

多基地产能箭在弦上，形成全球化产业布局

后疫情时代全球制造业复苏，不锈钢消费提振。

由于我国在疫情中恢复较快，不锈钢消费由建筑业转向制造业，从一季度情况来看，汽车、家电产销量均实现了同比大幅上涨。排除疫情影响，与过往年份相比涨幅依旧十分显著，制造业从长期低迷的困境中扭转为上游的不锈钢行业打了一针强心剂。

冷轧不锈钢行业集中度高，龙头企业具备定价权。

公司所处的精密冷轧不锈钢板带行业集中度较高，行业 CR3 接近 50%。公司作为国内最大的精密板带企业，面对下游中拥有产品定价权。

大量新增产能箭在弦上，未来产能实现翻倍。

公司现有 83 万吨宽幅板带及 12.45 万吨精密板带产能，随着新建项目的持续推进，预计在 2023 年将形成 220.5 万吨宽幅板带及 39.5 万吨精密板带的生产能力，产能实现翻倍。

聚焦高附加值产品，产品结构不断优化。

随着新增产能的陆续投产，公司精密板带的占比将由目前的 11% 进一步提升到 14%，精密板带具备更高的毛利水平，届时公司的综合毛利率将会进一步提升。

盈利预测和投资建议：公司未来三年内有大量新产能投放，在产品结构不断向高端化过渡的同时积极布局其他下游产业。我们预测公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 5.47 亿、7.16 亿和 9.68 亿，对应的 PE 分别为 12.7、9.7 和 7.2 倍。参考特钢行业平均 PE，给予公司 2021 年 20 倍 PE，对应目标价为 47.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析：需求不及预期；原材料价格大幅波动；新增产能投产不及预期

重要财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,828	20,443	25,718	29,633	33,848
增长率(%)	1.1	29.2	25.8	15.2	14.2
净利润(百万元)	333	414	547	716	968
增长率(%)	0.5	24.5	31.9	31.0	35.2
ROE(%)	12.3	13.6	15.9	17.7	19.8
EPS(元/股，摊薄)	1.44	1.78	2.35	3.07	4.16
P/E(倍)	20.7	16.8	12.7	9.7	7.2
P/B(倍)	2.4	2.2	2.0	1.7	1.4

甬金股份 (603995)

首次评级

买入

罗兴

luoxingbj@csc.com.cn

15216710811

SAC 执证编号：S1440520020001

王晓芳

wangxiaofang@csc.com.cn

17633135967

SAC 执证编号：S1440520090002

发布日期：2021 年 06 月 05 日

当前股价：32.8 元

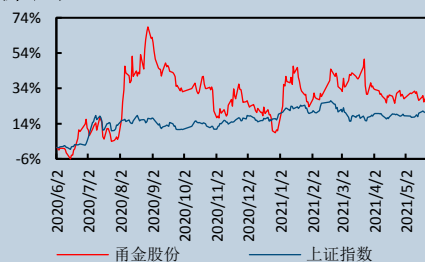
目标价格 6 个月：47 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
10.81/6.35	6.36/4.96	38.95/15.44
12 月最高/最低价 (元)		39.49/21.68
总股本 (万股)		23,301.74
流通 A 股 (万股)		10,332.42
总市值 (亿元)		76.43
流通市值 (亿元)		33.89
近 3 月日均成交量 (万股)		238.04
主要股东		
YU JI QUN		25.83%

股价表现



相关研究报告

目录

深耕冷轧不锈钢板带领域，扩展业务构建完整产业链.....	1
立足精密冷轧不锈钢板带，多基地布局迎来高速发展.....	1
以冷轧不锈钢板带为主营业务，广泛应用于民用领域.....	2
创始人实际控制公司，上市扩大业务规模	3
利润显著提升，费用投放控制良好	3
收入稳步提升，毛利存在广阔上涨空间.....	3
企业运营良好，期间费用率逐年下降	5
全球经济复苏背景下需求有所支撑，行业盈利水平改善.....	7
我国不锈钢行业产量及表观消费量保持稳定增长.....	7
需求端：建筑业增速下降，制造业消费高居不下.....	7
供给端：行业集中度高，龙头具有定价权	9
宽幅冷轧不锈钢行业快速扩张，供给充裕.....	10
精密冷轧不锈钢行业甬金一骑绝尘	10
产能翻倍叠加产品结构优化，不锈钢龙头未来可期.....	12
布局全球多个生产基地，达产后实现产能翻倍.....	12
多基地新增产能箭在弦上，巩固冷轧不锈钢本土龙头地位.....	12
走出国门，积极布局海外产能	12
拓展不锈钢终端产品，打通上下游产业链.....	12
聚焦高附加值产品，产品结构不断优化	13
与上游原料商战略合作，供应稳定性强	14
经营效率高，费用管控行业典范	15
偿债能力提升，资金周转效率领先同行	15
期间费用率持续下降，研发费用趋于稳定	15
盈利预测与估值比较	17
关键假设	17
销售量假设	17
单价假设	17
毛利假设	17
盈利预测结果	18
投资评价和建议	19
风险分析	20
报表预测	21

深耕冷轧不锈钢板带领域，扩展业务构建完整产业链

立足精密冷轧不锈钢板带，多基地布局迎来高速发展

浙江甬金金属科技股份有限公司创立于 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、ARCELORMITTAL A.S. 等下游国内外知名企业提供优质产品。

2003 年 8 月 27 日，兰溪市甬金不锈钢有限公司注册成立。11 月 20 日，兰溪市甬金不锈钢有限公司更名为浙江甬金不锈钢有限公司，专注于精密冷轧不锈钢板带生产领域。

2004 年，浙江甬金不锈钢集团成立。

2009 年 9 月，完成股份改制，更名为浙江甬金金属科技股份有限公司。

2010 年投资设立全资子公司江苏甬金金属科技公司，即江苏甬金。

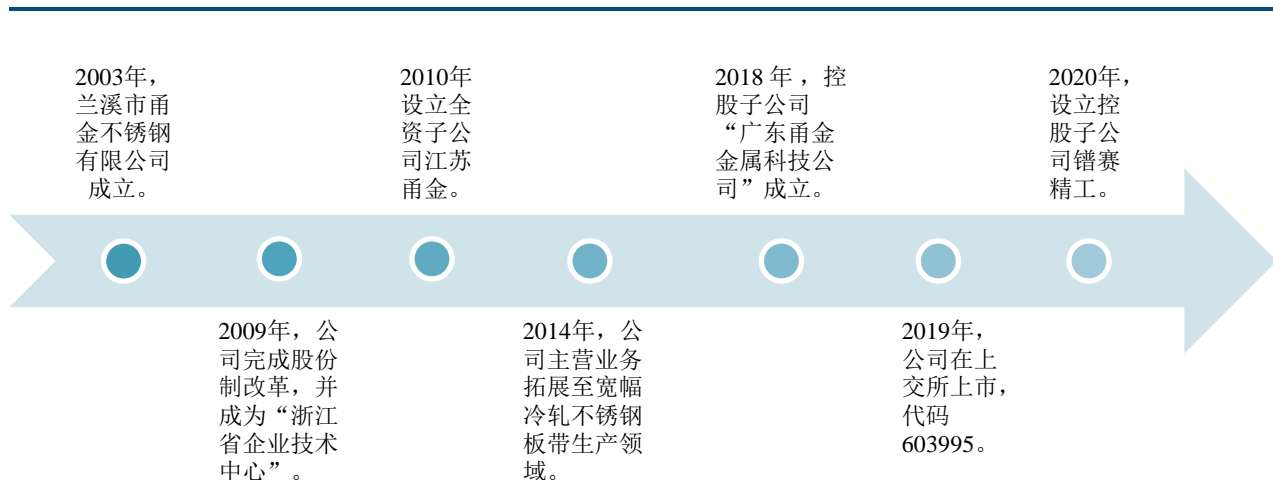
2014 年公司与青拓实业合作，投资设立控股子公司福建甬金金属科技公司，业务拓展至宽幅冷轧不锈钢板带生产领域。

2018 年 2 月，公司投资设立控股子公司广东甬金金属科技公司。

2019 年 12 月，公司在上交所上市，募集资金用于“年加工 7.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目”的建设。

2020 年，设立控股子公司镡赛精工。

图表1： 公司发展历程



资料来源：公司官网，中信建投

以冷轧不锈钢板带为主营业务，广泛应用于民用领域

公司目前在浙江、江苏、福建、广东设立了 4 个生产基地，构筑了面向全国的生产经营和服务网络，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。公司的产品细分为宽幅冷轧不锈钢板带和精密冷轧不锈钢板带两个类别，精密冷轧不锈钢板带具有更高的技术和资金门槛，应用领域也更加高端。每个类别下又可细分为 300 系和 400 系两个小类别，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，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。

图表2： 精密冷轧不锈钢板带产品主要用途

主要应用行业	主要用途
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。
电子信息	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，中信建投

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。目前，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。

图表3： 宽幅冷轧不锈钢板带产品主要用途

主要应用行业	主要用途
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。
电梯	电梯面板、装饰板材料。

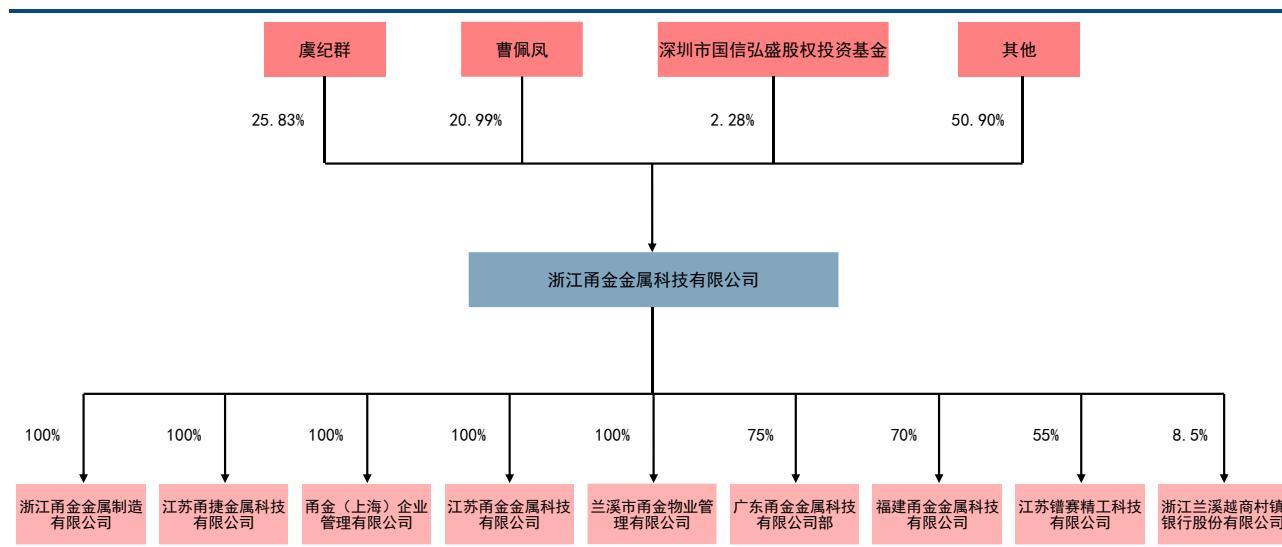
资料来源：招股说明书，中信建投

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。

创始人实际控制公司，上市扩大业务规模

图4： 公司股权结构



资料来源：公司公告，中信建投

公司的控股股东及实际控制人为虞纪群和曹佩凤，虞纪群和曹佩凤系夫妻关系。虞纪群直接持股比例为 25.83%，曹佩凤直接持股比例为 20.99%，虞纪群和曹佩凤合计持有公司股份比例为 46.82%。

利润显著提升，费用投放控制良好

收入稳步提升，毛利存在广阔上涨空间

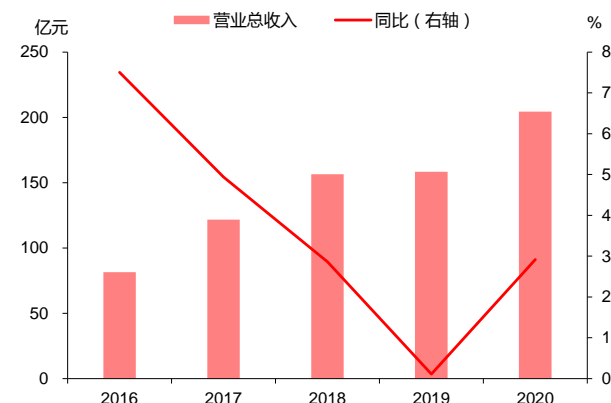
公司主要产品 300 系冷轧不锈钢板带和 400 系冷轧不锈钢板带，2016 年市场销售价格整体呈上升趋势，2017 年上半年整体呈下降趋势，在 2017 年 7 月达到低点后开始震荡上行，2017 全年价格呈剧烈波动趋势；2018 年走势整体较为平稳；2019 年 1-6 月市场价格缓慢震荡下行。公司 2016-2019 年营业收入情况及归母净利润情况与市场价格走势保持一致，每年逐步扩大市场规模。2019 年，公司在上交所注册上市，募集资金用于“年加工 7.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目”的建设，盈利能力进一步提高，市场规模进一步扩大。

2016-2020 年，公司营收分别为 81.4、121.7、156.5、158.3 和 204.4 亿元，同比分别增长 75.1%、49.4%、28.6%、1.1%和 29.2%；归母净利润分别为 2.5、2.2、3.3、3.3 和 4.1 亿元，同比分别增长 216.4%、-11.7%、52.6%、0.5%和 24.5%。公司凭借在冷轧不锈钢板带领域掌握的一系列核心技术以及国际先进水平的全套冷轧生产装备自主设计研发能力，逐渐打开冷轧不锈钢板带市场。

从营业收入变动情况来看，公司主营业务铸造宽幅冷轧不锈钢板带的占比不断提高，2020 年同比增长

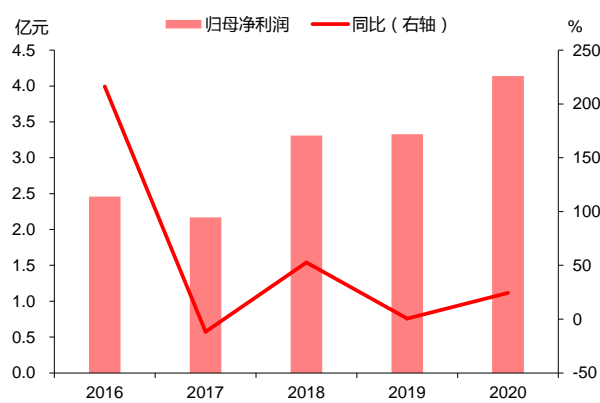
1.55pct。精密冷轧不锈钢板带业务近几年占比稳定在 10%左右。

图表5： 2016-2020 年公司营业收入及增速



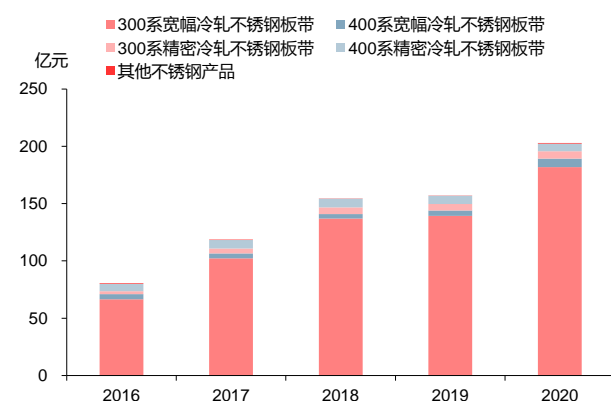
资料来源：公司公告，中信建投

图表6： 2016-2020 年公司归母净利润及增速



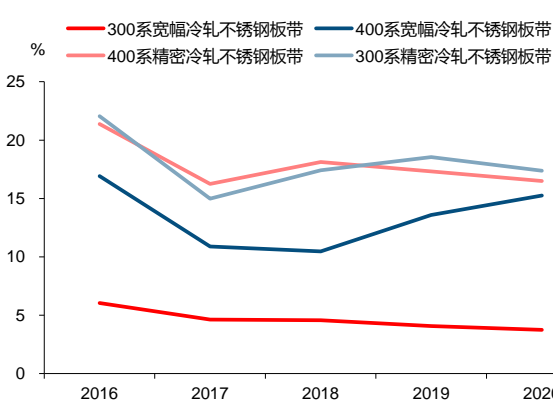
资料来源：公司公告，中信建投

图表7： 2016-2020 年主要业务营业收入



资料来源：公司公告，中信建投

图表8： 2016-2020 年主要业务毛利率

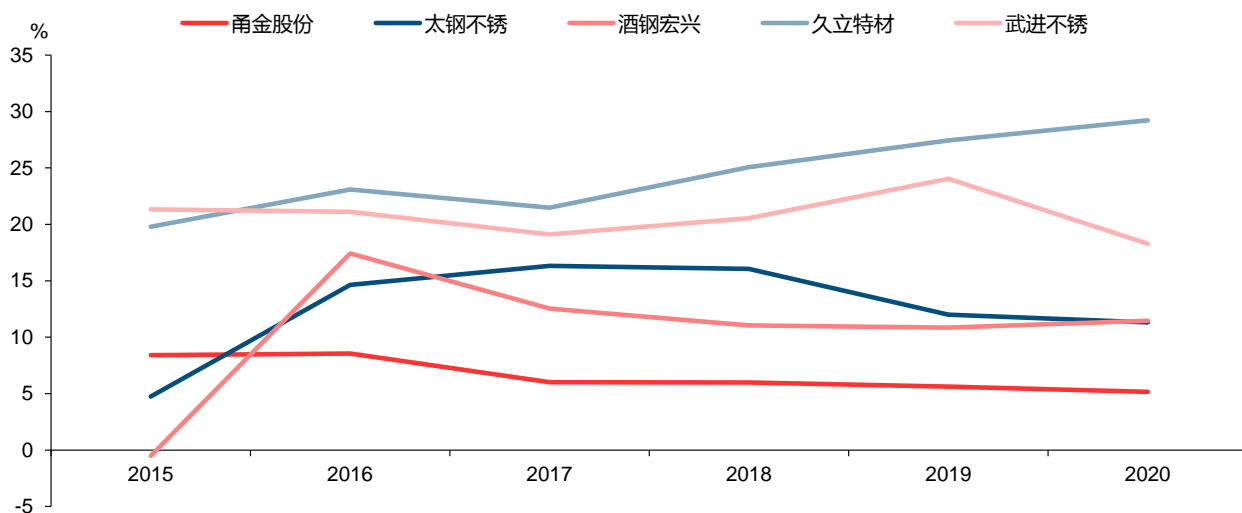


资料来源：公司公告，中信建投

从毛利来看，2016-2020 年公司的综合毛利率分别为 8.6%、6.0%、6.0%、5.6%、5.2%，呈现出下降趋势，主要是因为低毛利宽幅冷轧不锈钢板带产品的占比不断提升。2020 年，主要产品中宽幅冷轧毛利率为 4.2%，精密冷轧毛利率为 16.9%，较上年同期分别下降 0.2pct 和 0.9pct。

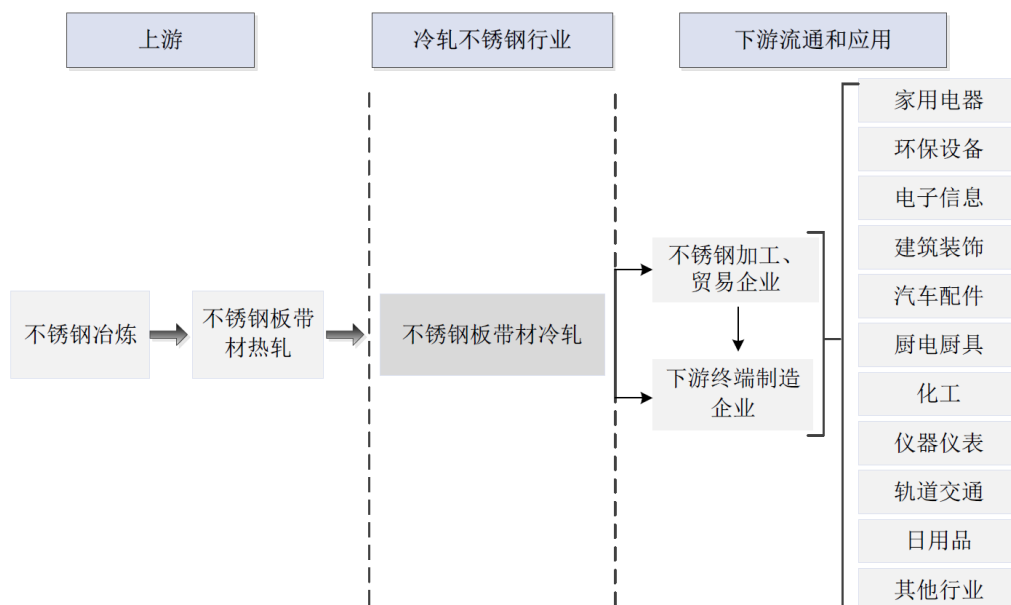
公司近几年毛利率在行业中处于较低水平，原因是公司属于来料加工型企业，没有冶炼工序。随着公司“年加工 7.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目”、“年加工 12.5 万吨精密冷轧不锈钢生产线项目”以及“年产 5.5 万吨复合材料项目”等多个项目的陆续投产，预计公司盈利能力仍有极大的上升空间。

图表9：毛利率与同业对比



资料来源：公司公告，中信建投

图表10：公司在不锈钢产业链中所处位置

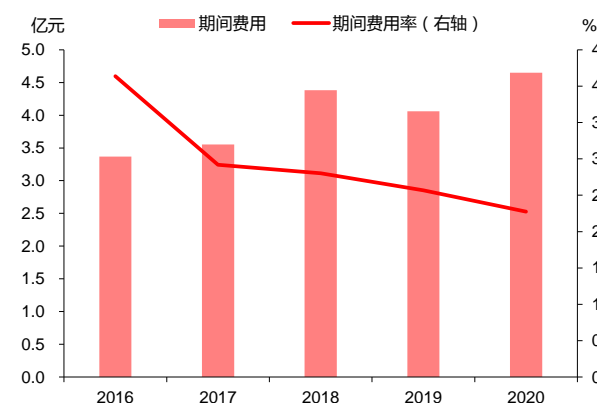


资料来源：招股说明书，中信建投

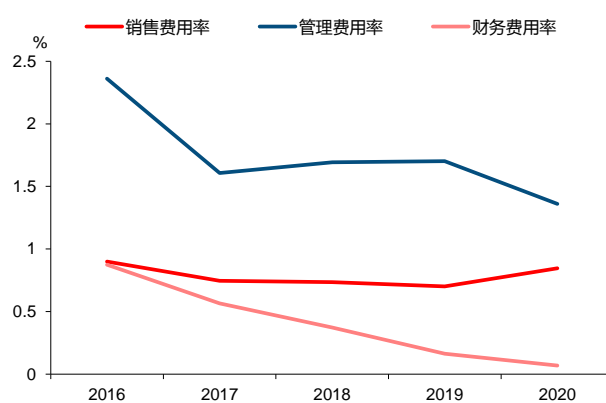
企业运营良好，期间费用率逐年下降

公司 2015—2020 年期间费用率分别为 6.3%、4.1%、2.9%、2.6%和 2.3%，逐年下降的费用反映了公司在销

售费用和管理费用投放上控制较好。财务费用的减少，主要原因是归还借款，利息支出减少。

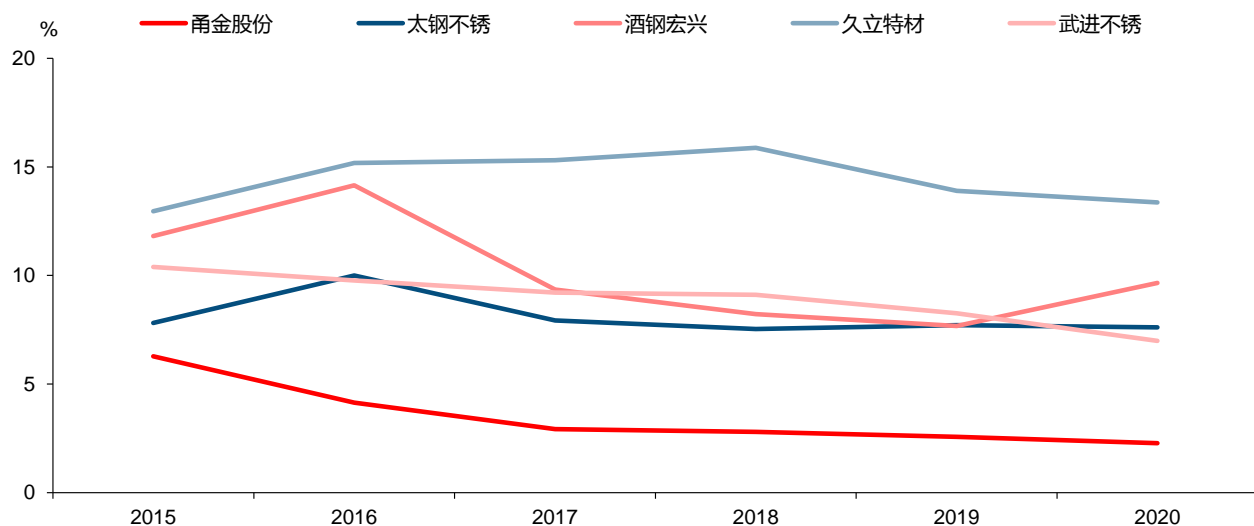
图表11： 2016-2020 年期间费用及期间费用率


资料来源：公司公告，中信建投

图表12： 2016-2020 年期间费用率明细


资料来源：公司公告，中信建投

尽管公司毛利率近几年有所下降，但是公司出色的费用控制能力使得公司依然保持着利润的上涨趋势，未来有很大的发展空间。

图表13： 期间费用率与同业对比


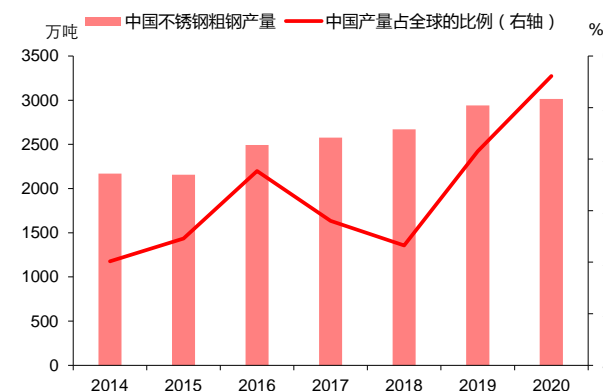
资料来源：公司公告，中信建投

全球经济复苏背景下需求有所支撑，行业盈利水平改善

我国不锈钢行业产量及表观消费量保持稳定增长

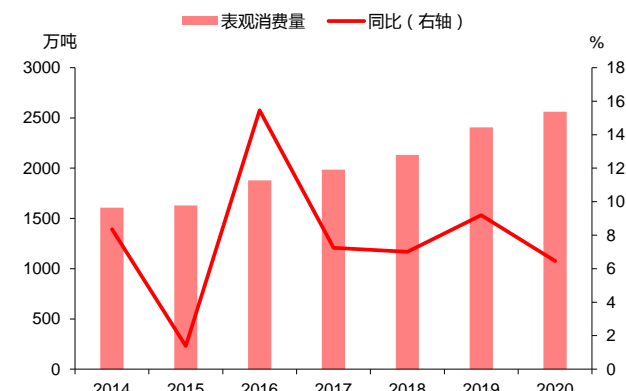
近些年来，中国不锈钢粗钢产量增长速度较快，从 2014 年的 2169.2 万吨增长到 2020 年的 3013.9 万吨，而且中国一直是全球不锈钢生产的主要基地，中国不锈钢产量始终保持在全球产量的 50% 以上，2020 年已接近 60%。

图表14： 中国不锈钢产量及全球占比



资料来源: ISSF, 中信建投

图表15： 中国不锈钢表观消费量及同比变化

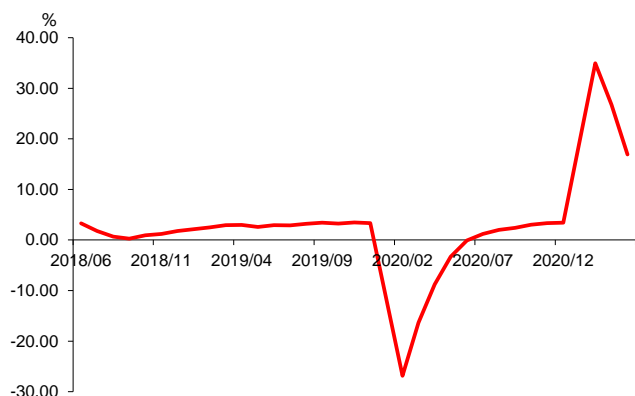


资料来源: 中国特钢企业协会不锈钢分会, 中信建投

我国对于不锈钢的需求有很大上升趋势，表观消费量逐年上升，从 2014 年 1606.3 万吨，快速增长到 2020 年的 2560.79 万吨。

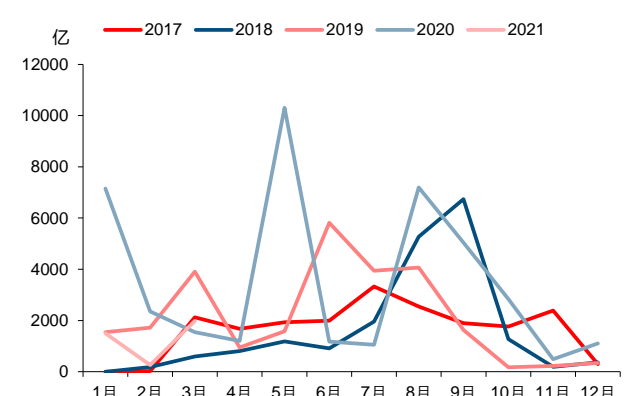
需求端：建筑业增速下降，制造业消费高居不下

图表16： 基建固定资产投资完成额累计同比



资料来源: 国家统计局, 中信建投

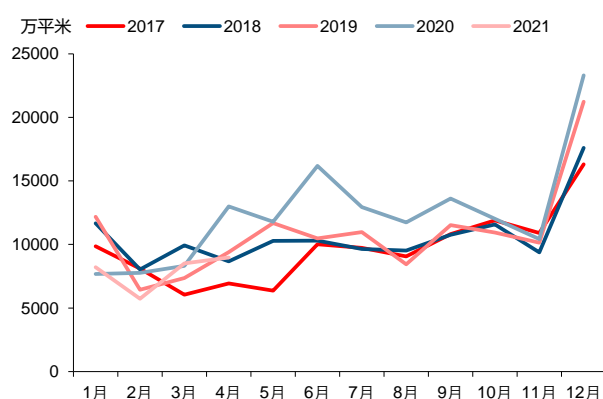
图表17： 地方政府发行专项债券



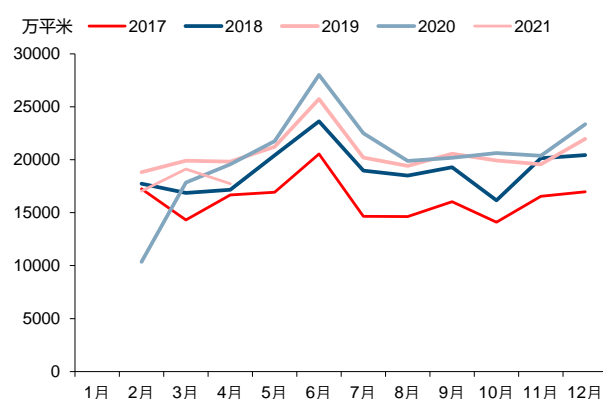
资料来源: wind, 中信建投

不锈钢下游消费中，约有 25% 用于建筑行业，另外绝大部分用于制造业。去年基建是稳增长的主要方式，从去年的基建固定资产投资完成额、专项债发行量等数据都可以证实。基建的强度核心依赖专项债增量，全年共发行 4.15 万亿专项债，从今年一季度发行量来看，较疫情前有所下降。基建固定资产投资完成额目前和往年同期持平，随着经济运行恢复稳定，基建稳增长的主观需求下降，预计维持低位增长。

从地产端来看，房地产开发商从拿地到开工之间约有 1-6 个月时间，故可以通过土地成交情况来预测房屋新开工面积，根据 100 个大中城市成交土地规划建筑面积数据，政策端的限制效果渐显，进入 2021 年后，一季度土地成交量出现了显著下降，同比减少 10%。房屋新开工面积受此前土地成交量增长的影响，一季度同比增长 28%，考虑到土地成交量下跌，预计未来新开工面积也会相应回落。

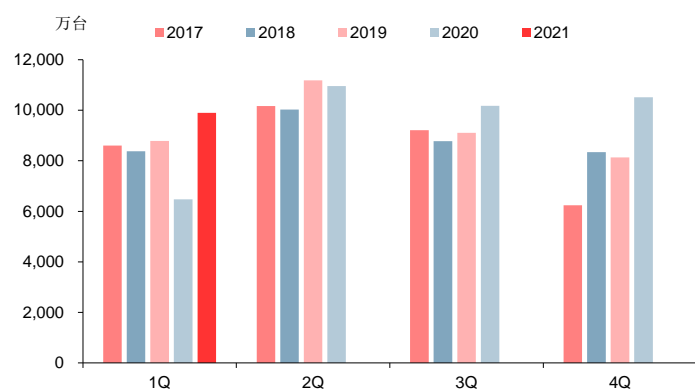
图表18： 100 大中城市成交土地规划建筑面积


资料来源: wind, 中信建投

图表19： 房屋新开工面积


资料来源: 国家统计局, 中信建投

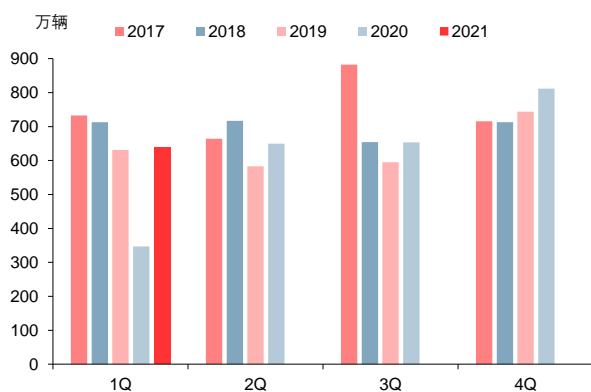
家电行业强势复苏。家电行业长期保持较为稳定的增长，以电冰箱、空调、洗衣机三大白电为例，2021 年 1-4 月空调产量为 7939.6 万台，同比增长 39.5%；洗衣机产量为 2916.7 万台，同比增长 44.8%；冰箱产量为 2944.9 万台，同比增长 40.9%，较疫情前年份也实现大幅增长。不锈钢几乎应用于家用电器的方方面面，家电的强势复苏势必带动不锈钢需求的提升。

图表20： 三大白电产量


资料来源: 国家统计局, 中信建投

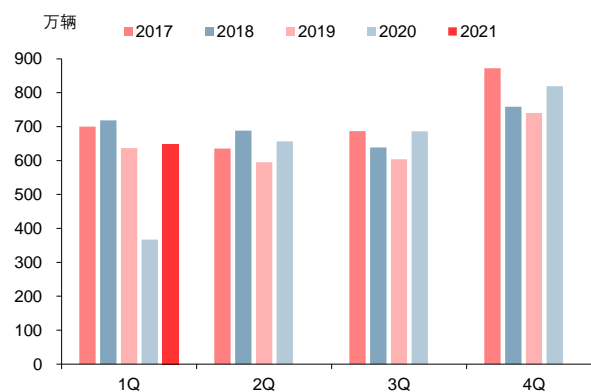
汽车行业回暖，未来需求可期。去年二季度开始，汽车行业显著回暖，自 4 月开始产量持续呈现同比增长，销量增速从 5 月开始已连续 6 个月保持在 10% 以上。今年一季度全国汽车产量 635.2 万辆，同比增长 81.7% 销量 648.4 万辆，同比增长 75.6%，恢复到了 2019 年水平。以汽车为主的交通运输业占不锈钢消费超过 10% 的份额，预计汽车产销的持续恢复将拉升不锈钢需求。

图表21： 我国汽车产量



资料来源：国家统计局，中信建投

图表22： 我国汽车销量

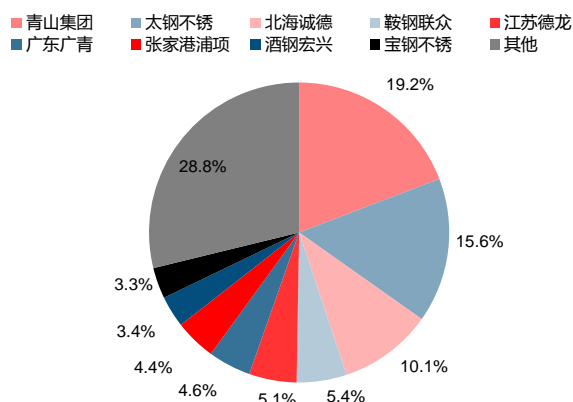


资料来源：国家统计局，中信建投

总结来看，随着疫情的好转，央行不再依靠强刺激维持经济增长，同时在地产端的管控愈发严格，建筑业用钢需求减少。而作为不锈钢主要消耗来源的制造业正经历着全球范围的复苏，在相当长一段时间里不锈钢的需求都将有所支撑。

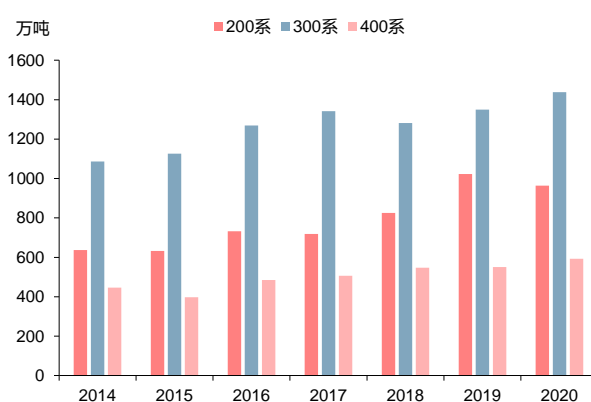
供给端：行业集中度高，龙头具有定价权

图表23： 企业不锈钢产量排名



资料来源：中国金属材料流通协会不锈钢分会，中信建投

图表24： 中国不锈钢分系列产量



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，中信建投

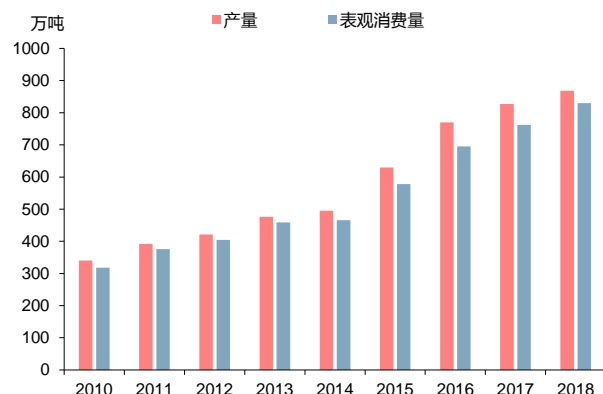
就目前来看，我国不锈钢行业的产能主要集中在青山集团、太钢不锈、北海诚德、鞍钢联众、江苏德龙、广东广青、张家港浦项、酒钢宏兴、宝钢不锈、福欣特钢、河南金汇集团等公司。在 2018 年，不锈钢行业前十大厂商的不锈钢产量占到我国不锈钢总产量的 76.81%。

在中国不锈钢产品中，主要产品是 300 系、400 系、200 系不锈钢。其中 300 系不锈钢凭借高度的耐腐蚀度以及良好的可延展性、相对高的抗拉压强度和优异的可焊接性，产量占比最高，基本占中国不锈钢产品产量的 50%。200 系不锈钢在耐腐蚀性等方面稍逊于 300 系不锈钢，但因其含镍量较低，具有一定的成本优势，仍然是我国不锈钢市场上的主要产品。400 系不锈钢具有磁性特点，常用于一些特定的领域，应用较为广泛。

宽幅冷轧不锈钢行业快速扩张，供给充裕

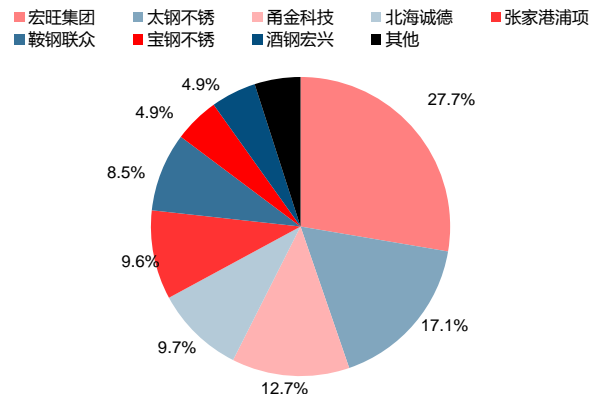
自 2010 以来，我国市场对于宽幅冷轧不锈钢产品的需求一直保持较快的上升速度，行业的产能也随之不断升高，国内宽幅冷轧不锈钢板带的生产量逐年增长，并且已经超过国内市场需求。

图表25：宽幅冷轧不锈钢产量和表观消费量



资料来源：中国金属材料流通协会不锈钢分会，中信建投

图表26：2018 年宽幅冷轧不锈钢主要厂商市场份额



资料来源：中国金属材料流通协会不锈钢分会，中信建投

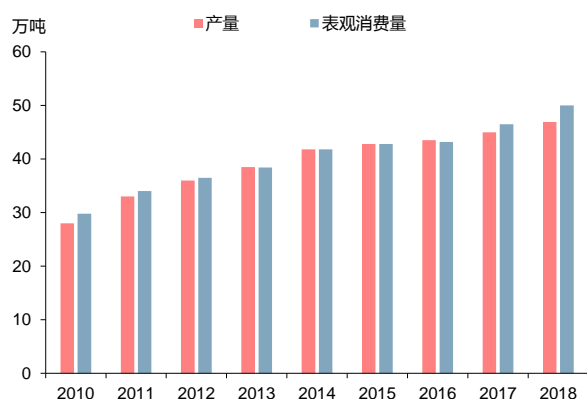
宽幅冷轧不锈钢行业产能高度集中，市场份额主要集中于宏旺集团、太钢不锈、甬金科技、北海诚德、张家港浦项、鞍钢联众、宝钢不锈、酒钢宏兴等几家公司。2018 年，行业前八大厂商占据了该行业 95.04% 的市场份额。

精密冷轧不锈钢行业甬金一骑绝尘

2013 年之前，我国对精密冷轧不锈钢板带的表观消费量一直大于生产量，随着行业内企业技术水平和产品质量的提高，国内精密冷轧不锈钢板带的生产量逐年增长，目前已基本能够满足国内的市场需求。但厚度在 0.2mm 以下的超薄、超平、超硬精密冷轧不锈钢板带，国内仅有上海实达、甬金科技、宁波奇亿等少数企业能够生产，尚不能满足国内日益增长的高端产业需求。

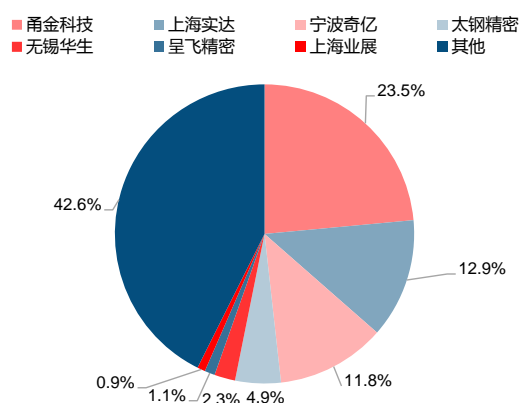
精密冷轧不锈钢行业产能高度集中，市场份额主要集中于甬金科技、上海实达、宁波奇亿、太钢精密、呈飞精密、无锡华生、上海业展等几家公司。2018 年，行业前七大厂商占据了该行业 67.39% 的市场份额。

图表27： 精密冷轧不锈钢产量和表观消费量



资料来源：中国金属材料流通协会不锈钢分会，中信建投

图表28： 2018 年精密冷轧不锈钢主要厂商市场份额



资料来源：中国金属材料流通协会不锈钢分会，中信建投

我国不锈钢行业的高集中度保证了龙头企业拥有定价权，也有效防范了行业内部的恶性竞争。同时，高集中度在原材料采购环节确保行业内部企业能够以更优惠的价格获得原料，而避免了像普钢企业那样面对四大矿山肆意涨价却手足无措的困境。

产能翻倍叠加产品结构优化，不锈钢龙头未来可期

布局全球多个生产基地，达产后实现产能翻倍

多基地新增产能箭在弦上，巩固冷轧不锈钢本土龙头地位

甬金科技“年加工 12.5 万吨精密冷轧不锈钢生产线项目”于 2020 年 5 月 28 日正式开工，2020 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。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，计划将于 2021 年 7 月开工建设，建设期为 18 个月。

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，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。考虑到进口设备采购到货和安装调试仍需较长周期，公司将项目完全达到预定可使用状态日期延期至 2022 年 2 月 28 日。同时，江苏甬金决定在原有厂区内投资建设“年加工 9.5 万吨高性能优特钢材料技改项目”，计划将于 2021 年 4 月进行技术改造，建设期为 15 个月，投产后主要生产 BA 产品，包括 1 万吨 300 系不锈钢、4 万吨 400 系不锈钢及 4.5 万吨 300 系精密不锈钢产品。

广东甬金投建的“年加工 68 万吨宽幅精密不锈钢板带项目”一期 28 万吨宽幅板带产能已于 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 万吨宽幅板带项目已经启动，并完成征地工作。考虑到浙江和江苏基地精密板带产能投入较大，广东基地 8 万吨精密板带工程延期建设。

除了依靠内生积累外，公司还立足资本市场的优势，积极寻找产业内优质标的，实现产业链上下游或行业内横向整合。公司通过控股子公司福建甬金收购青拓集团有限公司、上海克虏伯不锈钢有限公司持有的福建青拓上克不锈钢有限公司 100% 股权，并于 12 月初完成工商变更登记。成功收购青拓上克后，公司 2021 年冷轧产量将迅速增加 30 万吨。

走出国门，积极布局海外产能

越南甬金“年产能 25 万吨精密不锈钢板带项目”已于 2020 年 10 月 27 日在越南前江省龙江工业园区正式开工建设，建设期约 15 个月，预计 2021 年年底生产线调试完成。

泰国甬金“年产能 26 万吨精密不锈钢板带项目”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 2021 年第四季度开工建设。

拓展不锈钢终端产品，打通上下游产业链

公司与关联方金华瑞聚共同对外投资设立控股子公司江苏镨赛精工科技有限公司，新建年加工 5.5 万吨金属层状复合材料项目，其中公司持有 55% 的股份。目前项目完成征地和前期项目备案手续，已开工建设，今年年底完成投入试生产。

江苏甬金出资收购江苏银羊不锈钢管业有限公司 51% 的股权，收购完成后“年产 10 万吨不锈钢钢管及配件项目”一期工程即正式启动，预计 2021 年年底会有部分产能投产。

图表29： 公司产能变动情况（万吨）

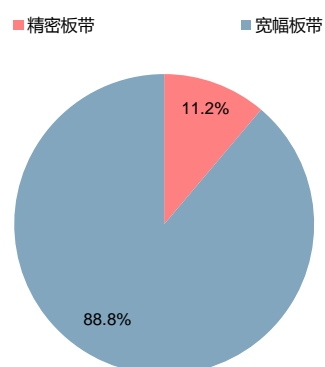
公司名称	产品	2019	2020	2021E	2022E	2023E
甬金科技	精密板带	10.45	10.45	15	22.95	32
江苏甬金	精密板带		2	4	7	7.5
	宽幅板带	33	33	33	37	42.5
	不锈钢钢管			2	5	10
广东甬金	宽幅板带		25	28	50	60
福建甬金	宽幅板带	50	50	80	80	80
越南甬金	宽幅板带				25	25
泰国甬金	宽幅板带					13
镨赛精工	金属层状复合材料			2	5.5	5.5
合计	精密板带	10.45	10.95	19	29.95	39.5
	宽幅板带	83	108	141	192	220.5
	不锈钢钢管			2	5	10
	金属层状复合材料			2	5.5	5.5

资料来源：招股说明书，公司公告，中信建投

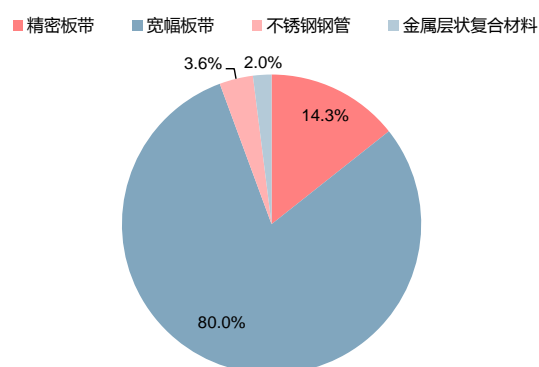
聚焦高附加值产品，产品结构不断优化

根据 2020 年年报显示，公司产能为 83 万吨宽幅板带及 12.45 万吨精密板带，随着新建项目的持续推进，预计在 2023 年将形成 220.5 万吨宽幅板带及 39.5 万吨精密板带的生产能力，除了产能实现翻倍，精密板带的占比将由目前的 11% 进一步提升到 14%，由于精密板带的毛利水平更高，届时公司的综合毛利率将会进一步提升。

金属层状复合材料比同规格的精密板带售价高 3500 元/吨，毛利率为 18-20%，相比现有的精密产品无论是在产品售价上还是利润水平上都有一定的提高。与此同时，通过布局不锈钢管产线进一步拓宽了公司的产品线，一定程度上缓解了由产品单一造成的市场风险。

图表30： 2019 年公司产品结构


资料来源：公司公告，中信建投

图表31： 2023 年公司产品结构


资料来源：公司公告，中信建投

与上游原料商战略合作，供应稳定性强

冷轧不锈钢板带行业位于不锈钢产业链中游，上游不锈钢粗钢冶炼的产能制约着热轧和冷轧不锈钢产能的规模，能否获得足够的原料是制约企业产能发展的重要因素。

公司与青山集团在冷轧不锈钢领域保持战略合作关系，有利于公司原材料稳定供应及降低运费成本和缩短交易周期。子公司福建甬金、广东甬金紧邻青山基地，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，并在 2020 年底完成对青拓上克的收购。

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。原材料供应的上游企业发展稳定，有利于保证稳定的原料供给。集中的原料采购也有利于增强公司的议价能力，降低原材料的成本。

图表32： 原材料供应商

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

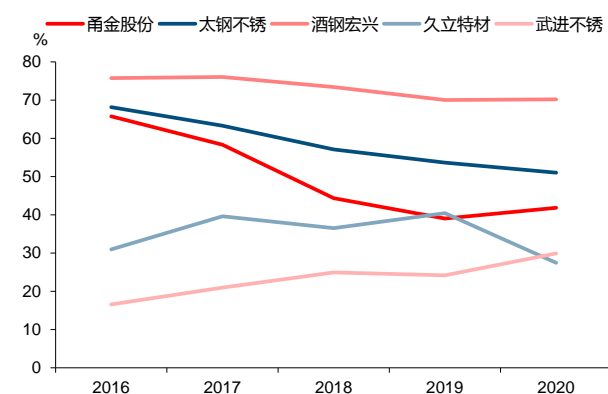
资料来源：招股说明书，公司公告，中信建投

经营效率高，费用管控行业典范

偿债能力提升，资金周转效率领先同行

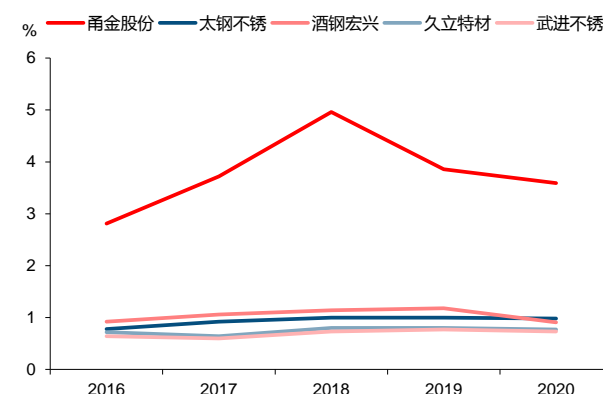
公司资产负债率逐年下降，总资产周转率位居行业前列。自 2016 年以来，公司负债率由 65.7% 逐步下降至 41.8%，总资产周转率则由 2.81 上升至 3.59，位居行业前列，营运能力强于业内大多数公司。

图表33：资产负债率与同业对比



资料来源：公司公告，中信建投

图表34：总资产周转率与同业对比

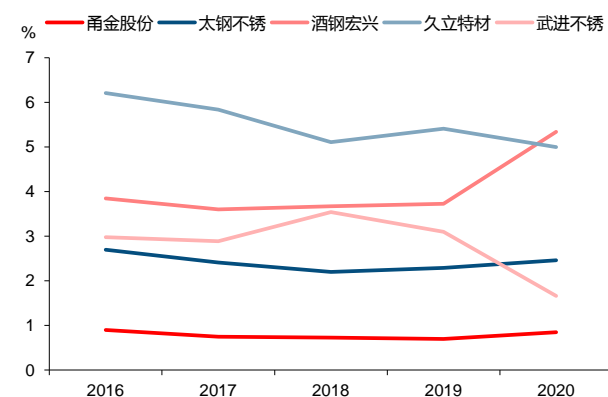


资料来源：公司公告，中信建投

期间费用率持续下降，研发费用趋于稳定

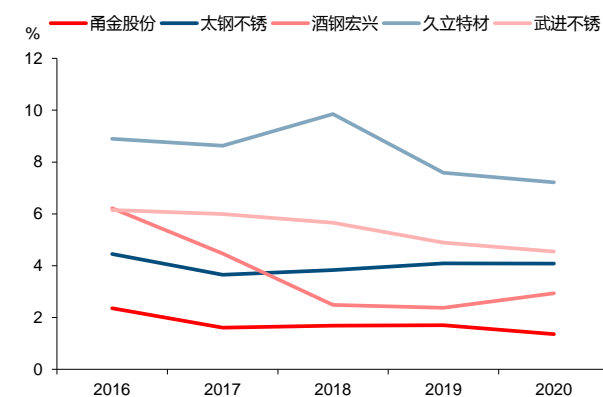
公司销售费用率稳步下降。由于甬金公司精密冷轧产品工厂位于浙江省兰溪市，而且主要客户比较分散，距离工厂也比较远，公司需要花费很多资金用于精密冷轧产品运输。而宽幅冷轧产品的工厂运输较为方便，运输费用相对较低。自 2016 年以来，公司销售费用基本有 90% 都是产品的运费，使得公司的销售费用率显著高于行业中的其他公司。随着公司销售产品中宽幅占比逐年上升，公司销售费用率有所下降。

图表35：销售费用率与同业对比



资料来源：公司公告，中信建投

图表36：管理费用率与同业对比



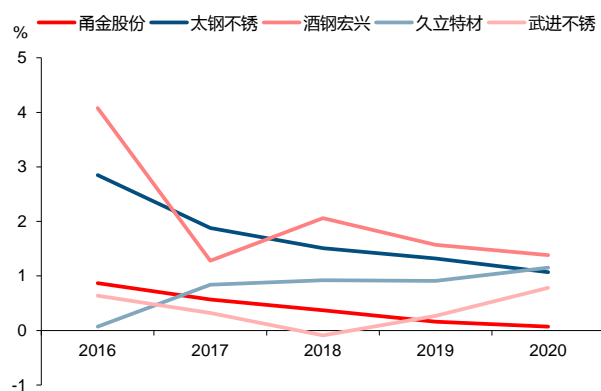
资料来源：公司公告，中信建投

公司管理费用控制较好。在行业可比公司中，公司机构设置十分精简，公司管理费用远低于同行可比公司。

公司财务费用率持续大幅下降，处于行业较低水平。公司整体流动性强，负债率也逐年降低，营运效率很高，回笼资金的周期极短，使得公司短期借贷的利息支出逐年降低，财务费用率持续下降。

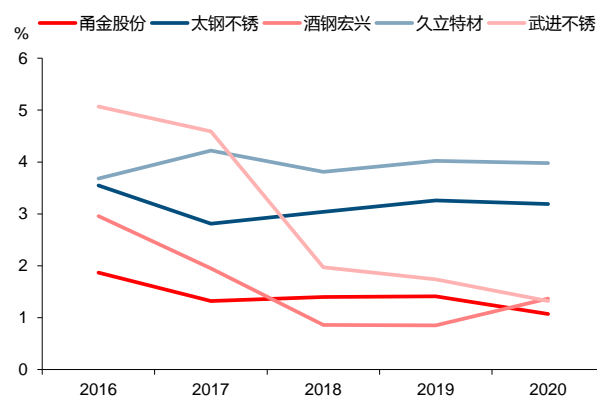
公司研发费用率呈下降趋势并趋于稳定。由于公司营业收入上升较快，公司研发费用率呈现下降趋势，并在最近几年趋于稳定。

图表37： 财务费用率与同业对比



资料来源：公司公告，中信建投

图表38： 研发费用率与同业对比



资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测与估值比较

关键假设

销售量假设

公司主营 300 系、400 系冷轧不锈钢板带，按照工艺的不同可分为精密和宽幅两种，由于 300 系、400 系产线共用，实际生产需要根据订单情况进行实时调整，参考过往年份两者之间的比例，且按照宽幅 300 系和精密 400 系比例逐年下降趋势的规律进行假设。

图表39： 公司产品销售量假设

销售量（万吨）	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
宽幅冷轧 300 系	103.3	105.7	144.6	165.6	189.0	206.8
宽幅冷轧 400 系	4.6	6.2	9.8	14.4	21.0	28.2
宽幅合计	107.9	111.9	154.4	180.0	210.0	235.0
精密冷轧 300 系	3.2	3.0	3.6	5.1	6.7	10.0
精密冷轧 400 系	7.6	7.7	7.5	9.4	11.3	15.0
精密合计	10.8	10.8	11.1	14.5	18.0	25.0
其他不锈钢产品	0.1	0.1	0.1	0.8	3.0	6.0
合计	118.9	122.7	165.6	195.3	231.0	266.0

