

金属, 采矿, 制品/原材料

永兴特钢 (002756)

首次覆盖

# 不锈钢长材龙头业绩稳步提升

## ——永兴特钢首次覆盖报告

|                                                                                   |                     |                     |                   |
|-----------------------------------------------------------------------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
|  | 鲍雁辛 (分析师)           | 李鹏飞 (研究助理)          | 魏雨迪 (研究助理)        |
|  | 0755-23976830       | 010-59312799        | 021-38674763      |
|  | baoyanxin@gtjas.com | lipengfei@gtjas.com | weiyudi@gtjas.com |
| 证书编号                                                                              | S0880513070005      | S0880117090041      | S0880117120039    |

### 本报告导读:

公司为国内不锈钢长材行业龙头企业, 受益于制造业升级和政策积极带来的油气投资回暖, 公司订单和业绩有望提升。而随着公司电池级碳酸锂产线落地, 未来盈利可期。

**投资要点:**

**首次覆盖, 给予“增持”评级。**公司是国内不锈钢长材龙头企业, 我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.23、1.44、1.66 元, 参考可比公司, 给予公司 2018 年 PE 13 倍进行估值, 对应目标价 15.99 元, “增持”评级。

**制造业转型升级, 中高端不锈钢或迎来加速发展。**制造业转型升级是我国从制造业大国变为制造业强国的唯一途径, 亦是关系到中国能否跨出中等收入陷阱的关键, 因而我们认为政府进一步推动制造业转型升级是大势所趋。而不锈钢长材, 尤其是中高端不锈钢长材产品与高端装备制造业息息相关。随着未来高端装备制造业向更高水平不断迈进, 中高端不锈钢产品的研发生产有望迎来快速发展。

**油气投资上行, 不锈钢棒材需求边际改善。**我国原油天然气对外依存度逐年提高, 勘探开发力度亟需加大。结合原油价格维持高位和国内政策的积极定调, 我们认为我国油气投资上行较为确定。石化行业作为不锈钢棒材主要下游, 其景气上行将带动公司订单进一步转好。

**碳酸锂供需整体平衡, 新能源汽车带动碳酸锂消费。**虽然碳酸锂产能增加较快, 但考虑到新能源汽车的产销量快速增长, 碳酸锂的整体供需将保持相对平衡。2018 年碳酸锂价格调整之后已有企稳迹象, 长期来看, 碳酸锂价格不必悲观。公司年产 1 万吨碳酸锂项目预期于 2019 年 4 季度投产, 而随着云母提锂技术的突破, 公司投产时间或提前, 碳酸锂项目将为公司贡献业绩增量。

**风险提示:** 制造业投资大幅下降; 碳酸锂价格大幅下跌。

| 财务摘要 (百万元)  | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 3,163 | 4,031 | 4,863 | 5,500 | 5,966 |
| (+/-)%      | -6%   | 27%   | 21%   | 13%   | 8%    |
| 经营利润 (EBIT) | 243   | 353   | 419   | 507   | 603   |
| (+/-)%      | 13%   | 46%   | 18%   | 21%   | 19%   |
| 净利润 (归母)    | 254   | 352   | 441   | 517   | 598   |
| (+/-)%      | 14%   | 39%   | 26%   | 17%   | 16%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.70  | 0.98  | 1.23  | 1.44  | 1.66  |
| 每股股利 (元)    | 0.13  | 1.00  | 0.50  | 0.58  | 0.66  |

| 利润率和估值指标    | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 7.7%  | 8.8%  | 8.6%  | 9.2%  | 10.1% |
| 净资产收益率 (%)  | 8.3%  | 10.4% | 12.1% | 13.1% | 13.9% |
| 投入资本回报率 (%) | 9.1%  | 12.4% | 15.3% | 14.9% | 15.7% |
| EV/EBITDA   | 14.4  | 10.9  | 8.1   | 7.0   | 6.1   |
| 市盈率         | 19.2  | 13.8  | 11.0  | 9.4   | 8.1   |
| 股息率 (%)     | 1.0%  | 7.4%  | 3.7%  | 4.3%  | 4.9%  |

评级:

增持

目标价格:

15.99

当前价格:

