

# 鸿路钢构 (002541.SZ)

## 20Q4 产量实现新突破，量价齐升看好公司长期成长

### 核心观点:

- **Q4 订单继续高增，制造业订单单季度增速超 50%。**根据经营数据公告，20 年新签订单 173.68 亿元，同增 16.2%。分季度看，Q1/Q2/Q3/Q4 新签订单分别为 27.3/49.0/49.6/47.9 亿元，同比分别增长 -21.3%/40.3%/4.6%/47.6%，Q3 订单增速下滑主要受 19 年同期高基数影响，Q4 订单增速已经回暖。分订单类型看，公司 2020 年新签材料订单为 171.76 亿元，同比增长 24.4%，新签工程订单为 1.92 亿元。Q1/Q2/Q3/Q4 新签材料订单分别为 27.3/48.2/48.4/47.9 亿元，同比分别增长 -12.8%/68.6%/4.4%/50.1%，制造业增速高于整体订单增速。
- **单季度产量实现新突破，下游需求改善有助于吨钢净利提升。**根据公司经营数据公告，公司 2020 年钢结构产品产量约 250.58 万吨，同比增长 34.36%，主要因为本年度新产能逐步释放以及已有产能生产效率的提高。其中 Q4 钢结构产品产量约 84.22 万吨，明显高于前三季度均值，主要因为公司处于产能扩张期，产能利用率相对较低，随着 2021 年公司产能进一步扩张，公司单季度产量将进一步提升。公司确立了 21 年底产能达 400 万吨的扩张目标，产能扩大后，公司相关费用不断降低，规模效应明显，盈利水平相应提升。成本优势主要体现在 3 个青细化的管理优势) 采购优势业性的生产优势。公司 2019 年吨产品净利约为 200 元/吨，随着下游预期改善以及公司成本费用的进一步下降，未来单吨净利也有望提升。
- **盈利预测及投资建议。**“量”方面，公司产能持续扩张，规模化带来的成本优势将越来越强，“价”方面，看好公司未来吨盈利提升以及 ROE 的持续改善，净利率主要受益于规模扩张带来的成本优势，现金流及周转率均出现改善。预计公司 20-22 年归母净利润分别为 7.45/9.87/12.11 亿元，维持 53.07 元/股的合理价值不变，维持“买入”评级。
- **风险提示：**钢材价格波动；合作推广效果不佳；新签订单不及预期。

### 盈利预测:

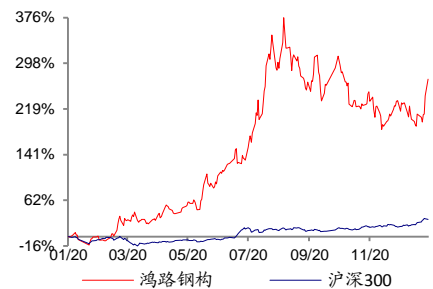
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	7,874	10,755	13,598	17,769	21,902
增长率(%)	56.5	36.6	26.4	30.7	23.3
EBITDA(百万元)	718	956	1,256	1,545	1,832
归母净利润(百万元)	416	559	745	987	1,211
增长率(%)	98.6	34.4	33.2	32.5	22.7
EPS(元/股)	0.79	1.07	1.42	1.88	2.31
市盈率(P/E)	8.84	9.92	30.62	23.11	18.83
ROE(%)	9.41	11.32	13.11	14.80	15.37
EV/EBITDA	5.57	6.41	18.50	14.57	11.82

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	43.55 元
合理价值	53.07 元
前次评级	买入
报告日期	2021-01-11

### 相对市场表现



### 分析师:

尉凯旋



SAC 执证号: S0260520070006



021-38003576



yukaixuan@gf.com.cn

### 分析师:

邹戈



SAC 执证号: S0260512020001



021-38003689



zouge@gf.com.cn

### 分析师:

谢璐



SAC 执证号: S0260514080004



SFC CE No. BMB592



021-38003688

xielu@gf.com.cn

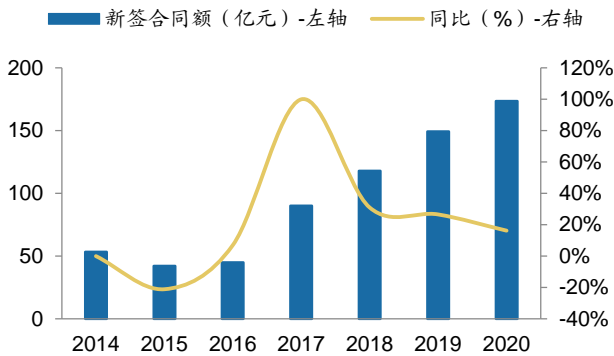
请注意，尉凯旋、邹戈并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

鸿路钢构(002541.SZ):Q3	2020-10-22
收入增长强劲，政府补贴增	
加致非经常性损益增长	
鸿路钢构(002541.SZ):钢	2020-08-12
构龙头加速扩张，看好 ROE	
提升趋势	
鸿路钢构(002541.SZ):业	2020-04-16
绩增长超预期，产能扩张助	
推公司成长	

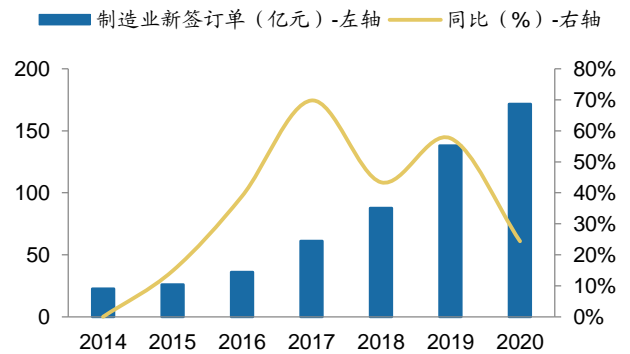
请务必阅读末页的免责声明

图 1: 公司历年新签订单及同比增速



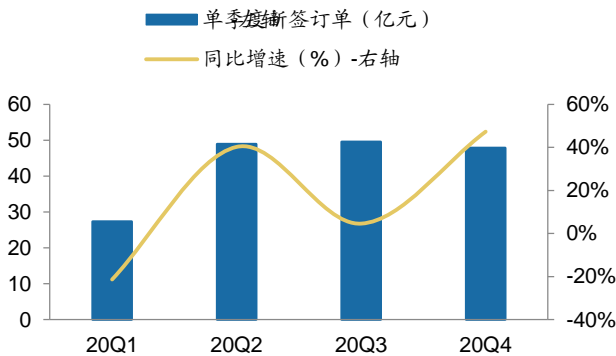
数据来源: 公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

图 2: 公司历年新签制造业订单及同比增速



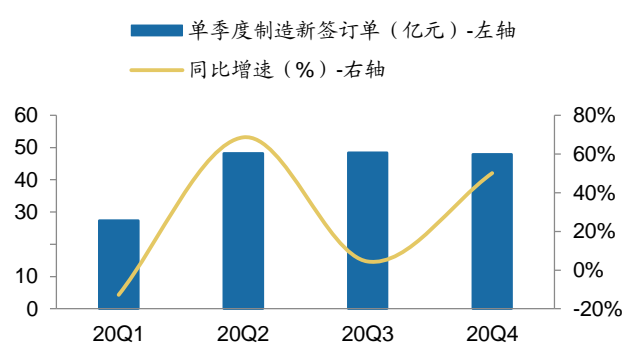
数据来源: 公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

图 3: 公司2020年单季度新签订单及同比增速



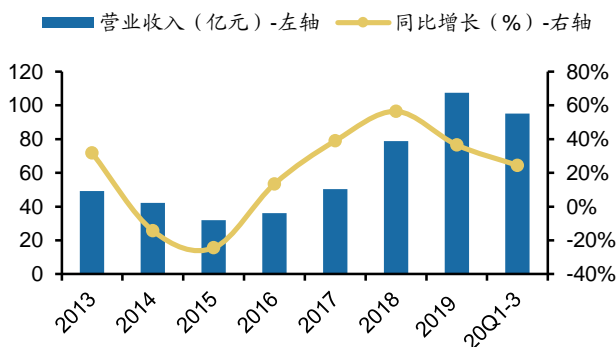
数据来源: 公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

图 4: 公司2020年单季度新签制造业订单及同比增速



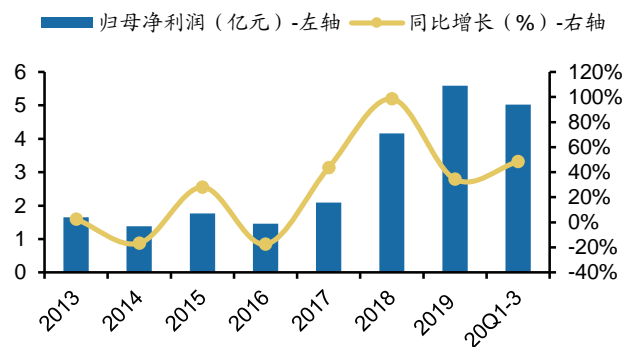
数据来源: 公司经营数据公告、广发证券发展研究中心

图 5: 公司历年营业收入及同比增速



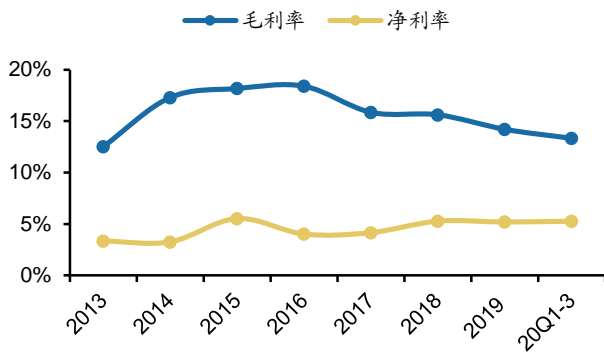
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 6: 公司历年归母净利润及同比增速



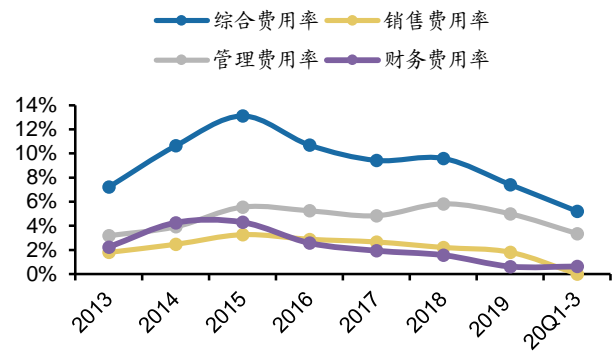
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 7: 公司历年毛利率及净利率



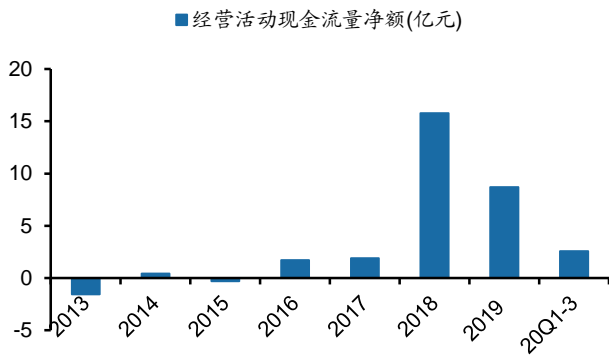
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 8: 公司历年费用率



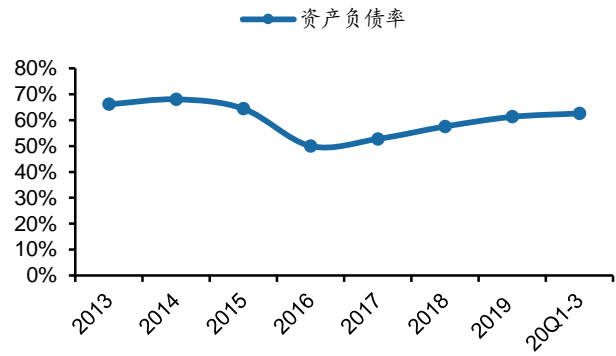
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 9: 公司历年经营性现金流净额



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图 10: 公司历年资产负债率



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	6,837	8,214	9,099	11,481	14,154	<b>经营活动现金流</b>	1,578	871	1,214	1,315	1,429
货币资金	1,068	1,275	1,500	2,216	3,206	净利润	416	559	745	987	1,211
应收及预付	1,872	1,915	2,165	2,830	3,309	折旧摊销	168	237	284	306	327
存货	3,689	4,657	5,100	6,055	7,214	营运资金变动	859	-46	12	-107	-237
其他流动资产	209	367	333	379	424	其它	135	121	173	128	127
<b>非流动资产</b>	3,583	4,539	5,255	5,477	5,649	<b>投资活动现金流</b>	-1,365	-1,322	-998	-526	-497
长期股权投资	19	12	12	12	12	资本支出	-1,347	-1,352	-995	-522	-492
固定资产	2,202	2,933	3,566	3,651	3,679	投资变动	-18	0	0	0	0
在建工程	291	359	389	444	478	其他	0	30	-3	-4	-5
无形资产	659	766	820	902	1,012	<b>筹资活动现金流</b>	-461	473	9	-73	58
其他长期资产	412	468	468	468	468	银行借款	-415	465	77	-4	130
<b>资产总计</b>	10,421	12,753	14,354	16,958	19,803	股权融资	0	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	5,389	7,011	7,647	9,064	10,568	其他	-47	8	-68	-69	-72
短期借款	1,055	1,548	1,404	1,200	1,200	<b>现金净增加额</b>	-248	22	225	716	990
应付及预收	3,728	4,601	5,245	6,659	7,958	<b>期初现金余额</b>	615	369	1,275	1,500	2,216
其他流动负债	607	862	998	1,205	1,410	<b>期末现金余额</b>	369	393	1,500	2,216	3,206
<b>非流动负债</b>	608	804	1,024	1,224	1,354						
长期借款	262	109	329	529	659						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	346	694	694	694	694						
<b>负债合计</b>	5,997	7,814	8,671	10,288	11,922						
股本	524	524	524	524	524						
资本公积	2,130	2,130	2,130	2,130	2,130						
留存收益	1,770	2,285	3,030	4,017	5,228						
归属母公司股东权益	4,423	4,938	5,683	6,670	7,881						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和股东权益</b>	10,421	12,753	14,354	16,958	19,803						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	7,874	10,755	13,598	17,769	
营业成本	6,645	9,227	11,635	15,242	18,809
营业税金及附加	48	78	88	116	142
销售费用	173	194	245	320	394
管理费用	213	233	277	355	438
研发费用	245	304	381	498	613
财务费用	123	67	64	63	61
资产减值损失	-106	-57	-108	-62	-57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-49	-3	-4	-5
<b>营业利润</b>	337	671	897	1,189	1,461
营业外收支	200	7	6	7	7
<b>利润总额</b>	537	678	903	1,196	1,468
所得税	121	119	158	209	257
<b>净利润</b>	416	559	745	987	1,211
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	416	559	745	987	1,211
EBITDA	718	956	1,256	1,545	1,832
EPS (元)	0.79	1.07	1.42	1.88	2.31

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	56.5%	36.6%	26.4%	30.7%	23.3%
营业利润增长	116.0%	99.0%	33.6%	32.6%	22.8%
归母净利润增长	98.6%	34.4%	33.2%	32.5%	22.7%
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	15.6%	14.2%	14.4%	14.2%	14.1%
净利率	5.3%	5.2%	5.5%	5.6%	5.5%
ROIC	9.4%	11.3%	13.1%	14.8%	15.4%
ROIC	9.0%	10.7%	13.1%	16.0%	18.4%
<b>偿债能力(%)</b>					
资产负债率	57.6%	61.3%	60.4%	60.7%	60.2%
净负债比率	13.3%	14.5%	13.4%	11.4%	10.4%
流动比率	126.9%	117.2%	119.0%	126.7%	133.9%
速动比率	54.1%	47.3%	48.3%	55.5%	61.0%
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.83	0.93	1.00	1.13	1.19
应收账款周转率	4.78	6.48	7.30	7.30	7.77
存货周转率	1.96	2.21	2.28	2.52	2.61
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.79	1.07	1.42	1.88	2.31
每股经营现金流	3.01	1.66	2.32	2.51	2.73
每股净资产	8.45	9.43	10.85	12.74	15.05
<b>估值比率</b>					
P/E	8.84	9.92	30.62	23.11	18.83
P/B	0.83	1.12	4.01	3.42	2.89
EV/EBITDA	5.57	6.41	18.50	14.57	11.82

## 广发建筑工程行业研究小组

邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。

尉凯旋：高级分析师，复旦大学金融硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。



本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。