

# 鸿路钢构 (002541.SZ)

## 可转债募资加速扩产，龙头规模优势持续强化

可转债发行在即，充实资金实力助力产能持续扩张。公司发布公开发行可转债公告，本次发行规模 18.8 亿元，合计 1880 万张，期限 6 年，逐年利率分别为 0.3%/0.5%/1.0%/1.5%/1.8%/2.0%，原股东优先配售日与网上申购日同为 2020 年 10 月 9 日。发行结束满 6 个月后首个交易日（2021 年 4 月 15 日）进入转股期，初始转股价为 43.74 元/股，较公司最新收盘价约高 7.5%。募资主要用于新建产能、信息化与智能化管理平台建设及偿还银行贷款，其中 12.5 亿募集资金主要投资于涡阳、团风等生产基地建设及设备购置，若以 2000 元/吨的单位产能投资计算，则可新建约 62.5 万吨钢结构制造加工产能。目前公司在手现金约 9.6 亿元，如若此次可转债顺利发行将极大地提升公司资金实力，助力公司产能顺利扩张。

规模优势持续强化，全年较快增长可期。公司聚焦钢结构产品加工制造环节，在全国范围内布局十大生产基地，产能已达 300 万吨/年，全部建成后产能将达 400-450 万吨/年，钢结构加工快速反应能力及大工程项目的协作加工能力显著增强，本次可转债顺利发行有望保障公司后续扩产计划稳步实施，规模优势持续强化，促公司在钢结构制造环节市占率不断提升。同时随着公司产能利用率逐步爬坡，毛利率和吨净利有望持续提升。今年二季度以来公司赶工及接单进展持续顺利，疫情影响已基本消除，Q2 单季收入/业绩/订单分别大幅增长 37%/45%/40%，盈利能力逐步提升，现金流改善，订单产销加速，预计三四季度仍保持良好增长态势，全年较快增长可期。

装配式建筑产业趋势明确，钢结构制造龙头有望集中受益。近期国家发改委、科技部、工信部与财政部联合外发《关于扩大战略性新兴产业投资培育壮大新增长点增长极的指导意见》，重点要求积极推行绿色建造，加快推动智能建造与建筑工业化协同发展，大力发展钢结构建筑，提高资源利用效率，大幅降低能耗、物耗和水耗水平，在政策大力推广背景下，钢结构建筑技术体系及产业配套不断完善、建造成本与传统施工成本不断接近，钢结构建筑渗透率持续提升，细分行业迎快速发展期，公司作为钢结构制造加工龙头企业有望集中受益于行业浪潮。

投资建议：我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 6.9/8.4/10.2 亿元，EPS 分别为 1.31/1.60/1.94 元（2019-2022 年 CAGR 为 22%），当前股价对应 PE 分别为 31/25/21 倍；若考虑本次可转债全部转股摊薄，则公司当前股价对应 PE 分别为 34/27/23 倍。鉴于公司成长性优异，规模优势持续强化，维持“买入”评级。

风险提示：产能扩张不及预期风险，产能利用率不及预期风险，钢材价格波动风险，竞争增加风险等。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	7,874	10,755	13,435	16,675	20,518
增长率 yoy (%)	56.5	36.6	24.9	24.1	23.0
归母净利润（百万元）	416	559	686	839	1,017
增长率 yoy (%)	98.6	34.4	22.8	22.2	21.2
EPS 最新摊薄（元/股）	0.79	1.07	1.31	1.60	1.94
净资产收益率 (%)	9.4	11.3	12.4	13.2	13.9
P/E (倍)	51.2	38.1	31.1	25.4	21.0
P/B (倍)	4.8	4.3	3.8	3.4	2.9

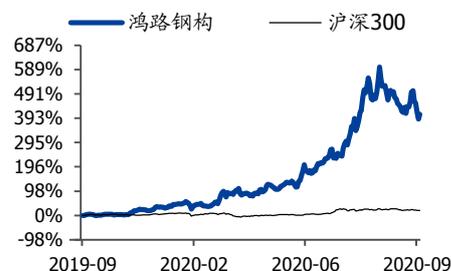
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

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	40.70
总市值(百万元)	21,315.36
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)	4.99

### 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 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

### 相关研究

- 《鸿路钢构 (002541.SZ)：赶工及扩产驱动盈利加速，规模化效益持续显现》2020-07-31
- 《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q2 营收业绩大幅加速，产能释放持续顺利》2020-07-23
- 《鸿路钢构 (002541.SZ)：Q2 订单显著加速，趋势良好》2020-07-06



**财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6837	8214	9420	11188	13706	<b>营业收入</b>	7874	10755	13435	16675	20518
现金	1068	1275	1344	1668	2052	营业成本	6645	9227	11510	14235	17447
应收票据及应收账款	1642	1677	1724	2015	2545	营业税金及附加	48	78	103	127	147
其他应收款	111	98	163	161	237	营业费用	173	194	248	317	400
预付账款	230	237	347	378	514	管理费用	213	233	304	375	494
存货	3689	4657	5574	6697	8089	研发费用	245	304	379	525	687
其他流动资产	98	269	269	269	269	财务费用	123	67	80	122	149
<b>非流动资产</b>	3583	4539	5923	7330	8001	资产减值损失	106	-1	7	0	0
长期投资	19	12	5	-2	-9	其他收益	19	125	0	0	0
固定资产	2202	2933	4247	5542	6128	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	659	766	852	960	1086	投资净收益	-1	-49	0	0	0
其他非流动资产	703	827	819	829	796	资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	10421	12753	15344	18518	21707	<b>营业利润</b>	337	671	806	974	1194
<b>流动负债</b>	5389	7011	8781	10926	12992	营业外收入	210	12	100	116	110
短期借款	1055	1548	2137	2910	3138	营业外支出	11	5	11	11	9
应付票据及应付账款	3090	3729	4777	5742	7151	<b>利润总额</b>	537	678	895	1079	1294
其他流动负债	1245	1734	1867	2274	2703	所得税	121	119	209	241	277
<b>非流动负债</b>	608	804	1022	1260	1418	<b>净利润</b>	416	559	686	839	1017
长期借款	262	109	327	565	724	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	346	694	694	694	694	<b>归属母公司净利润</b>	416	559	686	839	1017
<b>负债合计</b>	5997	7814	9803	12185	14410	EBITDA	754	978	1267	1618	1964
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	1.07	1.31	1.60	1.94
股本	524	524	524	524	524						
资本公积	2130	2130	2130	2130	2130						
留存收益	1770	2285	2888	3625	4514						
归属母公司股东权益	4423	4938	5541	6332	7297						
<b>负债和股东权益</b>	10421	12753	15344	18518	21707						
						<b>主要财务比率</b>					
现金流量表 (百万元)						主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1578	871	1216	1226	1312	<b>成长能力</b>					
净利润	416	559	686	839	1017	营业收入(%)	56.5	36.6	24.9	24.1	23.0
折旧摊销	168	237	293	416	521	营业利润(%)	116.0	99.0	20.1	20.9	22.6
财务费用	123	67	80	122	149	归属于母公司净利润(%)	98.6	34.4	22.8	22.2	21.2
投资损失	1	49	0	0	0	<b>获利能力</b>					
营运资金变动	859	-46	157	-151	-375	毛利率(%)	15.6	14.2	14.3	14.6	15.0
其他经营现金流	11	5	0	0	0	净利率(%)	5.3	5.2	5.1	5.0	5.0
<b>投资活动现金流</b>	-1365	-1322	-1677	-1822	-1193	ROE(%)	9.4	11.3	12.4	13.2	13.9
资本支出	1359	1352	1392	1414	679	ROIC(%)	7.4	8.2	8.5	8.8	9.4
长期投资	-18	0	7	7	7	<b>偿债能力</b>					
其他投资现金流	-24	31	-278	-402	-507	资产负债率(%)	57.6	61.3	63.9	65.8	66.4
<b>筹资活动现金流</b>	-461	473	393	649	287	净负债比率(%)	15.0	25.6	34.1	41.9	37.5
短期借款	-729	493	452	500	250	流动比率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1
长期借款	218	-152	218	238	158	速动比率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
普通股增加	175	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
资本公积增加	-175	0	0	0	0	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
其他筹资现金流	50	133	-278	-90	-121	应收账款周转率	4.8	6.5	7.9	8.9	9.0
<b>现金净增加额</b>	-246	24	-69	52	406	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	1.31	1.60	1.94
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.01	1.66	2.32	2.34	2.50
						每股净资产(最新摊薄)	8.45	9.43	10.58	12.09	13.93
						<b>估值比率</b>					
						P/E	51.2	38.1	31.1	25.4	21.0
						P/B	4.8	4.3	3.8	3.4	2.9
						EV/EBITDA	29.2	23.1	18.3	14.8	12.2

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	鸿路钢构新签销售合同情况(亿元)					订单构成	
	订单总金额	订单增速	工程	材料	材料订单增速	工程	材料
2012年	54.00		26.00	28.00		48.1%	51.9%
2013年	76.85	42.3%	48.06	28.79	2.8%	62.5%	37.5%
2014年	53.37	-30.6%	30.80	22.57	-21.6%	57.7%	42.3%
2015年	42.09	-21.1%	16.19	25.90	14.8%	38.5%	61.5%
2016年	45.03	7.0%	9.06	35.97	38.9%	20.1%	79.9%
2017年	90.07	100.0%	29.00	61.07	69.8%	32.2%	67.8%
2018年	118.00	31.0%	30.41	87.59	43.4%	25.8%	74.2%
2019年	149.41	26.6%	11.36	138.05	57.6%	7.6%	92.4%
2019Q1 单季	34.65	--	3.33	31.32	--	9.6%	90.4%
2019Q2 单季	34.95	--	6.42	28.53	--	18.4%	81.6%
2019Q3 单季	47.36	--	1.05	46.31	--	2.2%	97.8%
2019Q4 单季	32.45	--	0.56	31.89	--	1.7%	98.3%
2020H1	76.25	9.6%	0.73	75.52	26.2%	1.0%	99.0%
2020Q1 单季	27.30	-21.2%	0.00	27.30	-12.8%	0.0%	100.0%
2020Q2 单季	48.95	40.1%	0.73	48.22	69.0%	1.5%	98.5%

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