

华达新材 (605158.SH) 公司深度报告

镀锌板产能扩张，精益领航铸辉煌

- **镀锌板加工领先企业，产能扩张未来可期。**公司创建于2003年，2020年在上交所上市，是镀锌板行业的领先企业，构建了冷轧、热镀、彩涂完整产业链，规模稳居行业前列。公司股权结构集中，多年来精细化管理效益成效高。2023年公司实现镀锌板产量165.84万吨，南通项目投产后将新增产能210万吨，总产能达到380万吨。
- **下游需求扩容，行业规模稳步增长。**2020-2023年我国镀锌板产销量持续增长，产量从2056万吨增至2553万吨，CAGR为7.48%，主因出口需求和占比呈上升趋势：2023年出口量为1086.3万吨，同比增长28.6%，出口占比42.5%，同比增长8.02pct。2024年1-9月，我国镀锌板产量为2013万吨，同比增长7.8%；2024年1-9月出口量达到950.6万吨，同比增长15.6%，出口占比47.4%，同比增长3.35pct。“以旧换新”等政策的推动了国内汽车、家电等行业需求的增长。随着一系列促消费政策的推出，预计下游需求将继续增长。
- **南通项目或落地，有望量价齐升增厚业绩。**公司在南通投资建设的新产区预计2025上半年投产。该项目占地480亩，计划投资总额为21.26亿元，新增产能210万吨。依托南通江海联运的交通优势，项目建有自营码头，显著降低了物流成本，并通过引入五连轧机、磁过滤技术等先进设备和工艺进一步压缩生产成本，有望实现量价齐升，显著增厚业绩。同时，公司正实施1-2亿股股份回购计划，将用于员工持股计划或股权激励，彰显公司发展信心。
- **钢价下跌致收入下降，在手现金充沛。**受钢材价格下跌影响，公司营业收入下滑。2024前三季度公司营业收入50.36亿元，同比减少8.83%；整体毛利率为5.66%，同比减少2.75pct，主因三季度市场销售价格大跌和库存成本较高。近年公司销售、管理费用率持续下降，成本控制良好。截至2024年三季度末，公司货币资金为42.71亿元，近三年均在20亿元以上。公司资产负债率为68.71%，较23年底增加9.12pct，主因公司短期借款大幅增加。随着南通项目基本落地，预计公司资产负债率将有所下降。
- **投资建议：**预计公司2024-2026年归母净利润分别为1.90亿元、4.59亿元、8.29亿元，给予公司25年目标价为15.30元/股。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、宏观经济风险、贸易摩擦风险、汇率波动风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8112	7579	6919	10351	15323
同比增长	-5%	-7%	-9%	50%	48%
营业利润(百万元)	237	394	223	541	977
同比增长	37%	66%	-43%	142%	80%
归母净利润(百万元)	202	334	190	459	829
同比增长	37%	65%	-43%	142%	80%
每股收益(元)	0.40	0.65	0.37	0.90	1.62
PE	32.2	19.5	34.4	14.2	7.9
PB	3.0	2.7	2.6	2.2	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

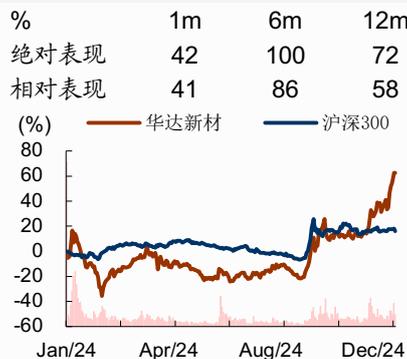
强烈推荐 (首次)

周期/金属及材料
目标估值：15.30元
当前股价：12.75元

基础数据

总股本(百万股)	511
已上市流通股(百万股)	511
总市值(十亿元)	6.5
流通市值(十亿元)	6.5
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	9.7
资产负债率	68.7%
主要股东	浙江华达集团有限公司
主要股东持股比例	57.65%

股价表现



相关报告

- 贾宏坤 S1090522090001
jiahongkun@cmschina.com.cn
刘伟洁 S1090519040002
liuwei jie@cmschina.com.cn

正文目录

一、镀锌板加工领先企业，股权集中度高	4
二、镀锌板市场集中度低，规模稳步扩张	6
1、需求稳定增长，行业规模稳步扩大	6
2、行业集中度低，公司或加速扩张	6
3、镀锌板出口持续增长，海外市场布局不断扩大	7
4、汽车、家电需求持续增长，无花镀锌板市场潜力大	7
5、政策助力下游扩容，汽车家电需求稳增长	8
三、南通项目新增 210 万吨产能，打造业绩增长新引擎	9
1、富阳工厂：成本管控效益好	9
2、南通项目：新增产能 210 万吨，多管齐下优化成本	10
3、公司资金充裕，支撑未来进一步发展	11
4、股份回购稳步推进，彰显公司发展信心	12
四、财务分析	12
1、收入快速增长，镀锌板为营收主力	12
2、期间费用率下降，净利润下滑	13
3、现金流出有所增加，资产负债率上升	14
五、盈利预测与公司估值	14
1、盈利预测	14
2、估值分析	17
六、投资建议	17
七、风险提示	17

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：2020 年-2023 年公司产销量情况	5
图 3：2023 年公司各业务营收占比情况	5
图 4：中国镀锌板产量、销量（单位：万吨）	6
图 5：2023 年中国镀锌板市场集中度	6
图 6：镀锌板月出口量及同比增速（单位：万吨）	7

图 7: 镀锌板年出口量及同比增速 (单位: 万吨)	7
图 8: 镀锌板年进口量及同比增速 (单位: 万吨)	7
图 9: 2023 年镀锌板出口国分布	7
图 10: 有花镀锌板.....	8
图 11: 无花镀锌板.....	8
图 12: 2024 年镀锌板消费结构.....	8
图 13: 通州湾区位优势图	11
图 14: 公司近五年货币资金情况 (单位: 亿元)	12
图 15: 公司总营收及同比 (单位: 亿元)	13
图 16: 公司营收结构 (单位: 亿元)	13
图 17: 公司各板块毛利率	13
图 18: 公司各板块吨毛利 (单位: 元)	13
图 19: 公司各项费用率情况	14
图 20: 公司归母净利润及同比 (单位: 亿元)	14
图 21: 公司现金流净额情况 (单位: 亿元)	14
图 22: 公司资产负债率变化	14
表 1: 公司前十大股东 (截止 2024 年三季度末)	4
表 2: 公司核心管理团队.....	5
表 3: 镀锌板种类.....	8
表 4: 家电和汽车以旧换新政策.....	9
表 5: 富阳工厂基本情况.....	10
表 6: 南通项目基本情况.....	10
表 7: 南通成本优势汇总.....	11
表 8: 股份回购进展.....	12
表 9: 公司营收测算表.....	15
表 10: 费用率预测.....	16
表 11: 盈利预测 (单位: 百万元)	16
表 12: 公司估值预测表 (截至 2024 年 12 月 27 日)	17
附: 财务预测表.....	18

一、镀锌板加工领先企业，股权集中度高

公司创建于2003年，是杭州市富阳区第一家镀锌钢板生产企业，也是国内较早进入热镀锌板和彩色涂层板行业的民营企业之一。2004年，公司第一条镀锌钢带生产线正式投入生产。2007年，公司建立第一条彩涂生产线。2011年，公司投资4.02亿元建设的年产100万吨精密冷硬薄板生产线投产。2020年，公司在上交所挂牌上市。2021年，公司建设的年产35万吨热镀铝锌板及基板技改项目投入试生产。2023年，公司在南通投资建设的年产210万吨高性能金属装饰板生产项目如期开工，进展顺利。截至2024年上半年，南通项目已完成部分合同签订、设备选型购置、土建施工等工作，预计2025年上半年投产。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告、招商证券

截止2024年三季度末，公司前五大股东分别为浙江华达集团有限公司、杭州富阳仁祥投资合伙企业（有限合伙）、邵明祥、邵升龙、杭州富阳恒进投资合伙企业（有限合伙），持股比例分别57.65%、8.51%、3.94%、1.69%、1.62%。其中，邵明祥、邵升龙二人为兄弟关系，且为一致行动人，签署了一致行动协议。同时，邵明祥、邵升龙分别持有浙江华达集团有限公司70%和30%的股权，为浙江华达集团有限公司的实际控制人。

表1：公司前十大股东（截止2024年三季度末）

序号	股东名称	持股数量(万股)	持股比例
1	浙江华达集团有限公司	29,481.40	57.65%
2	杭州富阳仁祥投资合伙企业（有限合伙）	4,352.40	8.51%
3	邵明祥	2,013.70	3.94%
4	邵升龙	863.20	1.69%
5	杭州富阳恒进投资合伙企业（有限合伙）	826.80	1.62%
6	杭州富阳聚丰投资合伙企业（有限合伙）	812.50	1.59%
7	严晓东	422.80	0.83%
8	胡美群	241.16	0.47%
9	张夏英	221.32	0.43%
10	章程	180.50	0.35%

资料来源：公司公告、招商证券

公司以邵氏家族为核心，打造出一支管理经验丰富、专业素养过硬的核心管理团队。其中，邵明祥先生为公司董事长，拥有工商管理硕士学位，并入选杭州市高层次人才（C类）。邵明霞女士，公司董事兼总经理，工商管理硕士学位，杭州市高层次人才（C类），主要负责公司的日常经营管理。季绍敏先生，公司董事兼副总经理，杭州市高层次人才（C类），曾就职于杭州富阳交通电子设备厂、浙江华达集团有限公司等，还担任华达新材子公司华达新材料（江苏南通）有限公司执行董事兼总经理。

表 2: 公司核心管理团队

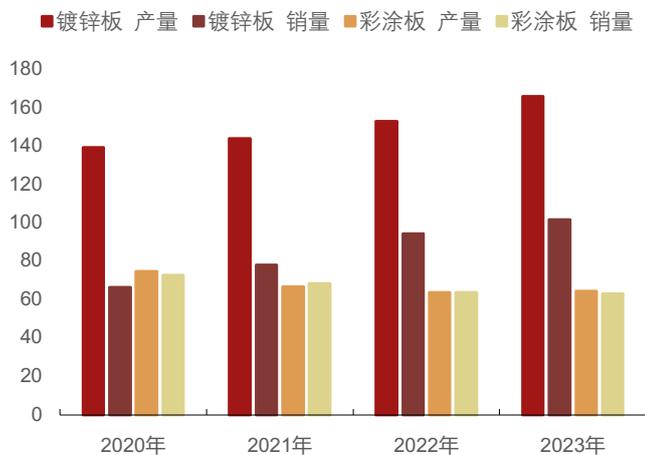
姓名	职务	性别	简介
邵明祥	董事长	男	1968 年出生，中国国籍，拥有澳门永久居留权，工商管理硕士，杭州市高层次人才（C 类）。
邵明霞	董事、总经理	女	1966 年出生，中国国籍，工商管理硕士，杭州市高层次人才（C 类）。
邵关根	董事	男	1941 年出生，中国国籍，曾任富阳城西纸箱厂厂长、华达集团有限公司执行董事等职务。
季绍敏	董事、副总经理	男	1971 年出生，中国国籍，本科学历，中级工程师、中级质量管理员，杭州市高层次人才（C 类）。
蒋玉兰	董事会秘书、副总经理	女	1966 年出生，中国国籍，本科学历，高级工程师，浙江省百佳企业科技工作者。
孙灿平	财务负责人	男	1975 年出生，中国国籍，本科学历，高级会计师，杭州市资本市场领域重点人才，杭州市高层次人才（D 类）。

资料来源：公司公告、招商证券

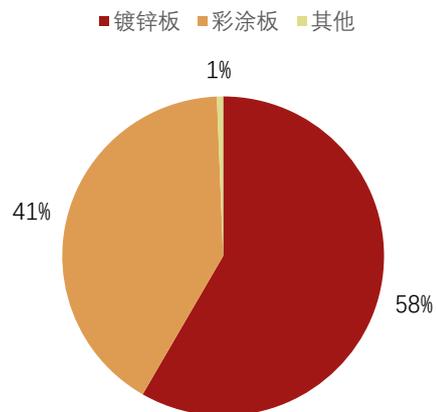
公司主要从事多功能彩色涂层板、热镀锌板及其基板的研究、生产和销售，拥有冷轧、热镀、彩涂完整产业链，产品规格齐全，应用领域广泛。热镀锌板和彩色涂层板广泛应用于建筑、汽车、家电等行业产品中。经过 20 年的持续发展，公司 2023 年实现热镀锌板产量 165.84 万吨，销量 101.73 万吨，吨毛利 250 元；彩色涂层板产量 64.61 万吨，销量 63.14 万吨，吨毛利 503 元。

