

2019-12-30



永兴材料：特钢新材料+锂电新能源双轮驱动，公司估值有望提升

——公司深度研究报告

证券分析师：王介超
电话：18600570430
执业证号：S1190519100003

证券研究报告

公司双轮驱动迎发展，“特钢新材料+锂电新能源”提供业绩稳定及业绩弹性。

➤ 不锈钢主业稳健增长：

自2000年成立至今，公司深耕行业近二十年，已发展成为中国不锈钢棒线材龙头企业，不锈钢棒线材国内市场占有率连续10年位居前三，其中双相不锈钢管坯国内市场占有率第一，有多个品种产品出口国外，截至2018年公司已经具备35万吨短流程炼钢产能、25万吨棒线材产能以及3万吨快锻线产能。

三重壁垒构筑行业护城河，竞争格局稳定利好头部公司。不锈钢行业属于资金技术密集型产业，行业壁垒包括国家调控的政策壁垒，不锈钢行业生产的技术壁垒，装备应用的认证壁垒。

➤ 锂电业务迅速扩张：

公司自2017年布局锂电板块，通过收购、新建子公司的方式进行扩张，设立全资子公司“永兴新能源”，规划年产3万吨碳酸锂，目前建成1万吨生产线，预计明年将量产。虽然云母提锂技术高成本被市场诟病多年，但是公司技术团队在总结历史经验的基础上，改进了该项工艺，并获得突破，降低了成本，提高了产量，我们认为这一点正是该公司最大的预期差。公司碳酸锂项目不仅建设标准高，而且在冶炼工艺上大胆创新，使用隧道窑工艺替代传统的回转窑工艺，该工艺有望进一步提高产量。

从自有矿山到低成本冶炼，公司碳酸锂产业链布局已完善。公司原矿及选矿子公司位于宜春（亚洲最大的锂云母资源地），手握白水洞高岭土矿0.7614平方公里（矿界内探明储量为730.74万吨）+宜丰县花桥乡白市矿区瓷石矿1.8714平方公里（矿界内探明资源储量4507.30万吨），目前累计选矿产能170万吨，冶炼产能1万吨，二期投产后预计年产3万吨碳酸锂。虽然云母提锂加工成本高于锂辉石提锂但低成本矿石资源以及有用矿物的回收利用，使得全流程完全成本有望达到3.6-4.0万元左右，具备较强的竞争力，或改变行业成本曲线。

资料来源：太平洋研究院整理

盈利预测与投资建议

根据公司经营战略，我们认为未来公司产品受益于下游行业发展，销量及价格将双双提升。预计公司2019-2021年EPS分别为1.15元、1.25元、1.56元，对应当前股价PE分别为16.3倍、14.9倍、11.9倍。首次覆盖，给予“买入”的评级。

风险提示

原材料价格大幅波动，下游需求及新项目推进不及预期。

盈利预测和财务指标：

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,794	5,280	6,512	8,303
增长率（%）	18.9%	10.1%	23.3%	27.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	387	412	450	563
增长率（%）	10.1%	6.4%	9.2%	25.0%
每股收益（元）	1.08	1.15	1.25	1.56
PE（现价）	17.2	16.3	14.9	11.9
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind，太平洋证券

资料来源：太平洋研究院整理

目录

CONTENT

一、公司是不锈钢棒线龙头，布局锂电打造新业务增长点

- (一) 公司是不锈钢棒线龙头，深耕行业近20年
- (二) 业务稳步扩张，公司业绩有望持续增长

二、三重壁垒护航，不锈钢呈现“大行业小龙头”行业格局

三、布局碳酸锂新能源板块，业绩估值有望同步提升

- (一) 锂电下游需求具备长景气特征，扩张势在必行
- (二) 沿产业链布局电池级碳酸锂，打造新业绩增长点

四、财务分析与盈利预测

五、风险提示

(本报告资料来源：WIND，太平洋证券研究院)

一、公司是不锈钢棒线龙头，布局锂电打造新业务增长点

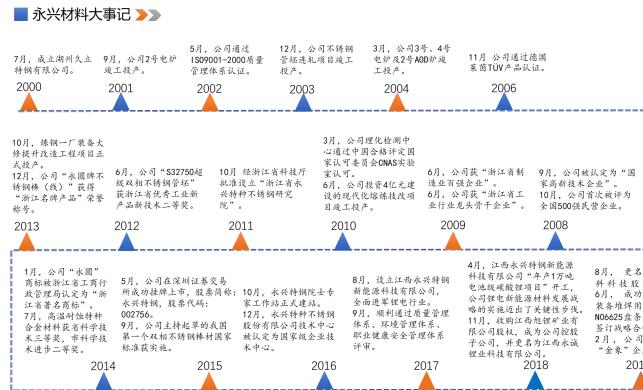
(一) 公司是不锈钢棒线龙头，深耕行业近20年

公司是不锈钢棒线材龙头。自2000年成立至今，公司深耕行业近二十年，已发展成为中国不锈钢棒线材龙头企业，不锈钢棒线材国内市场占有率连续10年位居前三，其中双相不锈钢管坯国内市场占有率第一，有多个品种产品出口国外。

新开拓新能源锂电项目有望成为新增长点。公司自2017年进军锂电行业，不断加速推进新业务布局，目前已建成1万吨碳酸锂生产线。

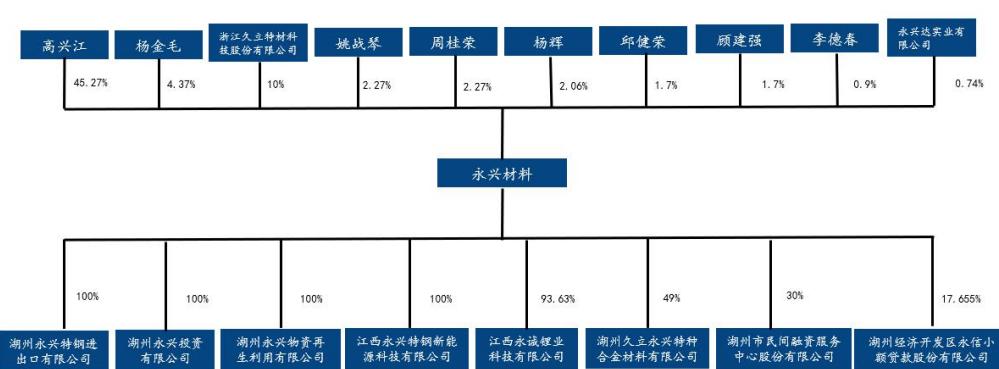
公司股权结构相对集中、稳定，董事长个人持股约45.27%，第二大股份为久立特材，持股比例约10%。久立特材为不锈钢行业重要公司，其战略性入股公司，有望强强联手，进一步增强竞争力。

图1：公司主要发展历程



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 业务稳步扩张，公司业绩有望持续高增长

2018年公司产能28万吨，拥有完整产品系列以及个性化定制产品，有效满足客户多样性需求。公司目前定位做多品种、多规格、小批量、高性能不锈钢，产品主要包括奥氏体不锈钢、奥氏体-铁素体双相不锈钢管坯和不锈钢线材。目前已经有200多个牌号产品，4.5mm-700mm全规格，能够满足200多个不同细分领域客户需求。

公司不锈钢棒材有三大类，包括高压锅炉用不锈钢棒材、双相不锈钢棒材以及奥氏体不锈钢棒材，主要被加工成无缝钢管应用于火力发电、LNG液化天然气、化学品、海洋工业、精细化工、核电、医药食品、船舶制造等高端工业领域。不锈钢线材有四大类产品，包括切削用不锈钢线材、焊接用不锈钢线材、冷镦用不锈钢线材、拉丝用不锈钢线材，主要被加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类等产品。此外，公司还为客户提供个性化、小批量定制服务，从而进一步拓宽下游市场空间。

图3：公司主要产品图示



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

一、公司是不锈钢棒线龙头，布局锂电打造新业务增长点

表1：公司主要产品及下游行业

产品大类	具体品种	产品介绍	性能	国家政策导向
不锈钢无缝钢管管坯	高性能不锈钢无缝钢管坯		高耐腐蚀性	国家政策鼓励发展品种
	不锈钢无缝钢管用管坯		不锈钢普通特性	政策不限制
	其他品种			
奥氏体-铁素体双相不锈钢钢管管坯	双相不锈钢无缝钢管用管坯	经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等成品，广泛应用于LNG液化天然气、化学品、海洋工业、石油化工等高端工业领域	高耐腐蚀性、尤其是耐应力腐蚀性能更优	国家政策鼓励发展品种
		经下游加工成无缝钢管，主要用于制造超（超）临界机组管道与管件，并应用于火力发电	耐高温、耐高压、耐腐蚀、高强度	国家政策鼓励发展品种
锅炉用耐热不锈钢钢管管坯	高压锅炉用耐热不锈钢管坯		高强度、高抗磨	国家政策鼓励发展品种
	高氮奥氏体不锈钢		资源节约型	
	经济型节镍奥氏体不锈钢线材		高强度、资源节约型	
	新型高氮奥氏体不锈钢及其带肋钢筋		高抗磨、高强度、资源节约型	国家政策鼓励发展品种
钢丝用不锈钢线材	特殊不锈钢线材		易切削钢，替代出口	
	中高硫不锈钢线材		不锈钢普通特性	政策不限制
	其他品种			
冷镦用不锈钢线材	冷镦用不锈钢线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类等产品，广泛应用于工业领域及部分民用领域	替代进口	国家政策鼓励发展品种
焊接用奥氏体不锈钢线材	焊接用奥氏体、双相不锈钢线材	经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类等产品，广泛应用于工业领域及部分民用领域	替代进口	国家政策鼓励发展品种
	其他品种			
锻压件	奥氏体、双相不锈钢锻件产品	经下游深加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、杆件、卷板、钢带、标准件、焊接材料等成品后，广泛应用于石油化工、LNG液化天然气、高压锅炉、核电、海洋工业、船舶制造、节能环保、航天军工、健康医疗等	耐高温、抗腐蚀、高强度	国家政策鼓励发展品种

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

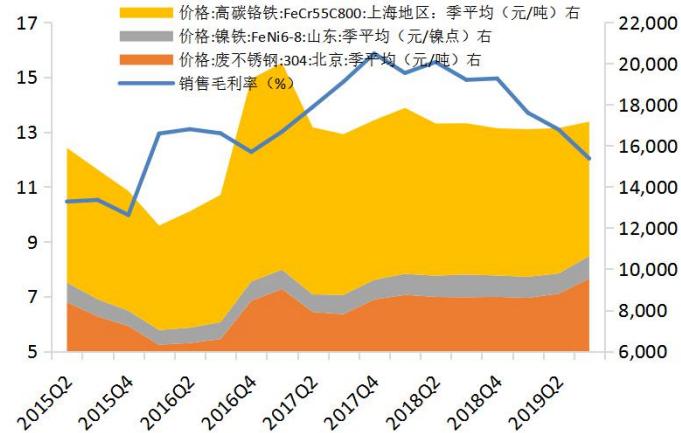
(二) 业务稳步扩张，公司业绩有望持续高增长

不锈钢是良好的结构及功能材料，通过在钢基中加入镍、铬、钼等元素，具备良好的耐蚀性、耐热性、耐低温性、加工性能。

从上游情况来看，不锈废钢是主要原材料成本来源，镍、铬元素成本占比较小，“以销定产”保证业绩稳定。公司主要原材料为不锈废钢、镍合金和铬铁合金等，占公司生产成本的90%左右，其中主要以废钢为主，其他合金只是调节成分，成本敏感性更多来自于废钢。今年废钢价格持续上涨，公司毛利率略有承压。

