

市场价格 (人民币): 15.11 元

目标价格 (人民币): 21.90 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	3.60
已上市流通 A 股(亿股)	1.85
总市值(亿元)	54.40
年内股价最高最低(元)	15.61/14.34
沪深 300 指数	3973
中小板综	9215



特钢盈利稳步提升，锂电提供利润弹性

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,031	4,794	5,200	6,198	7,190
营业收入增长率	27.44%	18.93%	8.46%	19.19%	16.01%
归母净利润(百万元)	352	387	437	521	669
归母净利润增长率	38.66%	10.13%	12.71%	19.29%	28.51%
摊薄每股收益(元)	0.977	1.076	1.213	1.447	1.859
每股经营性现金流净额	0.90	1.41	1.05	1.16	1.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.42%	11.37%	11.95%	13.13%	15.33%
P/E	27.49	11.08	12.14	10.18	7.92
P/B	2.87	1.26	1.45	1.34	1.21

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **民营不锈钢棒线材细分龙头。**下游面向石化、航空航天、船舶、军工、核电等高端制造业。年产能 30 万吨，市占率国内第二。双相不锈钢国内市占率 50% 以上，高压锅炉管、高温合金、镍基合金等国内领先。
- **高端制造业基石，高壁垒、高附加值、替代进口。**不锈钢棒线材是高端装备制造和能源产业的重要基础原材料，技术壁垒高、附加值高。公司双相不锈钢率先国产化，持续领先、垄断市场。近年来加大研发支出，着力开发新材料产品，实现进口替代，HR3C 高压锅炉管、SP2215 耐热钢、GH2132 高温合金等一批尖端产品陆续问世，突破技术突破哦，进一步打开发展空间。传统业务估值也有望进一步向钢研高纳等高温合金标的靠拢。
- **民企典范，质地优良。**公司管理优秀，费用率、资产负债率、ROE 等指标显著好于同行。上市 5 年来，通过逆市产能扩张、品种结构调整，净利润实现 5 年翻倍增长，年均复合增速超 18%，表现出稳健成长性。同时，近两年持续高分红，平均股息率 5.7%；而估值水平却持续低于相关可比公司久立特材、抚顺特钢、钢研高纳、中信特钢等，有较大修复空间。
- **碳酸锂项目投产贡献利润，压制估值因素有望消除。**公司一期年产 1 万吨电池级碳酸锂项目预计 19 年内投产，考虑公司研发技术实力以及成本优势，该项目预计年内实现盈亏平衡。自 2017 年公司涉足锂电双主业，受制于对碳酸锂行业景气下滑预期影响，公司估值持续受压。我们认为，一旦项目达产实现盈利，压制估值因素有望消除，且随着碳酸锂价格底部企稳，未来将贡献较大盈利弹性，而估值也有一定提升空间。

盈利预测&投资建议

- 预计公司 2019-2021 年公司实现营业收入分别为 52.00 亿元、61.98 亿元、71.90 亿元，同比增长 8.5%、19.2%、16.0%；实现归母净利润分别为 4.37 亿元、5.21 亿元、6.69 亿元，同比增长 127%、19.3%、28.5%，对应 PE 分别为 12.1 倍、10.2 倍、7.9 倍。给予公司 2020 年 15X 估值，目标价 21.9 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险

- 碳酸锂价格继续下跌风险；宏观需求下行风险。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002
niwenyi@gzq.com.cn

内容目录

一、经营业绩稳步提升	3
二、管理优质的民营不锈钢棒线龙头	3
特钢细分市场龙头，市占率稳居前二	3
多产品实进口替代，进一步向新材料发力	5
管理优质&低估值、高分红	7
三、碳酸锂项目打开盈利空间	9
新能源车销量进入筑底阶段	9
依托成本优势，公司碳酸锂项目盈利可期	10
四、盈利预测与投资建议	12
五、风险提示	13

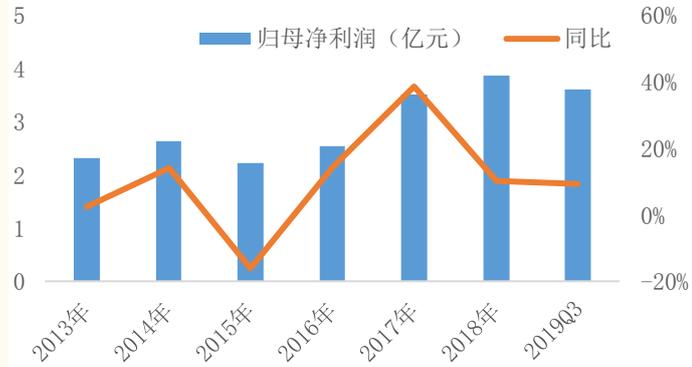
图表目录

图表 1：公司净利润增长统计	3
图表 2：单季度净利润增长统计	3
图表 3：不锈钢消费结构	4
图表 4：国内不锈钢棒线材主要生产企业	4
图表 5：不锈钢棒线材国内市占率统计	4
图表 6：公司主要产品	5
图表 7：研发费用占比统计	6
图表 8：新产品研发	6
图表 9：永兴合金营收、净利润统计	7
图表 10：特钢上市公司期间费用率比较	7
图表 11：特钢上市公司资产负债率比较	7
图表 12：特钢上市公司 ROE 比较	8
图表 13：永兴材料 PE band	8
图表 14：上市以来分红统计	8
图表 15：新能源车经销商库存变化	9
图表 16：电动车消费预测	9
图表 17：公司在锂电行业的布局	10
图表 18：三种提锂技术对比	10
图表 19：锂云母提锂工艺对比	11
图表 20：不同锂云母提取能耗对比	11
图表 21：公司电池级碳酸锂产品敏感性测算	12
图表 22：盈利预测	12
图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）	13

一、经营业绩稳步提升

- 上市以来业绩亮眼，利润年均复合增速超 18%。公司自 2015 年上市以来，除当年受到原材料库存跌价影响导致利润同比有所下滑外，近四年来，业绩持续保持稳定增长，年均复合增速达 18.4%，上市以来吨净利年复合增长率 11.67%，公司产品盈利能力稳定提升，预计 2019 年净利润有望达到上市时翻倍水平。

图表 1：公司净利润增长统计



来源：wind、国金证券研究所

- 根据公司最新公布的三季度报告，报告期内实现营收 36.97 亿元，同比增长 1.69%；实现归属于母公司股东净利润 3.61 亿元，同比增长 9.39%。截至前三季度，公司产品综合毛利率达到 12.94%，继续维持较高水平。
- ✓ 公司 Q3 实现归母净利润 0.96 亿元，同比下降 9.37%，考虑中报确认的 0.98 亿元拆迁补偿收益及转让锻造车间收益，剔除上述因素，Q3 利润环比继续改善。同时，吨钢净利润近 1400 元/吨，维持高位。
- 总体而言，公司经营业绩持续稳步提升，预计 2019 年全年维持 10%+净利润增速水平。

图表 2：单季度净利润增长统计



来源：wind、国金证券研究所

二、管理优质的民营不锈钢棒线龙头

特钢细分市场龙头，市占率稳居前二

- 从国内不锈钢市场下游消费结构看，不锈钢棒线材消费占比约 10%，加上无缝管的应用，合计共 270-300 万吨左右。
- 同时，其下游市场与高端装备也关联度极高。不锈钢长材主要用于加工制作不锈钢无缝钢管、各种标准件、部分机械用轴类零件、拉丝材及各种金

属制品。这些不锈钢制品的最终使用行业有发电、化工、石油、机械制造、航空航天、基础设施建设、交通运输等，其中石油化工行业占比应用超 25%、能源电力行业应用占比超 10%。

图表 3：不锈钢消费结构

指标	2017 年商品材消费量(万吨)	占比
其中：原生产冷轧板卷	623.5	26.24%
热轧板卷经压延成冷轧	721.2	30.35%
热轧窄带经压延成冷轧	313.8	13.21%
冷轧钢带	24	1.01%
热轧板卷	370.3	15.58%
热轧窄带	38.7	1.63%
无缝管	28.6	1.20%
棒材	144.4	6.08%
线材	111.8	4.70%
商品材消费量合计	2376.3	

来源：mysteel、国金证券研究所

- 国内不锈钢棒线材供需格局稳定，公司市占率常年位居前二。目前国内不锈钢棒线材产能约为 360 万吨，最大不锈钢棒线材生产企业为青山控股集团，其不锈钢棒线材产能约为 70 万吨，永兴在经过扩产后产能由原先的第三位提升至行业第二，其次为东北特钢棒线材有超过 23 万吨的产能。之后还有宝钢特钢、福建吴航、台湾华新丽华等企业，产能（中国大陆）均不足 20 万吨。

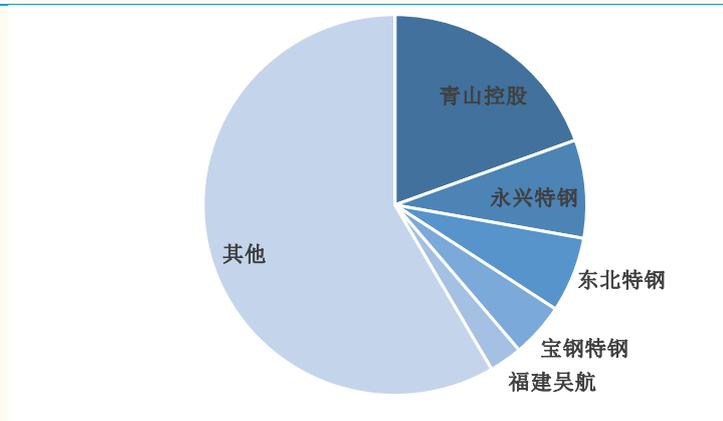
图表 4：国内不锈钢棒线材主要生产企业

公司	产能	备注
青山控股	70 万吨	-
永兴特钢	28-30 万吨	原有产能 20 万吨，19 年产能 30 万吨，可转债项目建成后达 34-35 万吨
东北特钢	23 万吨	该产能为线材+钢丝，少部分小棒材未包括在内
宝钢特钢	16.5 万吨	公司 2013 年棒线材产量约 16.5 万吨
福建吴航	10 万吨	公司共有 80 万吨不锈钢产能
台湾华新丽华	57.42 万吨	该产能包括台湾基地，台湾基地有超 40 万吨产能

来源：公司招股书、国金证券研究所

- 需要注意的是，公司近几年在华东市场份额得到了进一步的提升，特别是在宝钢特钢因为搬迁等因素导致部分产能、产线减少后，公司产品在华东市场竞争力持续加强。

图表 5：不锈钢棒线材国内市占率统计



来源：公司招股书、国金证券研究所

多产品实进口替代，进一步向新材料发力

- 作为高端特钢、特种材料的代表企业，公司重点开发生产高压锅炉不锈钢、双相不锈钢、耐蚀合金等高端、特种新材料，以上产品具有较高的技术壁垒，但公司该部分产品在下游已得到了广泛应用和认可，并且多个产品实现了进口替代。其中：

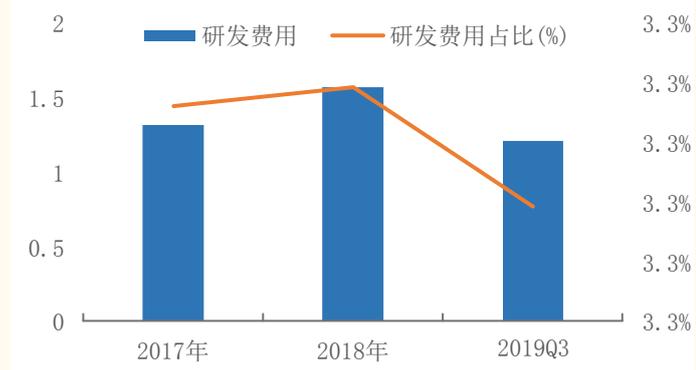
图表 6：公司主要产品

公司产品	主要性能及用途
棒材产品	
不锈钢无缝管管坯	适用于不锈钢流体、结构、热交换器用管，应用于石化、“三化”、机械等行业
锅炉用耐热不锈钢无缝管管坯	高性能、高质量要求不锈钢，良好耐高温、耐高压性能，用于生产电站锅炉、高压热交换器等使用的不锈钢管
奥氏体-铁素体双相不锈钢无缝管管坯	高品质特殊质量要求不锈钢，良好耐应力腐蚀性能，应用于石油、国防、海洋、化工、煤气输送等行业，同时也是节镍型不锈钢
线材产品	
钢丝用不锈钢线材	通过成分控制能实现不同要求，主要用于生产不锈钢丝、不锈钢五金制品、丝网、不锈钢弹簧、不锈钢链条、杆件、工具、易切屑轴类零件等
冷镦用不锈钢线材；焊接用不锈钢线材	需承受较大冷变形，冷镦性要求高，用于以冷镦方式生产的不锈钢标准件（如螺栓、螺帽等）；用于生产不锈钢焊条、焊丝等焊接用材料，对其残余元素、碳含量、气体含量及成分分配关系等要求极高
锻压件产品	
锻压件	高质量不锈钢，适用于制造各类不锈钢法兰、环件、饼件、轴类等锻压件，应用于石化、“三化”、机械、造船、能源等行业

来源：公司招股书、国金证券研究所

- ✓ 高压锅炉不锈钢领域：超（超）临界电站锅炉用 TP347H（HFG）不锈钢管坯是国家重点高新技术产品，在东方锅炉、哈尔滨锅炉、上海锅炉等电站锅炉制造厂商中已得到广泛应用并大量替代进口。百万千瓦火电用 HR3C 高压锅炉管坯等已经研发成功。
 - ✓ 双相不锈钢：产量在不锈钢领域（含板材）排名行业第二，在棒线材领域排名行业第一，产品能够全面覆盖从经济型到超级双相不锈钢的主要牌号。公司生产的耐应力腐蚀 2506 双相不锈钢是军用海水热交换器指定采购材料。公司研发的国内最大直径为 410mm 的高点蚀系数超级双相不锈钢管坯已实现量产。
 - ✓ 耐蚀合金领域：N08800、N08825、N06600 等铁镍（镍）基合金已批量生产。直径 450mm 的 N08825 管坯在国内首次应用于高压临氢装置。
 - ✓ 石化用材领域：公司生产的尿素级奥氏体不锈钢已经应用于中石化项目，大量替代进口，并出口欧盟。在化工领域，公司是浓硝酸用高硅奥氏体不锈钢管坯国内市场主要供应商。
 - ✓ 核电领域：公司不锈钢棒材产品已应用于阳江核电站反应堆内构件；不锈钢锻件应用于巴基斯坦恰希玛核电站；不锈钢管坯大量应用于国内核电乏燃料贮水池放化级管道。
- 研发水平国内领先，新产品投放增强优势。
- ✓ 公司自 2000 年成立以来始终坚持创新发展，加大科研投入。自 2017 年起，公司研发费用保持在营业收入的 3% 左右，每年研发费用投入超 1.5 亿元。

图表 7：研发费用占比统计



来源：wind、国金证券研究所

- ✓ 公司不锈钢研究院 2011 年正式成立，主要研发耐腐蚀、耐高温为特征的特种不锈钢和耐蚀合金等先进材料。在人才队伍方面，教授和教授级高级工程师 3 名、高级工程师 10 名、工程师近 50 名，其中国务院津贴专家，省“151”第二、第三层次人才特聘专家各一名。2018 年度公司研究成果显著，新增发明专利四项，获得各类专利授权 7 项，通过省级工业新产品新技术鉴定 4 项。随着研发技术的突破创新，公司在高端产品的研发生产走在国内同行业前列。2018 年 12 月，公司与钢铁研究总院、久立特材、永兴合金共同成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心，以提升高附加值特种不锈钢及合金材料的研发能力。
- ✓ 新产品优势不断增强。由公司提供管坯的奥氏体耐热钢 SP2215 已通过全国锅炉压力容器标准化技术委员会组织的技术评审，填补了相关材料在国内市场的空白；2018 年 1 月，公司成功研制直径 700mm 的超大直径锻制奥氏体不锈钢无缝管坯，这是目前国内锻制规格最大的穿孔用不锈钢无缝管坯。“大盘重 高端装备堆焊用镍基耐蚀合金 N06625 盘条”也于 2019 年首次在永兴研发成功并实现批量生产。21-4N 气阀钢产品、S46910 医用马氏体线材产品、S31254 和 GH2132 线材产品、304H 高端弹簧钢等产品研发进展顺利。

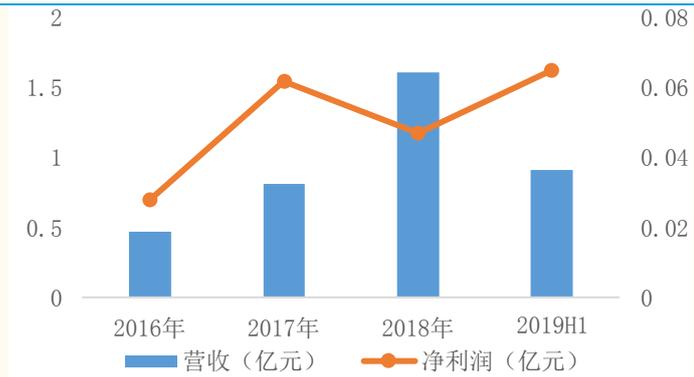
图表 8：新产品研发

时间	公司新产品
2018 年 1 月	公司成功研制直径 700mm 的超大直径锻制奥氏体不锈钢无缝管坯
2018 年 7 月	公司提供管坯的奥氏体耐热钢 SP2215 已通过全国锅炉压力容器标准化技术委员会组织的技术评审，实现进口替代
2019 年 6 月	大盘重高端装备堆焊用镍基耐蚀合金 N06625 盘条首次在永兴研发成功并实现批量生产
2019 年 9 月	替代进口用 GH2132 高温合金材料研发成功，主要用于车辆发动机用的高端紧固件、大型舰船和工程机械等内燃机系统等

来源：公司公告、国金证券研究所

- 参股永兴合金，进一步向新材料发力。2014 年 5 月，公司与久立特材合作成立永兴合金，双方将共同研发生产包括 U690 型核电蒸发器管用合金材料在内的高温合金、耐蚀合金产品，总产能近 1 万吨。永兴合金产品主要下游集中在核电、国防、航空航天，海工装备配套（换热器管、管道和动力系统，舰艇）等，进一步向高端新材料聚焦。

图表 9：永兴合金营收、净利润统计

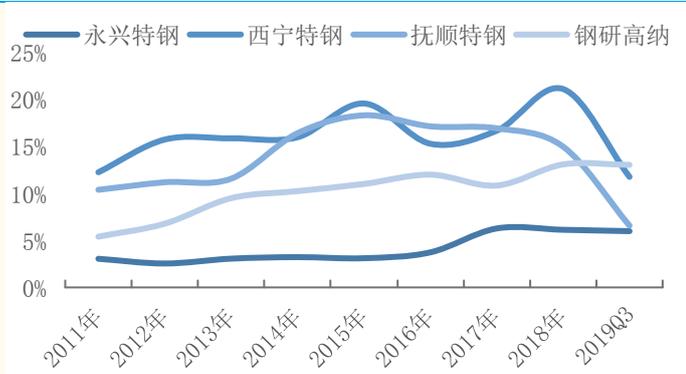


来源：wind、国金证券研究所

管理优质&低估值、高分红

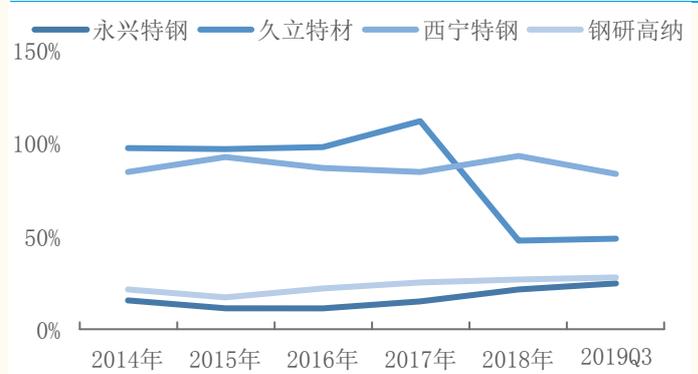
- 优质民企，管理、盈利能力显著高于同业。永兴特钢实际控制人为其董事长高兴江，自其接任以来坚持创业创新、大胆技改求发展、提升内部管理。
 - ✓ 与同行业相比，公司期间费用率一直处于最低水平，2017 年开始，由于公司技术投入增加导致期间费用率上升至 6% 以上，但仍处于行业最低水平。
 - ✓ 同时，公司负债率 2017 年前常年低于 15%，随着近两年新增项目增加，负债率略有上升，但也低于 25% 以下水平，显著低于行业平均水平。现金流良好，财务状况在行业中表现优异。
 - ✓ 公司 ROE 水平常年稳定在 10% 以上，与同行业可比公司相比，稳定性最好，且长期靠前。

图表 10：特钢上市公司期间费用率比较



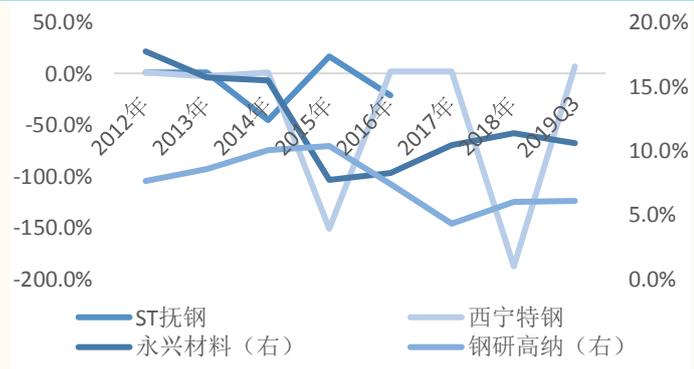
来源：wind、国金证券研究所

图表 11：特钢上市公司资产负债率比较



来源：wind、国金证券研究所

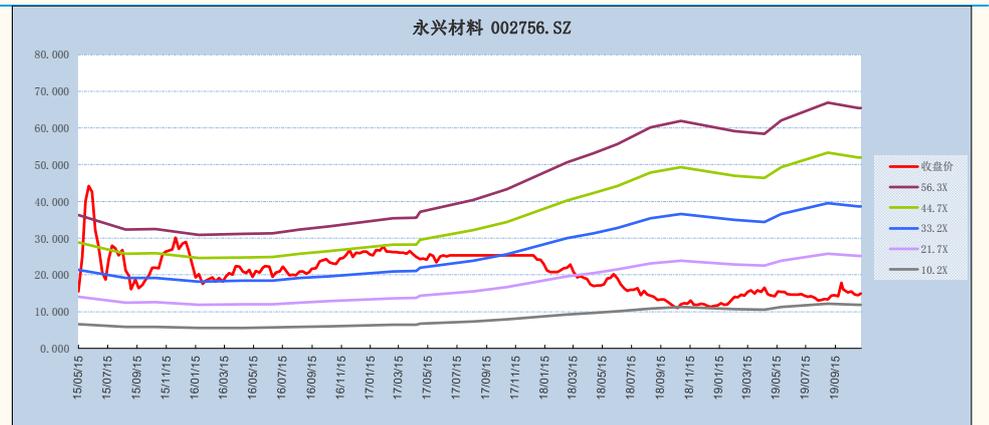
图表 12: 特钢上市公司 ROE 比较



来源: wind、国金证券研究所

- 公司估值处于较低水平.与公司自身历史估值相比,公司 PE 低于历史均值 43.%;与同行业可比公司历史 PE 相比,公司 PE 无论是当前还是历史水平,都处于最低位置,同样作为成长性特钢企业,公司价值被一定程度低估.

图表 13: 永兴材料 PE band



来源: wind、国金证券研究所

- 近两年持续高分红,平均股息率达 5.7%。公司上市以来累计实现净利润 15.7 亿元,累计现金分红金额 8.1 亿元,分红比例 51.21%。其中,2017、2018 年分红比例更是达到了 102%、93%,按股息率。而根据公司在 2019 年 4 月发布的未来三年(2019-2021)分红回报规划指出,如无重大资本性支出项目发生,公司进行股利分配时,应当采取现金方式进行分配,以现金方式分配的利润不少于当年实现的可供分配利润的 20%。

图表 14: 上市以来分红统计

年度	归母净利润 (亿元)	现金分红总额 (万元)	期末未分配利润 (亿元)	股利支付率	ROIC	股息率 (按股权登记日当天)
2018 年	3.87	3.6	19.2	93.0%	11.7%	6.32%
2017 年	3.52	3.6	19.2	102.4%	10.9%	5.00%
2016 年	2.54	0.5	16.6	18.5%	8.4%	
2015 年	2.22	0.4	14.7	18.1%	9.7%	

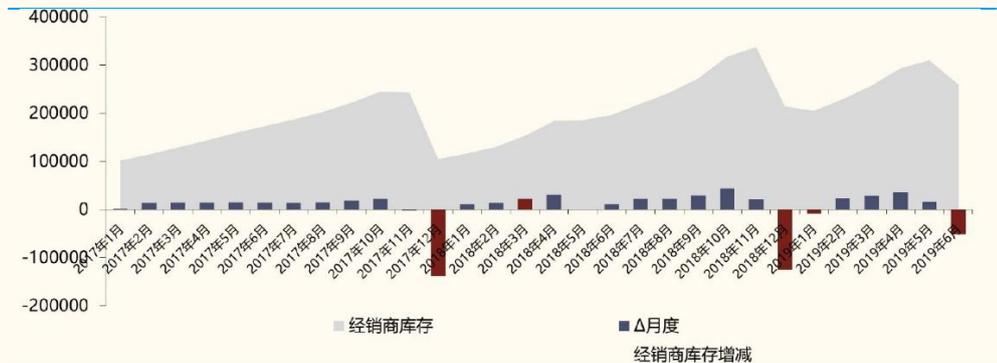
来源: wind、国金证券研究所

三、碳酸锂项目打开盈利空间

新能源车销量进入筑底阶段

- 根据中汽协发布 9 月份新能源汽车产销数据，9 月新能源汽车产销分别完成 8.9 万辆和 8.0 万辆，同比下降 29.9%和 34.2%，环比分别增长 2.0%、下降 6.5%。累计来看，1-9 月份产销分别完成 88.8 万辆和 87.2 万辆，同比增长 20.9%和 20.8%，9 月产销量显示市场需求仍略疲软。
- 而根据国金证券新能源与汽车研究中心观点，以及国金证券研究创新数据中心的数 据，预计 2019 年全年新能源乘用车销量 119.5 万辆以上。
 - ✓ 市场目前预期 130-140 万辆，考虑补贴退坡和乘用车不景气对行业的影响高于预期，下半年承压。
 - ✓ 行业景气度上，前期低基数下高增长时代已过，短期新突破不易。在补贴收紧的不可逆趋势下，需要逐步转化燃油车需求，这一需求转化有赖于市场对新能源汽车认可度的提高和规模效应下边际价格的下降。
- 短期关注 Q4 销量，库存曲线趋于平滑。受 2019H1 销量透支影响，2019H2 整体销量可能出现先抑后扬的态势。随退补推进，供给端趋稳，经销商库存增长曲线有望趋于平滑并处于下降态势。

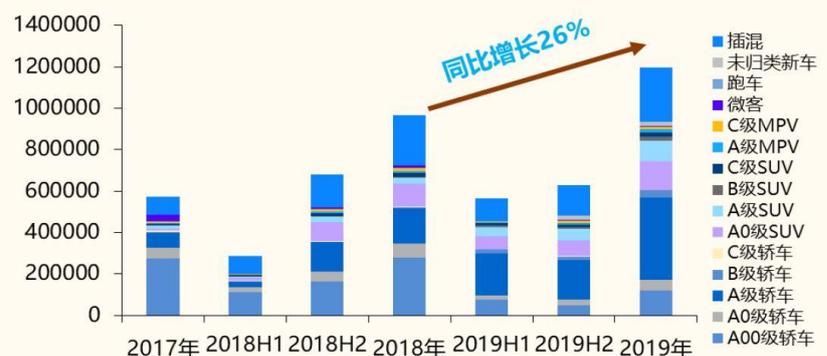
图表 15：新能源车经销商库存变化



来源：国金证券新能源与汽车研究中心、以及国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

- 对于未来趋势，国金证券新能源与汽车研究中心观点认为，目前支撑新能源乘用车供给端和需求端的因素差异较大，对供给端，主要盈利暂且未来来自消费者，而是靠补贴及双积分激励；对需求端，ToB 端需求是最为确定、政策最容易鼓励、出量最明显的方向。供给端保障销量下限，需求端决定销量上限。
- 而在限牌限行路权、营运需求以及双积分长期调控的驱动下，新能源车行业增长逻辑仍在，全年仍可保证至少 26%的可观增长，且该行业未来 3 年的发展呈乐观态势。行业短期面临压力，但中长期处于筑底反弹阶段。

图表 16：电动车消费预测



来源：国金证券新能源与汽车研究中心、以及国金证券研究创新数据中心、国金证券研究所

依托成本优势，公司碳酸锂项目盈利可期

- 随着新能源汽车行业进入筑底阶段，新能源汽车对锂的需求有望边际改善，加之供给端的影响，有望进而带来碳酸锂边际改善。
- **布局锂电产业。**永兴特钢在不锈钢棒线材领域常年稳居行业前三。而在新能源行业快速发展的浪潮下，率先投资于新能源行业，加快企业转型，主动开拓潜力巨大的锂电市场，进一步开发公司长期发展潜力。2017年6月，永兴特钢谋划正式进入锂电领域，接连在碳酸锂产业投下重资。2017年7月，永兴特钢拟向合纵锂业和旭锂矿业增资1亿元，各持股14.29%和12.19%。2017年8月，公司拟投资1.5亿元设立全资子公司永兴新能源，标志着公司向锂电新能源材料的发展迈出了关键一步。2018年7月，永兴特钢拟增持旭锂矿业93.6%的股份，专注于锂云母的开发生产。

图表 17：公司在锂电行业的布局

时间	锂电产业布局
2017年7月	永兴特钢拟以现金方式向位于宜春的合纵锂业、旭锂矿业分别增资1亿元，持有对应企业14.29%、12.2%股份
2017年8月	永兴特钢对外宣布拟投资1.5亿元在江西省宜丰县、宜春市分别设立子公司永兴新能源、孙公司永兴和锂
2017年11月	永兴特钢决定再次扩大对合纵锂业的增资规模，计划通过发行股份的方式购买合纵锂业67.91%股权
2017年12月	永兴特钢子公司永兴新能源与宜春市人民政府，签署了相关锂电新能源材料项目建设合同，规划在宜春建设年产能3万吨锂电材料（电池级碳酸锂及氢氧化锂），年产能240万吨采矿、选矿项目
2018年4月	永兴新能源项目举行开工仪式，标志着公司锂电新能源材料发展战略的实施迈出了关键性步伐，电池级碳酸锂业务板块进入实质性运作阶段
2018年7月	公司全资子公司永兴新能源锂云母提锂技术实验室成功试制
2018年11月	公司拟以1.97亿元收购江西旭锂矿业有限公司，公司将持有旭锂矿业93.6%，旭锂矿业将成为其控股子公司，专注于锂云母的研发、生产和销售
2019年2月	总投资8.9亿的电池级碳酸锂项目进入设备安装阶段，预计下半年有望试生产

来源：wind、国金证券研究所

■ 云母提锂在我国发展空间大。

- ✓ 锂云母主要在江西宜春地区。锂资源来源可概分为四种工业类型：主要是盐湖型、地下卤水型和硬岩型（伟晶岩型、白云母花岗岩型、热液石英脉型），此外还有热水型。目前最有工业开发价值的是盐湖型，其次是伟晶岩型，未来地下卤水型会越来越受到重视。目前就国内资源分布来看，西藏和青海为盐湖卤水型，新疆、四川、江西、湖南等为花岗伟晶岩或花岗岩矿物型。其中四川甘孜州和阿坝州锂辉石资源储量大，江西宜春地区是锂云母的主要生产基地。
- ✓ 相较于盐湖提锂、锂辉石提锂，三种提锂技术优势各异，云母提锂在我国发展空间大。我国盐湖提锂技术受资源、开发成本等因素限制，采用西部地区的盐湖卤水生产碳酸锂的开发速度相对缓慢，卤水原材料主要依靠从南美地区进口。目前，国内主要采用固体矿石提取工艺。锂辉石锂含量通常高于锂云母，更适合生产含锂原材料。但我国锂辉石矿资源少，主要依赖澳洲等地进口，供应保障稳定性不足。而我国拥有亚洲储量最大的锂云母矿，因此从资源禀赋和开发成本的角度，锂云母提锂具有一定优势。

图表 18：三种提锂技术对比

盐湖提锂	锂辉石提锂	云母提锂
------	-------	------

资源方面	青海盐湖中的锂资源占我国锂储量的50%以上，储量丰富	我国锂辉石矿资源量少，国内锂辉石提锂加工企业原料供应的90%依赖进口	我国拥有亚洲储量最大的锂云母矿，资源丰富
生产成本	生产成本一般较低	主要依赖进口，运输成本高，造成生产成本过高	生产成本占优
技术难度	青海盐湖卤水中含镁较高，单位含锂量偏低，镁锂分离技术难度大	原料化学组成较稳定简单且杂质含量很低，因此生产工艺流程简单，技术难度小	锂云母相对含锂量低，云母提锂技术受到制约
面临现状	青海省盐湖提锂技术取得重大突破，但企业产能释放仍面临挑战		现阶段我国云母提锂仅占矿石提锂的2%左右，提取技术上的突破将会带来巨大的开发空间

来源：《轻金属》、国金证券研究所

- ✓ 锂云母也面临技术难题。锂云母相对含锂量低，因此提锂过程中反应温度很高，从而造成高耗能高成本；且在高端煅烧中，矿石中其他矿物质直接被煅烧，导致矿物资源浪费，因此云母提锂也面临着技术考验。

图表 19：锂云母提锂工艺对比

锂云母提取工艺	优势	劣势
硫酸法	对原料适应性强，简单且实收率高	设备腐蚀严重
硫酸盐焙烧法	产渣量少，能耗低	除杂时间长，工艺繁琐
石灰烧法	流程简单，成本低，设备腐蚀小，锂回收率高	能耗高，锂回收率低，废渣量大
氯化钠压煮法	工艺精简，锂出产率高达80%	腐蚀性强，对设备要求较高

来源：《轻金属》、国金证券研究所

图表 20：不同锂云母提取能耗对比

锂云母提取工艺	过程	反应温度(度)
硫酸法	锂云母燃烧	890
	焙料与硫酸反应	250-300
硝酸盐法	与 K ₂ SO ₄ 、Na ₂ SO ₄ 等混合煅烧	920-1100
氯化物法	与 CaCl ₂ 、NaCl 和 CaCO ₃ 等混合煅烧	750-950
石灰石法	石灰石:锂矿物质量比 1:3.05-3.15 煅烧	800-900
碳酸钠加压浸出法	锂云母煅烧	890
	焙料与 Na ₂ CO ₃ 等在压力反应器反应	140-200

来源：《轻金属》、国金证券研究所

■ 公司云母提锂方面一定优势。

- ✓ 技术上研发实力雄厚。公司自 2017 年进军锂电行业以来，加速推进新能源锂电项目建设，建立了研发和销售团队，并引进多名专家。目前，全资子公司永兴新能源拥有专门的锂电研发团队，经过反复研究实验，公司已基本掌握了锂云母提锂的核心技术与工艺，包括复合盐低温焙烧技术与固氟技术的融合、先成形后隧道窑焙烧的工艺、动力学控制选择性浸出技术等。不仅如此，公司持股的江西合纵锂业已拥有完整的电池级碳酸锂产业链，企业上下游生产技术全面成熟，是电池级碳酸锂重要生产厂商之一。
- ✓ 成本优势。根据公司公告，公司目前已经锁定了江西省宜丰县花桥乡锂瓷石矿，原材料供应得到有效保障，在我们的生产过程中，原矿的成本约为 70 元/吨，100 吨原矿可选出 14-16 吨锂云母，还有 84-86 吨的钾钠长石等副产品。在碳酸锂生产中，18 吨锂云母生产 1 吨碳酸锂，从原材料成本角度看，锂云母提锂将具有很强的竞争优势。
- 根据公司可转债项目预计，年产 1 万吨电池级碳酸锂项目将于 2019 年内投产顺行。预计本项目完全达产后，扣除所得税后内部收益率为 24.62%。

根据我们的测算，按目前碳酸锂 5.7 万元/吨价格测算，对应公司实现净利润 0.8 亿元。考虑 2019 年项目达产进度，预计碳酸锂项目有望实现盈亏平衡。而随着碳酸锂价格底部企稳，未来将贡献较大盈利弹性。

图表 21：公司电池级碳酸锂产品敏感性测算

公司产能 (万吨)	碳酸锂价格 (万元/吨)	实现净利润 (亿元)
1	5.5	0.7
	7	1.9
	8	2.7
	9	3.6
	10	4.4

来源：国金钢铁、国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

■ 我们对公司盈利做出以下假设：

- ✓ 传统不锈钢棒线材：考虑两部分，一是产量方面，可转债项目未来一旦获批并投产，公司产量仍有 10%左右（3-4 万吨）增长，其中主要体现在 2020 年；二是，伴随公司产品结构，特别是高毛利的耐蚀合金、高温合金产品放量，其产品综合毛利率未来两年将进入稳步提升态势。
- ✓ 碳酸锂项目预测假设：1) 考虑到新项目产能爬坡，预计 2019 年-2021 年碳酸锂项目产量逐步释放，产能利用率分别为 20%、80%、90%，预计产量分别为 0.2 万吨、0.8 万吨、0.9 万吨；2) 价格方面。从成本结构看，国内锂资源供应占比最大（70%）的锂辉石，小部分龙头成本最低的在 4 万/吨，绝大部分外购矿企业成本 5.5-6 万/吨，而新矿成本更高；盐湖提锂成本 4 万/吨左右，占比较小；锂云母产线国内并不多，成本在 5 万/吨多。因此，绝大部分电池级碳酸锂产能平均成本超 5.5 万元/吨。在需求仍有扩张背景下，叠加近期德国拟提升新能源车补贴、西澳锂矿增量可能大幅低于预期等信息，电池级碳酸锂价格已进入底部区间，5.5 万元/吨的成本支撑较足。基于以上，判断明年均价有望在 5.5 万元基础上震荡，后年有望跟随需求增长趋势进一步上涨。预计 2019-2021 年价格分别为 5.5 万元、5.6 万元、6 万元。

图表 22：盈利预测

产量合计	万吨	29.2	31.8	34.9
棒材	销量 (万吨)	16	17	19
	售价 (万元/吨)	1.8	1.9	2
	毛利率	17.0%	17.5%	18.0%
	收入 (亿元)	28.80	32.30	38.00
	成本 (亿元)	23.90	26.65	31.16
	毛利 (亿元)	4.90	5.65	6.84
线材	销量 (万吨)	13	14	15
	售价 (万元/吨)	1.7	1.8	1.9
	毛利率	13.5%	13.5%	14.0%
	收入 (亿元)	22.10	25.20	28.50
	成本 (亿元)	19.12	21.80	24.51
	毛利 (亿元)	2.98	3.40	3.99
碳酸锂项目	销量 (万吨)	0.2	0.8	0.9
	售价 (万元/吨)	5.5	5.6	6
	毛利率	18.0%	20.0%	30.0%
	收入 (亿元)	1.10	4.48	5.40

成本 (亿元)	0.90	3.58	3.78
毛利 (亿元)	0.20	0.90	1.62

来源：国金证券研究所

- 预计公司 2019-2021 年公司实现营业收入分别为 52.00 亿元、61.98 亿元、71.90 亿元，同比增长 8.5%、19.2%、16.0%；实现归母净利润分别为 4.37 亿元、5.21 亿元、6.69 亿元，同比增长 127%、19.3%、28.5%，对应 PE 分别为 12.1 倍、10.2 倍、7.9 倍。
- 公司作为高端特钢标的，参考可比公司估值，传统主业可给予 15-20 倍估值。而随着公司以高温合金、耐蚀合金为代表的新产品陆续投产放量，其估值应向钢研高纳、抚顺特钢等标的靠拢，因此，传统主业估值未来有一定提升空间。其次，随着碳酸锂项目投产并实现一定盈利，前期压制公司估值的风险因素消除，也有望提升公司估值水平。若未来碳酸锂价格触底回升，碳酸锂项目带来的估值空间、弹性将更大。我们给予公司 2020 年 15X 估值，目标价 21.9 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 23：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
300034.SZ	钢研高纳	15.65	0.36	0.45	0.55	43.44	34.62	28.51
600399.SH	ST 抚钢	2.85	-	-	-			
600117.SH	西宁特钢	3.32	-	-	-			
000708.SZ	中信特钢	17.91	0.96	1.03	1.17	18.57	17.45	15.32
平均值						24.51	20.69	17.63
002756.SZ	永兴材料	14.72	1.22	1.46	1.90	12.14	10.18	7.92

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- 锂电行业底部仍无法探明导致公司碳酸锂项目亏损风险。目前电池级碳酸锂价格已经下跌至较多碳酸锂企业成本线附近，部分产能出现停产或者关停。若亏损产能持续亏损生产，拉长行业底部周期，也将导致公司碳酸锂项目长期处于微利甚至于亏损的可能性。
- 宏观经济下滑导致传统主业需求下滑风险。公司下游主要为高端制造业为主，下游行业较为分散，但一定程度上仍受到宏观大环境的较大影响。产品需求下降，导致单吨盈利能力下滑，也将影响公司业绩增长持续性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
主营业务收入	3,163	4,031	4,794	5,200	6,198	7,190	货币资金	551	366	442	609	754	964	
增长率		27.4%	18.9%	8.5%	19.2%	16.0%	应收账款	754	1,058	1,173	1,278	1,523	1,767	
主营业务成本	-2,775	-3,392	-4,077	-4,392	-5,204	-5,964	存货	347	348	393	393	466	534	
%销售收入	87.7%	84.1%	85.0%	84.5%	84.0%	82.9%	其他流动资产	626	590	328	222	226	230	
毛利	388	639	717	808	994	1,226	流动资产	2,278	2,362	2,336	2,502	2,970	3,495	
%销售收入	12.3%	15.9%	15.0%	15.5%	16.0%	17.1%	%总资产	65.7%	59.6%	53.8%	53.0%	56.7%	60.8%	
营业税金及附加	-19	-31	-55	-52	-68	-79	长期投资	223	553	274	274	274	274	
%销售收入	0.6%	0.8%	1.1%	1.0%	1.1%	1.1%	固定资产	887	976	1,380	1,601	1,631	1,605	
销售费用	-35	-43	-45	-55	-71	-83	%总资产	25.6%	24.6%	31.8%	33.9%	31.1%	27.9%	
%销售收入	1.1%	1.1%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	无形资产	74	67	328	345	362	378	
管理费用	-90	-209	-77	-83	-112	-129	非流动资产	1,187	1,600	2,008	2,220	2,267	2,256	
%销售收入	2.8%	5.2%	1.6%	1.6%	1.8%	1.8%	%总资产	34.3%	40.4%	46.2%	47.0%	43.3%	39.2%	
研发费用	0	0	-157	-104	-124	-144	资产总计	3,465	3,962	4,344	4,722	5,237	5,752	
%销售收入	0.0%	0.0%	3.3%	2.0%	2.0%	2.0%	短期借款	0	0	74	129	204	173	
息税前利润 (EBIT)	245	356	383	514	619	791	应付款项	236	364	467	436	517	594	
%销售收入	7.7%	8.8%	8.0%	9.9%	10.0%	11.0%	其他流动负债	109	140	235	210	250	312	
财务费用	7	-2	-17	-7	-16	-14	流动负债	345	504	776	775	972	1,079	
%销售收入	-0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.3%	0.2%	长期贷款	0	0	0	208	208	208	
资产减值损失	-2	-3	-34	-4	-1	-1	其他长期负债	51	85	154	77	83	89	
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0	负债	396	588	930	1,060	1,263	1,376	
投资收益	26	28	-14	10	10	10	普通股股东权益	3,069	3,374	3,405	3,652	3,965	4,366	
%税前利润	8.9%	6.9%	n.a	1.9%	1.6%	1.3%	其中：股本	360	360	360	360	360	360	
营业利润	276	413	450	513	612	786	未分配利润	1,655	1,925	1,915	2,177	2,489	2,891	
营业利润率	8.7%	10.2%	9.4%	9.9%	9.9%	10.9%	少数股东权益	0	0	9	9	9	9	
营业外收支	19	-5	-4	1	1	1	负债股东权益合计	3,465	3,962	4,344	4,722	5,237	5,752	
税前利润	295	407	446	514	613	787	比率分析		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	9.3%	10.1%	9.3%	9.9%	9.9%	10.9%	每股指标							
所得税	-42	-56	-60	-77	-92	-118	每股收益	0.704	0.977	1.076	1.213	1.447	1.859	
所得税率	14.1%	13.7%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	8.526	9.372	9.458	10.145	11.013	12.128	
净利润	254	351	386	437	521	669	每股经营现金净流	0.654	0.896	1.408	1.052	1.160	1.662	
少数股东损益	0	0	-1	0	0	0	每股股利	0.130	1.000	1.000	0.485	0.579	0.744	
归属于母公司的净利润	254	352	387	437	521	669	回报率							
净利率	8.0%	8.7%	8.1%	8.4%	8.4%	9.3%	净资产收益率	8.26%	10.42%	11.37%	11.95%	13.13%	15.33%	
							总资产收益率	7.32%	8.88%	8.92%	9.24%	9.94%	11.63%	
							投入资本收益率	6.85%	9.11%	9.50%	10.92%	11.98%	14.13%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-5.86%	27.44%	18.93%	8.46%	19.19%	16.01%	
							EBIT增长率	10.85%	45.55%	7.56%	34.15%	20.37%	27.86%	
							净利润增长率	14.45%	38.66%	10.13%	12.71%	19.29%	28.51%	
							总资产增长率	7.05%	14.34%	9.64%	8.70%	10.90%	9.83%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	9.9	6.9	9.1	13.0	13.0	13.0	
							存货周转天数	38.0	37.4	33.2	33.0	33.0	33.0	
							应付账款周转天数	24.0	26.4	31.7	30.0	30.0	30.0	
							固定资产周转天数	60.7	47.7	75.3	56.8	48.8	40.3	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-17.94%	-10.86%	-10.79%	-7.42%	-8.62%	-13.33%	
							EBIT利息保障倍数	-35.5	163.1	23.0	69.3	38.0	56.4	
							资产负债率	11.42%	14.85%	21.40%	22.45%	24.11%	23.92%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	1	2	4
增持	0	2	2	4	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.67	1.67	1.67	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH