

甬金股份(603995)/钢铁
扩张加速推进
评级: 买入(维持)

市场价格: 30.49 元

分析师: 葛慧

执业证书编号: S0740510120023

Email: duhui@r.qlzq.com.cn

分析师: 郭皓

执业证书编号: S0740519070004

电话: 021-20315128

Email: guohao@r.qlzq.com.cn

分析师: 曹云

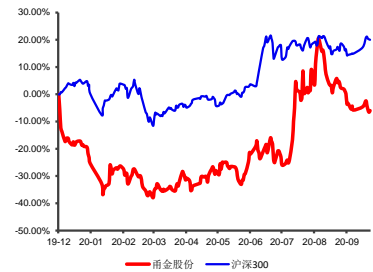
执业证书编号: S0740519070006

电话: 021-20315766

Email: caoyun@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	2.31
流通股本(亿股)	0.58
市价(元)	30.49
市值(亿元)	70.43
流通市值(亿元)	17.68

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 《效率驱动成长》2020.07.17

公司盈利预测及估值

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15650	15828	18801	22277	27576
增长率 yoy%	28.6%	1.1%	18.8%	18.5%	23.8%
归属于母公司净利润	331	333	386	532	622
增长率 yoy%	52.6%	0.5%	16.1%	37.7%	17.0%
每股收益(元)	1.44	1.44	1.68	2.31	2.70
每股现金流量	3.62	1.72	2.61	5.31	4.26
净资产收益率	23.0%	11.5%	12.5%	15.8%	17.0%
P/E	21.2	21.1	18.2	13.2	11.3
PEG	0.40	43.58	1.13	0.35	0.67
P/B	4.88	2.43	2.28	2.10	1.92

注: 股价取 10 月 16 日收盘价

投资要点

- 事件 1:** 甬金股份控股子公司福建甬金拟采用 30000 万元现金收购青拓集团和上海克虏伯不锈钢持有的福建青拓上克 60%、40% 股权。公司拟与关联方鼎信科技按股权比例共同向控股子公司福建甬金增资。本次增资总金额为人民币 2 亿元, 其中公司按照 70% 的股权比例出资 1.4 亿元, 鼎信科技按照 30% 的股权比例出资 0.6 亿元。增资主要用于福建甬金收购青拓上克 100% 股权。
- 事件 2:** 公司拟投资建设浙江迁建项目二期, 项目总投资预计为人民币 11.72 亿元, 产能规划为 19.5 万吨超薄精密不锈钢板带, 计划将于 2021 年 7 月开工建设, 建设期为 18 个月。
- 并购实现快速扩张:** 青拓上克为青山控股集团有限公司下属二级子公司, 主营冷轧不锈钢的生产和销售, 现有热酸年产能 55 万吨, 冷轧年产能 30 万吨的生产能力。青拓是青山集团旗下专业冷轧子公司, 与福建甬金主营业务基本一致。青拓主要产品为 300、400 系列, 兼顾 200 系列, 典型钢种有 SUS304、SUS316L、SUS430、SUH409L 耐热不锈钢等。公司生产设备主要引进自国外 SUNDWIG、ANDRITZ、SMS 等公司, 包括一条热轧多功能退火酸洗线、一条光亮退火线、一条冷轧退火酸洗线、三台二十辊轧机组等。青拓上克 2019 和 2020 年上半年营业收入为 30 亿元、11.96 亿元, 净利润分别为 1013 万元、553 万元。原青拓盈利能力远低于目前公司水平, 实现收购后, 通过技术改造、经营模式的复制, 有望实现青拓盈利能力的快速提升。2020 年 4 月公司曾公告拟通过租赁方式来经营青拓产能, 现在变为直接收购后, 可以进一步强化管控和改造, 节省租赁成本和财务费用, 提升盈利水平。
- 浙江二期巩固精密龙头地位:** 在精密冷轧领域, 公司已经是产能上的龙头, 浙江迁建二期 19.5 万吨精密项目将大大强化公司的龙头地位。近年来精密冷轧不锈钢市场的需求增长率每年保持较快增长, 随着下游应用领域的持续扩大, 相关产品替代需求不断增强, 目前精密产品毛利率高于公司产品的平均水平, 浙江二期项目除了能帮助公司实现精密产品市占率快速扩张外, 也有望提升公司整体盈利能力。
- 产能扩张加速推进:** 近期宽幅冷轧产品方面的增量主要来自广东甬金一期 28 万吨项目的逐步达产和收购青拓上克的 30 万吨产能。远期增量则包括广东甬金 2 期 40 万吨项目、越南甬金 25 万吨项目及泰国甬金项目。精密冷轧方面, 公司募投项目“年加工 7.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目”, 部分后道工艺设备已经开始进入设备安装调试阶段, 在江苏甬金原有宽幅产品的基础上, 部分精密产品开始在 2020 年三季度产出效益。募投项目第一条完整生产线预计 2020 年底投入试生产, 第二条生产线预计 2021 年 6 月投产。浙江甬金(本部)进行设备升级改造暨公司搬迁项目已经取得了拟搬迁地块的土地使用权和施工许可, 并已经开工建设, 项目计划于 2021 年 7 月竣工投产。
- 投资建议:** 并购和产能新建同步推进, 将推动公司市占率快速提升, 我们预计公司未来三年销量复合增速有望超过 25%。在产品盈利能力方面, 目前宽幅行业吨盈利水平已经极低, 综合未来行业供需判断, 吨盈利进一步下降空间有限, 未来有望维持低位稳定, 销量增长有望大部分转化为业绩增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.86 亿元、5.32 亿元、6.22 亿元, 同比分别增长 16%、38%、17%, 目前股价对应 2021 年 PE 为 13.2x, 我们认为公司仍被低估, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业产能过度扩张的风险、需求端周期领域的波动风险、公司产能

投放进度不及预期的风险、原材料价格波动风险。

图表 1: 财务预测

损益表 (人民币百万元)					
	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	15,650	15,828	18,801	22,277	27,576
增长率	28.6%	1.1%	18.8%	18.5%	23.8%
营业成本	14,713	14,939	17,760	20,945	25,982
% 销售收入	94.0%	94.4%	94.5%	94.0%	94.2%
毛利	938	889	1,041	1,332	1,593
% 销售收入	6.0%	5.6%	5.5%	6.0%	5.8%
营业税金及附加	30	29	35	42	51
% 销售收入	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
营业费用	115	111	132	156	193
% 销售收入	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
管理费用	46	47	56	66	82
% 销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
息税前利润 (EBIT)	1,128	1,076	1,264	1,596	1,920
% 销售收入	7.2%	6.8%	6.7%	7.2%	7.0%
财务费用	58	26	21	21	20
% 销售收入	-0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-5	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	1	0	0	0
% 税前利润	—	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	472	454	533	734	859
营业利润率	3.0%	2.9%	2.8%	3.3%	3.1%
营业外收支	0	2	0	0	0
税前利润	472	456	533	734	859
利润率	3.0%	2.9%	2.8%	3.3%	3.1%
所得税	95	84	80	110	129
所得税率	-20.1%	-18.5%	-15.0%	-15.0%	-15.0%
净利润	378	388	453	624	730
少数股东损益	56	55	67	92	108
归属于母公司的净利润	331	333	386	532	622
净利率	2.4%	2.4%	2.4%	2.8%	2.6%

资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	164	1,244	1,316	1,559	1,930
应收款项	151	490	125	603	298
存货	451	511	787	744	1,155
其他流动资产	0	355	355	355	355
流动资产	767	2,600	2,583	3,262	3,739
% 总资产	27.2%	51.8%	49.4%	53.6%	55.9%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,815	2,157	2,419	2,625	2,777
% 总资产	64.4%	43.0%	46.2%	43.2%	41.5%
无形资产	187	182	161	140	119
非流动资产	2,053	2,422	2,649	2,821	2,951
% 总资产	72.8%	48.2%	50.6%	46.4%	44.1%
资产总计	2,820	5,022	5,232	6,083	6,690
短期借款	412	371	545	490	741
应付款项	646	1,174	900	1,547	1,480
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债	1,057	1,545	1,445	2,037	2,221
长期贷款	0	175	225	125	130
其他长期负债	83	139	139	139	139
负债	1,140	1,859	1,808	2,301	2,490
普通股股东权益	1,441	2,897	3,091	3,357	3,668
少数股东权益	239	266	333	425	533
负债股东权益合计	2,820	5,022	5,232	6,083	6,690

比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标					
每股收益 (元)	1.44	1.44	1.68	2.31	2.70
每股净资产 (元)	6.25	12.56	13.40	14.55	15.90
每股经营现金净流 (元)	3.62	1.72	2.61	5.31	4.26
每股股利 (元)	0.15	0.22	0.84	1.15	1.35
回报率					
净资产收益率	22.99%	11.49%	12.50%	15.85%	16.97%
总资产收益率	18.21%	9.49%	10.46%	12.29%	12.98%
投入资本收益率	20.63%	18.50%	12.96%	15.09%	16.73%
增长率					
营业总收入增长率	28.64%	1.13%	18.79%	18.49%	23.78%
EBIT 增长率	30.77%	-7.41%	14.90%	36.63%	16.25%
净利润增长率	52.60%	0.48%	16.10%	37.68%	16.96%
总资产增长率	-8.37%	77.70%	4.20%	16.33%	10.03%
资产管理能力					
应收账款周转率	116.7	113.8	57.8	99.0	60.4
存货周转率	32.6	29.2	22.6	28.2	22.5
应付账款周转率	116.7	113.8	57.8	99.0	60.4
固定资产周转率	8.9	9.7	10.1	10.7	12.4
偿债能力					
净负债/股东权益	79.16%	64.15%	58.51%	68.54%	67.87%
EBIT 利息保障倍数	12.9	26.5	47.2	73.1	131.6
资产负债率	40.55%	37.19%	34.73%	37.98%	37.35%

现金流量表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	378	388	453	624	730
加: 折旧和摊销	155	158	323	378	420
资产减值准备	-5	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	58	26	21	21	20
投资收益	-2	1	0	0	0
少数股东损益	56	55	67	92	108
营运资金的变动	98	-63	-276	43	-411
经营活动现金净流	834	396	603	1,224	983
固定资本投资	196	331	550	550	550
投资活动现金净流	-175	-630	-550	-550	-550
股利分配	128	119	193	266	311
其他	-711	1,078	-174	-697	-373
筹资活动现金净流	-582	1,197	19	-431	-62
现金净流量	78	960	72	243	371

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。