

鸿路钢构（002541）

员工持股计划完成，中长期成长有制度化保障

员工持股计划顺利完成，激励制度完善

6 月 22 日，鸿路钢构公告员工持股计划完成，实际参与公司 2022 年员工持股计划的员工总人数为 86 名，持股计划规模合计 1.75 亿元，由鸿轩投资和鸿枫投资两家合伙企业累计买入公司股票 554.8 万股，占公司总股本的 0.81%，我们认为这是继董事长商总卸任之后，公司制度化进一步健全的又一印证。未来在激励制度优化加持下，公司核心竞争力有望增强，中长期成长有望更有保障。

大股东支撑员工持股，彰显未来发展信心

本次员工持股计划由鸿轩投资累计买入股票 274.80 万股，占公司总股本的 0.40%，成本均价为 31.3350 元/股；鸿枫投资累计买入公司股票 280 万股，占公司总股本的 0.41%，成本均价为 31.3359 元/股，同时公司公告大股东以大宗交易方式减持公司股份 554.8 万股，占公司普通股总股本比例为 0.81%，减持均价为 31.33 元/股，大股东以市价九四折左右的方式转让股份，所获资金在缴纳税款后，出借于上述员工进行合伙企业出资，同时，大股东对合伙员工收益实施兜底。本次员工持股计划体现了大股东和员工对公司未来发展的信心，也体现了商总本人对员工激励和公司发展的全力支持。

新增产能支撑中长期发展，22 年有望实现稳健扩产

22 年公司钢结构产品目标产能 500 万吨，21 年底产能为 420 万吨，此前公司公告在湖北团风建设年产 38 万吨的绿色职能装配式钢结构建筑部件生产基地，上半年受疫情影响导致公司生产经营面临一定压力，但在新增产能支撑下，我们认为公司中长期成长性并未受到影响，行业下行期内行业集中度或具备加速提升的可能。

制度化保障中长期成长，维持“买入”评级

5 月公司受益于下游需求好转和疫情缓解，产量有望实现逐月好转。伴随政策显著加力，公司后续恢复正常生产经营后有望追回前期所受影响，我们认为 Q1 为公司基本面底部，我们判断 Q2-4 基本面将逐季好转，订单亦有望保持较好趋势，此前公司公告产能扩张计划，进一步打开成长天花板，我们预计 22-24 年公司归母净利润 14.0/17.4/20.1 亿元，对应 PE16.1/12.9/11.2 倍，给予 22 年 25 倍 PE，对应目标价 50.75 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；疫情管控影响超预期；员工持股计划完成后的审批及要素存在不确定性。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,450.93	19,514.81	24,532.50	30,332.57	34,842.83
增长率(%)	25.07	45.08	25.71	23.64	14.87
EBITDA(百万元)	1,665.12	2,240.07	2,257.42	2,906.56	3,480.09
净利润(百万元)	799.09	1,150.11	1,399.88	1,737.01	2,011.97
增长率(%)	42.92	43.93	21.72	24.08	15.83
EPS(元/股)	1.16	1.67	2.03	2.52	2.92
市盈率(P/E)	28.12	19.54	16.05	12.94	11.17
市净率(P/B)	3.76	3.09	2.59	2.19	1.87
市销率(P/S)	1.67	1.15	0.92	0.74	0.65
EV/EBITDA	12.01	13.61	11.36	9.37	8.05

资料来源：wind，天风证券研究所

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	32.57 元
目标价格	50.75 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	690.01
流通 A 股股本(百万股)	491.76
A 股总市值(百万元)	22,473.65
流通 A 股市值(百万元)	16,016.49
每股净资产(元)	13.47
资产负债率(%)	61.52
一年内最高/最低(元)	64.19/31.11

作者

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

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

王雯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521120005
wangwena@tfzq.com

股价走势



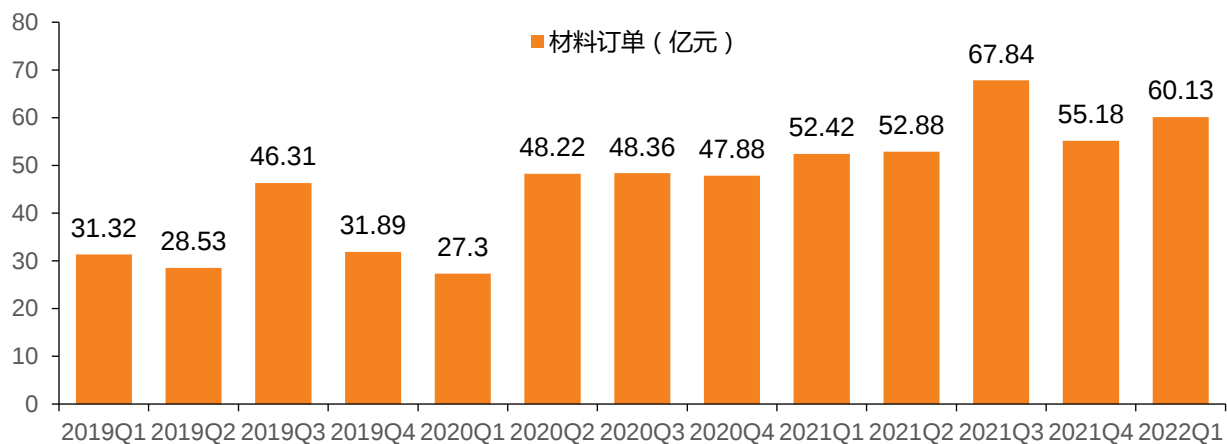
资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《鸿路钢构-公司点评:扩产提升成长空间，需求呈加速恢复态势》
2022-05-19
- 2 《鸿路钢构-季报点评:下游需求与疫情影响利润，期待疫后反转》
2022-04-28
- 3 《鸿路钢构-公司点评:产量有望逐季恢复，继续看好中长期成长》
2022-04-07

公司经营数据及可比公司估值表

图 1：鸿路钢构单季度订单数据



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
002949.SZ	华阳国际	24.94	12.72	0.54	1.16	1.45	1.77	23.67	10.96	8.79	7.20
002375.SZ	亚厦股份	66.06	4.93	-0.66	0.36	0.40		(7.44)	13.62	12.32	
600496.SH	精工钢构	85.75	4.26	0.34	0.42	0.51	0.59	12.49	10.12	8.38	7.24
002135.SZ	东南网架	100.94	8.66	0.42	0.55	0.71	0.87	20.48	15.61	12.28	9.99
	平均							12.30	12.58	10.45	8.14
002541.SZ	鸿路钢构	224.74	32.57	1.67	2.03	2.52	2.92	19.54	16.05	12.94	11.17

注：数据截至 20220622 收盘，除鸿路钢构 22-24 年为天风预测外，其余公司 22-24 年 EPS 为 Wind 一致预测。

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,564.52	2,113.93	1,768.21	1,940.93	2,229.53
应收票据及应收账款	1,570.89	2,150.64	2,210.70	2,844.73	2,575.26
预付账款	238.36	468.53	890.13	1,005.58	995.17
存货	5,743.17	7,500.19	9,320.78	10,657.11	14,107.28
其他	316.73	452.18	1,038.84	1,212.22	1,247.14
流动资产合计	10,433.66	12,685.47	15,228.65	17,660.56	21,154.38
长期股权投资	16.25	13.93	13.93	13.93	13.93
固定资产	3,733.57	4,727.84	5,141.36	5,461.93	5,611.14
在建工程	295.44	198.08	249.04	224.52	212.26
无形资产	793.98	948.01	1,296.58	2,002.17	1,956.66
其他	535.29	590.12	590.12	590.12	590.12
非流动资产合计	5,374.54	6,477.98	7,291.03	8,292.67	8,384.10
资产总计	16,207.31	19,576.16	22,519.68	25,953.24	29,538.49
短期借款	1,939.48	1,675.79	2,281.88	3,652.28	4,641.84
应付票据及应付账款	3,495.69	4,457.38	4,426.94	5,051.62	5,118.89
其他	1,117.64	1,495.60	3,198.32	2,732.45	3,412.15
流动负债合计	6,552.81	7,628.76	9,907.14	11,436.35	13,172.88
长期借款	496.54	1,664.84	1,793.38	2,070.29	2,181.42
应付债券	1,532.88	1,341.28	1,341.28	1,405.15	1,362.57
其他	672.77	774.64	774.64	774.64	774.64
非流动负债合计	2,702.20	3,780.76	3,909.30	4,250.09	4,318.63
负债合计	10,229.33	12,305.37	13,816.44	15,686.43	17,491.50
少数股东权益	0.00	0.00	11.99	16.91	24.53
股本	523.72	530.78	690.01	690.01	690.01
资本公积	2,129.62	2,436.58	2,436.58	2,436.58	2,436.58
留存收益	2,978.11	4,013.51	5,200.20	6,672.67	8,378.23
其他	346.54	289.92	364.46	450.63	517.64
股东权益合计	5,977.98	7,270.79	8,703.24	10,266.80	12,046.98
负债和股东权益总计	16,207.31	19,576.16	22,519.68	25,953.24	29,538.49

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	799.09	1,150.11	1,399.88	1,737.01	2,011.97
折旧摊销	280.09	346.56	465.16	549.46	608.57
财务费用	88.15	162.56	123.42	198.84	269.60
投资损失	16.37	(13.19)	5.00	10.00	10.00
营运资金变动	(667.04)	(1,530.41)	(1,716.17)	(2,151.32)	(2,465.38)
其它	(357.51)	(317.63)	14.14	5.81	8.98
经营活动现金流	159.14	(201.98)	291.42	349.80	443.74
资本支出	1,070.11	1,293.32	1,278.20	1,551.11	700.00
长期投资	3.90	(2.32)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,193.67)	(2,897.50)	(2,558.06)	(3,112.78)	(1,410.74)
投资活动现金流	(1,119.66)	(1,606.50)	(1,279.86)	(1,561.67)	(710.74)
债权融资	2,014.65	653.31	624.29	1,563.83	796.38
股权融资	226.08	82.25	18.43	(179.25)	(240.77)
其他	41.19	96.07	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,281.92	831.64	642.72	1,384.58	555.60
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,321.40	(976.84)	(345.72)	172.72	288.60

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,450.93	19,514.81	24,532.50	30,332.57	34,842.83
营业成本	11,628.21	17,047.24	21,322.35	26,248.31	30,011.33
营业税金及附加	99.63	136.75	171.73	212.33	243.90
销售费用	100.82	156.11	183.99	221.43	250.87
管理费用	222.77	277.89	331.19	403.42	459.93
研发费用	384.37	582.95	735.97	909.98	1,045.28
财务费用	101.28	152.60	123.42	198.84	269.60
资产/信用减值损失	(65.71)	(3.03)	(20.00)	(63.00)	(110.00)
公允价值变动收益	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(16.37)	(12.63)	(5.00)	(10.00)	(10.00)
其他	(29.79)	(334.24)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	1,025.70	1,511.17	1,798.85	2,225.26	2,601.92
营业外收入	5.07	9.24	22.00	20.00	14.00
营业外支出	8.21	8.27	8.00	8.00	8.24
利润总额	1,022.57	1,512.14	1,812.85	2,237.26	2,607.68
所得税	223.48	362.03	398.83	494.43	586.73
净利润	799.09	1,150.11	1,414.02	1,742.82	2,020.95
少数股东损益	0.00	0.00	14.14	5.81	8.98
归属于母公司净利润	799.09	1,150.11	1,399.88	1,737.01	2,011.97
每股收益（元）	1.16	1.67	2.03	2.52	2.92

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	25.07%	45.08%	25.71%	23.64%	14.87%
营业利润	52.84%	47.33%	19.04%	23.70%	16.93%
归属于母公司净利润	42.92%	43.93%	21.72%	24.08%	15.83%
获利能力					
毛利率	13.55%	12.64%	13.09%	13.46%	13.87%
净利率	5.94%	5.89%	5.71%	5.73%	5.77%
ROE	13.37%	15.82%	16.11%	16.95%	16.74%
ROIC	17.45%	18.48%	16.06%	15.91%	14.82%
偿债能力					
资产负债率	63.12%	62.86%	61.35%	60.44%	59.22%
净负债率	23.49%	36.60%	43.14%	52.05%	50.81%
流动比率	1.44	1.54	1.54	1.54	1.61
速动比率	0.68	0.66	0.60	0.61	0.53
营运能力					
应收账款周转率	8.28	10.49	11.25	12.00	12.86
存货周转率	2.59	2.95	2.92	3.04	2.81
总资产周转率	0.93	1.09	1.17	1.25	1.26
每股指标（元）					
每股收益	1.16	1.67	2.03	2.52	2.92
每股经营现金流	0.23	-0.29	0.42	0.51	0.64
每股净资产	8.66	10.54	12.60	14.85	17.42
估值比率					
市盈率	28.12	19.54	16.05	12.94	11.17
市净率	3.76	3.09	2.59	2.19	1.87
EV/EBITDA	12.01	13.61	11.36	9.37	8.05
EV/EBIT	14.44	16.10	14.31	11.56	9.76

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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com