



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	33.48
总股本/流通股本(亿股)	6.90 / 4.92
总市值/流通市值(亿元)	231 / 165
52周内最高/最低价	54.78 / 23.79
资产负债率(%)	62.9%
市盈率	19.25
第一大股东	商晓波
持股比例(%)	36.2%

研究所

分析师: 丁士涛
SAC 登记编号: S1340522090005
Email: dingshitao@cnpsec.com

鸿路钢构(002541)

Q4 产量高增凸显韧性，看好 23 年业绩弹性

● Q4 产量超预期高增，钢结构龙头经营韧性凸显

公司 2022 年钢结构产品产量约 349.54 万吨，同比增长 3.21%；其中 Q4 钢结构产品产量约 103.48 万吨，同比增长 7.60%，环比 Q3 增长 18.29%。2022Q4 疫情防控政策优化后逐渐步入感染高峰期，劳动力相对短缺影响工厂施工进展的情况下，公司钢结构产量依然实现高增，经营韧性凸显。根据公司产能建设目标，预计 2022 年末产能达到 500 万吨，以此测算公司 2022 年产能利用率约 70%。23 年来看，疫情管控优化且感染高峰逐渐过去，年后工厂施工限制减少、劳动力短缺现象将逐渐缓解；公司各大生产基地产能爬坡预期提速、产能利用率持续修复，公司钢结构产量有望进一步提升。公司 2022 年新签销售合同额累计约 251.26 亿元，同比增长 10.05%；其中 Q4 新签销售合同额 55.59 亿元，同比增长 0.74%；公司 Q4 新签订单节奏放缓主要系临近年末下游需求逐渐进入淡季。23 年在国内“稳增长，扩内需”背景下，工业项目、重大工程项目预计有大量的实物量落地需求，同时当前钢材价格低位运行、波动减弱将增加下游客户下单意愿，23 年公司订单有望获得充足保障。

● 订单结构大额化、高端化，看好 23 年公司业绩高弹性

公司 2022 年新签大额订单（合同金额大于 1 亿元或钢结构加工量超过 1 万吨）合同额 62.24 亿元，同比增长 31.11%，占新签销售合同额的 24.77%，大额订单占比较 2021 年提高 10.75 pct。大额订单占比提高，体现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。分季度来看，2022 Q1-Q4 公司新签大额订单分别为 21.58/16.24/12.71/11.29 亿元；大额订单钢结构加工量分别为 30.39/23.15/19.84/18.18 万吨，折算单吨合同均价约 7102/7015/6406/6212 元/吨。公司 Q4 单吨合同价同比下降 18.41%、环比下降 3.02%；原因主要系原材料钢材价格下降，根据 iFinD 数据，2022 Q4 热轧普通板卷（4.75-11mm，Q235）季度市场均价同比下降 24.80%、环比下降 2.09%。公司钢结构单吨合同均价同比降幅约为钢材价格下降幅度的一半；我们认为这体现出公司吨钢结构加工费增加、上下游议价能力提升。2022 Q1-Q3 公司吨钢结构扣非归母净利润为 137.48/334.93/364.57 元/吨，盈利水平持续改善。从大额订单加工项目来看，2022 年公司新签订单中新能源、光伏等高端制造项目占比提高；大型项目的客户资质较优，保障公司现金流；2022 年前三季度，公司净现比为 103.55%，同比提高 3.09 pct。

● 规模效应强化降本增效，智能制造为中长期成长赋能

公司在 10 大生产基地的运行及实践中建立起可复制、易运行的

垂直生产管理体系，突破管理半径，实现高效管理。公司 2020、2021 及 2022 Q1-Q3 期间费用率分别为 6.02% /5.99% /5.54%，期间费用率一直保持着较低水平且持续优化。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；统一调配加快物资周转及采购资金使用效率，降低采购成本，规模化优势凸显。此外，公司加快推进激光智能切割、小型连接件的专业化智能化生产、机器人自主寻位焊接、机器人喷涂等智能化改造。2022 年前三季度，公司购建固定无形长期资产支付的现金为 13.97 亿元，同比增长 54.98%；智能化改造提高产品质量及生产效率，为公司的长期发展打下坚实的基础。

