

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2024 年 01 月 04 日

产量保持稳健增长，看好中长期智能化转型

全年钢结构产量保持稳健增长，新签订单环比承压

23 年全年公司新签订单 297.12 亿元，较 2022 年同比增长 18.25%；其中 Q4 新签订单 67.91 亿元，同比增长 22.16%，环比下滑 14%。23 年全年钢结构产量 448.80 万吨，较 2022 年同比增长 28.40%，与此前预期较为一致；Q4 单季度产量为 125.59 万吨，同比增长 21.37%，环比增长 11.3%，产量保持稳健增长。

吨售价短期受低价订单影响，高端制造订单保持较高占比

21Q4/22Q4/23Q4 单季度公司承接的超 1 万吨的制造合同为 10/13/17 个，大订单数量显著提升，其中 Q4 单季度高端制造类大订单为 8 个，来料加工合同 1 个。除去来料合同订单外，23Q4 公司材料订单的单吨售价在 5216.59-6175.16 元/吨，较 22Q4 公司订单 5301.2-7507.8 元/吨的价格区间有一定下降（中枢价格下降 11.06%）。23Q4 单季度钢材价格同比基本持平，若以 23Q4 钢价为价格基准，加 1500 元/吨加工费作为计算标准，则 23Q4 新签订单对应加工量为 125.3 万吨，同比增长 21.9%。

政府补助增厚利润，智能化转型助力提质增效

23Q4 单季公司合计公告子公司收到政府补助共计 5564 万元（税前），与 22Q4 同比增加 11.29%，较上季度有所减少。公司重视智能化升级改造，已专门成立了智能制造研发团队，有效的推进了平面激光切割机、坡口激光切割机、智能三维激光切割机、智能四卡盘激光切管机、智能喷涂生产线、智能型钢二次加工线、楼梯焊接机器人、焊接工业机器人、便携焊接机器人等方面的应用，随着机器人应用效率的提升，智能化转型有望帮助公司整体生产显著提质增效。

看好公司智能化转型及中长期成长潜力，维持“买入”评级

我们认为 24 年“三大工程”和水利等基建投资有望成为稳增长的重要发力点，我们判断在行业需求复苏带动下，24 年公司经营情况有望好转，同时高端制造类订单占比的提升或将带动公司吨净利保持较好水平，智能化改造有望持续降本增效。考虑到当前智能化转型仍处于前期投入阶段，我们小幅下调公司 23-25 年公司归母净利润至 12.5/14.4/16.9 亿元（前值为 13.5/17.0/21.4 亿），对应 PE 为 11.8/10.2/8.7 倍，参考可比公司 24 年 12.3 倍平均 PE，考虑到公司智能化转型和高端化龙头成长可期，认可给予公司 24 年 13 倍 PE，目标价 27.17 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；行业新增供给量超预期；此数据为阶段性数据，以最终年披露为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	19,514.81	19,847.68	23,876.00	27,294.16	31,512.61
增长率(%)	45.08	1.71	20.30	14.32	15.46
EBITDA(百万元)	2,240.07	2,152.44	2,112.01	2,450.05	2,812.40
归属母公司净利润(百万元)	1,150.11	1,162.68	1,250.07	1,438.87	1,689.36
增长率(%)	43.93	1.09	7.52	15.10	17.41
EPS(元/股)	1.67	1.69	1.81	2.09	2.45
市盈率(P/E)	12.79	12.65	11.77	10.22	8.71
市净率(P/B)	2.02	1.78	1.54	1.36	1.20
市销率(P/S)	0.75	0.74	0.62	0.54	0.47
EV/EBITDA	13.61	11.29	9.06	7.87	6.56

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	21.32 元
目标价格	27.17 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	690.01
流通 A 股股本(百万股)	496.17
A 股总市值(百万元)	14,711.04
流通 A 股市值(百万元)	10,578.39
每股净资产(元)	12.58
资产负债率(%)	60.82
一年内最高/最低(元)	38.40/19.75