图 2: 2020 年-2023 年公司产销量情况

图 3: 2023 年公司各业务营收占比情况



资料来源：公司公告、招商证券



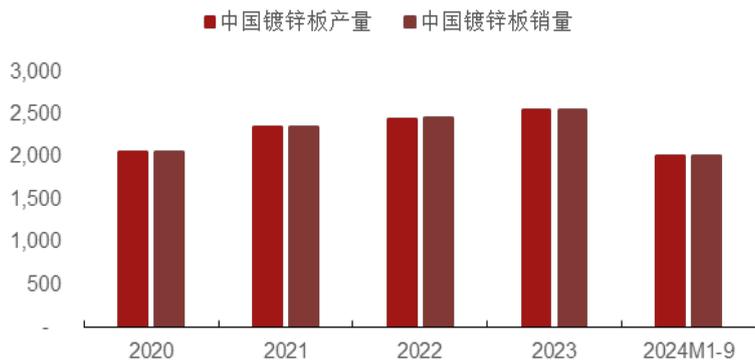
资料来源：公司公告、招商证券

二、镀锌板市场集中度低，规模稳步扩张

1、需求稳定增长，行业规模稳步扩大

近年来，中国镀锌板行业规模不断扩大，产销量稳步增长。2023 年，镀锌板年产量达到 2553 万吨，同比增长 4.5%；年销量为 2550 万吨，同比增长 4.1%。截至 2024 年 9 月，累计产量为 2013 万吨，销量为 2007 万吨，分别同比增长 7.8%和 7.2%，主因“以旧换新”政策的推动，促进了镀锌板下游家电需求的持续增长；其次，镀锌板的出口需求呈现上升趋势，进一步推动镀锌板的整体需求。

图 4：中国镀锌板产量、销量（单位：万吨）



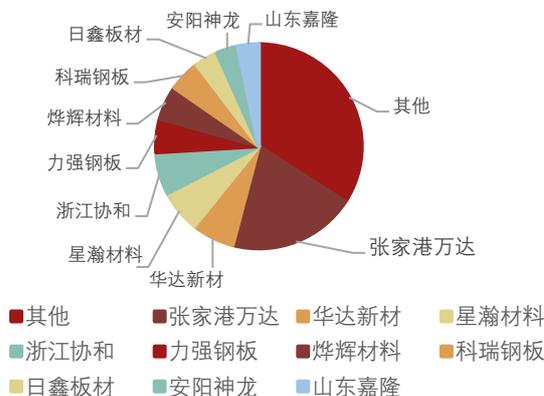
资料来源：iFinD、招商证券

2、行业集中度低，公司或加速扩张

中国镀锌板行业集中度较低，根据百川盈孚披露数据，行业 TOP35 企业总产能 3016 万吨，其中 TOP10 占比 66%，其中张家港万达占 20%，其他企业市占率多集中在 3-7%，行业集中度较低。随着建筑和家电等行业对镀锌板质量要求提升，企业的技术、研发、规模和经济实力逐渐成为核心竞争力。未来，市场集中度预计提升，具备技术和品牌优势的企业将扩大市场份额。

在此环境下，公司凭借完整的冷轧、热镀和彩涂产业链、丰富的产品规格和显著的区位优势脱颖而出。相比宝钢、武钢等大型国企，公司管理和决策更为灵活，公司通过 6S 管理、成本控制和技术创新提升生产效率和产品质量，形成了在相同价格下难以超越的竞争力。未来，随着公司南通工厂投产，公司的总产能将达到 380 万吨，进一步巩固其在行业中的领先地位。

图 5：2023 年中国镀锌板市场集中度



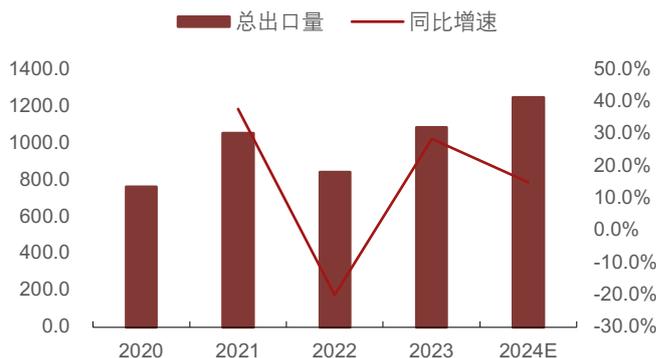
资料来源：百川盈孚、招商证券 注：样本取自 TOP35 企业

3、镀锌板出口持续增长，海外市场布局不断扩大

镀锌板出口呈现上升趋势。2023年，我国镀锌板出口总量达到1086.3万吨，出口占比42.5%；2024年1-9月出口量达到950.6万吨，同比增长15.6%。若按照每月100万吨的出口量进行估算，预计2024年全年出口总量将达到1250.6万吨，同比增长15.1%。从我国镀锌板卷的主要出口市场来看，韩国、泰国、菲律宾和越南则占据了主要份额，分别为11.5%、11%、8.9%、4.4%。预计未来我国镀锌板出口将保持稳定增长。

图 6：镀锌板月出口量及同比增速（单位：万吨）

图 7：镀锌板年出口量及同比增速（单位：万吨）

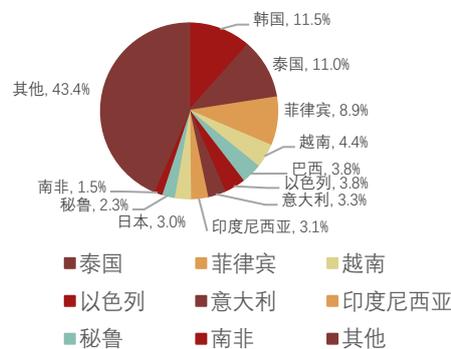
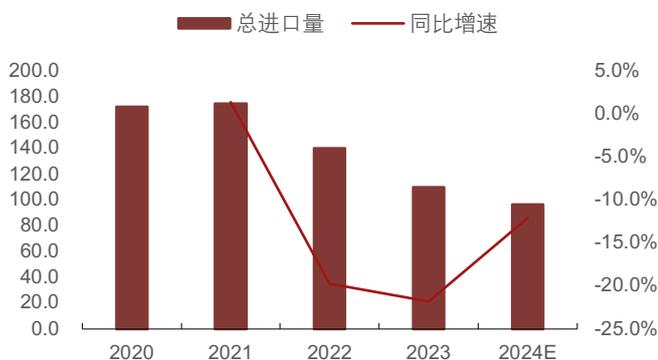


资料来源：海关总署、招商证券

资料来源：海关总署、招商证券

图 8：镀锌板年进口量及同比增速（单位：万吨）

图 9：2023 年镀锌板出口国分布



资料来源：海关总署、招商证券

资料来源：海关总署、招商证券

4、汽车、家电需求持续增长，无花镀锌板市场潜力大

镀锌板按生产方法主要分为热镀锌板、电镀锌板和镀铝锌板，镀锌板按表面特征可分为有花镀锌和无花镀锌两类。有花镀锌板主要用于建筑材料，是一种基础产品；无花镀锌板表面光滑，对外观要求较高，广泛应用于家电和汽车等领域，近年来需求持续增长。

图 10: 有花镀锌板



资料来源: 爱采购、招商证券

图 11: 无花镀锌板



资料来源: 爱采购、招商证券

表 3: 镀锌板种类

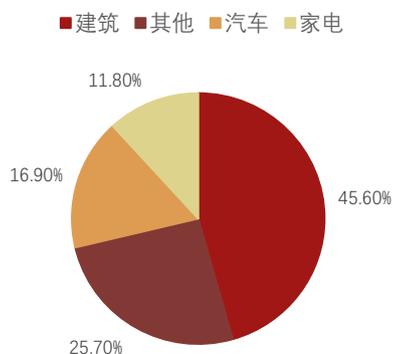
产品名称	介绍
热镀锌板	将薄钢板浸入熔解的锌槽中,使其表面粘附一层锌的薄钢板。目前主要采用连续镀锌工艺生产,即把成卷的钢板连续浸在熔解有锌的镀槽中制成镀锌钢板。
电镀锌板	利用电解原理将锌镀在待镀件上,电镀法制造这种镀锌钢板具有良好的加工性,但镀层较薄,耐腐蚀性不如热浸法镀锌板。
镀铝锌板	镀铝锌是在钢板表面铝锌合金覆盖处理,由 55%铝、43.4%锌与 1.6%硅在 600° C 高温下凝固而组成。镀铝锌板广泛应用于建材、家电、汽车、环境、机械、船舶等诸多领域。

资料来源: 百川盈孚、招商证券。

5、政策助力下游扩容,汽车家电需求稳增长

镀锌板的主要消费领域包括建筑、汽车和家电。根据百川盈孚数据,截至 2024 年 8 月,镀锌板消费结构中,家电、建筑、汽车及其他产品的占比分别为 11.8%、45.6%、16.9%和 25.7%。在国家政策的支持下,未来设备更新换代和以旧换新政策将推动镀锌板在汽车和家电行业的需求增长,形成超万亿元的市场空间,将为企业带来新的增长机遇。

图 12: 2024 年镀锌板消费结构



资料来源: 百川盈孚、招商证券

表 4: 家电和汽车以旧换新政策

时间	主体	内容
2024.03.13	国务院	推动汽车、家电等以旧换新和设备更新，通过资源循环利用和标准提升五大措施促进消费升级与高质量发展。
2024.03.15	国务院	2023 年工业、农业等领域设备投资规模超 4.9 万亿，预计设备更新和消费品换新年市场规模达 5 万亿，为经济提供新增长动力。
2024.04.03	央行	通过再贷款、再贴现等措施，降低融资成本，加大对重点行业的金融支持，促进设备更新和消费品以旧换新。
2024.04.10	市场监管总局等	提升标准，推动节能环保、安全与循环利用的创新，涵盖设备更新和消费品回收，确保政策实施与标准制定协同推进。
2024.04.26	商务部、财政部等	发布《汽车以旧换新补贴实施细则》，明确旧车报废及新车购买的补贴标准和流程，推动绿色消费升级。
2024.04.27	税务局	发布“反向开票”措施，规范资源回收企业向报废产品出售者的开票流程，支持资源回收产业链加速发展。
2024.06.18	财政部	中央财政已拨付 64.4 亿支持汽车以旧换新，31 省市推出各地实施方案，逐步落实双新（设备和消费品）更新资金支持。
2024.07.20	国务院	提高农机和新能源公交车等领域的更新补贴标准，继续推动设备更新与消费品以旧换新政策的实施。
2024.07.29	发改委、财政部	统筹安排 3000 亿元特别国债资金，加大设备更新和消费品以旧换新支持力度，推动经济和消费结构升级。
2024.07.31	财政部	家电、汽车等以旧换新补贴由中央与地方财政 9:1 比例分担，东、中、西地区的财政支持比例分别为 85%、90%和 95%。
2024.09.25	发改委	已完成 115 项支持消费品以旧换新的国家标准立项，其中 30 项正式发布，涵盖汽车、家电、电动自行车等领域。

资料来源：新华社、中国政府网、iFinD、招商证券

三、南通项目新增 210 万吨产能，打造业绩增长新引擎

1、富阳工厂：成本管控效益好

公司富阳工厂位于杭州市富阳区大源工业区占地面积约 300 亩，员工总数约 1000 人，至今已运行 21 年，拥有彩涂板、镀锌板及其基板的完整产品生产线。2023 年，富阳工厂镀锌板总产量 165.84 万吨，同增 8.39%；其中，彩涂板产量 64.61 万吨，同增 1.27%；全年实现营业收入 75.79 亿元，归母净利润 3.34 亿元，同增 65.28%，吨毛利 371 元，吨净利 203 元。

公司在成本控制和研发能力方面优势明显。成本方面，公司位于杭州市富阳区大源工业区，拥有产业集群的区位优势，可合理安排生产计划，有效提高产品周转率，降低物流成本。公司全面导入卓越绩效管理，组织实施 6S 现场管理，降低生产成本。研发方面，公司拥有多项发明专利，通过不断改造生产设备、改进生产工艺，实现了 0.2mm-0.3mm 板材的高速稳定控制，已掌握了产品生产的关键技术和工艺。综合镀锌清洗、电解等多项独特技术措施，基本解决了镀锌炉辊结瘤的难题，极大地改善了产品表面质量，并提高了产线的有效作业率。

