

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	28.57
总股本/流通股本(亿股)	3.82 / 1.64
总市值/流通市值(亿元)	109 / 47
52周内最高/最低价	52.12 / 23.99
资产负债率(%)	54.4%
市盈率	19.70
第一大股东	YU JI QUN
持股比例(%)	25.8%

研究所

分析师: 丁士涛
 SAC 登记编号: S1340522090005
 Email: dingshitao@cnpsec.com
 研究助理: 刘依然
 SAC 登记编号: S1340122090020
 Email: liuyiran@cnpsec.com

甬金股份(603995)

22年业绩短期承压，23年吨加工费回升可期

● 事件

公司发布 2022 年度报告，2022 年实现营业收入 395.55 亿元，同比增长 26.11%；实现归母净利润 4.87 亿元，同比下降 17.67%；扣非归母净利润 4.57 亿元，同比下降 19.09%。

2022 Q4 单季度实现营业收入 91.91 亿元，同比增长 3.52%；归母净利润 1.36 亿元，同比下降 11.92%；扣非归母净利润 1.23 亿元，同比下降 15.69%。

● 主业产销量稳步提升，钛材与预镀镍新项目积极推进

2022 年，公司产品入库量 247.44 万吨，同比增长 15.95%；销量 247.36 万吨，同比增长 17.98%；其中，精密冷轧 300 系/精密冷轧 400 系/宽幅冷轧 300 系 2B/宽幅冷轧 300 系 BA/宽幅冷轧 400 系 BA/其他产品销量分别为 9.86/6.53/199.76/2.05/21.42/7.73 万吨，分别同比+153.8%/-16.1%/+18.7%/-67.9%/-5.29%/+1077.5%。精密 300 系产销量增长主要系江苏项目的达产，高端精密产品份额增加；精密 400 系减少主要系浙江本部搬迁项目原有产线逐步停产启动搬迁；300 系 2B 产量增长主要系广东甬金二期、越南甬金投产；其他产品增加主要为收取加工费的代加工业务量增加。根据 51bxg 网站统计，2022 年，全国精密/宽幅冷轧不锈钢板带产量分别为 72.5/1420 万吨，分别同比增长 6.1%/1.0%；公司精密/宽幅冷轧不锈钢板带市占率约为 22.9%/15.8%，分别同比提高 3.4/2.3 pct。根据公司在建和拟建项目新增产能情况，预计到 2025 年底，公司精密/宽幅冷轧不锈钢板带年产能将达到 32.15/491.6 万吨。新材料业务方面，公司柱状电池外壳专用材料项目一期 7.5 万吨产线预计于 2023 年 10 月进入设备安装阶段，并于 2024 Q1 投入试生产；钛合金新材料项目一期 1.5 万吨产线计划 2023 年 5 月开工建设，预计 2024 Q1 达到试生产阶段。

● 下游需求短期承压，平均吨毛利小幅下降

2022 年，公司销售毛利率为 4.57%，同比下降 0.71 pct。各类不锈钢产品平均加工费为 1474 元/吨，同比增加 39(+2.73%)元/吨；平均吨毛利为 723 元/吨，同比下降 41(-5.37%)元/吨。主要产品来看，精密 300/精密 400/宽幅 300 系 2B/宽幅 300 系 BA/宽幅 400 系 BA 吨加工费分别为 3739/1759/1242/2483/1405 元/吨，分别同比-794(-17.5%)/-607(-25.6%)/+179(+16.8%)/-236(-8.7%)/-380(-21.3%)元/吨；吨毛利分别为 2103/568/672/1225/470 元/吨，分别同比-805(-27.7%)/-674(-54.3%)/+104(+18.3%)/-684(-35.8%)/-536(-53.3%)元/吨。公司销量占比 80%以上的宽幅 300 系 2B 产品吨毛利上升，主要由于年内越南甬金投产，海外产品吨毛利好于境内。精密和宽幅 BA 系吨毛利有所下降主要由于 2022 年疫情反复等因素影响下游需求，公司小幅下调吨加工费以维护市场份额；另外，镍价大幅波动、部分新增产能尚处于爬坡阶段导致成本及费用端有

所增加。2023 年来看，在消费复苏、下游需求回暖背景下，公司市占率与下游终端客户占比提升将推动吨加工费回升。2022 年，公司期间费用率为 2.65%，同比提高 0.26 pct；其中，销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.09%/0.32%/1.84%/0.40%，分别同比+0.01/-0.10/+0.07/+0.29 pct。财务费用增加主要系汇率波动较大产生汇兑损失所致。

● 盈利预测与投资建议

公司不锈钢冷轧主业新增产能项目储备充沛，随着产能持续释放，市占率、品牌知名度提升将有望促进吨加工费增长。钛材、预镀镍等新业务景气度高、成长属性强，盈利水平高于主业。公司业绩成长韧性与弹性兼备，当前估值性价比凸显。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.94(下调 14.6%)/10.10(下调 16.5%)/13.01 亿元，分别同比增长 42.52%/45.65%/28.75%；EPS 分别为 1.81/2.64/3.40 元，当前股价对应 P/E 分别为 15.76/10.82/8.40 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

下游需求大幅下滑风险；原材料价格大幅波动风险；行业竞争加剧风险；新增产能释放不及预期；新业务发展不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	39555	45991	54519	62148
增长率(%)	26.11	16.27	18.54	13.99
EBITDA(百万元)	1269.47	1613.68	2158.16	2649.90
归属母公司净利润(百万元)	486.62	693.53	1010.12	1300.54
增长率(%)	-17.67	42.52	45.65	28.75
EPS(元/股)	1.27	1.81	2.64	3.40
市盈率(P/E)	22.45	15.76	10.82	8.40
市净率(P/B)	2.72	2.10	2.08	2.06
EV/EBITDA	9.15	7.59	5.85	4.76

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	39555	45991	54519	62148	营业收入	26.1%	16.3%	18.5%	14.0%
营业成本	37748	43850	51740	58846	营业利润	-16.5%	42.3%	45.6%	28.8%
税金及附加	51	60	71	81	归属于母公司净利润	-17.7%	42.5%	45.6%	28.8%
销售费用	37	43	51	55	获利能力				
管理费用	126	146	173	193	毛利率	4.6%	4.7%	5.1%	5.3%
研发费用	728	782	900	963	净利率	1.2%	1.5%	1.9%	2.1%
财务费用	159	88	96	94	ROE	12.1%	13.3%	19.2%	24.5%
资产减值损失	-18	-3	-3	-3	ROIC	9.6%	11.3%	14.9%	17.7%
营业利润	728	1036	1508	1942	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	54.4%	46.7%	49.1%	50.1%
营业外支出	1	0	0	0	流动比率	1.00	1.22	1.18	1.19
利润总额	727	1036	1508	1942	营运能力				
所得税	124	177	257	331	应收账款周转率	85.62	78.93	82.18	80.45
净利润	603	859	1251	1611	存货周转率	23.05	23.54	24.39	24.43
归母净利润	487	694	1010	1301	总资产周转率	3.87	4.16	4.50	4.72
每股收益(元)	1.27	1.81	2.64	3.40	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.27	1.81	2.64	3.40
货币资金	821	1155	1324	1542	每股净资产	10.50	13.59	13.72	13.85
交易性金融资产	26	26	26	26	估值比率				
应收票据及应收账款	559	606	721	824	PE	22.45	15.76	10.82	8.40
预付款项	295	329	388	441	PB	2.72	2.10	2.08	2.06
存货	1850	2058	2413	2675	现金流量表				
流动资产合计	3764	4401	5118	5770	净利润	603	859	1251	1611
固定资产	4525	5048	5609	6112	折旧和摊销	364	442	504	562
在建工程	1708	1558	1408	1258	营运资本变动	-546	-126	-44	-22
无形资产	451	436	421	406	其他	210	113	128	141
非流动资产合计	6788	7145	7541	7879	经营活动现金流净额	631	1289	1839	2292
资产总计	10552	11546	12659	13649	资本开支	-1679	-801	-901	-901
短期借款	909	559	759	859	其他	19	-14	-16	-18
应付票据及应付账款	1637	1754	2121	2413	投资活动现金流净额	-1660	-814	-917	-919
其他流动负债	1213	1292	1447	1585	股权融资	166	1153	0	0
流动负债合计	3759	3605	4327	4857	债务融资	556	-550	300	200
其他	1986	1786	1886	1986	其他	-469	-774	-1103	-1404
非流动负债合计	1986	1786	1886	1986	筹资活动现金流净额	253	-171	-803	-1204
负债合计	5745	5391	6212	6842	现金及现金等价物净增加额	-848	303	119	169
股本	338	381	381	381					
资本公积金	1277	2387	2387	2387					
未分配利润	2174	2101	1999	1854					
少数股东权益	792	958	1199	1509					
其他	225	329	481	676					
所有者权益合计	4807	6155	6446	6807					
负债和所有者权益总计	10552	11546	12659	13649					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000