

鸿路钢构（002541）

证券研究报告

2023 年 07 月 05 日

Q2 产量维持高增长，智能化转型支撑中长期成长

Q2 产量维持高增态势，23 年有望保持较好增长

23H1 公司累计新签订单 150.57 亿元，同比+17.81%，其中 Q2 单季度新签订单 78.52 亿元，同比+15.50%，增速环比略有下滑，考虑到 23Q2 钢价继续回落，我们测算实际钢结构加工量增速或高于订单金额增速；23H1 公司钢结构产量 210.33 万吨，同比+32.63%，Q2 单季度产量为 118.62 万吨，同比+34.22%，我们判断在行业需求复苏带动下，23 年订单及产量均有望保持较好增长水平，智能化改造持续降本增效，打开中长期成长空间。

订单加工量增速高于金额增速，大订单数量不断增加

21Q2/22Q2/23Q2 单季度公司承接的超 1 万吨的制造合同为 6/13/14 个，近年来大订单数量持续增加，23Q2 高端制造类大订单为 6 个，疫后经济复苏带动传统基建类项目恢复明显。23Q2 公司订单的单吨售价在 4830.5-7275.8 元/吨，较 22Q2 公司订单 6209.6-7900 元/吨的价格区间有一定下降（中枢价格下降 14%左右），考虑到 23Q2 单季度钢材价格同比下降 18.76%，公司的吨净利仍保持较好的抗风险能力。若分别以 23Q2 和 22Q2 的钢价为价格基准，并辅以固定的加工费进行测算，我们预计公司新签订单加工量同比增幅或超 35%，高于订单金额增速，我们预计随着疫情影响逐步减弱以及产能快速爬坡，后续业绩有望持续放量。

产销有望持续增长，吨净利向上有支撑

公司作为顺周期弹性品种，疫情压制因素消除之后，收入和利润的弹性逐步凸显，我们预计公司全年产量 450 万吨，销量或与产量接近，产能利用率提升或带动公司吨净利保持较好水平。此外 23Q2 公司公告收到政府补助 3944.04 万元，环比略有增长，当期收到并确认的政府补助或主要与产能建设进度相关，从递延收益账户确定的部分有望保持相对稳定。

看好中长期成长性，维持“买入”评级

我们判断在行业需求复苏带动下，公司经营情况有望逐季好转，而智能化改造有望持续降本增效。此前公司公告产能扩张计划，进一步打开成长天花板，考虑到原材料价格波动对毛利率的影响，我们维持此前盈利预测，即 23-25 年归母净利润为 15.0/19.3/24.3 亿元，参考可比公司 23 年 14.7 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 23 年 20 倍 PE，目标价 43.4 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。

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	26,002.45	33,294.53	41,312.96
增长率(%)	45.08	1.71	31.01	28.04	24.08
EBITDA(百万元)	2,240.07	2,152.44	2,437.00	3,146.08	3,847.72
归属母公司净利润(百万元)	1,150.11	1,162.68	1,500.13	1,932.13	2,429.43
增长率(%)	43.93	1.09	29.02	28.80	25.74
EPS(元/股)	1.67	1.69	2.17	2.80	3.52
市盈率(P/E)	18.05	17.86	13.84	10.75	8.55
市净率(P/B)	2.86	2.51	2.12	1.80	1.52
市销率(P/S)	1.06	1.05	0.80	0.62	0.50
EV/EBITDA	13.61	11.29	10.55	8.47	6.88

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	30.09 元
目标价格	43.4 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	690.01
流通 A 股股本(百万股)	495.82
A 股总市值(百万元)	20,762.44
流通 A 股市值(百万元)	14,919.11
每股净资产(元)	11.84
资产负债率(%)	61.87
一年内最高/最低(元)	38.40/23.61

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

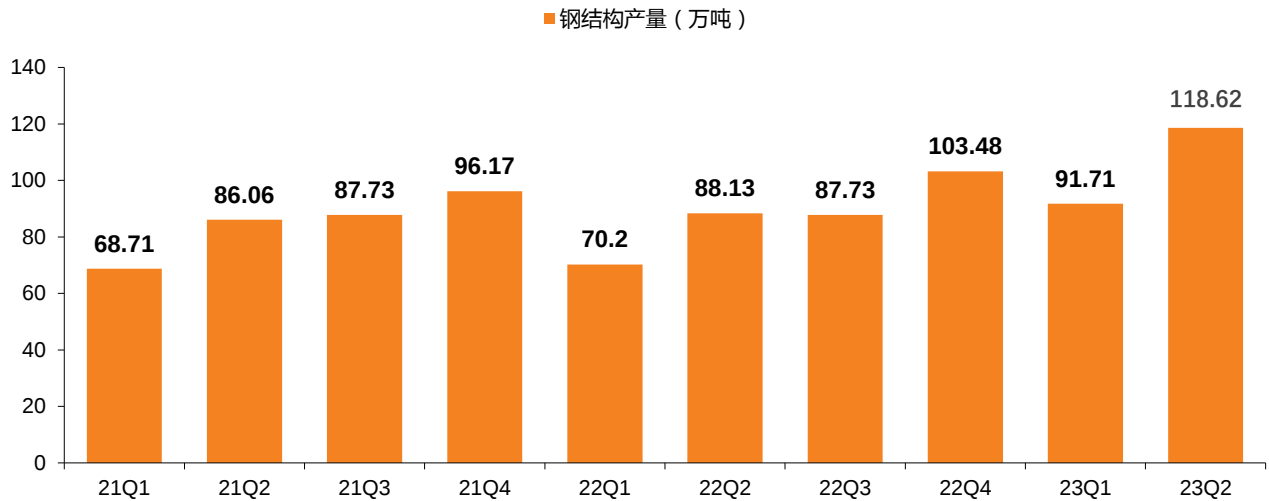


资料来源：聚源数据

相关报告

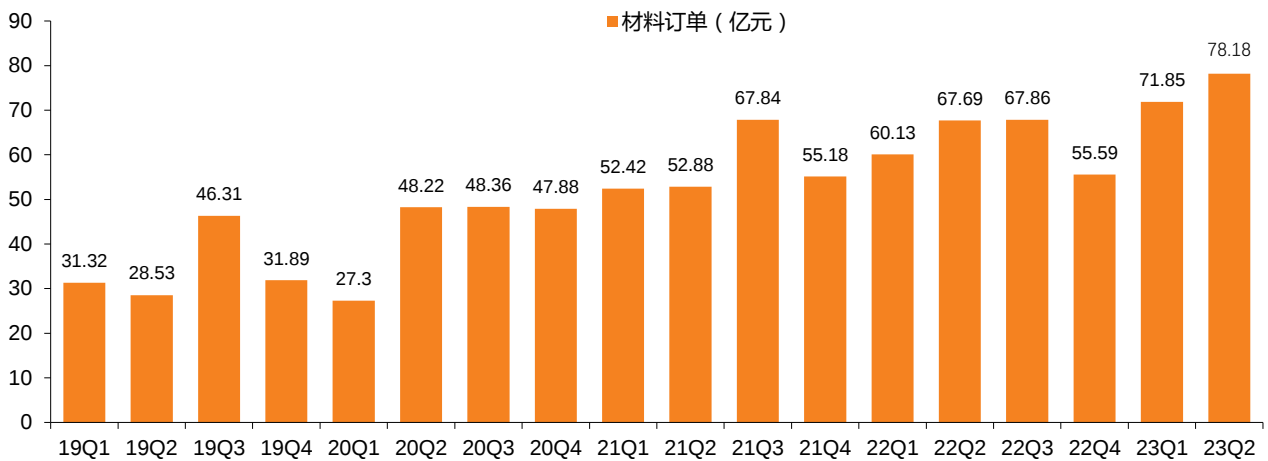
- 1 《鸿路钢构-季报点评:Q1 收入实现高增，看好 Q2 吨净利提升》 2023-04-28
- 2 《鸿路钢构-公司点评:订单&产量快速增加，智能化转型支撑中长期成长》 2023-04-07
- 3 《鸿路钢构-年报点评报告:22Q4 盈利有所波动，现金流表现优异，看好 23Q1 经营提速》 2023-03-31

图 1：2021Q1-2023Q2 单季度钢结构产量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2019Q1-2023Q2 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	2022	2023E	2024E
300986.SZ	志特新材	46.55	28.31	1.24	1.46	1.99	22.77	19.34	14.23
002949.SZ	华阳国际	26.96	13.75	0.95	0.85	1.04	14.45	16.12	13.21
600496.SH	精工钢构	75.08	3.73	0.40	0.43	0.52	9.29	8.59	7.14
	平均						15.50	14.68	11.52
002541.SZ	鸿路钢构	207.62	30.09	2.17	2.80	3.52	13.84	10.75	8.55

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：时间截止于 2023/7/5，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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,113.93	913.19	1,874.16	2,130.46	2,643.54
应收票据及应收账款	2,150.64	2,129.99	3,648.33	3,750.45	5,430.21
预付账款	468.53	632.94	813.70	1,282.61	1,115.27
存货	7,500.19	8,283.67	10,761.71	10,201.48	14,176.97
其他	452.18	343.41	1,266.49	1,060.58	1,678.00
流动资产合计	12,685.47	12,303.21	18,364.40	18,425.58	25,043.99
长期股权投资	13.93	12.10	12.10	12.10	12.10
固定资产	4,727.84	5,872.84	6,225.38	6,473.89	6,545.47
在建工程	198.08	239.06	269.53	234.76	217.38
无形资产	948.01	1,047.94	1,394.32	2,097.74	2,050.04
其他	590.12	778.83	582.96	582.96	582.96
非流动资产合计	6,477.98	7,950.77	8,484.30	9,401.45	9,407.96
资产总计	19,576.16	20,589.46	26,848.69	27,827.03	34,451.95
短期借款	1,675.79	1,869.76	3,373.46	4,401.07	4,954.50
应付票据及应付账款	4,457.38	3,766.20	5,693.43	4,788.17	7,401.06
其他	1,495.60	1,398.75	3,388.59	2,373.35	3,887.22
流动负债合计	7,628.76	7,034.71	12,455.47	11,562.59	16,242.78
长期借款	1,664.84	2,224.81	2,505.16	2,649.91	2,400.77
应付债券	1,341.28	1,399.84	1,399.84	1,380.32	1,393.33
其他	774.64	699.31	699.31	699.31	699.31
非流动负债合计	3,780.76	4,323.96	4,604.31	4,729.55	4,493.41
负债合计	12,305.37	12,329.64	17,059.79	16,292.14	20,736.20
少数股东权益	0.00	0.00	12.81	18.28	27.45
股本	530.78	690.01	690.01	690.01	690.01
资本公积	2,436.58	2,278.87	2,436.58	2,436.58	2,436.58
留存收益	4,013.51	5,001.03	6,269.69	7,903.69	9,958.26
其他	289.92	289.91	379.82	486.33	603.45
股东权益合计	7,270.79	8,259.82	9,788.91	11,534.89	13,715.75
负债和股东权益总计	19,576.16	20,589.46	26,848.69	27,827.03	34,451.95

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,150.11	1,162.68	1,500.13	1,932.13	2,429.43
折旧摊销	346.56	424.15	548.80	633.96	693.49
财务费用	162.56	237.86	209.55	287.96	314.90
投资损失	(13.19)	1.83	35.00	9.00	10.00
营运资金变动	(1,530.41)	(1,344.35)	(1,434.55)	(1,776.32)	(1,987.36)
其它	(317.63)	140.29	15.15	6.46	10.85
经营活动现金流	(201.98)	622.46	874.09	1,093.20	1,471.30
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)	(2,593.07)	(3,111.78)	(1,409.07)
投资活动现金流	(1,606.50)	(1,814.61)	(1,314.87)	(1,560.67)	(709.07)
债权融资	653.31	785.53	1,387.95	916.38	10.27
股权融资	82.25	(177.89)	13.80	(192.61)	(259.41)
其他	96.07	27.93	(0.00)	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	831.64	635.57	1,401.75	723.77	(249.15)
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)	960.97	256.30	513.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	19,514.81	19,847.68	26,002.45	33,294.53	41,312.96
营业成本	17,047.24	17,470.87	22,703.10	29,025.96	35,968.21
营业税金及附加	136.75	154.53	202.45	259.22	321.65
销售费用	156.11	154.58	197.62	253.04	313.98
管理费用	277.89	304.21	390.04	499.42	619.69
研发费用	582.95	461.61	598.06	765.77	950.20
财务费用	152.60	226.59	209.55	287.96	314.90
资产/信用减值损失	(3.03)	71.76	(15.00)	(30.50)	(40.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(12.63)	(43.24)	(35.00)	(9.00)	(10.00)
其他	(334.24)	(362.64)	(160.00)	(160.00)	(160.00)
营业利润	1,511.17	1,409.41	1,811.64	2,323.66	2,934.33
营业外收入	9.24	4.89	22.00	20.00	14.00
营业外支出	8.27	8.18	8.00	8.00	8.24
利润总额	1,512.14	1,406.11	1,825.64	2,335.66	2,940.09
所得税	362.03	243.43	310.36	397.06	499.82
净利润	1,150.11	1,162.68	1,515.28	1,938.59	2,440.28
少数股东损益	0.00	0.00	15.15	6.46	10.85
归属于母公司净利润	1,150.11	1,162.68	1,500.13	1,932.13	2,429.43
每股收益（元）	1.67	1.69	2.17	2.80	3.52

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	45.08%	1.71%	31.01%	28.04%	24.08%
营业利润	47.33%	-6.73%	28.54%	28.26%	26.28%
归属于母公司净利润	43.93%	1.09%	29.02%	28.80%	25.74%
获利能力					
毛利率	12.64%	11.98%	12.69%	12.82%	12.94%
净利率	5.89%	5.86%	5.77%	5.80%	5.88%
ROE	15.82%	14.08%	15.34%	16.78%	17.75%
ROIC	18.48%	14.49%	13.58%	14.73%	15.49%
偿债能力					
资产负债率	62.86%	59.88%	63.54%	58.55%	60.19%
净负债率	36.60%	59.01%	56.29%	55.99%	45.72%
流动比率	1.54	1.58	1.47	1.59	1.54
速动比率	0.66	0.54	0.61	0.71	0.67
营运能力					
应收账款周转率	10.49	9.27	9.00	9.00	9.00
存货周转率	2.95	2.51	2.73	3.18	3.39
总资产周转率	1.09	0.99	1.10	1.22	1.33
每股指标（元）					
每股收益	1.67	1.69	2.17	2.80	3.52
每股经营现金流	-0.29	0.90	1.27	1.58	2.13
每股净资产	10.54	11.97	14.17	16.69	19.84
估值比率					
市盈率	18.05	17.86	13.84	10.75	8.55
市净率	2.86	2.51	2.12	1.80	1.52
EV/EBITDA	13.61	11.29	10.55	8.47	6.88
EV/EBIT	16.10	14.06	13.61	10.61	8.39

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	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
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	邮编：518000
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	传真：(86755)-82571995
			邮箱：research@tfzq.com