

吨加工费出拐点，估值中枢有望抬升

——鸿路钢构三季度点评

核心观点

- Q3 业绩加速增长，加工费拐点初现。**前三季度，公司分别实现收入/归母净利润 144.2/8.7 亿元，YoY+7.8%/6.1%，其中第三季度分别实现收入/归母净利润 55.2/3.6 亿元，YoY+6%/12.4%。受益于较为饱满的订单和加工产能的持续增加，收入端保持稳健增长。利润端增长有所加快。加工费的提升在 Q3 已经显现，行业龙头初步显示出对下游一定的议价能力。展望未来 2-3 年，产能利用率的持续爬坡，智能化改造的推进，原材料集采，将持续推升公司的盈利能力。
- 产量稳步释放，加工费出拐点。**22Q3 公司钢构产量 87.5 万吨，折合月均产量 29.2 万吨，相比较 22H1 月均 26.4 万吨的产量已有 11% 的提升。在订单相对饱满的前提下，新增的产能已开始释放。在以销定产的模式下，假设销量和产量相当，且 Q3 确认其他收入 2 亿元，22H1/22Q3 公司钢构吨均价分别为 5358/6086 元，Q3 均价环比提升 728 元/吨。钢构原材料包括螺纹钢/热轧钢卷/中厚板等多种钢材，以螺纹钢_HRB400 12MM 现货价为参考，其 22Q3/22H1 的均价分别为 5028/4326 元/吨。我们认为 Q3 原材料成本大概率低于 H1，而钢构售价环比增加，说明公司收取的加工费出现向上的拐点。因为市场竞争激烈，之前几年的吨加工费处于相对平稳状态。我们认为有两个原因，一是公司向下游议价能力增强，二是订单加工难度增大。
- 订单饱满，结构调整，抗风险能力增强。**公司前三季度新签订单 195.7 亿元，相比较前三季度收入比例达 1.36，相比 21Q3/21FY (1.29/1.17) 的比例有所提高，说明订单的饱满度较好。由于钢构订单一般在签约后 3 个月内完成，订单对业绩有一定前瞻性。公司公告的金额超 1 亿或者钢结构加工量超 1 万吨的订单中，出现了单晶硅拉棒/太阳能组件/锂离子电池/锂电负极材料产业化项目，这些项目一是和传统的基建关联度不大，主要是新兴产业投资驱动；二是加工难度增大，更多是重钢项目。我们认为公司今年较好的订单与产能/行业地位的不断提升有较大关系。

盈利预测与投资建议

- 小幅下修 22-24 年 EPS 至 1.82/2.34/2.85 元（原值 1.85/2.46/2.94 元），主要下修了钢构的单价/销量。相比过去几年，加工费，估值中枢有望上移。可比公司 22 年平均 PE 18X，参考上一篇文章报告估值方法，我们认可给予公司 25% 的估值溢价，即 22 年 23X PE，对应目标价 41.86 元，维持“增持”评级。**

风险提示：原材料价格大幅波动，产能利用率爬坡不及预期，成本管控能力下降

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,451	19,515	20,857	22,221	23,547
同比增长(%)	25.1%	45.1%	6.9%	6.5%	6.0%
营业利润(百万元)	1,026	1,511	1,566	2,016	2,460
同比增长(%)	52.8%	47.3%	3.6%	28.8%	22.0%
归属母公司净利润(百万元)	799	1,150	1,252	1,613	1,968
同比增长(%)	42.9%	43.9%	8.9%	28.8%	22.0%
每股收益(元)	1.16	1.67	1.82	2.34	2.85
毛利率(%)	13.6%	12.6%	13.2%	14.6%	15.8%
净利率(%)	5.9%	5.9%	6.0%	7.3%	8.4%
净资产收益率(%)	14.6%	17.4%	16.0%	17.8%	18.5%
市盈率	28.2	19.6	18.0	14.0	11.5
市净率	3.8	3.1	2.7	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