资料来源：公司公告，中信建投

单价假设

公司主营的 300 系、400 系冷轧不锈钢板带跟随市场走势比较明显，以上海地区 304、430 不锈钢交易价格作为参考，则各板块的单价预测结果如下：

图表40： 公司产品销售单价假设

单价（元/吨）	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
宽幅冷轧 300 系	13252	13186	12581	13300	13000	12900
宽幅冷轧 400 系	8578	7491	7415	9200	8500	8300
精密冷轧 300 系	17949	18548	17747	19203	18500	18400
精密冷轧 400 系	10140	9320	8968	10600	9800	9700
其他不锈钢产品	14571	13971	47399	30000	26000	23000

资料来源：公司公告，中信建投

毛利假设

由于公司各品种的定价多为成本加成法，原材料波动对毛利的影响较小，因此下面的假设不考虑原材料成本的波动，取过往年份平均值作为参考，认为毛利趋于稳定。

冷轧不锈钢板块，取 3 年平均吨毛利作为下一年的吨毛利；

其他不锈钢主要包括金属层状复合材料及不锈钢管，参考其他不锈钢管企业毛利率大多为 20%，且公司对于金属层状复合材料的毛利率预期为 18-20%，这里取 18%作为该板块的毛利率。

则各板块的毛利率预测结果如下：

图表41： 公司产品毛利率假设

报告期	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	4.6%	4.1%	3.7%	4.1%	4.0%	4.0%
宽幅冷轧 300 系	10.5%	13.6%	15.3%	12.5%	13.0%	13.6%
宽幅冷轧 400 系	17.4%	18.5%	17.4%	17.1%	17.0%	17.5%
精密冷轧 300 系	18.1%	17.3%	16.5%	15.0%	15.5%	16.0%
精密冷轧 400 系	22.3%	19.3%	14.4%	18.0%	18.0%	18.0%
其他不锈钢	4.6%	4.1%	3.7%	4.1%	4.0%	4.0%

资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测结果

图表42： 公司盈利预测

报告期	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15650	15828	20443	25718	29633	33848
宽幅冷轧 300 系	13694	13937	18188	22025	24570	26677
宽幅冷轧 400 系	395	463	729	1325	1785	2341
精密冷轧 300 系	581	558	646	975	1232	1840
精密冷轧 400 系	768	722	671	999	1111	1455
其他不锈钢	15	11	56	240	780	1380
营业成本（百万元）	14713	14939	19388	24268	27864	31627
宽幅冷轧 300 系	13068	13368	17507	21133	23587	25610
宽幅冷轧 400 系	354	400	618	1159	1554	2023
精密冷轧 300 系	480	455	534	808	1023	1518
精密冷轧 400 系	629	597	560	849	939	1222
其他不锈钢	11	9	48	197	640	1132
毛利（百万元）	938	889	1056	1450	1769	2221
宽幅冷轧 300 系	626	568	681	892	983	1067
宽幅冷轧 400 系	41	63	111	166	231	318
精密冷轧 300 系	101	104	112	166	209	322
精密冷轧 400 系	139	125	111	150	172	233
其他不锈钢	3	2	8	43	140	248

资料来源：公司公告，中信建投

投资评价和建议

公司未来三年内有大量新产能投放，在产品结构不断向高端化过渡的同时积极布局其他下游产业。我们预测公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 5.47 亿、7.16 亿和 9.68 亿，对应的 PE 分别为 12.7、9.7 和 7.2 倍。参考特钢行业平均 PE，给予公司 2021 年 20 倍 PE，对应目标价为 47.0 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险分析

需求不及预期

原材料价格波动

新增产能投产不及预期

报表预测

资产负债表（百万元）

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	2783	2597	3312	2891	4541
现金	1410	1276	1511	1060	2327
应收票据及应收账款合计	139	129	318	270	343
其他应收款	36	58	61	76	80
预付账款	314	308	475	427	603
存货	511	711	819	938	1056
其他流动资产	372	115	127	121	133
非流动资产	2407	3610	4347	4722	5092
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1636	2770	3447	3803	4135
无形资产	182	325	353	387	427
其他非流动资产	589	515	547	532	530
资产总计	5190	6206	7658	7613	9633
流动负债	1664	2073	3054	2366	3442
短期借款	371	430	430	430	430
应付票据及应付账款合计	633	570	990	769	1245
其他流动负债	660	1074	1634	1168	1768
非流动负债	362	524	486	436	384
长期借款	175	285	248	197	145
其他非流动负债	187	239	239	239	239
负债合计	2026	2597	3540	2802	3827
少数股东权益	266	463	570	698	873
股本	231	233	233	233	233
资本公积	1327	1360	1360	1360	1360
留存收益	1339	1592	2050	2613	3324
归属母公司股东权益	2897	3147	3549	4113	4934
负债和股东权益	5190	6206	7658	7613	9633

现金流量表（百万元）

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	389	762	1488	473	2220
净利润	388	491	653	844	1144
折旧摊销	158	188	230	284	329
财务费用	26	14	58	59	49
投资损失	-1	-15	-3	-4	-5
经营性应收项目的减少	-593	-123	-357	97	-249
经营性应付项目的增加	474	407	1011	-690	1073
其他经营现金流	410	207	905	-808	953
投资活动现金流	-630	-577	-963	-654	-693
资本支出	331	633	737	375	370
长期投资	-300	285	0	0	0
其他投资现金流	-599	341	-226	-279	-323
筹资活动现金流	1197	-346	-289	-271	-260
短期借款	-41	59	0	0	0
长期借款	175	110	-37	-51	-51
普通股增加	58	2	0	0	0
资本公积增加	1117	33	0	0	0
其他筹资现金流	-112	-550	-251	-220	-208
现金净增加额	952	-166	236	-452	1267

资料来源：公司公告，中信建投

利润表（百万元）

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15828	20443	25718	29633	33848
营业成本	14939	19388	24268	27864	31627
营业税金及附加	29	27	44	50	56
销售费用	111	173	195	225	259
管理费用	47	60	75	87	100
研发费用	223	218	274	316	361
财务费用	26	14	58	59	49
资产减值损失	0	0	4	3	-0
公允价值变动收益	0	0	1	1	1
其他收益	28	29	20	23	25
投资净收益	1	15	3	4	5
营业利润	480	609	824	1057	1429
营业外收入	3	4	2	3	3
营业外支出	1	2	1	1	1
利润总额	482	612	825	1058	1431
所得税	94	120	172	214	287
净利润	388	491	653	844	1144
少数股东损益	55	77	107	128	175
归属母公司净利润	333	414	547	716	968
EBITDA	632	806	1048	1337	1740
EPS（元）	1.44	1.78	2.35	3.07	4.16

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	1.1	29.2	25.8	15.2	14.2
营业利润(%)	-1.9	27.0	35.2	28.3	35.2
归属于母公司净利润(%)	0.5	24.5	31.9	31.0	35.2
获利能力					
毛利率(%)	5.6	5.2	5.6	6.0	6.6
净利率(%)	2.1	2.0	2.1	2.4	2.9
ROE(%)	12.3	13.6	15.9	17.7	19.8
ROIC(%)	17.8	18.4	23.3	22.5	34.9
偿债能力					
资产负债率(%)	39.0	41.8	46.2	36.8	39.7
净负债比率(%)	-22.9	-10.9	-17.0	-6.1	-27.9
流动比率	1.7	1.3	1.1	1.2	1.3
速动比率	1.4	0.9	0.8	0.8	1.0
营运能力					
总资产周转率	3.9	3.6	3.7	3.9	3.9
应收账款周转率	127.2	152.7	140.0	146.4	143.2
应付账款周转率	73.8	71.3	72.6	72.0	72.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.44	1.78	2.35	3.07	4.16
每股经营现金流(最新摊薄)	1.68	3.27	6.38	2.03	9.53
每股净资产(最新摊薄)	12.56	13.50	15.15	17.53	20.98
估值比率					
P/E	20.7	16.8	12.7	9.7	7.2
P/B	2.4	2.2	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	10.3	8.7	6.5	5.5	3.6

分析师介绍

罗兴：钢铁行业首席分析师，香港科技大学硕士，上海交通大学学士。
2020 年水晶球最佳分析师公募入围。

王晓芳：两年黑色研究经验，曾在华创证券担任钢铁行业研究员，覆盖黑色系股票、债券和商品期货。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话：(8621) 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk