

鸿路钢构 (002541)

证券研究报告

2022年01月05日

发布员工激励，中长期成长得到制度化保障

发布员工激励计划，中长期成长更有保障，维持“买入”评级

2022年1月4日，公司公告员工激励方案，公司核心管理人员、技术骨干、基地总经理、工厂厂长、销售人员等90余人组成两家合伙企业，预计出资2.36亿元购买不超过520万股公司股份（占比0.98%），其中股份来源为大股东商晓波先生通过大宗等方式转让，资金来源为员工自有资金、金融机构贷款和大股东商晓波先生借款。我们认为这是继董事长商晓波先生卸任之后，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，中长期成长更有保障，继续看好公司投资价值，维持“买入”评级。

大股东兜底收益，彰显对公司员工激励和发展的支持

本次交易，大股东预计以市价九折左右方式转让股份，所获资金在缴纳税款后，或较大部分将出借于上述员工进行合伙企业出资，同时，大股东商晓波先生承诺，员工合伙企业受让并持有公司股票若产生亏损，则由商晓波先生予以补偿；增值收益则归合伙企业全体合伙人所有，大股东兜底收益。我们认为上述交易方案体现了大股东和员工对公司未来发展的信心，也体现了商晓波先生本人对员工激励和公司发展的全力支持。

信息化建设持续推进，系统端保障产能有序扩张

随着公司产能扩张的同时，公司积极推进信息化建设，2021年11月成功推动了鸿路智造管理信息系统，已基本实现了每位员工每天工资的清晰核算，每根构件质量追溯能清晰责任到位，每根构件报价预算、决算、成本已能分析到位，对未来管理效率的提高，以及生产经营提供了很大的帮助。此外公司通过信息化管理系统各基地各工厂推动了产能计划表，根据产能情况合理有效的进行排单排产，有效提高客户诚信度和增强合同履行能力。

继续看好公司中长期成长性，维持“买入”评级

我们认为后续钢结构行业景气有望回暖，公司Q4产能利用率有望环比上升，我们预计公司21-23年归母净利润为11.4/14.9/18.6亿元，公司2022年有望受益稳增长和保障房放量等带来的行业β，自身α亦持续体现，产量和吨净利双升有望持续兑现，参考当前可比公司22年Wind一致预期PE为13.6倍，考虑到公司商业模式和成本控制能力均明显优于行业均值，给予22年25倍PE，目标价从64.50上调至70.03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。

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	50.82元
目标价格	70.03元

基本数据

A股总股本(百万股)	530.78
流通A股股本(百万股)	378.35
A股总市值(百万元)	26,974.10
流通A股市值(百万元)	19,227.72
每股净资产(元)	12.53
资产负债率(%)	62.49
一年内最高/最低(元)	64.19/33.70

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
wangtaoa@tfzq.com

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

朱晓辰 联系人
zhuxiaochen@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《鸿路钢构-季报点评:制造业务经营稳健，继续看好中长期成长性》2021-10-28
- 《鸿路钢构-公司点评:订单较快增长，产量受复杂订单影响》2021-10-12
- 《鸿路钢构-半年报点评:业绩接近预告上限，成本压力期彰显龙头本色》2021-08-26

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	10,754.92	13,450.93	19,080.31	24,127.34	28,473.79
增长率(%)	36.58	25.07	41.85	26.45	18.01
EBITDA(百万元)	1,211.79	1,665.12	1,826.99	2,328.81	2,869.03
净利润(百万元)	559.12	799.09	1,142.43	1,486.85	1,857.52
增长率(%)	34.39	42.92	42.97	30.15	24.93
EPS(元/股)	1.05	1.51	2.15	2.80	3.50
市盈率(P/E)	48.24	33.76	23.61	18.14	14.52
市净率(P/B)	5.46	4.51	3.90	3.30	2.76
市销率(P/S)	2.51	2.01	1.41	1.12	0.95
EV/EBITDA	4.67	12.01	14.21	12.06	9.00

资料来源：wind，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)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002949.SZ	华阳国际	36.09	18.41	0.88	1.16	1.52	1.94	20.92	15.87	12.11	9.49
002375.SZ	亚厦股份	101.17	7.55	0.23	0.34	0.44	0.58	32.83	22.21	17.16	13.02
600496.SH	精工钢构	91.79	4.56	0.32	0.39	0.48	0.59	14.25	11.69	9.50	7.73
002135.SZ	东南网架	120.20	11.62	0.26	0.59	0.74	0.91	44.69	19.69	15.70	12.77
	平均							28.17	17.37	13.62	10.75

注: 数据截至 20220104 收盘, 除鸿路钢构 21-23 年为天风预测外, 其余公司 21-23 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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,274.71	2,564.52	4,167.64	2,606.31	5,251.52
应收票据及应收账款	1,677.45	1,570.89	4,153.21	3,084.99	5,457.14
预付账款	237.38	238.36	653.56	672.39	956.39
存货	4,657.12	5,743.17	8,294.70	8,121.31	10,510.30
其他	367.18	715.84	532.95	603.48	810.62
流动资产合计	8,213.84	10,832.77	17,802.07	15,088.48	22,985.98
长期股权投资	12.35	16.25	16.25	16.25	16.25
固定资产	2,933.29	3,733.57	4,726.02	5,309.64	5,293.00
在建工程	358.87	295.44	347.72	323.86	261.93
无形资产	766.35	793.98	1,012.63	1,360.96	2,066.33
其他	467.79	535.29	174.69	177.03	180.14
非流动资产合计	4,538.66	5,374.54	6,277.31	7,187.74	7,817.65
资产总计	12,752.50	16,207.31	24,079.38	22,276.22	30,803.63
短期借款	1,547.55	1,939.48	2,511.91	3,000.01	3,139.95
应付票据及应付账款	3,728.87	3,495.69	8,321.04	6,750.21	10,514.13
其他	1,734.49	2,091.96	4,949.78	3,026.31	5,885.25
流动负债合计	7,010.91	7,527.13	15,782.73	12,776.53	19,539.34
长期借款	109.15	496.54	250.00	100.00	60.00
应付债券	0.00	1,532.88	510.96	681.28	908.38
其他	694.42	672.77	620.00	540.00	540.00
非流动负债合计	803.57	2,702.20	1,380.96	1,321.28	1,508.38
负债合计	7,814.48	10,229.33	17,163.69	14,097.81	21,047.72
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	523.72	523.72	530.78	530.78	530.78
资本公积	2,129.62	2,129.62	2,436.58	2,436.58	2,436.58
留存收益	4,414.30	5,107.72	6,384.91	7,647.63	9,225.14
其他	(2,129.62)	(1,783.08)	(2,436.58)	(2,436.58)	(2,436.58)
股东权益合计	4,938.02	5,977.98	6,915.68	8,178.41	9,755.92
负债和股东权益总计	12,752.50	16,207.31	24,079.38	22,276.22	30,803.63

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	559.12	799.09	1,142.43	1,486.85	1,857.52
折旧摊销	237.23	280.09	377.14	470.10	524.31
财务费用	33.38	88.15	86.81	54.95	60.66
投资损失	49.05	16.37	10.00	10.00	10.00
营运资金变动	221.19	(91.83)	2,560.03	(2,465.57)	1,315.97
其它	(228.83)	(932.72)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	871.13	159.14	4,176.41	(443.67)	3,768.46
资本支出	788.78	1,070.11	1,693.28	1,458.20	1,151.11
长期投资	(7.10)	3.90	0.00	0.00	0.00
其他	(2,103.30)	(2,193.67)	(3,343.80)	(2,846.40)	(2,312.22)
投资活动现金流	(1,321.62)	(1,119.66)	(1,650.51)	(1,388.20)	(1,161.11)
债权融资	1,852.98	3,968.91	3,337.66	3,887.28	4,265.81
股权融资	(66.85)	245.26	(119.32)	(54.95)	(60.66)
其他	(1,313.25)	(1,932.24)	(4,141.12)	(3,561.79)	(4,167.28)
筹资活动现金流	472.87	2,281.92	(922.78)	270.54	37.87
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	22.38	1,321.40	1,603.12	(1,561.33)	2,645.21

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	10,754.92	13,450.93	19,080.31	24,127.34	28,473.79
营业成本	9,226.92	11,628.21	16,479.23	20,809.02	24,479.49
营业税金及附加	77.87	99.63	141.19	178.54	210.71
营业费用	194.19	100.82	143.10	180.96	185.08
管理费用	233.38	222.77	381.61	434.29	455.58
研发费用	303.59	384.37	553.33	723.82	854.21
财务费用	66.85	101.28	86.81	54.95	60.66
资产减值损失	(1.05)	(1.92)	(78.00)	(68.00)	(66.00)
公允价值变动收益	0.00	(0.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(49.05)	(16.37)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
其他	31.11	(93.58)	53.20	33.20	29.20
营业利润	671.10	1,025.70	1,329.84	1,790.56	2,274.86
营业外收入	12.15	5.07	140.00	120.00	110.00
营业外支出	5.17	8.21	8.00	8.00	8.00
利润总额	678.08	1,022.57	1,461.84	1,902.56	2,376.86
所得税	118.96	223.48	319.41	415.71	519.34
净利润	559.12	799.09	1,142.43	1,486.85	1,857.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	559.12	799.09	1,142.43	1,486.85	1,857.52
每股收益(元)	1.05	1.51	2.15	2.80	3.50

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	36.58%	25.07%	41.85%	26.45%	18.01%
营业利润	98.98%	52.84%	29.65%	34.64%	27.05%
归属于母公司净利润	34.39%	42.92%	42.97%	30.15%	24.93%
获利能力					
毛利率	14.21%	13.55%	13.63%	13.75%	14.03%
净利率	5.20%	5.94%	5.99%	6.16%	6.52%
ROE	11.32%	13.37%	16.52%	18.18%	19.04%
ROIC	14.06%	17.45%	16.17%	24.40%	19.66%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61.28%	63.12%	71.28%	63.29%	68.33%
净负债率	11.71%	23.49%	-12.00%	15.66%	-10.10%
流动比率	1.17	1.44	1.13	1.18	1.18
速动比率	0.51	0.68	0.60	0.55	0.64

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	6.48	8.28	6.67	6.67	6.67
存货周转率	2.58	2.59	2.72	2.94	3.06
总资产周转率	0.93	0.93	0.95	1.04	1.07

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.05	1.51	2.15	2.80	3.50
每股经营现金流	1.64	0.30	7.87	-0.84	7.10
每股净资产	9.30	11.26	13.03	15.41	18.38

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	48.24	33.76	23.61	18.14	14.52
市净率	5.46	4.51	3.90	3.30	2.76
EV/EBITDA	4.67	12.01	14.21	12.06	9.00
EV/EBIT	5.80	14.44	17.91	15.11	11.01

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中北路 217 号天风大厦 2 号楼 邮编：430062 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 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