

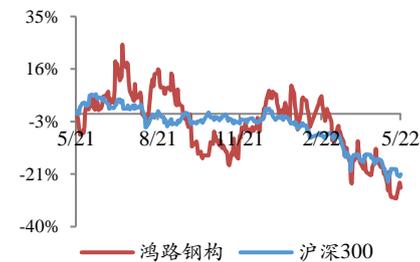
Q1 业绩短期承压，疫情或催化行业集中度加速提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-10

收盘价(元)	37.96
近12个月最高/最低(元)	64.19/36.00
总股本(百万股)	531
流通股本(百万股)	378
流通股比例(%)	71.27
总市值(亿元)	201
流通市值(亿元)	144

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

主要观点：

事件：公司发布2022年第一季度报告，报告期内实现营业收入为35.19亿元，同比增长7.03%；归母净利润为1.67亿元，同比下降8.26%。

● 疫情反复、管控升级下，钢结构生产、发货受阻，业绩短期承压

2022Q1 公司为 35.19 亿元，同比增长 7.03%；归母净利润为 1.67 亿元，同比下降 8.26%；扣非归母净利润为 0.97 亿元，同比下降 23.95%；销售毛利率为 11.46%，同比下降 1.55 pct；净利率为 4.75%，同比下降 0.79 pct。我们认为公司 2022Q1 业绩增速短期承压主要由于 1) 钢材价格高位波动，以 Q 235, 20 mm 普通中板市场价(数据来源: wind)为参考, 2022 Q1 均价约为 5161 元/吨, 较上年同期相比提高 415 元/吨; 2) Q1 因 2 月春节假期、3 月多地疫情反复、管控升级影响, 公司工厂的生产加工时间缩短, 叠加物流运输受限, 公司出货进度放缓; 3) Q1 为钢结构下游的传统淡季, 且受疫情影响致需求下滑。在当前“稳增长”全面发力背景下, 我们认为随着后续华东疫情将有望好转, 钢结构需求将回补, 公司也将加速生产与发货节奏, 业绩增速改善可期。

● 吨扣非归母净利润下滑，经营性现金流量净额同比改善

从公司经营数据来看, 2022 Q1 公司钢结构加工量约为 70.2 万吨, 同比增长 14.71%, 测算吨销售均价约为 5012 元/吨, 同比提高 228 元/吨; 吨毛利约为 574 元/吨, 同比提高 13 元/吨, 吨扣非归母净利润为 137 元/吨, 同比下降 47 元/吨。Q1 吨扣非归母净利润下滑较多我们判断主要系 1) 疫情管控升级, 工厂开工受限致产能利用率下滑, 钢结构产品吨折旧与摊销有所增加; 2) Q1 公司为稳定工厂员工, 在定额工资基础上给予补贴, 人工成本有所增加; 3) 公司利用疫情生产任务相对宽松的间隙快速推进部分设备的自动化改造, 提高生产车间的生产能力, 因此投入了较多的资本开支, Q1 公司构建固定无形长期资产支付的现金为 4.57 亿元, 同比增长 194.33%。费用率方面, 2022Q1 公司销售期间费用率为 5.88%, 同比下降 0.87 pct; 公司规模效应优势凸显。具体地, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.65% /1.75% /1.97% /1.51%, 分别同比-0.18 /-0.02 /-1.18 /+0.51 pct。Q1 经营性现金流量净额有所改善, 本期为-0.88 亿元, 去年同期为-2.88 亿元, 同比增加 2 亿元。主要系公司收现能力增强, Q1 公司收现比为 121.09%, 同比提高 10.83 pct。

● 大额订单占比显著提高，公司市占率有望逆势增长

2022 Q1 公司新签销售合同额为 60.13 亿元, 同比增长 14.71%; 其中, 大额订单(合同金额大于 1 亿元或钢结构加工量超过 1 万吨, 含来料加工订单)合同额为 22 亿元, 同比增长 71.88%; 大额订单合同额占新签合同总金额的比例为 36.59%, 同比提高 12.17 pct。若不考虑来料