增持（维持）

股价（2022年11月04日）	32.7元
目标价格	41.86元
52周最高价/最低价	45.49/23.61元
总股本/流通A股（万股）	69,001/49,176
A股市值（百万元）	22,563
国家/地区	中国
行业	建筑工程
报告发布日期	2022年11月06日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.91	-1.38	25.96	-5.18
相对表现	-11.29	-0.39	34.11	17.45
沪深300	6.38	-0.99	-8.15	-22.63



证券分析师

黄骥	021-63325888*6074
	huangji@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520030001
	香港证监会牌照：BTB520
余斯杰	yusijie@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860521120002

相关报告

业绩稳健增长，智能化改造提升单位效率：——鸿路钢构 2022 中报点评	2022-09-04
产能如期释放，期待单位盈利稳中有升：——鸿路钢构 2021 年年报点评	2022-04-03
产能释放延续高成长，吨净利进一步提升：——2021 年中报点评	2021-08-26

盈利预测与投资建议

投资建议

预计 2022-2024 年公司 EPS 为 1.82/2.34/2.85 元，相比之前盈利预测小幅下修。目前可比公司 22 年调整后平均 PE 为 18X。公司订单较为饱和，新建产能仍在释放期，且加工费出现拐点，后续盈利能力有望进一步提升。我们延续原先估值方法，认可给予公司 25% 的行业估值溢价，即 2022 年 23X PE，对应目标价 41.86 元，维持“增持”评级。

表 1：可比公司估值表（截止 2022 年 11 月 4 日）

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2022-11-4	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
杭萧钢构	600477	4.27	0.17	0.17	0.21	0.24	24.58	24.97	20.75	18.01
东南网架	002135	6.86	0.42	0.44	0.53	0.64	16.22	15.65	12.99	10.75
精工钢构	600496	4.45	0.34	0.42	0.51	0.61	13.04	10.69	8.75	7.25
龙元建设	600491	6.14	0.44	0.48	0.52	0.56	14.08	12.79	11.81	10.96
森特股份	603098	32.69	0.06	0.54	0.92	1.33	536.78	61.05	35.64	24.64
调整后平均							18.29	17.80	15.18	13.24

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

风险提示

原材料价格大幅波动：钢材是钢结构产品的主要原材料，虽然公司采用成本加成的定价机制，可以适当将钢材价格波动转嫁给下游客户。但在实际执行过程，受管理精确性、资金周转情况等因素制约，公司无法保证所有合同在收到客户首笔定金后其原材料得到及时采购，从而产生部分敞口风险。

产能利用率爬坡不及预期：按照公司计划，截止 2022 年底，预计公司 500 万吨产能将基本建成，但当前年产量远低于 500 万吨，仍有较大的增长空间，如果未来 2-3 年新签材料订单较少，公司的产能爬坡时间较长，将对公司业绩造成不利影响。

成本控制能力下降风险：公司的核心竞争力在于单吨钢构成本长期低于竞争对手，这一竞争力依靠精细化管理，自动化改造得以维系和强化。但一旦发生管理松懈，成本把控不严，可能会生产单吨成本超预期上升的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,565	2,114	2,819	4,429	6,469	营业收入	13,451	19,515	20,857	22,221	23,547
应收票据、账款及款项融资	1,627	2,241	2,191	2,112	2,002	营业成本	11,628	17,047	18,106	18,971	19,820
预付账款	238	469	417	333	235	营业税金及附加	100	137	146	156	165
存货	5,743	7,500	7,966	8,347	8,720	营业费用	101	156	156	167	153
其他	710	774	974	1,023	1,070	管理费用及研发费用	607	861	813	822	848
流动资产合计	10,884	13,098	14,367	16,243	18,497	财务费用	101	153	219	210	191
长期股权投资	16	14	18	20	22	资产、信用减值损失	66	3	0	0	0
固定资产	3,734	4,728	4,785	4,604	4,407	公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
在建工程	295	198	86	120	112	投资净收益	(16)	(13)	(50)	(30)	(30)
无形资产	794	948	928	908	888	其他	194	366	200	150	120
其他	485	590	702	764	832	营业利润	1,026	1,511	1,566	2,016	2,460
非流动资产合计	5,324	6,478	6,520	6,416	6,261	营业外收入	5	9	0	0	0
资产总计	16,207	19,576	20,886	22,659	24,757	营业外支出	8	8	0	0	0
短期借款	1,939	1,676	1,600	1,600	1,600	利润总额	1,023	1,512	1,566	2,016	2,460
应付票据及应付账款	3,496	4,457	5,432	5,691	5,946	所得税	223	362	313	403	492
其他	2,092	2,391	1,557	1,615	1,701	净利润	799	1,150	1,252	1,613	1,968
流动负债合计	7,527	8,525	8,589	8,906	9,247	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	497	1,665	1,665	1,665	1,665	归属于母公司净利润	799	1,150	1,252	1,613	1,968
应付债券	1,533	1,341	1,533	1,533	1,533	每股收益(元)	1.16	1.67	1.82	2.34	2.85
其他	673	775	753	784	815						
非流动负债合计	2,702	3,781	3,951	3,982	4,013	主要财务比率					
负债合计	10,229	12,305	12,540	12,888	13,260		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	524	531	690	690	690	营业收入	25.1%	45.1%	6.9%	6.5%	6.0%
资本公积	2,130	2,437	2,277	2,277	2,277	营业利润	52.8%	47.3%	3.6%	28.8%	22.0%
留存收益	2,978	4,014	5,091	6,516	8,242	归属于母公司净利润	42.9%	43.9%	8.9%	28.8%	22.0%
其他	347	290	288	288	288	获利能力					
股东权益合计	5,978	7,271	8,346	9,771	11,497	毛利率	13.6%	12.6%	13.2%	14.6%	15.8%
负债和股东权益总计	16,207	19,576	20,886	22,659	24,757	净利率	5.9%	5.9%	6.0%	7.3%	8.4%
						ROE	14.6%	17.4%	16.0%	17.8%	18.5%
						ROIC	10.5%	11.5%	11.3%	12.8%	13.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	63.1%	62.9%	60.0%	56.9%	53.6%
净利润	799	1,150	1,252	1,613	1,968	净负债率	23.5%	36.6%	24.3%	4.3%	0.0%
折旧摊销	267	339	308	322	329	流动比率	1.45	1.54	1.67	1.82	2.00
财务费用	101	153	219	210	191	速动比率	0.68	0.66	0.75	0.89	1.06
投资损失	16	13	50	30	30	营运能力					
营运资金变动	(792)	(1,543)	(381)	51	129	应收账款周转率	8.3	10.6	9.9	10.9	12.1
其它	(232)	(314)	(119)	(31)	(37)	存货周转率	2.2	2.6	2.3	2.3	2.3
经营活动现金流	159	(202)	1,329	2,195	2,610	总资产周转率	0.9	1.1	1.0	1.0	1.0
资本支出	(1,015)	(1,370)	(234)	(154)	(104)	每股指标(元)					
长期投资	156	4	(18)	(2)	(2)	每股收益	1.16	1.67	1.82	2.34	2.85
其他	(261)	(240)	(51)	(31)	(31)	每股经营现金流	0.30	-0.38	1.93	3.18	3.78
投资活动现金流	(1,120)	(1,606)	(303)	(187)	(137)	每股净资产	8.66	10.54	12.10	14.16	16.66
债权融资	1,724	1,070	149	0	0	估值比率					
股权融资	0	314	0	0	0	市盈率	28.2	19.6	18.0	14.0	11.5
其他	558	(552)	(470)	(398)	(433)	市净率	3.8	3.1	2.7	2.3	2.0
筹资活动现金流	2,282	832	(321)	(398)	(433)	EV/EBITDA	19.2	13.4	12.8	10.5	9.0
汇率变动影响	(3)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.8	16.1	15.0	12.0	10.1
现金净增加额	1,318	(977)	705	1,610	2,040						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn