

甬金股份(603995)

不锈钢冷轧龙头，未来确定性成长
——甬金股份深度报告

✍️：马金龙 执业证书编号：S1230520120003
☎️：
✉️：majinlong@stocke.com.cn

投资要点

❑ 不锈钢行业龙头集中，制造、消费升级打开需求增长空间

不锈钢是制造和消费升级所需的中高端材料，高端不锈钢产品是新材料产业中重要的金属材料之一。我国不锈钢行业仍处于快速发展阶段。我国不锈钢产量由2013年的1898.40万吨增长到2020年的3013.9万吨，占世界不锈钢粗钢总产量的比重由2013年的49.30%上升到2020年的59.22%。2020年国内不锈钢行业形成福建、广东、广西、江苏无锡四大集群，行业前十企业包括宝武太钢、青山、北部湾新材料、江苏德龙等，份额占比81%。从需求端来看，我国人均不锈钢表观消费量为18.29千克，同比增加1.11千克，增长6.5%。受疫情影响，中国外其余地区消费量在去年有所下降，我国人均不锈钢表观消费量首次超过日本和德国（疫情前为20kg以上），但与制品制造业发达的意大利、中国台湾、韩国人均30kg以上比较。如果考虑到间接出口，我国人均不锈钢消费量更低，因此，中国不锈钢人均消费量仍有增长空间。

❑ 公司与行业龙头深度融合发展，占据冷轧不锈钢行业第一梯队位置

公司业务属于不锈钢板带材产业链中最后环节，因此上游热轧不锈钢卷供应稳定性及产品质量控制，对公司发展至关重要。青山控股集团是目前全球不锈钢龙头企业，产量约占全球的20%。多年来公司深度与青山集团融合发展，其中青山间接持股公司规模最大子公司福建甬金30%。在业务经营合作上，福建甬金、青拓上克生产基地紧邻青山福建宁德生产基地布局。广东甬金生产基地紧邻广东广青金属科技有限公司（青山参股企业）布局，便于原料直接采购和运输。于青山的深度合作既保证了公司的原料供应，也使得公司在产业链中的利润空间得以保证。

❑ 高成长下游客户+规模快速增长，公司未来高速成长

2020年公司生产冷轧不锈钢166万吨。未来三年，随着江苏、浙江、广东、福建及海外项目通过新增产能及技改，预计2021-2023年产量分别为208万吨、276.5万吨、347.50万吨。目前大部分项目部分产线已经投产或已开工，未来规模增长确定性强。公司下游主要为家电、电子、医疗等高成长行业，为惠而浦、苏泊尔、大唐环保科技、创维电器、银轮股份、浙江美大、老板电器、长盈精密、夏普电器等下游国内外知名企业提供优质产品。另外公司正在积极不锈钢复合材料及不锈钢水管的延伸布局。

❑ 盈利预测及估值

公司作为不锈钢冷轧龙头，未来三年在生产规模上快速增长。同时，由于公司与青山集团合作且新投项目中高利润率产品逐步增加，公司未来利润率兼具扩张空间。预计公司2021年-2023年实现营业收入259亿元、351亿元、455亿元，预计实现归母净利润5.84亿元、8.11亿元、10.40亿元。对应EPS分别为2.51元、3.48元、4.46元，对应市盈率分别为14.72倍、10.60倍、8.26倍。

考虑到公司未来成长性及不锈钢、特钢行业可比公司目前估值情况，给予公司2021年18倍市盈率，对应目标价45.18，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：公司新建项目投产进程不及预期，不锈钢下游需求不及预期及公司经营智利等风险。

评级

买入

上次评级 首次评级
当前价格 ¥36.89

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.57
4Q/2020	0.81
3Q/2020	0.53
2Q/2020	0.51



公司简介

相关报告

报告撰写人：马金龙
联系人：马野

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	20443.42	25862.71	35091.55	45521.60
(+/-)	29.16%	26.51%	35.68%	29.72%
净利润	414.44	584.06	810.71	1040.34
(+/-)	23.16%	40.93%	38.80%	28.32%
每股收益(元)	1.78	2.51	3.48	4.46
P/E	20.74	14.72	10.60	8.26

正文目录

1. 公司简介	5
1.1. 多年深耕，成就不锈钢冷轧龙头	5
1.2. 虞纪群、曹佩凤为公司实际控制人	5
1.3. 技术优势+规模，公司稳居行业龙头地位	6
2. 公司深耕不锈钢高端冷轧，宽幅、精密双轮驱动	7
2.1. 营业收入持续上升	8
2.2. 营业成本与热轧不锈钢价格正相关，费用率保持平稳	8
2.3. 公司产品盈利能力稳定	9
3. 不锈钢行业分析	11
3.1. 公司所处冷轧不锈钢行业上游为不锈钢冶炼及热轧环节	11
3.2. 冷轧不锈钢赛道	12
3.2.1. 精密冷轧不锈钢板带	12
3.2.2. 宽幅冷轧不锈钢板带	13
3.3. 终端需求分布均匀	13
4. 与行业龙头融合发展，利润率稳定+成长性确定	16
4.1. 青山集团保证公司原料端供应，保证公司生产平稳运行	16
4.1.1. 青山集团持有福建甬金 30%股权	16
4.1.2. 青山集团强力支持原料供应	17
4.2. 持续调整产品结构和产能布局，增加高端精密带材产量	17
4.2.1. 国内高端精密材料带材产能持续放量	17
4.2.2. 布局海外 大力开发海外市场	17
5. 盈利预测	19
6. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构	6
图 3: 公司上市以来股东户数变化情况 (户)	6
图 4: 不锈钢板带材冷轧环节工艺流程	7
图 5: 2019-2020 年公司主要产品产量变化情况 (万吨)	8
图 6: 公司主要产品产量占比情况	8
图 7: 2016-2021Q1 公司营业收入情况 (亿元)	8
图 8: 2015-2020 年宽幅、精密冷轧营收变化情况 (亿元)	8
图 9: 2016-2021Q1 公司营业成本变化情况 (亿元)	9

图 10: 2016-2021Q1 三项费用率变化情况 (亿元)	9
图 11: 公司整体销售毛利率、净利率变化情况 (%)	9
图 12: 细分产品毛利率情况 (%)	10
图 13: 冷轧不锈钢上下游产业链	11
图 14: 2013-2021Q1 中国不锈钢粗钢产量情况 (万吨)	11
图 15: 2013-2020 年中国不锈钢粗钢产量全球占比情况	12
图 16: 截至 2020 年, 我国主要精密冷轧不锈钢板带生产商情况	13
图 17: 截至 2018 年, 我国主要宽幅冷轧不锈钢板带生产商情况	13
图 18: 我国不锈钢表观消费量变化情况 (万吨)	14
图 19: 不锈钢行业下游分布情况	14
图 20: 2018-2021 年电梯、扶梯及升降机月度产量 (万台)	16
图 21: 2018-2021 年电工仪器仪表月度产量 (万台)	16
图 22: 福建甬金股权结构	16
图 23: 预计公司未来三年各大类产品产量预测	19
表 1: 公司细分产品成本占比情况	9
表 2: 公司未来三年产量预测 (万吨)	18
表 3: 盈利预测	20
表 4: 盈利预测	21
表附录: 三大报表预测值	22

1. 公司简介

浙江甬金金属科技股份有限公司始创于 2003 年 8 月，经历 10 多年的快速发展，公司已成为集冷轧不锈钢板带的研发、生产、销售和服务于一体的行业内知名企业，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，广泛应用于电子信息、医疗器械、环保化工、汽车交通等领域，为惠而浦、苏泊尔、ARCELIK A.S.、大唐环保科技、创维电器、银轮股份、浙江美大、老板电器、长盈精密、夏普电器等下游国内外知名企业提供优质产品。

公司主要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。公司于 2003 年 8 月成立，经过多年努力，已发展成年产产量超过 160 万吨的专业不锈钢冷轧企业。2019 年公司首次入围“中国制造业 500 强企业”、“浙江省制造业百强企业”。2020 年首次入围“浙江省民营企业百强企业”。

1.1. 多年深耕，成就不锈钢冷轧龙头

公司 2003 年 11 月，公司更名为浙江甬金不锈钢有限公司，后于 2004 年 4 月更名为浙江甬金不锈钢集团有限公司。2009 年 6 月 13 日，甬金有限召开股东会，全体股东一致通过将公司整体变更为股份公司，股份公司股本为 11800 万股。同日，甬金有限全体股东作为发起人就整体变更事宜签署《发起人协议》。截至 2009 年 6 月 15 日，甬金科技股本 11800 万元（股）已全部到位。

图 1：公司发展历程

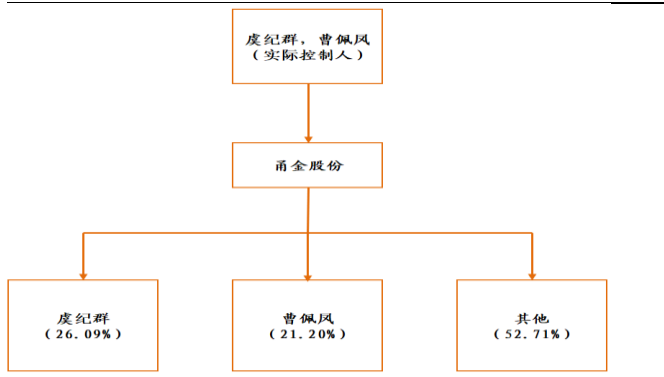


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2. 虞纪群、曹佩凤为公司实际控制人

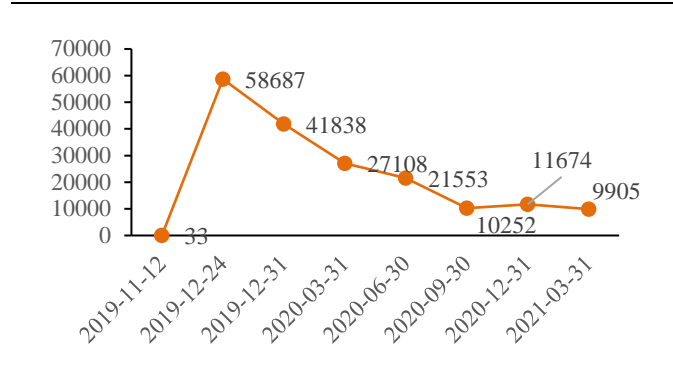
公司实际控制人为虞纪群、曹佩凤，第一大股东为虞纪群。截至 2021Q1，虞纪群持股比例为 26.09%。第二大股东持股 21.20%。股东户数方面，自上市以来，公司股东户数持续减少，截至 2021Q1，公司 A 股股东户数为 9905 户，户均持流通 A 股 10432 股，公司股权集中度持续提升。

图 2：公司股权结构



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 3：公司上市以来股东户数变化情况（户）



资料来源：wind，浙商证券研究所

1.3. 技术优势+规模，公司稳居行业龙头地位

公司是国家高新技术企业和国家火炬计划项目承担单位，自成立以来十分注重生产工艺的改进和技术装备的研发，是国内少数几家能够自主设计研发不锈钢冷轧自动化生产线的企业之一，自主设计研发的二十辊可逆式精密冷轧机组等全套不锈钢冷轧自动化生产线已达到国际先进水平。

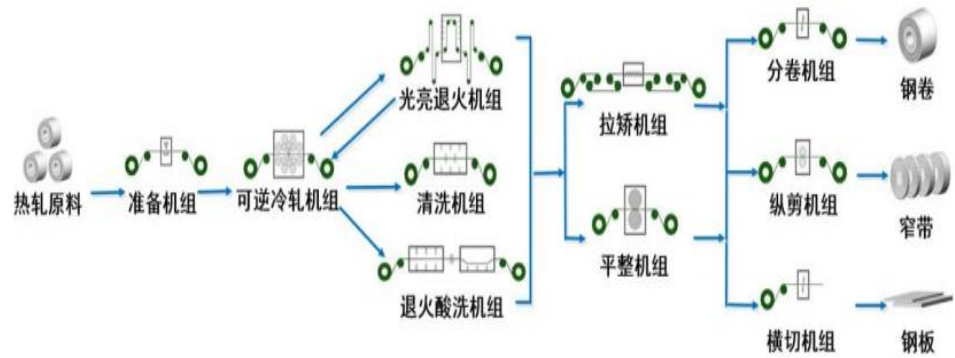
凭借雄厚的生产工艺积累和强大的技术装备研发实力，以子公司江苏甬金为牵头的超薄精密不锈钢带（钢管）项目联合体成功中标国家工业和信息化部“2017 年工业转型升级（中国制造 2025）——重点新材料产业链技术能力提升重点项目”。由浙江甬金、江苏甬金、福建甬金、广东甬金与南京理工大学联合开发的“超宽极薄精密光亮不锈钢带关键技术及产业化”项目获得了 2020 年江苏省科技进步一等奖。

母公司浙江甬金的精密冷轧不锈钢板带产量超 10 万吨，在精密领域居于行业首位，能够生产 0.03mm 的高品质精密不锈钢板带。全资子公司江苏甬金注册资金为 5 亿元人民币，专业生产宽幅冷轧不锈钢板带，年产量 40 万吨，正在建设的“年加工 7.5 万吨超薄精密冷轧不锈钢板带项目”将为高端制造业提供超高品质的不锈钢板带。控股子公司福建甬金由甬金股份和青山控股集团下属子公司福建鼎信科技有限公司共同出资建设，注册资金为 7 亿元人民币，总投资 14 亿，目前形成年加工 60 万吨宽幅不锈钢带的生产能力。控股子公司广东甬金注册资金为 3 亿元人民币，总投资 18 亿，设计年产能 68 万吨，一期项目年产能 28 万吨于 2019 年已建成投入试生产，全面建成后产值将超百亿元。海外项目越南甬金设计年产能 25 万吨，总投资 1.35 亿美元，依托甬金股份的装备、技术、管理等优势，能够为东南亚市场提供极具竞争力的冷轧不锈钢板带。

2. 公司深耕不锈钢高端冷轧，宽幅、精密双轮驱动

冷轧不锈钢行业的产业链从上游不锈钢的冶炼和热轧开始，再到公司所在的不锈钢板带材冷轧环节，最后延伸到下游的不锈钢流通和应用环节。热轧不锈钢原材料经过准备机组进行冷轧前的工序准备工作，此工序主要把控正式冷轧工序前的原材料表面质量并焊接引带，此道工序的检查、处理和管控是保证企业产品质量的第一道环节。冷轧准备工序后，进入可逆冷轧机组进行多道次轧制，以达到客户要求的冷轧厚度，之后根据客户要求的产品机械性能和表面质量，选择酸洗退火或者光亮退火，并经清洗机组清洗；之后进入精整环节，通过平整机组或拉矫机组对不锈钢板带进行优化处理，改善产品的力学性能，提升产品的表面质量，保证产品的成形加工性，修正板形以得到平直的板带。最后进入分卷、纵剪或横切工序，以满足客户对产品宽度、重量等的个性化需求。

图 4：不锈钢板带材冷轧环节工艺流程



资料来源：《甬金股份招股说明书》，浙商证券研究所

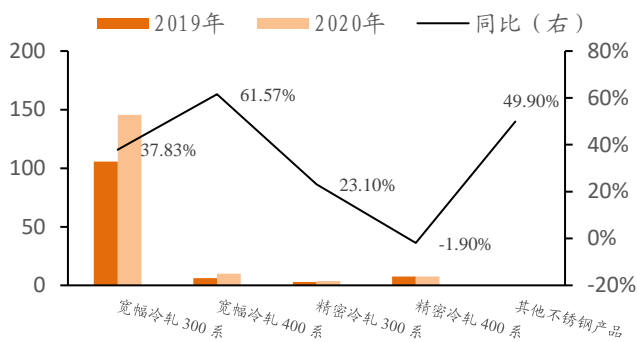
精密冷轧不锈钢板带：指采用高品质热轧或冷轧不锈钢板带为原材料，在常温条件下经高精度、可逆式多辊冷轧机组进行轧制，经光亮退火达到所需机械性能后再经多次轧制达到目标厚度，最后经清洗、拉矫或平整处理后的具有特殊功能要求的不锈钢板带。2020年，公司生产该类产品的厚度主要为 0.08-1.5mm，宽度主要为 820mm 以下。

精密冷轧不锈钢板带具有更高性能、更高尺寸精度、更优板形和更优质表面等特点，被广泛应用于家用电器、环保设备、电子信息、汽车配件、厨电厨具、化工、电池等下游行业领域。

宽幅冷轧不锈钢板带：指在常温条件下将热轧不锈钢原材料轧至目标厚度，经光亮退火或者酸洗退火达到所需机械性能，并经平整处理且宽度在 1,000mm 以上的冷轧不锈钢板带。宽幅冷轧不锈钢板带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，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、电梯等下游行业领域。

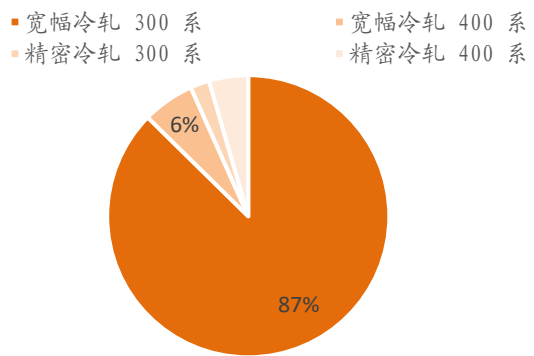
2020 年，公司共生产各种类别冷轧不锈钢 166.63 万吨，其中宽幅冷轧 300 系产量 145.46 万吨，产品占比 87.3%。宽幅冷轧 400 系，精密冷轧 400 系，精密冷轧 300 系分列第 2-4 名，产量及占比分别为 9.92 万吨(6%)、7.47 万吨(4.5%)、3.66 万吨(2.43%)。其中宽幅冷轧 300 系产量同比增长 37.83%，主要由于新增广东甬金产量 25.96 万吨以及收购青拓上克后增加产量 4.91 万吨。宽幅冷轧 400 系产量同比增长 61.57%，主要系收购青拓上克后增加产量 1.5 万吨，江苏甬金因产品结构的调整增加产量 2.3 万吨。

图 5：2019-2020 年公司主要产品产量变化情况（万吨）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 6：公司主要产品产量占比情况

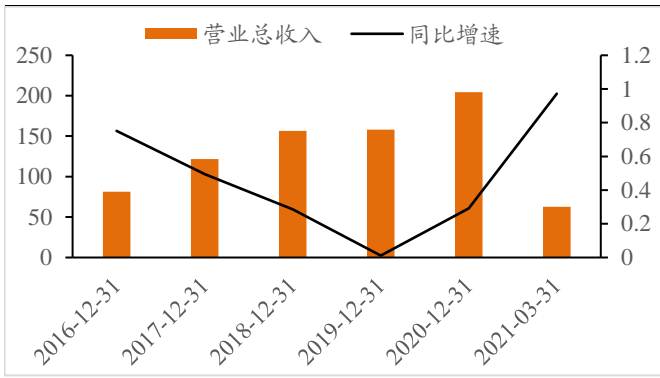


资料来源：wind，浙商证券研究所

2.1. 营业收入持续上升

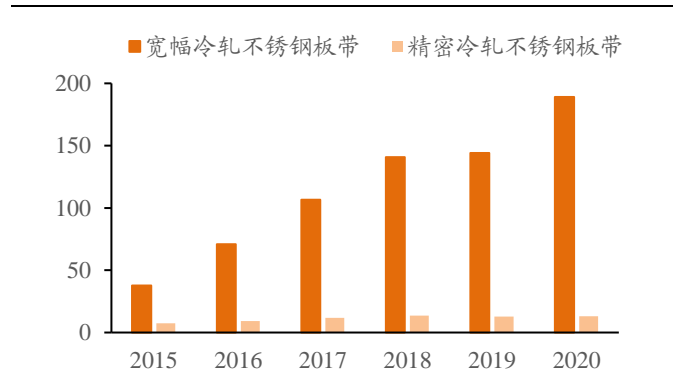
公司 2020 年实现营业收入 204.43 亿元，同比增长 29.16%，归母净利润 4.14 亿元，同比增长 24.52%；公司资产总额 62.06 亿元，同比增长 19.59%；归母净资产 31.47 亿元，同比增长 8.6%，保持了业绩的稳定增长。从产品维度来看，公司收入结构稳定，其中宽幅冷轧不锈钢板带和精密冷轧不锈钢板带的产品收入占了绝大部分比重。根据公司 2020 年报显示，宽幅冷轧不锈钢板带和精密冷轧不锈钢板带为公司带来营收分别为 189.17 亿，13.16 亿元。其中宽幅冷轧不锈钢板带占主营的 93.23%（其中 300 系宽幅冷轧不锈钢板带：89.65%；400 系宽幅冷轧不锈钢板带：3.59%），精密冷轧不锈钢板带占比 6.49%（其中 300 系精密冷轧不锈钢板带：3.18%；400 系精密冷轧不锈钢板带：3.3%）。

图 7：2016-2021Q1 公司营业收入情况（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 8：2015-2020 年宽幅、精密冷轧营收变化情况（亿元）



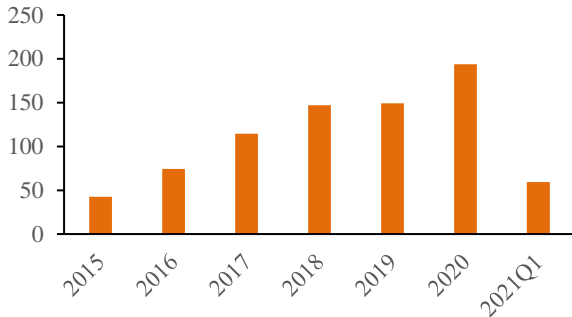
资料来源：wind，浙商证券研究所

2.2. 营业成本与热轧不锈钢价格正相关，费用率保持平稳

2020 年公司营业成本为 193.88 亿元，同比增长 29.78%。公司主要产品为宽幅冷轧不锈钢板带和精密冷轧不锈钢板带。热轧不锈钢是公司产品重要的上游生产原材料，公司通过向上游不锈钢热轧企业依据市场报价按需订购生产材料，加工完成后向下游企业进行销售，这一结构特性决定了公司的营业成本主要来自于不锈钢的压延加工。根据 2020 年公司年报，不锈钢压延加工的直接材料成本、人工成本有所下降，下降比例分别为 0.28%，0.09%。制造费用比上年同期均有所上涨，上涨比例为 0.36%。其中直接材料成本占到同期总成本的 95.82%。费用方面，2021 年 Q1 随着钢价不断上涨以及市场竞争的加剧，公司销售费用为 5602.538 万，同比增长 94.65%。由于公司正大力推进建设新的项目，因此研发费用为 6234.67 万，同比增长为 36%。2021 年，公司新增广东甬金和青拓上克的管理

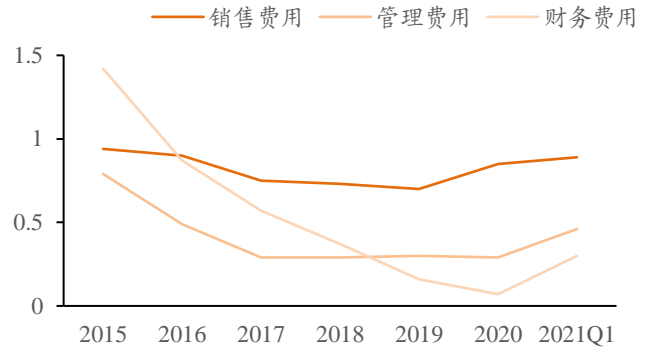
费用及摊销股权激励的影响,今年一季度公司管理费用同比上涨155.26%。另外,公司今年借款增加及利息收入减少导致财务费用在一季度同比1039.97%。但整体而言,由于公司收入规模逐步扩大,费用率整体保持平稳。

图 9: 2016-2021Q1 公司营业成本变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 10: 2016-2021Q1 三项费用率变化情况 (亿元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

表 1: 公司细分产品成本占比情况

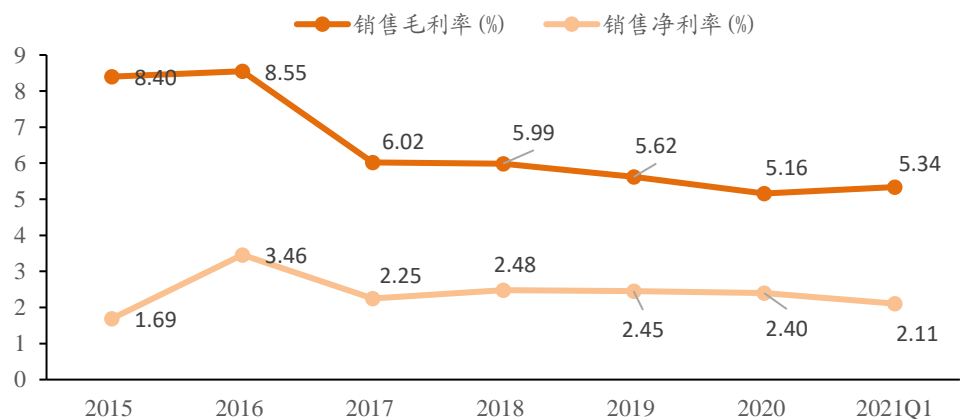
	宽幅冷轧 (300 系)	宽幅冷轧 (400 系)	精密冷轧 (300 系)	精密冷轧 (400 系)
原材料	96.59%	91.24%	92.17%	85.79%
人工	0.47%	2.29%	2.78%	5.38%
制造费用	2.94%	6.48%	5.05%	8.83%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.3. 公司产品盈利能力稳定

根据 2020 年报显示,公司主营业务毛利率为 5.04%,同比下降 0.45%个百分点。宽幅冷轧 300 系营业收入增长主要系 2020 年 4 月广东甬金投产新增产量 25.96 万吨;宽幅冷轧 300 系平均毛利率 3.74%,同比下降 0.34 个百分点,主要为广东甬金新投产,产能有爬坡期,试生产期间产能未满足负荷,拉低了整体毛利率水平。公司主营业务净利率为 2.40%。

图 11: 公司整体销售毛利率、净利率变化情况 (%)

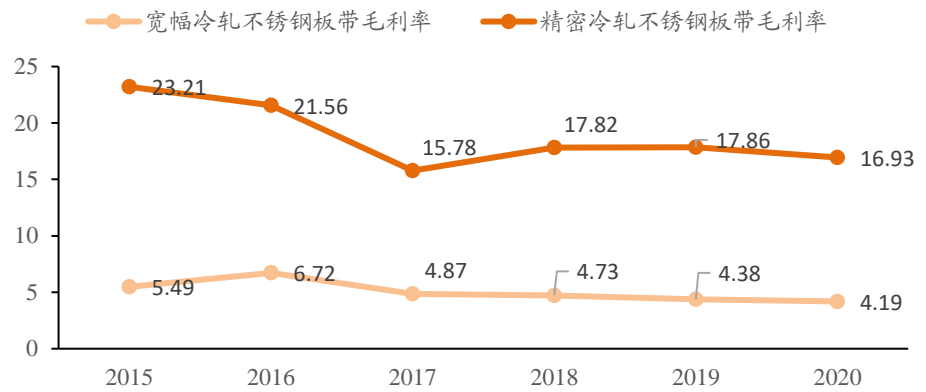


资料来源: wind, 浙商证券研究所

拆分来看,截至 2020 年,公司主要两大类产品宽幅冷轧不锈钢及精密冷轧不锈钢销售毛利率分别为 4.19%及 16.93%。宽幅冷轧不锈钢中,300 系宽幅冷轧不锈钢板带毛利率为 3.74%,400 系宽幅冷轧不锈钢板带毛利率为 15.25%,精密冷轧不锈钢中,300 系精密冷轧不锈钢板带毛利率为 17.38%,400 系精密冷轧不锈钢板带毛利率为 16.50%。可以看出,盈利能力最强的是精密冷轧中的 300 系。截至目前,公司宽幅冷轧占比较大,整体拉

低公司毛利率水平。考虑到公司后续在建项目中，精密冷轧占比存有上升空间，公司盈利水平有望进入新一轮的扩张阶段。

图 12：细分产品毛利率情况（%）



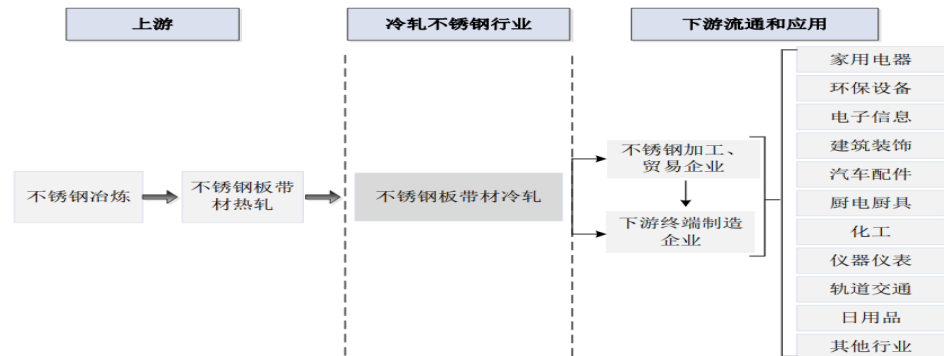
资料来源：wind，浙商证券研究所

3. 不锈钢行业分析

公司所处行业为钢压延加工行业中的不锈钢压延加工细分行业,公司主要定位于不锈钢板带

冷轧不锈钢行业的产业链从上游不锈钢的冶炼和热轧开始,再到公司所在的不锈钢板带材冷轧环节,最后延伸到下游的不锈钢流通和应用环节。

图 13: 冷轧不锈钢上下游产业链

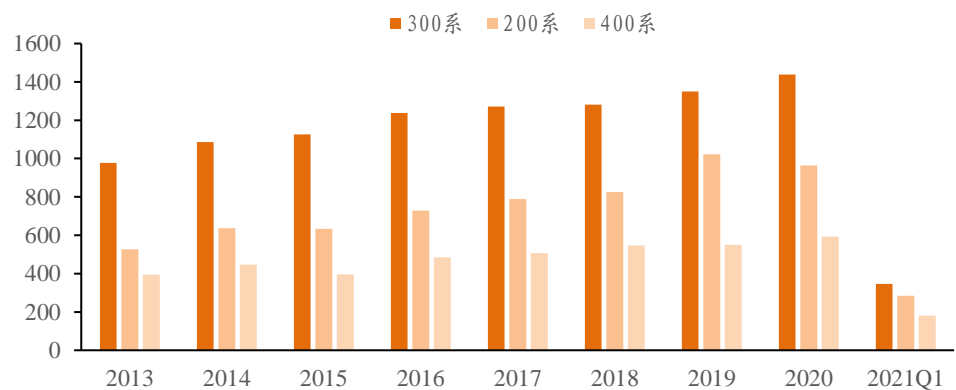


资料来源: wind, 浙商证券研究所

3.1. 公司所处冷轧不锈钢行业上游为不锈钢冶炼及热轧环节

供给端看,中国不锈钢粗钢产量增长较快.根据中国特钢企业协会不锈钢分会 2020 年统计数据,300 系不锈钢粗钢产量 1,437.96 万吨,占中国不锈钢粗钢总产量份额为 47.71%;200 系不锈钢粗钢产量 964.32 万吨,所占份额为 32.0%;400 系不锈钢粗钢产量 592.5 万吨,所占份额为 19.66%,另有约 0.63%的不锈钢粗钢产量为双相系不锈钢。

图 14: 2013-2021Q1 中国不锈钢粗钢产量情况 (万吨)

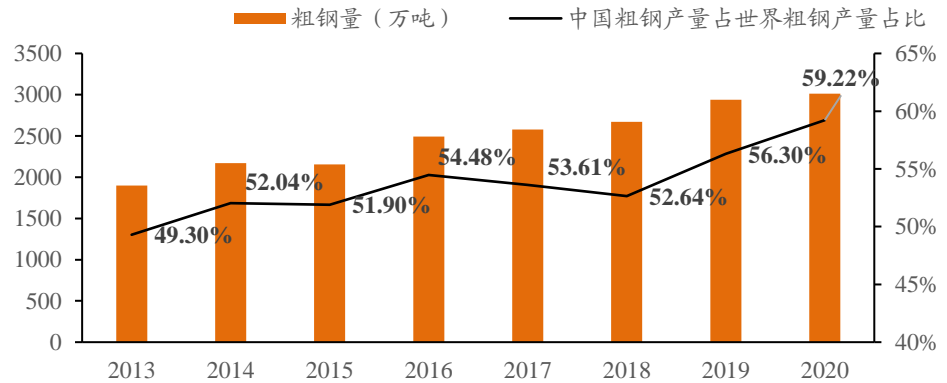


资料来源: wind, 浙商证券研究所

总体来看,由于 300 系不锈钢具有高度的耐腐蚀性以及良好的可延展性、相对高的抗拉强度和优异的可焊接性,其产量占中国不锈钢粗钢总产量的 50%左右,是目前应用范围最为广泛的不锈钢钢种。200 系不锈钢在耐蚀性等方面不如 300 系不锈钢,但因其含镍较低,具有一定的成本优势,在我国不锈钢市场上仍占据一定市场份额。400 系不锈钢因其具有磁性特点,常用于特定的使用用途,在民用领域应用相对广泛。

近些年来，中国不锈钢粗钢产量增长较快，由 2013 年的 1898.40 万吨增长到 2020 年的 3013.90 万吨，占世界不锈钢粗钢总产量的比重由 2013 年的 49.30% 上升到 2020 年的 59.22%。

图 15：2013-2020 年中国不锈钢粗钢产量全球占比情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

从不锈钢的生产链条来看，不锈钢粗钢一般需要经过热轧环节，经热轧后大部分作为生产冷轧不锈钢的原材料，少量作为工业用材直接用于化工、石油、机械、船舶等行业耐腐蚀零件、容器和设备等的制造。因此，冷轧不锈钢产量与不锈钢粗钢产量之间存在较强的相关性。

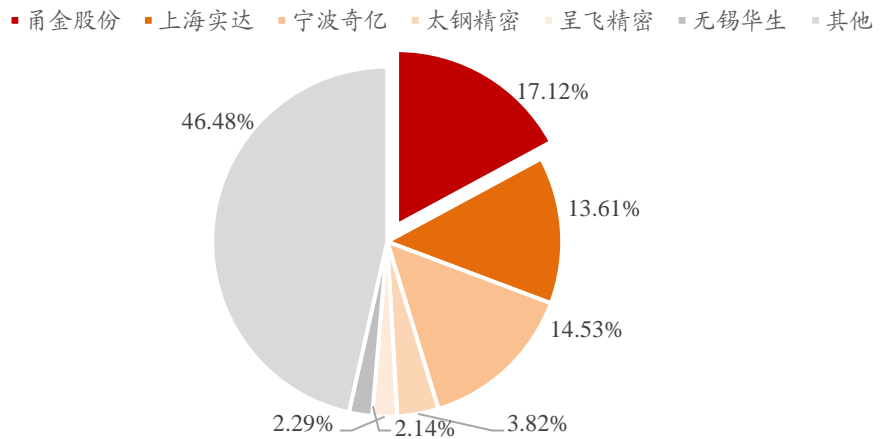
3.2. 冷轧不锈钢赛道

3.2.1. 精密冷轧不锈钢板带

我国冷轧不锈钢行业虽然发展时间较短，但是近十几年来发展迅速。随着市场对高端冷轧产品需求的不断上升，众多传统落后的四辊、六辊、八辊等轧机设备和工艺逐步被淘汰。在近些年我国不锈钢生产企业新增的冷轧产能中，众多高端机组设备如二十辊单体轧机或连轧机组的引进和投产，整体上提升了我国冷轧不锈钢行业的技术和装备水平。由于精密冷轧不锈钢板带属于冷轧不锈钢行业的高端产品，有着技术水平高、附加值高、定制化程度高等特点，国内能够进入此领域的生产厂家数量不多，尤其在 0.2mm 以下的高品质精密冷轧不锈钢板带领域，能够较大批量生产的厂家更少。

近年来，我国精密冷轧不锈钢板带领域较大规模企业数量基本稳定在 20 家左右，主要包括上海实达、甬金科技、宁波奇亿、太钢精密、呈飞精密、无锡华生、上海业展等企业。

图 16: 截至 2020 年, 我国主要精密冷轧不锈钢板带生产商情况



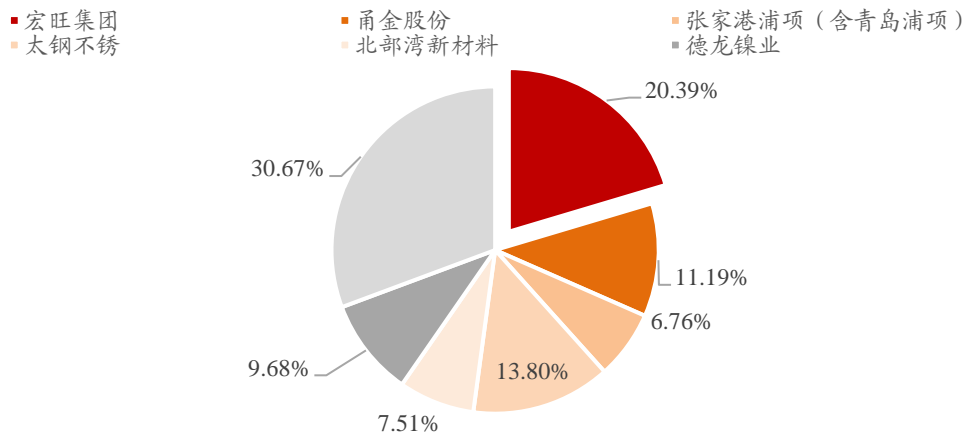
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2.2. 宽幅冷轧不锈钢板带

国内最早进入宽幅冷轧不锈钢板带生产领域的企业是太钢集团, 后成立太钢不锈从事宽幅冷轧不锈钢板带的生产和销售。随着中国不锈钢市场的迅速发展, 外资不锈钢企业也不断进入中国市场, 如浦项制铁公司先后设立张家港浦项和青岛浦项, 德国蒂森克虏伯投资设立上海克虏伯。虽然民营不锈钢企业进入该行业较晚, 但以其高效的决策机制和相对较低的管理及制造成本, 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。

经过十几年的发展, 中国宽幅冷轧不锈钢板带领域已形成了以宏旺集团、太钢不锈、甬金科技、北海诚德、张家港浦项(含青岛浦项)、鞍钢联众、宝钢不锈(含宁波宝新、宝钢德盛)以及酒钢宏兴等企业为主的竞争格局。2018 年, 中国宽幅冷轧不锈钢板带领域主要生产厂商市场份额如下图所示

图 17: 截至 2018 年, 我国主要宽幅冷轧不锈钢板带生产商情况



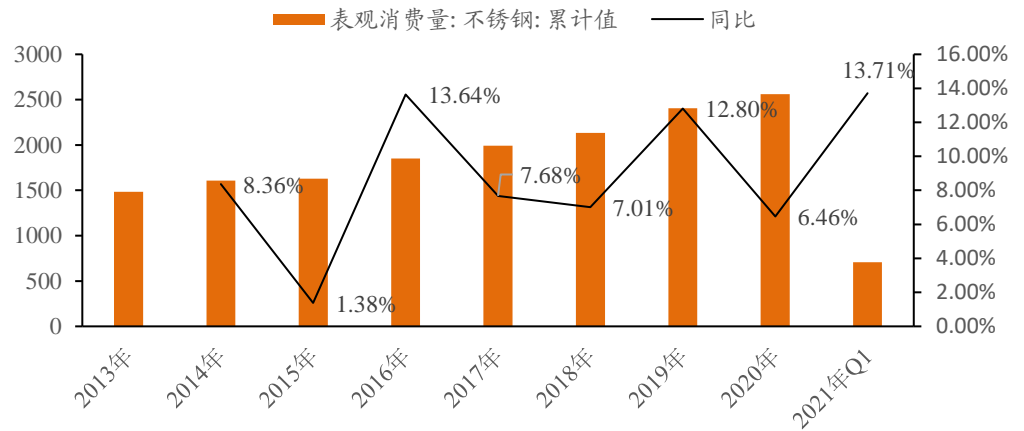
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.3. 终端需求分布均匀

从不锈钢消费需求上看, 2020 年不锈钢表观消费量同比增长 6.5%至 2560.79 万吨。整体上看, 我国不锈钢表观消费量保持高速增长。截至今年一季度, 消费量同比增长达到 44%。考虑到 2020 年一季度受疫情影响严重, 参照 2019 年一季度基数, 增速仍达到 13.71%。人均不锈钢表观消费量为 18.29 千克, 同比增加 1.11 千克, 增长 6.5%, 人均不锈钢表观

消费量首次超过日本和德国，但与制品制造业发达的意大利、中国台湾、韩国人均 30kg 以上比较，中国不锈钢人均消费量仍有增长空间。

图 18：我国不锈钢表观消费量变化情况（万吨）

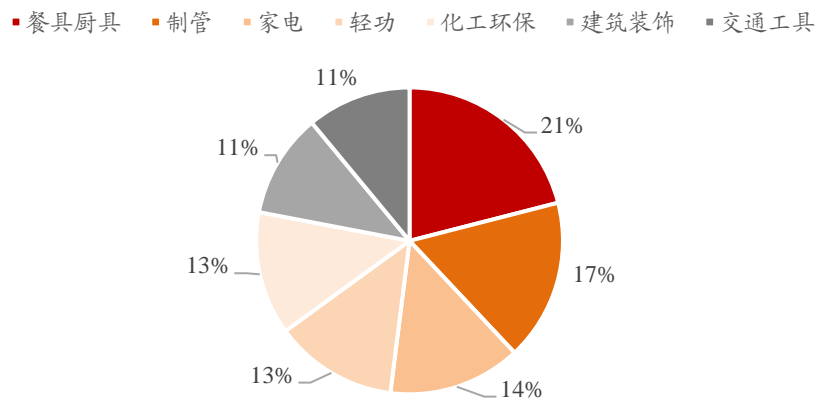


资料来源：wind，浙商证券研究所。注：2021Q1 同比数据为参照 2019Q1 值得两年复合增速

不锈钢行业下游需求相对于普钢行业较为分散。主要集中在餐具厨具、不锈钢管、家电、轻工、化工环保、建筑装饰及交通工具等方面，且下游需求占总需求比重相对比较平均。因此，不锈钢行业下游终端需求相较于普钢而言，并不过度依赖下游某一行业的波动。

“十三五”期间，我国不锈钢表观消费量复合增速 8.46%。“十四五”首个季度较 2019 年的复合增速为 13.71%，增速有所增加。我们认为不锈钢因其具备的特殊性能及广泛的下游需求，“十四五”期间不锈钢需求仍保持较好增速，维持过去 5 年 8% 以上需求增速计算，预计到“十四五”末，我国不锈钢表观消费量有望达到 3500 万吨左右。

图 19：不锈钢行业下游分布情况



资料来源：安泰科，浙商证券研究所

1. 家用电器

冷轧不锈钢板带由于具有良好的耐腐蚀性，被广泛用作洗衣机水桶、洗涤干燥机、电热水器等常与水接触的家电的材料。另外，由于冷轧不锈钢板带具有优异的表面和加工性能，被广泛用于微波炉前板和炉腔、电冰箱的门板和内衬、冷柜的衬板和箱体、电饭煲外壳等家用电器产品。

2. 环保设备

环保方面，由于冷轧不锈钢板带具有优异的耐蚀性，在用于抑制二恶英发生的高温垃圾焚烧装置、污水处理、海水淡化以及火电厂烟气脱硫脱硝设备等环保设备方面得到广

泛应用。

3. 电子信息

冷轧不锈钢板带作为电子信息产品精密结构件(包括内构件和外观件)材料被越来越多的应用于平板电脑、笔记本电脑、数码相机、移动电源、智能穿戴设备等消费电子产品中。另外,由于其良好的电磁波屏蔽性,在中高端智能手机及其他通讯设备上得到越来越多地应用。

4. 建筑装饰

由于冷轧不锈钢板带具有良好的耐腐蚀性、耐久性和高强度,在建筑装饰行业得到广泛的应用,常被用作建筑内外装饰板和焊管、耐腐蚀屋顶、钢结构、绝大多数标牌等的材料。

5. 汽车配件

在汽车制造方面,冷轧不锈钢板带被广泛应用在汽车排气系统、燃油箱、发动机紧固件、油冷器、汽车灯座和灯头、消音器、水箱、中冷器、节温器、隔热罩、汽缸垫等汽车配件中。此外,冷轧不锈钢板带也常作为汽车内外装饰用材料,如汽车嵌条、车轮盖、扶手、安全栏杆等。

6. 厨电、厨具

冷轧不锈钢板带由于其良好的耐热、耐腐蚀和易清洁等特性而常被作为抽油烟机外壳、燃气灶面板、洗碗机、消毒柜、配管及储水箱、橱柜产品、净水机、不锈钢厨具等产品的材料。

7. 化工

化工工业使用冷轧不锈钢板带的范围非常广,如塔、罐、容器衬里、内构件、换热器、管件等,由于石油化工行业特殊的使用环境,对冷轧不锈钢板带的耐热性和耐腐蚀性尤其是耐晶间腐蚀性要求较高。

8. 仪器仪表

中高端仪器仪表对其材料的精密度和功能性要求非常高,而冷轧不锈钢板带因其优异的高强度、耐腐蚀、表面质量和加工性能,在高端仪器仪表中得到广泛的应用,如压力表、压力弯管、温控器、波纹管等。

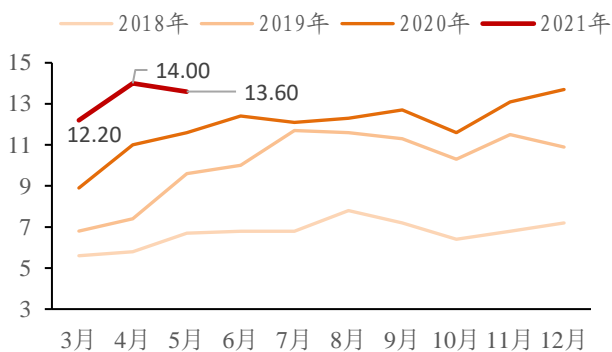
9. 轨道交通

目前,冷轧不锈钢板带被广泛应用于轨道交通领域,如车辆的车体和内部组件,包括车辆内部的扶手杆、门口扶手、扶手杆座、电热器及罩板轨等。同时,冷轧不锈钢板带在城市轨道交通建设工程方面也有着广泛应用,比如地铁车站的自动电梯和车站通道的护栏杆、座椅、广告牌、管道等。

公司产品现有下游以家电、电子行业为主,主要客户包括为美的、惠而浦、苏泊尔、ARCELKAS、大唐环保科技、新宝电器、创维电器、银轮股份、浙江美大、老板电器、长盈精密、夏普电器、哈尔斯等。2020年,公司以浙江甬金本部生产基地为基础,以中宽超薄精密钢带为核心,结合客户个性化需求,加大超薄精密钢带的研发力度,推出了手机背光源板 SF-4 毛化面、电镀用无纹路表面、平板电脑用半蚀刻材料、硬态超平不锈钢材料、平板电脑背光源板等产品,为终端客户提供最直接需求。江苏甬金从中宽板跨度到宽幅钢带,在超宽超薄精密光亮不锈钢带有突破性开发应用,攻克了超宽超薄精密光亮不锈

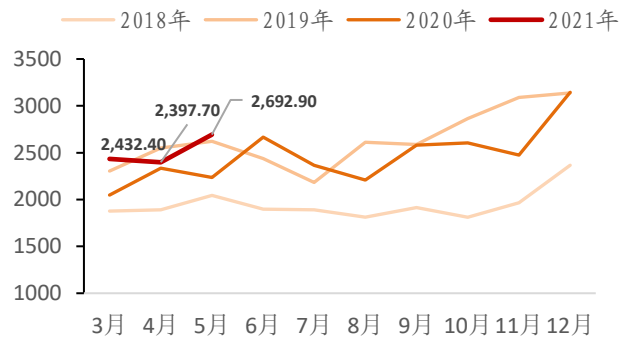
钢带关键技术, 实现了规模化生产, 并获得江苏省科学技术进步奖一等奖。福建甬金以 300 系产品为核心, 深入调研客户需求, 专注 300 系列不锈钢细分市场, 开发了高成形 (304DQ)、高抛光性 (304K)、超薄精密带 (304HP) 的常规奥氏体不锈钢、节镍奥氏体不锈钢、耐热奥氏体不锈钢、双相不锈钢以及超级双相不锈钢等优质特材产品, 打造形成了类别丰富、谱系齐全、品质优异的产品谱系, 囊括了拉伸、水涨、焊接、表面加工类产品领域, 突破了特材 0.1 μm 厚度、硬度、镜面加工等多项技术瓶颈, 具备行业领先的技术实力。广东甬金在其他几家公司四尺产品的基础上, 着手向五尺宽幅不锈钢带进军, 开发出高拉伸性水槽专用材料 (304TQ)、食品级抗菌不锈钢材料 (304Cu)、优质焊接类材料 (304WQ) 等产品, 填补了公司宽幅冷轧产品在五尺宽度的空缺。

图 20: 2018-2021 年电梯、扶梯及升降机月度产量 (万台)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图 21: 2018-2021 年电工仪器仪表月度产量 (万台)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

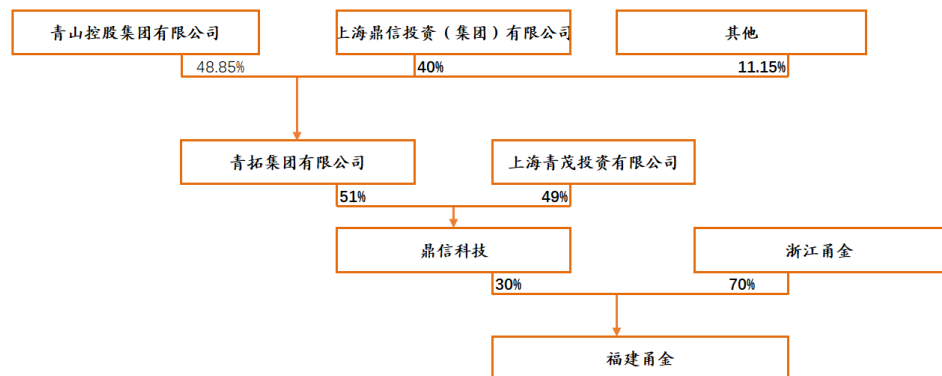
4. 与行业龙头融合发展, 利润率稳定+成长性确定

4.1. 青山集团保证公司原料端供应, 保证公司生产平稳运行

4.1.1. 青山集团持有福建甬金 30%股权

根据天眼查相关数据显示, 青山集团子公司鼎信科技持有发行人控股子公司福建甬金 30%股权, 为公司的关联方。福建甬金成立于 2014 年 3 月, 由甬金科技(公司前身)和青拓集团共同出资设立, 成立时注册资本为 3 亿元, 其中甬金科技以货币资金认缴出资 2.1 亿万元, 占注册资本的 70%; 青拓集团以货币资金认缴出资 0.9 亿元, 占注册资本的 30%。历经后期多次股权转让及增资, 截至目前, 公司注册资本增至 7 亿元, 公司与青山集团子公司鼎信科技分别持股 70%、30%。

图 22: 福建甬金股权结构



资料来源: 《甬金股份招股说明书》, 浙商证券研究所

4.1.2. 青山集团强力支持原料供应

2018年、2019年、2020年，公司与青山集团及其同一控制下企业发生的关联采购总额分别为34.17亿元、44.97亿元和76.77亿元，占公司采购总额的比例分别为23.56%、30.00%、39.07%。2018年、2019年、2020年，公司与青山集团及其同一控制下企业发生关联销售金额分别为10.62亿元、3.62亿元和0.53亿元，占营业收入的比例分别为6.79%、2.28%和0.26%。

公司供应商集中度较高是由于所处行业的生产工艺特点以及所处行业上游集中度较高的产业格局决定的。公司对一种原材料一般会择优选择1-2家主要供应商作为长期合作伙伴，以确保公司原材料品质和供应渠道的稳定，并且原材料的集中采购还有助于公司增强采购议价权，以降低采购成本。公司300系热轧不锈钢原材料主要向广东广青与青山集团及其同一控制下企业采购，300系冷轧不锈钢原材料主要向张家港浦项、浙江元通和杭州太钢销售有限公司采购，400系热轧不锈钢原材料主要向浙江元通采购。

产业布局上，双方紧密合作，其中福建甬金、青拓上克生产基地紧邻青山福建宁德生产基地布局。广东甬金生产基地紧邻青山广东阳江生产基地布局(合资)，便于原料直接采购和运输，有效保障原料高质量稳定供应，降低运输成本。

4.2. 持续调整产品结构和产能布局，增加高端精密带材产量

4.2.1. 国内高端精密材料带材产能持续放量

1. 江苏甬金公司IPO募投项目“年加工7.5万吨超薄精密不锈钢板带项目”的第一条生产线已于2020年12月投入试生产，该项目第二条生产线已进入安装阶段，整个募投项目除部分进口设备外，其余预计于2021年6月份基本投产。募投项目投产后，江苏甬金的宽幅精密冷轧产品产能效益将逐步释放，精密产品市场份额占比将得到有效提升。

2. 浙江甬金年“加工12.5万吨精密冷轧不锈钢生产线项目”于2020年6月正式开工，年底已完成主体厂房工程，部分设备开始进入安装阶段，预计2021年6月末安装完成并投入试生产。浙江本部的迁建项目得到了政府的大力支持，给予迁建补偿2.9亿元，目前已到账7000万元。

3. 广东甬金控股子公司广东甬金投建的“年加工68万吨宽幅精密不锈钢板带项目”，其中一期工程已于2020年4月1日正式投产。经过三个月的磨合期，产能利用率已达128%，月产量已达3万吨以上；二期32万吨项目已经启动，并完成征地工作，三期项目年加工35万吨宽幅冷轧不锈钢，三期项目将在二期已有厂房内实施，不再新增土地和厂房，将有效地减少建设成本，预计建设周期15个月。

4.2.2. 布局海外 大力开发海外市场

1. 越南甬金

2019年4月10日甬金股份第一家海外生产型子公司越南甬金设立，目前公司正全力推进越南甬金环评厂房建设等工作。越南子公司“年产能25万吨精密不锈钢板带项目”已于2020年10月下旬正式开工，预计2021年年底生产线调试完成。越南甬金将在专注于越南国内市场的同时积极开拓东南亚、欧洲等国际市场，这对于甬金股份产品突破国际上反倾销壁垒，进入国际市场具有重要意义。越南甬金的设立标志着甬金股份产能布局迈出国际化的一步，是甬金股份国际化战略发展的需要。

2. 泰国甬金

根据公司公告，公司拟决定与佛山市联鸿源不锈钢有限公司共同出资在泰国设立甬金金属科技(泰国)有限公司，公司通过全资子公司新越资产管理(新加坡)私人有限公司与关联方佛山市联鸿源不锈钢有限公司境外子公司兰河控股(新加坡)有限公司实施该投资项目，专门经营冷轧不锈钢的生产及销售等业务，拟新建年加工 26 万吨超宽精密冷轧不锈钢项目，以满足泰国当地日益增长的市场需求。项目预计总投资额为人民币 7.49 亿元，公司计划投资占比 67%，投资额人民币 502 亿元，该子公司拟注册资本 2.700 万美元。该项目已取得国内商务厅、省发改委备案，目前正在办理国外投资许可等相关手续，**预计在 2022 年二季度开工。**

根据公司 7 月 2 日发布的《2021 年 6 月投资者活动记录表》，

- 2021 年，随着浙江甬金本部年加工 12.5 万吨迁建项目、江苏甬金年加工 7.5 万吨募投项目的投产以及广东甬金、青拓上克产能的满负荷发挥，至年末产能可达 215 万吨。
- 2022 年，按计划浙江甬金本部 19.5 万吨迁建项目分步投产、江苏甬金 9.5 万吨技改项目完成、广东二期 32 万吨宽幅项目的投产以及越南甬金年加工 25 万吨项目的建成，至 2022 年末产能可达到 290 万吨。
- 2023 年，若按计划建成泰国甬金 26 万吨项目及广东三期 35 万吨项目，至 2023 年末预计产能达到 350 万吨。

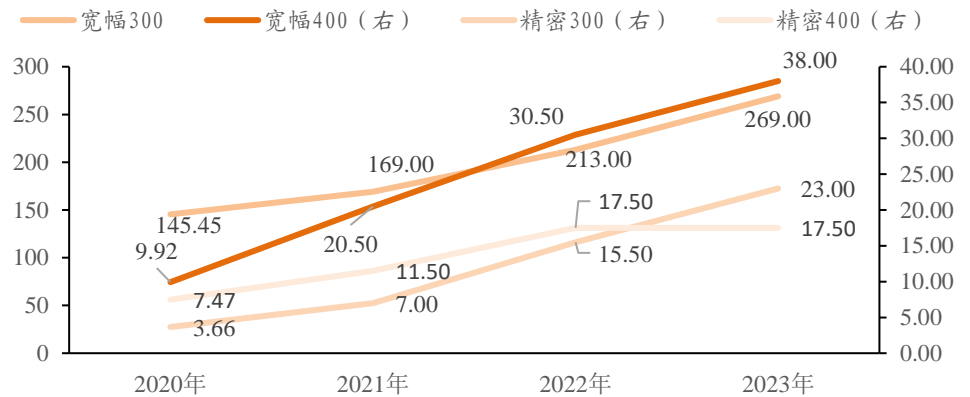
结合公司新建项目的投产进程，考虑到从达产到满产中间时间间隔，我们预计公司未来三年产量将分别为 208、276.50、347.50 万吨，同比增速分别 24.78%、32.93%、25.68%。

表 2：公司未来三年产量预测（万吨）

	2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
江苏甬金	41.85	46.00	55.00	57.50
浙江甬金	11.25	17.00	30.50	43.00
广东甬金	25.96	35.00	63.00	99.00
越南甬金			15.00	25.00
泰国甬金				10.00
青拓上克	1.52	6.00	8.00	8.00
福建甬金	86.44	104.00	105.00	105.00
合计	167.02	208.00	276.50	347.50

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。注：青拓上克 300 系 2B 产能归入福建甬金

图 23：预计公司未来三年各大类产品产量预测



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5. 盈利预测

核心假设：

公司产量快速增长，预计公司 2021-2023 年产量分别为 208 万吨、276.5 万吨、347.50 万吨。其中，各大类品种产量预计

- 宽幅冷轧不锈钢 300 系为 169 万吨，213 万吨、269 万吨；
- 宽幅冷轧不锈钢 400 系为 20.5 万吨、30.5 万吨、38 万吨；
- 精密冷轧不锈钢 300 系为 7 万吨、15.5 万吨、23 万吨；
- 精密冷轧不锈钢 400 系为 11.50 万吨、17.50 万吨、17.50 万吨。
- 另外，镡赛精工“年加工 5.5 万吨复合材料项目”已完成征地和前期项目备案手续，现已开工建设。公司子公司银羊管业，将由其下设子公司开展“年产 10 万吨不锈钢钢管及配件项目”。因此，预计公司其他不锈钢产品包括复合材料板及不锈钢水管，合计未来三年为公司提供产量 2 万吨、10.5 万吨、14 万吨。

不锈钢产品属于钢铁行业中特殊钢材，尤其是高性能不锈钢产品属于国家鼓励类产业，市场需求稳步上升。公司主要产品分为精密冷轧和宽幅冷轧。2018 年至 2020 年精密冷轧不锈钢表观消费量年均复合增长率 7.89%，2020 年达到 67.27 万吨，同比增速为 22.76%；产量约为 65.4 万吨，同比增速为 19.34%，产量及增速均低于需求端。参考 2018-2020 年消费量增速测算，预计到 2023 年我国精密冷轧不锈钢市场需求量约为 84.48 万吨，叠加精密冷轧下游电子信息、医疗、系能源汽车等高速发展行业，预计 2023 年需求量不低于 90 万吨。

宽幅冷轧方面，我国近十年在产量和需求端均保持正增长，年复合增速分别为 12%，13%左右。2020 年，全国宽幅冷轧不锈钢产量为 1387.94 万吨。由于宽幅冷轧产品规格参差不急，整体上产量高于需求量。考虑到宽幅下游终端分布广泛，且终端升级需求，订单将逐步向头部厂商集中。参照 2017-2019 年宽幅冷轧不锈钢复合增速 10.99%测算，预计 2023 年我国宽幅冷轧不锈钢需求量将达到 1411.30 万吨。

价格方面，随着下游需求上升，预计公司 2021-2023 年公司冷轧不锈钢产品价格有望逐步抬升。宽幅冷轧方面，公司产品集中在高端产品中，下游订单逐步向头部企业转移，公司订单旺盛，公司价格有望在未来稳步小幅抬升。预计 2021-2023 年公司

- 宽幅冷轧不锈钢 300 系价格分别为 12820 元、13076 元、13403 元；
- 宽幅冷轧不锈钢 400 系分别为 7637 元、7790 元、8024 元；

精密冷轧方面，2020 年我国供给量略低于需求量。未来需求端有望保持高增速，预计供需关系持续维持紧平衡状态，产品价格有望稳步上升，预计 2021 年-2023 年公司

- 精密冷轧不锈钢 300 系价格分别为 17924 元、18372 元、18648 元；
- 精密冷轧不锈钢 400 系 2021-2023 年分别为 9865 元、10062 元、10565 元。

表 3：盈利预测

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	
宽幅 300	营业收入(亿)	139.37	181.88	216.66	278.53	360.55
	销量(万吨)	91.39	144.57	169.00	213.00	269.00
	单价(元/吨)	15248.80	12581.00	12820.04	13076.44	13403.35
	成本(亿)	133.68	175.07	208.12	267.55	348.02
	单吨成本(元/吨)	14626.97	12109.99	12314.58	12560.88	12937.70
	毛利率	4.08%	3.74%	3.94%	3.94%	3.47%
宽幅 400	营业收入(亿)	4.63	7.29	15.66	23.76	30.49
	销量(万吨)	6.18	9.83	20.50	30.50	38.00
	单价(元/吨)	7491.12	7415.14	7637.60	7790.35	8024.06
	成本(亿)	4.00	6.18	13.27	20.14	25.84
	单吨成本(元/吨)	6474.04	6284.21	6472.74	6602.19	6800.26
	毛利率	13.58%	15.25%	15.25%	15.25%	15.25%
精密 300	营业收入(亿)	5.58	6.46	12.55	28.48	42.89
	销量(万吨)	3.01	3.64	7.00	15.50	23.00
	单价(元/吨)	18548.47	17746.73	17924.20	18372.30	18647.88
	成本(亿)	4.55	5.34	10.39	23.47	35.35
	单吨成本(元/吨)	15107.97	14662.26	14844.84	15141.74	15368.86
	毛利率	18.55%	17.38%	17.18%	17.58%	17.58%
精密 400	营业收入(亿)	7.22	6.71	11.34	17.61	18.49
	销量(万吨)	7.75	7.48	11.50	17.50	17.50
	单价(元/吨)	9319.85	8968.24	9865.06	10062.37	10565.48
	成本(亿)	5.97	5.60	9.42	14.62	15.35
	单吨成本(元/吨)	7705.44	7488.18	8188.00	8351.76	8769.35
	毛利率	17.32%	16.50%	17.00%	17.00%	17.00%
其他	营业收入(亿)	1.48	2.10	2.42	2.54	2.79
	成本(亿)	1.19	1.70	1.98	2.07	2.26
	毛利率	19.73%	19.34%	18.00%	18.50%	19.00%
合计	营业收入(亿)	158.28	204.43	258.63	350.92	455.22
	成本(亿)	149.39	193.88	243.18	327.84	426.82
	毛利率	5.62%	5.16%	5.97%	6.58%	6.24%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

预计公司 2021 年-2023 年实现营业收入 259 亿元、351 亿元、455 亿元，预计实现归母净利润 5.84 亿元、8.11 亿元、10.40 亿元。对应 EPS 分别为 2.51 元、3.48 元、4.46 元，对应市盈率分别为 14.72 倍、10.60 倍、8.26 倍。

估值方面，由于公司是所处不锈钢行业，且未来成长性确定较强，取行业不锈钢及特钢企业对标。其中太钢不锈为全流程不锈钢生产企业，久立特材与永兴材料为不锈钢棒线材生产企业，中信特钢为合金棒线材生产企业。截至 7 月 2 日，可比公司 2021-2023 年市盈率均值为 17.67 倍、13.98 倍、11.37 倍。另外，甬金股份作为冷轧不锈钢赛道龙头企业，未来三年成长速度高于对标公司，且确定性强。公司利润率更加稳定，受市场环境周期性波动明显弱于全流程企业。因此，综合考虑，给予公司 2021 年 18 倍市盈率，对应目标价 45.18，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：盈利预测

股票代码	公司名称	市值 (亿)	EPS			PE		
			21E	22PE	23E	21E	22E	23E
000708.SZ	中信特钢	1057	1.43	1.63	1.80	14.69	12.88	11.61
000825.SZ	太钢不锈	416	1.34	1.38	1.39	5.46	5.31	5.25
002318.SZ	久立特材	116	0.87	0.96	1.07	13.70	12.39	11.09
002756.SZ	永兴材料	270	1.81	2.63	3.80	36.82	25.35	17.54
可比公司均值			1.36	1.65	2.02	17.67	13.98	11.37
603995.SH	甬金股份	86	2.51	3.48	4.46	14.72	10.60	8.26

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。注：可比公司估值均来自 wind 一致预期。

6. 风险提示

1. **公司新建项目投产进程不及预期：**公司未来成长性来自产能的持续扩张，若项目投产进程拖后，可能导致公司成长速率放缓；
2. **不锈钢下游行业需求不及预期：**公司系不锈钢冷轧龙头，近年来不锈钢需求保持较高增速，未来弱需求疲软，或将影响公司销售；
3. **公司经营治理问题等。**

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2597	2465	3251	3793	营业收入	20443	25863	35092	45522
现金	1276	907	983	1034	营业成本	19388	24318	32784	42682
交易性金融资产	15	15	15	15	营业税金及附加	27	44	57	71
应收账款	129	195	271	335	营业费用	173	203	268	349
其它应收款	58	44	80	104	管理费用	60	75	193	205
预付账款	308	308	542	641	研发费用	218	367	597	683
存货	711	823	1145	1501	财务费用	14	37	45	44
其他	100	172	214	162	资产减值损失	(1)	(4)	(4)	(5)
非流动资产	3610	4459	5398	6173	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	15	15	15	15
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	29	24	27	27
固定资产	2770	3544	4362	5077	营业利润	609	863	1194	1535
无形资产	325	379	440	524	营业外收支	2	2	2	2
在建工程	469	488	537	504	利润总额	612	865	1197	1538
其他	46	48	60	68	所得税	120	173	235	304
资产总计	6206	6925	8650	9965	净利润	491	693	961	1234
流动负债	2073	2217	3046	3212	少数股东损益	77	109	151	193
短期借款	430	511	702	509	归属母公司净利润	414	584	811	1040
应付款项	570	784	1137	1370	EBITDA	819	1104	1506	1909
预收账款	70	471	644	607	EPS (最新摊薄)	1.78	2.51	3.48	4.46
其他	1004	451	564	726	主要财务比率				
非流动负债	524	477	489	497		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	285	285	285	285	成长能力				
其他	239	192	204	212	营业收入	29.16%	26.51%	35.68%	29.72%
负债合计	2597	2694	3535	3709	营业利润	26.00%	41.63%	38.43%	28.53%
少数股东权益	463	572	722	916	归属母公司净利润	23.16%	40.93%	38.80%	28.32%
归属母公司股东权益	3147	3659	4392	5341	获利能力				
负债和股东权益	6206	6925	8650	9965	毛利率	5.16%	5.97%	6.58%	6.24%
					净利率	2.40%	2.68%	2.74%	2.71%
					ROE	12.24%	14.90%	17.35%	18.30%
					ROIC	12.59%	15.54%	17.95%	20.09%
					偿债能力				
					资产负债率	41.84%	38.91%	40.87%	37.22%
					净负债比率	31.05%	32.38%	30.00%	23.57%
					流动比率	1.25	1.11	1.07	1.18
					速动比率	0.91	0.74	0.69	0.71
					营运能力				
					总资产周转率	3.59	3.94	4.51	4.89
					应收帐款周转率	152.74	162.16	154.97	156.13
					应付帐款周转率	71.34	76.04	77.39	74.94
					每股指标(元)				
					每股收益	1.78	2.51	3.48	4.46
					每股经营现金	3.27	3.09	5.14	6.27
					每股净资产	13.50	15.70	18.85	22.92
					估值比率				
					P/E	20.74	14.72	10.60	8.26
					P/B	2.73	2.35	1.96	1.61
					EV/EBITDA	7.40	8.33	6.28	4.93

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	762	719	1197	1462
净利润	491	693	961	1234
折旧摊销	188	209	271	334
财务费用	14	37	45	44
投资损失	(15)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	630	(89)	269	231
其它	(546)	(115)	(334)	(366)
投资活动现金流	(577)	(1045)	(1186)	(1088)
资本支出	(1081)	(1000)	(1135)	(1013)
长期投资	0	0	0	0
其他	504	(45)	(51)	(75)
筹资活动现金流	(346)	(43)	65	(322)
短期借款	59	82	191	(193)
长期借款	110	0	0	0
其他	(515)	(124)	(125)	(129)
现金净增加额	(160)	(368)	76	51

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>