天风证券 TF SECURITIES

威华股份（002240）

证券研究报告
2020 年 01 月 07 日

锂资源&加工一体化的锂业新秀

锂资源加工一体化

公司子公司致远锂业拥有锂盐设计产能 4 万吨，已建成产能 1.3 万吨，子公司盛屯锂业拥有奥依诺矿业 75%的股权，奥伊诺矿业旗下业隆沟锂辉石矿拥有矿石资源量 654 万吨，含氧化锂 8.45 万吨（氧化锂品位 1.29%，折合约 20 万吨 LCE）。

氢氧化锂王者雅保的代工者。公司为锂业龙头雅保在中国进行锂盐生产代工。根据协议，公司 2018 年承诺为雅宝提供不少于 6875 吨锂盐产品。雅保是海外氢氧化锂的主要供应商，公司为雅保的代工意味着公司的产品受到巨头的认可。

资源在手，原材料供应得到保障。奥依诺矿业拥有矿石资源量 654 万吨，折合碳酸锂约 20 万吨，目前拥有 40.5 万吨/年采选能力，按照 80%回收率计算，6%锂精矿产能有望接近 7 万吨/年，按照精矿锂盐 7.8:1 的比例计算，约可生产 0.89 万吨 LCE。盛屯锂业还拥有太阳河口锂多金属矿探矿权，公司资源储备仍有增长潜力。

锂产品全面布局。公司锂盐设计产能 4 万吨，据半年报，公司拟将锂盐项目调整为“年产 1.5 万吨电池级单水氢氧化锂及 2.5 万吨电池级碳酸锂项目”。公司同时在建深加工金属锂产能 1000 吨。公司布局的锂产品种类较全，有望在行业不断发展中抢占先机。

稀土磁材回收业务扭亏为盈。公司子公司万宏高新拥有年处理废旧磁性材料的设计产能 6,000 吨，产品以氧化镨钕为主。万宏高新 2018 年下半年完成技改，成本得到控制，工艺有所提升，19 年上半年实现扭亏为盈。

人造板业务保持高盈利能力。公司不断加大生产设备技术改造，提升工艺水平，公司人造板业务盈利稳定。19 年上半年公司纤维板业务实现收入 7.2 亿元，同比小幅下滑 4.69%，但是毛利率提升 1.58 个百分点至 17.75%。

盈利预测与评级：考虑到 19 年锂价持续下跌，我们下调公司 2019-2020 年的 EPS 分别至 0.19 元和 0.27 元 （从 0.61 元和 0.77 元下调），对应 1 月 6 日收盘价 9.16 元，公司 19-20 的动态 PE 分别为 49 倍和 34 倍；公司资源短板有望通过盛屯锂业的收购获得弥补，后续存在资源继续扩张的可能，因此我们维持公司的 “增持”评级。

风险提示：锂价下跌超预期的风险，氢氧化锂进展不及预期的风险，产能爬坡不及预期的风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,018.28	2,523.70	2,510.33	3,332.13	4,711.73
增长率(%)	44.00	25.04	(0.53)	32.74	41.40
EBITDA(百万元)	80.70	252.60	252.95	320.28	430.80
净利润(百万元)	26.26	160.01	121.86	178.16	269.67
增长率(%)	12.20	509.31	(23.85)	46.21	51.36
EPS(元/股)	0.04	0.24	0.19	0.27	0.41
市盈率(P/E)	229.23	37.62	49.40	33.79	22.32
市净率(P/B)	2.95	2.78	2.46	2.30	2.08
市销率(P/S)	2.98	2.39	2.40	1.81	1.28
EV/EBITDA	99.08	17.06	23.67	19.36	12.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	轻工制造/家用轻工
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	9.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	657.21
流通 A 股股本(百万股)	490.63
A 股总市值(百万元)	6,020.01
流通 A 股市值(百万元)	4,494.19
每股净资产(元)	4.19
资产负债率(%)	41.97
一年内最高/最低(元)	10.78/6.68

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com
孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com
田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com
王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com
田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《威华股份-公司点评:收购盛屯锂业获得锂业资源》 2019-02-19
2 《威华股份-季报点评:锂盐加工业务已步入正轨》 2018-10-17
3 《威华股份-半年报点评:公司业绩大幅增长，锂盐项目产能逐渐提升》 2018-07-18

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	370.46	305.55	730.38	501.36	1,123.39
应收票据及应收账款	89.96	191.54	205.00	166.66	358.88
预付账款	105.43	90.49	49.17	137.05	132.40
存货	566.65	1,011.19	1,011.19	1,082.71	1,299.25
其他	136.83	149.39	238.77	184.24	343.47
流动资产合计	**1,269.34**	**1,748.17**	**2,234.52**	**2,072.03**	**3,257.39**
长期股权投资	61.68	52.55	52.55	52.55	52.55
固定资产	1,228.32	1,486.30	1,472.96	1,468.25	1,455.74
在建工程	186.61	66.51	75.91	93.54	86.13
无形资产	143.31	142.70	139.09	135.48	131.88
其他	67.54	167.30	95.89	107.28	119.84
非流动资产合计	**1,687.45**	**1,915.35**	**1,836.39**	**1,857.11**	**1,846.13**
资产总计	**2,956.79**	**3,663.52**	**4,070.91**	**3,929.14**	**5,103.53**
短期借款	407.00	561.00	500.00	500.00	500.00
应付票据及应付账款	125.87	422.48	498.00	229.70	823.26
其他	271.87	254.73	372.86	314.21	622.72
流动负债合计	**804.73**	**1,238.22**	**1,370.86**	**1,043.91**	**1,945.98**
长期借款	0.00	134.05	150.00	150.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	24.26	47.12	25.16	32.18	34.82
非流动负债合计	**24.26**	**181.16**	**175.16**	**182.18**	**184.82**
负债合计	**828.99**	**1,419.38**	**1,546.02**	**1,226.08**	**2,130.80**
少数股东权益	89.01	82.38	82.38	82.38	82.38
股本	535.34	535.34	657.21	657.21	657.21
资本公积	1,511.93	1,511.93	1,511.93	1,511.93	1,511.93
留存收益	1,503.44	1,663.45	1,785.31	1,963.48	2,233.14
其他	(1,511.93)	(1,548.97)	(1,511.93)	(1,511.93)	(1,511.93)
股东权益合计	**2,127.80**	**2,244.14**	**2,524.89**	**2,703.06**	**2,972.72**
负债和股东权益总	**2,956.79**	**3,663.52**	**4,070.91**	**3,929.14**	**5,103.53**

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**2,018.28**	**2,523.70**	**2,510.33**	**3,332.13**	**4,711.73**
营业成本	1,859.36	2,173.77	2,163.41	2,884.73	4,174.13
营业税金及附加	24.35	27.70	20.00	26.55	30.00
营业费用	73.27	72.27	65.27	86.64	10.00
管理费用	93.42	103.46	100.00	133.29	188.47
研发费用	0.00	0.00	1.00	1.33	1.88
财务费用	33.62	44.92	70.00	40.00	40.00
资产减值损失	13.01	25.26	25.26	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.24	(7.80)	50.00	50.00	50.00
其他	(107.21)	(67.57)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营业利润	**24.23**	**151.69**	**115.40**	**209.61**	**317.26**
营业外收入	2.81	8.71	20.00	0.00	0.00
营业外支出	9.83	2.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	**17.21**	**158.13**	**135.40**	**209.61**	**317.26**
所得税	(1.40)	4.75	13.54	31.44	47.59
净利润	**18.61**	**153.38**	**121.86**	**178.16**	**269.67**
少数股东损益	(7.65)	(6.64)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	**26.26**	**160.01**	**121.86**	**178.16**	**269.67**
每股收益（元）	0.04	0.24	0.19	0.27	0.41

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	44.00%	25.04%	-0.53%	32.74%	41.40%
营业利润	-146.64%	526.14%	-23.93%	81.64%	51.36%
归属于母公司净利润	12.20%	509.31%	-23.85%	46.21%	51.36%
获利能力					
毛利率	7.87%	13.87%	13.82%	13.43%	11.41%
净利率	1.30%	6.34%	4.85%	5.35%	5.72%
ROE	1.29%	7.40%	4.99%	6.80%	9.33%
ROIC	3.27%	9.08%	6.49%	8.80%	10.84%
偿债能力					
资产负债率	28.04%	38.74%	37.98%	31.20%	41.75%
净负债率	1.72%	21.80%	-0.87%	7.45%	-13.56%
流动比率	1.58	1.41	1.63	1.98	1.67
速动比率	0.87	0.60	0.89	0.95	1.01
营运能力					
应收账款周转率	16.25	17.93	12.66	17.93	17.93
存货周转率	3.78	3.20	2.48	3.18	3.96
总资产周转率	0.74	0.76	0.65	0.83	1.04
每股指标（元）					
每股收益	0.04	0.24	0.19	0.27	0.41
每股经营现金流	0.08	0.00	0.66	-0.23	0.98
每股净资产	3.10	3.29	3.72	3.99	4.40
估值比率					
市盈率	229.23	37.62	49.40	33.79	22.32
市净率	2.95	2.78	2.46	2.30	2.08
EV/EBITDA	99.08	17.06	23.67	19.36	12.96
EV/EBIT	-195.50	38.00	32.30	24.84	15.63

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	18.61	153.38	121.86	178.16	269.67
折旧摊销	122.14	142.79	67.55	70.67	73.54
财务费用	35.58	45.21	70.00	40.00	40.00
投资损失	(4.24)	7.80	(50.00)	(50.00)	(50.00)
营运资金变动	(219.44)	(424.28)	222.78	(392.08)	311.23
其它	102.84	73.68	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	**55.51**	**(1.42)**	**432.18**	**(153.25)**	**644.44**
资本支出	223.87	244.45	81.96	72.98	47.36
长期投资	3.08	(9.13)	0.00	0.00	0.00
其他	(457.39)	(462.97)	(91.96)	(102.98)	(47.36)
投资活动现金流	**(230.44)**	**(227.64)**	**(10.00)**	**(30.00)**	**0.00**
债权融资	407.00	794.79	708.54	702.76	720.35
股权融资	562.90	(81.96)	88.90	(40.00)	(40.00)
其他	(547.14)	(630.92)	(794.79)	(708.54)	(702.76)
筹资活动现金流	**422.75**	**81.91**	**2.65**	**(45.78)**	**(22.41)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**247.82**	**(147.15)**	**424.83**	**(229.02)**	**622.03**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com