

甬金股份 (603995.SH) 冷轧不锈钢领域的高成长龙头标的

2021年01月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

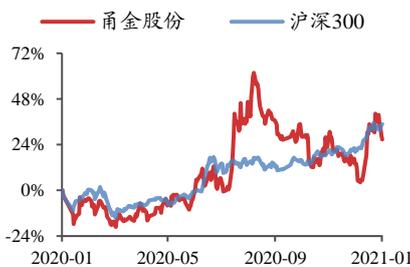
赖福洋 (分析师)

laifuyang@kysec.cn

证书编号: S0790520100002

日期	2021/1/22
当前股价(元)	30.60
一年最高最低(元)	39.49/19.61
总市值(亿元)	71.30
流通市值(亿元)	31.62
总股本(亿股)	2.33
流通股本(亿股)	1.03
近3个月换手率(%)	165.44

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 冷轧不锈钢龙头不断进击, 助力业绩高速增长, 给予“买入”评级

公司作为宽幅冷轧与精密冷轧不锈钢板带领域的双龙头企业, 近年来通过深挖下游市场需求潜力, 依托自身成本竞争优势不断加快产能扩张步伐, 逐步巩固并加强自身的龙头地位。随着公司新增项目的陆续投产, 我们预计截至 2023 年年底, 公司冷轧不锈钢板带总产能将达到 304 万吨/年, 较 2019 年总体产能增长将超过 1.7 倍。产能的加速扩张将推动公司各类产品持续放量, 进而助力公司业绩的高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.05 亿元、5.44 亿元、7.86 亿元, EPS 分别为 1.74 元、2.34 元、3.37 元, 当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 17.6 倍、13.1 倍、9.1 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业下游需求平稳上行, 龙头效应凸显

需求方面, 以建筑装饰、汽车、家电为代表的冷轧不锈钢板带下游应用领域近年来发展态势良好, 宽幅冷轧板带与精密冷轧板带每年可以分别保持 13%、7% 左右的需求增速。供给方面, 宽幅冷轧板带产量 CR6 与精密冷轧板带产量 CR4 分别达到 85%、53%, 行业集中度较高, 同时未来新增产能也以龙头企业为主, 行业供需格局较为健康, 我们预计未来行业整体盈利水平维持相对稳定。

● 新增项目陆续落地, 公司产销量水平持续提升

优异的成本管控能力是其不断成长的核心竞争力: (1) 自主研发生产装备, 投资成本仅为进口设备的 40%, 奠定折旧成本优势; (2) 通过精细化管理、先进的生产设备与技术, 提高产品成材率 (主营产品 300 系宽幅冷轧板带成材率 99.5%) 并降低人工成本; (3) 产能规模位居行业前列, 规模化生产优势突出。由于其核心竞争力决定了公司作为行业典型的底部成本代表, 未来公司的产能扩张并不会导致吨毛利出现大幅下滑, 我们预计 2021-2023 年公司产量将从 2020 年约 135 万吨分别上升至 176 万吨、249 万吨以及 304 万吨, 产能快速扩张将推动公司业绩高速增长。

● **风险提示:** 产能投放不及预期、原材料价格大幅波动、下游需求放缓等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	15,650	15,828	17,339	22,205	32,106
YOY(%)	28.6	1.1	9.6	28.1	44.6
归母净利润(百万元)	331	333	405	544	786
YOY(%)	52.6	0.5	21.8	34.3	44.5
毛利率(%)	6.0	5.6	5.9	5.9	5.6
净利率(%)	2.1	2.1	2.3	2.5	2.4
ROE(%)	23.1	12.3	13.6	15.8	19.0
EPS(摊薄/元)	1.42	1.43	1.74	2.34	3.37
P/E(倍)	21.5	21.4	17.6	13.1	9.1
P/B(倍)	4.9	2.5	2.3	2.0	1.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 公司是冷轧不锈钢板带行业的龙头企业	4
1.1、 产业历史悠久，股权结构稳定清晰	4
1.2、 产能扩张迅速，产品应用领域广泛	5
1.3、 经营模式成熟，盈利稳定性较强	8
1.4、 财务状况稳健，业绩保持高速增长	9
1.5、 公司小结：冷轧不锈钢板带龙头正开启产能扩张之路	13
2、 冷轧不锈钢板带行业：下游需求平稳增长，行业龙头效应凸显	14
2.1、 需求端：应用领域广泛，下游需求稳步提升	15
2.1.1、 冷轧不锈钢板带需求平稳上行，行业景气度较高	15
2.1.2、 建筑行业发展势头良好，拉动不锈钢板带终端需求高速增长	17
2.1.3、 汽车行业景气度逐渐复苏，进一步提升不锈钢板带需求量	17
2.1.4、 家电行业增速有所放缓，但仍为不锈钢板带需求提供有力支撑	18
2.2、 供给端：行业集中度较高，龙头效应凸显	19
2.2.1、 宽幅冷轧不锈钢板带：产能利用率较高，产量 CR6 高达 85%	19
2.2.2、 精密冷轧不锈钢板带：民营、中外合资、台资企业成为市场供给的绝对主力	21
2.2.3、 龙头企业成为新增产能的主力，行业集中度有望进一步提升	22
2.3、 行业小结：下游需求向好，强者恒强局面已现	22
3、 甬金股份：产能加速扩张，助力公司新一轮腾飞	23
3.1、 成本优势显著，超额利润丰厚	23
3.1.1、 自主研发设计生产装备，奠定折旧成本优势	23
3.1.2、 精细化管理成效十足，助力公司降本增效	24
3.1.3、 产能位居行业前列，规模化生产优势突出	25
3.2、 背靠青山集团，与上游龙头携手前行	26
3.3、 技术实力雄厚，为研发、生产保驾护航	27
3.4、 下游需求利好叠加公司竞争优势，保障新增项目持续放量	27
4、 盈利预测与投资建议	28
5、 风险提示	30
附：财务预测摘要	31

图表目录

图 1： 公司深耕冷轧不锈钢板带领域十七载	4
图 2： 公司实际控制人为虞纪群、曹佩凤夫妇	5
图 3： 公司正加快产能扩张步伐	6
图 4： 装饰材料是公司宽幅板带最大下游应用领域	7
图 5： 电子产品是公司精密板带最大下游应用领域	7
图 6： 公司以销定产，提前锁定产品价格与原材料的价差	8
图 7： 2015-2019 年营收 CAGR 高达 35.82%	9
图 8： 2015-2019 年归母净利润 CAGR 高达 43.74%	9
图 9： 300 系宽幅冷轧板带销量增长迅速	10
图 10： 各系列产品年均售价整体呈上升趋势	10
图 11： 宽幅冷轧板带是公司营收的主要来源	10
图 12： 2019 年宽幅冷轧板带营收占比高达 90.98%	10

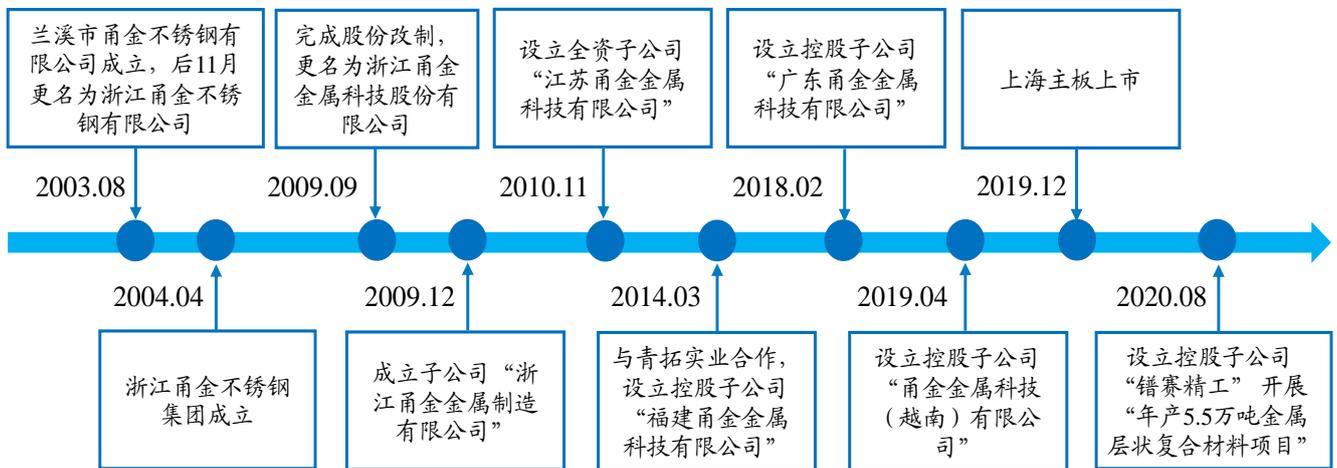
图 13: 宽幅冷轧板带是公司毛利的主要来源	11
图 14: 2019 年精密冷轧板带毛利占比为 25.76%	11
图 15: 公司期间费用率呈下降趋势	11
图 16: 2017 年至今公司销售净利率基本保持稳定	12
图 17: 精密冷轧毛利率水平高于宽幅冷轧产品	12
图 18: 偿债能力较强, 财务状况稳健	13
图 19: 销售回款情况良好	13
图 20: 冷轧不锈钢板带处于产业链中游环节	14
图 21: 国内不锈钢粗钢产销量增长迅速	15
图 22: 2019 年 300 系不锈钢产量占比近 5 成	15
图 23: 2019 年青山集团不锈钢粗钢产量占比超 3 成	15
图 24: 不锈钢板带广泛应用于家电领域	16
图 25: 不锈钢板带广泛应用于建筑装饰领域	16
图 26: 2018 年宽幅冷轧板带表观需求量约 815 万吨	17
图 27: 2018 年精密冷轧板带表观需求量约 50 万吨	17
图 28: 2010-2019 年建筑业施工面积 CAGR 为 8.22%	17
图 29: 2010-2019 年建筑业总产值 CAGR 为 11.14%	17
图 30: 2020 年国内汽车产量降速有所放缓	18
图 31: 2020 年 4 月以来汽车行业景气度逐渐复苏	18
图 32: 2015 年以来空调与彩电产量增速有所下降	19
图 33: 2014 年以后洗衣机与电冰箱产量有所下滑	19
图 34: 2018 年宽幅冷轧不锈钢板带产量 CR6 为 85.25%	19
图 35: 2018 年精密冷轧不锈钢板带产量 CR4 为 53.17%	21
图 36: 公司科研实力雄厚, 自主设计研发生产装备	23
图 37: 宽幅冷轧产品平均制造费用约 380 元/吨	24
图 38: 宽幅冷轧产品平均人工成本约 80 元/吨	24
图 39: 公司人工成本占比远低于太钢不锈	25
图 40: 公司制造费用占营业成本比重呈下降趋势	25
图 41: 公司在宽幅及精密冷轧领域均保持较高的市场份额	25
图 42: 公司与青山集团的合作逐渐深入	26
图 43: 公司生产基地布局紧随青山集团的步伐	27
图 44: 公司整体产能利用率与产销率均保持较高水平	28
表 1: 公司未来 3 年内将有大批产能投放	6
表 2: 精密冷轧不锈钢板带生产工艺复杂, 技术性较强	6
表 3: 冷轧不锈钢板带下游应用领域十分广阔	7
表 4: 公司原材料供应商集中度较高	9
表 5: 国内宽幅冷轧不锈钢板带产能集中于少数企业	20
表 6: 宽幅冷轧板带主要生产企业产能利用率较高	20
表 7: 国内精密冷轧不锈钢板带领域以民营企业居多	21
表 8: 冷轧板带新增产能集中于行业龙头企业	22
表 9: 公司业绩拆分与盈利预测	29
表 10: 可比公司盈利预测与估值	30

1、公司是冷轧不锈钢板带行业的龙头企业

1.1、产业历史悠久，股权结构稳定清晰

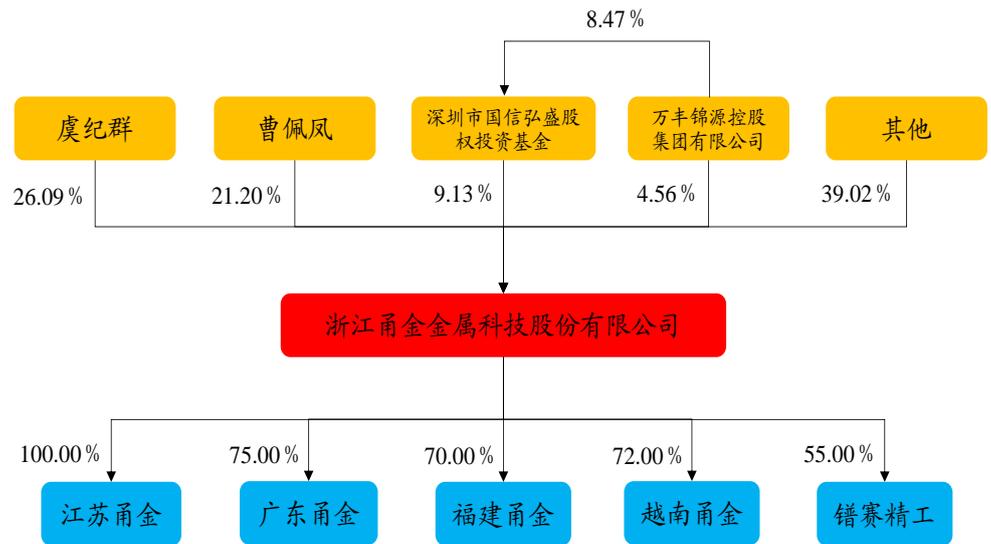
公司深耕冷轧不锈钢领域十七载，拥有丰富的产业经验。浙江甬金金属科技股份有限公司（以下简称“甬金股份”或者“公司”）总部位于浙江兰溪，主营业务为冷轧不锈钢板带的研发、生产和销售，产品覆盖精密冷轧不锈钢板带和宽幅冷轧不锈钢板带两大领域。公司前身为兰溪市甬金不锈钢有限公司，成立于2003年8月。历经16年的艰苦创业，2019年12月，公司在上海主板成功上市，正式登陆资本市场。公司成立至今，一直深耕冷轧不锈钢板带加工领域，在此期间积累了丰富的生产经验与先进的生产技术，为其成为冷轧不锈钢板带龙头企业打下了坚实的产业基础。

图1：公司深耕冷轧不锈钢板带领域十七载



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

股权结构稳定清晰，实际控制人为虞纪群、曹佩凤夫妇。截至2020年9月30日，虞纪群、曹佩凤分别持有公司股权26.09%、21.20%，二者为夫妻关系，合计股权占比达到47.29%，是公司的实际控制人。主要子公司方面，公司拥有全资子公司江苏甬金（100%）以及控股子公司广东甬金（75%）、福建甬金（70%）、越南甬金（72%）与镡赛精工（55%）5家子公司。公司及其子公司股权集中度较高，股权结构稳定清晰，有利于提高经营决策效率，增强新建项目的执行力。

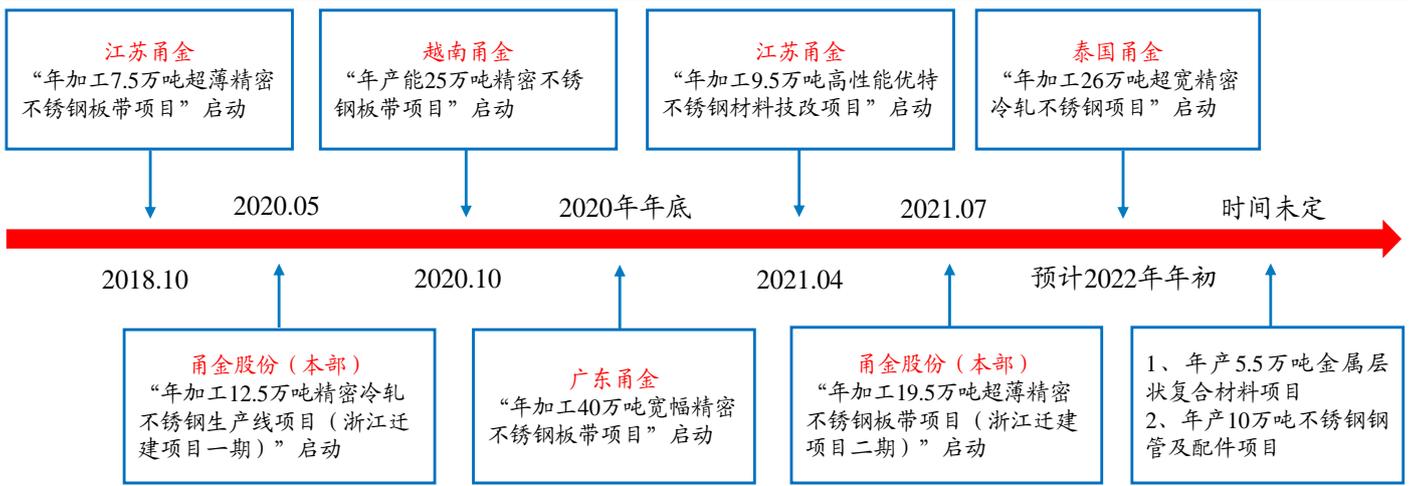
图2：公司实际控制人为虞纪群、曹佩凤夫妇


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、产能扩张迅速，产品应用领域广泛

公司成功实现主营业务与产品市场的双向拓展。公司成立伊始，生产基地主要为浙江本部，同时专注于精密冷轧不锈钢板带领域。随着子公司福建甬金、广东甬金以及越南甬金的陆续成立，一方面公司主营业务开始由精密冷轧板带向宽幅冷轧板带领域拓展，另一方面公司产品市场也开始由华东地区向华南地区、东南亚等地扩张。目前公司生产基地已经遍布东南沿海以及东南亚地区，主营产品也覆盖了精密冷轧板带与宽幅冷轧板带两大领域。

截至2019年年底，公司累计拥有精密冷轧板带年产能10.45万吨、宽幅冷轧板带年产能100万吨，二者合计年产能110.45万吨。2020年4月，公司子公司广东甬金宽幅冷轧一期项目正式投产，产能规模28万吨/年。2020年11月，公司子公司福建甬金采用现金3亿元收购青拓上克100%股权，新增宽幅冷轧产能30万吨/年。随着后续公司本部一期迁建项目（12.5万吨）与二期迁建项目（19.5万吨）、江苏甬金精密冷轧项目（7.5万吨）与技改项目（9.5万吨）、广东甬金宽幅冷轧二期项目（40万吨）、越南项目（25万吨）以及泰国项目（26万吨）等项目的陆续投产，我们预计，截至2023年年底，公司冷轧不锈钢板带总产能将达到304万吨/年，较2019年总体产能增长将超过1.7倍。

图3: 公司正加快产能扩张步伐


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表1: 公司未来3年内将有大批产能投放

生产基地	项目名称	开工时间	预计投产时间
甬金股份(本部)	年加工12.5万吨精密冷轧不锈钢生产线项目(浙江迁建项目一期)	2020年5月	2021年7月
甬金股份(本部)	年加工19.5万吨超薄精密不锈钢板带项目(浙江迁建项目二期)	2021年7月	2022年年底
江苏甬金	年加工7.5万吨超薄精密不锈钢板带项目	2018年10月	第一条线2020年底投入试生产, 第二条线预计2021年6月投产。
江苏甬金	年加工9.5万吨高性能优特不锈钢材料技改项目	2021年4月	2022年8月
越南甬金	年产能25万吨精密不锈钢板带项目	2020年10月	2022年1月
泰国甬金	年加工26万吨超宽精密冷轧不锈钢项目	预计2022年年初	2023年初
广东甬金	年加工40万吨宽幅精密不锈钢板带项目	2020年年底	2022年初
镞赛精工	年产5.5万吨金属层状复合材料项目	-	-
江苏甬金	年产10万吨不锈钢钢管及配件项目	-	-

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

生产方面, 精密冷轧板带生产工艺更加复杂, 技术性较强。冷轧不锈钢板带可以分为宽幅冷轧不锈钢板带与精密冷轧不锈钢板带两大类型, 其中宽幅冷轧板带工艺流程相对较少, 产能效率更高, 具有产品定位更加基础、市场流通量更大、下游加工流通环节更多、行业应用范围更广等特点。而精密冷轧板带生产工艺较为复杂, 技术性较强, 具有更高性能、更高尺寸精度、更优板形和更优质表面等特点。

表2: 精密冷轧不锈钢板带生产工艺复杂, 技术性较强

产品类型	原材料	生产工艺	产品规格
宽幅冷轧不锈钢板带	热轧不锈钢	以热轧不锈钢为原材料, 在常温条件下将其轧至目标厚度, 再经光亮退火或者酸洗退火使其拥有所需的机械性能	厚度: 0.25mm-2.0mm 宽度: 1,000mm以上
精密冷轧不锈钢板带	高品质热轧或冷轧不锈钢	以高品质热轧或冷轧不锈钢板带为原材料, 在常温条件下通过高精度、可逆式多辊冷轧机组对其进行轧制, 再经光	厚度: 0.08-1.5mm 宽度: 820mm以下

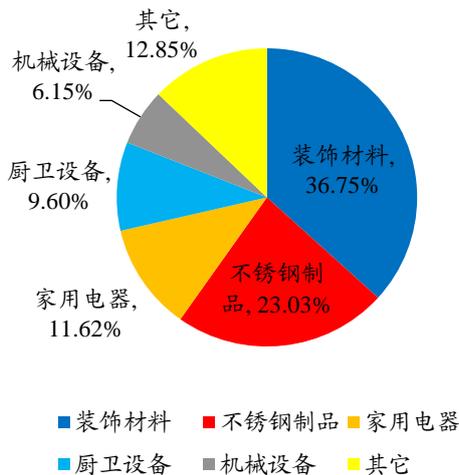
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

产品类型	原材料	生产工艺	产品规格
		亮退火使其拥有所需的机械性能，之后再经多次轧制达到目标厚度，最后进行清洗、拉矫或平整处理	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

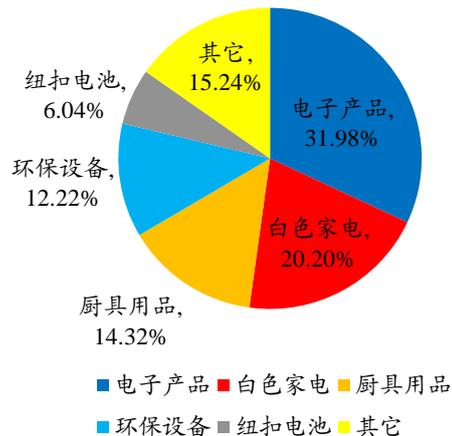
在产品应用领域方面，宽幅冷轧板带产品定位更加基础，被广泛应用于建筑装饰、日用品、家用电器、汽车配件、机械设备、环保设备、五金、仪器仪表、电梯等领域。而精密冷轧板带由于各方面性能更优，因而应用领域更偏高端，被广泛应用于家用电器、环保设备、电子产品、汽车配件、厨电厨具、化工、电池等领域。2019年，装饰材料、不锈钢制品、家用电器、厨卫设备领域分别占比公司宽幅冷轧板带销量的36.75%、23.03%、11.62%、9.60%。同时，电子产品、白色家电、厨具用品、环保设备以及纽扣电池领域也分别占比公司精密冷轧板带销量的31.98%、20.20%、14.32%、12.22%、6.04%。整体来看，冷轧不锈钢板带应用领域十分广泛，已渗透到国民经济的各个领域。

图4: 装饰材料是公司宽幅板带最大下游应用领域



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5: 电子产品是公司精密板带最大下游应用领域



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3: 冷轧不锈钢板带下游应用领域十分广阔

产品类型	主要应用领域	主要用途
宽幅冷轧板带	建筑装饰	建筑工程内外装饰板材、幕墙、厂房建筑钢结构等材料。
	日用品	保温杯、旅行壶、真空饭盒、真空咖啡壶、不锈钢餐具等产品材料。
	家用电器	电熨斗、搅拌机、吸尘器、打蛋机、面包机、咖啡机、电水壶、电炖锅、电蒸锅、多士炉、榨汁机等产品组件材料。
	汽车配件	汽车排气管、进气管、空气管、隔热罩、汽缸垫、内外装饰材料等。
	机械设备	冶金设备、制药机械、医疗器械、机电设备等产品组件材料。
	环保设备	环保水箱、水泵、锅炉、紫外线消毒器等产品原料或组件。
	五金	锁具、门把手、拉手、阀门、球阀、蝶阀等产品配件材料。
	仪器仪表	压力表、压力弯管、不锈钢套温度计、温控器、波纹管等产品组件材料。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

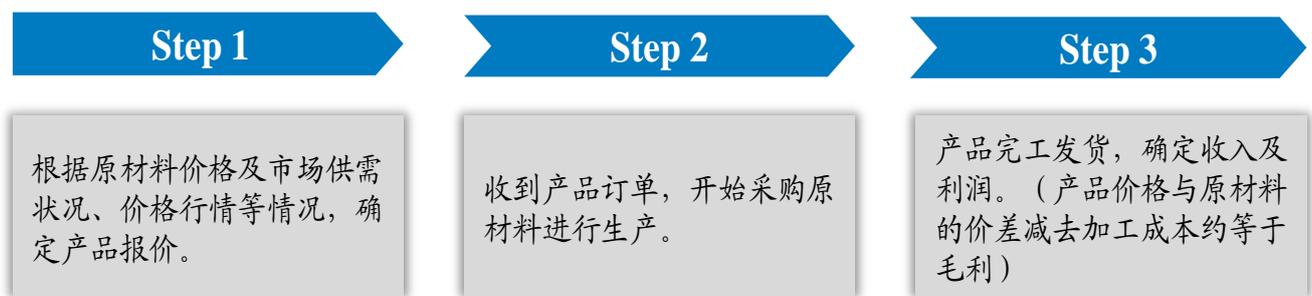
	电梯	电梯面板、装饰板材料。
	家用电器	冰箱、洗衣机、电饭煲、微波炉、烤箱、电热水器等产品组件材料。
	环保设备	烟气脱硝催化剂等产品组件材料。
精密冷轧板带	电子产品	智能手机、平板电脑、笔记本电脑、音箱、智能穿戴等电子产品的精密外观件、组件、冲压件、连接器、精密 LED 支架等材料。
	汽车配件	油冷器、汽车灯座和灯头、燃烧管道、消音器、水箱、中冷器、节温器等汽车配件材料。
	厨电厨具	集成灶、燃气灶、吸油烟机、洗碗机、消毒柜、橱柜、净水机、不锈钢厨具等产品组件材料。
	化工	填料、塔盘、滤网、塔内件等材料。
	电池	碱性电池、碳性电池、纽扣式电池、锂电池等产品组件材料。

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.3、经营模式成熟，盈利稳定性较强

生产方面，公司采取以销定产的模式，根据销售情况并结合自身产品生产周期等因素，确定原材料采购数量，进而组织实施生产活动。销售方面，公司主要客户群体为不锈钢加工企业、不锈钢贸易企业和终端制造企业如美的、苏泊尔、大唐环保科技、长盈精密等。在销售定价上，公司以产品成本为基础，综合考虑市场供需状况和价格行情、库存情况、市场销售策略等因素来确定产品销售价格，其中公司宽幅冷轧产品会采用每日市场报价的制度。公司通过以销定产的生产模式与灵活的定价策略，提前锁定产品价格与原材料成本之间的价差，进而赚取稳定的加工费用。

图6：公司以销定产，提前锁定产品价格与原材料的价差



资料来源：公司公告、开源证券研究所

原材料供应稳定，供应商集中度较高。公司为来料加工企业，同时行业上游集中度较高，因此原材料供应商比较集中。在原材料采购方面，为确保原材料品质和供应渠道的稳定，公司通常会针对一种原材料择优选择 1-2 家主要供应商作为长期合作伙伴，例如公司 300 系热轧不锈钢主要从广东广青与青山集团及其同一控制下企业采购，精密冷轧不锈钢原料主要从张家港浦项、浙江元通和杭州太钢销售有限公司采购，而 400 系热轧不锈钢主要从浙江元通采购。**原材料的集中采购有利于增强公司采购议价能力，从而降低原材料采购成本。**

表4: 公司原材料供应商集中度较高

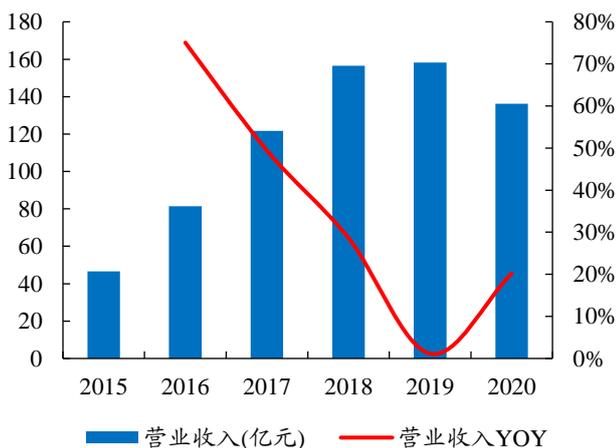
主要产品类别	原材料	主要供应商
精密冷轧不锈钢板带	300系冷轧不锈钢	浙江元通、张家港浦项、杭州太钢销售有限公司
	400系热轧不锈钢	浙江元通
宽幅冷轧不锈钢板带	300系热轧不锈钢	广东广青与青山集团及其同一控制下的企业
	400系热轧不锈钢	浙江元通

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

注: 浙江元通为太钢不锈的代理商、杭州太钢销售有限公司为太钢不锈的全资子公司、广东广青由广东省国资委与青山集团共同设立;

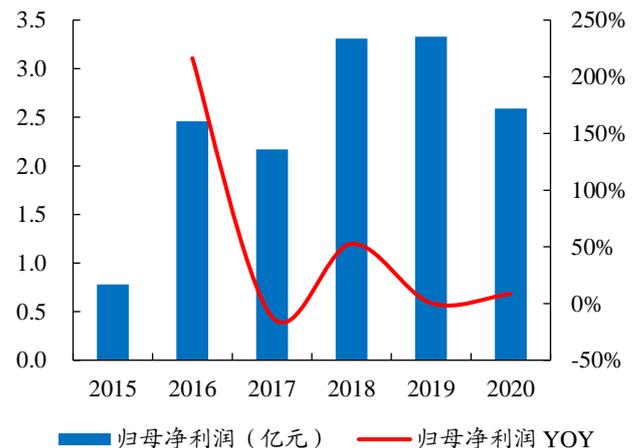
1.4、财务状况稳健，业绩保持高速增长

主营产品量价齐升，助力公司业绩高速增长。根据 Wind 数据，公司产品总体上可以被划分为四大系列，分别为 300 系宽幅冷轧、400 系宽幅冷轧、300 系精密冷轧与 400 系精密冷轧，其中 300 系宽幅冷轧是公司的主营产品。2016 年至 2019 年，得益于产能规模的持续扩张，300 系宽幅冷轧销量迅速攀升，年销量由 61.07 万吨提高至 105.69 万吨。与此同时，公司各系列产品的年均售价整体上也呈现上升趋势，其中 300 系宽幅冷轧年均售价由 10902 元/吨上涨至 13168 元/吨，增幅高达 20.79%。而 300 系宽幅冷轧作为主营产品，其量价齐升直接带动公司整体业绩迅速增长，**2015 年至 2019 年间，公司营业收入与归母净利润分别由 46.51 亿元、0.78 亿元提升至 158.28 亿元、3.33 亿元，年均复合增速分别高达 35.82%、43.74%**。2020 年 Q1，由于经营活动受到国内疫情冲击，公司仅实现营业收入 31.77 亿元、归母净利润 0.54 亿元，拖累了整体业绩。但随着公司订单快速放量，2020 年前三季度其依旧实现营业收入共计 136.20 亿元、归母净利润 2.59 亿元，分别同比增长 20.19%、8.45%。

图7: 2015-2019 年营收 CAGR 高达 35.82%


数据来源: Wind、开源证券研究所

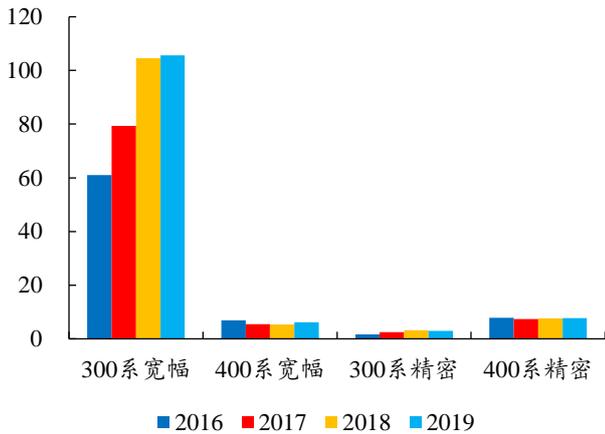
注: 2020 年数据为前三季度累计营收及同比增速

图8: 2015-2019 年归母净利润 CAGR 高达 43.74%


数据来源: Wind、开源证券研究所

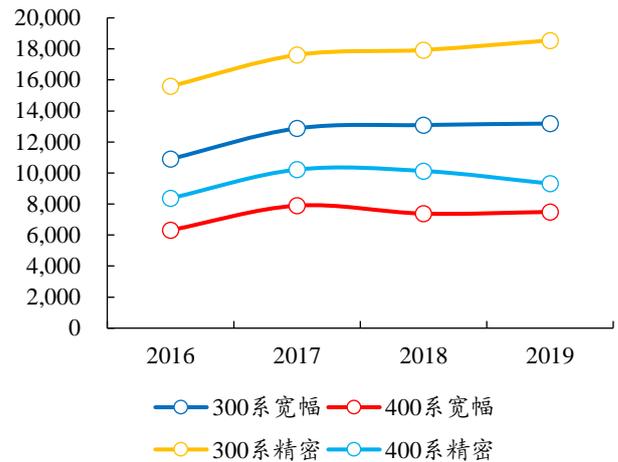
注: 2020 年数据为前三季度累计归母净利润及同比增速

图9: 300系宽幅冷轧板带销量增长迅速



数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 各系列产品年均售价整体呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

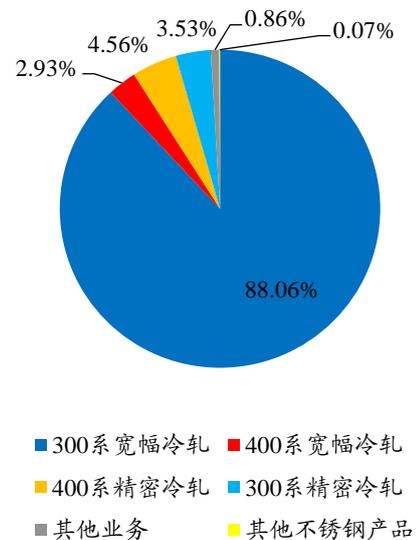
宽幅冷轧板带是公司营收、毛利的主要来源。 营业收入方面, 2019年, 300系宽幅冷轧、400系宽幅冷轧、300系精密冷轧与400系精密冷轧系列产品分别实现营业收入139.37亿元、4.63亿元、5.58亿元、7.22亿元, 分别占比公司总营收的88.06%、2.93%、3.53%、4.56%, 其中宽幅产品累计贡献营收144.00亿元, 合计占比总营收的90.98%。毛利方面, 2019年, 300系宽幅冷轧、400系宽幅冷轧、300系精密冷轧与400系精密冷轧系列产品分别贡献毛利5.68亿元、0.63亿元、1.04亿元、1.25亿元, 分别占比公司总毛利的63.89%、7.09%、11.70%、14.06%。由于公司精密冷轧产品毛利率水平较高, 因此在其营收占比仅为8.09%的情况下, 累计贡献毛利2.29亿元, 合计毛利占比达到25.76%。但总体上来看, 宽幅冷轧系列产品仍然是公司现阶段营收与毛利的主要来源。

图11: 宽幅冷轧板带是公司营收的主要来源



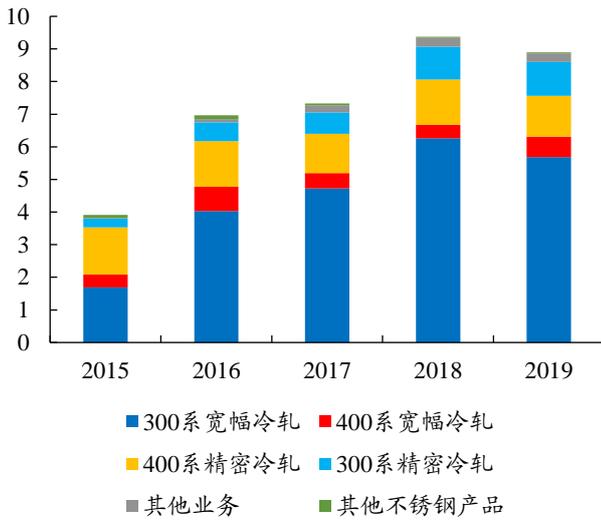
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2019年宽幅冷轧板带营收占比高达90.98%



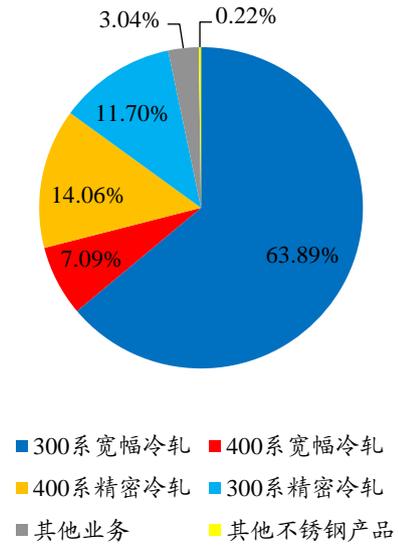
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 宽幅冷轧板带是公司毛利的主要来源



数据来源: Wind、开源证券研究所

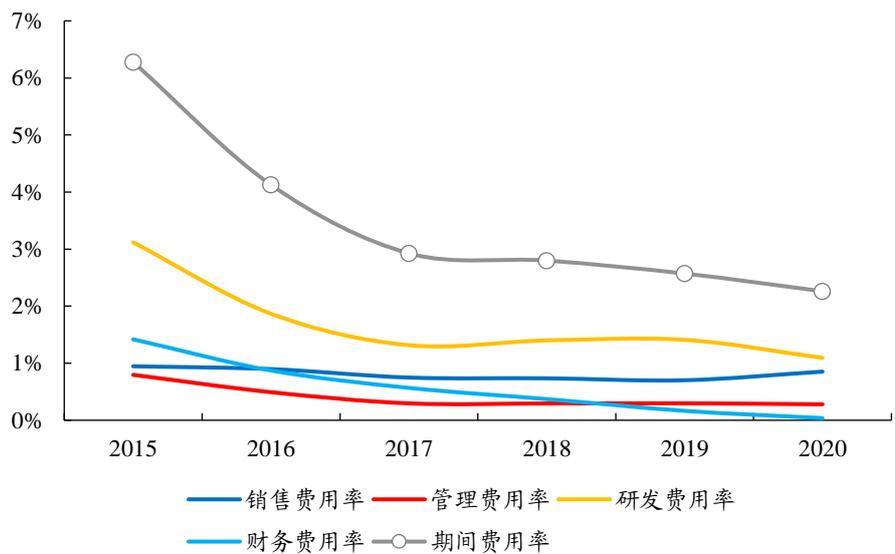
图14: 2019年精密冷轧板带毛利占比为25.76%



数据来源: Wind、开源证券研究所

经营管理效率较高, 期间费用控制得当。2015年至今, 公司在期间费用控制方面表现优异, 各项期间费用情况不断改善, 期间费用率也持续下降。截至2020年前三季度, 公司销售费用率、管理费用率、研发费用率与财务费用率分别为0.85%、0.28%、1.09%、0.04%, 整体期间费用率降低至2.26%, 处于较低水平。我们预计, 随着公司营收体量的增加, 规模效应下整体期间费用率将会进一步降低。

图15: 公司期间费用率呈下降趋势

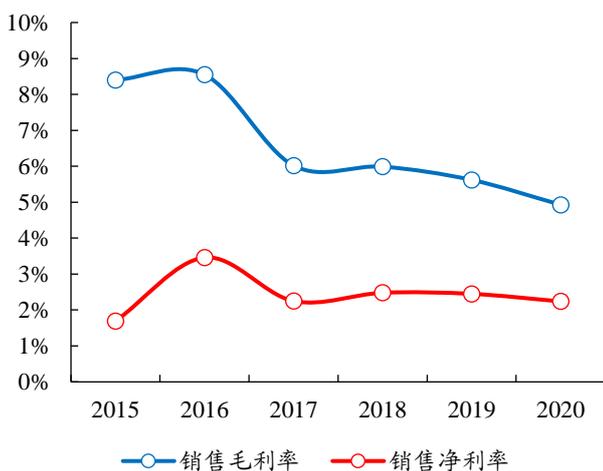


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2020年为前三季度数据

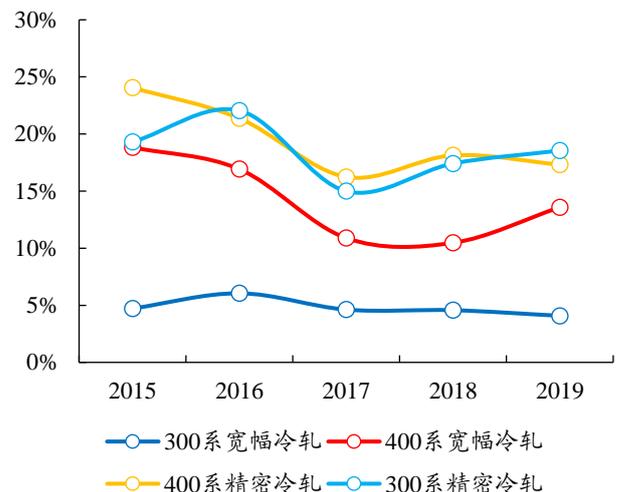
精密冷轧板带毛利率水平较高，盈利能力较强。根据 Wind 数据，2019 年公司 300 系宽幅冷轧、400 系宽幅冷轧、300 系精密冷轧与 400 系精密冷轧板带销售毛利率分别为 4.08%、13.58%、18.55%、17.32%。整体来看，精密冷轧板带由于生产工艺复杂、技术含量较高，应用领域偏高端，其毛利率水平也高于宽幅冷轧板带，拥有较强的盈利能力。

得益于出色的费用控制能力，公司销售净利率基本保持稳定。在毛利率方面，由于近年来市场竞争的加剧，300 系宽幅冷轧、400 系宽幅冷轧、300 系精密冷轧与 400 系精密冷轧板带的销售毛利率总体上皆呈现下降趋势。同时，300 系宽幅冷轧板带作为公司毛利率水平最低的产品，2015 年至今产能规模不断扩张，这直接拉低了整体毛利率水平。在双重因素共同作用下，公司整体销售毛利率由 2015 年的 8.40% 下降至 2020 年前三季度的 4.93%。虽然毛利率水平有所下滑，但在净利率方面，得益于出色的费用控制能力，2017 年至 2020 年前三季度，公司销售净利率均处于 2.20% 至 2.50% 的区间之内，净利率水平基本保持稳定。

图16: 2017 年至今公司销售净利率基本保持稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

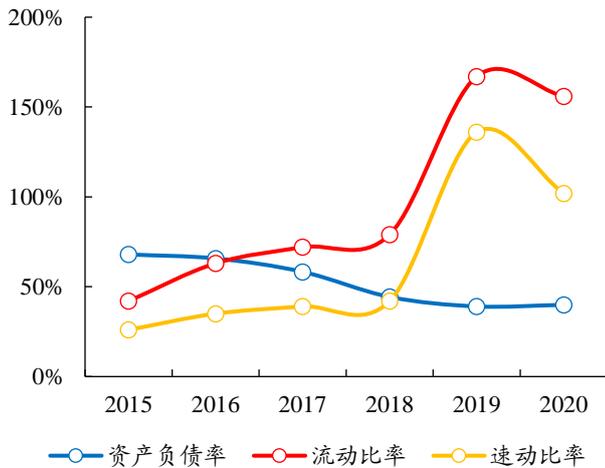
注：2020 年为前三季度数据

图17: 精密冷轧毛利率水平高于宽幅冷轧产品


数据来源：Wind、开源证券研究所

财务状况稳健，销售回款情况良好。2015 年至今，公司资产负债率不断下降，同时流动比率与速动比率总体呈上升趋势。截至 2020 年 Q3，公司资产负债率、流动比率、速动比率分别为 39.91%、156%、102%，公司偿债能力较强、财务状况相对稳健。此外，在销售结算方面，公司除了给予特定的大型终端制造客户一定的信用账期之外，其余客户皆采用预收 10%-20% 定金、款到发货的模式，因此整体上销售回款逾期风险较小。2020 年前三季度，公司销售商品和提供劳务收到现金/营业收入达到 111.34%，同时应收账款/营业收入仅为 0.97%，公司整体销售回款情况良好。

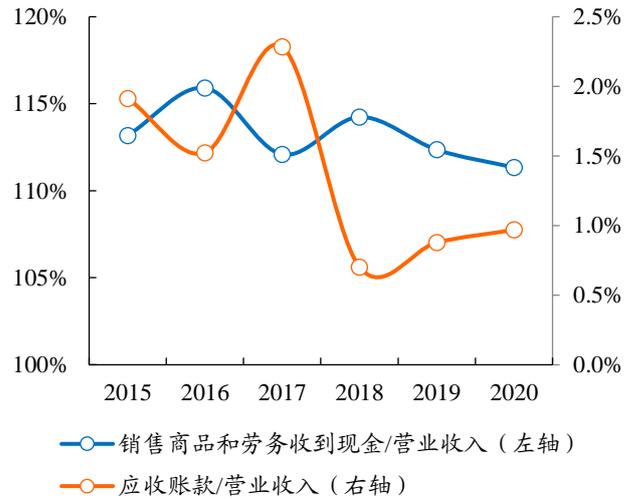
图18: 偿债能力较强, 财务状况稳健



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2020 年为前三季度数据

图19: 销售回款情况良好



数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2020 年为前三季度数据

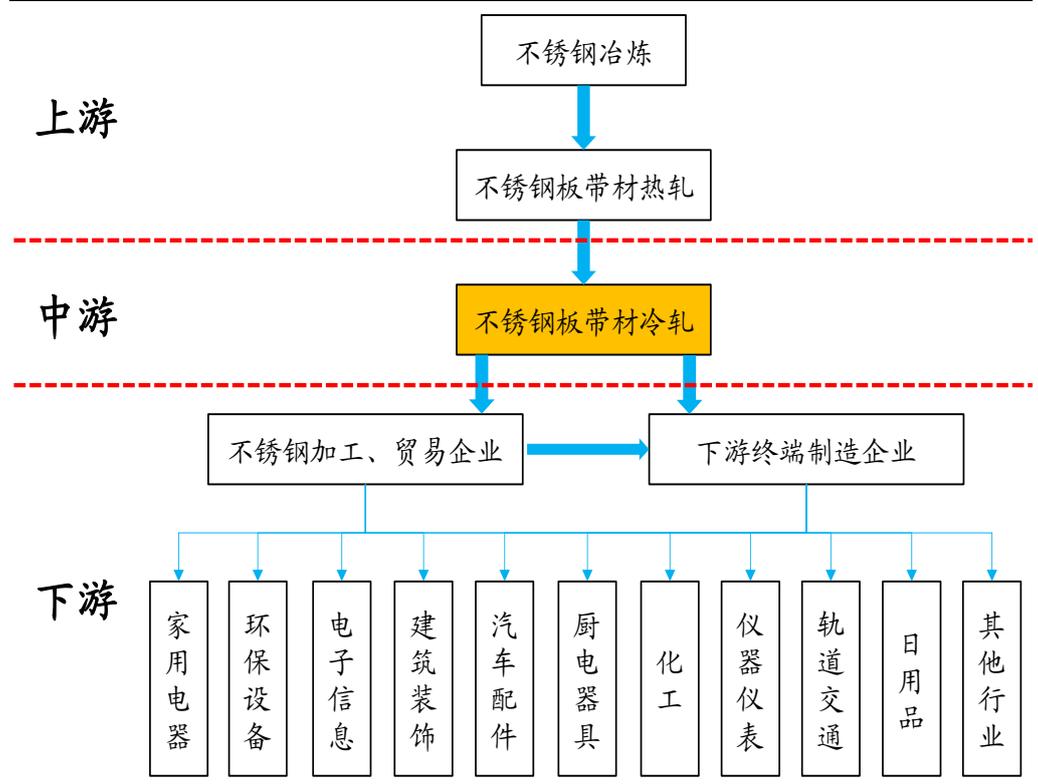
1.5、公司小结: 冷轧不锈钢板带龙头正开启产能扩张之路

公司自成立以来一直专注于冷轧不锈钢板带加工领域, 具备丰富的产业经验与较高的行业认可度, 现已成为冷轧不锈钢板带加工行业的龙头企业之一, 产品也覆盖了精密冷轧板带与宽幅冷轧板带两大领域。同时, 公司经营模式成熟、产能丰富且产品下游应用领域广泛, 涉及国民经济的各个领域。近年来, 公司正加快产能扩张的步伐, 随着新增项目的陆续投产, 公司产销量与市占率水平将逐步提升。

2、冷轧不锈钢板带行业：下游需求平稳增长，行业龙头效应凸显

从产业链来看，冷轧不锈钢板带产业链可以分为上、中、下游三个环节。其中，上游为不锈钢冶炼与热轧生产，中游为不锈钢板带材冷轧，下游为不锈钢加工、贸易以及各行业的终端制造。冷轧不锈钢板带处于产业链的中游环节，其中的厂商通过向上游热轧生产企业或各类代理商、贸易商采购原材料，进行深加工，然后将加工完成的冷轧产品销售给下游客户，以此赚取加工费用。

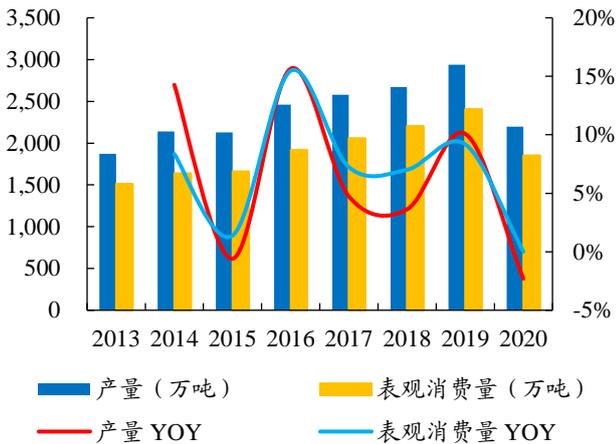
图20：冷轧不锈钢板带处于产业链中游环节



资料来源：公司公告、开源证券研究所

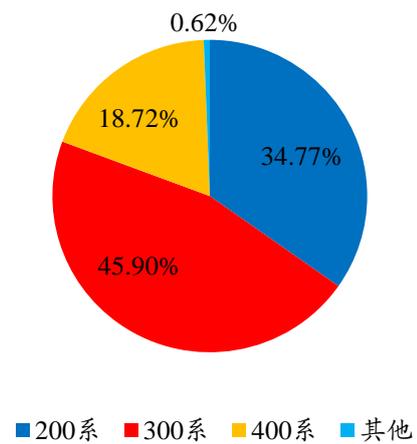
国内不锈钢粗钢产销量增长迅速，300系不锈钢产量占比近5成。2013年至2019年间，国内不锈钢粗钢产量与表观消费量增长迅速，分别由1873万吨、1513万吨增长至2940万吨、2405万吨，年均复合增速分别达到7.80%、8.03%。同时，不锈钢按成分主要可以分为Cr-Mn钢（200系）、Cr-Ni钢（300系）与Cr钢（400系）。2019年，200系、300系、400系不锈钢产量分别达到1022.41万吨、1349.40万吨、550.26万吨，产量占比分别达到34.77%、45.90%、18.72%。

图21: 国内不锈钢粗钢产销量增长迅速



数据来源: 中国特钢企业协会不锈钢分会、开源证券研究所
注: 2020年数据为前三季度累计及同比增速

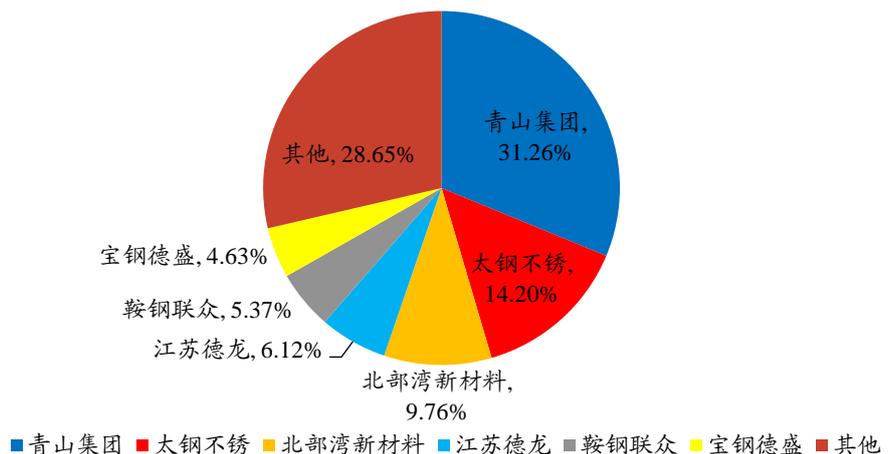
图22: 2019年300系不锈钢产量占比近5成



数据来源: 中国特钢企业协会不锈钢分会、开源证券研究所

国内不锈钢粗钢行业集中度较高，青山集团产量占比超3成。在行业竞争格局方面，国内不锈钢冶炼与热轧行业集中度较高，2019年不锈钢粗钢产量前六名分别为青山集团、太钢不锈、北部湾新材料、江苏德龙、鞍钢联众、宝钢德盛，产量CR6高达70%，其中青山集团年产量919万吨，占行业总产量的31.26%，处于行业龙头地位。

图23: 2019年青山集团不锈钢粗钢产量占比超3成



数据来源: Mysteel、太钢不锈公司公告、开源证券研究所

2.1、需求端: 应用领域广泛, 下游需求稳步提升

2.1.1、冷轧不锈钢板带需求平稳上行, 行业景气度较高

不锈钢作为金属材料中的佼佼者, 经过100多年的发展, 已成系列化, 牌号众

多，并具备耐腐蚀、耐热、耐低温、易加工、长寿命、可回收、环保等诸多优势。从具体细分领域来看，冷轧不锈钢板带作为不锈钢中最被广泛使用的结构品种，继承了不锈钢的优良特性，通过冷轧不同的加工方法及冷轧后的表面再加工，可以使不锈钢表面具有不同等级的表面光洁度、纹路和颜色，并被广泛应用于家用电器、建筑装饰、汽车配件、电子信息、日用品、机械设备、五金、电梯、集装箱等各个领域。

图24：不锈钢板带广泛应用于家电领域



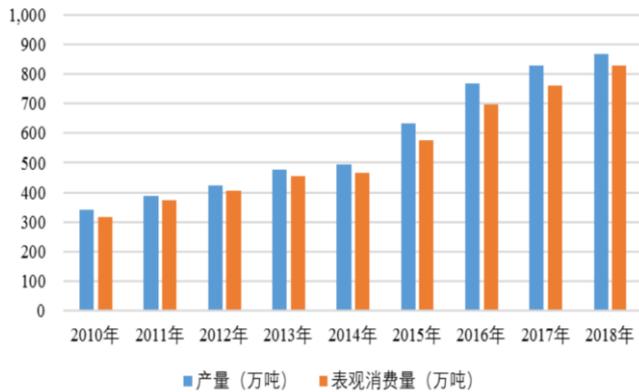
资料来源：淘宝网

图25：不锈钢板带广泛应用于建筑装饰领域

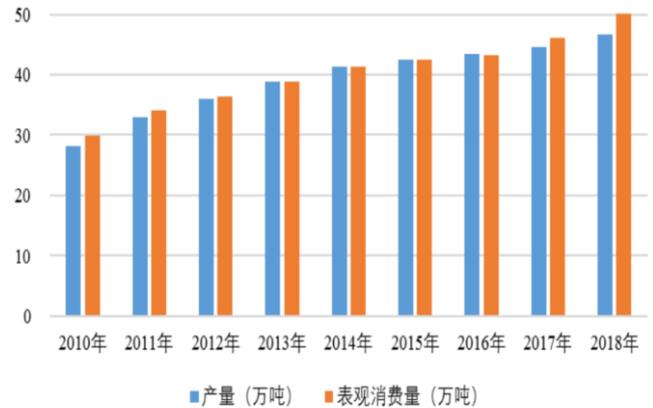


资料来源：佛山市点赞不锈钢装饰材料有限公司官网

冷轧不锈钢板带需求增长迅速，行业景气度较高。随着下游应用领域的不断拓展与渗透率的不断提升，国内冷轧不锈钢板带需求增长迅速。在宽幅冷轧板带方面，2010年至2018年国内宽幅冷轧不锈钢板带产量与表观消费量分别由约335万吨、315万吨提升至约865万吨、815万吨，年均复合增速分别达到12.59%、12.62%。在精密冷轧板带方面，2010年至2018年国内精密冷轧不锈钢板带产量与表观消费量分别由约28万吨、30万吨增长至约47万吨、50万吨，年均复合增速分别达到6.69%、6.59%。相较于宽幅冷轧板带，精密冷轧板带需求总量规模较小，同时需求增速也相对较慢。但整体来看，近年来国内冷轧不锈钢板带基本自给自足，并且保持着较高的需求增长速度。

图26: 2018年宽幅冷轧板带表观需求量约815万吨


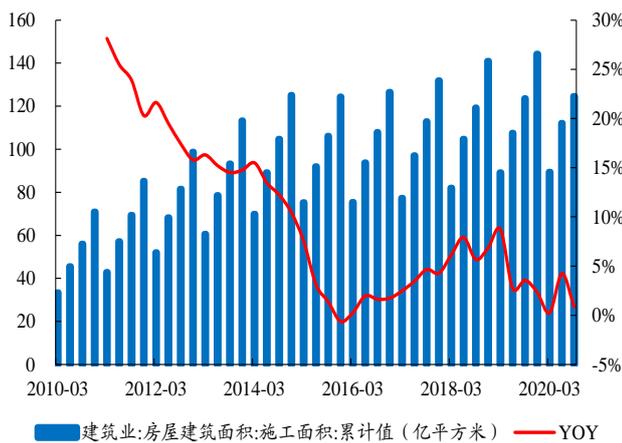
资料来源: 甬金股份招股说明书

图27: 2018年精密冷轧板带表观需求量约50万吨


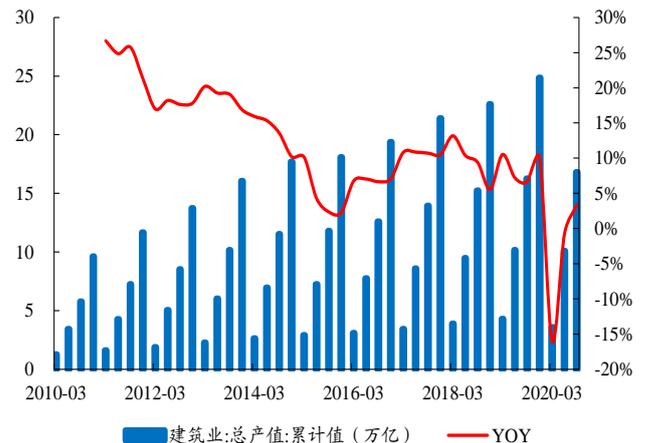
资料来源: 甬金股份招股说明书

2.1.2、建筑行业发展势头良好，拉动不锈钢板带终端需求高速增长

随着经济建设的大规模进行,我国建筑行业迅速发展,施工面积与产值规模不断扩张。在施工面积方面,2010年至2019年,国内建筑业施工面积由70.80亿平方米增长至144.15亿平方米,年均复合增速达到8.22%。在产值规模方面,2010年至2019年,国内建筑业总产值也由9.60万亿元提升至24.84万亿元,年均复合增速达到11.14%。近年来,国内建筑行业发展势头良好,这将直接带动下游建筑装饰、五金、电梯、家用电器、厨电厨具等行业的高速发展,进而拉动不锈钢板带下游终端需求的持续增长。

图28: 2010-2019年建筑业施工面积CAGR为8.22%


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

图29: 2010-2019年建筑业总产值CAGR为11.14%


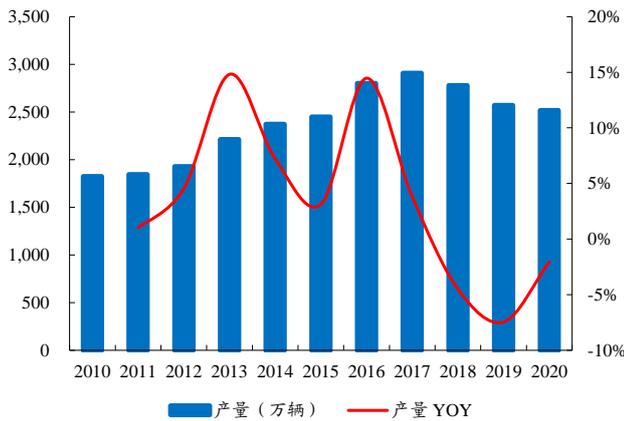
数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

2.1.3、汽车行业景气度逐渐复苏，进一步提升不锈钢板带需求量

2010年至2017年间,我国汽车行业整体发展速度较快,汽车总产量由1824.29万辆逐步提升至2907.33万辆,年均复合增速达到6.88%。2018年以来,受GDP增

速放缓、房地产去库存政策、国六排放标准出台等宏观经济与政策调整的影响，国内汽车行业景气度有所下滑，产量也随之下降。2019年，我国汽车行业全年累计产量2569.93万辆，同比下降幅度达到7.45%，增速创下近十年来最低值。在一季度受到疫情冲击的背景下，2020年国内汽车累计产量2517.09万辆，同比下降2.06%，降速较2019年有所放缓，而4月以来国内汽车行业景气度开始明显回暖，月产量同比增速平均值已经上行至12.59%。总体来看，现阶段我国汽车产量仍维持在较高水平，且行业景气度开始逐渐复苏，这将进一步提升对不锈钢板带的需求量。

图30: 2020年国内汽车产量降速有所放缓



数据来源：中汽协、开源证券研究所

图31: 2020年4月以来汽车行业景气度逐渐复苏

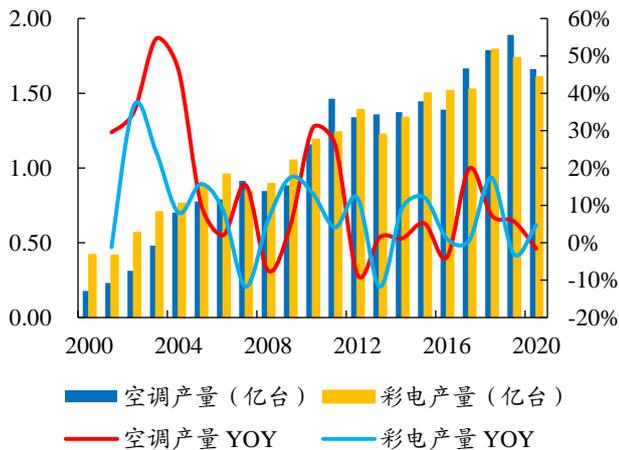


数据来源：中汽协、开源证券研究所

2.1.4、家电行业增速有所放缓，但仍为不锈钢板带需求提供有力支撑

作为不锈钢板带下游应用领域之一，国内家电行业已经度过高速增长期，目前行业增速开始有所放缓。根据国家统计局数据，2000年至2019年，国内空调与彩电年产量分别由1781万台、4201万台增长至1.89亿台、1.74亿台，年均复合增速分别达到13.24%、7.75%。分阶段来看，2015年以来二者增速均开始有所放缓，2015年至2019年，二者年产量年均复合增速分别降至6.94%、1.75%。此外，在洗衣机与电冰箱方面，2000年至2013年，二者年产量分别由1436万台、1272万台增长至7213万台、9635万台，年均复合增速达到13.22%、16.85%。但是2014年以后，二者年产量有所下滑，但目前已经逐步趋于稳定状态。整体来看，现阶段国内家电行业虽然已经度过了高速增长期，但是依旧维持在较高的产量水平，同时未来细分领域的进一步扩张仍有望扩大行业整体的增长空间，这将为不锈钢板带提供有力的需求支撑。

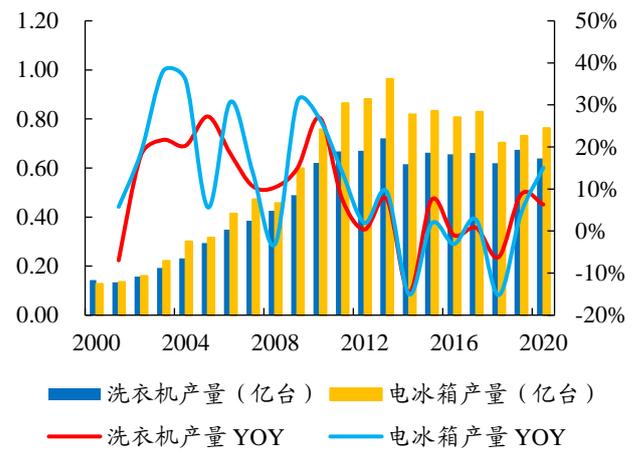
图32: 2015年以来空调与彩电产量增速有所下降



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

注: 2020年数据为1-11月累计产量及同比增速

图33: 2014年以后洗衣机与电冰箱产量有所下滑



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

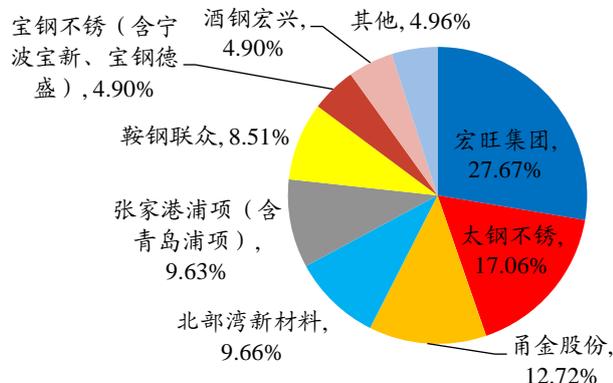
注: 2020年数据为1-11月累计产量及同比增速

2.2、供给端: 行业集中度较高, 龙头效应凸显

2.2.1、宽幅冷轧不锈钢板带: 产能利用率较高, 产量CR6高达85%

随着应用领域的不断拓展与行业渗透率的持续提升, 不锈钢板带市场需求日益旺盛。国内最先开展宽幅冷轧不锈钢板带业务的主要为国有企业如太钢集团, 随后外资企业也陆续进入中国市场, 如浦项制铁公司先后设立张家港浦项和青岛浦项。而民营企业进入该行业则相对较晚, 但以宏旺集团、甬金股份为代表的民营企业凭借其高效的决策机制和相对较低的管理及生产成本, 在市场竞争中崭露头角, 逐渐成为该市场领域中成长最快的企业, 二者合计市场份额已经超过4成。2018年, 国内宽幅冷轧不锈钢板带总产量约865万吨, 其中产量前六名企业分别为宏旺集团、太钢不锈钢、甬金股份、北部湾新材料、张家港浦项(含青岛浦项)、鞍钢联众, 产量合计约737万吨, 占比85.25%。

图34: 2018年宽幅冷轧不锈钢板带产量CR6为85.25%



数据来源: 甬金股份招股说明书、开源证券研究所

表5: 国内宽幅冷轧不锈钢板带产能集中于少数企业

企业名称	企业性质	企业介绍
太钢不锈	国有企业	集铁矿山采掘和钢铁生产、加工、配送、贸易为一体的特大型钢铁联合企业，也是全球不锈钢行业领军企业，几大系列产品囊括了板、管、型、线、带和超薄、超宽、超厚等极限规格，实现了不锈钢品种规格的全覆盖。
宝钢不锈	国有企业	拥有宝钢德盛和宁波宝新等生产基地，具有配套完整的炼铁、炼钢、热轧、冷轧等全流程不锈钢生产线。
北部湾新材料	国有企业	一家从红土镍矿冶炼到镍铬合金宽板冷轧成品全流程覆盖不锈钢企业，已形成流程复合、产品多元、成本集约、高附加值的镍铬合金产业链，拥有 200 系、300 系、400 系等生产线，生产涵盖工业级和食品级等多领域高端系列不锈钢产品。
鞍钢联众	国有企业	公司是炼钢、热轧、冷轧一贯作业的专业不锈钢生产基地，主要生产不锈钢扁钢胚、不锈钢钢板、热轧不锈钢黑皮钢卷、热轧不锈钢钢卷、冷轧不锈钢钢卷、光亮不锈钢 BA 钢卷等产品，钢种遍及 200 系、300 系、400 系。
酒钢宏兴	国有企业	目前已形成集采矿、选矿、烧结、焦化、炼铁、炼钢、热轧、冷轧以及不锈钢生产等完整的钢铁生产一体化产业链条，产品涵盖了碳钢及不锈钢两大类，包括线材、棒材、中厚板、热轧板、冷轧薄板、镀锌板、不锈钢热轧及冷轧等多种产品。
甬金股份	民营企业	主营业务为冷轧不锈钢板带的研发、生产和销售，产品覆盖精密冷轧不锈钢板带和宽幅冷轧不锈钢板带两大领域。
宏旺集团	民营企业	公司是专业生产冷轧不锈钢卷板和彩钢精加工产品的企业集团，核心产品为 200 系、300 系、400 系冷轧不锈钢卷板以及整卷、平板彩钢精加工产品。
张家港浦项	中外合资	由韩国的浦项制铁公司和江苏沙钢集团有限公司共同投资建设，是专业生产不锈钢的中外合资企业。

资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

国内宽幅冷轧板带生产企业产能利用率差异较大，但整体仍处于较高水平。作为国内宽幅冷轧不锈钢板带的主要生产企业，2018 年，甬金股份、宏旺集团、太钢不锈、张家港浦项（含青岛浦项）、鞍钢联众、宁波宝新产能利用率分别达到 132.89%、97.33%、88.24%、126.88%、92.23%、113.33%。整体来看，虽然宽幅冷轧不锈钢板带生产企业的产能利用率差异较大，但整体上依旧处于较高水平，头部企业订单较为饱满。

表6: 宽幅冷轧板带主要生产企业产能利用率较高

企业名称	2018 年产能利用率
甬金股份	132.89%
宏旺集团	97.33%
太钢不锈	88.24%
张家港浦项（含青岛浦项）	126.88%
鞍钢联众	92.23%
宁波宝新	113.33%

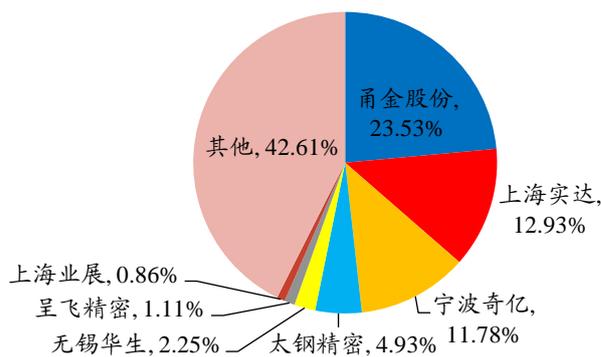
数据来源：甬金股份招股说明书、开源证券研究所

2.2.2、精密冷轧不锈钢板带：民营、中外合资、台资企业成为市场供给的绝对主力

相较于宽幅冷轧，精密冷轧不锈钢板带属于冷轧不锈钢领域的高端产品，具备技术水平高、附加值高、定制化程度高等特点。国内精密冷轧不锈钢板带行业发展历史较短，成立于1998年的上海实达是国内第一家生产企业。经过20余年的发展，我国精密冷轧不锈钢板带行业在产能与技术水平方面均实现了迅速提升。目前，我国精密冷轧不锈钢板带领域较大规模生产企业数量基本稳定在20家左右。2018年，国内精密冷轧板带总产量约47万吨，产量前四强企业分别为甬金股份、上海实达、宁波奇亿、太钢精密，产量合计约25万吨，占比53.17%，其中甬金股份产量占比23.53%，属于绝对的行业龙头。

此外，与宽幅冷轧不锈钢板带行业供给格局不同，甬金股份、呈飞精密、无锡华生、上海业展均为民营企业，而上海实达与宁波奇亿分别为中外合资企业、台资企业，仅有太钢精密属于国有企业。我们认为出现这种情况的原因主要在于，相较于宽幅冷轧板带，精密冷轧板带整体市场空间较小，因此大型国有企业很少涉足，进而以民营企业成为该市场的绝对主力。

图35：2018年精密冷轧不锈钢板带产量CR4为53.17%



数据来源：甬金股份招股说明书、开源证券研究所

表7：国内精密冷轧不锈钢板带领域以民营企业居多

企业名称	企业性质	企业介绍
甬金股份	民营企业	主营业务为冷轧不锈钢板带的研发、生产和销售，产品覆盖精密冷轧不锈钢板带和宽幅冷轧不锈钢板带两大领域。
呈飞精密	民营企业	专业生产、销售精密不锈钢带钢、钛基合金、镍基合金、铜基合金的压延制造企业
无锡华生	民营企业	公司产品为不锈钢精薄带材、钛带及钛箔，可生产厚度0.02mm及以上的高精密带材，包括各种性能、不同表面状态及特殊要求的超薄、超硬精密带材。
上海业展	民营企业	研发、生产、销售精密钢带的高新技术科技企业，主要产品为精密钢带材，厚度：0.04mm-1mm，宽度：6mm-650mm，包括各种牌号、硬度级别、各种表面状态或有特殊要求的超薄、超平、超硬的精密不锈钢带。
上海实达	中外合资	由美国 Allegheny Ludlum, LLC 和中国宝钢集团有限公司共同组建，专业生产 AISI200、300、400 系列、厚度 0.03~1.50mm、宽度 3~1250mm, 各种调质硬度、表面状态、或特殊要求的冷轧不锈钢精密带材-产品。
宁波奇亿	台资企业	专业从事高精密不锈钢带材的研发、生产和销售，目前主要生产 201、301、304、304L、310S、316L、430 等各种不锈钢牌号的软态、硬态、超硬态精密冷轧不锈钢带、钢板及钢卷。
太钢精密	国有企业	太钢不锈的控股子公司，产品定位为不锈钢带材领域的高端产品，厚度在 0.02—0.5mm 之间，具备优异的

企业名称 企业性质

企业介绍

强度、精度、表面粗糙度等。

资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

2.2.3、龙头企业成为新增产能的主力，行业集中度有望进一步提升

虽然精密冷轧板带具备一定的技术含量，但整体上来看，现阶段国内冷轧不锈钢板带依旧属于成本竞争型行业。在新增产能方面，2020年冷轧不锈钢板带行业投产或开工的项目产能合计约295万吨，且主要集中于行业龙头，这些企业正凭借规模化生产带来成本优势以及技术、市场等优势逐步进行产能扩张，现已成为新增产能的主力军。在此背景下，我们预计，未来国内冷轧不锈钢板带行业集中度将进一步加强，龙头效应也将进一步凸显。

表8：冷轧板带新增产能集中于行业龙头企业

生产单位	项目名称	开工时间	投产时间
甬金股份	年产28万吨宽幅冷轧板带项目	-	2020年4月
	年加工7.5万吨超薄精密不锈钢板带项目	2018年10月	第一条线2020年底投入试生产，第二条线预计2021年6月投产。
	年加工12.5万吨精密冷轧不锈钢生产线项目 (浙江迁建项目一期)	2020年5月	预计2021年7月
	年加工9.5万吨高性能优特不锈钢材料技改项目	预计2021年4月	预计2021年8月
	年加工40万吨宽幅精密不锈钢板带项目	2020年年底	预计2022年初
	年产能25万吨精密不锈钢板带项目	2020年10月	预计2022年1月
	年加工19.5万吨超薄精密不锈钢板带项目 (浙江迁建项目二期)	预计2021年7月	预计2022年年底
阳江宏旺实业有限公司	二期年产50万吨高品质精密不锈钢板带项目 (包括热轧酸洗白皮卷板和冷轧薄板成品)	-	2020年11月
宁波宝新不锈钢有限公司	年产3万吨汽车用不锈钢冷轧超薄宽幅带钢项目	-	2020年12月
山东泰嘉新材料科技有限公司	年产30万吨冷轧不锈钢板材深加工项目	-	2020年12月
东北大学	年产1.08万吨不锈钢精密带钢冷轧项目	-	预计2021年3月
河南永辉不锈钢有限公司	年产15万吨高端不锈钢精密薄板及5万吨高端制品项目	-	预计2021年6月
广西柳钢中金不锈钢有限公司	柳钢中金不锈钢冷轧项目 (包括48万吨0.12至1.5mm厚度不锈钢冷轧卷产能)	2020年3月	-
鑫峰特钢有限公司	100万吨高品质不锈钢连续固溶酸洗生产线项目 (包括30万吨不锈钢冷轧带、70万吨不锈钢高速线材)	2020年9月	-

资料来源：公司公告、政府网站、51不锈钢网、开源证券研究所

2.3、行业小结：下游需求向好，强者恒强局面已现

需求方面，以建筑装饰、汽车、家电为代表的冷轧不锈钢板带下游应用领域近年

来发展态势良好，可以为其提供有力的需求支撑。截至 2018 年，国内宽幅冷轧板带与精密冷轧板带表观需求量分别在 815 万吨、50 万吨左右，同时二者每年分别可以保持 13%、7% 左右的需求增速。

供给方面，国内冷轧不锈钢板带行业集中度较高，宽幅冷轧板带产量 CR6 与精密冷轧板带产量 CR4 分别达到 85%、53%。同时龙头企业正凭借规模化生产带来成本优势以及技术、市场等优势逐步进行产能扩张，现已成为新增产能的主力军，**预计未来国内冷轧不锈钢板带行业将进入强者恒强时期。**

以上供需格局的变化为甬金股份提供了良好的发展契机。公司作为宽幅冷轧与精密冷轧不锈钢板带领域的双龙头企业，近年来紧握下游需求平稳增长的机遇，依托自身成本、技术、销售等优势不断加快产能扩张步伐，正在逐步巩固并加强自身的龙头地位。

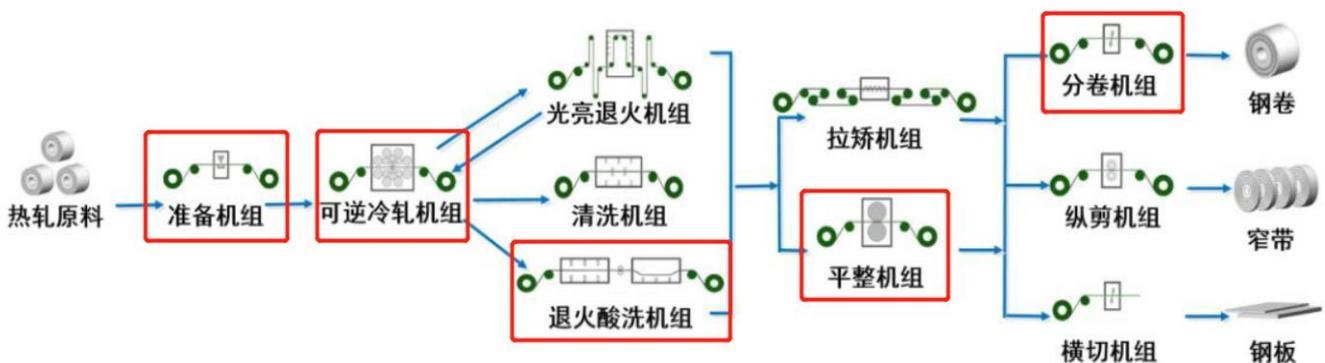
3、甬金股份：产能加速扩张，助力公司新一轮腾飞

3.1、成本优势显著，超额利润丰厚

3.1.1、自主研发设计生产装备，奠定折旧成本优势

自主研发设计生产线，折旧成本优势显著。公司于 2010 年设立装备研发中心，专门从事不锈钢冷轧生产装备的设计和研发，截至 2020 年 6 月 30 日，公司已累计自主设计研发出 16 台二十辊可逆式精密冷轧机组、5 套连续退火酸洗机组、2 台平整机组、8 台准备机组和 8 台分卷机组。其中，2017 年公司还实现了若干台/套冷轧生产装备的对外销售，足以反映出公司自主设计研发的冷轧主体装备已达到行业先进水平。针对同类型设备，**公司自主研发的投资成本仅为进口设备的 40%**。通过自主设计研发生产线，公司大幅降低了生产装备的投资成本，为后续生产中的折旧成本优势奠定了基础。此外，产线的自主设计研发有利于减少公司资本开支，减轻现金流压力，也可以在一定程度上避免公司增加有息负债规模和相应的财务费用支出。

图36: 公司科研实力雄厚，自主设计研发生产装备



资料来源：招股说明书

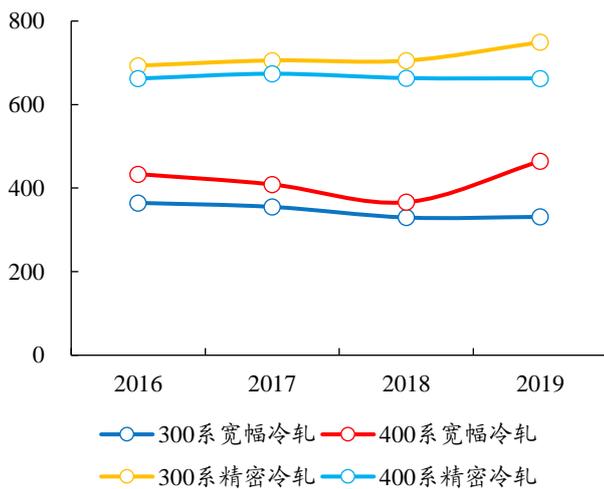
注：红色方框内为公司自主设计研发的装备

3.1.2、精细化管理成效十足，助力公司降本增效

在日常管理方面，公司作为民营企业，充分发挥自身管理积极性、主动性以及管理机制的灵活性等优点，专注于精细化管理领域。（1）一方面，公司灵活设置工作岗位、优化岗位职责，进而提高生产效率、降低人工成本；（2）另一方面，公司生产设备先进，同时通过优化生产流程、改进生产工艺，实现原材料资源的高效合理利用，进一步提高产品成材率、降低产品综合生产成本。目前，公司主营产品 300 系宽幅冷轧板带成材率可以达到 99.5%，经过我们的测算，在原材料 14500 元/吨的情况下，成材率每提高 1% 便可以为公司在原料端带来成本节约 35 元/吨。

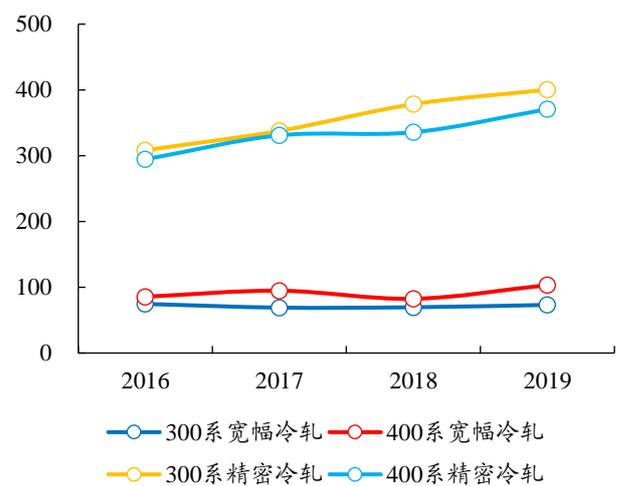
此外，通过拆分 2016 年至 2019 年各系列产品的生产成本，我们可以发现，公司宽幅冷轧产品平均人工成本与制造费用均处于较低水平，二者分别约为 80 元/吨、380 元/吨。精密冷轧产品生产工艺复杂、生产流程较长，因此其平均人工成本与制造费用高于宽幅冷轧产品，分别约为 350 元/吨、700 元/吨。

图37：宽幅冷轧产品平均制造费用约 380 元/吨



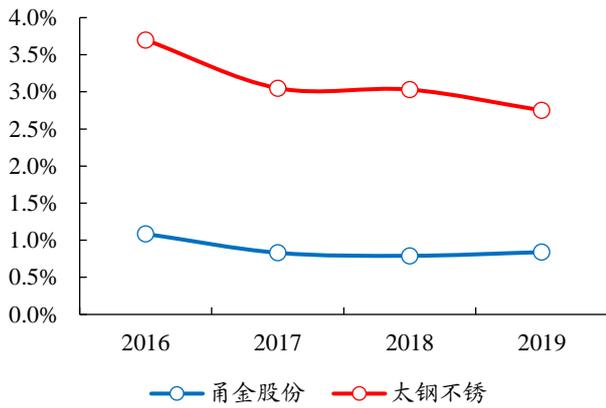
数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：宽幅冷轧产品平均人工成本约 80 元/吨



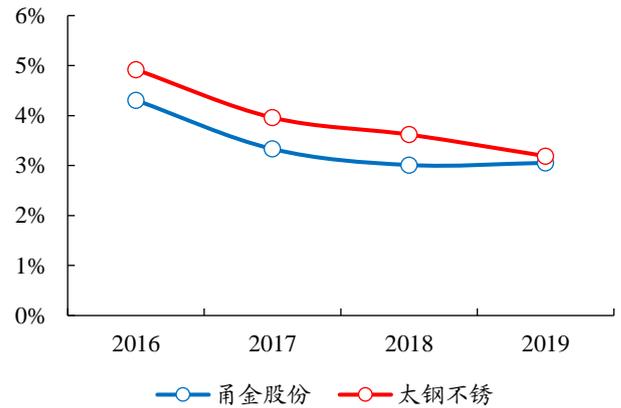
数据来源：Wind、开源证券研究所

同时，在人工成本与折旧成本方面，我们选取了上市公司太钢不锈的不锈钢材业务与公司进行对比分析。2016-2019 年，公司人工成本占营业成本比重的平均值仅为 0.89%，而同一时期，太钢不锈的不锈钢材业务的该项数据高达 3.13%。同时，在折旧方面，2016-2019 年太钢不锈的不锈钢材业务折旧成本占营业成本比重的平均值为 3.92%，同一时期，公司制造费用/营业成本的平均值为 3.43%。而公司制造费用除了包含折旧以外，还包括生产部门发生的水电费、无形资产摊销、车间管理人员的职工薪酬等，即便在此背景下，公司的平均值仍低于太钢不锈，可见公司折旧成本优势显著。

图39: 公司人工成本占比远低于太钢不锈


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 太钢不锈采用的为其不锈钢材业务的数据

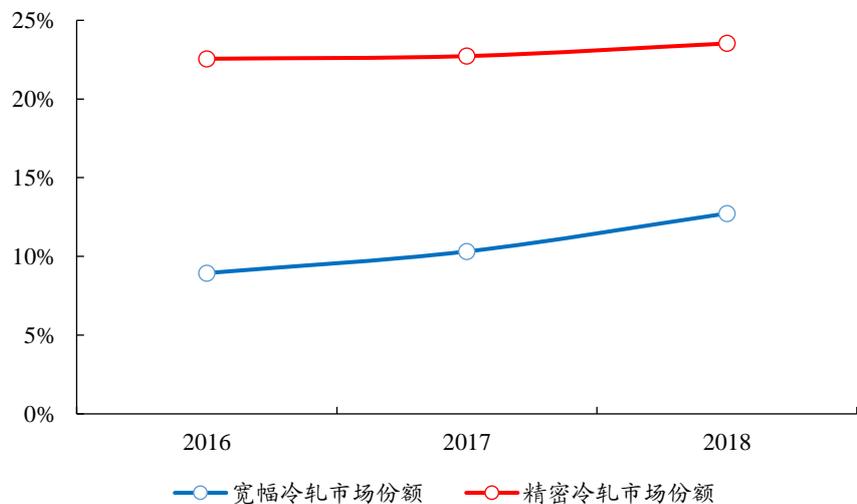
图40: 公司制造费用占营业成本比重呈下降趋势


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 1、图中太钢不锈数据为折旧/营业成本; 2、太钢不锈采用的为其不锈钢材业务的数据

3.1.3、产能位居行业前列，规模化生产优势突出

公司作为宽幅冷轧板带与精密冷轧板带领域的双龙头企业，近年来产品市场份额不断提升。2016年，公司宽幅冷轧产品与精密冷轧产品市场份额分别为8.94%、22.55%，截至2018年，二者分别已经提升至12.72%、23.53%。同时，截至2019年年底，公司累计拥有精密冷轧板带年产能10.45万吨、宽幅冷轧板带年产能100万吨，二者合计年产能110.45万吨，产能规模位居行业前列。较大的产能规模可以为公司在原材料采购、固定成本分摊等方面带来相应的成本优势，进而降低产品的综合生产成本，增强市场竞争力。此外，随着未来新增项目的逐步投产，公司总体产能规模与市占率水平也将步入崭新的台阶，届时规模化生产带来的成本优势也更加显著。

图41: 公司在宽幅及精密冷轧领域均保持较高的市场份额


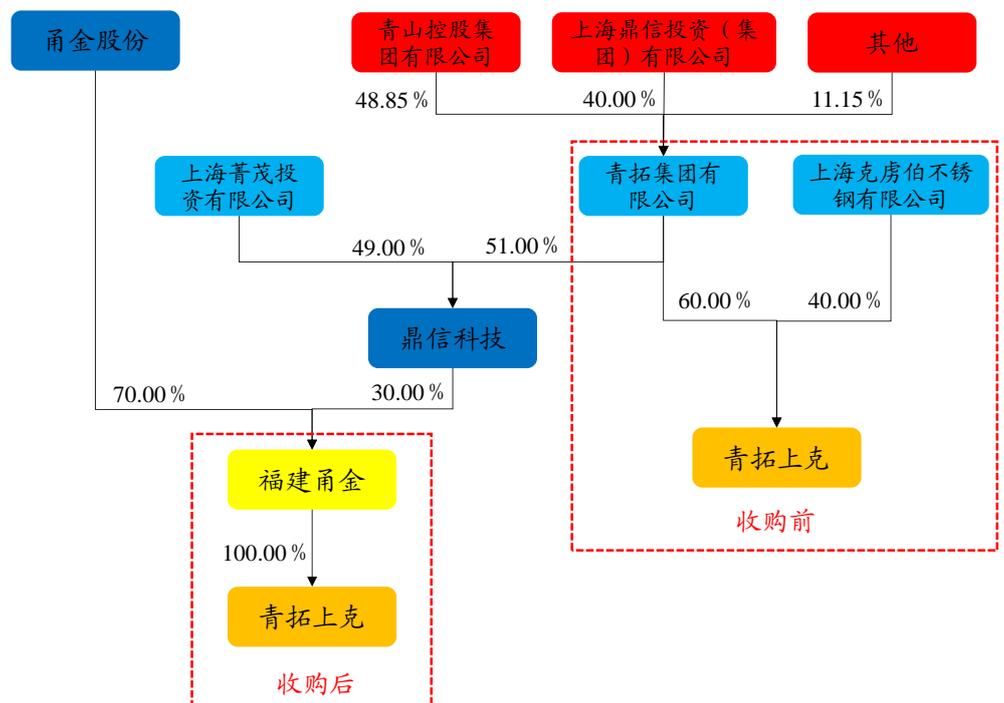
数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

3.2、背靠青山集团，与上游龙头携手前行

作为国内不锈钢粗钢龙头，青山集团正不断加快产能扩张步伐。青山控股集团有限公司成立于 2003 年，总部位于浙江温州，专业从事不锈钢钢锭、钢棒、板材、线材、无缝管等产品的生产、销售业务。目前公司生产基地已遍布全球，覆盖了中国、美国、印度、印尼、津巴布韦等多个国家。同时近年来，公司不断加快产能扩张步伐，2014 年公司不锈钢粗钢总产量 453 万吨，但截至 2019 年，公司国内不锈钢粗钢产量已经达到 919 万吨，占比国内市场总量的 30% 以上。此外，2020 年 9 月，公司宣布将在广东阳江新增 400 万吨不锈钢产能，将进一步稳固行业龙头地位。

青山集团作为公司关联方，双方合作日益紧密。根据企查查数据显示，青山集团下属二级子公司鼎信科技持有公司控股子公司福建甬金 30% 股权，因此青山集团是公司关联方。此外，根据公司 2020 年 11 月 10 日发布的《关于控股子公司签署股权收购协议的公告》，公司控股子公司福建甬金拟采用 3 亿元现金收购青拓集团和上海克虏伯持有的青拓上克 60%、40% 股权。青拓上克为青山集团下属二级子公司，主营精密冷轧不锈钢的生产与销售，现有冷轧不锈钢产能 30 万吨/年。通过收购青拓上克，公司不仅扩张了冷轧产能规模，而且进一步深化了与青山集团的合作。

图42: 公司与青山集团的合作逐渐深入

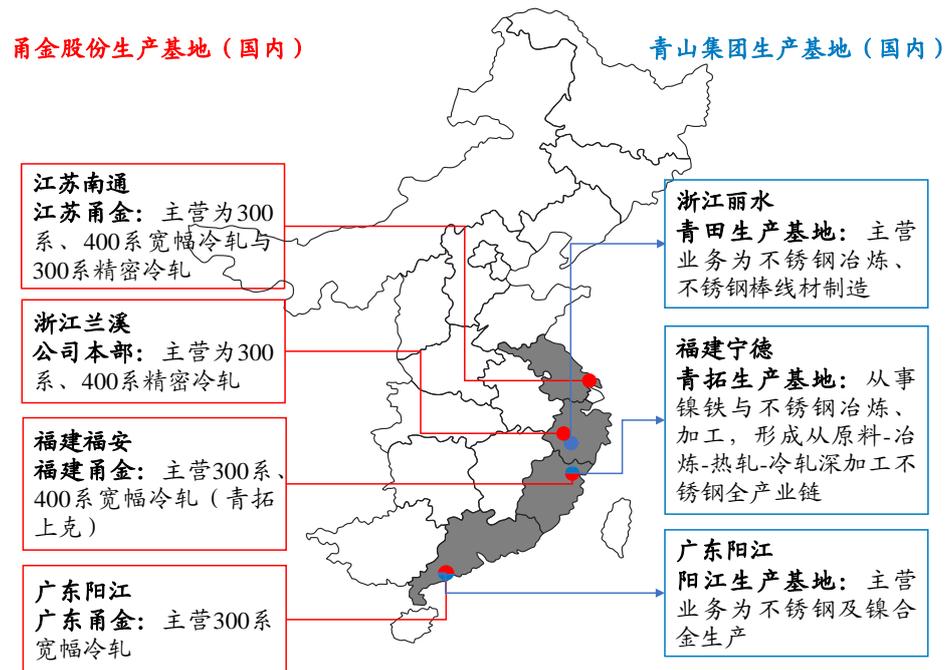


资料来源：Wind、开源证券研究所

与上游龙头携手前行，公司未来成长可期。青山集团作为上游不锈钢粗钢行业的龙头企业，与公司之间始终保持良好的合作伙伴关系：（1）一方面，公司生产基地布局紧随青山集团的步伐。公司浙江本部及控股子公司福建甬金、广东甬金分别紧邻青山集团的浙江丽水青田生产基地、福建宁德青拓生产基地与广东阳江生产基地，

这有利于缩短原材料运输时间、降低原材料运输成本，从而进一步增强公司产品竞争力。(2)另一方面，公司产能扩张紧跟上游青山集团产能扩张节奏。2017年至2019年，公司与青山集团及其同一控制下企业发生的关联采购占公司采购总额的比例分别达到34.87%、23.56%、25.81%。通过与青山集团的合作，公司进一步确保了原材料供应渠道的稳定。此外，作为不锈钢粗钢龙头，近年来青山集团产能不断扩张，而公司处于其下游的冷轧环节，产能也随之持续增长。在青山集团进行产能扩张过程中，公司未来仍有望进一步扩大产能规模，实现产销量水平的持续提升。

图43: 公司生产基地布局紧随青山集团的步伐



资料来源: 公司公告、青山集团公司官网、开源证券研究所

3.3、技术实力雄厚，为研发、生产保驾护航

通过十几年生产经验的积累和自主研发创新，公司取得了冷轧不锈钢板带生产的一系列核心技术。截至2020年6月30日，公司共获得115项专利，其中发明专利18项，实用新型专利97项。同时，公司自主研发的“精密冷轧不锈钢超薄板钢带”、“家用电器面板用精密不锈钢板带”、“300系列奥氏体光亮面精密不锈钢板带”及“车用特宽超薄不锈钢板带”等四项产品先后被认定为高新技术产品，公司的精密冷轧不锈钢超薄板钢带也成功入选为国家火炬计划项目。此外，公司自主研发设计生产设备并成功实现自研设备的对外出售更是很好地展示了公司强大的研发力量。综上所述，雄厚的技术实力将为公司新产品尤其是精密冷轧产品的研发、生产提供重要保障，也将推动未来各类新增项目的顺利落地投产。

3.4、下游需求利好叠加公司竞争优势，保障新增项目持续放量

截至2019年年底，公司累计拥有精密冷轧板带年产能10.45万吨、宽幅冷轧板

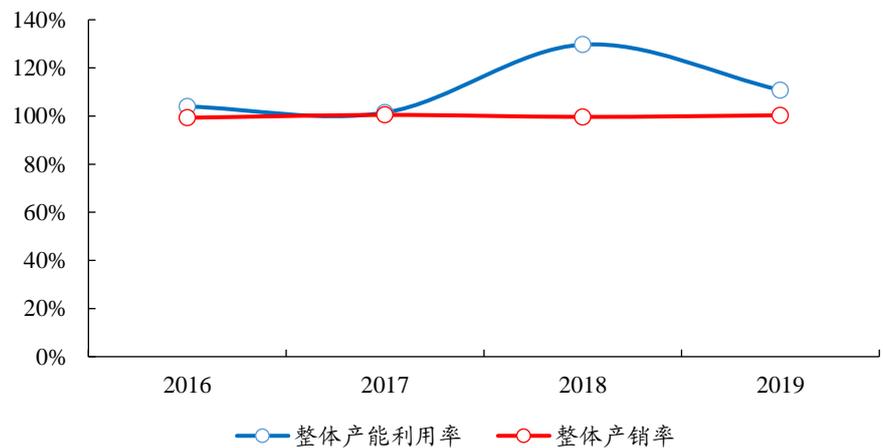
带年产能 100 万吨，二者合计年产能 110.45 万吨。2020 年，广东甬金宽幅冷轧一期项目（28 万吨）正式投产，此外福建甬金收购青拓上克，新增宽幅冷轧产能 30 万吨/年。随着公司本部一期迁建项目等项目的陆续投产，我们预计，截至 2023 年年底，公司冷轧不锈钢板带总产能将达到 304 万吨/年，较 2019 年总体产能增长将超过 1.7 倍。然而面对新增产能，公司又如何进行有效消化？回答这个问题，我们可以从行业下游需求与公司竞争优势两个维度来看：

在下游需求方面，以建筑装饰、汽车、家电为代表的冷轧不锈钢板带下游应用领域近年来发展态势良好，国内宽幅冷轧板带与精密冷轧板带每年分别可以保持 13%、7% 左右的需求增速，这将为公司新增产能提供有力的需求支撑。

在竞争优势方面，（1）公司所处的冷轧不锈钢板带加工行业属于成本竞争性行业，而公司在生产设备折旧、人工、成材率等方面均具备显著的成本优势。受益于这种优势，公司在产能利用率与产销率方面均保持较高水平，2019 年二者分别达到 110.77%、100.30%。（2）同时，公司技术实力雄厚，也将为研发、生产提供重要保障。（3）在销售端，公司下游客户分为不锈钢加工企业、不锈钢贸易企业和终端制造企业等，客户相对分散，同时产品应用领域也比较广泛，这削弱了单一客户或者单一领域需求回落对公司整体销售情况产生的负面影响，也为公司发掘新的业务机会、开拓新的销售领域提供了良好契机。

综上所述，公司未来将继续紧握行业需求平稳增长的发展机遇，同时继续依托自身在成本、技术、销售等方面的竞争优势，致力实现新增项目的全面放量，进而助力公司业绩的高速增长。

图44：公司整体产能利用率与产销率均保持较高水平



数据来源：公司公告、招股说明书、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

我们对公司盈利预测做出以下假设：

（1）300 系宽幅冷轧板带：我们假设 2020 年至 2022 年，300 系宽幅冷轧板带年销量分别为 113 万吨、138 万吨、200 万吨，同时吨毛利分别为 560 元、550 元、

540 元。

(2) 400 系宽幅冷轧板带：我们假设 2020 年至 2022 年，400 系宽幅冷轧板带年销量分别为 12 万吨、26 万吨、33 万吨，同时吨毛利分别为 880 元、860 元、840 元。

(3) 300 系精密冷轧板带：我们假设 2020 年至 2022 年，300 系精密冷轧板带年销量分别为 4 万吨、10 万吨、14 万吨，同时吨毛利分别为 3300 元、2440 元、2000 元。

(4) 400 系精密冷轧板带：我们假设 2020 年至 2022 年，400 系精密冷轧板带年销量分别为 6.45 万吨、2 万吨、2 万吨，同时吨毛利分别为 1700 元、1650 元、1600 元。

表9：公司业绩拆分与盈利预测

报告期	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
300 系宽幅冷轧板带					
营业收入 (亿元)	136.94	139.37	148.71	180.78	260.80
营收 YOY		1.77%	6.70%	21.57%	44.26%
营业成本 (亿元)	130.68	133.68	142.38	173.19	250.00
毛利 (亿元)	6.26	5.68	6.33	7.59	10.80
毛利率	4.57%	4.08%	4.26%	4.20%	4.14%
400 系宽幅冷轧板带					
营业收入 (亿元)	3.95	4.63	8.80	18.93	23.86
营收 YOY		17.19%	90.02%	115.19%	26.05%
营业成本 (亿元)	3.54	4.00	7.74	16.69	21.09
毛利 (亿元)	0.41	0.63	1.06	2.24	2.77
毛利率	10.38%	13.58%	12.01%	11.81%	11.62%
300 系精密冷轧板带					
营业收入 (亿元)	5.81	5.58	7.36	17.49	23.80
营收 YOY		-3.91%	31.84%	137.64%	36.08%
营业成本 (亿元)	4.80	4.55	6.04	15.05	21.00
毛利 (亿元)	1.01	1.04	1.32	2.44	2.80
毛利率	17.38%	18.55%	17.93%	13.95%	11.76%
400 系精密冷轧板带					
营业收入 (亿元)	7.68	7.22	6.03	1.85	1.84
营收 YOY		-5.96%	-16.50%	-69.26%	-0.86%
营业成本 (亿元)	6.29	5.97	4.93	1.52	1.52
毛利 (亿元)	1.39	1.25	1.10	0.33	0.32
毛利率	18.10%	17.32%	18.18%	17.80%	17.41%
宽幅金属层状复合材料					
营业收入 (亿元)					7.26
营收 YOY					
营业成本 (亿元)					6.60
毛利 (亿元)					0.66

报告期	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率					9.09%
		其他			
营业收入 (亿元)	2.12	1.47	2.50	3.00	3.50
营收 YOY		-30.66%	70.07%	20.00%	16.67%
营业成本 (亿元)	1.81	1.18	2.00	2.45	2.85
毛利 (亿元)	0.31	0.29	0.50	0.55	0.65
毛利率	14.62%	19.73%	20.00%	18.33%	18.57%
		总计			
营业收入 (亿元)	156.50	158.27	173.39	222.05	321.06
营收 YOY		1.13%	9.56%	28.06%	44.59%
营业成本 (亿元)	147.12	149.38	163.09	208.91	303.06
毛利 (亿元)	9.38	8.89	10.30	13.15	18.00
毛利率	5.99%	5.62%	5.94%	5.92%	5.61%

数据来源: Wind、开源证券研究所

我们选取了上市公司久立特材、太钢不锈、中信特钢进行估值比较。公司当前 PE 为 17.59 倍，低于可比公司 19.96 倍的平均 PE。同时，我们预计公司 2022 年 PE 为 9.07 倍，远低于可比公司 2022 年 16.18 倍。我们认为，公司作为宽幅冷轧与精密冷轧不锈钢板带领域的双龙头企业，近年来紧抓下游需求平稳增长的机遇，依托自身成本竞争优势不断加快产能扩张步伐，而产能的加速扩张将推动公司各类产品持续放量，进而助力公司业绩的高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.05 亿元、5.44 亿元、7.86 亿元，EPS 分别为 1.74 元、2.34 元、3.37 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 17.6 倍、13.1 倍、9.1 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

表10: 可比公司盈利预测与估值

股票代码	公司简称	收盘价	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				PB (倍)			
		2021年1月22日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
002318.SZ	久立特材	13.10	64.68	20.91	10.34	8.82	15.79	21.17	19.19	17.63	2.45	3.27	2.96	2.58
000825.SZ	太钢不锈	3.72	-57.43	-39.02	13.66	17.43	11.00	16.40	14.43	12.29	0.73	0.64	0.62	0.59
000708.SZ	中信特钢	27.27	50.45	14.59	9.93	8.91	12.64	22.30	20.29	18.62	2.70	4.41	3.91	3.50
	平均						13.14	19.96	17.97	16.18	1.96	2.77	2.49	2.22
603995.SH	甬金股份	30.60	0.48	21.78	34.30	44.45	18.82	17.59	13.10	9.07	2.16	2.27	1.98	1.67

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除甬金股份外, 其余公司的盈利预测与估值均来自 Wind 的一致预期。

5、风险提示

产能投放不及预期、原材料价格大幅波动、下游需求放缓等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	970	2783	2681	3398	4003
现金	324	1410	901	1270	1606
应收票据及应收账款	134	139	150	220	315
其他应收款	44	36	63	115	142
预付账款	17	314	316	424	493
存货	451	511	1120	1201	1223
其他流动资产	0	372	131	168	224
非流动资产	2047	2407	3093	3829	4627
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1753	1636	1996	2472	3039
无形资产	187	182	196	219	250
其他非流动资产	108	589	900	1139	1338
资产总计	3017	5190	5774	7227	8630
流动负债	1226	1664	1916	2805	3324
短期借款	412	371	355	552	625
应付票据及应付账款	366	633	1179	1433	1757
其他流动负债	448	660	382	820	942
非流动负债	111	362	381	405	480
长期借款	0	175	201	245	305
其他非流动负债	111	187	181	160	176
负债合计	1338	2026	2297	3210	3805
少数股东权益	239	266	333	423	553
股本	173	231	233	233	233
资本公积	210	1327	1327	1327	1327
留存收益	1058	1339	1685	2127	2721
归属母公司股东权益	1441	2897	3144	3595	4272
负债和股东权益	3017	5190	5774	7227	8630

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	816	389	548	1213	1396
净利润	387	388	472	634	916
折旧摊销	155	158	153	200	259
财务费用	58	26	32	42	53
投资损失	2	-1	2	1	1
营运资金变动	225	-182	-109	336	168
其他经营现金流	-12	-1	-2	-0	-1
投资活动现金流	-175	-630	-838	-937	-1056
资本支出	196	331	676	742	797
长期投资	18	-300	0	0	0
其他投资现金流	39	-599	-162	-195	-259
筹资活动现金流	-582	1197	-218	93	-3
短期借款	-218	-41	-16	197	73
长期借款	0	175	26	45	59
普通股增加	0	58	2	0	0
资本公积增加	0	1117	0	0	0
其他筹资现金流	-365	-112	-231	-149	-136
现金净增加额	59	952	-509	368	337

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	15650	15828	17339	22205	32106
营业成本	14713	14939	16309	20891	30305
营业税金及附加	30	29	32	41	60
营业费用	115	111	121	144	193
管理费用	46	47	51	66	95
研发费用	219	223	234	255	273
财务费用	58	26	32	42	53
资产减值损失	-5	0	0	0	0
其他收益	17	28	30	32	34
公允价值变动收益	0	0	2	1	1
投资净收益	-2	1	-2	-1	-1
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	489	480	590	797	1161
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	489	482	591	798	1163
所得税	102	94	119	164	247
净利润	387	388	472	634	916
少数股东损益	56	55	67	90	130
归母净利润	331	333	405	544	786
EBITDA	659	632	738	1001	1423
EPS(元)	1.42	1.43	1.74	2.34	3.37

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	28.6	1.1	9.6	28.1	44.6
营业利润(%)	37.0	-1.9	22.9	35.2	45.6
归属于母公司净利润(%)	52.6	0.5	21.8	34.3	44.5
获利能力					
毛利率(%)	6.0	5.6	5.9	5.9	5.6
净利率(%)	2.1	2.1	2.3	2.5	2.4
ROE(%)	23.1	12.3	13.6	15.8	19.0
ROIC(%)	19.5	10.3	12.0	13.9	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	44.3	39.0	39.8	44.4	44.1
净负债比率(%)	16.7	-19.8	-4.2	-7.1	-9.6
流动比率	0.8	1.7	1.4	1.2	1.2
速动比率	0.4	1.0	0.6	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	5.0	3.9	3.2	3.4	4.0
应收账款周转率	73.6	115.8	120.0	120.0	120.0
应付账款周转率	35.9	29.9	18.0	16.0	19.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.43	1.74	2.34	3.37
每股经营现金流(最新摊薄)	3.50	1.67	2.35	5.21	5.99
每股净资产(最新摊薄)	6.18	12.43	13.48	15.42	18.32
估值比率					
P/E	21.5	21.4	17.6	13.1	9.1
P/B	4.9	2.5	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	11.6	10.7	9.9	7.3	5.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn