

逆势提升市占率，产能扩张与新材料业务并举

——甬金股份 22 年年报点评

核心观点

- **事件：公司近期发布 2022 年年报，全年公司实现营收 395.6 亿元 (+26.1%)；实现归母净利 4.9 亿元 (-17.7%)。22Q4 实现营收 91.9 亿元 (+3.5%)，实现归母净利 1.4 亿元 (-11.9%)。**
- **逆势提升市占率，22 年销量增 18%。**根据 51bxg 数据，22 年国内不锈钢宽幅冷轧产量近同比增加 1% 达 1420 万吨，其中 400 系冷轧受家电、厨电、电梯需求的回落，产量大幅下降 13.9% 至 269 万吨。22 年公司实现 247 万吨销量，yoy+18%，其中宽幅 300 系 2B 销量达 200 万吨，占比 81%。
- **23 年产销目标 280 万吨，海内外产能扩张持续推进。**22 年底公司名义冷轧产能逾 220 万吨，23 年甘肃甬金一期第一条线、广东甬金三期等项目将陆续投入生产，为公司；海外项目方面，越南甬金 22 年 4 月投产，主要面向出口，考虑越南本土内需的持续旺盛，公司同时在越南成立内销型公司，整体规划 26 万吨产能，预计 23 年 Q2 开工 8 万吨 BA 产线。
- **单吨净利触底，22Q4 需求环比好转。**受 22 年 Q2-Q3 下游持续去库的影响，行业整体需求有所减弱，尤其是 400 系冷轧加工费下滑明显，叠加 22Q3 大宗原材料高位回落，全年公司单吨净利为 244 元/吨，同比下滑 28%。22Q4 较 Q3 需求已有所修复，随着宏观经济的持续回暖，公司盈利存在较大弹性。
- **围绕主业开展钛合金和电池壳材料业务，预计 24 年进入试生产。**继 21 年布局水管和复合材料项目之后，公司利用产业链整合优势，布局钛合金和柱状电池壳材料业务，一期 1.5 万吨钛合金和一期 7.5 万吨柱状电池壳专用材料业务预计于 23 年开工建设，24 年 Q1 投入试生产。

盈利预测与投资建议

- 考虑 22 年中以来不锈钢需求走弱，我们调减公司销量和吨毛利假设，预计公司 2023-2025 年净利润分别为 7.54、10.32、12.88 亿元（23-24 年原 11.76、13.41 亿元），EPS 分别为 1.97、2.70、3.37 元。根据可比公司 23 年 16XPE，给予公司目标价 31.52 元，维持买入评级。

风险提示

宏观经济增速放缓、公司新建项目产能释放或消化不及预期、新产品盈利水平波动风险、上游冶炼产能投放不及预期。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	31,366	39,555	47,587	52,263	59,821
同比增长(%)	53.4%	26.1%	20.3%	9.8%	14.5%
营业利润(百万元)	872	728	1,089	1,444	1,776
同比增长(%)	43.1%	-16.5%	49.7%	32.6%	23.0%
归属母公司净利润(百万元)	591	487	754	1,032	1,288
同比增长(%)	42.6%	-17.7%	54.9%	36.9%	24.8%
每股收益(元)	1.55	1.27	1.97	2.70	3.37
毛利率(%)	5.3%	4.6%	4.9%	5.6%	5.9%
净利率(%)	1.9%	1.2%	1.6%	2.0%	2.2%
净资产收益率(%)	17.2%	12.5%	15.5%	16.9%	18.6%
市盈率	18.0	21.9	14.1	10.3	8.3
市净率	2.8	2.6	1.9	1.6	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2023 年 04 月 14 日)	28.57 元
目标价格	31.52 元
52 周最高价/最低价	45.75/22.88 元
总股本/流通 A 股 (万股)	38,245/16,358
A 股市值 (百万元)	10,927
国家/地区	中国
行业	钢铁
报告发布日期	2023 年 04 月 16 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.41	-5.37	-0.47	-13.2
相对表现	0.35	-8.06	-0.9	-10.82
沪深 300	-0.76	2.69	0.43	-2.38



证券分析师

刘洋	021-63325888*6084 liuyang3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520010002 香港证监会牌照：BTB487
李一冉	liyiran@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523040001

联系人

孟宪博	mengxianbo@orientsec.com.cn
滕朱军	tengzhujun@orientsec.com.cn
李柔璇	lirouxuan@orientsec.com.cn

相关报告

高增长可期，产能出海旗开得胜：——甬金股份 2022 半年报点评	2022-08-18
量利齐升，加速成长：——甬金股份 2021 年报点评	2022-04-13
设备自研筑护城河，产能扩张促高成长：——甬金股份首次覆盖报告	2022-03-27

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2023-2025 年盈利预测做如下假设：

- 1) 随着在建项目的投产，预计公司冷轧不锈钢规模将快速发展，并且考虑到宏观经济的复苏，收入和盈利均有望实现快速增长：
 - 1、销量：预计 23-25 年冷轧不锈钢销量为 277、315、357 万吨，其中 300 系 2B 销量 230、254、284 万吨，精密和宽幅 BA 销量为 47、61、73 万吨。其他不锈钢产品中预计水管 23-25 年销量为 2、3、3 万吨、电池壳材料销量为 0、3、6 万吨。
 - 2、吨毛利：预计 23-25 年 300 系 2B 吨毛利为 823、838、832 元/吨，较 22 年 672 元/吨大幅提升，系考虑国内吨毛利较高的广东甬金和海外越南甬金销量占比提升的带动；预计 23-25 年精密和宽幅 BA 吨毛利为 532、753、765 元/吨，较 22 年 929 元/吨下降系考虑，自 22 年下半年以来加工费下滑的持续性影响，24-25 年有所提升系考虑需求回暖的影响。预计 23-25 年水管单吨毛利为 3000、4000、4000 元/吨，24-25 年电池壳材吨毛利为 3000、6000 元/吨。
- 2) 预计 23-25 年公司销售费用率为 0.09%，管理费用率为 0.43%、0.38%、0.38%，研发费用率为 1.79%、2.02%、2.11%，实际所得税率为 17.06%。

表 1：盈利预测调整前后对比表

公司	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	59,982	59,023		47,587	52,263	59,821
变动幅度				-20.7%	-11.5%	0.0%
营业利润(百万元)	1,962	2,163		1,089	1,444	1,776
变动幅度				-44.5%	-33.2%	0.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,176	1,341		754	1,032	1,288
变动幅度				-35.9%	-23.0%	0.0%
每股收益(元)	3.48	3.97		1.97	2.70	3.37
变动幅度				-43.4%	-32.0%	0.0%
毛利率(%)	5.8%	6.2%		4.9%	5.6%	5.9%
变动幅度				-0.9%	-0.6%	5.9%
净利率(%)	2.0%	2.3%		1.6%	2.0%	2.2%
变动幅度				-0.4%	-0.3%	2.2%

资料来源：东方证券研究所

表 2：收入分类预测表

公司	调整前			调整后		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
宽幅 300 2B						
销售收入(百万元)	48,100	45,067		41,000	42,914	48,044
变动幅度				-14.8%	-4.8%	
毛利率	4.1%	4.4%		4.6%	5.0%	4.9%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

变动幅度				0.5%	0.6%	
精密和宽幅 BA						
销售收入 (百万元)	8,043	10,250		5,242	6,865	8,330
变动幅度				-34.8%	-33.0%	
毛利率	7.7%	9.1%		4.8%	6.7%	6.7%
变动幅度				-2.9%	-2.4%	
其他不锈钢产品						
销售收入 (百万元)	3,245	3,121		945	2,045	2,945
变动幅度				-70.9%	-34.5%	
毛利率	24.1%	20.6%		16.5%	15.0%	19.6%
变动幅度				-7.6%	-5.6%	
其他业务						
销售收入 (百万元)	594	584		400	439	502
变动幅度				-32.7%	-24.9%	
毛利率	20.4%	20.4%		5.4%	5.4%	5.4%
变动幅度				-15.0%	-15.0%	
合计	59,982	59,023		47,587	52,263	59,821
变动幅度				-20.7%	-11.5%	
综合毛利率	5.8%	6.2%		4.9%	5.6%	5.9%
变动幅度				-0.9%	-0.6%	

资料来源：东方证券研究所

投资建议

我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 7.54、10.32、12.88 亿元，EPS 分别为 1.97、2.70、3.37 元。根据可比公司 23 年 16XPE，给予公司目标价 31.52 元，维持买入评级。

表 3：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)					市盈率			
			2023/4/14	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
久立特材	002318	16.38	0.81	1.32	1.40	1.53	20.16	12.43	11.72	10.73	
盛德鑫泰	300881	33.11	0.52	0.73	1.80	2.96	63.26	45.36	18.43	11.19	
创新新材	600361	6.00	0.22	0.27	0.32	0.36	27.65	22.06	18.79	16.51	
抚顺特钢	600399	11.60	0.40	0.20	0.50	0.65	29.20	56.83	23.20	17.79	
博威合金	601137	15.55	0.39	0.74	1.11	1.37	39.60	21.12	13.98	11.33	
明泰铝业	601677	15.55	1.91	1.79	2.17	2.79	8.14	8.67	7.15	5.57	
	调整后平均							25.00	16.00	12.00	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

宏观经济增速放缓：若国内宏观经济增速发生较大波动，则不锈钢需求或将受到较大影响，相关企业盈利存在波动风险。

公司新建项目产能释放或消化不及预期：公司 23-25 年盈利增速驱动主要依赖产能扩张，若公司产能建设、投产进度或产能消化不及预期，公司盈利或不及预期。

公司新材料业务盈利水平波动风险：若下游推广不及预期或随着产能释放供需格局恶化，则新产品盈利水平存在波动风险，从而影响公司整体盈利情况。

上游冶炼产能投放不及预期：若上游不锈钢冶炼企业产能投放受限或不达预期，导致不锈钢冷轧行业对原材料的竞争加剧，则公司盈利存在波动风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,721	821	988	1,085	1,242	营业收入	31,366	39,555	47,587	52,263	59,821
应收票据、账款及款项融资	365	578	695	763	874	营业成本	29,709	37,748	45,266	49,344	56,297
预付账款	373	295	355	390	446	营业税金及附加	37	51	62	68	78
存货	1,582	1,850	2,219	2,419	2,759	销售费用	27	37	43	49	55
其他	392	220	233	240	253	管理费用及研发费用	686	853	1,058	1,257	1,489
流动资产合计	4,433	3,764	4,490	4,897	5,574	财务费用	37	159	112	146	167
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	37	21	7	6	10
固定资产	3,107	4,525	5,460	6,843	7,960	公允价值变动收益	2	(2)	0	0	0
在建工程	1,807	1,706	3,148	3,128	3,038	投资净收益	5	(12)	0	0	0
无形资产	376	451	439	428	416	其他	31	56	50	50	50
其他	146	106	8	6	6	营业利润	872	728	1,089	1,444	1,776
非流动资产合计	5,435	6,788	9,056	10,405	11,420	营业外收入	0	0	0	0	0
资产总计	9,868	10,552	13,546	15,302	16,994	营业外支出	1	1	0	0	0
短期借款	435	909	1,848	2,422	2,583	利润总额	871	727	1,089	1,444	1,776
应付票据及应付账款	1,474	1,637	1,963	2,140	2,442	所得税	161	124	186	246	303
其他	1,567	1,213	1,338	1,410	1,528	净利润	710	603	903	1,198	1,473
流动负债合计	3,476	3,759	5,149	5,972	6,552	少数股东损益	119	116	150	165	185
长期借款	939	848	848	848	848	归属于母公司净利润	591	487	754	1,032	1,288
应付债券	847	881	881	881	881	每股收益(元)	1.55	1.27	1.97	2.70	3.37
其他	255	257	19	19	19						
非流动负债合计	2,041	1,986	1,748	1,748	1,748	主要财务比率					
负债合计	5,517	5,745	6,897	7,720	8,300		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	609	792	942	1,107	1,292	成长能力					
实收资本(或股本)	233	338	382	382	382	营业收入	53.4%	26.1%	20.3%	9.8%	14.5%
资本公积	1,350	1,208	2,420	2,420	2,420	营业利润	43.1%	-16.5%	49.7%	32.6%	23.0%
留存收益	2,019	2,319	2,904	3,673	4,600	归属于母公司净利润	42.6%	-17.7%	54.9%	36.9%	24.8%
其他	141	150	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	4,352	4,807	6,649	7,583	8,694	毛利率	5.3%	4.6%	4.9%	5.6%	5.9%
负债和股东权益总计	9,868	10,552	13,546	15,302	16,994	净利率	1.9%	1.2%	1.6%	2.0%	2.2%
						ROE	17.2%	12.5%	15.5%	16.9%	18.6%
						ROIC	13.2%	10.1%	10.8%	11.6%	12.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	55.9%	54.4%	50.9%	50.4%	48.8%
净利润	710	603	903	1,198	1,473	净负债率	15.9%	45.8%	44.7%	45.5%	39.7%
折旧摊销	266	359	540	716	920	流动比率	1.28	1.00	0.87	0.82	0.85
财务费用	37	159	112	146	167	速动比率	0.81	0.51	0.44	0.41	0.43
投资损失	(5)	12	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(142)	(609)	(118)	(67)	(110)	应收账款周转率	122.1	81.0	73.0	70.0	71.4
其它	(41)	108	(193)	6	10	存货周转率	25.7	21.8	22.1	21.1	21.6
经营活动现金流	826	631	1,244	1,999	2,459	总资产周转率	3.9	3.9	3.9	3.6	3.7
资本支出	(1,985)	(1,738)	(2,903)	(2,065)	(1,935)	每股指标(元)					
长期投资	(11)	1	10	0	0	每股收益	1.55	1.27	1.97	2.70	3.37
其他	237	78	(100)	0	0	每股经营现金流	3.54	1.87	3.25	5.23	6.43
投资活动现金流	(1,759)	(1,660)	(2,993)	(2,065)	(1,935)	每股净资产	9.79	10.50	14.92	16.93	19.36
债权融资	1,524	154	0	0	0	估值比率					
股权融资	24	(37)	1,257	0	0	市盈率	18.0	21.9	14.1	10.3	8.3
其他	(155)	136	658	164	(367)	市净率	2.8	2.6	1.9	1.6	1.4
筹资活动现金流	1,392	253	1,916	164	(367)	EV/EBITDA	10.9	10.3	7.3	5.5	4.5
汇率变动影响	5	(72)	-0	-0	-0	EV/EBIT	14.1	14.4	10.7	8.0	6.6
现金净增加额	464	(848)	167	97	157						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。