

证券研究报告—动态报告

黑色金属

钢铁 II

永兴材料(002756)

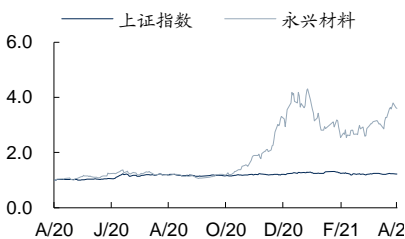
买入

2020 年报及 2021 一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	406/265
总市值/流通(百万元)	22,270/14,523
上证综指/深圳成指	3,443/14,264
12 个月最高/最低(元)	69.29/14.55

相关研究报告:

《永兴材料-002756-深度报告: 双主业并行发展, 量价齐升可期》——2021-02-02

证券分析师: 刘孟茜

电话: 010-88005312
E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 冯思宇

电话:
E-MAIL: fengsiyu@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

低成本优势确认, 碳酸锂高增长可期

● 特钢业务稳步发展, 锂电材料规模初现

2020 年, 公司全年实现归母净利润 2.6 亿元, 同比下降 24.9%, 业绩低于预期。利润同比下降主要因 2019 年有 9917 万元资产处置收益, 此外 2020 年公司计提资产及信用减值损失约 7800 万元。2021 年 Q1, 公司实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 67.6%, 业绩符合预期。

● 云母提锂工艺成熟, 低成本优势确认

2020 年公司锂电新能源业务进入运营阶段, 四季度公司碳酸锂产量达到 3224 吨, 折算产能利用率超过 120%。公司云母提锂复合盐低温焙烧技术路线得到验证。公司依托自有的采矿、选矿到碳酸锂深加工的全产业链, 成本优势确认, 四季度单吨碳酸锂生产成本仅 3.3 万元。

● 资源优势凸显, 进入高增长期

从量的角度, 二期年产 2 万吨电池级碳酸锂项目带来新增长, 第一条生产线预计于 2021 年三季度末建成投产。从价的角度, 碳酸锂价格持续上涨, 而公司成本可控, 利润空间将迎大幅增长。因矿石自供率高, 随着锂辉石价格的持续上涨, 公司的成本优势将越来越突出。

● 特钢业务稳扎稳打, 产品结构持续优化

2020 年公司通过装备工艺改进, 有效弥补疫情下停工停产的不利影响, 全年完成特钢产量 29.5 万吨, 其中下半年完成产量 16.3 万吨, 同比增长 9.2%。高附加值产品比例增加促使毛利率小幅抬升。

● 风险提示: 新能源汽车政策变动导致锂盐需求增速不及预期; 年产 2 万吨电池级碳酸锂项目建设进度不及预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级

公司成本管控优质、经营效率高、资债结构好。考虑到新能源汽车需求向好, 碳酸锂价格大幅上涨, 我们小幅上调了业绩预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润 7.4/12.7/15.3 亿元; 摊薄 EPS 为 1.83/3.12/3.77 元, 当前股价对应 PE 为 30.0/17.6/14.5x。公司特钢业务盈利稳定, 锂电业务将迎量价齐升, 进入高速成长期, 维持“买入”评级。

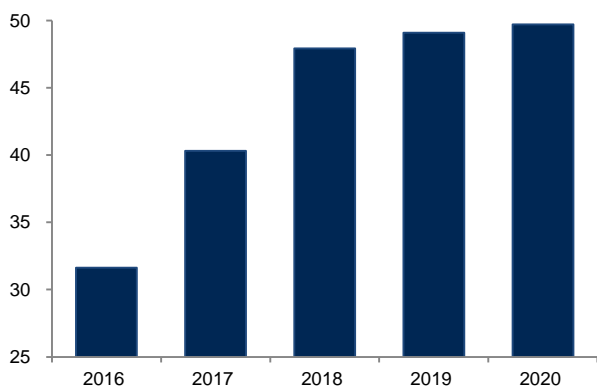
盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4,973	6,376	7,878	8,474
(+/-%)	1.3%	28.20%	23.57%	7.56%
净利润(百万元)	258	743	1,266	1,531
(+/-%)	-24.9%	188.0%	70.4%	20.9%
摊薄每股收益(元)	0.66	1.83	3.12	3.77
EBIT Margin	9.0%	14.0%	19.4%	21.7%
净资产收益率(ROE)	6.4%	16.9%	25.2%	26.4%
市盈率(PE)	83.7	30.0	17.6	14.5
EV/EBITDA	39.0	22.2	13.7	11.5
市净率(PB)	5.4	5.1	4.4	3.8

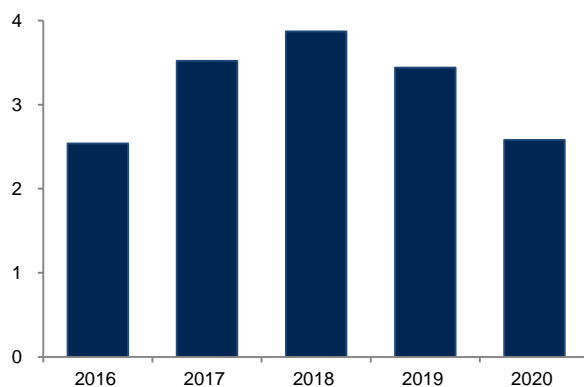
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

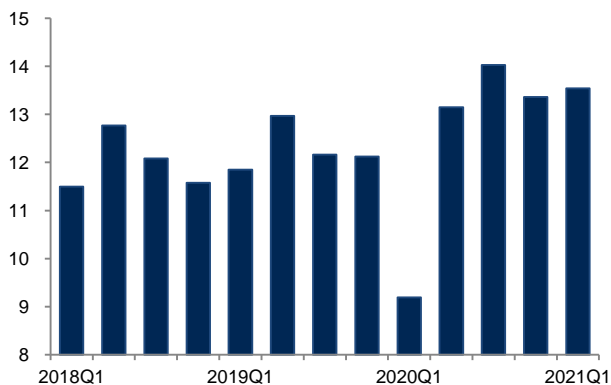
特钢业务稳步发展，锂电材料规模初现。2020年，公司全年实现营业收入49.7亿元，同比增长1.3%，归母净利润2.6亿元，同比下降24.9%，业绩低于预期。利润同比下降主要因2019年基数高，公司因拆迁补偿及转让锻造车间等资产形成9917万元资产处置收益，此外2020年公司对商誉及应收账款等事项计提资产及信用减值损失约7800万元。公司全年实现扣非后归母净利润1.8亿元，同比增长12.1%。此外，公司计划向全体股东每10股派发现金红利3.1元（含税）。2021年一季度，公司实现营业收入13.5亿元，同比增长47.4%，归母净利润1.2亿元，同比增长67.6%，业绩符合预期。

图 1：公司营业收入（亿元）


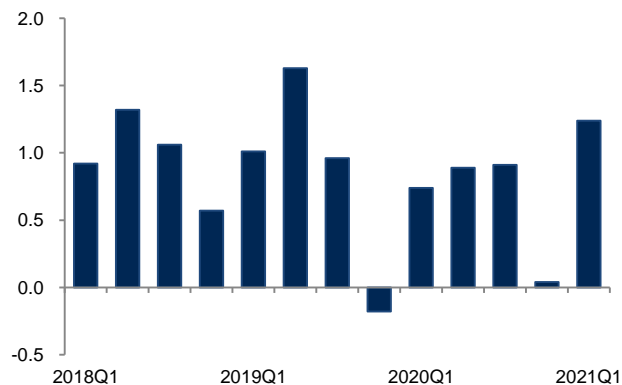
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润（亿元）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司单季营业收入（亿元）


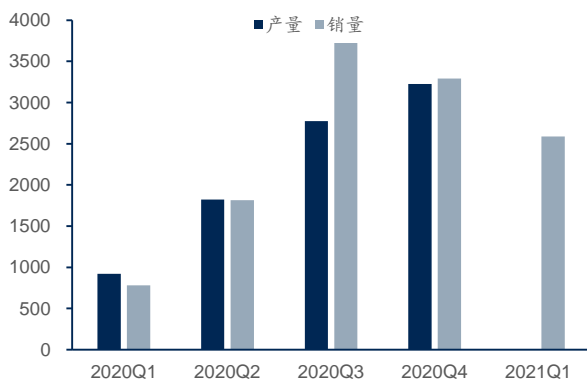
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季归母净利润（亿元）


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

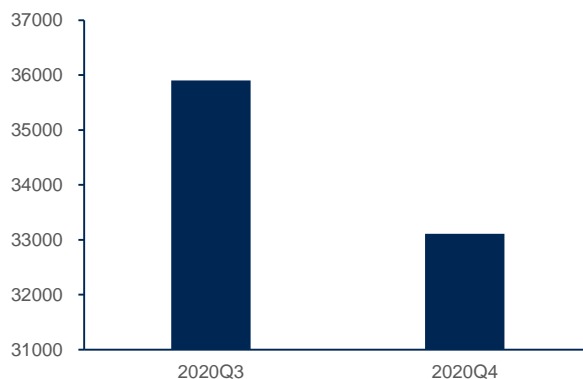
云母提锂工艺成熟，低成本优势确认。2020年公司锂电新能源业务进入运营阶段，四季度公司碳酸锂产量达到3224吨，折算产能利用率超过120%。公司云母提锂复合盐低温焙烧技术路线得到验证，电池级高纯度碳酸锂生产工艺成熟。公司依托自有的采矿、选矿到碳酸锂深加工的全产业链，成本优势确认，四季度，单吨碳酸锂生产成本仅3.3万元。

图 5: 公司碳酸锂单季产销量 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

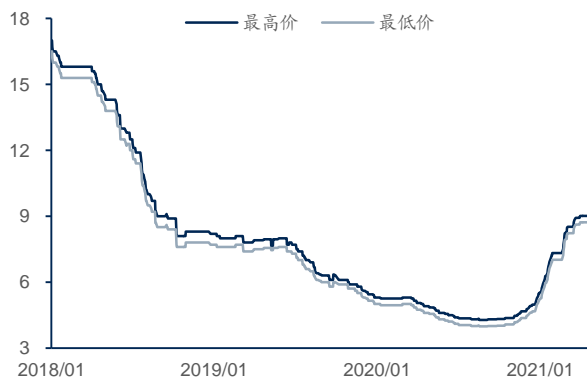
图 6: 公司单吨碳酸锂生产成本 (元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

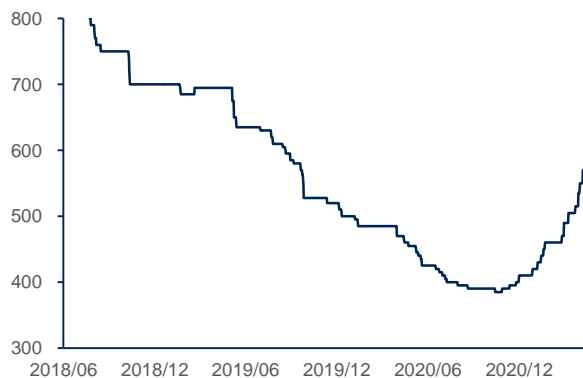
资源优势凸显，进入高增长期。从量的角度来看，二期项目带来新增长，年产 2 万吨电池级碳酸锂项目第一条生产线预计于 2021 年三季度末建成投产，第二条生产线于 2022 年一季度末建成投产。目前，年产 2 万吨电池级碳酸锂项目已基本完成可研报告、路面建设等前期工作，并举行了开工仪式，正在进行设备选购；选矿项目正在开展场地平整。从价的角度看，碳酸锂价格持续上涨，截至 4 月 26 日江西电池级碳酸锂最高价已升至 9.02 万元，而公司成本可控，利润空间将迎大幅增长。公司拥有上游优质锂矿，公司控股子公司花桥矿业累计查明控制的经济资源量矿石量 4507.30 万吨，联营公司花锂矿业累计查明控制的经济资源量矿石量 730.74 万吨。因矿石自供率高，随着锂辉石价格的持续上涨，公司的成本优势将越来越突出。

图 7: 江西电池级碳酸锂价格 (元/吨)



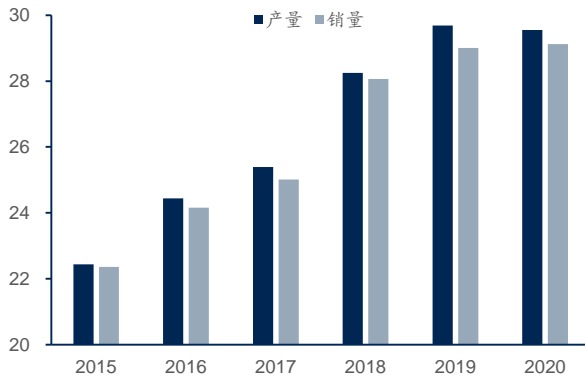
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 澳大利亚锂辉石 5%到岸价 (美元/吨)

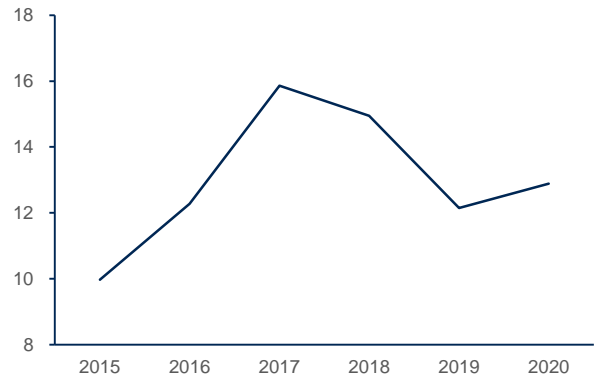


资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

特钢业务稳扎稳打，产品结构持续优化。2020 年公司通过装备工艺改进，有效弥补疫情下停工停产的不利影响，全年完成特钢产量 29.5 万吨、销量 29.1 万吨，其中下半年完成产量 16.3 万吨，同比增长 9.2%。高附加值产品比例增加促使毛利率小幅抬升，2020 年公司单吨毛利超过 3000 元的产品销量占比达到 21.1%，较 2019 年提高 8.2 个百分点。

图 9: 公司特钢产品产销量 (万吨)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司特钢产品毛利率 (%)


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“买入”评级。公司成本管控优质、经营效率高、资债结构好。考虑到新能源汽车需求向好, 碳酸锂价格大幅上涨, 我们小幅上调了业绩预测。预计公司 2021-2023 年收入 63.8/78.8/84.7 亿元 (原预测 61.2/73.8-), 同比增速 28.2%/23.6%/7.6%, 归母净利润 7.4/12.7/15.3 亿元 (原预测 7.3/12.9/-), 同比增速 188.0%/70.4%/20.9%; 摊薄 EPS 为 1.83/3.12/3.77 元, 当前股价对应 PE 为 30.0/17.6/14.5x。公司特钢业务盈利稳定, 锂电业务将迎量价齐升, 进入高速成长期, 维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 210427	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (20A)	PB (LF)	投资 评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002756	永兴材料	54.86	222.70	0.71	1.83	3.12	3.77	77.27	29.98	17.58	14.55	6.41	5.15	买入
002460	赣锋锂业	96.49	1,308.34	0.76	1.72	2.51	3.65	127.0	56.10	38.44	26.44	9.57	12.92	买入
002318	久立特材	14.34	140.13	0.81	0.83	0.94	1.14	17.70	17.28	15.26	12.58	16.06	2.91	无评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

备注: 久立特材盈利预测采用 Wind180 天一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1417	850	974	1686	营业收入	4973	6376	7878	8474
应收款项	121	175	216	232	营业成本	4360	5096	5873	6117
存货净额	557	547	631	656	营业税金及附加	36	51	63	68
其他流动资产	885	1084	1339	1441	销售费用	47	57	71	76
流动资产合计	2980	2656	3162	4017	管理费用	80	84	104	111
固定资产	1775	2321	2544	2469	财务费用	(5)	(5)	(5)	(11)
无形资产及其他	241	234	227	220	投资收益	(10)	(8)	(8)	(8)
投资性房地产	102	102	102	102	资产减值及公允价值变动	30	20	20	20
长期股权投资	263	263	263	263	其他收入	(150)	(197)	(242)	(260)
资产总计	5362	5576	6298	7071	营业利润	326	907	1543	1864
短期借款及交易性金融负债	171	120	80	50	营业外净收支	(5)	(3)	(3)	(3)
应付款项	629	683	789	821	利润总额	321	904	1540	1861
其他流动负债	319	160	185	193	所得税费用	64	163	277	335
流动负债合计	1119	963	1054	1064	少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	258	743	1266	1531
其他长期负债	149	149	149	149					
长期负债合计	149	149	149	149	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1267	1112	1202	1212	净利润	258	743	1266	1531
少数股东权益	66	66	64	61	资产减值准备	(8)	16	18	1
股东权益	4028	4399	5032	5798	折旧摊销	136	165	186	201
负债和股东权益总计	5362	5576	6298	7071	公允价值变动损失	(30)	(20)	(20)	(20)
					财务费用	(5)	(5)	(5)	(11)
关键财务与估值指标					营运资本变动	219	(332)	(233)	(102)
	2020	2021E	2022E	2023E	其它	8	(17)	(19)	(3)
每股收益	0.66	1.83	3.12	3.77	经营活动现金流	582	555	1198	1607
每股红利	0.44	0.92	1.56	1.89	资本开支	(186)	(700)	(400)	(100)
每股净资产	10.23	10.84	12.40	14.28	其它投资现金流	49	0	0	0
ROIC	10%	19%	31%	36%	投资活动现金流	(134)	(700)	(400)	(100)
ROE	6%	17%	25%	26%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	12%	20%	25%	28%	负债净变化	(164)	0	0	0
EBIT Margin	9%	14%	19%	22%	支付股利、利息	(174)	(371)	(633)	(765)
EBITDA Margin	12%	17%	22%	24%	其它融资现金流	992	(51)	(40)	(30)
收入增长	1%	28%	24%	8%	融资活动现金流	316	(422)	(673)	(795)
净利润增长率	-25%	188%	70%	21%	现金净变动	764	(567)	125	712
资产负债率	25%	21%	20%	18%	货币资金的期初余额	652	1417	850	974
息率	0.8%	1.7%	2.9%	3.5%	货币资金的期末余额	1417	850	974	1686
P/E	83.7	30.0	17.6	14.5	企业自由现金流	530	(137)	805	1509
P/B	5.4	5.1	4.4	3.8	权益自由现金流	1358	(183)	769	1488
EV/EBITDA	39.0	22.2	13.7	11.5					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032