加工的订单，则 2022 Q1 公司新签大额订单合同额为 21.58 亿元，钢结构加工量为 30.39 万吨，单吨合同均价约为 7102 元/吨，同比提高 556 元/吨；公司单吨均价的提升与钢材成本增长步调基本一致，公司在下游客户中议价能力提升，公司沿产业链向下成本传导能力逐渐增强逻辑持续验证。同时，2022 Q1 在行业整体需求淡季、原材料钢材价格居高不下、疫情反复压力期，中小钢结构制造企业生产经营相对更加艰难，或驱使其加速退出市场，进而推动行业集中度的提升。公司产能规模具备先发优势，大额订单承揽能力强，公司市占率有望逆势提升。

● 投资建议

公司作为专注钢结构制造的龙头企业，已经通过规模优势和管理能力打造了坚固护城河。钢结构制造行业红利、公司新增产能释放以及未来可预见的议价能力提升将在中长期内为公司提供巨大的成长潜力。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 13.39 /16.71 /20.02 亿元，EPS 分别为 2.52 /3.15 /3.77 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

疫情持续时间超出预期；钢材价格大幅波动风险；公司产能利用率提升不及预期；行业集中度提升不及预期、市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

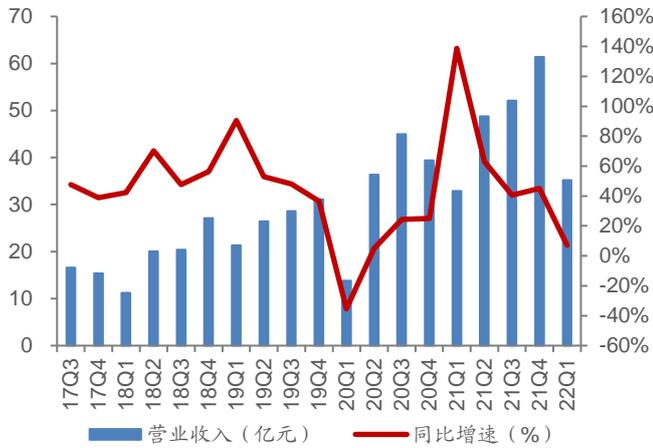
单位：百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	19515	23852	27760	31884
收入同比 (%)	45.1%	22.2%	16.4%	14.9%
归属母公司净利润	1150	1339	1671	2002
净利润同比 (%)	43.9%	16.4%	24.8%	19.8%
毛利率 (%)	12.6%	12.7%	13.6%	13.9%
ROE (%)	15.8%	15.9%	17.0%	17.4%
每股收益 (元)	2.19	2.52	3.15	3.77
P/E	24.45	14.59	11.69	9.76
P/B	3.91	2.33	1.99	1.70
EV/EBITDA	15.29	6.19	4.85	3.80

资料来源：wind，华安证券研究所

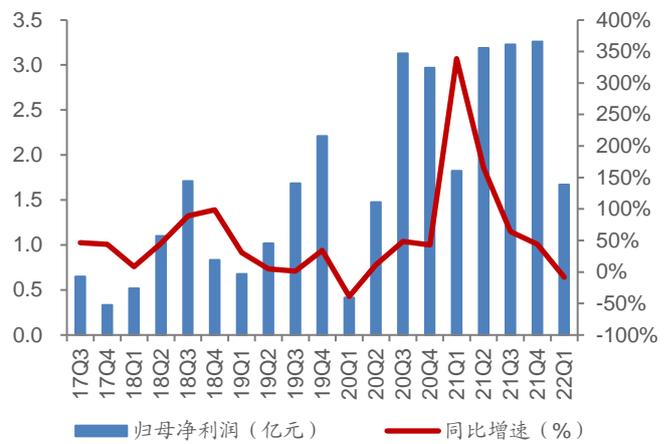
附：公司重点数据

图表 1 公司分季度营收及增速 (亿元, %)



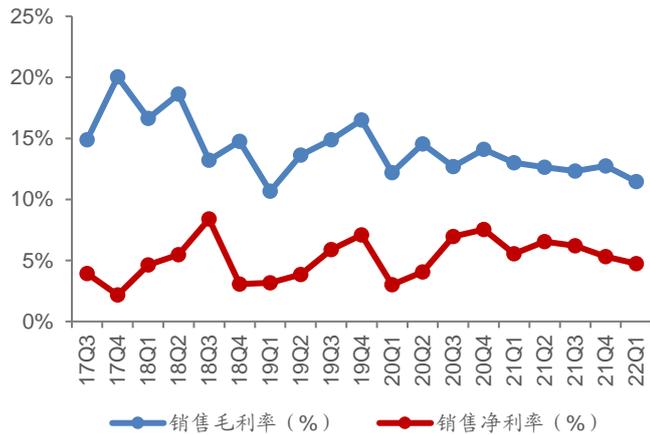
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司分季度归母净利润及增速 (亿元, %)



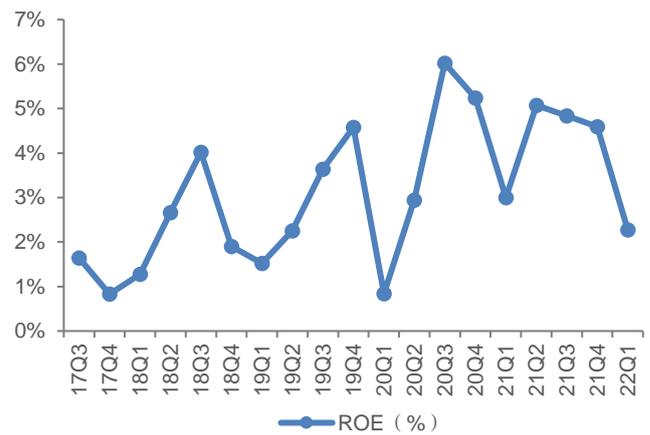
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司分季度毛利率和净利率变化情况 (%)



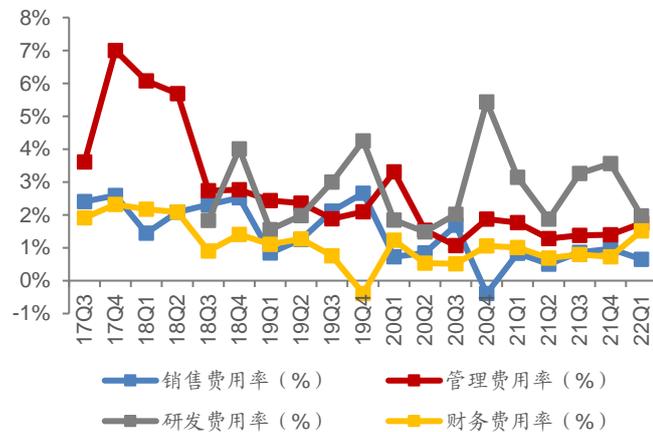
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司 ROE 变化情况 (%)



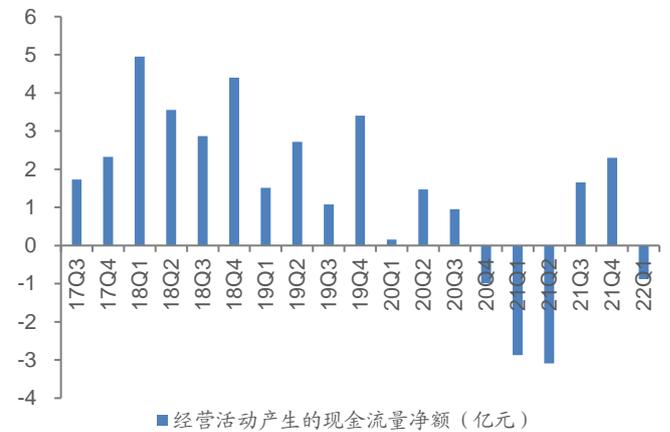
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司分季度费用率变化情况 (%)



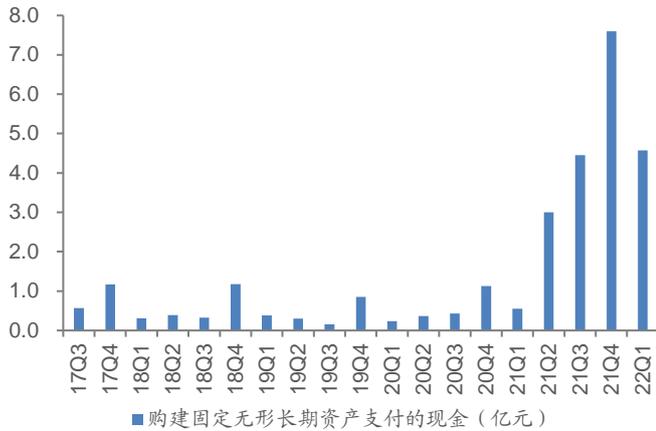
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度经营现金流净额变化情况 (亿元)



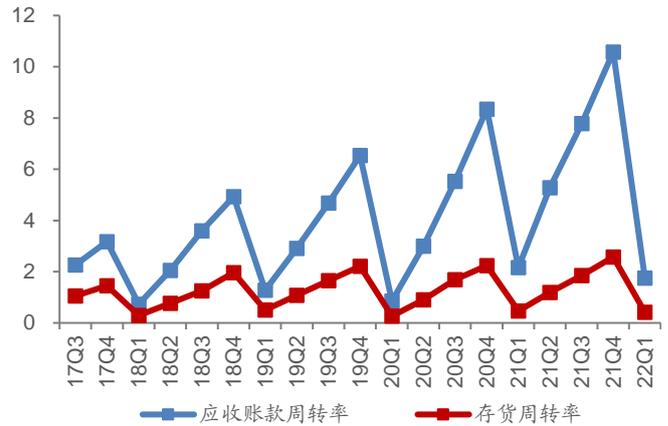
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司分季度资本开支情况 (亿元)



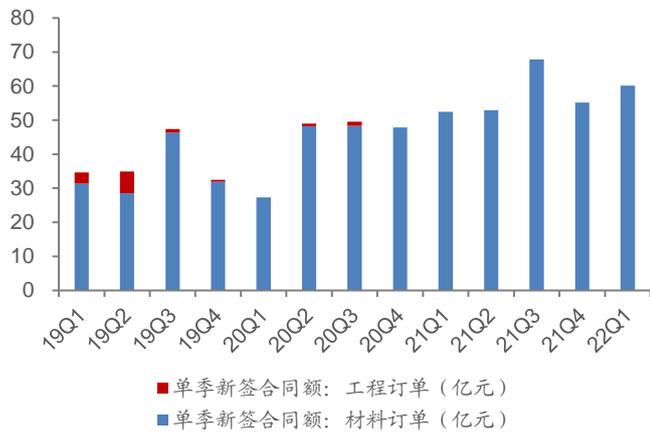
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司存货周转率与应收账款周转率 (次)



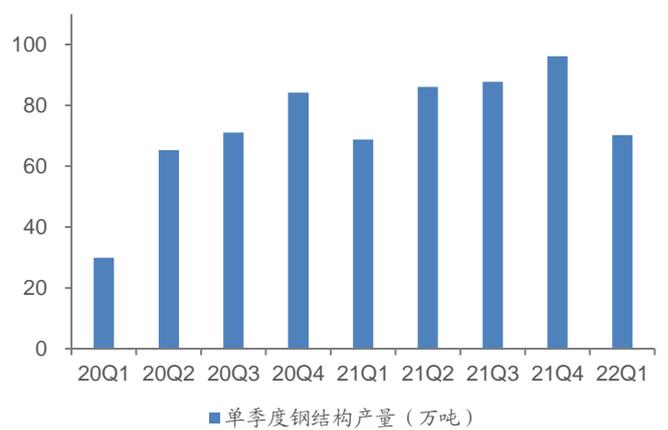
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司单季度新签合同额 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司单季度钢结构产量 (万吨)



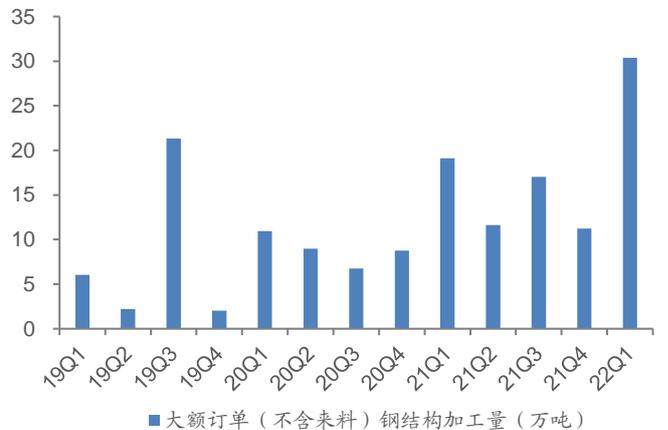
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司单季度大额订单合同额 (不含来料) 及占比 (亿元, %)



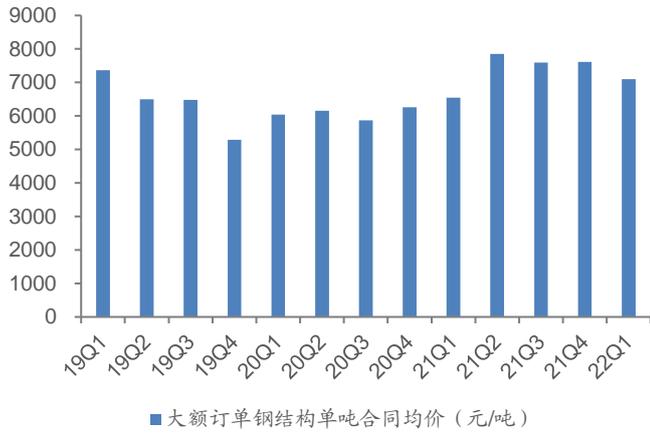
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司单季度大额订单 (不含来料) 钢结构加工量 (万吨)

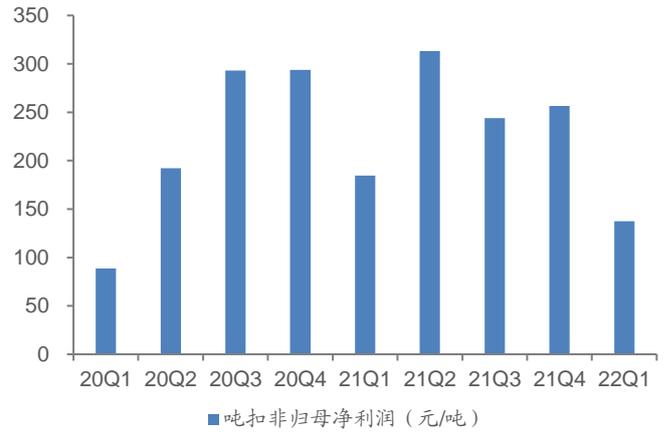


资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司单季度大额订单钢结构合同均价 (元/吨)



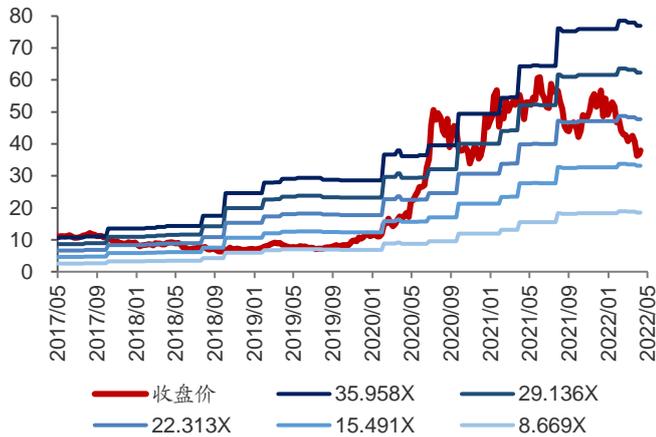
图表 14 公司单季度钢结构吨扣非归母净利润 (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

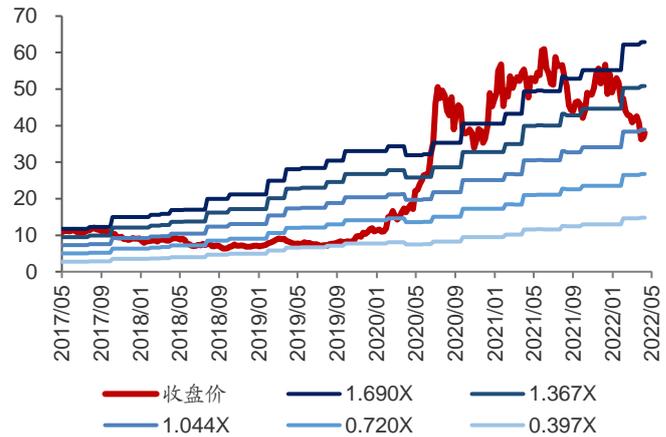
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 鸿路钢构 P/E-Band



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 鸿路钢构 P/S-Band



资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	13098	16332	20153	25013	
现金	2114	2884	4623	7225	
应收账款	2140	2616	3045	3497	
其他应收款	65	131	152	175	
预付账款	469	572	659	755	
存货	7500	9155	10546	12076	
其他流动资产	810	974	1127	1286	
非流动资产	6478	6450	6253	5659	
长期投资	14	12	9	7	
固定资产	4728	4639	4386	3741	
无形资产	948	973	993	1008	
其他非流动资产	788	827	865	903	
资产总计	19576	22783	26406	30672	
流动负债	8525	10196	11856	13731	
短期借款	1676	1876	2276	2776	
应付账款	805	983	1133	1297	
其他流动负债	6044	7337	8447	9658	
非流动负债	3781	4189	4748	5456	
长期借款	1665	2265	3015	3915	
其他非流动负债	2116	1924	1733	1541	
负债合计	12305	14386	16603	19187	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	531	531	531	531	
资本公积	2437	2437	2437	2437	
留存收益	4303	5430	6835	8518	
归属母公司股东权益	7271	8397	9803	11486	
负债和股东权益	19576	22783	26406	30672	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	-202	2200	3136	3842	
净利润	1150	1339	1671	2002	
折旧摊销	347	1624	1993	2390	
财务费用	163	232	268	317	
投资损失	-13	0	14	16	
营运资金变动	-1698	-997	-830	-892	
其他经营现金流	2698	2338	2521	2903	
投资活动现金流	-1606	-1595	-1822	-1813	
资本支出	-1625	-1599	-1812	-1801	
长期投资	19	4	4	4	
其他投资现金流	0	0	-14	-16	
筹资活动现金流	832	165	425	573	
短期借款	-264	200	400	500	
长期借款	1168	600	750	900	
普通股增加	7	0	0	0	
资本公积增加	307	0	0	0	
其他筹资现金流	-387	-635	-725	-827	
现金净增加额	-977	770	1739	2602	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	19515	23852	27760	31884	
营业成本	17047	20818	23989	27467	
营业税金及附加	137	167	194	223	
销售费用	156	188	219	252	
管理费用	278	339	397	456	
财务费用	153	208	228	249	
资产减值损失	-9	-4	-8	-8	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	-13	0	-14	-16	
营业利润	1511	1726	2155	2581	
营业外收入	9	10	12	14	
营业外支出	8	9	11	12	
利润总额	1512	1727	2156	2583	
所得税	362	389	485	581	
净利润	1150	1339	1671	2002	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	1150	1339	1671	2002	
EBITDA	2032	3559	4378	5222	
EPS (元)	2.19	2.52	3.15	3.77	

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	45.1%	22.2%	16.4%	14.9%
营业利润	47.3%	14.2%	24.8%	19.8%
归属于母公司净利润	43.9%	16.4%	24.8%	19.8%
获利能力				
毛利率 (%)	12.6%	12.7%	13.6%	13.9%
净利率 (%)	5.9%	5.6%	6.0%	6.3%
ROE (%)	15.8%	15.9%	17.0%	17.4%
ROIC (%)	10.6%	10.9%	11.4%	11.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	62.9%	63.1%	62.9%	62.6%
净负债比率 (%)	169.2%	171.3%	169.4%	167.0%
流动比率	1.54	1.60	1.70	1.82
速动比率	0.55	0.59	0.70	0.83
营运能力				
总资产周转率	1.00	1.05	1.05	1.04
应收账款周转率	9.12	9.12	9.12	9.12
应付账款周转率	21.18	21.18	21.18	21.18
每股指标 (元)				
每股收益	2.19	2.52	3.15	3.77
每股经营现金流	-0.38	4.14	5.91	7.24
每股净资产	13.70	15.82	18.47	21.64
估值比率				
P/E	24.45	14.59	11.69	9.76
P/B	3.91	2.33	1.99	1.70
EV/EBITDA	15.29	6.19	4.85	3.80

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

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,以勤勉的执业态度、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,本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿,分析结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道,华安证券研究所力求准确、可靠,但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下,本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经华安证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容,务必联络华安证券研究所并获得许可,并需注明出处为华安证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内,证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准,A股以沪深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;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上;
- 中性—未来6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个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上;

公司评级体系

- 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。