

市场价格 (人民币): 54.22 元

给予国产锂资源公司充分溢价

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	3.84
已上市流通 A 股(亿股)	2.36
总市值(亿元)	208.44
年内股价最高最低(元)	54.22/14.83
沪深 300 指数	5211
中小板综	12728



公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,794	4,909	5,162	5,660	5,990
营业收入增长率	18.93%	2.40%	5.14%	9.65%	5.83%
归母净利润(百万元)	387	344	337	520	584
归母净利润增长率	10.13%	-11.29%	-1.85%	54.22%	12.35%
摊薄每股收益(元)	1.076	0.954	0.937	1.445	1.623
每股经营性现金流净额	1.41	0.84	1.35	1.75	1.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.37%	13.06%	11.97%	16.62%	16.80%
P/E	11.08	18.81	57.88	37.53	33.41
P/B	1.26	2.46	6.93	6.24	5.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 市场应当给予有资源优势的公司充分溢价，特别是拥有国内锂资源的公司。
 - ✓ 保障战略性矿产资源的自主可控。国内锂资源高度依赖进口，意味着锂矿话语权在海外，这点类比铁矿石。
 - ✓ 云母提锂的资源优势。国内云母提锂企业集中在江西宜春，宜春拥有世界最大的锂云母矿，氧化锂可开采量占全国 31%、世界 8%，号称亚洲锂都。云母提锂技术为中国特有，锂云母可以做到资源的自主可控。
 - ✓ 资源价格上行强预期。锂精矿价格已展开一轮反弹，相应抬升碳酸锂加工企业成本。原料上涨过程中，有资源的公司享受双重利润弹性。
 - ✓ 永兴云母矿可完全自供且在上市公司体内，矿权面积 1.87 平方公里，已探明 0.38 平方公里，折合资源量 4500 万吨，保证公司扩产需求。
- 云母提锂元年，由 0 到 1 过程中的估值修复弹性最大。因为历史原因，二级市场对云母提锂印象差、偏见深，也成为压制估值重要因素。我们认为，20 年可以认为是云母元年，即从 0 到 1 真正实现产业化，那市场对锂云母公司估值的修复或者溢价将持续到这些公司开始释放业绩，也就是 21Q1。
- 扩产以及产量可能存在的预期差。公司在三季报及投资者关系交流中提到，Q3 后最高单月产量已超 1000 吨，判断是其首创的隧道窑技术发挥较大作用，提高了锂的收得率，产能利用率或超 110%。预计 21 年大概率将进行 2 万吨的扩产，若均为隧道窑生产线，实际产量或将在 3.3-3.5 万吨。
- 给予靠谱做事情的公司充分溢价。17 年公司涉足云母提锂时市场对其高点切入云母提锂非常悲观。我们一直强调，公司不锈钢主业已证明了足够优秀（市占率国内第二、负债率 29%、业绩 5 年复合增速 17%、股息率 3%），公司用 3 年时间兑现承诺，也证明了管理层对锂电新能源产业链布局的眼光、执行力。我们认为可以继续给此类确定性公司溢价，18-20 年兑现云母提锂技术，21Q1 开始兑现碳酸锂业务业绩。

盈利预测&投资建议

- 预计 20-22 年 EPS 分别为 0.94 元、1.45 元、1.62 元，对应 PE 分别为 58 倍、37 倍、33 倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 碳酸锂价格上涨不达预期；宏观需求下行风险。

相关报告

- 1.《锂价拐点催化，碳酸锂业务进入业绩兑现期-永兴材料推荐报告》，2020.11.9
- 2.《疫情影响 Q1 产销量，碳酸锂开始放量-永兴材料业绩点评》，2020.4.26
- 3.《减值短期影响落地，继续看好碳酸锂放量-公司点评》，2020.1.14

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

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	4,031	4,794	4,909	5,162	5,660	5,990
增长率		18.9%	2.4%	5.1%	9.6%	5.8%
主营业务成本	-3,392	-4,077	-4,312	-4,332	-4,696	-4,940
%销售收入	84.1%	85.0%	87.8%	83.9%	83.0%	82.5%
毛利	639	717	597	830	964	1,050
%销售收入	15.9%	15.0%	12.2%	16.1%	17.0%	17.5%
营业税金及附加	-31	-55	-48	-51	-55	-59
%销售收入	0.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-43	-45	-46	-49	-54	-57
%销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-209	-77	-73	-77	-85	-90
%销售收入	5.2%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	0	-157	-162	-170	-187	-198
%销售收入	0.0%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
息税前利润 (EBIT)	356	383	268	483	583	647
%销售收入	8.8%	8.0%	5.5%	9.4%	10.3%	10.8%
财务费用	-2	-17	8	-9	-8	-2
%销售收入	0.1%	0.3%	-0.2%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-3	-34	-47	-79	35	40
公允价值变动收益	1	0	0	0	0	0
投资收益	28	-14	-7	-10	-10	-10
%税前利润	6.9%	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	413	450	415	400	615	690
营业利润率	10.2%	9.4%	8.4%	7.7%	10.9%	11.5%
营业外收支	-5	-4	-2	-3	-3	-3
税前利润	407	446	413	397	612	687
利润率	10.1%	9.3%	8.4%	7.7%	10.8%	11.5%
所得税	-56	-60	-73	-60	-92	-103
所得税率	13.7%	13.5%	17.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	351	386	340	337	520	584
少数股东损益	0	-1	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	352	387	344	337	520	584
净利率	8.7%	8.1%	7.0%	6.5%	9.2%	9.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	351	386	340	337	520	584
少数股东损益	0	-1	-3	0	0	0
非现金支出	63	124	152	171	66	68
非经营收益	-24	15	-105	39	28	26
营运资金变动	-67	-19	-85	-61	17	4
经营活动现金净流	322	507	302	485	631	683
资本开支	-191	-377	-210	-230	-168	-118
投资	-329	245	232	24	-6	-6
其他	61	20	16	-10	-10	-10
投资活动现金净流	-458	-112	38	-216	-184	-134
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	46	212	-30	-47	17
其他	-49	-365	-387	-171	-228	-252
筹资活动现金净流	-49	-319	-176	-201	-275	-235
现金净流量	-185	76	164	68	172	314

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	366	442	652	720	892	1,206
应收账款	1,058	1,173	171	163	178	189
存货	348	393	448	435	420	442
其他流动资产	590	328	131	140	142	143
流动资产	2,362	2,336	1,403	1,458	1,633	1,980
%总资产	59.6%	53.8%	37.1%	37.4%	39.0%	43.2%
长期投资	553	274	274	280	286	292
固定资产	976	1,380	1,740	1,803	1,856	1,854
%总资产	24.6%	31.8%	46.0%	46.3%	44.4%	40.4%
无形资产	67	328	344	356	406	461
非流动资产	1,600	2,008	2,380	2,438	2,548	2,606
%总资产	40.4%	46.2%	62.9%	62.6%	61.0%	56.8%
资产总计	3,962	4,344	3,783	3,896	4,181	4,586
短期借款	0	74	124	154	101	112
应付款项	364	467	561	534	528	556
其他流动负债	140	235	91	79	105	115
流动负债	504	776	777	767	734	782
长期贷款	0	0	164	164	164	164
其他长期负债	85	154	144	82	88	94
负债	588	930	1,085	1,013	986	1,041
普通股股东权益	3,374	3,405	2,632	2,816	3,128	3,479
其中：股本	360	360	360	360	360	360
未分配利润	1,925	1,915	1,854	2,056	2,368	2,719
少数股东权益	0	9	66	66	66	66
负债股东权益合计	3,962	4,344	3,783	3,896	4,181	4,586

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.977	1.076	0.954	0.937	1.445	1.623
每股净资产	9.372	9.458	7.310	7.823	8.690	9.664
每股经营现金净流	0.896	1.408	0.839	1.347	1.752	1.898
每股股利	0.130	1.000	1.000	0.375	0.578	0.649
回报率						
净资产收益率	10.42%	11.37%	13.06%	11.97%	16.62%	16.80%
总资产收益率	8.88%	8.92%	9.08%	8.66%	12.44%	12.74%
投入资本收益率	9.11%	9.50%	7.38%	12.82%	14.31%	14.39%
增长率						
主营业务收入增长率	27.44%	18.93%	2.40%	5.14%	9.65%	5.83%
EBIT 增长率	45.55%	7.56%	-30.12%	80.40%	20.66%	11.07%
净利润增长率	38.66%	10.13%	-11.29%	-1.85%	54.22%	12.35%
总资产增长率	14.34%	9.64%	-12.91%	2.98%	7.31%	9.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.9	9.1	12.0	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	37.4	33.2	35.6	37.0	33.0	33.0
应付账款周转天数	26.4	31.7	38.0	40.0	36.0	36.0
固定资产周转天数	47.7	75.3	72.9	70.2	64.3	57.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-10.86%	-10.79%	-15.38%	-15.70%	-21.21%	-27.67%
EBIT 利息保障倍数	163.1	23.0	-32.9	54.4	72.2	390.7
资产负债率	14.85%	21.40%	28.68%	26.01%	23.58%	22.70%

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	9	13	21
增持	0	0	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.10	1.24	1.00

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-11-11	买入	15.11	21.90~21.90
2	2019-12-08	买入	16.32	21.90~21.90
3	2020-01-14	买入	18.63	22.00~22.00
4	2020-04-26	买入	15.51	22.00
5	2020-11-09	买入	19.91	N/A

来源：国金证券研究所



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，不作为或被视作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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402