表 5: 富阳工厂基本情况

项目名称	富阳工厂
工厂地址	杭州市富阳区大源工业区
占地面积	约 300 亩
员工规模	约 1000 人
产量情况	2023 年总产量为 165.84 万吨

资料来源: 公司公告、招商证券

2、南通项目: 新增产能 210 万吨, 多管齐下优化成本

(1) 项目基本情况

2022 年, 为实现公司的战略发展布局, 公司决定以全资子公司华达新材料(江苏南通)有限公司为实施主体, 在南通通州湾示范区投资建设“年产 210 万吨的高性能金属装饰板建设项目”。项目新征海域用地 480 亩, 预计投资总额为 21.26 亿元, 项目建设期为 2 年。项目主要内容包括: 新建年产 105 万吨酸洗生产线 1 条、年产 105 万吨酸轧机组(五连轧)生产线 1 条、年产 35 万吨高性能金属装饰基板(热镀锌(铝、镁)板)生产线 6 条等。公司旨在通过该项目扩大各类高性能金属装饰板的产能规模, 增强公司在高端产品领域的竞争优势, 提升公司的盈利能力。目前, 项目已完成部分合同签订、设备选型购置、土建施工等工作, 预计 2025 年上半年投产。

表 6: 南通项目基本情况

项目名称	年产 210 万吨的高性能金属装饰板建设项目
建设地点	江苏省南通市通州湾示范区
投资总额	21.26 亿元
占地面积	480 亩海域用地
建设周期	2 年, 固定资产在 2 年内投资, 流动资金用款根据生产负荷安排
主要内容	新建年产 105 万吨酸洗生产线 1 条
	年产 105 万吨酸轧机组(五连轧)生产线 1 条
	年产 35 万吨高性能金属装饰基板(热镀锌(铝、镁)板)生产线 6 条
	年产 35 万吨可逆轧机组生产线 3 条
	年产 22.5 万吨高性能金属装饰板(彩涂板)生产线 4 条
	保温装饰一体板成型机多台、LNG 气化站、海港码头及其他配套设备、附属设施

资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 江海联动拓展销售半径, 多措并举促进降本增利

南通项目所在地通州湾江海联动开发示范区是国家发改委批复设立, 以江海联动开发为特色的国家战略平台。紧邻上海市, 地处长三角核心区, 靠近上下游产业链, 区位优势明显。一方面, 华东地区是我国镀锌板和彩涂板最主要的生产和销售区域, 聚集了大量的上下游企业。在南通新建工厂有利于加强与公司上下游产业链、供应链的协作, 缩短与下游客户之间的距离, 及时获取市场需求信息。另一方面, 南通市是江苏省建筑大市, 并逐渐向建筑强市转变。本项目建设利用南通黄金海岸线, 定位覆盖全国乃至全球各区域的建筑市场。

敬请阅读末页的重要说明

依托通州湾江海联运的交通优势，公司可采用水陆结合的方式，进一步扩大产品的销售范围。南通项目落地后，公司可经内河航道将产品运送至长江沿岸的码头，然后再以公路运输打通“连接客户的最后一公里”。海运方面，公司产品可直接经海路运往深圳，配合公路运输可基本覆盖华南市场，有利于连接当地以白色家电行业为主的下游客户。

图 13: 通州湾区位优势图



资料来源：江苏省通州湾示范区总体规划（2018-2035）批前公示、招商证券

成本方面，相较于富阳工厂，南通工厂自动化程度更高，可减少人力成本。此外，新设备采用五连轧机技术，减少头尾废料的浪费。新引进的磁过滤技术将生产线的用水量有效减少。此外，南通项目设有 2 万吨级的自营码头，运输成本有所降低。

综上所述，南通项目有助于扩充公司的产能规模，优化产品结构。该项目依靠先进设备和技术以及自营码头的优势，提升产品产量和板型质量的同时降低生产成本、能源成本和运输成本，预计吨毛利有所提升，扩大市场竞争优势，进一步提高公司的盈利能力和可持续发展能力。

表 7: 南通成本优势汇总

成本	措施
人力成本	引进先进设备，提高自动化程度
用水成本	采用磁过滤技术处理污水
用电成本	安装光伏发电板
运输成本	建设自营码头

资料来源：公司公告、招商证券

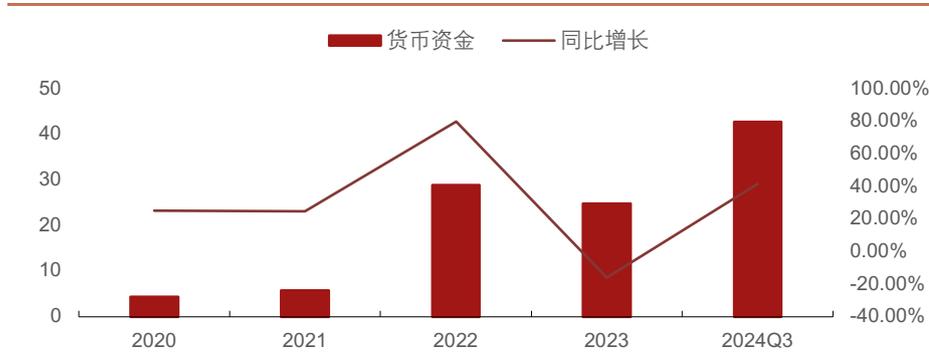
3、公司资金充裕，支撑未来进一步发展

优化产品结构，进军中高端市场是公司未来发展的重要方向。一方面，镀锌板行业低端产品产能过剩，竞争激烈，利润空间有限。另一方面，用户对产品性能、美观等要求的提高驱动高端产品需求增长。得益于南通项目即将投产，公司中高端产品的产量将提升，有望靠布局中高端产品市场迎来新一轮业绩增长。

公司的主要盈利模式是赚取镀锌板加工费，应收款、应付款以及存货都较少。公

公司可根据自身需求灵活采买原料，未来库存有望下降。同时，公司货币资金持续增长，现金充沛。截至 2024 年三季度末，公司货币资金为 42.71 亿元。未来公司可以根据市场需求的变化和公司战略发展的需要，继续投资建厂或持续更新先进设备和技术，保持优势地位。

图 14: 公司近五年货币资金情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

4、股份回购稳步推进，彰显公司发展信心

为进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，促进公司稳定健康发展，公司正实施 1-2 亿金额股份回购计划，截至 2024 年 11 月月底，公司已通过集中竞价的方式累计回购股份 109.28 万股，金额达 966 万元。回购股份将用于员工持股计划或股权激励，显示公司对员工和长期发展的重视，进一步增强员工积极性，促进公司稳定发展。

表 8: 股份回购进展

预计回购金额	1-2 亿元
回购用途	用于员工持股计划或股权激励
累计已回购股数	109.28 万股
累计已回购股数占总股本比例	0.21%
累计已回购金额	966.00 万元

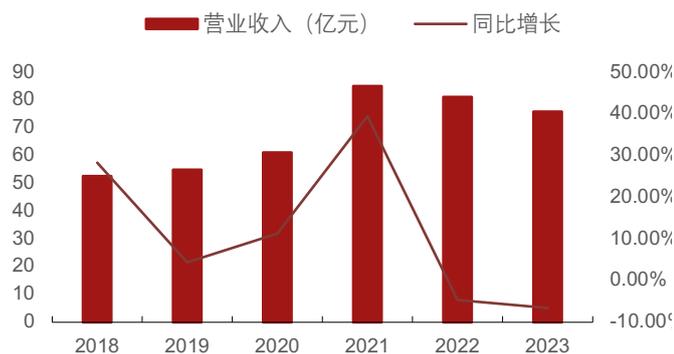
资料来源: 公司公告、招商证券

四、财务分析

1、收入快速增长，镀锌板为营收主力

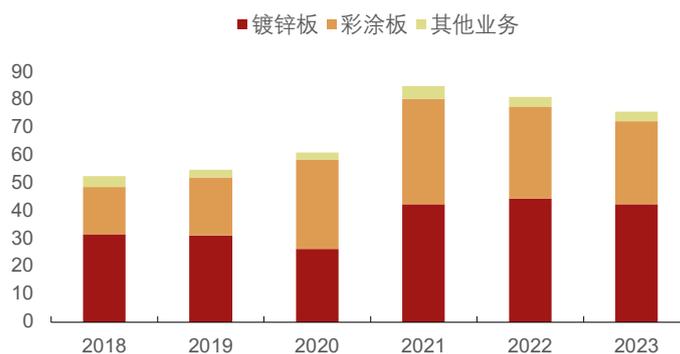
公司 2023 年实现营业总收入 75.79 亿元，同比减少 6.57%。2024 年前三季度，实现营业收入 50.36 亿元，同比减少 8.83%，主因第三季度市场销售价格大幅下跌。受钢材价格下降影响，公司营业收入自 2022 年开始下滑。其中，镀锌板营收在 2022 年同比增长 5.12%，主因销量同比大幅增长；2023 年镀锌板营收同比减少 4.71%。公司彩涂板营收则连续两年下降，2022、2023 年彩涂板营收分别同比减少 13.47% 和 9.38%。但公司主要赚取镀锌板加工费，加工费的降幅小于钢材价格的降幅。

图 15: 公司总营收及同比 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

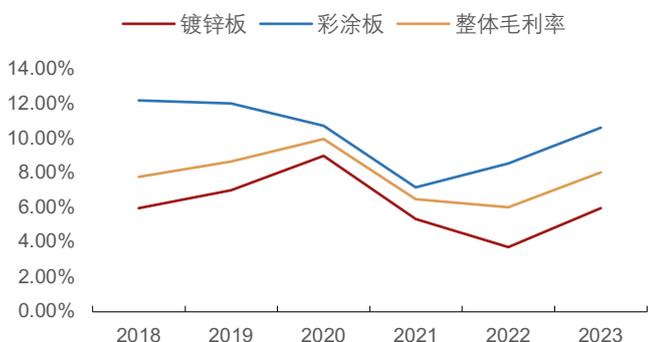
图 16: 公司营收结构 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

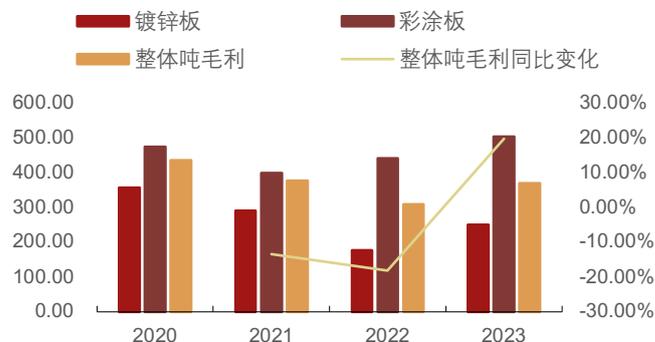
盈利能力方面,公司近年来通过技术创新和精细管理,不断压缩生产成本,整体毛利率持续提升。2023 年公司整体毛利率为 8.06%,同比增长 2.02pct,吨毛利 371 元,同比增长 17.80%。其中,镀锌板毛利率为 6.00%,同比增长 2.26pct,吨毛利 250 元,同比增长 41.85%;彩涂板毛利率为 10.63%,同比增长 2.07pct,吨毛利 503 元,同比增长 14.09%。2024 年前三季度,公司整体毛利率为 5.66%,同比减少 2.75pct,主因第三季度市场销售价格大幅下跌和库存成本相对较高。公司目前正在优化产品结构,积极布局中高端产品市场,并且随着南通项目投产和后续产能快速增长,有望进一步扩大规模效应,降低生产成本,因此预计公司毛利率仍有上升空间。

图 17: 公司各板块毛利率



资料来源: iFinD、招商证券

图 18: 公司各板块吨毛利 (单位: 元)



资料来源: iFinD、招商证券

2、期间费用率下降, 净利润下滑

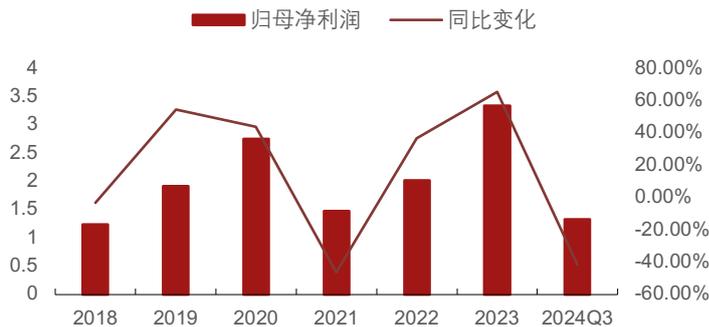
公司费用管控能力较强,期间费用率从 2018 的 5.07%降至 2023 年的 3.36%。2024 年前三季度期间费用率 3.53%,其中销售费用率为 0.21%,同比减少 0.01pct;管理费用率为 0.66%,同比减少 0.09pct;财务费用率为-0.53%,同比增加 0.55pct,主因利息费用大幅增加;研发费用率为 3.19%,同比减少 0.06pct。2024 年前三季度,受第三季度市场销售价格大幅下降和库存成本较高的影响,公司归母净利润为 1.33 亿元,同比减少 41.46%。

图 19: 公司各项费用率情况



资料来源: iFinD、招商证券

图 20: 公司归母净利润及同比 (单位: 亿元)



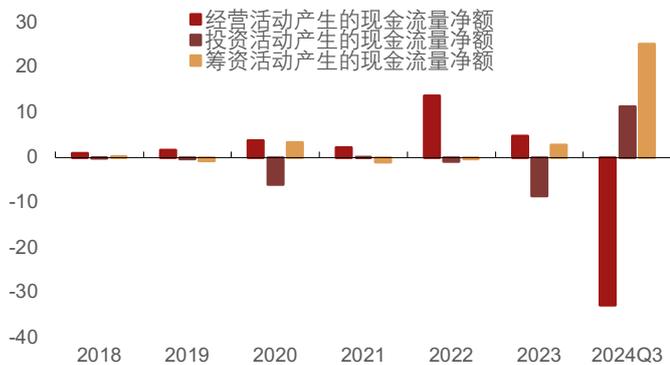
资料来源: iFinD、招商证券

3、现金流出有所增加，资产负债率上升

公司 2024 年前三季度，公司经营性净现金流为 32.71 亿元，同比多流出 30.01 亿元，主因报告期内公司开出票据贴现增加及采购支付货款增加。投资净现金流为 11.38 亿元，同比多流入 15.95 亿元，主因公司收回投资收到的现金显著增加。筹资净现金流为 25.21 亿元，同比多流入 24.93 亿元，主因公司取得借款收到的现金大幅增加。

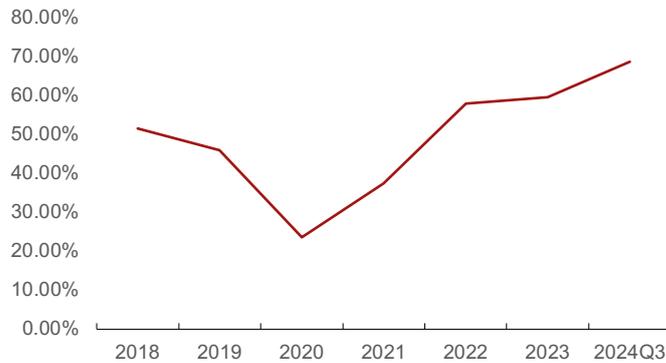
截止 2024 年三季度末，公司资产负债率为 68.71%，较 23 年底增加 9.12pct，主因公司短期借款大幅增加。近年来公司持续扩大生产规模，投资项目增多，应付票据和短期借款的增加导致资产负债率上升。随着南通项目基本落地，预计公司资产负债率将有所下降。

图 21: 公司现金流净额情况 (单位: 亿元)



资料来源: iFinD、招商证券

图 22: 公司资产负债率变化



资料来源: iFinD、招商证券

五、盈利预测与公司估值

1、盈利预测

(1) 营收预测:

热镀锌板板块，富阳产区基本实现满产，预计年产量将稳定在 170 万吨左右。公司新建的年产 210 万吨高性能金属装饰板的南通项目预计在 2025 年上半年投产。因销售价格大幅下降导致业绩下滑，公司 2024Q3 营收同比下降超 20%，对全

年业绩有所拖累。毛利率方面，预计 2024 年公司毛利率有所下降，主因销售价格下降；明年随着南通项目投产，预计毛利率将有所提升。

综上，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 69.19、103.51 和 153.23 亿元，同比变动分别为-8.70%、49.59%和48.03%，毛利率分别为 6.24%、8.45% 和 9.24%。

表 9：公司营收测算表

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
热镀锌板（富阳产区）					
销售收入(百万元)	4,456	4,246	3,848	4,041	4,243
增长率 (YOY)	5.14%	-4.72%	-9.36%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	3.74%	6.00%	4.64%	5.52%	5.78%
镀锌板（南通项目）					
销售收入(百万)				3,085	7,694
增长率 (YOY)					149.38%
毛利率 (%)				10.71%	10.72%
彩涂板					
销售收入(百万元)	3,296	2,987	2,708	2,843	2,985
增长率 (YOY)	-13.48%	-9.36%	-9.36%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	8.57%	10.63%	8.21%	10.17%	10.46%
其他主营业务					
销售收入(百万元)	44	45	47	50	52
增长率 (YOY)	-28.57%	3.91%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	0.07%	6.97%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务					
销售收入(百万元)	316	301	316	331	348
增长率 (YOY)	-20.37%	-4.97%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	12.91%	11.83%	9.00%	9.00%	9.00%
总营业收入(百万元)					
	8,112	7,579	6,919	10,351	15,323
增长率 (YOY)					
	-4.63%	-6.57%	-8.70%	49.59%	48.03%
平均毛利率 (%)					
	6.04%	8.06%	6.24%	8.45%	9.24%

资料来源：公司公告、iFinD、招商证券

（2）费用率预测：

公司规模持续扩大叠加产能逐年爬坡，成本优势逐步体现，销售、管理费用率或呈下降趋势。财务费用方面，预计 24 年利息费用增加导致财务费用率同比上升。公司始终把技术创新产品研发列为战略首要目标，预计研发费用率将保持稳定。

表 10: 费用率预测

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用率	0.6%	0.8%	0.7%	0.4%	0.2%
研发费用率	3.4%	3.4%	3.2%	3.2%	3.2%
财务费用率	-1.26%	-1.00%	-0.45%	-0.28%	-0.50%

资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券

(3) 盈利预测:

综上所述, 预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.90 亿元、4.59 亿元、8.29 亿元, 同比变化分别为-43.27%、142.24%、80.48%。EPS 分别为 0.37、0.90、1.62 元/股。

表 11: 盈利预测 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8112	7579	6919	10351	15323
营业成本	7622	6968	6488	9476	13906
营业税金及附加	14	11	10	15	23
营业费用	17	18	15	22	28
管理费用	51	57	46	41	23
研发费用	275	256	221	331	490
财务费用	(102)	(76)	(31)	(29)	(76)
资产减值损失	(7)	(12)	(10)	(9)	(10)
公允价值变动收益	(16)	8	9	10	11
其他收益	11	42	41	33	32
投资收益	15	11	12	13	15
营业利润	237	394	223	541	977
营业外收入	2	0	0	1	1
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	236	392	221	539	974
所得税	34	58	32	79	145
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	202	334	190	459	829
EPS (元)	0.40	0.65	0.37	0.90	1.62

