

特钢龙头，锂电新贵 买入 (首次)

2020年07月30日

证券分析师 杨件

执业证号: S0600520050001
13166018765

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	4,909	4,945	5,631	5,504
同比 (%)	2.4%	0.7%	13.9%	-2.2%
归母净利润 (百万元)	344	382	463	550
同比 (%)	-11.9%	11.7%	21.2%	18.7%
每股收益 (元/股)	0.95	1.06	1.29	1.53
P/E (倍)	19.87	17.88	14.74	12.41

股价走势



投资要点

- 金属新材料领域的优秀民企。**公司成立于2000年，本部位于浙江湖州，是一家专业从事特钢研发、生产、销售的国家高新技术企业，传统主营为高端不锈钢棒线材及特殊合金，目前总产能35万吨/年。公司产品定位高端、客户群体稳定、管理高效、财务稳健，是江浙民营高端制造企业的代表。公司2017年开始进军锂电行业，先后收购了永诚锂业、花桥矿业等，实现全产业链布局和协作效应，目前公司1万吨电池级碳酸锂项已经达产，锂产业已经成为公司第二主业。
- 高端特钢龙头，主业稳中有升。**公司不锈钢棒线材国内市场占有率长期稳居前二，双相不锈钢棒线材产量居全国第一。公司根据产品盈利水平灵活调整生产结构从而实现利润最大化，与此同时，通过与国家企业技术中心、院士专家工作站等深度合作，实现产品升级和进口替代。定价端采用成本加成及以产定销的经营模式，转移成本波动风险。公司短期内业绩钢铁业务稳中有升，增长主要来自于产品结构调整，以及技改项目完成后获得3至4万吨的产量增加，及10%成材率的提升。
- 锂电行业新贵，公司全产业链布局蓄势待发。**公司从2017年开始进军锂电行业，目前公司1万吨电池级碳酸锂项已经达产，销售情况良好，实现产销平衡。同时，公司的联营公司花锂矿业与公司收购的花桥矿业所查明控制的经济资源量矿石量5238.04万吨，保障未来原料供给；公司投资的永诚锂业主攻中游选矿，至此公司成功打通电池级碳酸锂产业链。从资源禀赋和开发成本的角度，锂云母提锂更具优势，公司不断改进锂云母提锂技术，使得生产成本显著下降。在需求端，锂电池前景广阔，且目前电池级碳酸锂价格已经运行至底部区间，随着未来新能源汽车行业的迅速增长，电池级碳酸锂价格有持续回升的动力。锂产业链未来将逐步成长为公司除特钢外的第二增长极。
- 盈利预测与投资评级。**预计公司2020-2022年实现营业收入分别为49.45亿元、56.31亿元、55.04亿元，同比增长0.7%、13.9%、-2.2%；实现归母净利润分别为3.82亿元、4.63亿元、5.50亿元，同比增长11.7%、21.2%、18.7%，对应PE分别为17.88倍、14.74倍、12.41倍，考虑到公司目前的估值水平处于历史的相对低位，且目前PE、PB估值均处于行业中下水平，故首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**不锈钢原材料价格上升、新能源车销量不及预期、云母提锂技术改进不及预期

市场数据

收盘价(元)	18.96
一年最低/最高价	12.17/25.24
市净率(倍)	1.97
流通A股市值(百万元)	3504.68

基础数据

每股净资产(元)	9.63
资产负债率(%)	23.98
总股本(百万股)	360.00
流通A股(百万股)	216.12

相关研究

内容目录

1. 金属新材料领域的优质民企	4
1.1. 公司简介.....	4
1.2. 不锈钢+锂电双主业发展，盈利能力稳定	5
2. 高端特钢材料龙头，综合优势突出	6
2.1. 公司不锈钢棒线材市占率全国第二.....	6
2.2. 民企机制，灵活经营.....	7
2.3. 重视研发，进口替代.....	9
2.4. 产线迭代升级与效率提升.....	11
3. 锂电行业新贵	11
3.1. 全面布局锂电产业，原料优势保障盈利空间.....	12
3.2. 云母提锂优势凸显.....	13
3.3. 锂价格处于底部区间，未来反弹可能性增加.....	15
3.3.1. 供给端：矿山减产缓解供需失衡.....	15
3.3.2. 需求端：政策利好稳定长期增长基本面.....	16
3.4. 电池级碳酸锂利润弹性测算.....	18
4. 盈利预测与估值	18
5. 投资建议	20
6. 风险提示	21

图表目录

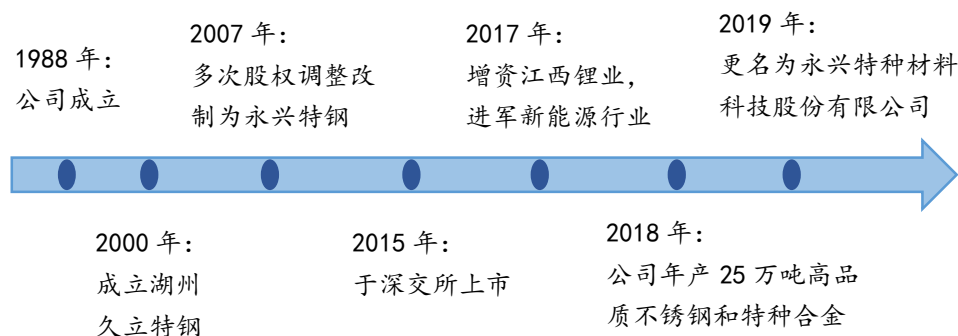
图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司股权结构.....	4
图 3: 公司历年营业收入及增速 (单位: 万元)	5
图 4: 公司历年净利润及增速 (单位: 万元)	5
图 5: 2019 年不锈钢棒线材销量及增速 (单位: 万吨)	6
图 6: 上市特钢企业销售毛利率.....	6
图 7: 公司下游应用占比.....	7
图 8: 2010-2019 年国内不锈钢产量及增速	8
图 9: 2010-2018 年国内不锈钢产能及产能利用率	8
图 10: 公司棒线材营收及毛利水平 (单位: 亿元)	8
图 11: 公司专利总计个数.....	9
图 12: 公司研发人员占比.....	10
图 13: 公司研发投入金额及占营业收入比重.....	10
图 14: 公司锂电材料领域的全产业链布局.....	12
图 15: 锂矿资源全球分布.....	13
图 16: 中国锂矿床分布图.....	13
图 17: 碳酸锂价格跌入底部区间 (单位: 万元/吨)	15
图 18: 近五年中国新能源汽车销量及同比.....	17
图 19: 2015-2019 年中国新能源汽车产量及同比	17
图 20: 各类使用锂电池的产品的碳酸锂消耗量.....	17
图 21: 近年来我国新能源汽车渗透率稳定上升.....	17
图 22: 公司 PE-Band	20
图 23: 公司 PB-Band.....	20
表 1: 公司产品及主要用途.....	6
表 2: 过去两年内公司开展的战略合作事件速览.....	10
表 3: 三种提锂技术比较.....	14
表 4: 公司掌握的云母提锂核心技术.....	14
表 5: 澳洲主要矿山与中国下游企业关联表 (部分)	16
表 6: 电池级碳酸锂利润弹性测算.....	18
表 7: 公司细分业务盈利预测.....	19
表 8: 可比公司估值 (2020/7/29)	19

1. 金属新材料领域的优质民企

1.1. 公司简介

永兴材料成立于 2000 年，是一家专业从事特钢研发、生产、销售的国家高新技术企业。公司前身为湖州久立特钢有限公司（2000 年 9 月成立），后历经增资、股权转让、管理层收购等多次股权调整，2007 年整体改制为永兴特种不锈钢股份有限公司，随后于 2015 年在深交所上市。2017 年 7 月，公司对江西合从锂业进行增资，开始进军新能源产业。此后，公司收购永诚锂业、花桥矿业等多家企业，并自建碳酸锂及选矿项目，逐步开始对锂电板块的全产业链布局。2019 年 8 月，公司更名为永兴特种材料科技股份有限公司。

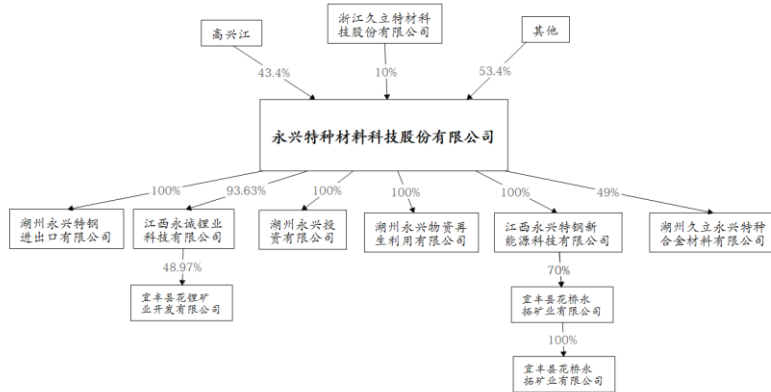
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构较为稳定，实控人为高兴江先生。截至 2019 年，公司共控股 6 家子公司，分别为永兴进出口、永兴物资、永兴投资、永兴美洲公司、永兴新能源、永诚锂业。其中，永诚锂业及永兴新能源主营业务为锂电业，湖州永兴特钢进出口有限公司主营业务为不锈钢进出口，其余的子公司主营业务为不锈钢生产。

图 2: 公司股权结构

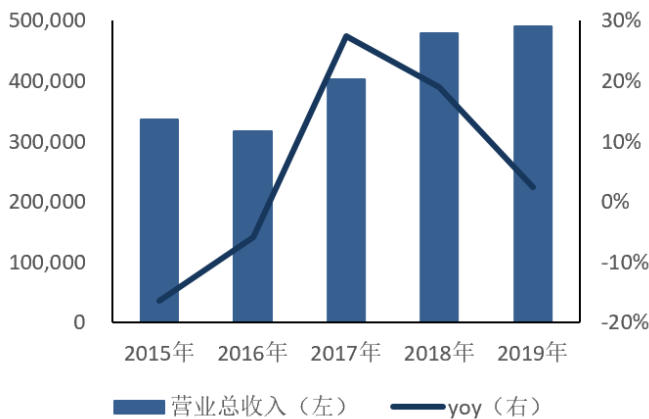


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 不锈钢+锂电双主业发展，盈利能力稳定

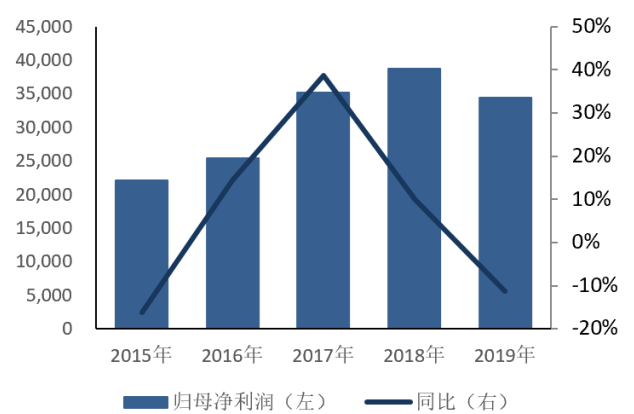
公司过去几年收入、利润稳健增长，收入从15年的30多亿元上升至2019年的50亿元左右，利润从2亿元左右上升至3-4亿元。2019年公司营收49.09亿元，归母净利润3.44亿元，同比分别增长2.4%、下降11.29%，利润下滑主要受非日常经营因素影响。2019年公司前期收购永诚锂业计提了4652.81万元的商誉减值，并对永诚锂业的应收账款计提了3657.22万元的减值准备；此外，公司还存在厂房处置的营业外收入约9916.54万元。剔除上述影响因素后，公司2019年业绩延续了平稳增长势头。

图3：公司历年营业收入及增速（单位：万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司历年净利润及增速（单位：万元）

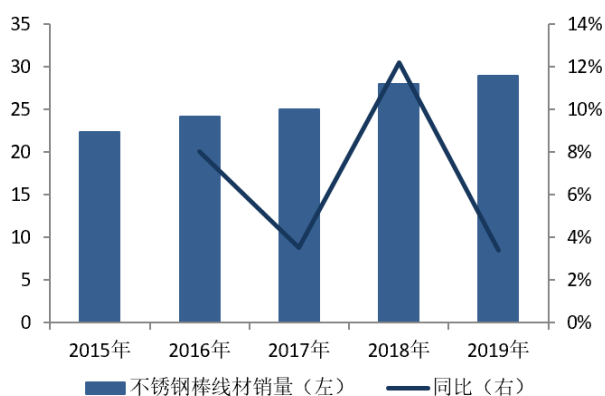


数据来源：Wind，东吴证券研究所

从毛利率来看，虽然不锈钢主业受到近年来不锈钢吨钢价格下行的压力，但综合不锈钢业务与锂电业务的表现，公司总体销售毛利率水仍高于10%，这与公司产品主要瞄准高端市场，享受技术优势带来的溢价，以及公司全产业布局锂电行业而形成的强成本

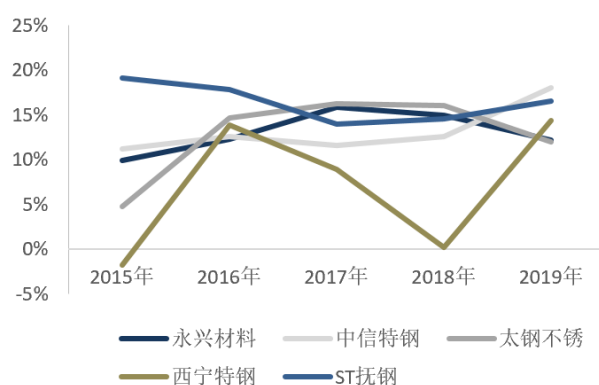
控制能力密不可分。同时公司在双相不锈钢等不锈钢细分冷门市场有较高的市占率，客户群体稳定，订单数量有保障。2019年全年，公司实现不锈钢产品销量29.01万吨，同比增长3.39%，毛利率达12.15%；锂矿采选及锂盐产品毛利率17.37%。目前，公司1万吨电池级碳酸锂项目已经达产，销售情况良好，实现产销平衡。

图 5：2019 年不锈钢棒线材销量及增速（单位：万吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 6：上市特钢企业销售毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 高端特钢材料龙头，综合优势突出

2.1. 公司不锈钢棒线材市占率全国第二

公司的传统主业为高端不锈钢棒线材及特殊合金，主要产品包括奥氏体不锈钢棒材（管坯）、高压锅炉用不锈钢棒材（管坯）、双相不锈钢棒材（管坯）等，公司拥有 200 多个钢种，规格品种齐全。公司作为中国不锈钢长材龙头企业，不锈钢棒线材国内市场占有率长期稳居前二，双相不锈钢棒线材产量居全国第一位，市占率近 50%，已形成垄断局面。在石油化工方面，公司还是中石化系统不锈钢管坯供应商中唯一的民营企业，在中石化华东地区的供应量占比超 50%，同时公司也获得壳牌石油、美国陶氏、美国杜邦等世界著名石化企业的供应商认证。

表 1：公司产品及主要用途

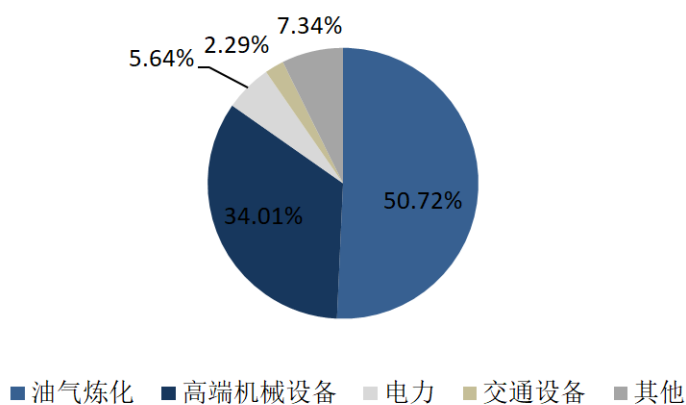
	产品名称	加工产成品	主要用途
不锈钢棒材	高压锅炉用不锈钢棒材	无缝钢管	火力发电
	双相不锈钢棒材	无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件	LNG 液化天然气、化学品、海洋工业、石油化工等高端工业领域

	奥氏体不锈钢棒材	无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等	石油炼化、精细化工、煤化工、核电、医药食品、船舶制造等高端工业领域
不锈钢线材	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	钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆类、轴类产品	广泛应用于工业领域及部分民用领域。
特殊合金	特殊合金	无缝钢管、管件、法兰、轴件、杆件、卷板、钢带、标准件、焊接材料等	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。

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司产品下游主要为火电、石油开采及炼化、交通运输、机械装备、航空航天、海洋工程、国防军工等高端制造工业领域，其中油气炼化占比 50.72%、高端机械装备占比 34.01%、电力 5.64%、交通装备 2.29%，下游客户包括“三桶油”、东方电气、上海电气、国家电投、中广核、中核集团、久立特材和武进不锈钢等高端品牌。

图 7: 公司下游应用占比



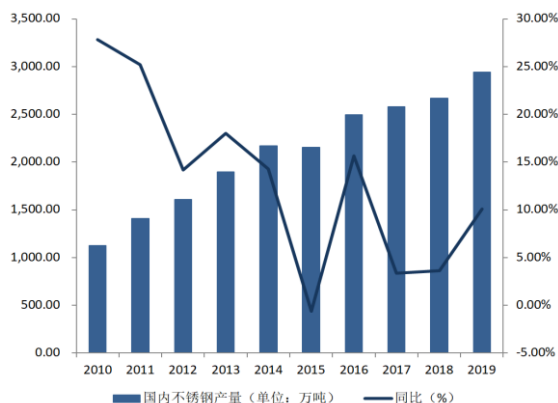
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2.2. 民企机制，灵活经营

2017 年始，国家大力推进供给侧结构性改革，“去产能”政策深入不锈钢行业，虽然不锈钢行业投资热情高涨，但产能利用率持续走低。目前钢铁行业目前已进入减量阶

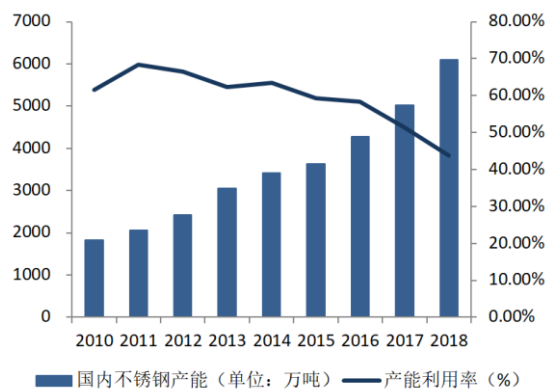
段、重组阶段和绿色阶段三期叠加的关键时刻，通过兼并重组、转型升级、布局优化等措施，深入推进化解钢铁过剩产能，深化结构调整和转型升级——专业化服务和绿色发展将成为不锈钢行业高质量发展的主要方向。

图 8: 2010-2019 年国内不锈钢产量及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

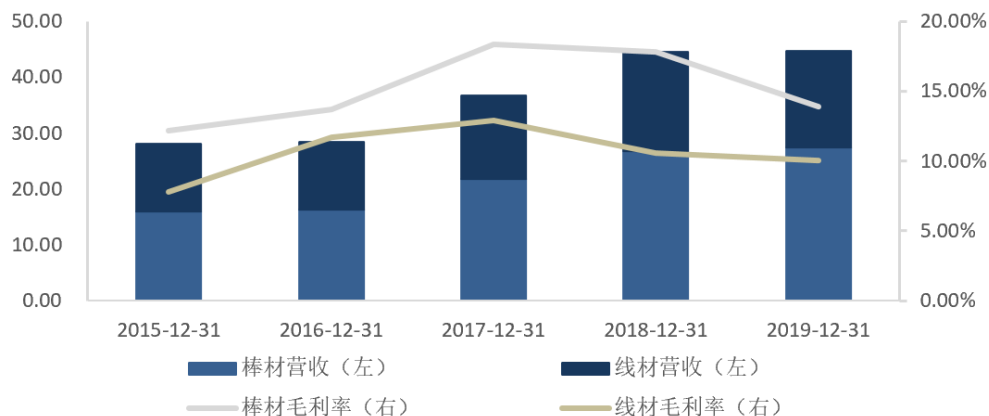
图 9: 2010-2018 年国内不锈钢产能及产能利用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司持续提高棒材生产占比。公司棒材的毛利水平一直高于线材，2019 年，公司棒材的毛利率为 13.88%，线材的毛利率为 10.01%。自 2015 年起，公司根据产品盈利能力及市场需求，适度提高棒材产品比例，2019 年公司研发的高附加值棒材产品如 21-4N 奥氏体气阀钢、新型奥氏体耐热钢 SP2215、超级奥氏体不锈钢 N08367 等产品投入生产销售阶段。至 2019 年底，棒材营收占总营业收入的比重从 2015 年的 47.62% 逐步上升至 55.69%。

图 10: 公司棒线材营收及毛利水平 (单位: 亿元)



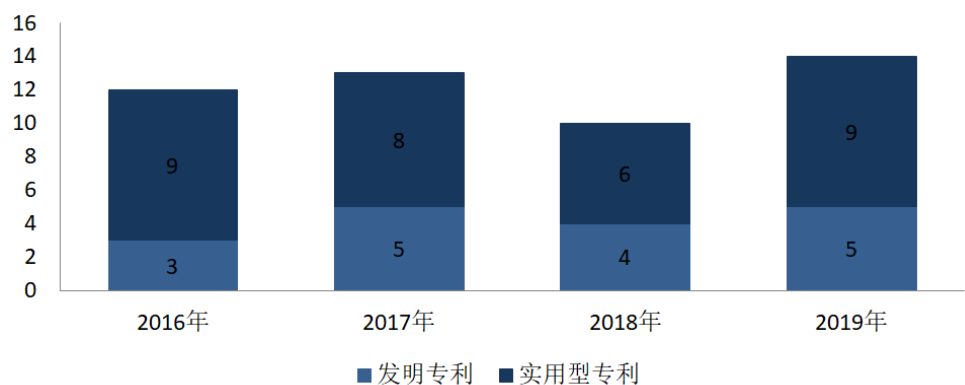
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司采用成本加成及以销定产的经营模式，缓冲业绩周期波动。公司不锈钢冶炼的主要原材料为不锈废钢、镍合金和铬铁合金等，历年来原料占生产成本的比重在 85%左右，因此业绩对于原材料价格的波动较为敏感。成本加成的定价模式，在一定程度上转嫁了原材料成本上升的风险，保障企业利润空间。此外，公司在产品销售模式上采取以销定产的模式，实行个性化定制生产，根据不同产品的特性、市场供应状况、同行业报价、用户对产品性能的具体要求等因素对产品定价进行适度调整，在一定程度上提升了公司的市场竞争力。

2.3. 重视研发，进口替代

公司将进口替代作为产品升级的方向，持续增加高附加值产品的研发及销售比例。近两年来，公司进口替代产品 21-4N 奥氏体气阀钢、GH2132 高温合金材料、镍基耐蚀合金 N06625 盘条、超级奥氏体不锈钢 N08367 相继研发成功；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，这些高附加值产品在国内原先以进口为主，国内尚无其他企业形成批量生产，公司未来将形成独特的高端产品竞争优势；另外，公司与国家电投研究院共同开发的“核电厂海水系统大口径超级奥氏体不锈钢材料”通过科技成果鉴定。截止至 2020 年 5 月，公司共拥有技术专利 88 项，仅 2019 年内公司就获得技术专利 14 项，其中发明专利 5 项，实用新型 9 项，总计较去年增加了 40%。

图 11: 公司专利总计个数

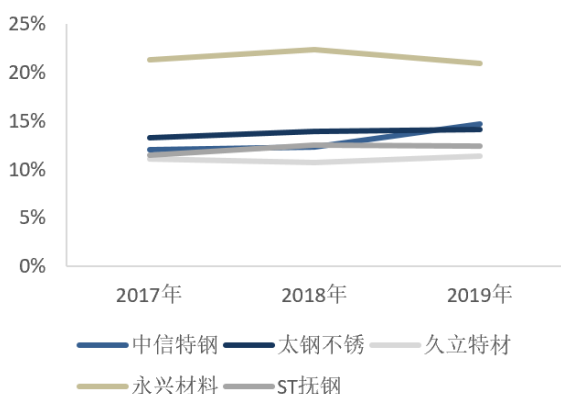


数据来源：Wind，东吴证券研究所

在研发模式方面，公司采用与国家企业技术中心、院士专家工作站等平台合作的模式。近两年来，公司多次与下游供应链、国家企业技术中心及院士专家工作站签订战略

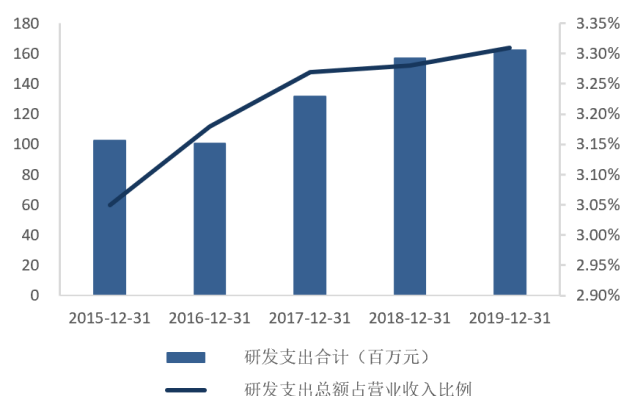
合作框架协议，在研发、生产技术、下游供应链等多方面实现协同效应，此举将帮助公司进一步提升产品研发能力，实现替代进口战略，开拓高端市场。此外，公司还与钢铁研究总院、久立特材、永兴合金共同成立特种不锈钢及合金材料技术创新中心，在提升研发能力的同时，研发成功率也相对较有保障。截至 2019 年底，公司研发投入金额为 1.62 亿元，同比增长 3.38%，且增速呈现逐年增加的趋势；研发人员数量为 297 人，占比为 20.96%，远高于行业其他可比企业，足以证明公司在技术研发方面的努力和决心。

图 12: 公司研发人员占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 13: 公司研发投入金额及占营业收入比重



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 2: 过去两年内公司开展的战略合作事件速览

时间	合作领域	主要内容
与久立签订战略合作框架协议 2019 年 6 月	供应链	久立承诺, 在同等条件下, 将优先采购永兴特钢产品; 永兴承诺, 满足久立特材对管坯原料的个性化定制需求。
	技术	将发挥各自领域的优势, 进行关键技术合作, 共同推进“专、精、特、新”产品和其他工业用产品的研发生产和标准制定。
	资本	久立拟以自有资金 6 亿元购买永兴特钢不低于总股本的 10%且不高 于 20%的股票。
与钢铁研究总院、久立特材及久立永兴特种合金签署成立特钢及合金技术创新中心框架协议 2018 年 12 月	研发	以技术创新中心为平台, 合金公司通过其开展以耐蚀合金、高温合金、特种不锈钢及高强钢材料的研发。
	成果转化	依托合金公司、久立特材、永兴特钢的规模化生产能力和销售平台, 促进钢研总院技术团队在高品质特种合金领域新技术、新工艺、新产品研发成果的转化。
	进口替代	实现国内稀缺的高品质特种合金材料的替代进口, 自主开发满足市场特殊需求的材料, 助推新产品的市场准入, 缩短关

键高品质特种合金材料研发和商业化的周期。

技术交流

在实现关键材料、核心技术自主化的同时，建立适应技术专家团队的长期激励机制与成果转化机制。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

除了对技术研究的高投入、签订战略合作协议之外，公司还积极促进技术成果的转化，部分研发成功的高附加值新品已经逐步投入生产，如国家重点高新产品 TP347H 为代表的大型火电材料被国内三大动力东方锅炉、哈尔滨锅炉、上海电气选用；核电材料应用于阳江核电站反应堆内构件、恰希玛核电站阀门；N08825 耐蚀合金替代进口首次应用于中化集团千万吨炼油高压临氢装置——公司竞争力进一步提升。

2.4. 产线迭代升级与效率提升

公司未来特钢主业的增长，主要来自于迭代升级和技术进步。2019 年，公司公开发行了 7 亿元的可转债，用于对于目前不锈钢生产技术改造以及电池级碳酸锂及上游配套项目的建设 and 补充流动资金。公司目前拥有年产 35 万吨不锈钢和镍基合金的名义炼钢年产能，其中炼钢一厂为 10 万吨，炼钢二厂为 25 万吨。但由于受到生产工艺的限制，炼钢一厂目前实际产量约为生产能力的 60-70%。公司拟用上述部分资金将约 6 万吨产能的模铸生产设备改造为采用高度机械化、自动化的连铸机。改造完成后，炼钢一厂的实际产量将接近 10 万吨，实现 3-4 万吨的提升。按照 2019 年的销售毛利率水平，预计带来 0.44 亿元以上的毛利增量。

此外，一厂设备改造后成材率预计提升 10%以上，公司盈利能力进一步增强。炼钢一厂技术改造完成之后，除了产量能带来质的提升外，成材率也将大幅提升。一厂改造前，采用模铸工艺的成材率仅为 86%-88%，相比之下，采用连铸工艺的二厂的成材率稳定在 98.5%以上，连铸较模铸的成材率高 10%以上，也即每吨钢增加 100 公斤以上产品。对奥氏体不锈钢来说，成材率每提高 1PCT，相当于对炼钢——轧钢全流程能耗降低 1.3%，金属料损耗降低 0.2%。不仅带来成本的下降，同时也使得产品质量的稳定性进一步提升，公司在不锈钢主业上的盈利能力进一步增强。

3. 锂电行业新贵

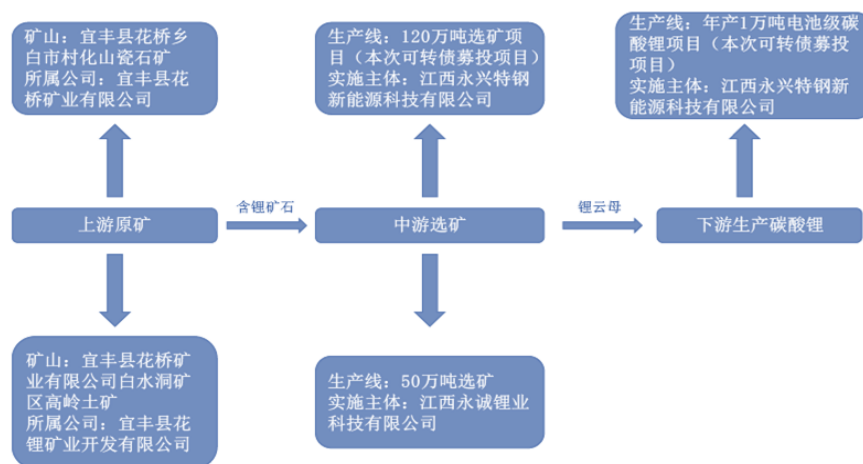
公司从 2017 年开始进军锂电行业，投建年产能 3 万吨锂电材料及年产能 240 万吨采矿、选矿项目，其中 3 万吨锂电材料项目分为 3 条万吨生产线，240 万吨采矿、选矿项目分为两期建设。截至今年 7 月，公司 1 万吨电池级碳酸锂项目已经达产，同时，与

之配套的年产能 120 万吨采矿、选矿项目一期已经建成进入调试阶段；未来公司将根据市场及公司运营情况决定是否继续建设 3 号生产线和 120 万吨采矿、选矿项目二期。根据 2019 年年报，公司在锂矿采选及锂盐产品的营业收入为 15,55.81 万元，毛利率高达 17.37%。

3.1. 全面布局锂电产业，原料优势保障盈利空间

公司锂电新能源板块已完成全产业链布局。公司于 2017 年开始进军碳酸锂领域。在上游原材料端。2018 年永兴新能源、花桥永拓、宜春矿业及花桥矿业签订《关于宜丰县花桥永拓矿业有限公司之股权变更及增加投资的协议》，花桥矿业成为花桥永拓全资子公司，以其拥有的江西省宜丰县白市矿区含锂瓷石为主要原材料，采选出锂云母精矿；在中游选矿项目的布局上，2018 年公司以自有资金 1.97 亿元收购旭锂矿业控股权，并更名为永诚锂业，其 300 万吨的选矿项目与永兴新能源 120 万吨/年锂矿石高效选矿项目形成协同效应，有效保障锂电业务中游选矿；而在下游加工端，公司已于 2020 年初正式投产一条年产 1 万吨的电池级碳酸锂项目，并配套建设了深加工设施。至 2020 年初，公司已经形成了完整的采矿到选矿再到电池级碳酸锂加工的产业链。

图 14: 公司锂电材料领域的全产业链布局



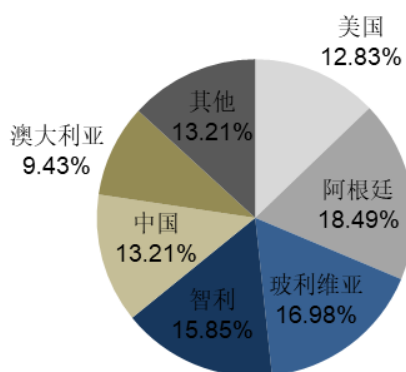
数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司占据锂电原料供应高地。在自然界中，锂矿资源可分为矿石锂和卤水锂两种类型，主要的锂矿物为锂辉石、锂云母、透锂长石和磷铝石等。我国 80%以上的锂矿资源均来自于澳大利亚泰利森的格林布什矿，以天齐锂业和赣锋锂业等为代表的中国企业已经买下了大量的锂矿。而在国内，目前开采的锂矿主要为锂辉石和锂云母。这类矿目前仅见于江西宜春（当地已探明的氧化锂可开采量占全国的 31%、世界的 8.2%），虽然品

位低，但是胜在矿床规模大，易采选。

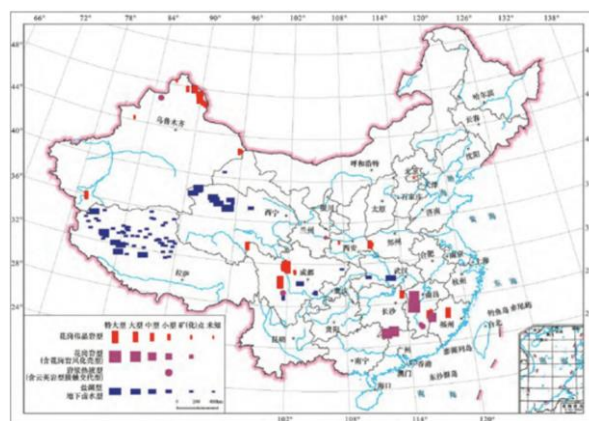
由于矿产资源的垄断性与稀缺性，一般而言，上游采矿企业在整条产业链中具备显著的谈判优势及定价权。根据中国产业信息网在 2018 年发布的《中国锂资源供需情况分析 & 未来锂矿开发趋势分析》，我国已经查明锂资源金属储量为 700 万吨，锂资源分布总体相对集中，青海、西藏和四川锂资源储量占总量达 85.23%，其中西藏和青海为盐湖卤水型，固体型锂矿主要分布于四川、新疆、江西等地，属花岗伟晶岩型的锂辉石或锂云母矿。公司收购了子公司旭锂矿业及花桥矿业之后，依托其锂云母矿资源，在原材料成本端有很强的行业竞争力。

图 15: 锂矿资源全球分布



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

图 16: 中国锂矿床分布图



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

3.2. 云母提锂优势凸显

锂资源来源可大致分为四种工业类型：盐湖型、地下卤水型、硬岩型和热水型。目前锂资源主要来自于盐湖与矿石，其中矿石包括锂辉石和锂云母。目前主流的三种提锂技术为盐湖提锂、锂辉石提锂、锂云母提锂。三种技术优势各异，其中云母提锂在我国发展空间大。从目前国内资源的分布来看，西藏和青海为盐湖卤水型，四川为锂辉石主要出产地，江西宜春地区则是锂云母的主要生产基地。

从资源禀赋和开发成本的角度来看，锂云母提锂优势凸显。我国的盐湖提锂技术受资源、开发成本等因素限制，生产碳酸锂的开发速度相对缓慢，且卤水原材料主要依靠进口。目前，国内企业主要采用固体矿石提取工艺。其中，锂辉石的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，主要国外进口，供应稳定性难以保障，且需要高额运费。与锂辉石相比，云母提锂虽然加工成本偏高——主要是因为云母提锂转化比为 18:1，而锂辉石大约为 8:1，成本增加在原料、辅料和能耗方面，但云母的优势在于就地取材——我国拥有亚洲储量最大的锂云母矿产，原材料价格远低于

于锂辉石。根据公司投资者调研纪要，公司锂云母的生产成本可以降至 500 元/吨以下，原材料成本可低于 1 万/吨，这是很有竞争力的。综合而言，锂云母提锂在成本方面与锂辉石相比有较大优势。另外，虽然锂云母的锂纯度较低，但提锂的副产品可以综合利用产生新的效益。因此从资源禀赋和开发成本的角度，锂云母提锂更具优势。

表 3: 三种提锂技术比较

提锂技术	盐湖提锂	锂辉石提锂	锂云母提锂
原料主出产地	西藏、青海	四川、澳洲进口	江西宜春
生产成本	一般较低	加工成本较低，运输成本高导致原料成本高	原料成本低，但锂云母含锂量较低导致加工成本高
技术限制	青海卤水中含镁较高，镁锂分离技术难度高	锂辉石杂质含量低，提锂技术难度小	锂云母含锂量相对较低，杂质较多，技术受到制约
发展前景	青海省盐湖提锂技术取得重大突破，但企业产能释放存在困难	若能解决进口锂辉石导致的高额运输成本，总体生产成本低将占优	目前锂云母提锂技术上取得重大突破，且有一定的发展空间；提锂的副产品可以产生新的效益
代表企业	蓝晓科技	天齐锂业、赣锋锂业	永兴材料、江特电机

数据来源：《轻金属》，东吴证券研究所

锂云母提锂技术不断改进，成本显著下降。国内较早成立的锂主业公司例如天齐锂业、赣锋锂业等主要采用国外进口锂辉石生产锂，其锂辉石提锂技术已发展多年，趋于成熟，提锂成本稳定，改进空间较小；而如永兴材料、江特电机等公司采用的锂云母提锂技术尚不成熟，仍有较大的提升空间。近年来，行业中锂云母酸化焙烧分解置换工艺的突破，较好的解决了石灰石烧结法、盐类焙烧法等传统提锂方式在生产电池级碳酸锂时暴露出的工艺流程长、能耗高、对生产设施要求高等问题，使得锂云母提锂技术的成本显著下降。目前，公司的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，公司已基本掌握了包括复合盐低温焙烧技术、先成形后隧道窑焙烧的工艺、动力学控制选择性浸出在内的多项锂云母提锂的核心技术与工艺。预计未来随着技术的改进，公司锂云母提锂的成本还有进一步下降的空间。

表 4: 公司掌握的云母提锂核心技术

技术名称	主要作用
复合盐低温焙烧技术	在固氟的同时通过调整优化燃烧工艺，提升氧化锂收得率，并实现了蒸发浓缩车间自产混合盐的回用，使辅料成本大幅下降
先成型后隧道窑焙烧工艺	减少了焙烧过程中锂损耗，大幅提升锂的综合回收率

动力学控制选择性分离技术

一步法沉锂得到电池级碳酸锂，缩短了工艺流程，促进碳酸锂综合成本进一步下降。

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

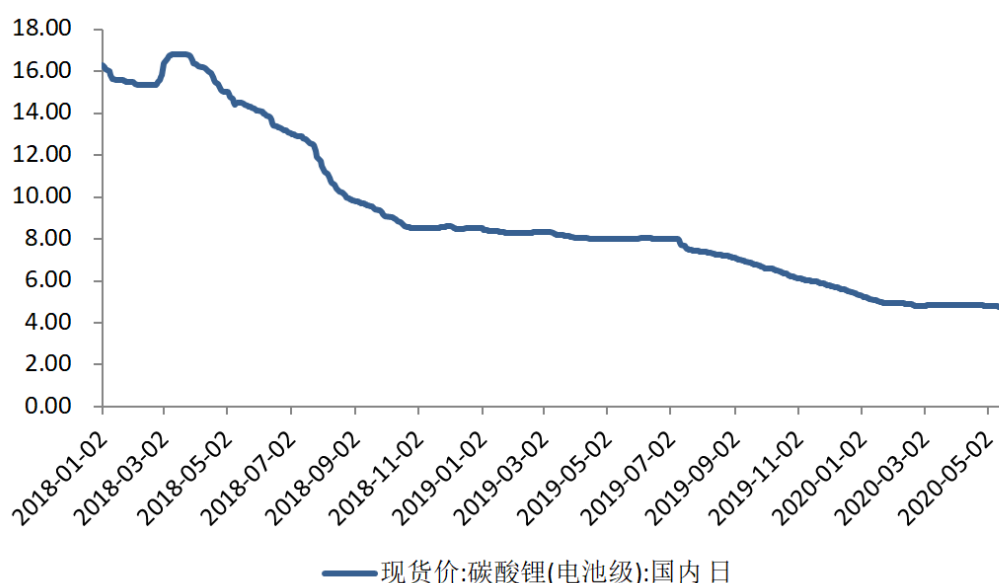
3.3. 锂价格处于底部区间，未来反弹可能性增加

受新冠疫情冲击，近期全球经济陷入低迷，加剧了锂矿行业及其下游厂商的供需失衡。虽然过去2年碳酸锂价格持续走低，但从2019年Q3开始，世界主要精锂矿山开始有计划减产停产，并且力度逐步加大——上游原料减产停产成为缓解行业供需失衡现状的利好信号。同时，我国公布《新能源汽车发展规划（2021年-2035年）》征求意见稿，规划2025年我国新能源汽车销量占比达25%——我国新能源汽车普及进入快车道。综合来看，新冠疫情对行业的冲击是暂时的，随着锂矿及下游厂商积极采取减产停产措施，未来新能源汽车需求迅速增长，国内电池级碳酸锂库存水平将持续下降，行业供需失衡的状况将得到根本性的改善，因此我们认为碳酸锂价格回升可能性正在增加。

3.3.1. 供给端：矿山减产缓解供需失衡

目前，电池级碳酸锂的价格已跌入了本轮周期启动的前期水平，从2018年1月开始一路下跌，至今仅为高点价格的30%，也接近全球碳酸锂成本区间，锂电企业制造锂的原料成本及冶炼加工费继续压缩空间已经有限，又由于库存压力位于高位，我们预计这些企业未来的生产意愿将保持低位。

图 17：碳酸锂价格跌入底部区间（单位：万元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

同时，自 2019 年末以来，锂精矿价格与各矿山生产成本差值不断创造新低。2020 年 Q2 电池级碳酸锂价格逼近 4 万元/吨，预计同期澳洲锂精矿价格将不高于 500 美元/吨，除天齐锂业旗下的 Greenbushes 矿山以外，其他大部分矿山的生产成本预计都超过 400 美元/吨，而部分矿山目前的现金成本甚至高于 500 美元/吨。电池级碳酸锂价格不断下探，巨大的经营压力将迫使高成本矿山减产，甚至停产进入维护期。

2019 年 Q3 以来，澳洲部分矿企陷入经营困境，Alita 已经进入破产托管，Wodgina 进入维护，Pilbara 开始减产，MtCattlin 减产 40%，Altura 2019 年四季度生产下调 23.8%，Whabouchi 暂时关闭。此外，中国白银网 5 月报导称，澳洲 7 座投产矿山中有两座矿山已经关停，分别是 BaldHill 矿山和 Wodgina 矿山。今年 6 月中旬，澳大利亚锂矿商 OrocobreLtd 称今年三季度旗舰矿 Olaroz 碳酸锂销量预计将减少一半以上，且该地区原定于 8 月份开始的检修将提前至 7 月下旬或八月上旬，停工时间长达 3 周，预计 4-6 月期间碳酸锂销量为 1600 吨，去年同期为 3387 吨，同比下降 52.76%。又因为中国锂矿下游公司与澳洲锂矿山关联紧密，澳洲矿山减产将成为下游企业降低库存水平，平衡供需的利好因素。

表 5: 澳洲主要矿山与中国下游企业关联表（部分）

矿山/盐湖	所属公司	下游中国关联企业
WodginaEast	MinaraResources	多家中国客户
Pilbara	PilbaraMinerals.Ltd	宁德时代、赣锋锂业、亿新发展（长城汽车全资子公司）
MtCattlin	Galaxy	多家中国锂盐厂
Pilgangoora 一期	Altura	赣锋锂业、江苏容汇
Pilgangoora 二期	Altura	赣锋锂业、长城汽车
Whabouchi	NemaskaLithium	宁德时代、青山集团
Greenbushes	Talison	天齐锂业
BaldHill	TawanaResources	宝威物料、宝江锂业
MtMarion	RIM	赣锋锂业

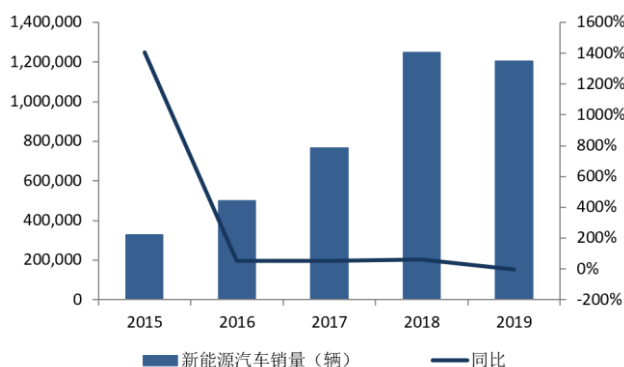
数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

3.3.2. 需求端：政策利好稳定长期增长基本面

在 2019 年，受宏观经济压力、行业下行、燃油车降价销售、补贴大幅度退坡等因素的影响，2019 年我国新能源汽车产销同比下降了 2.3% 和 4.0%，但全年产销仍然维持

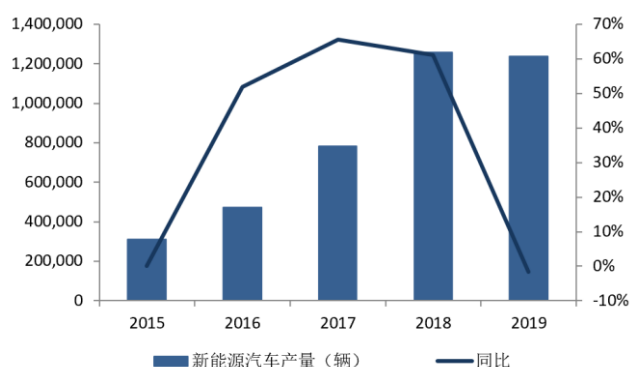
在了 120 万辆的水平，展现出市场需求的强大韧性。2020 年 4 月，工信部等四部委发布《关于完善新能源汽车推广和应用财政补贴政策通知》，明确延长补贴期限、平缓补贴退坡力度和节奏，调整补贴方式等一系列利好政策，这将刺激下半年新能源汽车行业的发展，同时将有助于修复电池级碳酸锂需求的基本面。

图 18: 近五年中国新能源汽车销量及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 19: 2015-2019 年中国新能源汽车产量及同比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

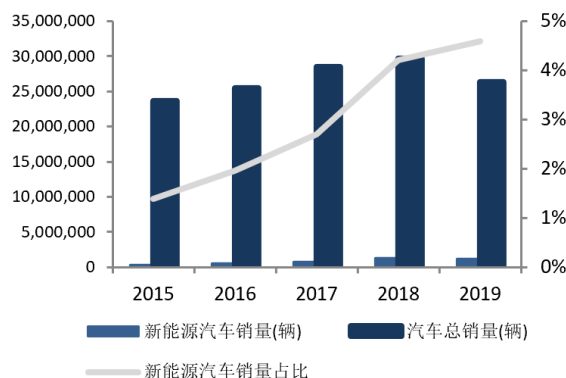
从中期来看，根据工信部《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》征求意见稿，到 2025 年新能源汽车销量占比将提升至 25%。如果按照目前国内每年汽车销量 2800 万测算，则到 2025 年，国内新能源汽车销量将至少达到 700 万辆，预计未来五年新能源汽车销量年均复合增速将达到 40% 以上。以美国雅保 (ALB) 公司报告，每生产一辆插电式混合动力汽车/纯电动汽车需要消耗 40-80KG 碳酸锂为依据，取平均值 60KG 进行估算，则 2025 年当年我国将产生至少 42 万吨碳酸锂需求。目前我国碳酸锂产能远不能满足未来市场的需求，随着时间推移，目前市场上碳酸锂供过于求的现状将得到改善，届时碳酸锂价格将回归正常水准。

图 20: 各类使用锂电池的产品的碳酸锂消耗量

图 21: 近年来我国新能源汽车渗透率稳定上升



数据来源：美国雅保公司，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 电池级碳酸锂利润弹性测算

我们预测近期电池级碳酸锂价格已逐渐运行到底部区间，预计在 4.2-4.4 万元/吨。尽管短期内碳酸锂价格反弹仍有难度，但由于现价已接近大多数企业的成本线，此底部区间支撑较强。

根据公司的可转债项目预计，年产 1 万吨电池级碳酸锂项目将于 2020 年内正式投产，预计本项目产能完全释放后，除税后内部收益率为 24.62%。随着碳酸锂价格底部企稳回升，未来利润可观。未来随着云母提锂的低成本优势将逐渐显现，公司的市占率与产销率有望进一步提升，若公司保持扩产，利润弹性有望进一步扩大。

表 6: 电池级碳酸锂利润弹性测算

净利润 (亿元)		碳酸锂价格 (万元/吨)			
		4.7	5	5.5	6
产量 (万吨)	0.8	0.1	0.7	1.5	2.7
	1	0.3	1.1	2.1	3.6
	1.5	0.8	2	3.5	5.7

数据来源：东吴证券研究所测算

4. 盈利预测与估值

1) 黑色金属冶炼及压延加工业: 我们预计公司 2020-2022 年此业务营收增长率分别为 -4.70%、10.10%、-5.10%。毛利率方面，公司持续推进技术改进项目、研发投入保持高位，并与行业内强企、国家科研机构达成战略合作，未来产品瞄准高端市场，毛利率

保持稳定的小幅增长。

2) 锂矿采选及锂盐制造业: 产能方面, 目前公司 1 万吨电池级碳酸锂项目已经达产, 销售情况良好, 实现产销平衡; 同时公司 120 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目也进入设备调试阶段。2020-2022 年公司本业务将迎来产能的逐步释放, 故我们预测公司 2020-2022 年锂电全产业链营收增速为 1702.31%、76.37%、27.20%。毛利率方面, 公司掌握着自有矿山开采权, 并拥有复合盐低温焙烧技术、先成形后隧道窑焙烧的工艺、动力学控制选择性浸出等锂云母提锂的核心技术与工艺, 公司对锂电业生产成本的控制力明显强于其他可比企业。我们预测公司 2020-2022 年本业务毛利率分别为 15%、18%、25%。

表 7: 公司细分业务盈利预测

	(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
黑色金属冶炼及压延加工业	营收	4894	4664	5135	4873
	成本	4299	4086	4491	4224
	毛利率	12.15%	12.38%	12.53%	13.32%
	毛利	595	577	643	649
锂矿采选及锂盐制造业	营收	16	281	496	631
	成本	13	239	407	473
	毛利率	17.37%	15.00%	18.00%	25.00%
	毛利	3	42	89	158
总计	营业收入	4910	4945	5631	5504
	毛利	599	620	733	807

数据来源: 东吴证券研究所

公司作为高端特钢厂商, 所处行业可比公司有钢研高纳、抚顺特钢、久立特钢等。其中久立特材主营业务与公司业务相同, 都是不锈钢棒线材; 钢研高纳、抚顺特钢与公司同属高端特钢领域厂商。通过对比分析公司与可比公司的 PE、PB 值, 我们认为公司的估值仍处于较低水平。中信特钢是特钢行业的龙头, 但其主要产品是中低端特钢, 而公司的主要产品是高端特钢, 所以我们认为公司的估值理应高于中信特钢, 天齐锂业与赣锋锂业均为锂业龙头, 而它们两者的估值水平都远高于永兴材料, 公司作为锂电新贵, 估值水平理应得到进一步提升。综上几个方面, 我们认为公司的估值仍有较大的向上空间。

表 8: 可比公司估值 (2020/7/29)

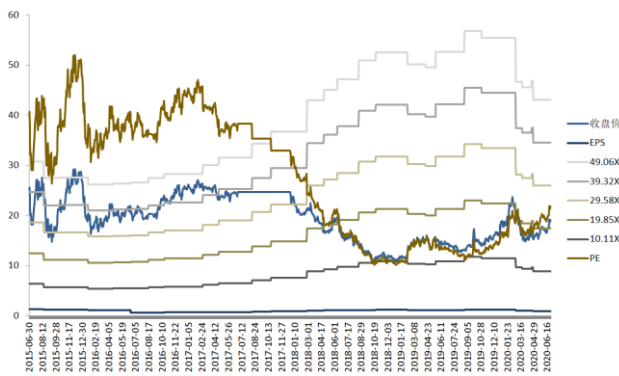
代码	简称	股价 (元)					PE (倍)				
		最新	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
002756	永兴材料	18.96	19.87	17.88	14.74	12.41	2.01	1.89	1.81	1.68	
300034	钢研高纳	24.09	58.09	59.90	47.44	39.83	3.71	4.63	4.68	4.62	
000708	抚顺特钢	5.46	24.51	29.64	22.97	19.00	1.62	2.35	2.42	2.42	
002318	久立特材	8.91	17.16	15.23	13.45	12.50	2.33	2.03	2.04	2.03	
000708	中信特钢	20.20	13.56	17.22	15.76	14.54	0.74	0.61	0.61	0.61	
002466	天齐锂业	26.11	-6.83	964.17	56.83	110.19	4.57	4.78	4.32	4.38	
002460	赣锋锂业	57.00	112.28	104.08	63.12	48.58	2.99	5.46	5.41	5.41	

数据来源: Wind 一致预测, 东吴证券研究所测算

注: 永兴材料估值由东吴证券研究所测算, 其余公司估值来自 Wind 一致预测

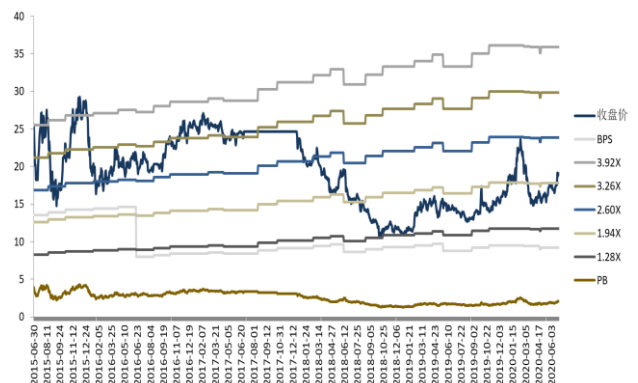
回顾公司历史 PE/PB 走势, 公司自 2015 年 Q4 达到 PE/PB 历史高点, 经历 2016 年初下降后保持增长, 最终在 2016 年底达到阶段顶点后连续三年呈现总体下降态势, 并于 2018 年 Q3 达到历史低点。2020 年上半年, 公司 PE/PB 均保持小幅增长的势头, 但目前公司的 PE、PB 值仍处于历史水平的低位, 我们认为公司的估值仍有较大的向上空间。

图 22: 公司 PE-Band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 23: 公司 PB-Band



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 投资建议

我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 49.45 亿元、56.31 亿元、55.04 亿元, 同比增长 0.7%、13.9%、-2.2%; 实现归母净利润分别为 3.82 亿元、4.63 亿元、5.50 亿元, 同比增长 11.7%、21.2%、18.7%, 对应 PE 分别为 17.88 倍、14.74 倍、12.41 倍,

考虑到公司目前的估值水平处于历史的相对低位，且目前 PE、PB 估值均处于行业中下水平，故首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

1、原材料价格波动风险

公司的主要原材料为不锈废钢、镍合金和铬铁合金等，占生产成本的比重在 85%左右。由于原材料价格的影响因素较多，在未来出现波动的可能性较大，可能会影响到公司的盈利能力。

2、碳酸锂价格波动风险

未来碳酸锂市场存在价格波动风险，项目建成后市场供求变化可能与预期不一致。

3、云母提锂技术改进不及预期

公司云母提锂技术改进不及预期，导致提锂效率提升与预期不一致。

永兴材料三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,162	2,174	2,414	2,486	营业收入	4,909	4,945	5,631	5,504
现金	652	682	734	1,043	减:营业成本	4,312	4,325	4,898	4,697
应收账款	164	160	209	152	营业税金及附加	48	45	51	50
存货	448	396	560	357	营业费用	46	47	53	52
其他流动资产	897	937	911	934	管理费用	236	240	273	267
非流动资产	2,380	2,364	2,489	2,376	财务费用	-8	-9	-12	-18
长期股权投资	264	275	285	294	资产减值损失	-47	-3	-6	-20
固定资产	981	1,047	1,194	1,153	加:投资净收益	-7	2	-6	-4
在建工程	759	614	557	436	其他收益	133	109	118	127
无形资产	242	268	299	338	营业利润	415	463	560	664
其他非流动资产	134	159	154	153	加:营业外净收支	-2	-2	-2	-2
资产总计	4,542	4,538	4,903	4,861	利润总额	413	461	558	663
流动负债	777	594	823	546	减:所得税费用	73	81	98	116
短期借款	50	0	0	0	少数股东损益	-3	-2	-3	-4
应付账款	507	393	626	351	归属母公司净利润	344	382	463	550
其他流动负债	220	201	197	195	EBIT	407	447	541	639
非流动负债	308	271	242	202	EBITDA	513	547	661	775
长期借款	164	131	100	64					
其他非流动负债	144	140	142	138					
负债合计	1,085	865	1,064	748	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	66	65	62	59	每股收益(元)	0.95	1.06	1.29	1.53
归属母公司股东权益	3,391	3,608	3,777	4,054	每股净资产(元)	9.42	10.02	10.49	11.26
负债和股东权益	4,542	4,538	4,903	4,861	发行在外股份(百万股)	360	360	360	360
					ROIC(%)	11.9%	12.8%	15.1%	18.3%
					ROE(%)	9.8%	10.4%	12.0%	13.3%
					毛利率(%)	12.2%	12.5%	13.0%	14.7%
					销售净利率(%)	7.0%	7.7%	8.2%	10.0%
					资产负债率(%)	23.9%	19.1%	21.7%	15.4%
					收入增长率(%)	2.4%	0.7%	13.9%	-2.2%
					净利润增长率(%)	-11.9%	11.7%	21.2%	18.7%
					P/E	19.87	17.88	14.74	12.41
					P/B	2.01	1.89	1.81	1.68
					EV/EBITDA	12.89	11.79	9.65	7.77

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