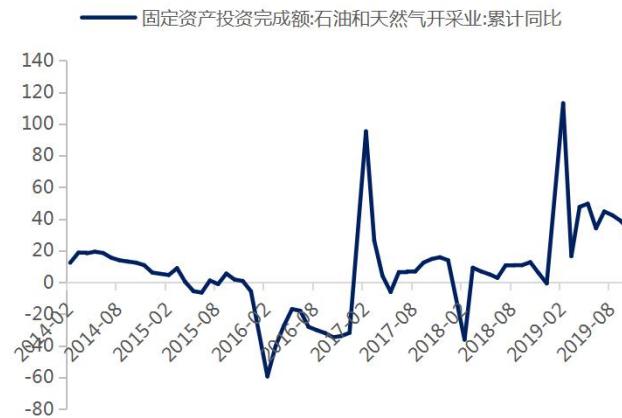
从下游需求来看，石油化工、高压锅炉、核电能源、装备制造、航空航天等工业领域均有涉及。国内油气开采业固定资产投资完成额累计同比增速今年以来虽然有所下滑，但截至10月仍处于33%的较高增速。油气固定资产投资增加将使油气产业链直接受益，石化工程和装备行业高景气度有望持续。

图4：公司毛利率受上游原材料价格影响



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图5：2019年油气行业固定资产投资完成额保持高速增长(%)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三重壁垒构筑行业护城河，竞争格局稳定利好头部公司。不锈钢行业属于资金技术密集型产业，行业壁垒主要有三个方面：

一是政策壁垒，钢铁行业目前属于国家重点调控对象，对产能过剩、技术水平落后环境污染严重的项目新建、扩建、改造有严格限制，提高了钢铁行业进入门槛；

二是技术壁垒，不锈钢生产涉及技术环节多、技术工艺复杂，生产、研制高质量高附加值不锈钢产品不仅需要资金与人员投入，更需要生产经验的积累；

三是认证壁垒，不锈钢棒线材主要应用于装备制造领域的关键部位，终端用户对产品质量与稳定性等要求高，需要通过对供应商认证的形式确保产品质量的可靠和稳定，新的供应商很难进入。

表2：不锈钢常用分类

分类方法	类别
产品外型	板材：板状不锈钢钢材。 长材（棒材、线材）：具有一定长度圆棒状、线状的不锈钢钢材。 型材：其他形状的不锈钢钢材。
化学成分	铬系：指除铁外，钢中的主要合金元素是铬，即铬系不锈钢，相当于美国的AISI400系列，代表钢号430、410。 铬镍系或铬镍钼系：指除铁外，钢中的主要合金元素是铬、镍、钼，即铬镍系或铬镍钼系不锈钢，相当于美国的AISI300系列，代表钢号304、316。 铬锰氮系：指除铁外，钢中的主要合金元素是铬、锰、氮，相当于美国的AISI200系列。
金相组织	奥氏体不锈钢：铁-铬-镍合金，具有面心立方晶体结构。 铁素体不锈钢：铁-铬合金，具有体心立方晶体结构。 马氏体不锈钢：铁-铬合金，晶体结构随成份而改变。 奥氏体-铁素体双相不锈钢：通常是铁-铬-镍合金，具有奥氏体和铁素体的双相结构。 沉淀硬化不锈钢：铁-铬-镍合金。是在马氏体、奥氏体、双相钢的组织上经热处理沉淀析出硬化相，使合金硬化或强化。

资料来源：招股说明书，太平洋研究院整理

二、三重壁垒护航，不锈钢呈现“大行业小龙头”行业格局

19年不锈钢整体产量、消费量持续回升，Q3分别回升至10.5%和11.46%较为显著。不锈钢消费量持续增长，金属制品、建筑、机械应用占比前三。随着装备制造业对不锈钢材料需求的不断增加，我国不锈钢表观消费量持续增长。2018年不锈钢表观消费量2132.36万吨，较2017年增加139.63万吨，同比增长7.01%，2019年Q3增速回升至11.64%，回升趋势显著。

图6：2011-2019年不锈钢粗钢产量规模及增长情况

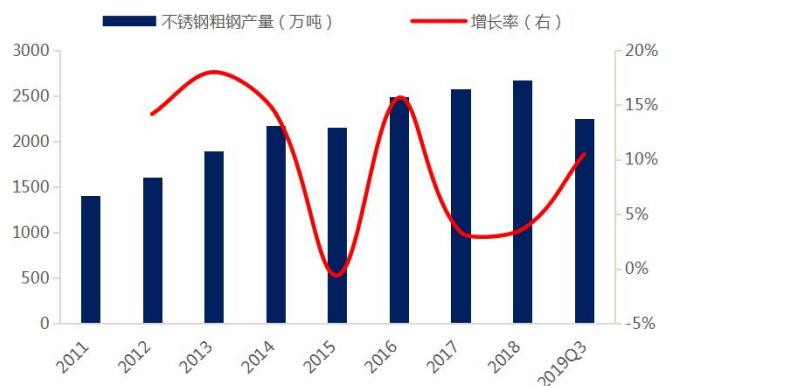


图7：2011-2019年不锈钢表观消费量规模及增长情况



公司在不锈钢棒线材细分领域产能处于领先水平。2017年中国前十大不锈钢生产企业的产量占据全国总产量的85%左右，经过近几年行业的高速发展，在国内已经形成了明显的不锈钢产业集群。国内最大的不锈钢生产企业是青山集团，2017年不锈钢粗钢产量748万吨，世界第一。太钢不锈产量413.64万吨，北海诚德不锈钢产量237万吨，分居二、三位。国内产能居前的几家不锈钢生产企业生产的不锈钢粗钢多以连铸板坯为主，但不锈钢棒材和线材产品占比较少。由于不锈钢长材具有多规格、小批量特点，所以以长材为主的国际领先不锈钢制造企业产能一般在20万吨左右。截至2018年，公司已经具备35万吨短流程炼钢产能、25万吨棒线材产能以及3万吨快锻线产能，产能规模国内居前。

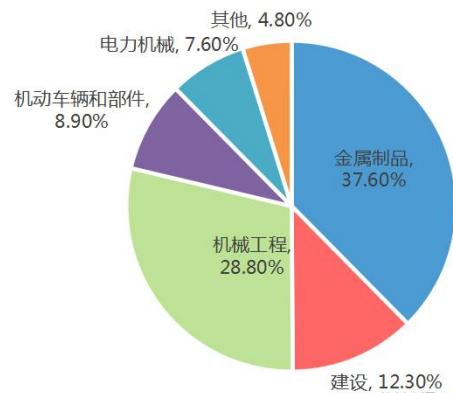
表3：国内主要不锈钢生产厂商

生产企业	主要产品简介	是否为上市公司
青山集团	主要生产不锈钢钢锭、钢棒、板材、线材、无缝管等产品。2017年，青山实现不锈钢粗钢产量748万吨，世界第一。	否
太钢不锈	以板材为主的特大型钢铁联合企业和最大的不锈钢生产企业，2017年太钢不锈钢产量为413.64万吨。	是
北海诚德	从红土镍矿冶炼到镍铬合金宽板冷轧成品全流程覆盖的企业，生产规模在中国不锈钢企业中排行前三位。公司目前具备年产340万吨镍铬合金板坯、300万吨热轧板卷、280万吨固溶板卷、120万吨冷轧板卷的生产能力。2017年公司全年生产钢坯237万吨，热轧卷202.5万吨，冷轧卷82.6万吨。	否
酒钢宏兴	拥有从炼钢、热轧到冷轧完整配套生产线及当今世界一流的不锈钢生产装备和先进的工艺技术。现已形成120万吨不锈钢板坯、110万吨不锈钢热轧卷材、70万吨不锈钢热轧酸洗产品、70万吨不锈钢冷轧酸洗产品和20万吨不锈钢中厚板产品的生产能力。2017年酒钢宏兴生产不锈钢89.71万吨。	是
鞍钢联众	华南地区第一家炼钢、热轧、冷轧一贯作业不锈钢厂和最大的专业不锈钢生产基地，年产热轧能力为80万吨，年产冷轧能力为30万吨。	否（鞍钢集团注资控股）

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

二、三重壁垒护航，不锈钢呈现“大行业小龙头”行业格局

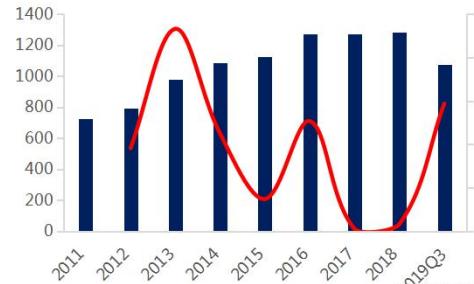
图8：2018年全球不锈钢消费领域分布



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，太平洋研究院整理

图10：2011–2019年Cr-Ni钢（300系）产量及增长情况

— Cr-Ni钢（300系）产量（万吨） — 增长率（右）



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，太平洋研究院整理

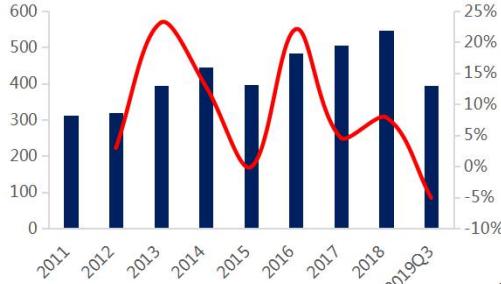
图9：2011–2019年Cr-Mn钢（200系）产量及增长情况



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，太平洋研究院整理

图11：2011–2019年Cr钢（400系）产量及增长情况

— Cr钢（400系）产量（万吨） — 增长率（右）



资料来源：中国特钢企业协会不锈钢分会，太平洋研究院整理

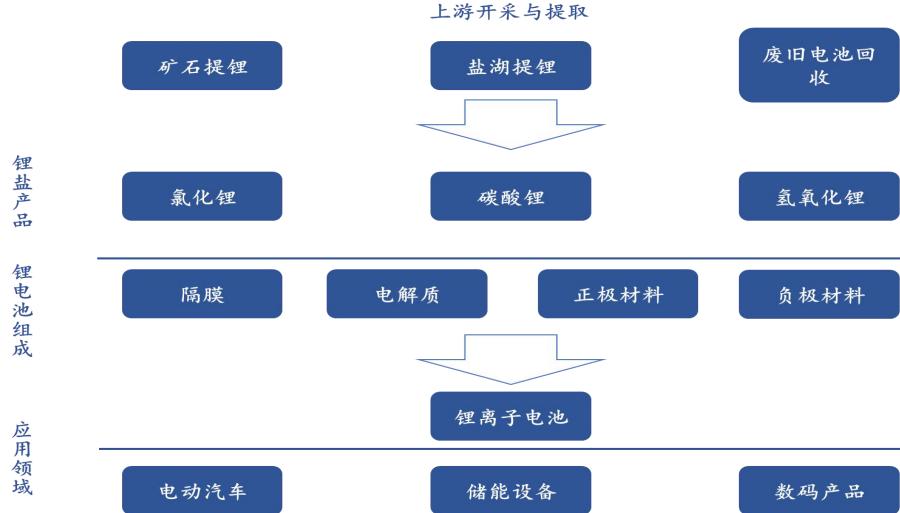
(一) 锂电下游需求具备长景气特征，扩张势在必行

1. 碳酸锂在锂电产业中极具地位

从产业链上下游来看，上游锂矿资源的开采与原材料生产是产业基础，通过矿石提锂、盐湖提锂及废旧电池回收等流程，将含锂原材料提取出来，包括碳酸锂、氯化铝、氢氧化锂等，这一类以碳酸锂为代表的含锂原材料是后续深加工的基础，承上游接下游，在产业链中较为重要。

目前锂的主要提取方法为盐湖提锂和矿石提锂，矿石提取又分为锂辉石矿提取和锂云母矿提取。云母提锂在国内主要依托江西宜春的矿产资源。

图12：锂电产业链



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(一) 锂电下游需求具备长景气特征，扩张势在必行

1. 碳酸锂在锂电产业中极具地位

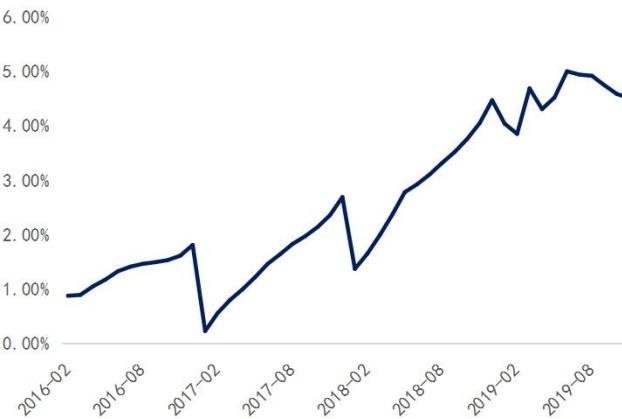
锂离子电池主要应用为新能源汽车、储能设备、及其他数码产品等，其中新能源汽车为主要应用领域。自18年6月新能源汽车补贴力度减弱后，新能源汽车增速一度出现大幅下滑，但新能源汽车占比仍较高，同时在汽车销量负增长的情况下仍维持正增长。长期来看，补贴政策仅是刺激市场初始消费的起点，随着技术进步，续航能力逐步增强，新能源汽车的替代性或将更加凸显。

图13：汽车销量、新能源汽车销量增速对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图14：新能源销售占汽车比例持续提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

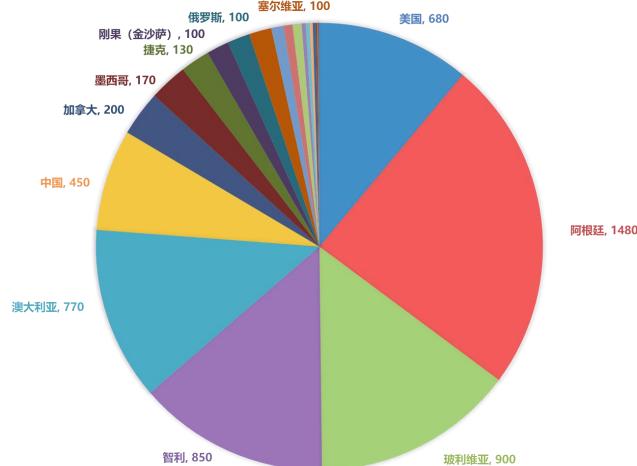
(一) 锂电下游需求具备长景气特征，扩张势在必行

2. 锂电行业格局：全球来看短期供应仍大于需求，但锂电下游预备长景气特征，碳酸锂价格或距离底部不远。

盐湖和锂辉石是传统主流，但云母提锂技术经过多年积累，已有所突破，低成本矿石资源或占据一定优势。

根据2019年中国锂业大会信息，全球现已查明的锂资源量约6200万吨，中国位居第六位（450万吨），按查明的储量计算，中国位居第四位（USGS 2018）。盐湖卤水型锂资源主要集中在南美锂三角（智利、阿根廷和玻利维亚），中国次之；硬岩类锂辉石主要分布澳大利亚、加拿大等国。

图15：全球探明锂资源储量



资料来源：USGS，太平洋研究院整理

(一) 锂电下游需求具备长景气特征，扩张势在必行

2. 锂电行业格局：全球来看短期供应仍大于需求，但锂电下游具备长景气特征，碳酸锂价格或距离底部不远。

目前我国以盐湖卤水型为主，同时矿石提锂逐步扩张。从中国锂资源分布来看，主要分布在青海、西藏（盐湖提锂）和四川（锂辉石矿），资源储量占85.23%，而锂云母主要分布在江西、湖南，其中江西宜春是亚洲最大的锂云母资源地，目前已探明可用氧化锂储量250万吨，约占全国的50%。

图16：中国锂资源分布图



资料来源：中国资源部，太平洋研究院整理

表4：盐湖提锂与云母提锂工艺对比

	盐湖提锂	云母提锂
工艺	吸附法、电渗析法、煅烧法、溶剂萃取法	食盐压煮法、碱压煮法和硫酸法
公司	盐湖股份/藏格控股/蓝晓科技	江特电机/永兴新能源
成本	2.8~4万元/吨	3.5~4.5万元/吨
产量（2018全球）	3万吨	1万吨
优势	盐湖提锂单位生产成本低	不依赖进口，国内以宜春资源为主，亚洲最大，露天采矿成本低；锂云母资源高效综合利用价值高，尾矿和副产品可销售获利
劣势	地处偏远，难以形成大规模生产和人员引进，产能释放缓慢；杂质较多，提纯受限	纯度低

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 沿产业链布局电池级碳酸锂，打造新业绩增长点

1. 新增产能已投产，有望快速贡献利润

公司2017年进军锂电行业，目前已投产1万吨电池级碳酸锂。公司通过收购、新建子公司的方式，进行锂电产业扩张。目前设立全资子公司“永兴新能源”，规划产能3万吨锂电产能。

图17：永兴材料碳酸锂项目进度时间线



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

(二) 沿产业链布局电池级碳酸锂，打造新业绩增长点

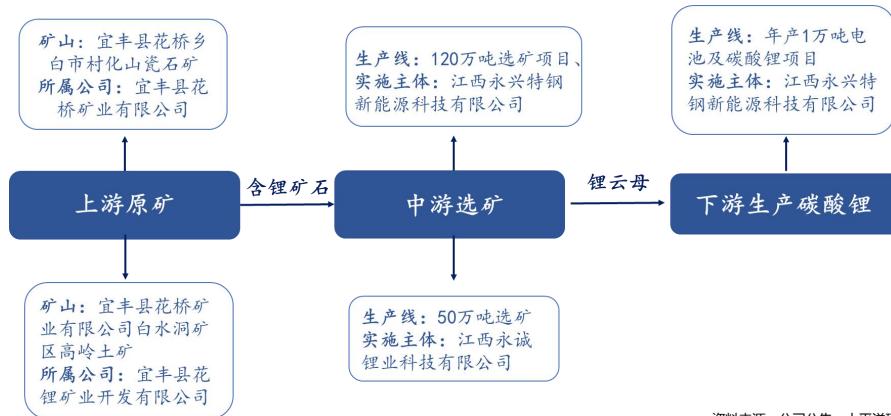
1. 新增产能已投产，有望快速贡献利润

公司不断完善产业链布局，协同效应凸显。从上游来看，积极参与锂矿开采，近日收购花桥矿业，获得其年产100万吨的化山瓷石矿，预计2020年建成投入使用。此外通过子公司永诚锂业持有花锂矿业48.97%股份，并签署协议保障永诚锂业所需原矿供应。

公司目前持有上游原矿：永城锂业-白水洞高岭土矿，面积0.7614平方公里（矿界内探明储量为730.7万吨）+永兴新能源-宜丰县花桥乡白市矿区瓷石矿，面积1.8714平方公里（矿界内探明资源储量4507.30万吨）；

中游选矿：永城锂业-（40-50）万吨选矿 + 永兴新能源-120万吨选矿项目。

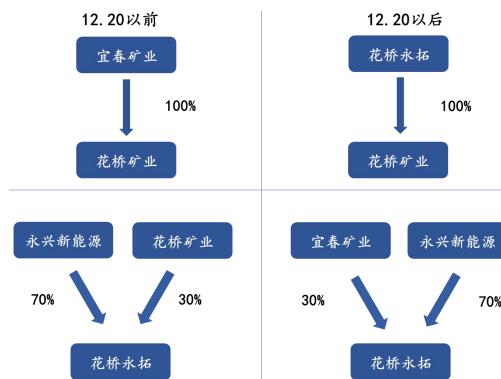
图18：公司锂电产业布局情况



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图19：花桥矿业收购情况 (12. 20)



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

(二) 沿产业链布局电池级碳酸锂，打造新业绩增长点

2. 掌握云母提锂核心技术降低成本，综合利用副产品提高经济效益

公司核心技术人员经验丰富，从事云母提锂十余年。公司已掌握锂云母提锂核心技术，包括复合盐低温焙烧技术与固氟技术的融合，大幅度降低锂云母处理过程的总物料量、提高锂的回收率。自布局锂产业以来，研发支出与研发人员数量占比明显提升。

采用先成形后隧道窑焙烧的工艺，属全球首创。降低氟对窑壁的腐蚀，实现生产连续化，大幅提高产量及碳酸锂品质。动力学控制选择性浸出技术，降低了对设备的要求，简化净化过程中除铁、铝、锰等杂质的工艺，减少了锂离子被渣带走的损失，确保较高的碳酸锂收率。

综合利用锂矿石，副产品钾钠盐、钽铌、长石也能获得较好的经济效益。

图20：研发人员数量占比



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

图21：研发支出及占比

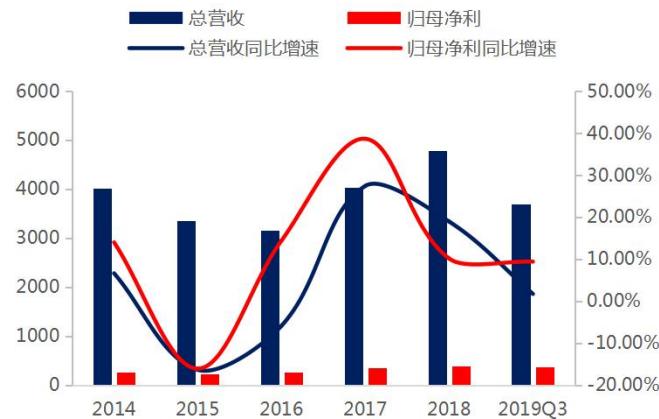


资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

公司近五年内有四年归母净利增速超过营收，19年盈利能力回升。公司18年实现营收47.94亿元，同比增长18.93%。2014-2018，公司营收翻倍增至47.94亿元，CAGR约6.15%。2017年后随钢铁行业供给侧改革推进以及高端装备制造业快速发展，公司产品结构不断优化，产品利润维持高位，整体业绩持续向上。产品销量28.06万吨，同比增长12.2%。其中，棒材、线材产品业务保持稳定增长，较2017年分别增长23.56%、17.68%。自2015年上市以来，净利润CAGR约11.75%，产品单吨净利润CAGR约11.67%，产品盈利能力持续增强。

2019年Q3归母净利润3.61亿元，同比增长9.39%，虽然增速较2018年有所下降，但绝对值仍创下历史新高。因收购永诚锂业，产生的商誉减值暂时拖累业绩，未来随着碳酸锂电池项目逐步释放业绩，公司业绩有望持续向上。

图22：公司2014-2019年营业收入以及归母净利润（百万，%）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图23：公司业务结构不断优化



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

守正 出奇 宁静 致远

随着公司产品结构不断优化，毛利率有望持续改善。2019年Q3公司销售毛利率12.94%，相比2018年略有下滑。2014-2017年，公司销售毛利率呈总体上升态势，2017年达到15.86%的高位，主要得益于公司生产降成本与产品优化调整计划的有效实施。从产品种类来看，毛利率较高的棒材产品销售比例显著提升，随着公司特钢产品结构的持续优化，未来碳酸锂电池业务加持，公司毛利率存在一定上修空间。

图24：公司2014-2019年销售毛利率及其同比增速



图25：公司各板块毛利率

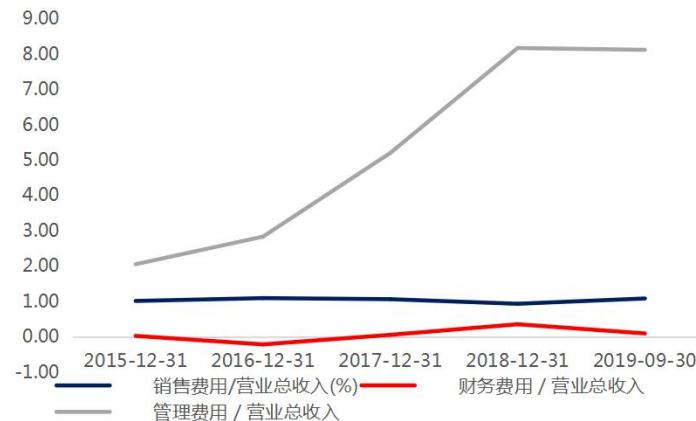


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司费用率相对稳定，自17年以来管理费用有较大增长主要系研发费用增多所致。截至2019年Q3，公司销售费用、财务费用、管理费用分别为1.08/0.09/8.12%，其中研发费率3.28%，与去年年底相比分别变化0.15/-0.26/-0.05个百分点，与去年同期相比分别变化0.11/-0.27/0.57个百分点，研发费率上升0.23个百分点，财务费率控制较好，随着业务扩张销售费率也稳步增加。

图26：公司三费费率变化情况（14-19Q3）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图27：公司毛利率、净利率变化情况（14-19Q3）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

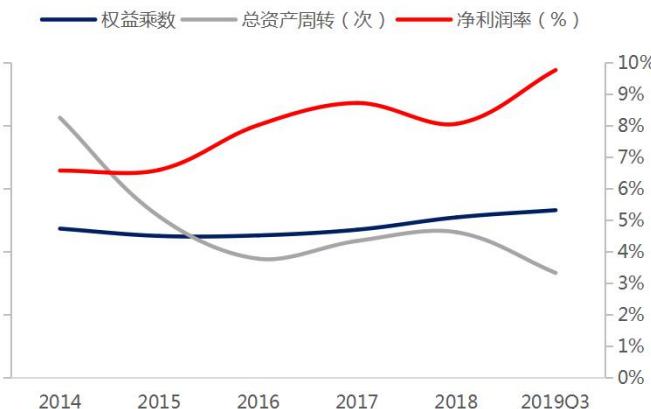
净利率已成公司ROE提升主力。2014-2016年期间公司净资产收益率持续下滑主要受行业去产能政策影响，总资产周转变慢。2016年后公司通过精细管理使运行效率持续提升，以净利率提升不断带动ROE。2018年盈利能力的继续改善主要由于总资产周转率加快，以及产业扩张带来的权益乘数提升。2019年Q3，公司净资产收益率为10.60%，较2018年第三季度提高0.51个百分点，随着新项目业绩释放，收益率有望进一步提升。

图28：公司净资产收益率情况（14-19Q3）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图29：ROE拆分（14-19Q3）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司重视技术研发，近年研发投入持续增长。截至2019年Q3，公司研发费用达到1.21亿元，同比增长9.27%，研发费率持续提升。2018年，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，公司对于高附加值特种不锈钢及合金材料的研发实力有望得到进一步提升。

图30：公司2014-2019年研发投入及增速



图31：公司近年研发支出占比持续提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

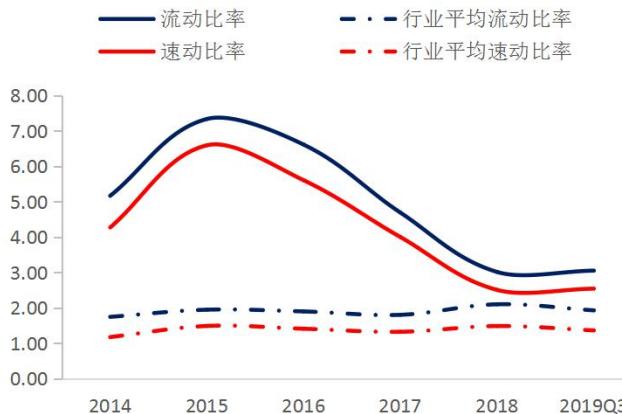
资产负债率水平低，流动速动比率高于行业平均水平。2016-2018年，由于进军锂电行业，资金需求增加，公司资产负债率有所上升，但财务状况良好，具有较强的短期偿债能力。截至2019年Q3，公司资产负债率为24.77%，虽有所提升，但仍处于较低水平。

图32：公司资产负债率



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图33：公司短期偿债能力



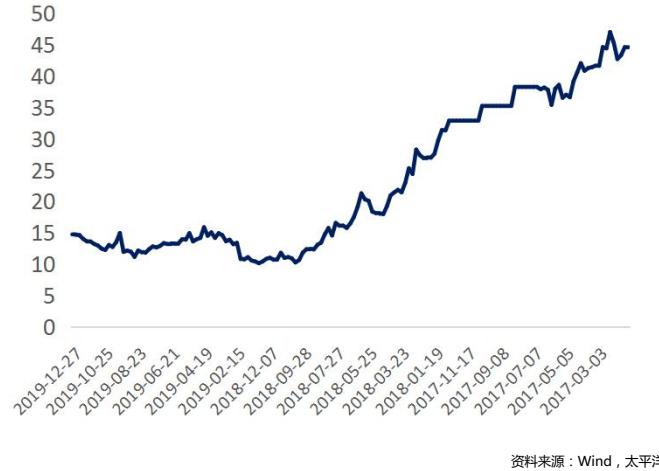
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

对标碳酸锂行业上市公司，新业务或将提升公司估值。2018年以来公司估值中枢保持在15倍左右，但相较于新能源概念的碳酸锂企业来说，估值水平仍较低。对比赣锋锂业与永兴材料2018年以来市盈率水平，可以发现赣锋锂业市盈率中值33倍左右，平均高出永兴材料120%以上。回顾近三年估值，公司当前PE处于较低水平，近三年最高值、中位数、最低值分别为47/10/23，当前估值16倍仍相对较低。

图34：2018年至今，赣锋锂业与永兴材料估值对比



图35：近三年公司估值情况



根据公司经营战略，我们认为未来公司产品受益于下游行业发展，销量及价格将双双提升。预计公司2019-2021年EPS分别为1.15元、1.25元、1.56元，对应当前股价PE分别为16.3倍、14.9倍、11.9倍。首次覆盖，给予“买入”的评级。

盈利预测和财务指标：

项目/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4,794	5,280	6,512	8,303
增长率（%）	18.9%	10.1%	23.3%	27.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	387	412	450	563
增长率（%）	10.1%	6.4%	9.2%	25.0%
每股收益（元）	1.08	1.15	1.25	1.56
PE（现价）	17.2	16.3	14.9	11.9
PB	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：Wind, 太平洋证券

四、财务分析与盈利预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	18.9%	10.1%	23.3%	27.5%
EBIT增长率	7.6%	2.1%	7.3%	32.7%
净利润增长率	10.1%	6.4%	9.2%	25.0%
盈利能力				
毛利率	15.0%	14.4%	13.4%	13.7%
净利润率	8.1%	7.8%	6.9%	6.8%
总资产收益率	8.9%	8.6%	8.3%	9.0%
ROA				
净资产收益率	11.4%	10.8%	10.5%	11.6%
ROE				
偿债能力				
流动比率	3.0	3.3	3.0	3.0
速动比率	2.5	2.7	2.5	2.4
现金比率	0.6	0.7	0.5	0.4
资产负债率	0.2	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	9.0	7.9	8.4	8.2
存货周转天数	32.7	34.8	33.8	34.3
总资产周转率	1.2	1.2	1.3	1.4
每股指标(元)				
每股收益	1.1	1.1	1.3	1.6
每股净资产	9.5	10.6	11.9	13.4
每股经营现金流	1.4	1.0	1.1	1.1
每股股利	1.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	17.2	16.3	14.9	11.9
PB	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	10.0	10.2	8.4	6.7
股息收益率	5.4%	0.0%	0.0%	0.0%

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4,794	5,280	6,512	8,303
营业成本	4,077	4,520	5,638	7,243
营业税金及附加	55	51	68	83
销售费用	45	52	63	81
管理费用	77	180	163	245
研发费用	157	86	160	170
EBIT	383	391	420	481
财务费用	17	0	0	0
资产减值损失	34	0	0	0
投资收益	(14)	7	(4)	1
营业利润	450	480	523	577
营业外收支	(4)	0	0	0
利润总额	446	475	519	572
所得税	60	64	70	77
净利润	386	411	449	495
归属于母公司净利润	387	412	450	496
EBITDA	474	521	585	682

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	386	411	449	495
折旧和摊销	124	130	165	202
营运资金变动	(19)	(192)	(232)	(385)
经营活动现金流	507	347	390	315
资本开支	377	229	449	339
投资	245	0	0	0
投资活动现金流	(112)	(229)	(449)	(339)
股权筹资	0	0	0	0
债务筹资	46	0	0	0
筹资活动现金流	(321)	0	0	0
现金净流量	74	118	(59)	(24)

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	442	560	501	478
应收账款及票据	1126	1305	1569	2026
预付款项	21	17	25	30
存货	393	481	577	803
其他流动资产	306	306	306	306
流动资产合计	2336	2667	3049	3651
长期股权投资	263	269	266	267
固定资产	989	1220	1567	1856
无形资产	179	226	303	362
非流动资产合计	2008	2110	2386	2520
资产合计	4344	4776	5434	6171
短期借款	56	56	56	56
应付账款及票据	390	429	537	688
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	776	797	1006	1247
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	129	129	129	129
非流动负债合计	154	154	154	154
负债合计	930	951	1160	1401
股本	360	360	360	360
少数股东权益	9	9	7	6
股东权益合计	3414	3826	4275	4770
负债和股东权益合计	4344	4776	5434	6171

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

五、风险提示

风险提示：

原材料价格大幅波动，下游需求及新项目推进不及预期。

分析师简介

王介超（太平洋建筑钢铁首席分析师）执业证号：S1190519100003，高级工程师，一级建造师，注册咨询师（投资）
钢铁及建筑行业工作8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任主任，项目经理，
并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券，任
大周期组组长，2019年9月加入太平洋证券研究院，从事建筑、钢铁方向的研究工作。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

› 行业评级

- 看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与5%之间；
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

› 公司评级

- 买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。