

# 鸿路钢构 (002541.SZ)

## Q4 产能加速释放，营收业绩稳步增长

**产能释放持续顺利，营收与业绩稳步增长。**公司发布 2020 年度业绩快报，全年实现营收 135 亿元，同增 25%，较 Q1-3 小幅加速 0.7 个 pct；实现归母净利润 8.0 亿元，同增 42%，符合预期。公司 2020 年业绩增速明显高于营收增速，预计主要系确认政府补助增加及获得较多投资性房地产处置收益所致。其中 Q1/Q2/Q3/Q4 公司分别实现营收 14/36/45/40 亿元，同比变化 -35%/+37%/+57%/+27%，Q4 增速有所回落，预计主要系来料加工业务占比有所提升、工程业务占比持续下降所致；分别实现归母净利润 0.4/1.5/3.1/2.9 亿元，同比变化 -39%/+45%/+86%/+33%。2020 年公司实现钢结构产量 250.6 万吨，同比大幅增长 34%，其中 Q1-2/Q3/Q4 产量分别为 95.3/71.1/84.2 万吨，Q4 生产明显加速，12 月产量首次超过 30 万吨，提前实现日产万吨目标，产能释放持续顺利。公司计划今年年底建成钢结构总产能 400-450 万吨，新建产能释放有望推动盈利持续较快增长。

**竞争壁垒清晰，成长性优异。**公司专注钢结构制造加工，规模优势显著，精细化管理实力突出，构筑核心竞争优势：1) 相对中小型钢构加工企业，公司在投资规模、管控半径、盈利能力等方面均与中小钢构加工企业拉开明显差距；2) 对于大型钢构企业而言，公司是国内前十大钢结构企业中产量最大且唯一聚焦钢结构制造的建材企业，实行集中式扁平化管理，精细化管理能力强、产线生产饱和度高、产能调配效率高，生产制造成本优势明显；3) 基于较强规模化、稳定供给能力，未来有望逐步掌握行业议价权；4) 通过完善半成品制造能力，减少外协或外购半成品，有望持续夯实成本优势，进一步提升盈利能力。

**智能建造持续获政策推动，装配式龙头有望持续受益。**近期住建部发布《关于同意开展智能建造试点的函》，同意将上海嘉定新城菊园社区等 7 个项目列入智能建造试点项目，拟重点围绕建筑业高质量发展，以数字化、智能化升级为动力，创新突破相关核心技术，加大智能建造在工程建设各环节应用，持续推动智能建造发展。智能建造指以在建造过程中利用 BIM、物联网、大数据与云计算等先进技术，提高建造效率，减少对人力的依赖，提升建筑品质的建造模式。装配式建筑作为智能建造应用的重要载体，在十四五期间有望获得政策持续大力推广，未来几年装配式建筑增长动力充足，公司作为装配式钢结构制造龙头企业有望持续受益。

**投资建议：**我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.0/10.5/13.9 亿元，EPS 分别为 1.52/2.01/2.65 元（2019-2022 年 CAGR 为 35%），当前股价对应 PE 分别为 30/23/17 倍，鉴于公司产能建设与释放持续顺利、竞争壁垒清晰、成长性优异，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能建设及产能利用率不及预期风险，钢材价格波动风险，竞争加剧风险等。

| 财务指标          | 2018A | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 7,874 | 10,755 | 13,464 | 17,749 | 23,298 |
| 增长率 yoy (%)   | 56.5  | 36.6   | 25.2   | 31.8   | 31.3   |
| 归母净利润(百万元)    | 416   | 559    | 796    | 1,054  | 1,387  |
| 增长率 yoy (%)   | 98.6  | 34.4   | 42.3   | 32.5   | 31.6   |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.79  | 1.07   | 1.52   | 2.01   | 2.65   |
| 净资产收益率(%)     | 9.4   | 11.3   | 14.1   | 15.8   | 17.4   |
| P/E(倍)        | 57.3  | 42.6   | 30.0   | 22.6   | 17.2   |
| P/B(倍)        | 5.4   | 4.8    | 4.2    | 3.6    | 3.0    |

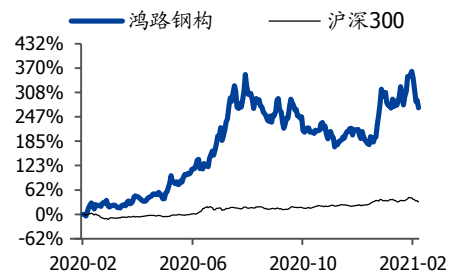
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入(维持)

### 股票信息

|                |           |
|----------------|-----------|
| 行业             | 专业工程      |
| 前次评级           | 买入        |
| 最新收盘价          | 45.53     |
| 总市值(百万元)       | 23,844.92 |
| 总股本(百万股)       | 523.72    |
| 其中自由流通股(%)     | 70.74     |
| 30 日日均成交量(百万股) | 4.44      |

### 股价走势



### 作者

分析师 何亚轩

执业证书编号: S0680518030004

邮箱: heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号: S0680519070003

邮箱: liaowenqiang@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号: S0680518010003

邮箱: chenglongge@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号: S0680518010001

邮箱: xiatian@gszq.com

### 相关研究

- 1、《鸿路钢构(002541.SZ): 西南基地再加码，产能建设拓展盈利空间》2021-01-26
- 2、《鸿路钢构(002541.SZ): 构建单厂盈利模型，解析公司核心优势》2021-01-12
- 3、《鸿路钢构(002541.SZ): Q4 签单大增 48%，产量提升边际加速》2021-01-11

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 6837  | 8214  | 11026 | 14018 | 17764 |
| 现金             | 1068  | 1275  | 2335  | 2693  | 3332  |
| 应收票据及应收账款      | 1642  | 1677  | 1731  | 2598  | 3016  |
| 其他应收款          | 111   | 98    | 163   | 181   | 271   |
| 预付账款           | 230   | 237   | 348   | 424   | 589   |
| 存货             | 3689  | 4657  | 6179  | 7854  | 10286 |
| 其他流动资产         | 98    | 269   | 269   | 269   | 269   |
| <b>非流动资产</b>   | 3583  | 4539  | 5960  | 6896  | 7178  |
| 长期投资           | 19    | 12    | 5     | -2    | -9    |
| 固定资产           | 2202  | 2933  | 4332  | 5211  | 5410  |
| 无形资产           | 659   | 766   | 852   | 960   | 1086  |
| 其他非流动资产        | 703   | 827   | 771   | 726   | 691   |
| <b>资产总计</b>    | 10421 | 12753 | 16986 | 20914 | 24942 |
| <b>流动负债</b>    | 5389  | 7011  | 9050  | 11569 | 14300 |
| 短期借款           | 1055  | 1548  | 2000  | 2200  | 2400  |
| 应付票据及应付账款      | 3090  | 3729  | 4847  | 6456  | 8357  |
| 其他流动负债         | 1245  | 1734  | 2203  | 2913  | 3543  |
| <b>非流动负债</b>   | 608   | 804   | 2286  | 2688  | 2650  |
| 长期借款           | 262   | 109   | 1591  | 1993  | 1956  |
| 其他非流动负债        | 346   | 694   | 694   | 694   | 694   |
| <b>负债合计</b>    | 5997  | 7814  | 11336 | 14257 | 16950 |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | -0    | -0    | -0    |
| 股本             | 524   | 524   | 524   | 524   | 524   |
| 资本公积           | 2130  | 2130  | 2130  | 2130  | 2130  |
| 留存收益           | 1770  | 2285  | 2984  | 3910  | 5124  |
| 归属母公司股东权益      | 4423  | 4938  | 5650  | 6657  | 7992  |
| <b>负债和股东权益</b> | 10421 | 12753 | 16986 | 20914 | 24942 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1578  | 871   | 767   | 1011  | 1227  |
| 净利润            | 416   | 559   | 796   | 1054  | 1387  |
| 折旧摊销           | 168   | 237   | 296   | 407   | 481   |
| 财务费用           | 123   | 67    | 81    | 111   | 114   |
| 投资损失           | 1     | 49    | -40   | -45   | -40   |
| 营运资金变动         | 859   | -46   | -366  | -516  | -715  |
| 其他经营现金流        | 11    | 5     | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -1365 | -1322 | -1677 | -1297 | -723  |
| 资本支出           | 1359  | 1352  | 1428  | 943   | 289   |
| 长期投资           | -18   | 0     | 7     | 7     | 7     |
| 其他投资现金流        | -24   | 31    | -242  | -348  | -426  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -461  | 473   | 1971  | 644   | 136   |
| 短期借款           | -729  | 493   | 452   | 200   | 200   |
| 长期借款           | 218   | -152  | 1482  | 402   | -38   |
| 普通股增加          | 175   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | -175  | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 50    | 133   | 36    | 42    | -27   |
| <b>现金净增加额</b>  | -246  | 24    | 1061  | 357   | 640   |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 7874  | 10755 | 13464 | 17749 | 23298 |
| 营业成本            | 6645  | 9227  | 11606 | 15296 | 20045 |
| 营业税金及附加         | 48    | 78    | 67    | 89    | 116   |
| 营业费用            | 173   | 194   | 202   | 257   | 326   |
| 管理费用            | 213   | 233   | 269   | 355   | 466   |
| 研发费用            | 245   | 304   | 337   | 444   | 606   |
| 财务费用            | 123   | 67    | 81    | 111   | 114   |
| 资产减值损失          | 106   | -1    | -7    | -9    | 0     |
| 其他收益            | 19    | 125   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | -0    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -1    | -49   | 40    | 45    | 40    |
| 资产处置收益          | -1    | -0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 337   | 671   | 948   | 1251  | 1665  |
| 营业外收入           | 210   | 12    | 100   | 116   | 110   |
| 营业外支出           | 11    | 5     | 11    | 11    | 9     |
| <b>利润总额</b>     | 537   | 678   | 1038  | 1357  | 1765  |
| 所得税             | 121   | 119   | 242   | 302   | 378   |
| <b>净利润</b>      | 416   | 559   | 796   | 1054  | 1387  |
| 少数股东损益          | 0     | 0     | -0    | -0    | -0    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 416   | 559   | 796   | 1054  | 1387  |
| EBITDA          | 754   | 978   | 1415  | 1874  | 2360  |
| EPS (元)         | 0.79  | 1.07  | 1.52  | 2.01  | 2.65  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | 56.5  | 36.6  | 25.2  | 31.8  | 31.3  |
| 营业利润(%)         | 116.0 | 99.0  | 41.3  | 31.9  | 33.1  |
| 归属于母公司净利润(%)    | 98.6  | 34.4  | 42.3  | 32.5  | 31.6  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 15.6  | 14.2  | 13.8  | 13.8  | 14.0  |
| 净利率(%)          | 5.3   | 5.2   | 5.9   | 5.9   | 6.0   |
| ROE(%)          | 9.4   | 11.3  | 14.1  | 15.8  | 17.4  |
| ROIC(%)         | 7.4   | 8.2   | 8.3   | 9.4   | 10.7  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 57.6  | 61.3  | 66.7  | 68.2  | 68.0  |
| 净负债比率(%)        | 15.0  | 25.6  | 41.4  | 41.8  | 30.6  |
| 流动比率            | 1.3   | 1.2   | 1.2   | 1.2   | 1.2   |
| 速动比率            | 0.5   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.8   | 0.9   | 0.9   | 0.9   | 1.0   |
| 应收账款周转率         | 4.8   | 6.5   | 7.9   | 8.2   | 8.3   |
| 应付账款周转率         | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.7   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.79  | 1.07  | 1.52  | 2.01  | 2.65  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 3.01  | 1.66  | 1.46  | 1.93  | 2.34  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 8.45  | 9.43  | 10.79 | 12.71 | 15.26 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 57.3  | 42.6  | 30.0  | 22.6  | 17.2  |
| P/B             | 5.4   | 4.8   | 4.2   | 3.6   | 3.0   |
| EV/EBITDA       | 32.5  | 25.7  | 18.5  | 14.2  | 11.1  |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

图表 1: 公司历史订单情况

| 年份     | 累计值 (亿元) |        |       |        |        | 单季值 (亿元) |        |      |       |        |
|--------|----------|--------|-------|--------|--------|----------|--------|------|-------|--------|
|        | 总订单      | 增速     | 工程    | 材料     | 材料增速   | 总订单      | 增速     | 工程   | 材料    | 材料增速   |
| 2012年  | 54.00    |        | 26.00 | 28.00  |        | --       | --     | --   | --    | --     |
| 2013年  | 76.85    | 42.3%  | 48.06 | 28.79  | 2.8%   | --       | --     | --   | --    | --     |
| 2014年  | 53.37    | -30.6% | 30.80 | 22.57  | -21.6% | --       | --     | --   | --    | --     |
| 2015年  | 42.09    | -21.1% | 16.19 | 25.90  | 14.8%  | --       | --     | --   | --    | --     |
| 2016年  | 45.03    | 7.0%   | 9.06  | 35.97  | 38.9%  | --       | --     | --   | --    | --     |
| 2017年  | 90.07    | 100.0% | 29.00 | 61.07  | 69.8%  | --       | --     | --   | --    | --     |
| 2018年  | 118.00   | 31.0%  | 30.41 | 87.59  | 43.4%  | --       | --     | --   | --    | --     |
| 2019Q1 | 34.65    | --     | 3.33  | 31.32  | --     | 34.65    | --     | 3.33 | 31.32 | --     |
| 2019Q2 | 69.60    | 52.0%  | 9.75  | 59.85  | --     | 34.95    | --     | 6.42 | 28.53 | --     |
| 2019Q3 | 116.96   | --     | 10.80 | 106.16 | --     | 47.36    | --     | 1.05 | 46.31 | --     |
| 2019Q4 | 149.41   | 26.6%  | 11.36 | 138.05 | 57.6%  | 32.45    | --     | 0.56 | 31.89 | --     |
| 2020Q1 | 27.30    | -21.2% | 0.00  | 27.30  | -12.8% | 27.30    | -21.2% | 0.00 | 27.30 | -12.8% |
| 2020Q2 | 76.25    | 9.6%   | 0.73  | 75.52  | 26.2%  | 48.95    | 40.1%  | 0.73 | 48.22 | 69.0%  |
| 2020Q3 | 125.80   | 7.6%   | 1.92  | 123.88 | 16.7%  | 49.55    | 4.6%   | 1.19 | 48.36 | 4.4%   |
| 2020Q4 | 173.68   | 16.2%  | 1.92  | 171.76 | 24.4%  | 47.88    | 47.6%  | 0.00 | 47.88 | 50.1%  |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级               | 说明                     |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入               | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有               | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   |      | 减持               | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   | 行业评级 | 增持               | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性               | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持  |      | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 |                        |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com