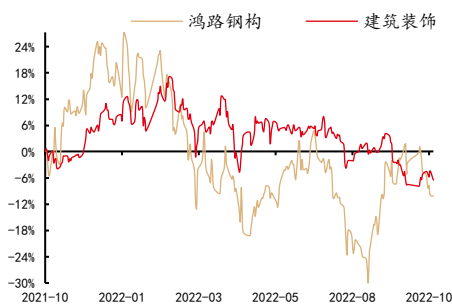


## 股票投资评级

**推荐|首次覆盖**

## 个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

## 公司基本情况

52周内高	45.50
52周内低	23.61
总市值(亿元)	210.80
流通市值(亿元)	150.23
总股本(亿股)	6.90
A股(亿股)	6.90
—已流通(亿股)	4.92
—限售股(亿股)	1.98

## 研究所

分析师：丁士涛

SAC 登记编号：S1340522090005

Email: dingshitao@cnpsec.com

**鸿路钢构 (002541.SZ):**
**护城河稳固的钢结构制造龙头**
**● 事件：**

公司发布 2022 年前三季度经营数据，2022 年前三季度累计新签销售合同额约 195.67 亿元，2022 年第三季度新签销售合同额约 67.86 亿元。2022 年前三季度钢结构产品产量约 246.06 万吨，第三季度钢结构产品产量约 87.48 万吨。

**● 多因素催化钢结构渗透率提升，行业成长动能充足**

钢结构作为一种建筑结构形式，主要包括设备钢结构、建筑重钢结构、建筑轻钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构等，广泛应用于房屋建筑、机械、能源、市政基础设施建设等。按应用领域可分为设备钢结构、建筑重钢结构、建筑轻钢结构、桥梁钢结构、空间钢结构等。“稳增长”持续强化背景下，新、老基建重大工程项目规模增加，钢结构在基建领域需求有望增长。

在装配式建筑方面，相比于装配式混凝土结构，钢结构在碳排放、抗震性等方面性能更优，且能够实现更高的装配率。“双碳”不断深化，绿色建筑、节能建筑的发展得到政策支持。住建部发布的《“十四五”建筑业发展规划》提出，到 2025 年装配式建筑占新建建筑的比例达到 30% 以上，并要求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。

根据中国钢结构协会发布的《钢结构行业“十四五”发展规划》，到 2025 年底，全国钢结构用量达到 1.4 亿吨，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。2021 年全国钢结构产量约为 9700 万吨，占全国粗钢产量的比例为 9.4%。根据住建部统计，2021 年全国新开工装配式钢结构建筑约为 2.1 亿平方米，占当年建筑业新开工面积的比例约为 4.3%。若 2025 年钢结构建筑占新建建筑面积比例 15% 的目标顺利完成，假设 22 年建筑业新开工面积增速同比下降 13%、2023-2025 年每年同比下降 3%，则粗略估计，2025 年新建钢结构建筑规模仍有两倍以上增长空间。

**● 钢结构行业市场集中度低，公司市占率有望逆势提升**

根据建筑金属结构协会钢结构分会统计，2021 年全国实现钢结构年产量超过 100 万吨且年产值超过 100 亿元的企业总共 5 家，行业中绝大部分企业都是年产量低于 5 万吨的小企业。公司先发扩建产能，产能规模在行业占据领先地位。公司 2021 年钢结构产量为 338.67 万

吨，年均产能约 390 万吨。根据规划，公司 2022 年底将实现钢结构年产能 500 万吨，产能优势将进一步凸显。2022 H1，受疫情扰动，钢结构行业下游需求偏淡，且原材料钢材价格波动较大，企业经营压力普遍增加，中小钢结构制造企业或加速退出市场，进而推动行业集中度的提升，公司作为行业龙头，有望在行业压力期占据更多的市场份额。

### ● 大额订单订单占比增加，上下游议价能力增强

公司 2022 年前三季度新签销售合同额累计 195.67 亿元，同比增长 13.01%；其中，新签大额订单（合同金额大于 1 亿元或钢结构加工量超过 1 万吨）合同额 50.95 亿元，同比增长 32.44%，占新签销售合同总额的 26.04%。2022 Q1-Q3 新签大额订单分别为 21.58 /16.24 /12.71 亿元，大额订单钢结构加工量分别为 30.39/23.15/19.84 万吨，折算单吨合同均价约 7102 /7015 /6406 元/吨。公司 2022 Q3 单吨合同价同比下降 15.66%、环比下降 8.69%，原因主要系原材料钢材价格下降，根据国家统计局数据，2022 Q3 热轧普通板卷（Q235）市场均价同比下降 30.66%、环比下降 18.41%。公司钢结构单吨合同均价下降幅度约为钢材价格下降幅度的一半，我们认为这体现出公司对上下游议价能力的增强。

公司作为钢结构加工制造龙头，已凭借其较强的技术制造优势、大型项目的快速交货能力等在下游客户中建立起较高的品牌知名度，对下游的议价能力逐渐增强。同时，公司各大生产基地所需原材料均由总部采购，规模化采购提高公司与钢厂的议价能力；统一调配可加快物资周转及采购资金使用效率，降低采购成本，规模效应优势凸显。另外，公司与国内多家钢铁厂建立战略合作关系，进一步提升了公司的采购议价能力。从付现情况来看，2022 H1 公司付现比为 93.55%，同比下降 16.21 pct。

### ● 垂直管理与智能化改造升级强化规模效应

公司以生产管理部门为中心的垂直运行管理模式，工厂与各职能部门之间无缝对接，管理效率高，突破管理半径、实现高效管理。因此，公司期间费用率一直保持着较低水平且持续优化，公司 2020-2022 H1 期间费用率分别为 6.02% /5.99% /5.72%。此外，公司积极进行智能化改造以提高生产效率，2022 H1 公司购建固定无形长期资产支付的现金为 8.93 亿元，同比增长 96.05%，利用疫情生产任务相对较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，为公司的长期发展打下坚实基础。

### ● 盈利预测与投资评级

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的护城河。钢结构行业渗透率预期提升、公司新增产能释放以及市占率提升所带来的上下游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 13.45/16.58/20.08 亿元，EPS 分别为 1.95/2.40/2.91 元/股，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示

疫情反复风险；装配式钢结构建筑推进力度不及预期；钢材价格大幅波动风险；产能扩张及产能利用率提升不及预期；市场竞争加剧、行业集中度提升不及预期。

### 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	19514.81	23851.65	27760.20	31884.39
增长率（%）	45.08%	22.22%	16.39%	14.86%
归属母公司净利润（百万元）	1150.11	1345.13	1658.33	2007.94
增长率（%）	43.93%	16.96%	23.28%	21.08%
毛利率（%）	12.64%	12.72%	13.58%	13.86%
净利率（%）	5.89%	5.64%	5.97%	6.30%
EPS（元/股）	1.67	1.95	2.40	2.91
市盈率（P/E）	18.38	15.67	12.71	10.50
ROE	15.82%	15.94%	16.42%	16.58%

数据来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 10 月 24 日收盘价

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	19514.81	23851.65	27760.20	31884.39	营业收入	45.08%	22.22%	16.39%	14.86%
营业成本	17047.24	20818.49	23989.38	27466.53	营业利润	47.33%	14.79%	23.27%	21.07%
税金及附加	136.75	166.96	194.42	223.25	归属于母公司净利润	43.93%	16.96%	23.28%	21.08%
销售费用	156.11	188.43	219.31	251.89	<b>获利能力</b>				
管理费用	277.89	338.69	396.97	455.95	毛利率	12.64%	12.72%	13.58%	13.86%
研发费用	582.95	698.85	813.37	932.62	净利率	5.89%	5.64%	5.97%	6.30%
财务费用	152.60	199.84	244.76	241.04	ROE	15.82%	15.94%	16.42%	16.58%
资产减值损失	-9.32	-4.00	-8.00	-8.00	ROIC	10.64%	10.87%	11.40%	11.26%
营业利润	1511.17	1734.65	2138.28	2588.89	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	9.24	10.00	12.00	14.00	资产负债率	62.86%	64.78%	61.99%	62.79%
营业外支出	8.27	9.00	10.50	12.00	流动比率	1.54	1.55	1.73	1.80
利润总额	1512.14	1735.65	2139.78	2590.89	<b>营运能力</b>				
所得税	362.03	390.52	481.45	582.95	应收账款周转率	10.58	8.99	8.99	8.99
净利润	1150.11	1345.13	1658.33	2007.94	存货周转率	2.95	2.57	2.60	2.60
归母净利润	1150.11	1345.13	1658.33	2007.94	总资产周转率	1.09	1.10	1.10	1.08
每股收益(元)	1.67	1.95	2.40	2.91	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	1.67	1.95	2.40	2.91
货币资金	2113.93	1530.81	5089.75	6339.15	每股净资产	10.54	12.23	14.64	17.55
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	2150.64	3179.54	3024.09	4101.18	PE	18.38	15.67	12.71	10.50
预付款项	468.53	572.18	659.33	754.90	PB	2.91	2.50	2.09	1.75
存货	7500.19	11069.04	10321.10	14167.18	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	13098.18	17513.30	20315.33	26877.21	净利润	1150.11	1345.13	1658.33	2007.94
固定资产	4727.84	4639.03	4385.65	3740.70	折旧和摊销	346.56	1623.55	1993.12	2389.70
在建工程	198.08	245.58	293.08	340.58	营运资本变动	-1698.10	-2393.24	736.89	-2568.84
无形资产	948.01	973.01	993.01	1008.01	其他	-0.56	234.43	301.98	342.52
非流动资产合计	6477.98	6450.24	6252.92	5659.02	经营活动现金流净额	-201.98	809.87	4690.32	2171.32
资产总计	19576.16	23963.54	26568.25	32536.24	资本开支	-1625	-1599	-1812	-1801
短期借款	1675.79	1875.79	2275.79	2775.79	其他	18.91	4.20	-9.68	-11.74
应付票据及应付账款	4457.38	6580.73	6138.61	8424.34	投资活动现金流净额	-1606.50	-1594.68	-1822.06	-1812.93
其他流动负债	2391.45	2877.10	3307.21	3773.12	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8524.62	11333.62	11721.60	14973.24	债务融资	996.14	408.40	558.40	708.40
其他	3780.76	4189.16	4747.56	5455.96	其他	-164.51	-206.70	132.28	182.61
非流动负债合计	3780.76	4189.16	4747.56	5455.96	筹资活动现金流净额	831.64	201.70	690.68	891.01
负债合计	12305.37	15522.78	16469.16	20429.20	现金及现金等价物净增加额	-977.20	-583.12	3558.94	1249.40
股本	530.78	690.01	690.01	690.01					
资本公积金	2436.58	2277.35	2277.35	2277.35					
未分配利润	3832.26	4800.47	6210.05	7916.80					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	471.17	672.94	921.69	1222.88					
所有者权益合计	7270.79	8440.76	10099.09	12107.03					
负债和所有者权益总计	19576.16	23963.54	26568.25	32536.24					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行的或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。