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

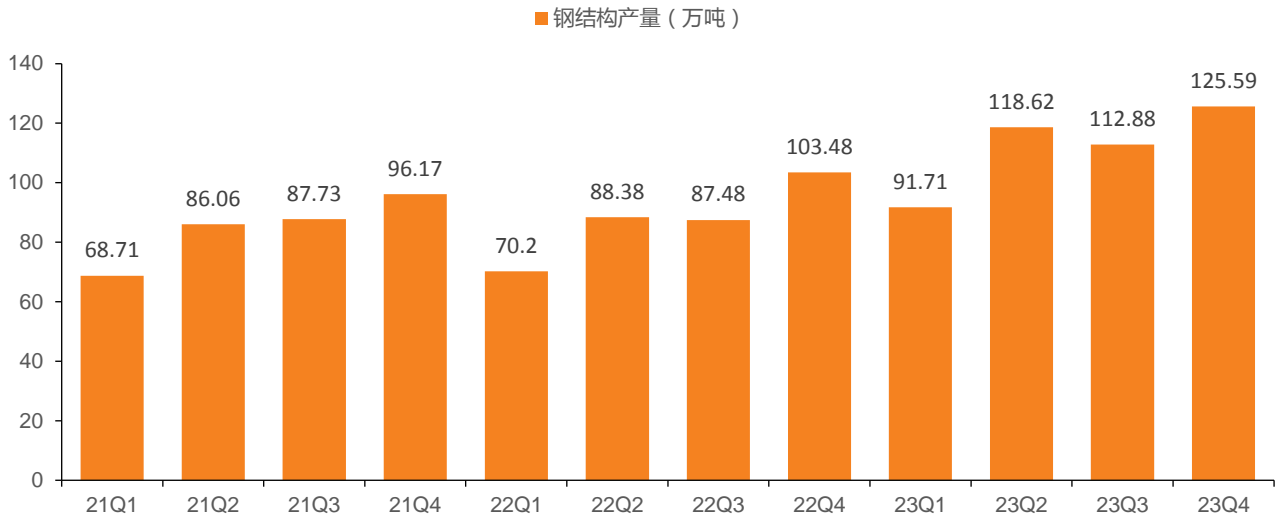


资料来源：聚源数据

相关报告

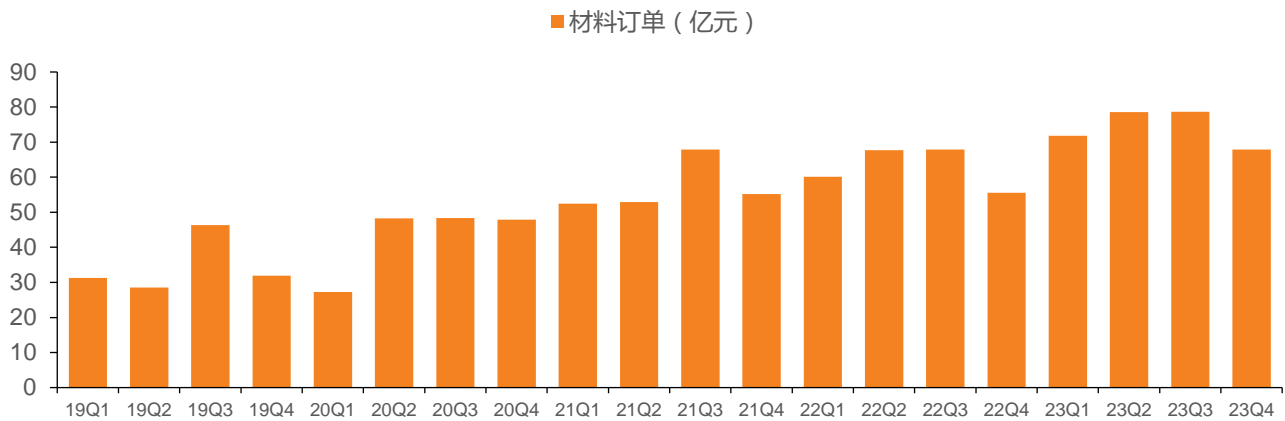
- 《鸿路钢构-季报点评:收入保持较快增长，智能化改造影响吨净利提升》
2023-10-26
- 《鸿路钢构-公司点评:Q3 产量维持高速增长，高端制造订单占比显著提升》
2023-10-10
- 《鸿路钢构-半年报点评:Q2 吨净利改善明显，智能化转型持续推进》
2023-08-25

图 1：2021Q1-2023Q4 单季度钢结构产量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2019Q1-2023Q4 材料订单金额



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			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300986.SZ	志特新材	30.48	12.37	0.72	0.38	0.73	1.03	17.18	32.51	17.05	11.97
002949.SZ	华阳国际	28.15	14.36	0.57	0.88	1.08	1.28	25.10	16.40	13.28	11.18
600496.SH	精工钢构	61.39	3.05	0.35	0.39	0.46	0.53	8.69	7.87	6.61	5.77
	平均							16.99	18.93	12.31	9.64
002541.SZ	鸿路钢构	147.11	21.32	1.69	1.81	2.09	2.45	12.65	11.77	10.22	8.71

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：时间截止于 2024/01/04，除鸿路钢构外其余均为 wind 一致预期

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,113.93	913.19	1,720.89	1,746.50	2,016.43	营业收入	19,514.81	19,847.68	23,876.00	27,294.16	31,512.61
应收票据及应收账款	2,150.64	2,129.99	3,573.72	2,870.74	3,781.92	营业成本	17,047.24	17,470.87	20,916.87	23,894.51	27,599.99
预付账款	468.53	632.94	699.89	1,025.83	814.17	营业税金及附加	136.75	154.53	185.89	212.50	245.35
存货	7,500.19	8,283.67	9,263.26	7,993.88	10,712.78	销售费用	156.11	154.58	181.46	207.44	239.50
其他	452.18	343.41	1,158.56	882.51	1,386.26	管理费用	277.89	304.21	358.14	409.41	472.69
流动资产合计	12,685.47	12,303.21	16,416.32	14,519.46	18,711.57	研发费用	582.95	461.61	649.43	734.21	816.18
长期股权投资	13.93	12.10	12.10	12.10	12.10	财务费用	152.60	226.59	191.22	223.21	201.21
固定资产	4,727.84	5,872.84	6,225.38	6,473.89	6,545.47	资产/信用减值损失	(3.03)	71.76	(12.00)	(10.50)	(25.00)
在建工程	198.08	239.06	269.53	234.76	217.38	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	948.01	1,047.94	1,394.32	2,097.74	2,050.04	投资净收益	(12.63)	(43.24)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
其他	590.12	778.83	582.96	582.96	582.96	其他	(334.24)	(362.64)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
非流动资产合计	6,477.98	7,950.77	8,484.30	9,401.45	9,407.96	营业利润	1,511.17	1,409.41	1,510.99	1,732.38	2,042.70
资产总计	19,576.16	20,589.46	24,900.61	23,920.91	28,119.53	营业外收入	9.24	4.89	22.00	15.00	10.00
短期借款	1,675.79	1,869.76	2,827.71	3,191.78	3,572.32	营业外支出	8.27	8.18	8.00	8.00	8.24
应付票据及应付账款	4,457.38	3,766.20	4,949.17	3,679.41	5,673.92	利润总额	1,512.14	1,406.11	1,524.99	1,739.38	2,044.46
其他	1,495.60	1,398.75	3,105.06	2,005.34	3,294.30	所得税	362.03	243.43	262.30	295.69	347.56
流动负债合计	7,628.76	7,034.71	10,881.94	8,876.53	12,540.54	净利润	1,150.11	1,162.68	1,262.69	1,443.69	1,696.90
长期借款	1,664.84	2,224.81	2,375.29	2,149.65	1,174.57	少数股东损益	0.00	0.00	12.63	4.81	7.54
应付债券	1,341.28	1,399.84	1,399.84	1,380.32	1,393.33	归属于母公司净利润	1,150.11	1,162.68	1,250.07	1,438.87	1,689.36
其他	774.64	699.31	699.31	699.31	699.31	每股收益(元)	1.67	1.69	1.81	2.09	2.45
非流动负债合计	3,780.76	4,323.96	4,474.44	4,229.29	3,267.22						
负债合计	12,305.37	12,329.64	15,356.38	13,105.82	15,807.76	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	0.00	0.00	10.68	14.75	21.13	成长能力					
股本	530.78	690.01	690.01	690.01	690.01	营业收入	45.08%	1.71%	20.30%	14.32%	15.46%
资本公积	2,436.58	2,278.87	2,436.58	2,436.58	2,436.58	营业利润	47.33%	-6.73%	7.21%	14.65%	17.91%
留存收益	4,013.51	5,001.03	6,058.21	7,275.06	8,703.75	归属于母公司净利润	43.93%	1.09%	7.52%	15.10%	17.41%
其他	289.92	289.91	348.75	398.68	460.30	获利能力					
股东权益合计	7,270.79	8,259.82	9,544.23	10,815.08	12,311.77	毛利率	12.64%	11.98%	12.39%	12.46%	12.42%
负债和股东权益总计	19,576.16	20,589.46	24,900.61	23,920.91	28,119.53	净利率	5.89%	5.86%	5.24%	5.27%	5.36%
						ROE	15.82%	14.08%	13.11%	13.32%	13.75%
						ROIC	18.48%	14.49%	11.41%	11.64%	12.12%
						偿债能力					
						资产负债率	62.86%	59.88%	61.67%	54.79%	56.22%
						净负债率	36.60%	59.01%	52.26%	47.46%	34.84%
						流动比率	1.54	1.58	1.51	1.64	1.49
						速动比率	0.66	0.54	0.66	0.74	0.64
						营运能力					
						应收账款周转率	10.49	9.27	8.37	8.47	9.47
						存货周转率	2.95	2.51	2.72	3.16	3.37
						总资产周转率	1.09	0.99	1.05	1.12	1.21
						每股指标(元)					
						每股收益	1.67	1.69	1.81	2.09	2.45
						每股经营现金流	-0.29	0.90	1.98	2.66	2.86
						每股净资产	10.54	11.97	13.82	15.65	17.81
						估值比率					
						市盈率	12.79	12.65	11.77	10.22	8.71
						市净率	2.02	1.78	1.54	1.36	1.20
						EV/EBITDA	13.61	11.29	9.06	7.87	6.56
						EV/EBIT	16.10	14.06	12.23	10.61	8.70

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,150.11	1,162.68	1,250.07	1,438.87	1,689.36
折旧摊销	346.56	424.15	548.80	633.96	693.49
财务费用	162.56	237.86	191.22	223.21	201.21
投资损失	(13.19)	1.83	30.00	30.00	30.00
营运资金变动	(1,530.41)	(1,344.35)	(667.52)	(497.94)	(647.51)
其它	(317.63)	140.29	12.63	4.81	7.54
经营活动现金流	(201.98)	622.46	1,365.20	1,832.91	1,974.09
资本支出	1,293.32	1,783.55	1,278.20	1,551.11	700.00
长期投资	(2.32)	(1.83)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,897.50)	(3,596.32)	(2,588.07)	(3,132.78)	(1,429.07)
投资活动现金流	(1,606.50)	(1,814.61)	(1,309.87)	(1,581.67)	(729.07)
债权融资	653.31	785.53	730.66	(52.80)	(774.87)
股权融资	82.25	(177.89)	21.72	(172.83)	(200.22)
其他	96.07	27.93	(0.00)	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	831.64	635.57	752.38	(225.63)	(975.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(976.84)	(556.57)	807.70	25.61	269.93

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com