

浪潮奔涌风帆劲

——甬金股份 (603995.SH)

钢铁/钢铁

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

冷轧不锈钢板加工龙头向高端进化, 产能产量加速释放

- 公司为国内精密不锈钢冷轧板龙头和唯一上市公司, 拥有自研生产设备与十余年技术专利储备, 未来三年在建产能复合增长率 24.81%, 入库产量三年复合增长率 24.71%, 目前产能仍在拓展之中;
- 公司产品结构继续优化, 精密板产能占比有望由 2020 年的 8.75% 提升至 2023 年的 27.49%, 精密板及 400 系宽幅板有着更高毛利率, 其产量占比有望由 2020 年的 13.33% 提升至 2023 年的 26.11%, 带动公司毛利率由 2020 年的 5.16% 提升至 2023 年的 5.81%;

布局上游开拓下游, 成本管控业内领先

- 以销定产的生产方式及成本加成的销售定价方式, 使得公司业绩受上下游周期的影响小, 公司与上游主要供应商青山集团深度绑定, 共建福建甬金, 收购青拓上克, 盈利能力稳定性显著增加;
- 在销售规模扩张、研发费用增加的背景下, 四项费用占营业收入比例仍稳中有降, 2021 年前三季度四项费用占比降至 1.75%, 为 2015 年以来最低水平: 公司于 12 月发行 10 亿元可转债, 进一步降低融资成本;

行业格局清晰, 竞争优势明显

- 公司为国内精密冷轧板产量第一, 宽幅冷轧板产量第三, 与行业企业相比, 甬金具有更高的周转率与更强的成本控制能力, 在营收增速、资本周转率、存货周转率、营业周期方面大幅领先, 毛利率与净利率保持稳定水平;

需求稳步攀升, 发展空间广阔

- 冷轧不锈钢板被广泛应用于汽车配件与装饰材料中, 到 2025 年, 我国汽车生产有望达到 3500 万辆左右, 五年汽车产销规模 GAGR 将达 7.28%, 带动相关不锈钢需求持续回升;
- 地产竣工预期改善, 2020 年中触底的住宅竣工面积同比增速在 2021 年中达到峰值水平, 下游家电需求有望在 2022-2023 年保持高增状态; 随着地产政策逐步平稳、家电下乡政策实施以及住宅精装修比例逐步提升, 下游空调、彩电、冰箱、洗衣机等家用电器需求以及建筑装饰需求有望稳定增长;

投资建议: 公司专注不锈钢冷轧板加工行业, 自研设备、高周转与精密占比提升造就竞争优势, 产能大幅增长与下游需求的高确定性给予公司长期增长动能, 预计公司业务规模及利润实现有望步入快速增长阶段, 预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 5.8 亿/8.6 亿/11.8 亿, 对应 EPS 为 2.5 元/3.69 元/5.07 元, 结合可比公司估值水平, 公司 2022 年目标市值 154.8 亿元, 目前公司市值并未充分体现其内在价值, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 上游不锈钢原料价格变动, 产能快速提升导致成本超预期增加, 不锈钢板材需求不及预期;

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	15,827.76	20,443.42	31,784.04	40,503.63	48,025.72
增长率 (%)	1.13%	29.16%	55.47%	27.43%	18.57%
归母净利润 (百万)	332.82	414.44	583.05	860.81	1,180.89
增长率 (%)	0.48%	24.52%	40.68%	47.64%	37.18%

评级

买入 (首次)

2021 年 12 月 14 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519040001

高亢

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660121010010

交易数据

时间 2021.12.14

总市值/流通市值 (亿元)	125.4/60.16
总股本 (万股)	23,301.74
资产负债率 (%)	52.04
每股净资产 (元)	14.73
收盘价 (元)	53.8
一年内最低价/最高价 (元)	23.93/57.2

公司股价表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

净资产收益率 (%)	11.49%	13.17%	16.62%	21.61%	25.47%
每股收益(元)	1.92	1.8	2.5	3.69	5.07
PE	28.49	30.39	21.87	14.81	10.8
PB	4.35	4.05	3.64	3.2	2.75

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 观点聚焦.....	5
1.1 与市场预期“求异存同”.....	5
1.2 聚焦催化因素.....	5
2. 冷轧板龙头向高端进化 产能产量加速释放.....	5
2.1 主营产品产销稳步增长.....	5
2.2 产能产量加速落地.....	9
2.3 产品结构转向高端化 盈利能力有望提升.....	11
2.4 研发能力与工艺装备构筑坚实壁垒.....	12
3. 布局上游开拓下游 成本管控业内领先.....	14
3.1 以销定产+上游绑定 业务模式护航利润增长.....	14
3.2 四费创新低 过程费控表现出色.....	16
3.3 拟发行可转债 进一步降低融资成本.....	17
4. 行业格局清晰 竞争优势明显.....	17
4.1 公司为国内精密冷轧板产量第一 宽幅冷轧板产量第三.....	17
4.2 公司在冷轧不锈钢板带市场拥有显著竞争优势.....	18
5. 需求稳步攀升 发展空间广阔.....	21
5.1 缺芯缓解助力汽车产销规模稳步上升.....	21
5.2 地产竣工预期改善 关联家电与建筑装饰需求重回高增长.....	22
6. 盈利预测与投资建议.....	23
7. 风险提示.....	26

图表目录

图 1: 分品种产量变动情况 (万吨).....	7
图 2: 冷轧板总产量与同比增速 (万吨).....	7
图 3: 公司历年营收与同比增速 (亿元).....	7
图 4: 公司历年毛利与同比增速 (亿元).....	7
图 5: 分品种营业收入比例 (%).....	8
图 6: 分品种毛利贡献比例 (%).....	8
图 7: 分地区营业收入比例 (%).....	8
图 8: 分地区毛利贡献比例 (%).....	8
图 9: 各类产品均价 (元/吨).....	8
图 10: 各类产品毛利率 (%).....	8
图 11: 精密板产量产能占比及高毛利板材产量占比 (%).....	11
图 12: 精密冷轧板及宽幅冷轧板毛利率 (%).....	11
图 13: 产品结构改善有望带来毛利率水平整体上升 (%).....	11
图 14: 二十辊可逆式精密冷轧机组.....	13
图 15: 连续退火酸洗机组.....	13
图 16: 可逆式不锈钢带平整机组.....	13
图 17: 轧机辅助准备机组.....	13
图 18: 自青山集团及其控制企业采购原材料金额与比例情况 (亿元, %).....	14
图 19: 公司处于产业链中段位置.....	15
图 20: 各产品吨加工费 (元/吨).....	15
图 21: 太钢无锡 304/2B 卷板年均价格 (元/吨).....	15

图 22: 四项费用占营业收入比重 (%)	16
图 23: 2020 年国内精密冷轧板带市场份额 (%)	17
图 24: 2020 年国内宽幅冷轧板带市场份额 (%)	18
图 25: 可比公司营收增速 (%)	19
图 26: 可比公司毛利率 (%)	19
图 27: 可比公司净利率 (%)	19
图 28: 可比公司净 ROE (摊薄, %)	19
图 29: 可比公司资产周转率 (次)	19
图 30: 可比公司存货周转率 (次)	19
图 31: 可比公司营业周期 (天)	20
图 32: 可比公司人均创收 (万元)	20
图 33: 可比公司人均创利 (万元)	20
图 34: 可比公司资产负债率 (%)	20
图 35: 国内汽车产量及同比变动 (万辆, %)	21
图 36: 国内空调产量与同比 (万台, %)	22
图 37: 国内电冰箱、洗衣机产量与同比 (万台, %)	22
图 38: 住宅竣工面积同比对家用空调同比数据的领先效应 (%)	23
图 39: 公司宽幅板均价与太钢无锡宽幅板年度均价对比 (数据截至 2021.12.13, 元/吨)	24
图 40: 公司精密板均价与佛山精密板年度均价对比 (数据截至 2021.12.13, 元/吨)	25
表 1: 公司主营产品分类	6
表 2: 公司现有产能分布情况 (截至 2021 年 6 月, 万吨)	6
表 3: 公司主营产品产销量情况 (万吨)	7
表 4: 在建项目具体建设进度	9
表 5: 公司产能产量变动预估 (历史数据截至 2021 年 6 月, 万吨)	10
表 6: 部分获奖产品与项目专利	12
表 7: 主营产品下游应用情况	12
表 8: 部分独创工艺内容	13
表 9: 公司上半年均价与市场均价变动比例对照 (元/吨)	23
表 10: 公司上半年均价与市场均价变动比例对照 (元/吨)	25
表 11: 公司业务拆分与盈利预测 (百万元)	25
表 12: 可比公司估值表 (截至 2021 年 12 月 14 日)	26
表 13: 公司盈利预测表	27

1. 观点聚焦

1.1 与市场预期“求异存同”

自研设备加技术储备构筑竞争力核心：公司为国家高新技术企业和国家火炬计划项目承担单位，设有浙江省企业技术中心、浙江省级高新技术企业研究开发中心以及浙江省博士后工作站；公司拥有自主研发生产设备的能力，形成了具有自主知识产权的全套不锈钢冷轧自动化生产线解决方案，大大降低了后续再研发、调试、升级、技改的成本；公司在技术迭代过程中形成了一批技术骨干，人员素质与自研设备共同造就冷轧产线的高成品率，生产成本极低；公司在 2020 年收购青山集团下属冷轧加工企业青拓上克，充分显现出公司在冷轧不锈钢板领域的竞争能力；

扩产能规模巨大，产品结构优化推升毛利率：公司为国内精密不锈钢冷轧板龙头和唯一上市公司，冷轧板加工在建产能三年 GAGR24.81%，入库产量三年 GAGR24.71%，现有产能仍在拓展之中；精密板及 400 系宽幅板有着更高毛利率，其产量占比有望由 2020 年的 13.33% 提升至 2023 年的 26.11%，带动公司毛利率由 2020 年的 5.16% 提升至 2023 年的 5.81%；

下游周期复苏：下游汽车行业迎来缺芯缓解、电动化带来的需求稳步增长局面，到 2025 年，我国汽车生产有望达到 3500 万辆左右，五年汽车产销规模 GAGR 将达 7.28%；2020 年中起地产竣工端高位有望带动下游家电、建筑装饰、消费品等行业需求持续复苏，电子领域相关高毛利产品需求前景向好，为公司业绩改善锦上添花；

1.2 聚焦催化因素

产能落地进度：预计公司在 2023 年整体产能达到 350 万吨以上，关注下属公司产能的具体扩张进度与产量释放情况；特别关注甘肃甬金的投建计划对未来公司发展战略的深刻意义；

行业政策利好：《钢铁行业碳达峰实施方案》及《关于推动钢铁工业高质量发展的指导意见》预计在 2021 年底前正式发布，预计利好技术储备充足，高产品附加值钢企，公司估值将有望进一步抬升；

2. 冷轧板龙头向高端进化 产能产量加速释放

浙江甬金金属科技股份有限公司前身为兰溪市甬金不锈钢有限公司，成立于 2003 年 8 月，是国家高新技术企业和国家火炬计划项目承担单位，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”；公司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；公司于 2019 年 12 月在上交所挂牌上市；根据已披露 2021 年三季度报告，公司实控人为虞纪群、曹佩凤夫妇，两人共持有 46.79% 的公司股份；

2.1 主营产品产销稳步增长

公司主要业务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，两者主要区别如下：

表1：公司主营产品分类

原料	工艺	规格	特点	下游
精密冷轧不锈钢板带	高品质热轧或冷轧不锈钢板带制达到目标厚度，最后经清洗、拉矫或平整处理	厚度主要为0.08-1.5mm，宽度主要为820mm以下	更高性能、高尺寸精度、更优板形和更优质表面	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
宽幅冷轧不锈钢板带	热轧不锈钢料轧至目标厚度，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	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	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

资料来源：公司公告，申港证券研究所

至2021年中，公司已发展成为年加工产能超155万吨的专业不锈钢冷轧企业，截至2020年底，公司六大生产基地设计产能共计120万吨，入库产量165万吨，其中国内布局在浙江、江苏、广东、福建四地，海外布局在越南与泰国两地：

表2：公司现有产能分布情况（截至2021年6月，万吨）

	宽幅板产能	精密板产能
甬金科技	/	10.45
江苏甬金	33.64	3.36
广东甬金	28	/
福建甬金（含青拓上克）	80	/
合计	155.45	

资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司产销规模持续稳定增长，根据最新披露的财报数据，公司2021年上半年钢材入库产量105.20万吨，同比增长59.01%；销售104.56万吨，同比增长58.62%；按照四季度平移三季度产销量（因已投项目正生产，期间无新增项目投产）估算，2016-2021年公司产销量GAGR分别为22.59%、22.35%；在历年产量数据中可以看出，宽幅冷轧产品以300系为主，占宽幅板的89.82%，精密冷轧产品以400系为主，占精密板的82.45%；

其中2020年宽幅冷轧板产销大增的主因如下：

- ◆ 宽幅冷轧300系产量同比增长37.83%，主要系报告期新增广东甬金产量25.96万吨，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；

其中2021年冷轧板产销大增的主因如下：

- ◆ 浙江甬金“年加工12.5万吨精密冷轧不锈钢生产线项目”生产逐步放量；
- ◆ 江苏甬金IPO募投项目“年加工7.5万吨超薄精密不锈钢板带项目”两条生产线

逐级放量；

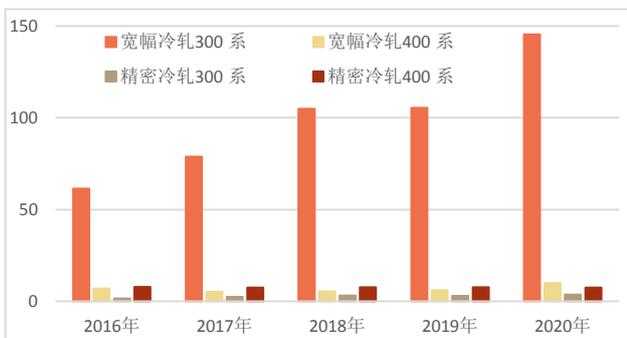
- ◆ 广东甬金“年加工 68 万吨宽幅精密不锈钢板带项目”一期年加工 28 万吨宽幅精密不锈钢板带项目及二期设备安装后的放量；

表3：公司主营产品产销量情况（万吨）

		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年预估
产量	宽幅	68.5	84.2	110.3	111.7	155.4	-
	精密	9.5	10	10.9	10.6	11.1	-
	合计	78	94.1	121.2	122.3	166.5	215.9
销量	宽幅	68	84.8	109.9	111.9	154.4	-
	精密	9.5	9.8	10.8	10.8	11.1	-
	合计	77.4	94.6	120.7	122.6	165.5	212.3
产销率	宽幅	99%	101%	100%	100%	99%	98%
	精密	100%	98%	99%	102%	100%	

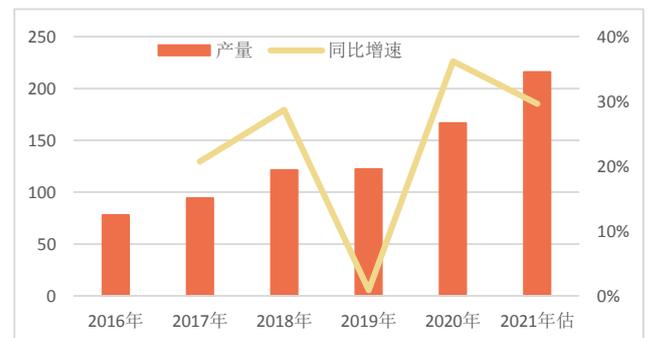
资料来源：公司公告、申港证券研究所

图1：分品种产量变动情况（万吨）



资料来源：公司公告、申港证券研究所

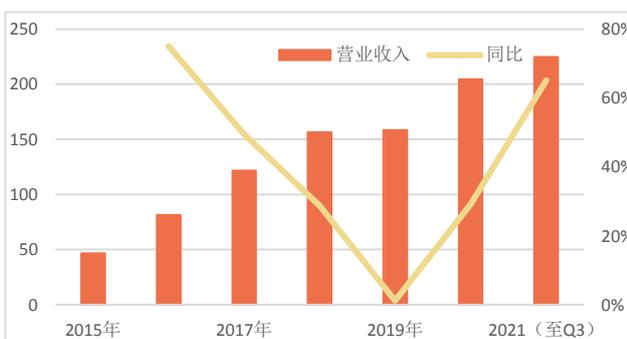
图2：冷轧板总产量与同比增速（万吨）



资料来源：公司公告、申港证券研究所

公司营收在产量大增的驱动下快速增长，根据最新财报，公司 2021 年前三季度实现营业收入 224.87 亿元，同比增 65.11%，归母净利润 4.36 亿元，同比增 68.25%；其中第三季度实现归母净利润 1.52 亿元，同比增长 47.77%，环比下降 12.53%；按照四季度平移三季度营收与毛利估算，2016-2021 年公司营收与毛利 GAGR 分别为 16.41%、23.47%；

图3：公司历年营收与同比增速（亿元）



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图4：公司历年毛利与同比增速（亿元）

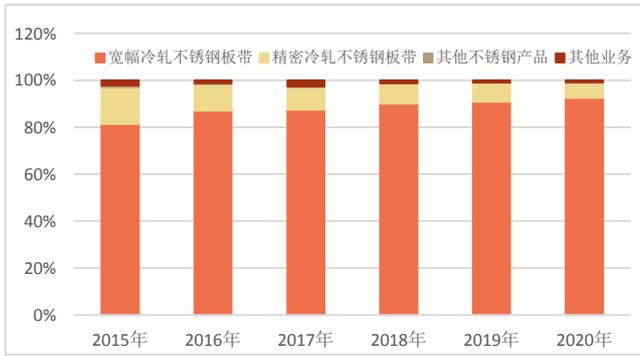


资料来源：公司公告、申港证券研究所

分品种来看,宽幅板对营收的贡献高,但毛利贡献低;2020年其产量占比为93.25%,营收占比为92.53%,毛利占比为75.03%,同期精密板产量占比为6.68%,营收占比为6.44%,毛利占比为21.12%;

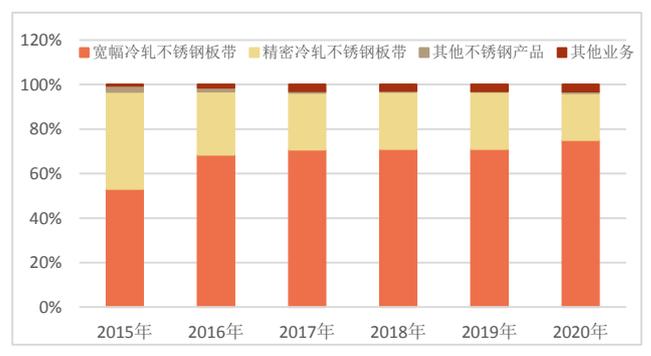
公司产品主要销往国内,2016-2020年境外销售在营收中的占比从0.63%逐步提升至6.1%,境外销售在毛利中的占比从1.54%逐步提升至7.77%;

图5:分品种营业收入比例(%)



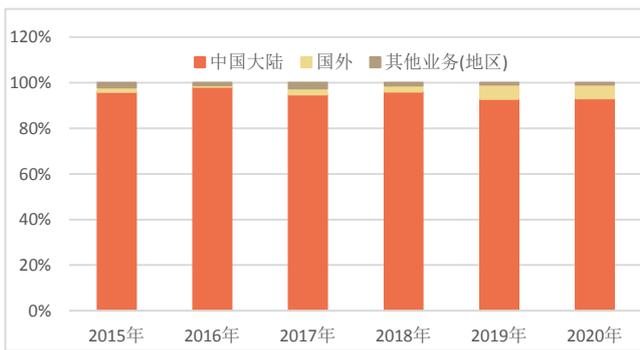
资料来源:公司公告,申港证券研究所

图6:分品种毛利贡献比例(%)



资料来源:公司公告,申港证券研究所

图7:分地区营业收入比例(%)



资料来源:公司公告,申港证券研究所

图8:分地区毛利贡献比例(%)



资料来源:公司公告,申港证券研究所

精密冷轧板有着更高的毛利率,也是公司未来转型的主要方向;300系冷轧板普遍拥有较高的售价,同系精密板售价高于宽幅板,毛利率方面,占公司产量比重最高的300系宽幅冷轧板2020年毛利率仅为3.74%,而精密板毛利率维持在15%以上,400系宽幅板毛利率近几年也有显著提升;

图9:各类产品均价(元/吨)

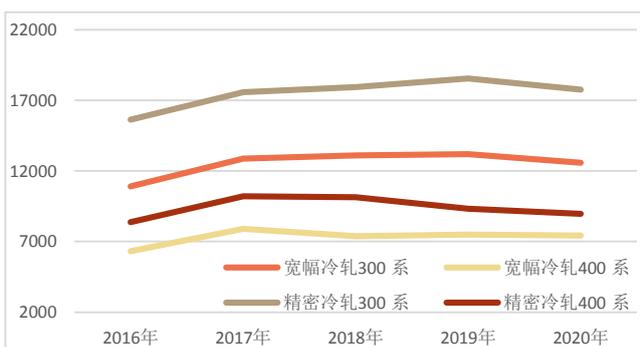
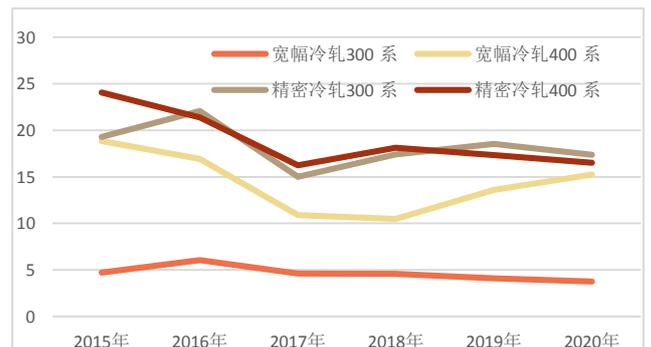


图10:各类产品毛利率(%)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

2.2 产能产量加速落地

公司产能进入高速扩张期, 21-23 年产能 GAGR 达 24.81%, 入库产量 GAGR 达 24.71%, 根据公司公告:

- ◆ 2021 年末产能可达 215 万吨, 入库产量约为 210 万吨: 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;
- ◆ 2022 年末产能可达到 290 万吨, 入库产量约为 265 万吨: 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;
- ◆ 2023 年末预计产能达到 350 万吨, 预计当年产量约为 320 万吨: 按计划建成泰国甬金 26 万吨项目及广东三期 35 万吨项目;

包含上述各个项目的已披露的在建项目具体建设进度以及根据建设进度以及公司已披露数据进行的产能、产量以及分产品产量测算如下:

表4: 在建项目具体建设进度

参股控股公司	项目进度
浙江甬金	年加工 12.5 万吨精密冷轧不锈钢生产线项目第一条产线已于 2021 年 6 月安装完成并投入试生产, 第二条产线 11 月已安装完成; 二期迁建项目预计新增 19.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目, 于 2021 年 6 月开工建设, 建设期为 18 个月;
广东甬金	“年加工 68 万吨宽幅精密不锈钢板带项目”一期年加工 28 万吨宽幅精密不锈钢板带项目已于 2020 年 4 月投产; 二期年加工 32 万吨宽幅冷轧项目已完成主体厂房建设, 下半年进入设备安装; 三期项目变更为年加工 35 万吨宽幅冷轧不锈钢, 于 2021 年 10 月开建, 预计于 2022 年底投产, 项目将在二期已有厂房内实施建设, 不再新增土地和厂房, 将有效地减少建设成本;
江苏甬金	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, 三季报披露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, 其余设备于报告期内已基本投产; 江苏甬金在原有厂区内投资建设年加工 9.5 万吨高性能优特不锈钢材料技改项目, 已于 2021 年 4 月进行技术改造, 建设期为 15 个月; 半年报披露江苏甬金出资 10380 万元收购银羊管业 (从事研发、生产、销售不锈钢供水管道系统) 51% 的股权, 并由银羊管业下设的全资子公司作为执行“年产 10 万吨不锈钢钢管及配件项目”, 预计年底会有部分产品产出;
福建甬金	2020 年 10 月公司公告福建甬金拟收购青拓上克 100% 股份, 目前股权转让已完成, 青拓上克成为福建甬金子公司, 青拓上克原为青山控股集团有限公司下属二级子公司;
甘肃甬金	项目总投资额约为 12.27 亿元, 其中固定资产投资约 10.5 亿元, 项目分期建设, 其中一期工程计划建设期为 24 个月, 分步建成两条精密 BA 不锈钢生产线, 年产能 18 万吨; 二期工程计划建设期为 18 个月, 建成一条精密超薄不锈钢生产线, 产能 4 万吨。
镔赛精工	年加工 5.5 万吨复合材料项目已完成主体厂房、设备基础等工程建设, 9 月开始进入设备安装, 预计年底完工投入试生产;
越南甬金	年产能 25 万吨精密不锈钢板带项目于 2020 年 10 月下旬正式开工, 上半年项目建设进展顺利, 土建工程已基本完成, 目前设备已全部到现场开始安装, 初步预计该项目将在 2022 年春节后投产。
泰国甬金	年产能 26 万吨精密不锈钢板带项目正在办理设计规划、环保审批等前期手续, 同步进行土地征地工作。

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

表5: 公司产能产量变动预估 (历史数据截至 2021 年 6 月, 万吨)

	品种类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2023 年 E
浙江甬金	精密板产能	10.45	10.45	10.45	22.95	22.95	42.45
	产能利用率	104.2%	101.32%	106.51%	75%	104%	75%
	300 精密板产量	3.22	2.97	3.66	5.16	7.16	9.55
	400 精密板产量	7.67	7.61	7.47	12.05	16.71	22.29
江苏甬金	精密板产能				7.5	7.5	7.5
	产能利用率				44.31%	100%	100%
	300 精密板产量				3.32	7.5	7.5
	宽幅板产能	33	33	33	33.64	33.64	33.64
	产能利用率	121.5%	119.8%	125.66%	122.3%	122.3%	122.3%
	300 宽幅板产量	34.77	33.41	33.06	34.56	34.56	34.56
	400 宽幅板产量	5.33	6.12	8.41	6.58	6.58	6.58
	精密板 (优特钢) 产能/量				9.5	9.5	
下属, 银羊管业	不锈钢管产能/量				10	10	
广东甬金	宽幅板产能			21	60	77.5	95
	产能利用率			123.63%	75%	75%	75%
	300 宽幅板产量			25.96	44.36	77.5	95
福建甬金 (2021 起含青拓上克)	宽幅板产能	50	50	55	80	80	80
	产能利用率	140.4%	144.28%	144.54%	143.07%	143.07%	143.07%
	300 宽幅板产量	70.2	72.12	77.97	101.44	101.44	101.44
	400 宽幅板产量		0.02	1.53	13.02	13.02	13.02
甘肃甬金	精密板产能						9
	300 精密板产量						4.5
	400 精密板产量						4.5
镡赛精工	复合材料产能/量				2.75	5.5	5.5
越南甬金	宽幅板产能					25	25
	300 宽幅板产量					13	25
泰国甬金	精密板产能						26
	300 精密板产量						6.5
	400 精密板产量						6.5
产能合计		93.45	93.45	119.45	206.84	271.59	343.59
YOY		0	0	27.82%	73.16%	31.3%	26.51%
产量合计		121.19	122.25	158.06	223.24	302.47	361.94
YOY		28.79%	0.87%	29.29%	41.24%	35.49%	19.66%
其中,	300 精密板产量	3.22	2.97	3.66	8.49	14.66	28.05
	400 精密板产量	7.67	7.61	7.47	12.05	26.21	42.79
	300 宽幅板产量	104.97	105.53	136.99	180.36	226.5	256
	400 宽幅板产量	5.33	6.14	9.94	19.6	19.6	19.6
	其他产品产量	0	0	0	2.75	15.5	15.5
	精密板产能占比	11.18%	11.18%	8.75%	14.72%	14.71%	27.49%
	精密板产量占比	8.99%	8.65%	7.04%	9.31%	14.24%	20.45%
	精密及 400 宽幅产品占比	13.38%	13.68%	13.33%	18.20%	21.07%	26.11%

资料来源: 公司招股说明书, 可转债募集说明书, 年度报告, 申港证券研究所

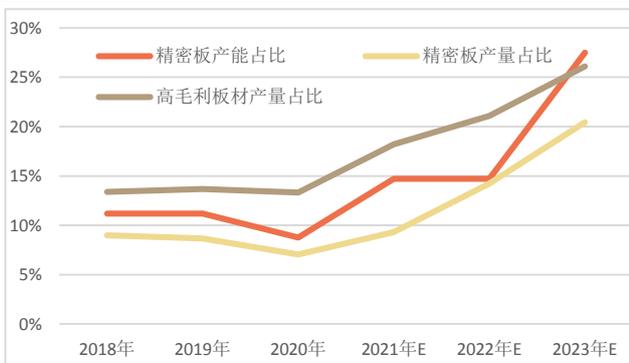
2.3 产品结构转向高端化 盈利能力有望提升

2020-2023 年精密板产能在整体产能中的比重有望由 8.75% 提升至 27.49%，精密板及 400 系宽幅板产量在整体产量中的比重有望由 13.33% 提升至 26.11%，根据年度报告表述，“公司将努力提高精密冷轧不锈钢销售收入的比重，以提高公司产品整体毛利率水平，随着公司各投资项目的逐步建成，公司精密冷轧不锈钢产品销售收入占比有望适当提高，从而优化公司产品结构”；从新增产能的分布与项目投放的节奏可以明显看出，高端产品比例有望在 2025 年前持续提升，从而改善公司整体盈利能力；

公司现有及规划高毛利产品主要包含精密冷轧板（含高性能优特钢）、高性能复合材料以及不锈钢管三大类（表 5 中复合材料与不锈钢管计入其他产品产量），具体如下：

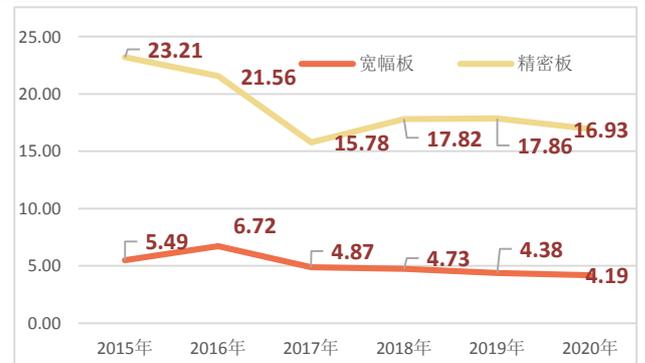
- ◆ **精密冷轧板**：公司自 2003 年成立以来，一直处于国内精密板产能产量龙头地位，精密冷轧不锈钢板带的生产技术含量高、生产工艺复杂，客户定制化程度更高，距离下游终端用户需求更近，也拥有更高的毛利水平；
- ◆ **复合材料**：主要为复合板材，为原产线的下游，目前处于产品试水阶段，预估毛利率高于精密冷轧板；
- ◆ **不锈钢管**：不锈钢管业制造处于公司现有业务产业链的下游，公司现有产品可对下游项目公司直接供应，预计该项目的实施将与现有不锈钢冷轧业务形成较好的协同效应，其毛利净利水平显著高于精密冷轧板，预估毛利率在 20% 以上；

图11：精密板产量产能占比及高毛利板材产量占比（%）



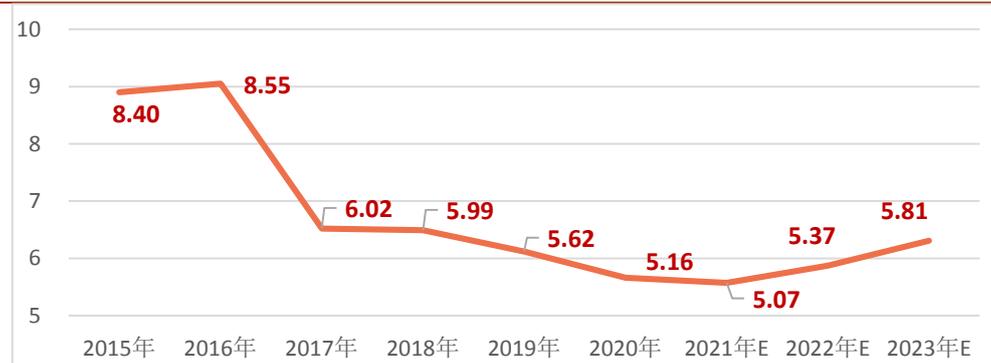
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图12：精密冷轧板及宽幅冷轧板毛利率（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图13：产品结构改善有望带来毛利率水平整体上升（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.4 研发能力与工艺装备构筑坚实壁垒

公司是国家高新技术企业和国家火炬计划项目承担单位，设有浙江省企业技术中心、浙江省级高新技术企业研究开发中心以及浙江省博士后工作站，子公司江苏甬金设有江苏省认定企业技术中心和两个江苏省级工程技术研究中心；截止 2021 年中报，公司共取得 174 项专利，其中发明专利 23 项，实用新型专利 151 项；

表6：部分获奖产品与项目专利

内容	荣誉
精密冷轧不锈钢超薄板钢带	高新技术产品
家用电器面板用精密不锈钢板带	高新技术产品
300 系列奥氏体光亮面精密不锈钢板带	高新技术产品
车用特宽超薄不锈钢板带	高新技术产品
精密冷轧不锈钢超薄中宽板带	浙江名牌产品
“YJBX”牌精密不锈钢带	江苏省名牌产品
环保设备专用精密不锈钢板	2016 年浙江省优秀工业产品
NO.4S/K 精密不锈钢面板（家电类）	浙江省省级工业新产品（新技术）
具有光亮表面的极薄铁素体不锈钢带的制作方法	中国专利优秀奖
具有光亮表面的奥氏体不锈钢带的制作方法	
精密冷轧不锈钢超薄板钢	国家火炬计划项目
超宽极薄精密光亮不锈钢带关键技术及产业化项目	2020 年度江苏省科学技术一等奖

资料来源：公司公告，申港证券研究所

目前公司优良的产品质量赢得了国内外客户的一致认可，已成为多家电子信息、家用电器、环保设备、家用产品领域知名企业的供应商，公司及子公司江苏甬金和福建甬金均建立了全面有效的 ISO9001 质量管理体系，制定了高于国家标准的《甬金科技企业标准》及 22 项质量控制文件，生产的各系列冷轧不锈钢板带被广泛应用于下游各行业生产领域中，2020 年新能源电池类专用精密不锈钢板带被评为浙江省制造精品；

表7：主营产品下游应用情况

产品	下游	主要客户	应用介绍
宽幅不锈钢	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	惠而浦	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	美的、创维电器	电熨斗、搅拌机、吸尘器、打蛋机、面包机等产品组件材料
	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
精密不锈钢	家用电器	美的、ARCELIK A.S.、创维电器	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	大唐环保科技	烟气脱硝催化剂等产品组件材料
	电子信息	长盈精密	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	银轮股份	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	苏泊尔、夏普电器、老板电	集成灶、燃气灶、吸油烟机、洗碗机、消毒柜、橱柜、净水机、不

器、浙江美大	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：公司公告，申港证券研究所

公司通过十几年生产经验的积累和自主研发创新取得了冷轧不锈钢板带生产的一系列核心技术，保证了公司产品品质和市场核心竞争力；

表8：部分独创工艺内容

工艺内容	实现目标
研究、积累并掌握了热、力作用对不锈钢板带组织性能的演变规律，据此设计了不同种类不锈钢板带的轧制工艺和退火工艺	建立了大压下量时组织应力均匀的精密不锈钢板带成套冷轧工艺技术
发明了成套板形精确控制新技术与装置。创新设计了凸字形辊箱结构，发明了侧向间隙消除技术和一中间辊对推技术	实现了宽幅冷轧机生产效率和精度控制水平的提升
发明了高压对喷清洗-挤干高效脱脂技术和轧制油分级净化技术	提高轧制油洁净度和过滤滤芯的使用寿命，保证了板带表面光洁度
发明了光亮退火炉内氩气循环净化-分子筛干燥技术	满足了光亮热处理工艺对炉内氩气纯度、露点及氧气含量的苛刻要求，显著提高了板带表面光泽度
发明了不锈钢无硝酸表面处理技术	解决了传统酸洗工艺氨排放的环境污染问题

资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司拥有自主研发生产设备的能力，并已实现设备对外销售，公司于2010年设立甬金股份装备研发中心，专门从事不锈钢冷轧生产装备的设计和研发，自主设计研发出1,350mm二十辊可逆式精密冷轧机组、1,350mm连续退火酸洗机组、1,350mm可逆式不锈钢带平整机组、准备机组和分卷机组等不锈钢冷轧主体装备，形成了具有自主知识产权的全套不锈钢冷轧自动化生产线解决方案；

自主研制设备加速生产，大幅降低了公司冷轧装备的采购、安装、调试和日常维修成本，截至报告期末，公司先后自主设计研发出32台二十辊可逆式精密冷轧机组（其中已投产22台、在建10台）、7套连续退火酸洗机组（其中已投产5套、在建2套）、5台平整机组（其中已投产4台、在建1台）、11台准备机组（其中已投产8台、在建3台）、9台分卷机组（其中已投产7台、在建2台）和2台清洗机组（其中1台投产、1台在建），用于公司及子公司的生产；

图14：二十辊可逆式精密冷轧机组



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

图15：连续退火酸洗机组



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

图16：可逆式不锈钢带平整机组

图17：轧机辅助准备机组



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

3. 布局上游开拓下游 成本管控业内领先

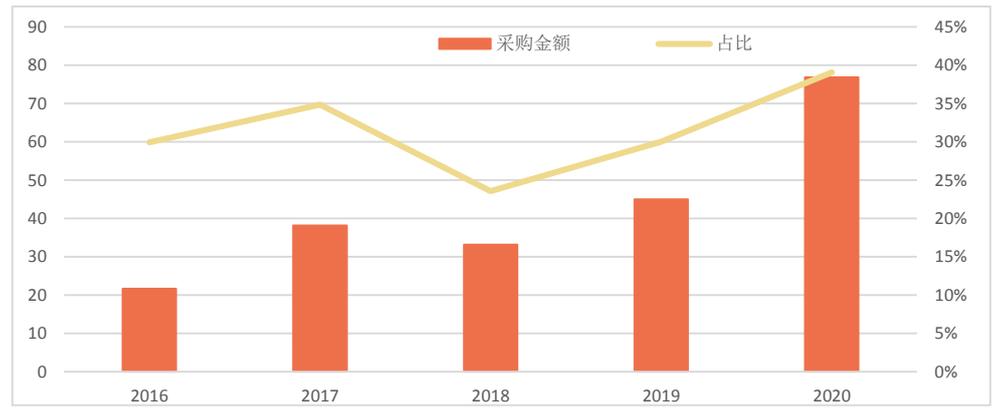
3.1 以销定产+上游绑定 业务模式护航利润增长

公司原料的主要供应商为青山集团、太钢不锈（代理商浙江元通及全资子公司杭州太钢销售）、张家港浦项等企业，视产品不同其原料采购模式有所区别：

- ◆ 300 系宽幅冷轧不锈钢板带所需的 **300 系热轧不锈钢原材料**采购以长期采购合作协议加每日报价定量方式进行，主要供应商为广东广青与青山集团及其同一控制下企业等供应商；
- ◆ 400 系宽幅冷轧不锈钢板带及 400 系精密冷轧不锈钢板带所需的 **400 系热轧不锈钢原材料**采购定价一般参照太钢不锈的公布价格且由双方协商确定，并采用授信额度内货到当月结清、超出授信额度则款到发货，主要供应商为浙江元通；
- ◆ 300 系精密冷轧不锈钢板带所需 **300 系冷轧不锈钢原材料**采购方式为持续分批量的形式向供应商进行采购，在保证生产持续的基础上维持合理适度的库存，主要供应商为浙江元通、张家港浦项、杭州太钢；

高品质热轧原材料的稳定供应是行业内企业持续稳定经营的重要保障，公司与上游主要供应商青山集团深度绑定，作为全球最大的不锈钢生产企业，青山集团于 2014 年 3 月与公司共同出资设立福建甬金，由甬金股份控制并持股 70%，青山集团子公司鼎信科技持股 30%；2020 年 11 月，福建甬金以 3 亿元现金收购青拓集团和克虏伯公司分别持有的青拓上克 60%、40% 股权，青拓上克成为甬金股份全资控股公司；2016-2020 年公司与青山集团及其控制企业采购原材料的交易总金额分别为 21.7 亿、38.2 亿、33.2 亿、45 亿、76.8 亿元，占公司原材料采购总金额的比例分别为 29.93%、34.87%、23.56%、30%、39.07%；

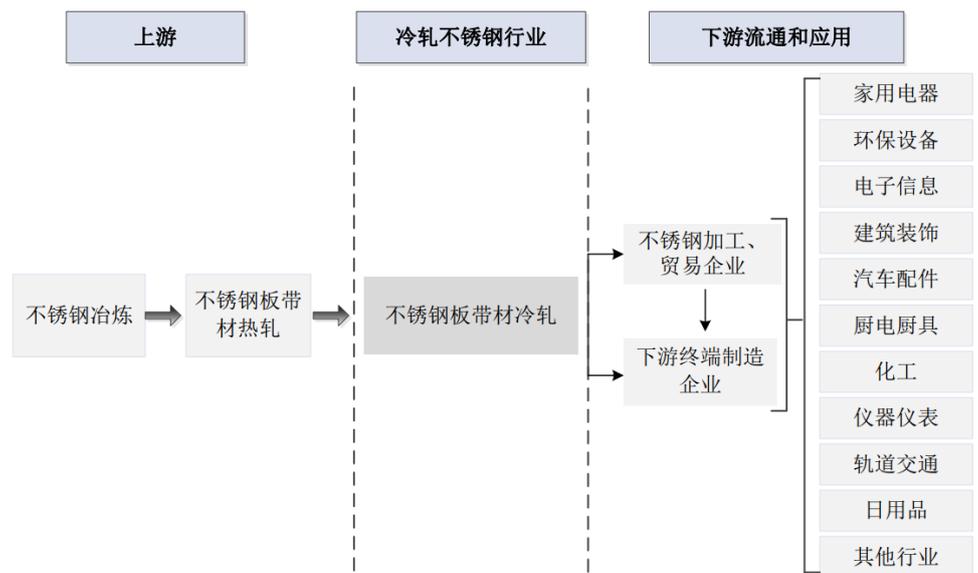
图18：自青山集团及其控制企业采购原材料金额与比例情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司采取以销定产的采购与生产组织方式，在锁定下游销售订单的基础上，同期向上游锁定相应原料的价格，销售定价采取成本加成与供需形势结合的方式，主要赚取加工费，处于产业链的中段位置；销售结算方面，对不锈钢加工、贸易类客户大多采用预收 10%-20%定金、款到发货的模式，对特定的大型终端制造客户一般会给予一定的信用账期；

图19：公司处于产业链中段位置

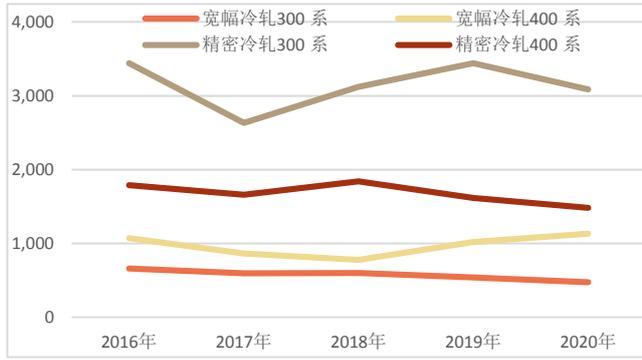


资料来源：公司公告，申港证券研究所

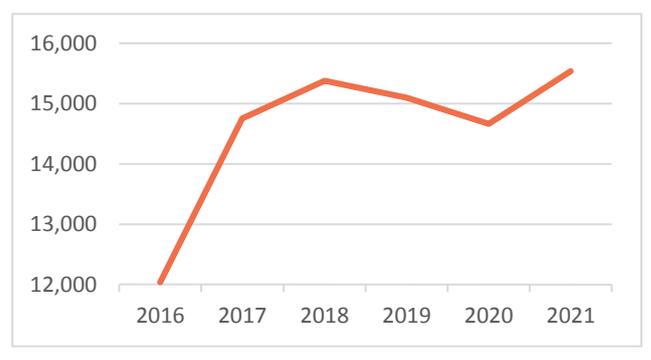
公司吨钢加工费维持平稳水平，受益于上述生产以及销售模式的配合，公司产品销售以及利润实现受原料端以及成品端价格波动周期的影响较小，加上技术及市场规模处于领先地位，公司继续保持对上下游的议价能力，2020年公司300系精密板每吨加工费用为3084元，400系精密板每吨加工费用为1480元，300系宽幅板每吨加工费用为471元，400系宽幅板吨加工费用为1131元；

图20：各产品吨加工费（元/吨）

图21：太钢无锡304/2B卷板年均价格（元/吨）



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所



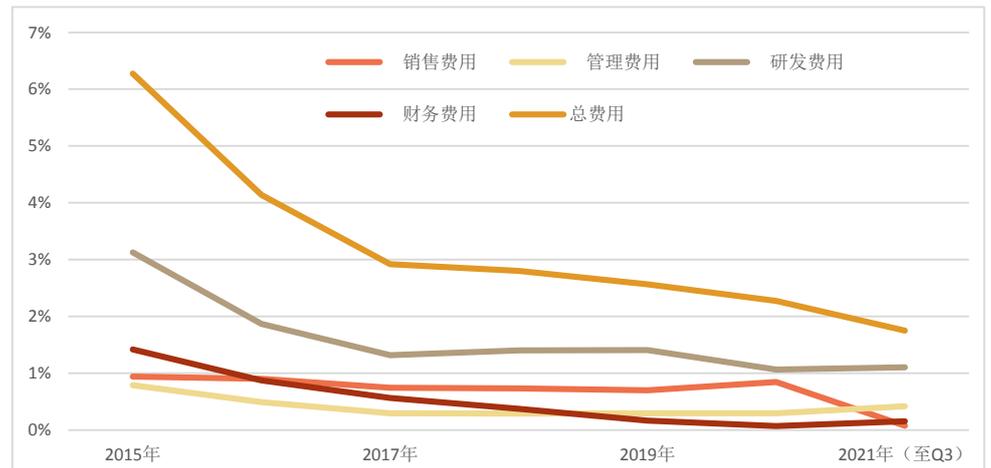
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2 四费创新低 过程费控表现出色

公司过程费控表现出色, 在销售规模扩张、研发费用增加的背景下, 四项费用占营业收入比例仍稳中有降, 2021年前三季度四项费用占比降至1.75%, 为2015年以来最低水平:

- ◆ 2021年前三季度公司销售费用同比降幅84.96%, 主因为**2021年公司运费按准则要求科目列示调整至营业成本**, 据了解2020年前公司销售费用中运费占比达到90%以上, 而本次会计调整后毛利回落, 但销售费用同步下行, 对净利的有限影响, 从趋势来看, 前期宽幅冷轧板集中在福建基地与江苏基地, 分别有海运优势与接近用户优势, 而精密板集中在本部, 用户分散导致运费偏高, 后期随着精密板占比逐步提升, 运费或小幅回升, 但不影响销售费用的下行趋势;
- ◆ 2021年前三季度公司财务费用同比增加583.9%, 主因为**减少募集资金存款利息收入及增加银行借款利息支出所致**, 公司日常贷款主要来源于短期融资, 周转率高、实际规模小, 财务费用波动较大但对总量影响相对有限;
- ◆ 2021年前三季度公司财务费用同比增加145.42%: 主因为**新增青拓上克、银羊管业的费用, 及增加股权激励费用摊销**, 半年报中公司披露对于前期发现的关联方识别相关问题, 特别制定了相关核查制度, 并在各部门配合下严格执行, 管理效能逐步提升; 为充分调动中高层管理人员及核心骨干的积极性, 提升公司市场竞争力, 持续加强人力资源管理体系的建设, 2020年12月, 公司推出了限制性股票激励计划, 对包括董事、高管、核心管理人员、核心技术(业务)人员在内的101名员工以每股14.44元的价格, 共授予237.74万股, 本次股权激励是健全公司长效激励机制的重要部分;
- ◆ 2021年前三季度公司研发费用同比增加66.46%, 主因为**新产品研发投入增加**, 由于前期研发项目基本完工, 过去五年来研发费用在总营收中占比逐级下降, 近期随着新产品开发量显著上升, 研发费用略有增长;

图22: 四项费用占营业收入比重 (%)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.3 拟发行可转债 进一步降低融资成本

2021年10月22日公司发布公告表示：浙江甬金金属科技股份有限公司收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准浙江甬金金属科技股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》，核准公司向社会公开发行面值总额100,000万元可转换公司债券，期限6年；本次发行的优先配售日和网上申购日为2021年12月13日；前期公司发布的可转债预案显示，公司拟公开发行总额不超过10亿元可转换公司债券，其中7亿元用于投资“年加工19.5万吨超薄精密不锈钢板带项目”，3亿元用于补充流动资金；截至2021年三季度末，公司资产负债率为52.04%，财务状况较为良好；

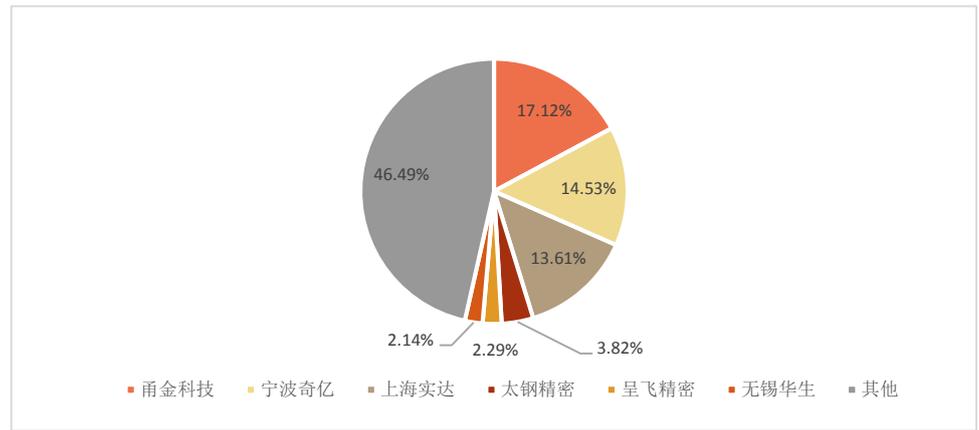
4. 行业格局清晰 竞争优势明显

4.1 公司为国内精密冷轧板产量第一 宽幅冷轧板产量第三

冷轧不锈钢板带属于成本竞争型行业，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，当前精密冷轧不锈钢板带行业中公司仍然是国内绝对龙头，国内精密冷轧不锈钢板带领域较大规模企业有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、无锡华生和上海业展等企业，上述前七大厂商占国内精密冷轧不锈钢板带领域市场份额的60%左右，由于存在比较高的技术和资金门槛，国内精密冷轧不锈钢板带领域市场格局比较稳定，行业集中度较高；

2016-2020年，公司在国内精密冷轧不锈钢板带领域的市场份额分别为22.55%、22.72%、23.53%、17.12%。2020年公司精密冷轧不锈钢板带产量超过11万吨，成为中国规模最大的精密冷轧不锈钢板带生产企业，随着公司现有精密冷轧不锈钢板带产能的不断释放和募投项目的逐步实施，公司在精密冷轧不锈钢板带领域的市场份额有望得到进一步提高。

图23：2020年国内精密冷轧板带市场份额 (%)

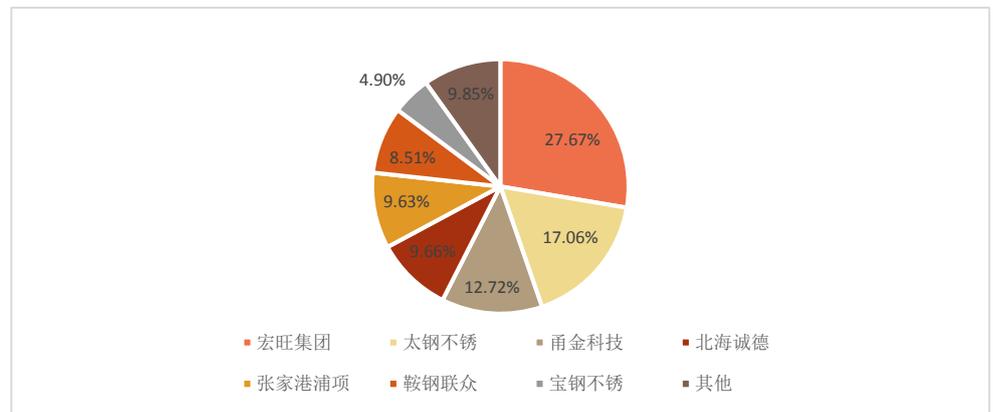


资料来源：公司公告，申港证券研究所

当前宽幅冷轧不锈钢板带市场中公司产量位居国内前三，在国内宽幅冷轧不锈钢板带领域中，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构成了我国宽幅冷轧不锈钢板带领域中的主要生产企业，2020年，上述前八大厂商占国内宽幅冷轧不锈钢板带领域市场份额的90%以上；

2016-2018年，甬金股份在国内宽幅冷轧不锈钢板带领域的市场份额分别为8.94%、10.31%、12.72%，呈持续上升趋势，反映出公司在宽幅冷轧不锈钢板带领域具有较强的市场竞争力，广州甬金二期与三期项目建成并逐步投产后，公司在宽幅冷轧不锈钢板带领域的市场份额将会进一步提高。

图24：2020年国内宽幅冷轧板带市场份额 (%)



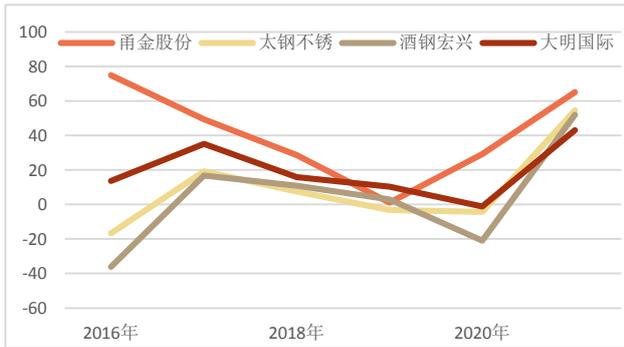
资料来源：公司公告，申港证券研究所

4.2 公司在冷轧不锈钢板带市场拥有显著竞争优势

公司在市场同类公司上具有显著竞争优势，是精密不锈钢加工行业中唯一上市企业，具有稀缺性特征；太钢不锈与公司在产品分类、业务往来以及销售模式上有诸多相似关联之处，可以作为对比公司进行分析，同时纳入钢铁板块另外两家产品类似的企业酒钢宏兴以及大明国际进行对照，其中大明国际为截至2021年半年报数据，其余均为2021年第三季度报告数据：

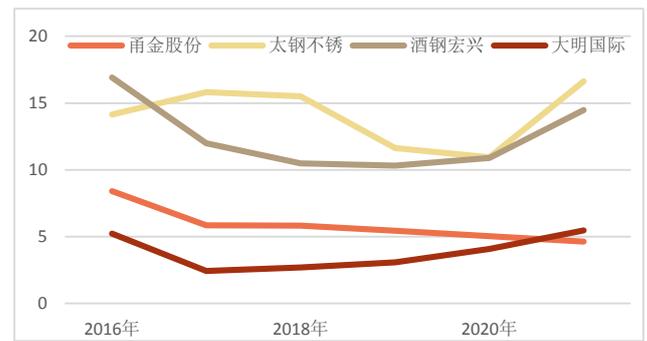
- ◆ 甬金股份在营收增速方面大幅领先可比企业，但在毛利、净利以及 ROE 方面处于弱势，主因为太钢不锈与酒钢宏兴均为长流程钢企，今年钢铁行业阶段性景气，其中二季度初与三季度初利润分别反弹至历史高位，不锈钢价与利润水平亦同步上行，而甬金股份与大明国际均为不锈钢加工企业，以销定产模式决定了其熨平周期的特性，站在净利率维度上看，甬金股份具有更好的净利稳定性，同时在 ROE 层面优于大明国际，随着高净利率的精密冷轧板占比逐步提升，盈利能力有望进一步提升；

图25: 可比公司营收增速 (%)



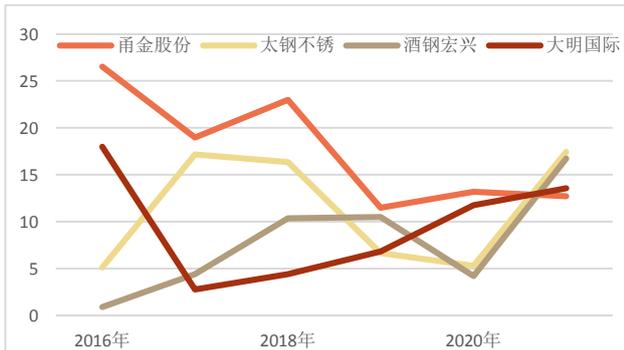
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图26: 可比公司毛利率 (%)



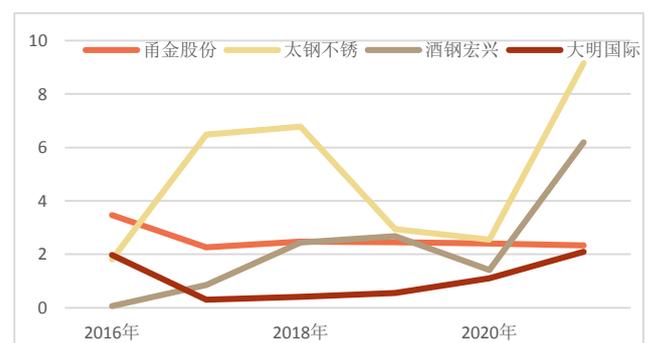
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图27: 可比公司净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图28: 可比公司净 ROE (摊薄, %)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 甬金股份具有更高的存货与资产周转率，与其他行业不同，不锈钢加工企业运营差别主要体现在周转率，公司秉持高周转率运转原则，上下游客户关系固定，生产与销售周期短，以销定产模式决定了公司存货维持在低位水平，公司经营效率较高，其资产周转率与存货周转率显著优于可比公司，截至 2021 年三季度分别为 3.09 次与 20.79 次，其平均营业周期仅 15.66 天，显著低于其他可比公司；

图29: 可比公司资产周转率 (次)

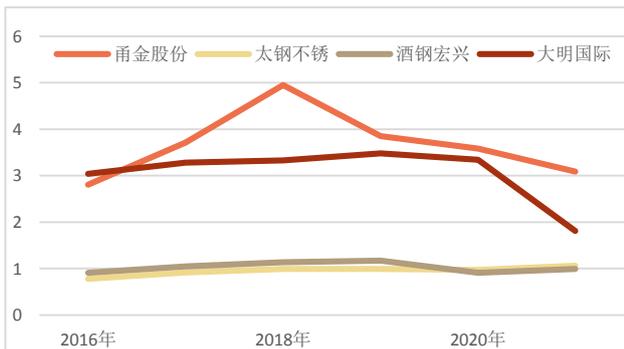
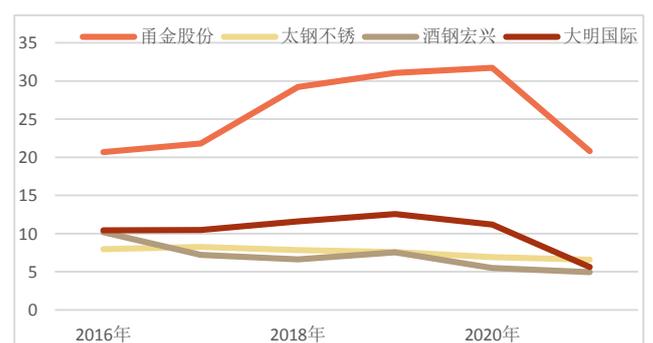


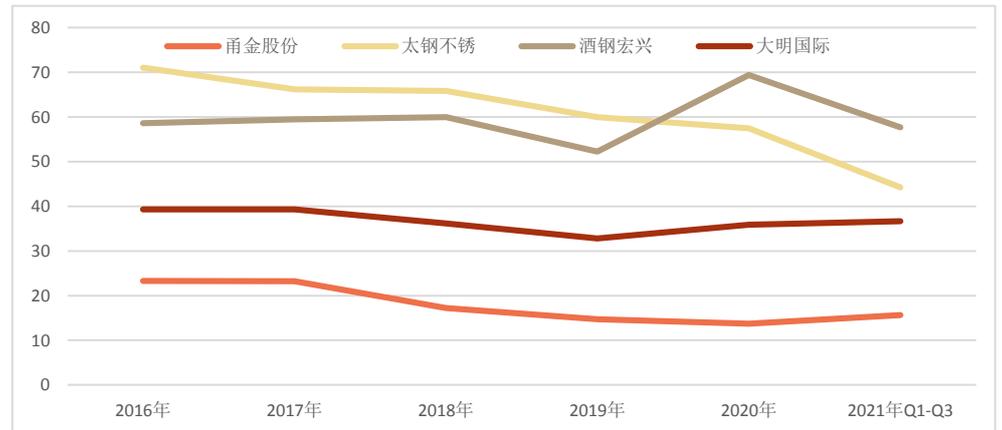
图30: 可比公司存货周转率 (次)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

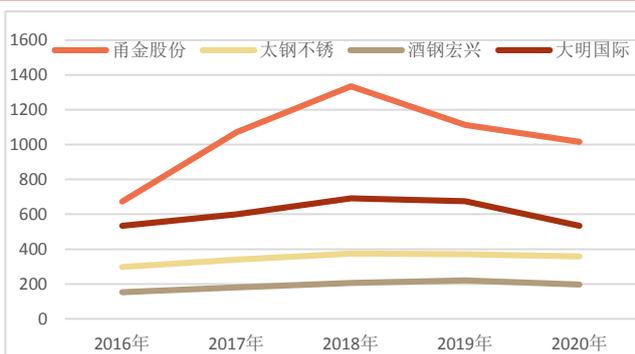
图31: 可比公司营业周期 (天)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 甬金股份人均创收与创利领先可比公司, 得益于公司精细化管理与较高的生产效率, 人均创收与创利水平均在可比公司中排名前列, 截至 2020 年底, 公司人均创收 1016 万元, 人均创利 21 万元;

图32: 可比公司人均创收 (万元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图33: 可比公司人均创利 (万元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

- ◆ 甬金股份资产结构较为合理, 在 2020 年之前公司资产负债率一直位于较低位置, 随着近两年公司产能的快速扩张推进, 资产负债率略有回升, 但仍处于可比公司偏低水平, 2021 年三季度末公司资产负债率为 52.04%;

图34: 可比公司资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

5. 需求稳步攀升 发展空间广阔

不锈钢是特殊钢的一种，具有耐蚀性、耐热性、耐低温性以及良好的加工性能，属于钢铁行业高端品种，它的耐腐蚀性和韧性使得大多数不锈钢制品在其使用寿命结束时，可以被实际回收循环利用，用作冶炼、生产新的优质不锈钢板带、管材、铸件和其他形式的产品，符合环保、节能、节约资源的国家战略。冷轧不锈钢板带因其具有高强度、耐腐蚀性、良好的加工性和耐磨性以及外观精美等特点，已被广泛应用于国民经济各个部门，涵盖家用电器、环保设备、电子信息、建筑装饰、汽车配件、厨电厨具、化工、仪器仪表和轨道交通等行业领域；

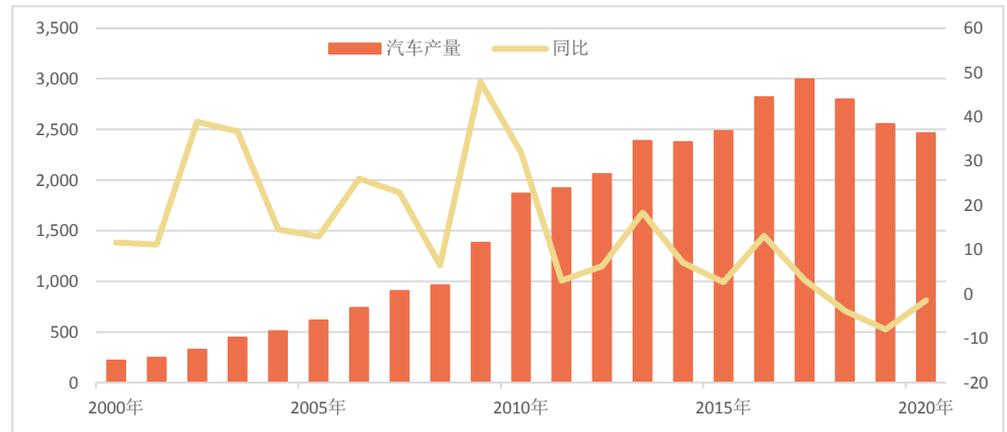
300系不锈钢是目前应用范围最为广泛的不锈钢钢种，其具有高度的耐腐蚀性以及良好的可延展性、相对高的抗拉强度和优异的可焊接性，其产量占中国不锈钢粗钢总产量的50%左右；**200系不锈钢**在耐蚀性等方面不如300系不锈钢，但因其含镍较低，具有一定的成本优势，在我国不锈钢市场上仍占据一定市场份额；**400系不锈钢**因其具有磁性特点，常用于特定的使用用途，在民用领域应用相对广泛；对于冷轧不锈钢行业来说，各系列冷轧不锈钢产品构成比例与不锈钢粗钢产量分系列构成比例基本保持一致；

5.1 缺芯缓解助力汽车产销规模稳步上升

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；

2015年以来，汽车产量经历了冲高回落过程，至2020年底国内汽车产量为2462.5万辆，同比下滑1.4%，2021年汽车行业面临芯片短缺带来的供给不足影响，5-10月乘用车产量有所下滑，全年增速预计为5%左右，但伴随着新能源车逐步兴起以及存量车换购需求抬升，部分乘用车需求被动后移，自2022年起汽车产销规模有望逐步加速上行；根据中国汽车工程学会2020年底发布的《节能与新能源汽车技术路线图2.0》预测，到2025年我国汽车产销规模有望达到3200万台，与2020年相比，五年汽车产销规模GAGR将达5.38%，而在2017年工信部《汽车产业中长期发展规划》中指出，到2025年，我国汽车生产将达到3500万辆左右，五年汽车产销规模GAGR将达7.28%；

图35：国内汽车产量及同比变动（万辆，%）



资料来源: 中汽协, Wind, 申港证券研究所

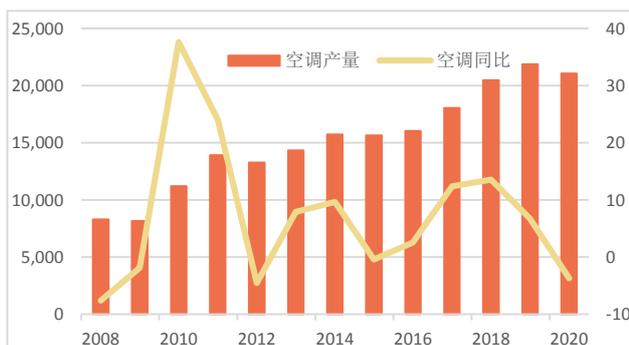
5.2 地产竣工预期改善 关联家电与建筑装饰需求重回高增长

十三五期间家电产销维持稳态增长, 2021年(1-10月)我国空调、电冰箱、洗衣机产量分别为1.81亿、0.74亿与0.7亿台, 同比增长6.14%、0.41%与9.33%; 2016年-2020年我国空调、电冰箱、洗衣机产量GAGR分别为6.12%、0.05%与2.13%;

地产竣工预期改善, 下游家电需求有望回归高增长状态, 从竣工端来看, 2020年中触底的住宅竣工面积同比增速在2021年中达到峰值水平, 其驱动因素包括地产“三道红线”的制约以及地产开发企业资金回款的实际需求, 按照往年规律, 家电需求往往落后于竣工高峰2-3个季度触底并回升, 据此推算2022-2023年家电需求有望保持高增状态;

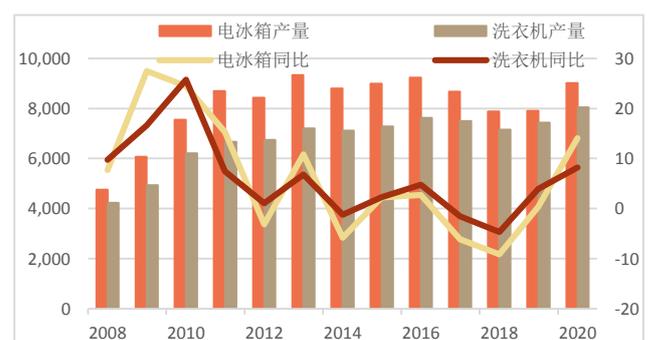
随着地产政策逐步平稳, 以及住宅精装修比例逐步提升, 下游空调、彩电、冰箱、洗衣机等家用电器需求以及建筑装饰需求有望长期保持稳定增长格局; 12月7日经济日报指出, 实现房地产业良性循环, 应避免市场大起大落, 严防企业经营风险, 避免给整个宏观经济造成不利影响, 要让房地产销售、购地、融资等各个环节都处于常态化运转; 今年下半年以来, 房地产销售市场和土地市场出现明显降温, 一些企业融资、拿地、开工建设、销售回款、竣工交付等环节出现不同程度困难, 随着房地产合理资金需求得到满足, 特别是合理发放房地产开发贷款、并购贷款, 房地产市场将有望实现良性循环;

图36: 国内空调产量与同比 (万台, %)



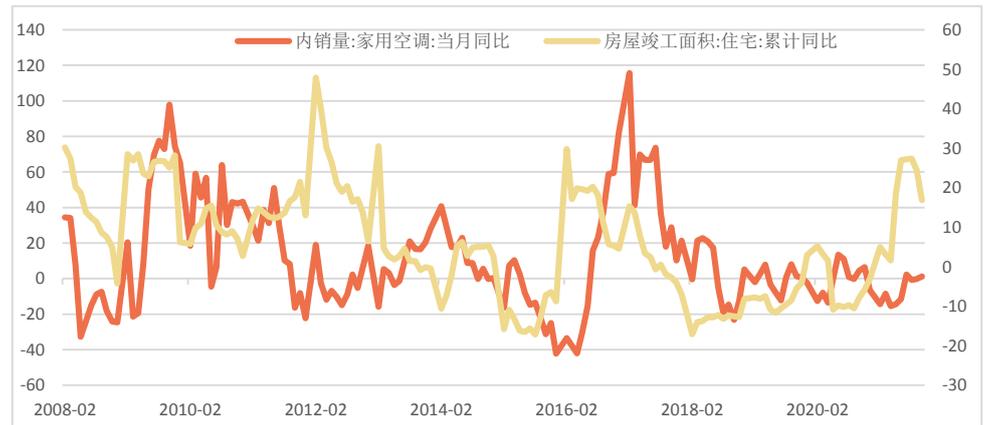
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图37: 国内电冰箱、洗衣机产量与同比 (万台, %)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图38：住宅竣工面积同比对家用空调同比数据的领先效应 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

基于下列主要假设条件，对公司主要产品销量、单价、毛利的预测如下：

宽幅冷轧板业务方面：

- ◆ **现有产能 (2021H1)** 中，宽幅冷轧板产能主要集中在江苏甬金 (33.64 万吨)，广东甬金 (60 万吨)，福建甬金 (含青拓上克，80 万吨)，在建产能中，宽幅冷轧板产能主要集中在广东甬金 (三期 35 万吨)、越南甬金 (25 万吨)；**产能利用率**方面，江苏甬金过去三年平均产能利用率为 122.3%，广东甬金过去一年产能利用率为 122.63%，福建甬金过去三年平均产能利用率为 143.07% (其中青拓上克产能 30 万吨非新建产能，因而并入当年预估为满产)，在建产能集中在广东甬金，产能建成当年产能利用率定为 75%；**产量分布**来看，江苏甬金过去三年 300 系占比均值为 84%、400 系为 16%，广东甬金过去一年 300 系占比为 100%，福建甬金过去三年 300 系占比均值为 99%、400 系为 1%，2021 年并入的青拓上克 30 万吨产能中有 8 万吨为 400 系产能；根据上述历史数据并结合新建产能情况，按照产销率 100% 假设，给予 300 系宽幅板 2021、2022、2023 年销量预估分别为 180.36 万吨、226.5 万吨、256 万吨，给予 400 系宽幅板 2021、2022、2023 年销量预估分别为 19.6 万吨、19.6 万吨、19.6 万吨；
- ◆ 回顾历年公司宽幅冷轧板与太钢无锡地区的宽幅冷轧板报价情况，公司售价与市场售价变动基本一致，但上下波动相对平稳，截至 12 月 13 日无锡地区太钢 304/2B 规格不锈钢年度均价同比上涨 28.11%，无锡地区 430/2B 规格不锈钢年度均价同比上涨 30.53%，考虑到市场价格整体向上波动幅度以及公司上半年均价与市场均价对照情况 (见下表)，保守预估 2021 年公司 300 系宽幅均价上涨 19%，400 系宽幅均价上涨 18%，考虑到当前价格处于多年来偏高位置，虽下游需求有望保持旺盛状态，但价格难以长期维持高位，给予 2022-2023 年各 2% 的价格降幅；

表9：公司上半年均价与市场均价变动比例对照 (元/吨)

	甬金 300 宽幅	甬金 400 宽幅	304/2B 太钢无锡	430/2B 无锡
2020 年	12581	7415	14,312	8,245

	甬金 300 宽幅	甬金 400 宽幅	304/2B 太钢无锡	430/2B 无锡
2021H1	13832	8543	16427	10401
变动幅度	9.95%	15.21%	14.78%	26.15%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

图39：公司宽幅板均价与太钢无锡宽幅板年度均价对比（数据截至 2021.12.13，元/吨）



资料来源：Wind，申港证券研究所

- 相对于自铁矿开始的长流程不锈钢生产企业，公司处于行业中游的加工端，受原料价格及需求周期波动影响不明显，毛利率主要取决于公司产品的附加值以及议价能力，其毛利率相对稳定，生产原料主要为不锈钢热轧板，截至 12 月 10 日，无锡地区太钢不锈年度均价较 2020 年均价上涨 28.05%，幅度与成品售价增幅基本相当，公司披露的数据显示 2021 上半年 300 系热轧原料采购均价涨幅为 11.02%（成品 9.95%），400 系热轧原料涨幅为 14.29%（成品 15.21%），预估 2021 全年 300 系宽幅冷轧板原料涨幅略高于成材，400 系原料涨幅略低于成材；最新公布的 2018、2019、2020、2021H1 宽幅冷轧板产品毛利分别为 4.73%、4.38%、4.19%、3.61%，综合预估公司 2021-2023 年 300 系宽幅板产品毛利分别为 3.6%、3.6%、3.55%，400 系宽幅板毛利分别为 15.5%、15.5%、15%；

精密冷轧板业务方面：

- 现有产能（2021H1）中，精密冷轧板产能主要集中在浙江甬金（10.45 万吨）、江苏甬金（3.36 万吨），在建产能中，精密冷轧板产能主要集中在浙江甬金（32 万吨）、江苏甬金（至 7.5 万吨，优特钢 9.5 万吨）、甘肃甬金（22 万吨）、泰国甬金（26 万吨）；产能利用率方面，浙江甬金过去三年平均产能利用率为 104%，江苏甬金过去一年产能利用率为 44.31%（21 年新建），在建/转产产能众多，产能建成当年产能利用率定为 75%，次年定为 100%；产量分布来看，浙江甬金过去三年 300 系占比均值为 30%、400 系为 70%，江苏过去一年 300 系占比为 100%；根据上述历史数据并结合新建产能情况，按照产销率 100%假设，给予 300 系精密板 2021、2022、2023 年销量预估分别为 8.49 万吨、14.66 万吨、28.05 万吨，给予 400 系精密板 2021、2022、2023 年销量预估分别为 12.05 万吨、26.21 万吨、42.79 万吨；
- 回顾历年公司精密冷轧板与太钢无锡地区的精密冷轧板报价情况，公司售价与市场售价变动基本一致，但上下波动相对平稳，截至 12 月 13 日佛山地区张浦 304/2B/0.3mm 规格不锈钢年度均价同比上涨 23.6%，佛山地区太钢 430/2B/0.4mm 规格不锈钢年度均价同比上涨 24.45%，考虑到市场价格整体向

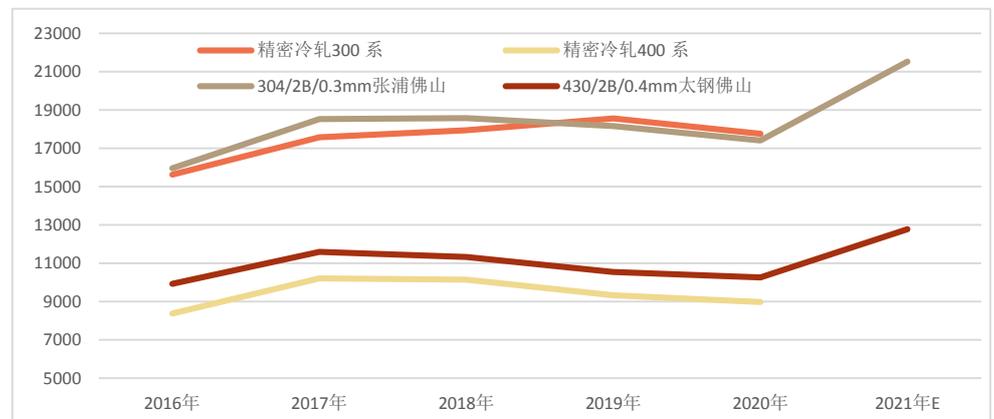
上波动幅度以及公司上半年均价与市场均价对照情况(见下表), 预估 2021 年公司 300 系精密均价上涨 7%, 400 系精密均价上涨 15%, 考虑到后续产线革新与镍价持续高位, 下游需求也有望保持旺盛状态, 给予 2022-2023 年各 2% 的价格降幅;

表10: 公司上半年均价与市场均价变动比例对照 (元/吨)

	甬金 300 精密	甬金 400 精密	304/2B/0.3mm 张浦佛山	430/2B/0.4mm 太钢佛山
2020 年	17747	8968	17,404	10,262
2021H1	18315	10099	19311	12357
变动幅度	3.20%	12.61%	10.96%	20.41%

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图40: 公司精密板均价与佛山精密板年度均价对比 (数据截至 2021.12.13, 元/吨)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

- 相对于自铁矿开始的长流程不锈钢生产企业, 公司处于行业中游的加工端, 受原料价格及需求周期波动影响不明显, 毛利率主要取决于公司产品的附加值以及议价能力, 其毛利率相对稳定, 生产原料主要为高品质不锈钢热轧与冷轧原料, 预估 2021 全年 300 系、400 系精密冷轧板原料涨幅略高于成材涨幅; 最新公布的 2018、2019、2020、2021H1 精密冷轧板产品毛利分别为 17.82%、17.86%、16.93%、14.82%, 综合预估公司 2021-2023 年 300 系、400 系精密板产品毛利分别为 15%、15%、14.5%;

表11: 公司业务拆分与盈利预测 (百万元)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营收	15650	15828	20443	31784	40504	48026
营收增长率		1.1%	29.2%	55.5%	27.4%	18.6%
其中, 300 系宽幅	13694	13937	18188	27002	33231	36808
其中, 400 系宽幅	395	463	729	1715	1681	1647
其中, 300 系精密	581	558	646	1612	2728	5115
其中, 400 系精密	768	722	671	1243	2649	4238
成本	14713	14939	19388	30173	38330	45235
成本增长率		1.5%	29.8%	55.6%	27%	18%
其中, 300 系宽幅	13,068	13,368	17,507	26,030	32,035	35,502
其中, 400 系宽幅	354	400	618	1,449	1,420	1,400
其中, 300 系精密	480	455	534	1,370	2,319	4,374

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
其中, 400 系精密	629	597	560	1,056	2,252	3,623
毛利润	938	889	1,056	1,611	2,174	2,791
毛利增长率		-5.2%	18.8%	52.6%	34.9%	28.4%
其中, 300 系宽幅	626	569	681	972	1,196	1,306
其中, 400 系宽幅	41	63	111	266	261	247
其中, 300 系精密	101	103	112	242	409	741
其中, 400 系精密	139	125	111	187	397	615
毛利率	6.0%	5.6%	5.2%	5.1%	5.4%	5.8%
其中, 300 系宽幅	4.6%	4.1%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
其中, 400 系宽幅	10.4%	13.6%	15.2%	15.5%	15.5%	15%
其中, 300 系精密	17.4%	18.5%	17.3%	15%	15%	14.5%
其中, 400 系精密	18.1%	17.3%	16.5%	15%	15%	14.5%

资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

我们使用相对估值法对公司合理价值进行预估: 公司主营产品为中高端不锈钢冷轧板, 其售价与附加值均高于传统宽幅板企业, 从产品高端化与产业链位置进行综合考虑, 选取久立特材、武进不锈、楚江新材三家企业作为对比, 上述三家企业 2022 年一致性预期 PE 均值 15.4 倍, 由于公司产品结构逐步高端化, 高周转叠加毛利率提升, 我们给予公司 2021 年 18 倍左右的偏高估值水平;

表12: 可比公司估值表 (截至 2021 年 12 月 14 日)

证券代码	证券简称	参考总市值 (亿元)	一致性预期 PE			一致性预期 EPS		
			2020 年	2021 年 E	2022 年 E	2020 年	2021 年 E	2022 年 E
603878.SH	武进不锈	25.97	13.9	12.3	11.2	0.55	0.53	0.58
002318.SZ	久立特材	145.4	13.6	17.4	15.1	0.79	0.86	0.99
688186.SH	楚江新材	154.5	41.5	24.1	20	0.21	0.48	0.58
均值			23	17.9	15.4	0.52	0.62	0.72
603995.SH	甬金股份	125.4	14.5	21	14.5	1.78	2.56	3.71

资料来源: Wind, 申港证券研究所

预计公司 2021/2022/2023 年归母净利润分别为 5.8 亿/8.6 亿/11.8 亿, 对应 EPS 为 2.5 元/3.69 元/5.07 元, 结合上述估值水平, 公司 2022 年目标市值合计为 154.8 亿元, 目标价为 66.42 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

7. 风险提示

上游不锈钢原料价格变动, 产能快速提升导致成本超预期增加, 不锈钢板材需求不及预期;

表13: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
营业收入	15828	20443	31784	40504	48026	流动资产合计	2783	2597	3793	4702	5478		
营业成本	14939	19388	30173	38330	45235	货币资金	1410	1276	1983	2527	2997		
营业税金及附加	29	27	42	54	64	应收账款	139	129	200	255	302		
营业费用	111	173	270	344	408	其他应收款	36	58	90	115	137		
管理费用	47	60	95	122	144	预付款项	314	308	297	283	268		
研发费用	223	218	350	446	576	存货	511	711	1107	1406	1659		
财务费用	26	14	55	65	55	其他流动资产	355	88	88	88	88		
资产减值损失	0	0	-1.51	-0.5	-0.67	非流动资产合计	2407	3610	3447	3279	3111		
公允价值变动收益	0.22	0.44	0.23	0.3	0.32	长期股权投资	0	0	0	0	0		
投资净收益	0.61	14.9	4.42	6.64	8.65	固定资产	1635.58	2769.58	2870.97	2849.03	2766.83		
营业利润	480	609	802	1150	1553	无形资产	182	325	293	263	237		
营业外收入	3.23	4.21	2.74	3.4	3.45	商誉	0	0	0	0	0		
营业外支出	1.06	1.72	1.09	1.29	1.37	其他非流动资产	31	36	36	36	36		
利润总额	482	612	804	1152	1555	资产总计	5190	6206	7240	7981	8589		
所得税	94	120	158	226	305	流动负债合计	1664	2073	2651	2764	2576		
净利润	388	491	646	926	1249	短期借款	371	430	802	811	580		
少数股东损益	55	77	63	65	68	应付账款	248	295	453	576	679		
归属母公司净利润	333	414	583	861	1181	预收款项	529	70	-35	-168	-327		
EBITDA	840	1130	1033	1394	1784	一年内到期的非流动负债	54	92	92	92	92		
EPS (元)	1.92	1.8	2.5	3.69	5.07	非流动负债合计	362	524	560	647	722		
主要财务比率						长期借款	175	285	285	285	285		
						应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	2026	2597	3211	3411	3298		
营业收入增长	1.13%	29.16%	55.47%	27.43%	18.57%	少数股东权益	266	463	526	591	659		
营业利润增长	-1.87%	26.97%	31.66%	43.38%	35%	实收资本(或股本)	231	233	233	233	233		
归属于母公司净利润增长	40.68%	47.64%	40.68%	47.64%	37.18%	资本公积	1327	1360	1360	1360	1360		
获利能力						未分配利润	1246	1478	1639	1876	2202		
毛利率(%)	5.62%	5.16%	5.07%	5.37%	5.81%	归属母公司股东权益合计	2897	3147	3507	3983	4636		
净利率(%)	2.45%	2.4%	2.03%	2.29%	2.6%	负债和所有者权益	5190	6206	7240	7981	8589		
总资产净利润(%)	6.41%	6.68%	8.05%	10.79%	13.75%	现金流量表 单位:百万元							
ROE(%)	11.49%	13.17%	16.62%	21.61%	25.47%								
偿债能力						经营活动现金流	389	762	586	901	1208		
资产负债率(%)	39%	42%	44%	43%	38%	净利润	388	491	646	926	1249		
流动比率						折旧摊销	334.56	507.11	0	149.22	150.85		
速动比率						财务费用	26	14	55	65	55		
营运能力						应付帐款减少	0	0	-71	-55	-47		
总资产周转率	3.86	3.59	4.73	5.32	5.80	预收帐款增加	0	0	-105	-134	-158		
应收账款周转率	127	153	194	178	173	投资活动现金流	-630	-577	-7	-3	0		
应付账款周转率	78.20	75.22	84.94	78.74	76.54	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
每股指标(元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.92	1.8	2.5	3.69	5.07	投资收益	1	15	4	7	9		
每股净现金流(最新摊薄)	4.14	-0.69	3.04	2.33	2.01	筹资活动现金流	1197	-346	128	-354	-739		
每股净资产(最新摊薄)	12.56	13.5	15.05	17.09	19.89	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0		
P/E	28.49	30.39	21.87	14.81	10.8	普通股增加	58	2	0	0	0		
P/B	4.35	4.05	3.64	3.2	2.75	资本公积增加	1117	33	0	0	0		
EV/EBITDA	14.05	10.86	11.57	8.19	6	现金净增加额	955	-160	708	544	469		

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

研究助理简介

高亢，上海交通大学硕士，曾就职于多家期货公司负责黑色金属产业链分析工作，擅长从产业细节研究中发掘投资机会，2021年1月加入申港证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上