资料来源: 公司公告、iFinD、招商证券

2、估值分析

公司主要专注于镀锌板业务，彩涂板也是由镀锌板加工而来，我们选取主营业务同样为金属加工业务的 5 家公司作对比。从行业中位数来看，2024-2026 年的 PE 分别为 16.62、15.05、12.88 倍。公司 PE 历史中位数 16.32 倍，平均值 18 倍，考虑到公司为镀锌板加工头部企业，生产管理水平较高，规模稳步扩张，给予公司 2025 年 PE 为 17 倍，对应 2025 年目标价为 15.30 元/股。

表 12：公司估值预测表（截至 2024 年 12 月 27 日）

可比公司	2024E	2025E	2026E
久立特材	15.68	13.40	11.88
宝钢股份	16.62	14.42	12.88
楚江新材	33.11	18.72	15.57
淮河能源	16.14	15.05	12.83
首钢股份	33.02	27.48	22.86
行业中位数	16.62	15.05	12.88

资料来源：Wind、招商证券

注：同业公司 PE 预测取自 Wind 一致预期

六、投资建议

公司是镀锌板的领先企业，随着未来下游需求稳定增长，叠加公司新建项目逐步投产，未来业绩有望快速增长。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.90 亿元、4.59 亿元、8.29 亿元，给予公司 25 年目标价为 15.30 元/股。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

七、风险提示

- 1、原材料价格波动风险：**公司生产所用原材料主要为各种规格的热轧板，采购额占比在 90%左右。由于从采购到销售的时间间隔以及价格传导的影响，原材料价格的波动可能影响公司的盈利能力。
- 2、宏观经济风险：**公司属于周期性行业，下游产品主要应用于各类工业和消费领域，与宏观经济关联性较高，如果宏观经济恢复程度不及预期，会影响到下游需求，进而影响公司产品销售。
- 3、贸易摩擦风险：**公司部分产品出口外销。目前，已有印度、欧盟、俄罗斯等国家和组织对我国彩涂板产品进行反倾销调查或征收反倾销税。未来，如果更多的国家和地区对公司主要出口产品设置贸易壁垒，则使公司面临国际贸易摩擦的风险，影响公司产品的出口销售制约公司的盈利和发展。
- 4、汇率波动风险：**公司产品有一部分出口，以美元结算为主，汇率波动会对公司营收利润带来一定的风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4553	5275	7383	7491	9308
现金	2884	2488	4727	4065	4747
交易性投资	299	1018	1018	1018	1018
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	83	31	28	42	63
其它应收款	1	6	5	8	11
存货	889	1089	1014	1481	2174
其他	397	642	590	876	1294
非流动资产	592	761	720	684	652
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	429	398	372	350	330
无形资产商誉	151	151	136	122	110
其他	12	212	212	212	212
资产总计	5145	6035	8103	8175	9960
流动负债	2963	3555	5535	5204	6298
短期借款	174	514	2700	1100	312
应付账款	2599	2858	2661	3887	5704
预收账款	65	91	84	123	181
其他	125	92	90	95	102
长期负债	16	42	42	42	42
长期借款	0	18	18	18	18
其他	16	24	24	24	24
负债合计	2979	3597	5576	5246	6340
股本	511	511	511	511	511
资本公积金	652	652	652	652	652
留存收益	1002	1275	1363	1765	2457
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	2166	2439	2526	2929	3620
负债及权益合计	5145	6035	8103	8175	9960

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1373	486	91	937	1502
净利润	202	334	190	459	829
折旧摊销	58	62	69	64	60
财务费用	(68)	3	(31)	(29)	(76)
投资收益	(14)	(12)	(62)	(56)	(57)
营运资金变动	1196	98	(71)	487	729
其它	(2)	1	(3)	12	17
投资活动现金流	(86)	(857)	35	29	30
资本支出	(134)	(102)	(27)	(27)	(27)
其他投资	48	(755)	62	56	57
筹资活动现金流	(26)	287	2113	(1628)	(849)
借款变动	(78)	265	2184	(1600)	(788)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(51)	(61)	(102)	(57)	(138)
其他	103	84	31	29	76
现金净增加额	1261	(83)	2239	(662)	683

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8112	7579	6919	10351	15323
营业成本	7622	6968	6488	9476	13906
营业税金及附加	14	11	10	15	23
营业费用	17	18	15	22	28
管理费用	51	57	46	41	23
研发费用	275	256	221	331	490
财务费用	(102)	(76)	(31)	(29)	(76)
资产减值损失	(7)	(12)	(10)	(9)	(10)
公允价值变动收益	(16)	8	9	10	11
其他收益	11	42	41	33	32
投资收益	15	11	12	13	15
营业利润	237	394	223	541	977
营业外收入	2	0	0	1	1
营业外支出	3	2	3	3	3
利润总额	236	392	221	539	974
所得税	34	58	32	79	145
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	202	334	190	459	829

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-5%	-7%	-9%	50%	48%
营业利润	37%	66%	-43%	142%	80%
归母净利润	37%	65%	-43%	142%	80%
获利能力					
毛利率	6.0%	8.1%	6.2%	8.5%	9.2%
净利率	2.5%	4.4%	2.7%	4.4%	5.4%
ROE	9.7%	14.5%	7.6%	16.8%	25.3%
ROIC	5.1%	10.2%	4.0%	9.4%	19.1%
偿债能力					
资产负债率	57.9%	59.6%	68.8%	64.2%	63.7%
净负债比率	3.4%	8.9%	33.5%	13.7%	3.3%
流动比率	1.5	1.5	1.3	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.4	1.0	1.3	1.7
存货周转率	7.4	7.0	6.2	7.6	7.6
应收账款周转率	84.1	133.0	233.0	293.0	292.0
应付账款周转率	4.3	2.6	2.4	2.9	2.9
每股资料(元)					
EPS	0.40	0.65	0.37	0.90	1.62
每股经营净现金	2.68	0.95	0.18	1.83	2.94
每股净资产	4.23	4.77	4.94	5.73	7.08
每股股利	0.12	0.20	0.11	0.27	0.49
估值比率					
PE	32.2	19.5	34.4	14.2	7.9
PB	3.0	2.7	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	32.1	16.4	23.5	10.7	6.4

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。