● 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 12.44/16.51/20.35 亿元，EPS 分别为 1.80/2.39/2.95 元，维持“买入”评级。

● 风险提示

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)	19515	22011	27121	31183
增长率(%)	45.08	12.79	23.21	14.98
EBITDA(百万元)	2032.37	3442.15	4403.16	5310.56
归属母公司净利润(百万元)	1150.11	1244.22	1650.69	2035.40
增长率(%)	43.93	8.18	32.67	23.31
EPS(元)	1.67	1.80	2.39	2.95
市盈率(P/E)	20.09	18.57	14.00	11.35
市净率(P/B)	10.54	12.09	14.48	17.43
EV/EBITDA	15.29	7.60	5.71	4.40

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	19515	22011	27121	31183	营业收入	45.1%	12.8%	23.2%	15.0%
营业成本	17047	19268	23436	26796	营业利润	47.3%	6.9%	32.7%	23.3%
税金及附加	137	165	203	234	归属于母公司净利润	43.9%	8.2%	32.7%	23.3%
销售费用	156	154	203	234	获利能力				
管理费用	278	330	407	468	毛利率	12.6%	12.5%	13.6%	14.1%
研发费用	583	550	678	780	净利率	5.9%	5.7%	6.1%	6.5%
财务费用	153	200	233	253	ROE	15.8%	14.9%	16.5%	16.9%
资产减值损失	-9	-4	-8	-8	ROIC	10.6%	10.2%	11.4%	11.5%
营业利润	1511	1615	2142	2641	偿债能力				
营业外收入	9	10	12	14	资产负债率	62.9%	63.5%	62.9%	61.8%
营业外支出	8	9	11	12	流动比率	1.54	1.59	1.70	1.84
利润总额	1512	1616	2144	2643	营运能力				
所得税	362	372	493	608	应收账款周转率	10.58	8.99	8.99	8.99
净利润	1150	1244	1651	2035	存货周转率	2.95	2.56	2.60	2.61
归母净利润	1150	1244	1651	2035	总资产周转率	1.09	1.04	1.09	1.07
每股收益(元)	1.67	1.80	2.39	2.95	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.67	1.80	2.39	2.95
货币资金	2114	2336	4308	7271	每股净资产	10.54	12.09	14.48	17.43
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2151	2768	3293	3676	PE	20.09	18.57	14.00	11.35
预付款项	469	530	644	736	PB	3.18	2.77	2.31	1.92
存货	7500	9686	11211	12680	现金流量表				
流动资产合计	13098	16414	20673	25838	净利润	1150	1244	1651	2035
固定资产	4728	4639	4386	3741	折旧和摊销	347	1624	1993	2390
在建工程	198	246	293	341	营运资本变动	-1698	-1487	-843	-883
无形资产	948	973	993	1008	其他	-1	234	301	342
非流动资产合计	6478	6450	6253	5659	经营活动现金流净额	-202	1615	3102	3885
资产总计	19576	22864	26926	31497	资本开支	-1625	-1599	-1812	-1801
短期借款	1676	1876	2276	2776	其他	19	4	-9	-11
应付票据及应付账款	4457	5759	6667	7540	投资活动现金流净额	-1606	-1595	-1821	-1813
其他流动负债	2391	2701	3245	3699	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	8525	10335	12188	14015	债务融资	996	408	558	708
其他	3781	4189	4748	5456	其他	-165	-207	132	183
非流动负债合计	3781	4189	4748	5456	筹资活动现金流净额	832	202	691	891
负债合计	12305	14524	16935	19471	现金及现金等价物净增加额	-977	222	1971	2963
股本	531	690	690	690					
资本公积金	2437	2277	2277	2277					
未分配利润	3832	4715	6118	7848					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	471	658	905	1211					
所有者权益合计	7271	8340	9991	12026					
负债和所有者权益总计	19576	22864	26926	31497					

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	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	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。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000