塑的必要性已显现。公司在上市之初募资项目投产后实现高速增长，但陷入应收账款的泥潭，2011-2013年营收规模扩大但净利润未见增长，在此期间应收账款迅速增长且减值损失逐年升高，2013年坏账损失与净利润比值达到41%。

2014-2015年：战略转型期新签订单及业绩阶段性承压，但转型成功后的红利显著。为避免应收款持续增长带来流动性压力，公司于2014年开始变革经营模式，更加注重订单质量，聚焦发货前支付比例高的材料订单。聚焦材料订单的经营策略使得可承接订单减少，导致2014及2015年两年新签合同额同比负增长，16年方重拾

升势。

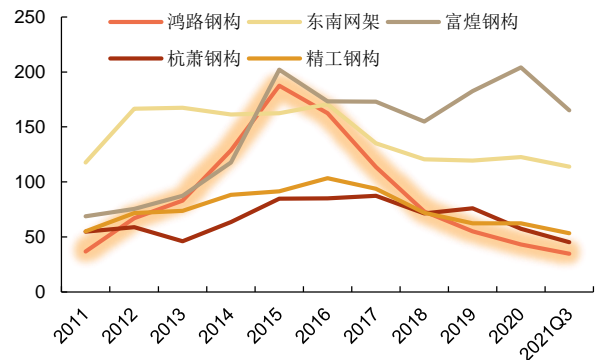
2016年至今：生意模式快周转与高成长红利兑现，打破成长枷锁，业绩持续高增。公司定价低于同行业竞争对手使得订单高速增长。聚焦材料类订单的生意模式赋予了公司极高的成长性，在很长的一段时间里，公司获取订单增速远超行业，使得公司不断扩产以满足订单需求，成为钢结构行业内少数扩张产能的企业。对转型战略的坚持助力公司开辟了行业内最为独特的生意模式，经营质量持续改善，应收款周转率迅速提高。

图9：新签订单额（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图10：应收账款周转天数掉头向下（天）



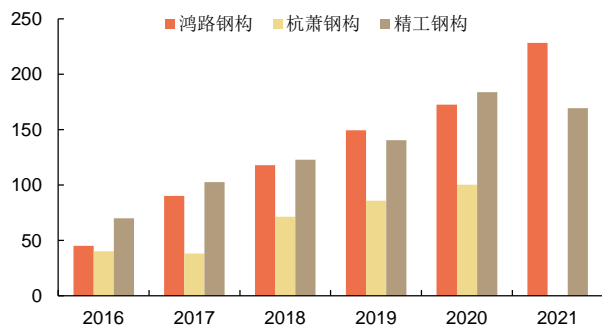
资料来源：Wind，申港证券研究所

成长始于订单应接不暇，兴于产能扩张，盛于政企合作增厚回报，皆是商业模式变革带来的红利。

1.3.1 新签合同额持续高增

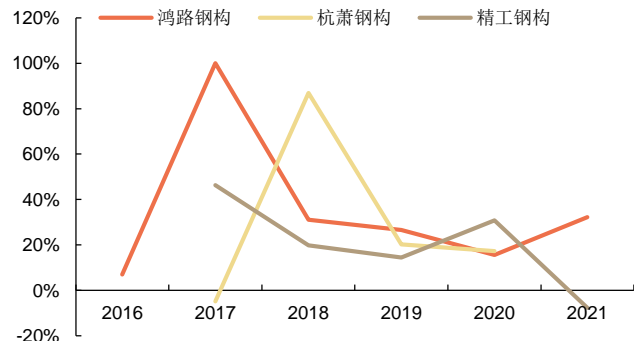
获取订单能力持续高于行业，越大越快。2021年公司新签订单额同比增长32.22%，再次领跑全行业。2021年Q4公司新签合同55.18亿元，同比增长15.25%，同比19年Q4年化增长30.4%。2020年因疫情影响，钢结构行业业务整体后移，造成高基数效应，传统年份四季度为钢结构新签合约淡季。对比同行业可比公司情况，公司获取订单优势凸显。

图11：鸿路新签合同额领跑行业（亿元）



资料来源：各公司公告，申港证券研究所

图12：鸿路新签合同额增速逆势增长



资料来源：各公司公告，申港证券研究所

价格+履约优势推动订单高增。

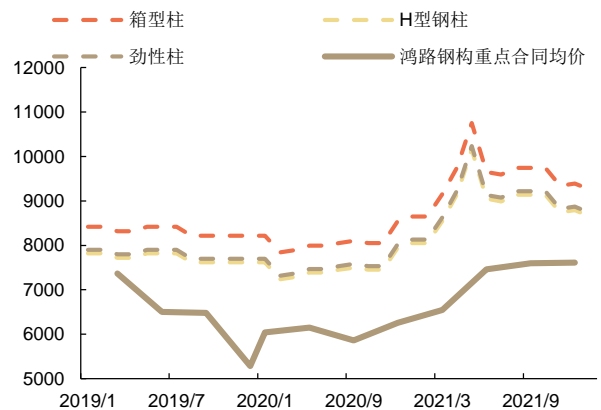
公司低于社会均价的定价策略显著降低客户成本，在行业中具有独特竞争优势，潜在客户广泛，订单需求高涨。我们利用信息价衡量公司合同的价格水平，信息价是地方住建委造价部门公布的材料指导价，反映当地建筑材料的社会平均价格，通常能够反映原材料价格变动影响，广泛用于建设工程结算中确定材料价格。我们选用了北京市 2019 年至今钢构件材料信息价与公司各季度披露的主要经营数据进行对比，公司合同定价长期低于造价部门提供的信息价约 1000 元/吨，意味着公司产品的价格大幅低于社会平均价格。公司的定价策略使得投资方、总承包建筑企业均可以大幅降低建设成本，因此公司能实现在缩减安装工程服务的基础上仍得到客户的广泛认可，新签合同维持高增。

图13: 钢材市场价 (元/吨)



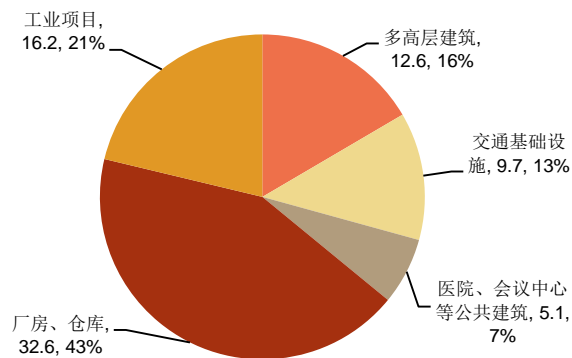
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图14: 公司主要订单价格低于信息价 (元/吨)



资料来源: 北京市住建委, 公司公告, 申港证券研究所

图15: 2021 年公司部分大型订单建筑类型 (万吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

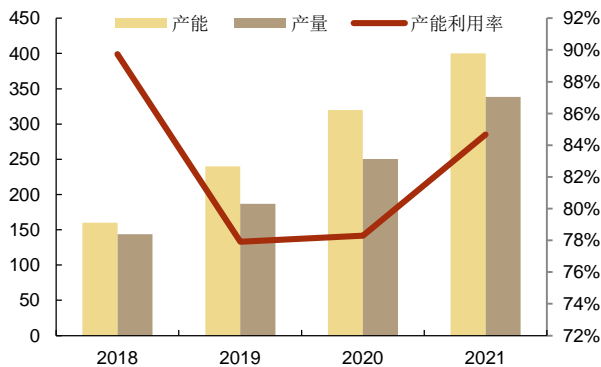
产能赋予公司远超行业的履约能力，值得信赖的供货能力已打造口碑。建筑项目中钢结构是后续所有工作开展的前置条件，且钢构件产品定制化通常无可替代，构件交付是工期控制的关键环节，不容延误，因此快速按期交货如期履约能力是客户考虑的重点因素。公司产能远超行业内其他企业，按期交付能力是核心优势。以公司承接的济南超算中心项目为例，钢结构总重量超 2.5 万吨，因工期极为紧张，仅有春节期间一个月时间履约。公司凭借行业领先的产能优势，组织采购、技术、生产

基地的多方协同，圆满完成任务，行业内能在如此短时间内完成该体量订单的企业屈指可数。

1.3.2 需求为因 产能为果

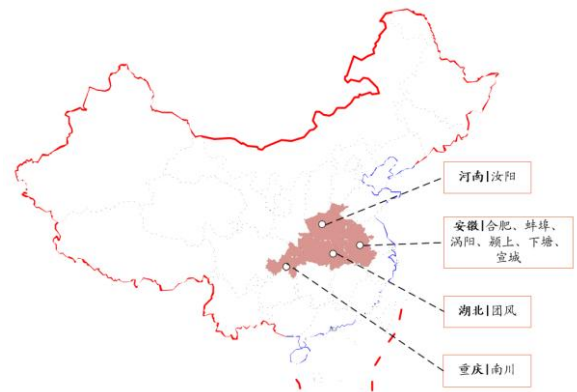
公司订单承接以产能为基础，每年以超出产能 20%-30% 的水平承接订单，持续增长的订单需求呼唤更为强大的产能。上市之初立足安徽合肥、湖北以及江西三大生产基地，共有产能 41 万吨。经过十一年发展，公司逐步形成了位于安徽、河南、重庆、湖北的十大生产基地，预计到 2022 年底产能达到 500 万吨，产能增幅超过 10 倍。

图16：产能持续增长（万吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图17：公司生产基地布局



资料来源：公司公告，申港证券研究所

表2：公司各生产基地规模（平方米）

基地地点	涡阳	合肥	下塘	金寨	蚌埠	宣城	颍上	重庆南川	湖北团风	河南汝阳
建成厂房面积	约 155 万	约 51 万	约 35 万	约 25 万	约 25 万	约 29 万	约 50 万	约 17 万	约 23 万	约 55 万
在建面积	约 85 万	/	约 24 万	约 18 万	/	/	/	约 60 万	/	/
规划面积	约 18 万	/	约 24 万	约 12 万	/	/	/	约 25 万	/	约 25 万

资料来源：公司公告，各投资协议书，公司公众号，长丰县人民政府，申港证券研究所

*1、厂房面积数据主要来自于公司与各地方政府签署的投资协议书，如厂房面积数据缺失则假设每 20 亩土地建设 1 万平米厂房。

2、在建信息源自 2021 年中报，规划项目为已签署投资协议书而暂未开工建设项目，下塘基地产能数据源自长丰县人民政府公示。

产能增长并无终点，我们展望 2023 年末产能可达 600 万吨。2022 年在建项目达产后公司产能将达到 500 万吨，根据公司规划项目信息，我们预计 2023 年仍有约 104 万平米厂房投产，带来约 104 万吨产能增量，2023 年末产能可突破 600 万吨。当前规划项目主要为重庆南川基地三期、汝阳基地二期、长丰县下塘基地扩建项目、以及涡阳项目等。依据公司公告的土地摘牌信息，规划项目土地已全部摘牌，产能释放可期。

表3：公司规划项目土地摘牌情况

公告日期	项目名称	地点	土地面积 (亩)	成交价格 (万元)
2020/12/18	绿色建筑产业园三期项目	重庆市南川区	268	1720

公告日期	项目名称	地点	土地面积 (亩)	成交价格 (万元)
2020/12/30	绿色建筑产业园三期项目	重庆市南川区	276	1766
2021/4/14	绿色装配式建筑产业园油漆项目	涡阳县	61	400
2021/4/15	绿色装配式建筑产业园油漆项目	涡阳县	39	251
2021/7/24	绿色建筑产业园三期项目	重庆市南川区	364	2327
2021/8/10	绿色建筑产业园二期项目	汝阳县	532	9356
2021/8/28	扩建公司生产基地	长丰县	341	2408
2022/1/22	绿色装配式建筑材料产业园项目	金寨县	269	1941

资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.3.3 步伐轻快 行疾如飞

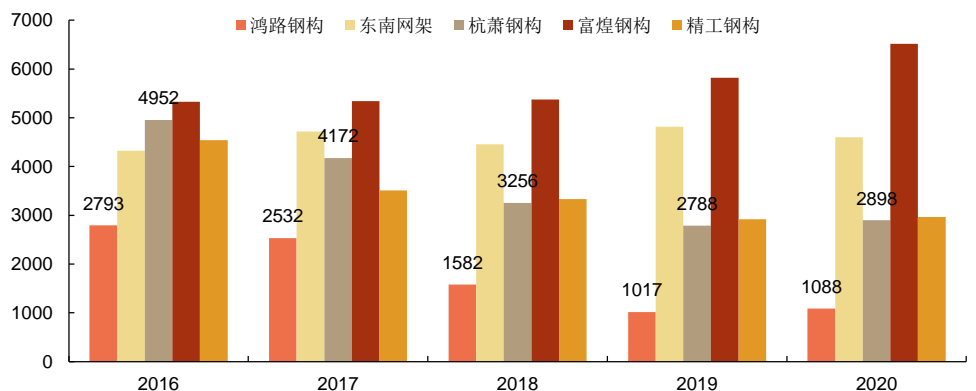
业务扩张时的资金需求差异使得行业成长性分化，公司高成长性核心优势在于运营效率。我们从资本开支及营运资本投入两端审视鸿路区别于行业的成长性，在资本开支端鸿路钢构通过产能基地选址以及与地方政府良好合作关系，在购买土地投入上具备一定优势，但整体单位产能资本开支上优势并不显著。我们认为解释公司商业模式区分于行业更为关键的因素在于单位营运资本投入远低于传统商业模式。

基于建筑企业生意模式的特殊性，流动资产中票据及合同资产规模较大，我们重新定义：

- ◆ 营运资本 = 应收票据及账款 + 存货 + 合同资产 + 预付款项 - 合同负债 - 应付票据及账款
- ◆ 单位产量营运资本投入 = (期初营运资本 + 期末营运资本) ÷ 2 ÷ 年度产量

公司单位营运资本投入远低于行业，因而具有远高于行业的成长性。依据 2020 年数据，公司单位产量营运资本投入仅需 1088 元/吨，较行业内第二企业杭萧钢构低约 1810 元/吨，每 10 万吨扩产公司可少投入营运资本 1.81 亿元。杭萧钢构营运资本投入水平是传统钢结构工程类企业较为准确的反映，钢结构业务占总营收比例超 76%，鸿路在单位营运资本投入上的相对优势较为明显，体现制造模式在营运端轻资本投入属性。随着公司装配式建筑工程类业务进一步减少，营运资本优势可继续扩大，支撑高速成长。

图18：公司单位营运资本投入低（元/吨）



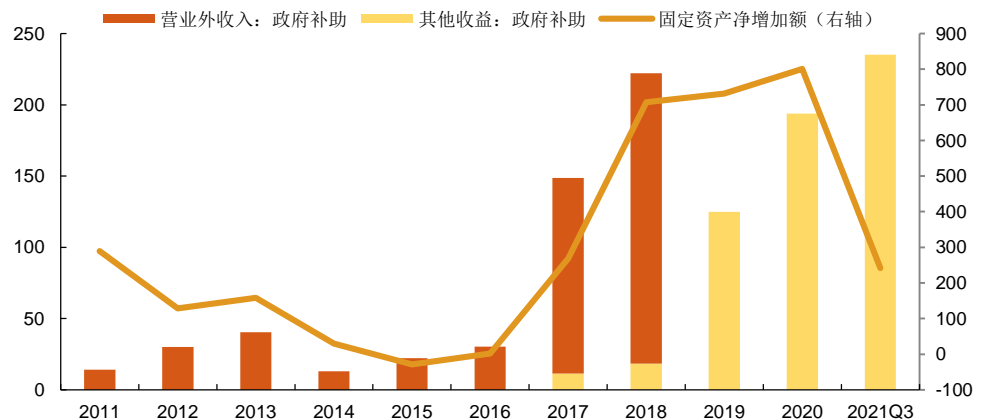
资料来源: 各公司公告, Wind, 申港证券研究所

1.3.4 良好政企关系增厚投资回报

公司新增生产基地充分享受地方政府招商引资给予的政策红利, 通过补助及政府投资项目增厚投资回报。补助形式以一次性产业政策奖励为主, 通常在项目落地后 2-3 年内收到; 此外公司还持续享受税收贡献奖励, 可在项目投产后持续 5-10 年。除直接补助外公司可通过签约政府投资项目增加收益, 部分地区在招商引资时约定加大采用钢结构装配式建筑。以涡阳为例, 投资协议约定县政府三年内使用鸿路钢结构技术建造的保障房不少于 20 万平方米。

中期政府补助可持续。一方面公司扩产计划仍在持续, 已有投产计划预计持续至 2023 年, 奖励资金将陆续到位, 同时公司较好的政企合作关系使得未来扩产仍将有补助伴随; 另一方面公司 21 年 Q3 在手递延收益仍有 5.74 亿元, 将随着公司新建项目达到确认条件, 持续支撑公司利润增长。

图19: 公司历年政府补助金额 (百万元)

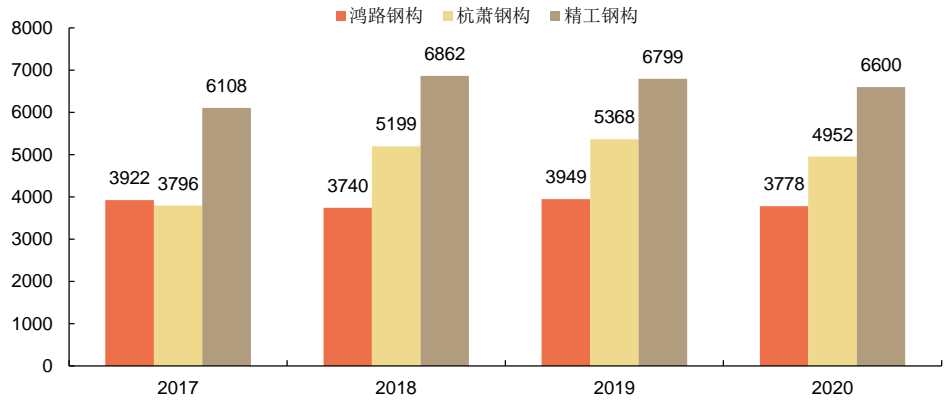


资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

1.4 解构成本壁垒

公司商业模式核心壁垒在于贯通采购、制造、管理的全链条成本优势, 新进入者刻意模仿将落得邯郸学步。鸿路制造成本大幅低于可比公司, 成本优势传导至产品定价上, 形成有如高墙的壁垒。2020 年公司钢结构制造成本低至 3778 元/吨, 结合公司较为克制的定价策略, 钢结构产品价格甚至低于同行业内钢结构企业制造成本, 传统钢结构企业无心转型制造。传统钢结构企业进入制造模式一方面需抛弃强劲的工程服务能力, 另一方面成本约束将使得转型制造无利可图。

图20: 钢结构制造成本显著低于可比公司 (元/吨)

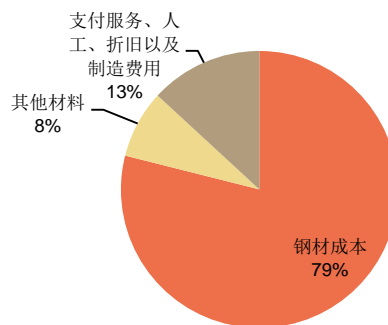


资料来源：各公司公告，申港证券研究所

*杭萧钢构及精工钢构成本数据为钢结构制造成本，不含安装成本；鸿路钢构成本计算中分母端为钢结构业务成本（不含装配式建筑业务），分子端剔除了装配式建筑业务钢结构用量（依据钢结构高层位它定额估算）。

公司钢结构制造业务成本以钢材为主。钢结构行业原材料主要包括板材、型材、管材等三大类，钢材成本占比通常在 80% 左右。公司通过完善半成品制造能力，建设如焊管生产线、方钢管生产线，钢材采购以板材为主，自行生产各类型材及管材，有效降低一定采购成本并避免了外协加工对经营效率的影响。

图21：公司钢结构业务成本拆分（2019年）



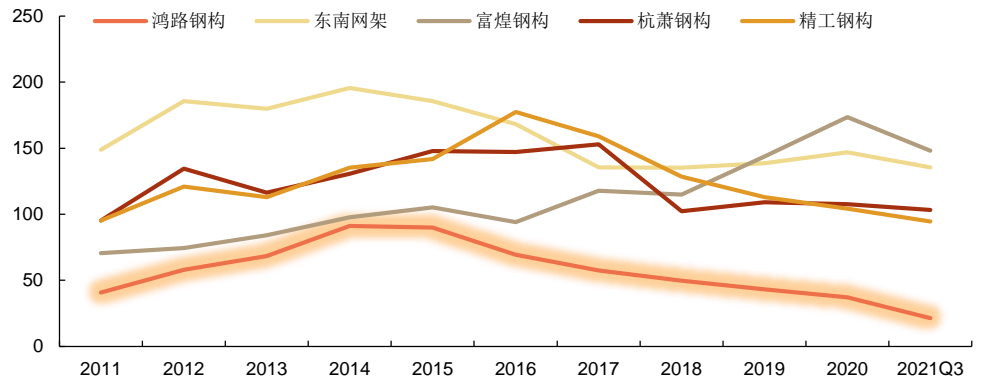
资料来源：公司公告，申港证券研究所

*钢材成本依据钢材采购额以及原材料库存变动测算。

1.4.1 与供应商共赢显著降低采购价

经营理念上，公司推行降低供应商占款获得较大让利幅度。通过账款快速周转的模式打破了建筑建材行业较长账期的生态，公司注重于减少应付款获得供应商信赖，及时通过票据等形式为上游付款，形成供应商低价供货、快速回款的良性循环，美誉度大大提升。因此在采购端获得供应商较大让利幅度，真正降低了采购成本。

图22：钢结构行业应付账款周转天数（天）



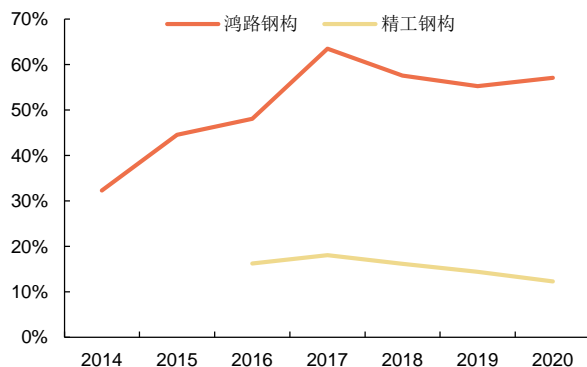
资料来源: Wind, 申港证券研究所

采购模式上, 公司集中采购所有工厂原材料, 规模化采购提升议价权。大宗货物采购通过与长期优质供应商签订战略合作协议批量化供货, 较为零散及定制化设备的采购通过公开平台招标的形式与供应商合作, 具备较大的议价权。

公司凭借较强的收现能力从钢厂批量化采购, 绕过经销商, 降低采购成本。与钢厂贸易通常以现金交易进行, 采购方需具备较强的现金流, 而传统钢结构企业周转较慢, 一般从经销商处采购, 以略高于钢厂的采购成本换取一定账期。从一级经销商处采购成本较从钢厂采购高 80-100 元/吨, 从二级经销商处采购高于钢厂 150-200 元/吨。

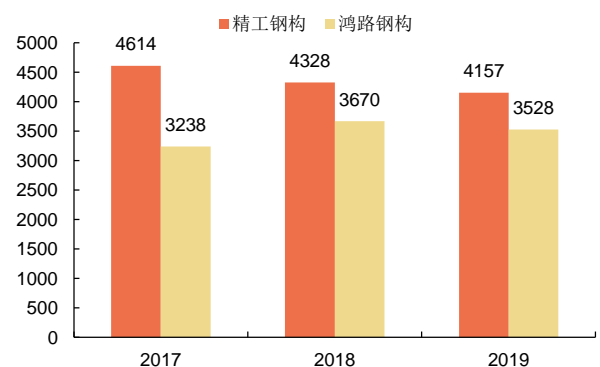
公司单厂采购规模大, 便于展开与钢厂战略合作, 展现规模优势。主要供应商包括日照轧钢、唐山中厚板等钢铁企业, 仅从日照轧钢单个供应商采购钢材数量就达约 65 万吨。2020 年公司向前五大供应商采购金额合计 59.91 亿元, 占当年采购总额的比例为 57.05%, 钢厂采购规模领先于行业。2021 年度公司加大了与大型钢铁集团合作, 与安阳钢铁、宝武集团旗下马鞍山钢铁及鄂城钢铁建立了战略合作关系, 采购端优势有望继续加深。横向对比行业内其他企业, 公司从钢厂采购使得集中度较高, 采购成本优势突出, 较另一家钢结构领军企业精工钢构低约 629 元/吨。

图23: 前五大供应商集中度



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图24: 钢材采购单价 (元/吨)

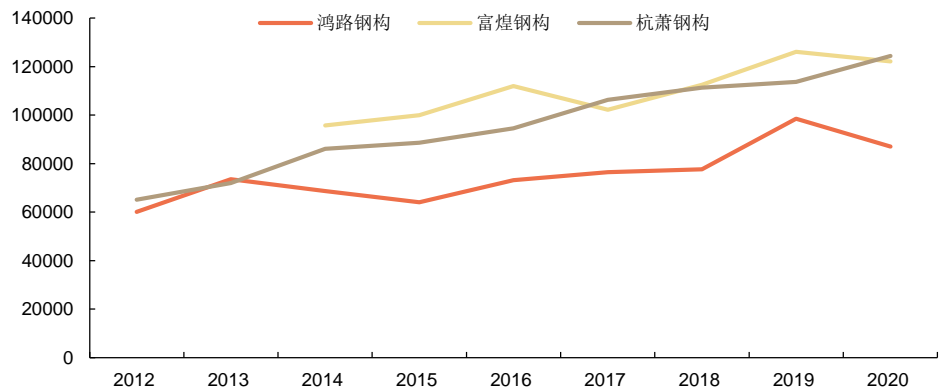


资料来源: 公司债券评级报告, 申港证券研究所

1.4.2 规模优势摊薄制造费用

规模红利逐渐兑现，单位职工薪酬及折旧费用持续降低。公司生产基地位于中部地区，职工薪酬涨幅较为可控。我们选取钢结构业务占比较高，区位布局分别位于安徽、杭州的富煌钢构、杭萧钢构进行对比，公司产能集中在中部地区布局，人均职工薪酬保持较大优势。由于公司经营效率改进，人均产量稳步上升，公司每吨产品职工薪酬持续下降。

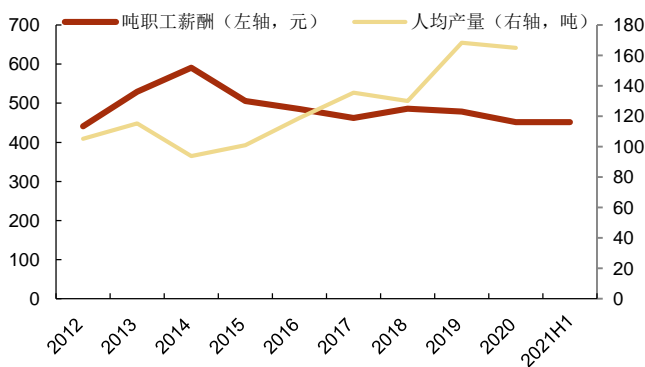
图25：人均职工薪酬（元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

*精工钢构、东南网架有较多EPC业务及非工程类业务，故不选用于比较

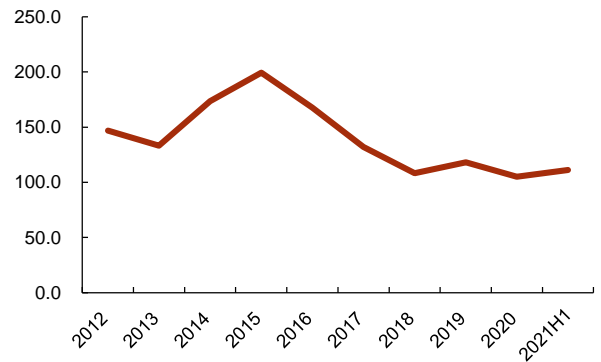
图26：每吨人工费用（元、吨）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

*人工费用取自应付职工薪酬增加额，剔除管理、销售、研发职工薪酬。

图27：每吨折旧成本（元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.4.3 管理模式变革 前景更光明

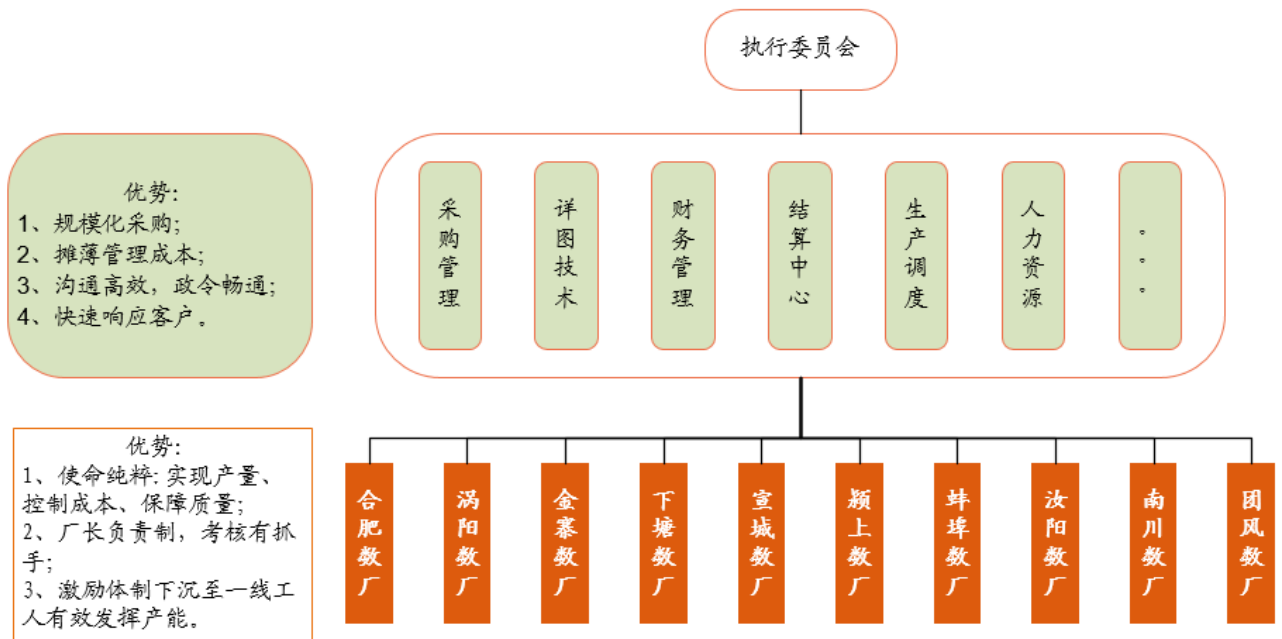
扁平化管理促成更强竞争优势。公司历史上采取集团—事业部—工厂的三级管理模式经营，各事业部在生产、销售、服务等环节自成系统，依据集团目标自主经营、自负盈亏。经过公司多年的管理实践，逐步将事业部环节取消，将所有采购、销售、商务、技术等职能收归总部管理，各工程聚焦于生产，成为成本中心。通过扁平化体系实现以下优势：

- ◆ 规模化采购：所以工厂物资需求由公司统一通过招采平台解决，发挥“集采”优势；
- ◆ 摊薄管理成本：总部各职能部门有效协同，集中处理事务，人均效能突出，管理成本摊薄效应显著；
- ◆ 政令畅通，高效运行：生产计划等要求直接由公司传达至工厂。
- ◆ 大合同履行强：公司可将大合同工作任务拆分下达至多个工厂，产能协同充分发挥公司规模优势，强化履约能力。

下沉的激励体系，良性循环的务实文化。公司在生产环节建立厂长负责制，负责一条或数条生产线，由公司考核产量、成本、质量等核心内容，通过“赛马”选优任贤，尽量挖掘优质人才。在一线生产岗位上建立与生产效能挂钩的薪资体系，能者多得，职工激励体制落到实处，良性循环推动公司成长。

信息化升级推动管理模式迭代，经营效率有望再上台阶，成本及履约优势进一步加深。公司逐步推动管理信息系统，管理目标具备更具体抓手，商务经营方面目前已实现对单根构件从报价、决算、成本核算全过程追踪；生产方面做到单根构件质量溯源及领料、入库、决算、物流的全过程管控与核算；客户服务方面通过信息化平台帮助客户掌握生产实时动态；对内治理方面使得公司激励体系全面落地，员工激励工资每天核算分配。

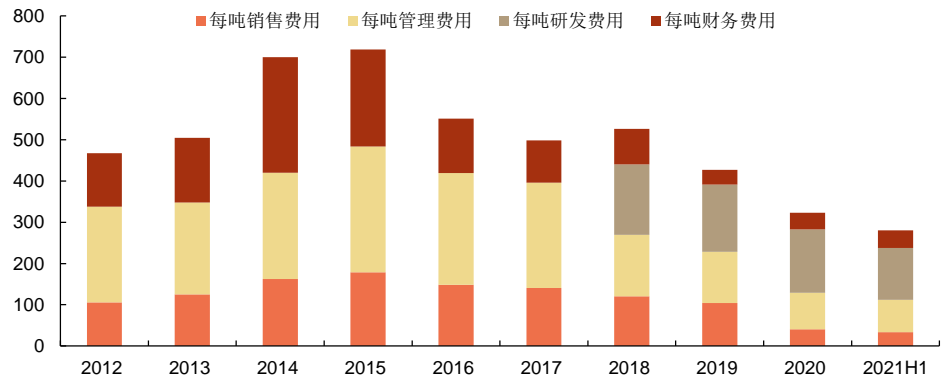
图28：扁平化管理体系



资料来源：公司公告，申港证券研究所

管理职能集中化使得期间费用迅速摊薄，成本优势持续加深。2021年H1公司单位产品期间费用降至280元/吨。

图29：单位期间费用率逐年递减（元/吨）



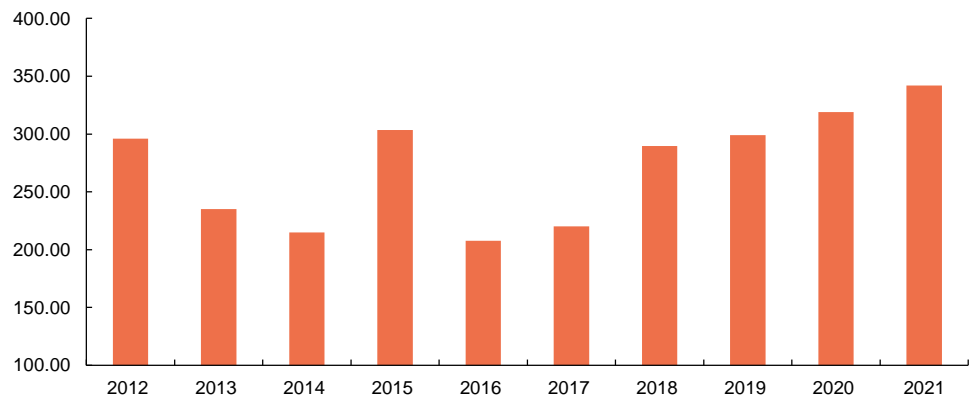
资料来源: Wind, 申港证券研究所

*2018 年起会计政策变化, 研发费用单独列示。

1.5 经营状况仍在优化 企业价值应重估

盈利能力处于上升通道中, 不惧原材料价格波动。凭借公司在采购、制造、管理模式等多个方面的优势, 单位产品制造费用、期间费用持续走低, 公司盈利能力不断增强。在钢材平均价格同比上涨超过 37.86% 的环境中实现盈利能力逆势增长, 2021 年吨净利达 342 元/吨。印证公司生意模式的优势, 公司本质上赚取的是钢材加工费, 材料价格波动风险通过预付款锁价、战略采购储备及客户合同调价机制等多种方式有效调节。

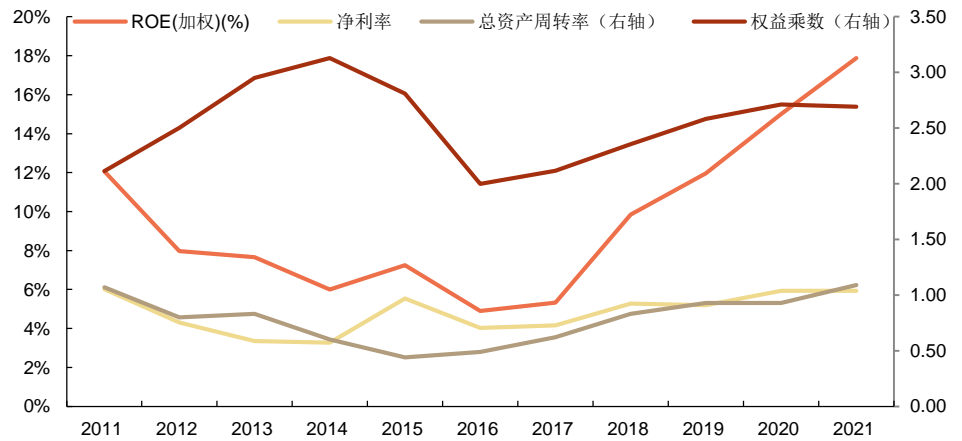
图30: 吨净利持续提升 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司实现高成长同时, 资产回报持续优化。公司 ROE 有着陡峭的上升趋势, 新增产能回报边际递增, 随着未来新增产能陆续投产, 公司规模红利兑现, ROE 提升趋势有望延续。2021 年出现的主要变化是公司杠杆比率转为下降, 公司通过总资产周转率及净利率提升实现 ROE 增长。

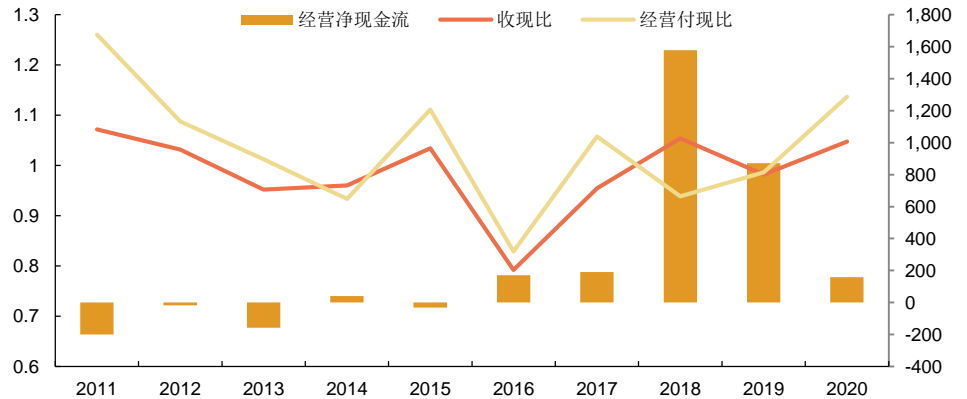
图31: ROE 逐年提升



资料来源: 公司公告, 业绩快报, Wind, 申港证券研究所

收现能力强劲、支出端短期因原材料储备承压。公司销售产品现金流入与营业收入基本匹配, 近五年收现比均接近或大于 1。供应商占款减少及原材料存货增加是近年经营现金流支出较高的关键因素, 是公司保持成本优势经营策略的反映。近两年钢材价格处于上升通道, 原材料备货使得现金支出更多属短期影响, 公司业务本质上有着良性的生现能力, 我们预计随着钢价回落, 公司现金流可快速恢复。

图32: 公司现金收支情况 (百万元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

*经营付现比中支出现金剔除了金融类支出现金, 以支付银行保证金及冻结款为主。

2. 钢结构行业: 传统行业里的成长序曲

从宏观政策上来看, 钢结构行业肩负实现碳中和、钢铁工业调整升级以及建筑业转型的历史使命, 聚焦化解我国社会经济发展进程中高碳排放、钢铁产能过剩、建筑工人下滑等方面的难题。在社会进步的大方向上, 钢结构行业的发展与中国经济发展同频共振。

- ◆ 根据 2022 年全国两会上《关于大力推广装配式钢结构住宅建设的提案》, 钢结构建筑与混凝土建筑相比在生产建造全过程中可减少 12% 能耗、39% 用水量、15%

二氧化碳排放，有效助力碳中和使命达成。

- ◆ 我国钢铁工业过剩产能消化离不开钢结构在建筑领域应用比例提升，早在 2016 年发改委便提出了钢结构用钢在钢铁产能达到 25% 的远期展望，2020 年钢结构用钢占比仅为 7.73%。
- ◆ 建筑行业用工面临老龄化与人工成本上升的大趋势，传统钢筋混凝土用工量较大，建筑业面临迫切转型需求。推广装配式建筑是降低人工需求的重要转型方式。依据装配式建筑工程消耗量定额，随着建筑装配化率由 20% 提升至 60%，每平方米人工消耗量由 2.7 工日降低至 2.1 工日，而钢结构住宅每平方米人工定额仅为 1.6 工日。

表4：钢结构相关全国性政策文件

发布时间	发文部门	政策名称	关键表述
2016 年 9 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》	大力发展装配式混凝土建筑和钢结构建筑；以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区。力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017 年 6 月	工信部、发改委等	《钢铁工业调整升级规划（2016—2020 年）》	加快钢结构建筑推广应用，支持钢铁企业主动参与钢结构示范产业基地建设，建立钢结构构配件统一配送中心，力争钢结构用钢量由目前的 5000 万吨增加到 1 亿吨以上。
2019 年 3 月	住建部	《住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点》	开展钢结构装配式住宅建设试点。推动试点项目落地，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况，完善相关配套政策，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2020 年 7 月	住建部	《绿色建筑创建行动方案》	大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构。
2020 年 8 月	住建部等 9 部门	《关于加快新型建筑工业化发展的若干意见》	大力发展钢结构建筑。鼓励医院、学校等公共建筑优先采用钢结构，积极推进钢结构住宅和农房建设。
2021 年 3 月	中央人民政府	《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》	推进新型城市建设：发展智能建造，推广绿色建材、装配式建筑和钢结构住宅，建设低碳城市。
2022 年 1 月	工信部、发改委、生态环境部	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	开展钢结构住宅试点和农房建设试点，优化钢结构建筑标准体系。
2022 年 1 月	住建部	《“十四五”建筑业发展规划》	大力推广应用装配式建筑，积极推进高品质钢结构住宅建设，鼓励学校、医院等公共建筑优先采用钢结构。培育一批装配式建筑生产基地。

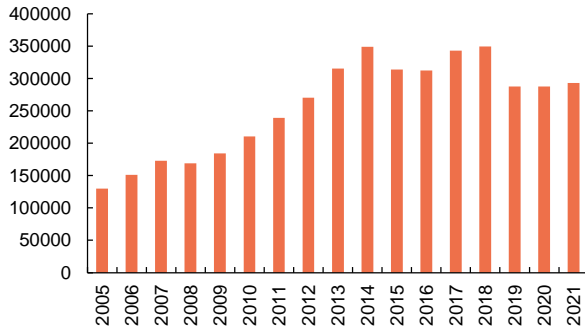
资料来源：中国政府网，住建部官网，国家发改委官网，申港证券研究所

2.1 装配式建筑陡峭的成长曲线

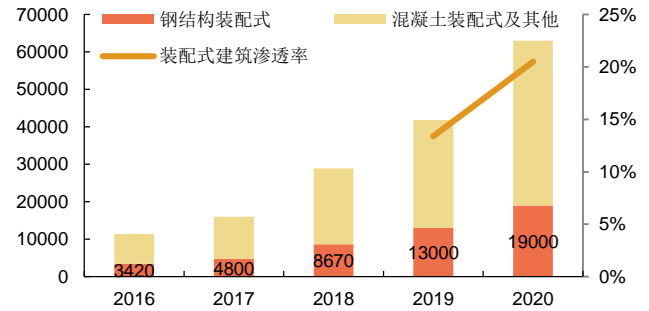
建筑业总量保持平稳。由于钢结构应用主要由政策驱动，在商品住宅领域由于投资成本应用比例较低，我们将分析得重点聚焦于商品房建筑业。2015 年开始，我国建筑业开工面积总体保持平稳。

但装配式建筑应用比例快速提升，其中钢结构装配式建筑占比约 30%。2020 年我国新开工装配式钢结构建筑 1.9 亿平米，同比增长 46%，占新开工装配式建筑比例

为 30.2%。装配式建筑整体占新建建筑比例提升速度较快，2020 年已达 20.5%，超额完成 2020 年达到 15% 的工作目标。按照住建部公布的《“十四五”建筑业发展规划》，2025 年装配式建筑占新建建筑比例将达到 30%，当前仍有约 9.5pcts 的提升空间。

图33：建筑业新开工面积（不含商品房）总体平稳（万平方米）


资料来源：国家统计局官网，申港证券研究所

图34：装配式建筑渗透率快速提升（万平方米）


资料来源：住建部官网，申港证券研究所

*2016 年—2018 年钢结构装配式开工数据按照 30% 比例推算得出。

2.1.1 公共建筑优先采用钢结构带来显著增量

国家顶层政策设计在地方逐步落地，钢结构建筑渗透率仍处于上升过程中。按照国家推进装配式建筑思路，以京津冀、长三角、珠三角三大城市群为重点推进地区，常住人口超过 300 万的其他城市为积极推进地区，其余城市为鼓励推进地区。重点推进地区及积极推进地区近期密集出台较多政策，支持公共建筑优先采用钢结构。我们认为公共建筑采用钢结构仍处于早期阶段，随着政策逐步落地，钢结构需求将迎来显著增量。

表5：部分地方政府钢结构相关政策

发布时间	发文部门	政策名称	关键表述
2022 年 1 月	江苏省人民政府	《江苏省全域“无废城市”建设工作方案》	到 2025 年，城镇新建民用建筑全部按照绿色建筑标准设计建造，装配式建筑占同期新开工建筑面积比例达到 50% 以上。
2021 年 8 月	北京市住建委	《关于进一步发展装配式建筑的实施意见(征求意见稿)》	新立项政府投资的新建建筑应采用装配式建筑。其中，新立项政府投资的单体地上建筑面积 1 万平方米(含)以上的新建公共建筑应采用钢结构建筑。加快钢结构住宅研究示范和低层钢结构农宅试点与推广。
2021 年 11 月	上海市住建委	《上海市装配式建筑“十四五”规划》	在学校、医院等公共建筑及工业厂房中大力推进装配式钢结构、钢-混凝土组合结构等新型结构体系。装配式钢结构在居住建筑中的应用取得突破。
2021 年 10 月	湖北省人民政府	《湖北省城乡人居环境建设“十四五”规划》	大力推广钢结构建筑和钢结构桥梁，学校、医院等公共建筑优先采用钢结构，积极推进钢结构住宅建设；动装配式建筑全产业链协同发展，逐步提高装配式建筑在新建建筑中的比例。
2020 年 12 月	江西省住建委	《关于加快推进全省装配式建筑发展的若干意见》	到 2022 年，政府投资房屋建筑和基础设施建设项目符合装配式建造条件的应采用装配式建造方式，装配式建筑新开工面积占新建建筑总面积的比例不低于 30%，装配式建筑工程项目装配率达到 30% 以上，并逐年提高；抓好钢结构装配式住宅建设国家试点，公共建筑原则上采用钢结构装配式建造方式。

发布时间	发文部门	政策名称	关键表述
2018年2月	海南省人民政府	《海南省“十三五”控制温室气体排放工作方案》	大力推进装配式建筑、被动式建筑等绿色建筑发展，积极促进建筑业转型升级和建筑产业现代化； 公共建筑项目具备条件的全部采用装配式方式建造。

资料来源：北京市住建委官网、上海市住建委官网、湖北省政府官网、江西住建委官网、海南省政府官网、申港证券研究所

表6：2021年部分在建钢结构装配式医院

省份	城市	项目名称
安徽	合肥	复旦大学附属儿科医院安徽医院
北京	北京	北京安贞医院通州院区 积水潭医院回龙观院区二期 北京友谊医院通州二期
天津	天津	康汇医院
上海	上海	第六人民医院骨科医院
山东	青岛	沂水县人民医院西院区
广东	深圳	深圳大鹏新区人民医院

资料来源：中国新闻网，网易新闻，友谊医院公众号，康汇医院公众号，上海宝冶公众号，申港证券研究所

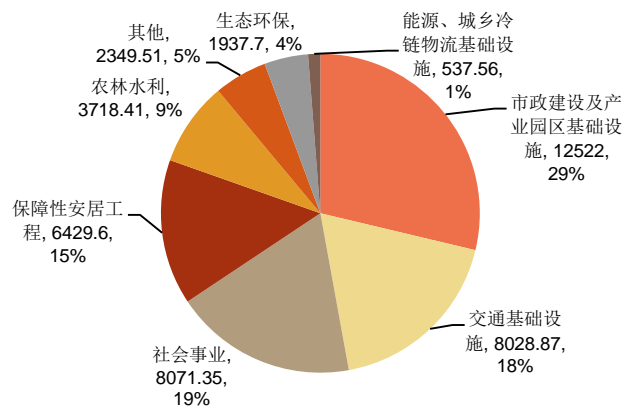
2.1.2 钢结构装配式住宅蓄势待发

钢结构住宅有望与我国住房保障体系建设同频共振。2020年新建装配式钢结构住宅仅1206万平方米，相较于2020年全建筑业竣工住宅面积25.9亿平方米仍显微不足道，具备极为广阔的成长空间。我国住房体系正新的由新的建设向存量的提质改造和增量的结构调整并重转变，住房保障体系建设是重点发展方向。保障房、公租房、棚改安置房等公共投资住房均是未来钢结构住宅的渗透方向。“十四五”期间计划筹集保障房约800万套左右，按照套均80平米测算，建设规模约6.4亿平米。

2.2 制造业厂房建设需求仍将上行

产业项目已成为政府投资建设重点领域，专项债资金大量投向产业园项目。2022年在稳增长政策环境下，全年新增专项债额度3.65万亿，1.46万亿新增专项债提前批额度已下达，从1-2月发行情况来看，产业园区基建仍是专项债投向重点领域，全年政府出资产业园项目有望保持较高需求热度，带动钢结构需求高增。

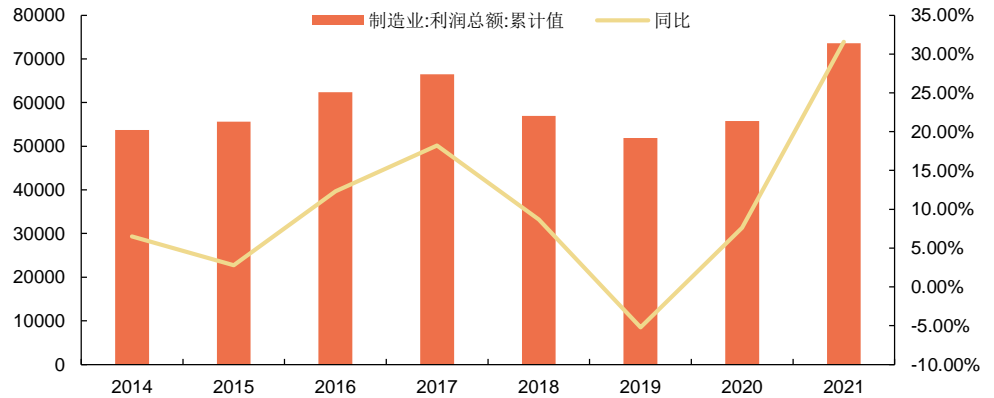
图35：2021年专项债资金投向



资料来源: 中国政府债务研究中心, 申港证券研究所

制造业利润大幅回升, 企业固定资产投资有望延续增长。2021 年制造业利润总额达 7.36 万亿元, 同比增长 31.6%, 利润大幅回升有望继续催化企业投资扩产。2022 年 1-2 月制造业固定资产投资额同比增长 20.9%。同时我国新兴产业变革正当时, 钢结构行业亦不缺席成长行业崛起, 鸿路签约订单中包括大量新能源汽车、光伏电池、光伏玻璃、创新药产业项目。

图36: 制造业利润高速增长 (亿元)



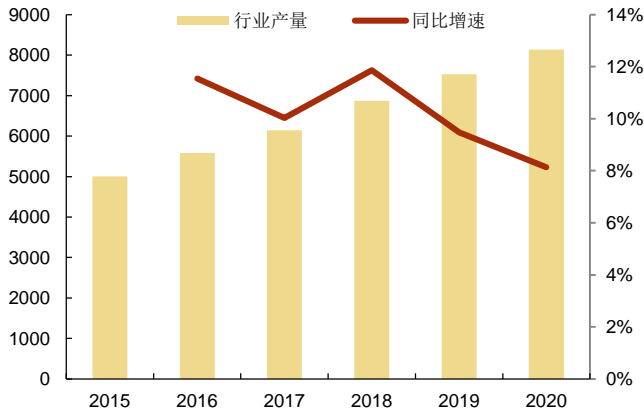
资料来源: 国家统计局官网, 申港证券研究所

2.3 行业格局趋于清晰

我国钢结构产量维持高增, 行业成长属性凸显。2015 年以来产量增速维持在 8% 以上。当前钢结构行业仍高度分散, 五大上市公司 2020 年合计市占率仅为 5.8%, 产量规模最大的鸿路钢构产量市占率为 3.9%。行业集中度整体呈上升趋势, 但近几年大型钢结构企业市占率提升主要来自于鸿路钢构产量贡献。

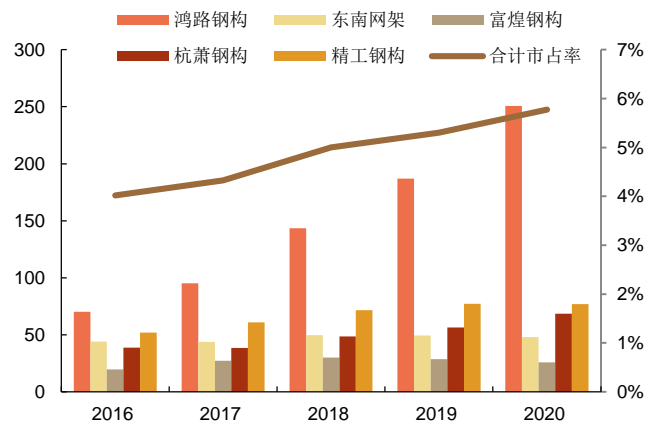
《钢结构行业“十四五”规划及 2035 年远景目标》提出钢结构行业“十四五”期间发展目标: 到 2025 年底, 全国钢结构用量达到 1.4 亿吨左右, 对应年化增速 11.5% 左右, 占全国粗钢产量比例 15% 以上, 钢结构建筑占新建建筑面积比例达到 15% 以上。到 2035 年钢结构用量达到每年 2.0 亿吨以上, 占粗钢产量 25% 以上, 钢结构建筑占新建建筑面积比例逐步达到 40%。

图37: 全国钢结构产量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 中国建筑金属结构协会, 申港证券研究所

图38: 上市企业产量及市占率 (万吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

表7: 钢结构行业主要企业产能

企业名称	产能 (万吨)	扩产计划
鸿路钢构	400	计划 2022 年年底产能达到 500 万吨。
中冶钢构	165	
中建科工	148	
杭萧钢构	100	22 年产能预计会增加 30-40 万吨左右
精工钢构	77	计划募资投建产能 20 万吨
沪宁钢机	60	
东南网架	50	预计未来总产能将达到 70 万吨
富煌钢构	35	在建产能 25 万吨

资料来源: 各公司公告, 中建科工债券评级报告, 公司官网, 申港证券研究所

钢结构行业内发展方向分化, 传统钢结构企业依托较强工程服务能力进军 EPC 模式, 部分企业存扩产计划。EPC 模式 (设计、施工、采购一体化) 使得钢结构企业身份从专业分包转变为建筑工程总承包商, 具备更高的话语权, 盈利能力提升。但需要较大前期资本投入, 最近两年钢结构企业频繁募资投入 EPC 工程总承包业务。部分企业有扩产计划, 但总体扩产规模远小于鸿路钢构, 我们认为行业格局趋于稳定, 鸿路钢构异军突起形势中期仍将延续。

表8: 钢结构行业近期募资情况

公司名称	募资方式	发行日期	资金用途	金额 (万元)	备注
精工钢构	可转债	(拟发行)	1、六安总包工程所用资金; 2、长江精工制造基地项目; 3、补充流动资金。	200,000	募投项目增加产能 20 万吨
	非公开发行	2020 年 9 月	1、绍兴国际会展中心 EPC 工程所用资金; 2、绍兴南部综合交通枢纽总包项目资金; 3、补充流动资金。	100,000	
东南网架	非公开发行	2022 年 1 月	1、杭州智谷 EPC 工程所用资金;	120,000	

			2、桐庐县医院工程所用资金； 3、补充流动资金。		
杭萧钢构	非公开发行	2022年2月	1、投资50万吨钢结构、250万平米围护结构生产基地； 2、信息化平台建设； 3、补充流动资金。	120,000	自有产能约100万吨、今年陆续扩产至约140万吨
富煌钢构	非公开发行	2020年12月	1、九里安置区工程所用资金； 2、补充流动资金。	65,500	现有产能35万吨、今年陆续扩产至60万吨

资料来源：各公司公告，申港证券研究所

3. 投资建议：把握成长性行业中最为受益标的

3.1 业绩预测

钢结构行业政策基调明确，行业集中度极低，赋予龙头企业广阔成长空间。公司拥有区别于行业内大多数企业的经营模式，过去五年产能快速增长已充分验证其独特的成长性，我们认为鸿路异军突起的行业格局仍将持续，公司有望凭借优越的商业模式在行业成长中尽享红利。

公司盈利能力仍处于上升通道中，公司实现高成长同时资产回报持续优化。规模化红利持续兑现，贯通采购、制造、管理的全链条成本优势仍将延续，我们看好公司各项费用继续摊薄，单位盈利能力提升。

量的假设：

- ◆ 产能布局清晰，自身经营模式具备扩张弹性，成长无边界。假设公司2021年~2023年产能分别达到400万吨、500万吨、600万吨，依据公司当前产能利用率判断，2022年~2023年产量分别为424万吨、509万吨。
- ◆ 装配式建筑业务为总承包工程订单，公司自19年起已逐步减少承接该类工程订单。根据公司17年起签订工程合同总额及装配式建筑累计营收，我们判断2022年起该部分业务逐渐收缩，公司更专注于钢结构制造。

“价”的假设：

- ◆ 看好公司制造费用摊薄，单位毛利润改善。钢价波动不扰公司盈利能力，（材料价+加工费）定价模式使得原材料价格波动较好传导，但影响毛利润在营收中占比所以扰动毛利率，我们判断钢价回落，因此毛利率回升。公司单位折旧费用、单位运输费用、单位人工成本均保持下降，我们判断制造费用继续摊薄使得毛利润徐徐上升，预计2021年~2023年单吨毛利润分别为477元、483元、495元。
- ◆ 规模红利持续兑现，判断单位期间费用延续下降趋势推动单位净利润继续提升。我们预计2021年~2023年单吨期间费用分别为322元、276元、239元。

表9：鸿路钢构各项业务营收预测（百万元）

业务拆分	2019	2020	2021E	2022E	2023E
钢结构 营业收入	8065	10294	16017	21044	23095

业务拆分		2019	2020	2021E	2022E	2023E
	yoy	36.03%	27.64%	55.60%	31.38%	9.75%
	毛利率	11.50%	10.90%	9.81%	9.73%	10.91%
装配式建筑	营业收入	1825	2286	2310	600	0
	yoy	37.90%	25.25%	1.05%	-74.03%	-100.00%
	毛利率	13.06%	12.07%	10.54%	10.20%	/
围护结构	营业收入	312	185	192	180	180
	yoy	15.82%	14.09%	7.99%	8.00%	8.00%
	毛利率	107.65%	-40.58%	3.59%	-6.25%	0.00%
其他业务	营业收入	553	685	994	1265	1389
	yoy	17.17%	23.99%	45.08%	27.27%	9.75%
	毛利率	56.63%	58.12%	63.49%	64.00%	64.00%
合计	营业收入	10755	13451	19514	23089	24663
	yoy	36.58%	25.07%	45.08%	18.32%	6.82%
	毛利率	14.21%	13.55%	12.61%	12.70%	13.88%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.2 估值

预计公司 2021 年~2023 年净利润分别为 11.58 亿元、14.67 亿元、18.02 亿元。当前市盈率分别为 17.76 倍、14.02 倍、11.41 倍。我们采用相对估值及绝对估值两种方式评估。

3.2.1 相对估值

我们选取建筑建材龙头企业与公司进行横向对比。钢构行业增长弹性大且集中率极低赋予广阔成长空间，公司成长路径清晰、独特模式具备宽广护城河，业绩增长极具确定性，单位净利润与 ROE 有望持续提升。公司精于制造，商业模式更接近于建材企业，营运效率甚至在建材行业内突出，且减值风险较小，较传统建筑企业享受一定估值溢价。我们给予公司 2022 年 21 倍 PE，对应目标市值 308 亿元，每股 58.04 元。

表10：可比公司估值表

	证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
建筑	600496.SH	精工钢构	4.55	92	0.3524	0.4388	0.5389	12.91	10.37	8.44
	600477.SH	杭萧钢构	4.25	101	0.2046	0.2510	0.3148	20.77	16.93	13.50
	601669.SH	中国电建	8.08	1,236	0.5874	0.7030	0.8236	13.76	11.49	9.81
建材	002271.SZ	东方雨虹	43.15	1,087	1.7500	2.1559	2.7372	24.66	20.01	15.76
	002791.SZ	坚朗五金	95.40	307	2.8000	4.5888	6.2297	34.07	20.79	15.31
	300767.SZ	震安科技	62.10	126	0.7291	2.4019	5.3559	85.17	25.85	11.59
风电 塔筒	002487.SZ	大金重工	37.51	208	1.1439	1.6792	2.6121	32.79	22.34	14.36

资料来源：Wind，公司公告，申港证券研究所

3.2.2 绝对估值

我们假设无风险利率为 2.8%，必要回报率 R_m 为 9.5%，依据公司 Beta 值 1.19 可得出 WACC 为 9.09%。考虑到公司卓越商业模式及执行力赋予第二阶段（至 2033 年）增长率 4%、长期增长率 2%。综上，公司内在价值 58.1 元/股，对应总价值 308.4 亿元，每股 58.1 元。

表11：自由现金流贴现值

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段 (2021-2025)	4,486.58	13.68%
第二阶段 (2026-2033)	11,263.57	34.35%
第三阶段 (终值)	17,043.06	51.97%
企业价值 AEV	32,793.21	100.00%
+ 非核心资产价值	3,565.69	10.87%
- 少数股东权益	0.00	0.00%
- 净债务	5,519.39	-16.83%
总股本价值	30,839.51	94.04%
股本 (百万股)	530.78	/
每股价值 (元)	58.10	/

资料来源：公司公告，申港证券研究所

综合以上两种分析方法，我们给予公司目标价 58 元，首次覆盖给予“买入”评级。

4. 风险提示

固定资产投资萎缩、钢结构渗透率下滑、制造模式获取订单不及预期。

表12: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	10755	13451	19514	23089	24663	流动资产合计	8214	10833	14251	16788	17833						
营业成本	9227	11628	17053	20156	21241	货币资金	1275	2565	3348	4182	4467						
营业税金及附加	78	100	143	169	181	应收账款	1677	1548	2085	2330	2562						
营业费用	194	101	182	209	218	其他应收款	98	94	137	162	173						
管理费用	233	223	282	316	317	预付款项	237	238	241	243	246						
研发费用	304	384	544	560	577	存货	4657	5743	7615	9001	9486						
财务费用	67	101	82	85	102	其他流动资产	132	114	84	101	117						
资产减值损失	(1)	(2)	8	30	(22)	非流动资产合计	4539	5375	5851	6342	6338						
信用减值损失	(56)	(64)	(9)	3	3	长期股权投资	12	16	16	16	16						
公允价值变动收益	125	194	295	270	320	固定资产	2933	3734	4364	4847	4842						
投资净收益	(49)	(16)	(12)	(12)	(8)	无形资产	766	794	852	889	899						
营业利润	671	1026	1510	1886	2320	商誉	0	0	0	0	0						
营业外收入	12	5	19	19	19	其他非流动资产	71	175	0	0	0						
营业外支出	5	8	8	8	8	资产总计	12753	16207	20102	23130	24171						
利润总额	678	1023	1521	1897	2331	流动负债合计	7011	7527	10169	11836	11061						
所得税	119	223	363	430	528	短期借款	1548	1939	3003	3807	2679						
净利润	559	799	1158	1467	1803	应付账款	1178	1220	1682	1988	2095						
少数股东损益	0	0	0	0	0	预收款项	872	974	1423	1862	2330						
归属母公司净利润	559	799	1158	1467	1803	一年内到期的非流动负债	196	0	0	0	0						
EBITDA	975	1407	2062	2540	3020	非流动负债合计	804	2702	3246	3455	3854						
EPS (元)	0.63	0.76	0.80	1.04	1.14	长期借款	109	497	984	1372	1850						
主要财务比率						应付债券	0	1533	1533	1533	1533						
						负债合计	7814	10229	13415	15291	14916						
成长能力						少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业收入增长	36.6%	25.1%	45.1%	18.3%	6.8%	实收资本(或股本)	524	524	531	531	531						
营业利润增长	99.0%	52.8%	47.2%	24.9%	23.0%	资本公积	2130	2130	2130	2130	2130						
归属于母公司净利润增	44.9%	26.6%	44.9%	26.6%	22.9%	未分配利润	2172	2843	3538	4431	5528						
获利能力						归属母公司股东权益合计	4938	5978	6340	7493	8909						
毛利率(%)	14.2%	13.6%	12.6%	12.7%	13.9%	负债和所有者权益	12753	16207	20102	23130	24171						
净利率(%)	5.2%	5.9%	5.9%	6.4%	7.3%	现金流量表						单位:百万					
总资产净利润(%)	4.4%	4.9%	5.8%	6.3%	7.5%	经营活动现金流						871	159	862	1345	2093	
ROE(%)	11.3%	13.4%	18.3%	19.6%	20.2%	净利润						559	799	1158	1467	1803	
偿债能力						投资活动现金流						(1322)	(1120)	(1167)	(1125)	(591)	
资产负债率(%)	61.3%	63.1%	66.7%	66.1%	61.7%	折旧摊销						237	280	0	557	584	
流动比率	1.17	1.44	1.40	1.42	1.61	财务费用						67	101	82	85	102	
速动比率	0.51	0.68	0.65	0.66	0.75	应付帐款减少						0	0	(537)	(245)	(232)	
营运能力						预收帐款增加						0	0	449	439	469	
总资产周转率	0.93	0.93	1.07	1.07	1.04	投资活动现金流						(1322)	(1120)	(1167)	(1125)	(591)	
应收账款周转率	6.54	8.34	10.74	10.46	10.08	公允价值变动收益						0	(0)	0	0	0	
应付账款周转率	9.70	11.22	13.45	12.58	12.08	长期股权投资减少						0	0	0	0	0	
每股指标(元)						投资收益						(49)	(16)	(12)	(12)	(8)	
每股收益(最新摊薄)	1.07	1.53	2.18	2.76	3.40	筹资活动现金流						473	2282	1089	614	(1217)	
每股净现金流(最新摊)	0.04	2.52	1.48	1.57	0.54	应付债券增加						0	0	0	0	0	
每股净资产(最新摊薄)	9.43	11.41	11.94	14.12	16.78	长期借款增加						0	0	487	388	478	
估值比率						普通股增加						0	0	7	0	0	
P/E	36.21	25.33	17.76	14.02	11.41	资本公积增加						0	0	0	0	0	
P/B	4.11	3.39	3.24	2.75	2.31	现金净增加额						582	293	140	491	330	
EV/EBITDA	23.42	20.76	22.40	17.23	15.48												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上