12.78

2018.12.12

### 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 11.32-30.99 |
| 总市值 (百万元)        | 4,604       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 360/185     |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 51%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 2.29        |
| 日均成交值 (百万元)      | 30.00       |

### 资产负债表摘要

|            |         |
|------------|---------|
| 股东权益 (百万元) | 3,346   |
| 每股净资产      | 9.30    |
| 市净率        | 1.4     |
| 净负债率       | -10.81% |

| EPS (元) | 2017A | 2018E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.18  | 0.12  |
| Q2      | 0.28  | 0.29  |
| Q3      | 0.26  | 0.45  |
| Q4      | 0.25  | 0.37  |
| 全年      | 0.98  | 1.23  |

### 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M  |
|--------|-----|-----|------|
| 绝对升幅   | -1% | -7% | -53% |
| 相对指数   | -1% | -1% | -22% |

模型更新时间: 2018.12.12

## 股票研究

原材料  
金属, 采矿, 制品

## 永兴特钢 (002756)

### 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 15.99

当前价格: 12.78

2018.12.12

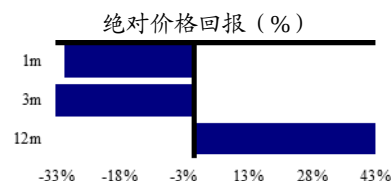
公司网址

www.yongxingbxg.com

### 公司简介

公司定位于不锈钢长材等特殊钢领域, 以打造全球顶尖特殊钢企业为目标, 瞄准高端装备制造业、军工业等战略性新兴产业领域, 产品应用国家重点工程, 如广东阳江核电等。

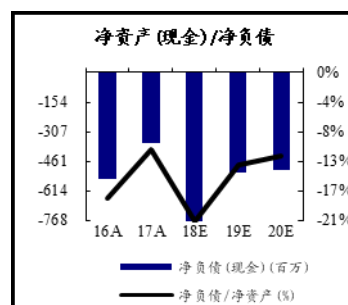
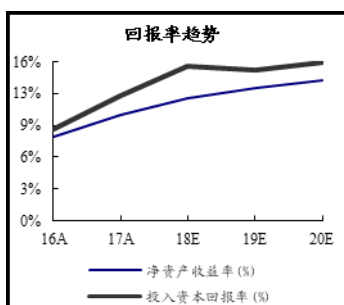
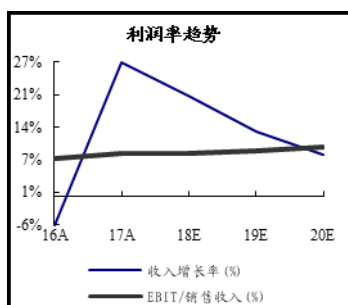
公司专业从事高品质不锈钢和镍基铁镍基金棒线材的研发和生产, 产品主要应用于石油化工、高压锅炉、核电能源、装备制造、航空航天等工业领域。



52 周价格范围 11.32-30.99  
市值 (百万) 4,604

### 财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表           | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入          | 3,163  | 4,031  | 4,863  | 5,500  | 5,966  |
| 营业成本          | 2,775  | 3,392  | 4,120  | 4,636  | 4,966  |
| 税金及附加         | 19     | 31     | 58     | 65     | 72     |
| 销售费用          | 35     | 43     | 48     | 56     | 62     |
| 管理费用          | 90     | 209    | 218    | 236    | 263    |
| EBIT          | 243    | 353    | 419    | 507    | 603    |
| 公允价值变动收益      | 0      | 1      | -4     | -4     | -4     |
| 投资收益          | 26     | 28     | 24     | 24     | 25     |
| 财务费用          | -7     | 2      | 21     | 7      | 11     |
| 营业利润          | 276    | 413    | 531    | 621    | 716    |
| 所得税           | 42     | 56     | 80     | 94     | 109    |
| 少数股东损益        | 0      | 0      | -1     | -2     | -2     |
| 净利润           | 254    | 352    | 441    | 517    | 598    |
| 资产负债表         |        |        |        |        |        |
| 货币资金、交易性金融资产  | 551    | 366    | 767    | 518    | 507    |
| 其他流动资产        | 592    | 582    | 214    | 714    | 1,014  |
| 长期投资          | 223    | 553    | 550    | 550    | 550    |
| 固定资产合计        | 887    | 976    | 1,087  | 968    | 848    |
| 无形及其他资产       | 74     | 69     | 120    | 117    | 114    |
| 资产合计          | 3,465  | 3,962  | 4,483  | 4,861  | 5,239  |
| 流动负债          | 345    | 504    | 727    | 798    | 817    |
| 非流动负债         | 51     | 85     | 119    | 119    | 119    |
| 股东权益          | 3,069  | 3,374  | 3,639  | 3,947  | 4,308  |
| 投入资本(IC)      | 2,295  | 2,455  | 2,319  | 2,876  | 3,245  |
| 现金流量表         |        |        |        |        |        |
| NOPLAT        | 209    | 305    | 354    | 429    | 510    |
| 折旧与摊销         | 57     | 60     | 89     | 114    | 115    |
| 流动资金增量        | -52    | -119   | -28    | -208   | -222   |
| 资本支出          | -272   | -191   | -270   | -11    | -11    |
| 自由现金流         | -58    | 54     | 144    | 324    | 392    |
| 经营现金流         | 235    | 322    | 611    | -78    | 188    |
| 投资现金流         | -262   | -458   | -248   | 9      | 10     |
| 融资现金流         | -40    | -47    | 38     | -180   | -209   |
| 现金流净增加额       | -67    | -183   | 401    | -249   | -11    |
| 财务指标          |        |        |        |        |        |
| 成长性           |        |        |        |        |        |
| 收入增长率         | -5.9%  | 27.4%  | 20.6%  | 13.1%  | 8.5%   |
| EBIT 增长率      | 12.8%  | 45.5%  | 18.5%  | 21.2%  | 18.8%  |
| 净利润增长率        | 14.4%  | 38.7%  | 25.5%  | 17.2%  | 15.5%  |
| 利润率           |        |        |        |        |        |
| 毛利率           | 12.3%  | 15.9%  | 15.3%  | 15.7%  | 16.8%  |
| EBIT 率        | 7.7%   | 8.8%   | 8.6%   | 9.2%   | 10.1%  |
| 净利率           | 8.0%   | 8.7%   | 9.1%   | 9.4%   | 10.0%  |
| 收益率           |        |        |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 8.3%   | 10.4%  | 12.1%  | 13.1%  | 13.9%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 7.3%   | 8.9%   | 9.8%   | 10.6%  | 11.4%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 9.1%   | 12.4%  | 15.3%  | 14.9%  | 15.7%  |
| 运营能力          |        |        |        |        |        |
| 存货周转天数        | 38     | 37     | 38     | 39     | 40     |
| 应收账款周转天数      | 10     | 7      | 8      | 9      | 11     |
| 总资产周转天数       | 387    | 336    | 317    | 310    | 309    |
| 净利润现金含量       | 0.93   | 0.92   | 1.38   | -0.15  | 0.31   |
| 资本支出/收入       | 9%     | 5%     | 6%     | 0%     | 0%     |
| 偿债能力          |        |        |        |        |        |
| 资产负债率         | 11.4%  | 14.9%  | 18.9%  | 18.9%  | 17.9%  |
| 净负债率          | -17.9% | -10.9% | -21.1% | -13.1% | -11.8% |
| 估值比率          |        |        |        |        |        |
| PE            | 19.2   | 13.8   | 11.0   | 9.4    | 8.1    |
| PB            | 1.6    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |
| EV/EBITDA     | 14.4   | 10.9   | 8.1    | 7.0    | 6.1    |
| P/S           | 1.5    | 1.2    | 1.0    | 0.9    | 0.8    |
| 股息率           | 1.0%   | 7.4%   | 3.7%   | 4.3%   | 4.9%   |



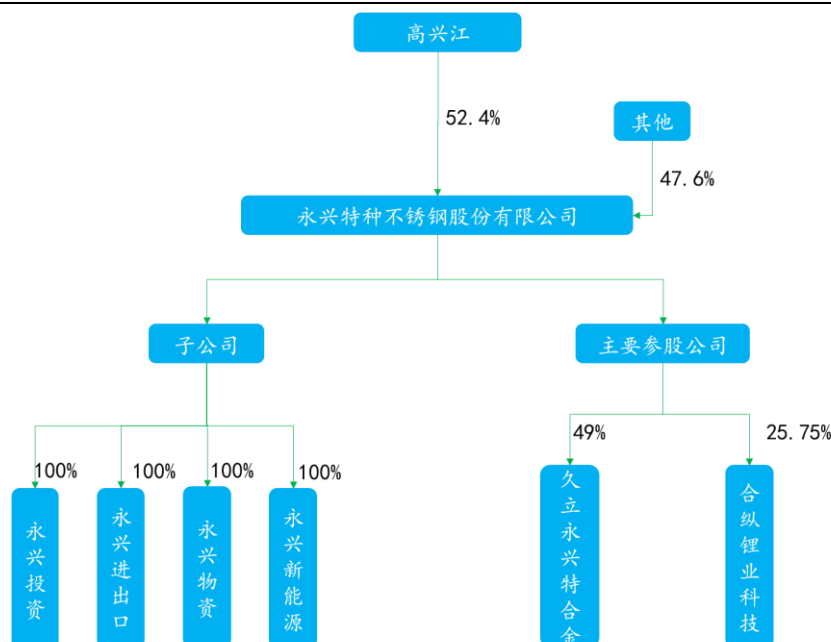
## 目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 1. 永兴特钢：“小而美”的中国不锈钢长材龙头企业.....      | 4  |
| 2. 制造业升级叠加油气投资回暖，不锈钢长材前景广阔.....     | 7  |
| 2.1. 不锈钢行业整体产能依旧过剩，行业边际回暖.....      | 7  |
| 2.1.1. 供给：产能持续过剩.....               | 8  |
| 2.1.2. 需求：增长趋势维持.....               | 9  |
| 2.2. 制造业转型升级，高端不锈钢长材仍稀缺.....        | 10 |
| 2.2.1. 环保致供给受限，青山印尼项目或加剧行业竞争.....   | 11 |
| 2.2.2. 制造业转型升级是大势所趋，高端不锈钢长材仍稀缺..... | 11 |
| 2.3. 油气投资回暖，不锈钢长材需求边际改善.....        | 12 |
| 2.3.1. 供给受限，油价或将维持高位.....           | 12 |
| 2.3.2. 油价高位带动油气投资上行.....            | 14 |
| 2.3.3. 政策定调加大油气投资.....              | 15 |
| 3. 碳酸锂应用前景广阔，公司碳酸锂业务增长可期.....       | 17 |
| 3.1. 供需整体平衡，碳酸锂价短期弱势长期乐观.....       | 17 |
| 3.2. 新能源汽车带动行业需求，公司锂业务将贡献新的增量.....  | 19 |
| 4. 首次覆盖，给予“增持”评级.....               | 21 |
| 5. 风险提示.....                        | 23 |
| 5.1. 制造业投资大幅下降.....                 | 23 |
| 5.2. 碳酸锂价格大幅下跌.....                 | 23 |

## 1. 永兴特钢：“小而美”的中国不锈钢长材龙头企业

公司是一家主要从事高品质不锈钢棒线材及特殊合金材料的研发、生产和销售的服务商，主要产品包括奥氏体不锈钢、奥氏体-铁素体双相不锈钢、镍基耐蚀和高温合金等。其生产的不锈钢棒材（管坯）可经下游加工成无缝钢管、管件、法兰、轴件、泵阀、杆件等产品，不锈钢线材可经下游加工成钢丝、丝网、弹簧、标准件、焊材、杆件、轴件等产品。公司产品主要应用于石油化工、电站高压锅炉、核电能源、装备制造、航空航天、海洋工程、军工等工业领域。公司系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位列行业前三，目前居于行业第二，双相不锈钢棒线材产量居全国第一位。

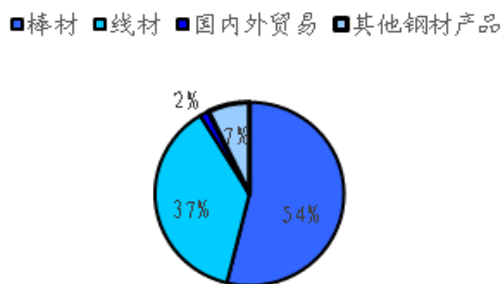
图 1 公司实控人为高兴江先生



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

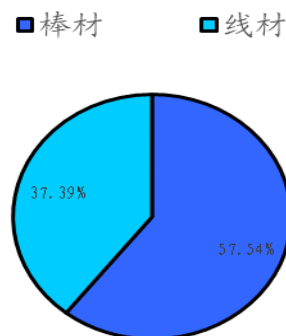
**公司以不锈钢棒材、线材为主要产品。**公司 2017 年不锈钢棒材及线材创造营业收入分别为 21.7 亿元与 15.1 亿元，营收占比 53.87%、37.42%，合计占比达 91.3%，而公司其他营业收入源于贸易，共计占比 8.7%。公司生产模式基本为“以销定产”，近年主要产品不锈钢棒线材均实现产销平衡，且产能利用率始终维持 95% 以上，公司产品总体上处于供不应求的状态。公司原不锈钢棒线材产能共计 25 万吨，在 2018 年二季度公司不锈钢材与特种合金棒线的轧钢置换产线投产后，今年产能可达 28 万吨，并预期将在未来两年内逐步攀升至 31 万吨。尽管公司棒线材产线可以互相转换，但是据我们了解，同时考虑到 2018 年公司披露的分产品产量数据，公司棒线材产量占比约为 3:2，始终保持相对稳定。

图 2 不锈钢棒线材贡献公司主要营业收入



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

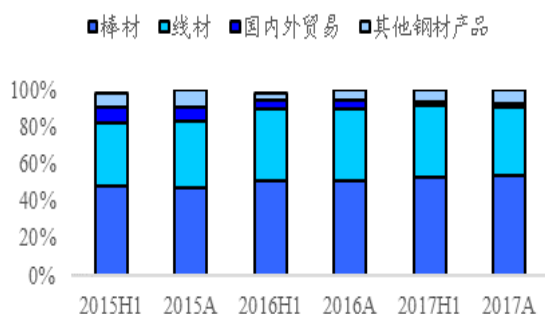
图 3 2018 年上半年公司棒线材产量占比约为 3:2



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

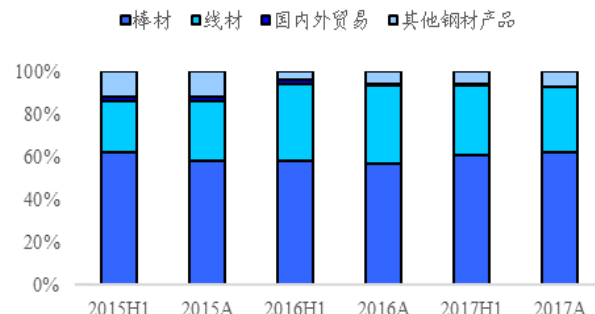
**公司深耕不锈钢长材主业。**公司前身为湖州久立特钢有限公司，于 20 世纪 90 年代末由湖州钢铁厂改制而来（湖州钢铁厂分别改制成为金洲管道、久立特材和久立特钢）。之后久立特材专注于轧材业务，将自身的炼钢产能剥离。2007 年 6 月，公司独立改制为“永兴特钢不锈钢股份有限公司”，并于 2015 年 5 月于深交所挂牌上市。公司自成立以来始终专注于不锈钢棒线材和特殊合金材料生产，始终坚持创新驱动发展，并不断加大研发投入，大力开发新的不锈钢产品，不断深化其产品结构升级。公司于 2011 年 10 月设立“永兴特种不锈钢研究院”，为公司不断提升产品质量，优化产品结构奠定了基础。2016 年、2017 年公司研发经费支出分别为 1.01、1.32 亿元，占其主营业务收入分别达 3.37%、3.27%。2016 年以来，公司成功研制耐高温浓硫酸高硅不锈钢 S38815 并实现批量销售，成为全球第二家成功生产该钢种的厂家，填补了国内的空白；新型奥氏体耐热钢 SP2215 已完成高温持久试验测试，进入推广阶段；2017 年 10 月的募投项目“年产 25 万吨高品质不锈钢及特种合金棒线材项目”目前已顺利投产，进一步提升公司产品品种丰富程度与规格的全面程度；2018 年 1 月，公司通过升级锻造工装，发挥设备潜能，优化大钢锭的热加工工艺，顺利完成了 Φ600-700mm 超大直径不锈钢无缝管坯产品的交付。

图 4 公司不锈钢长材营收占比高于 80%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 5 公司不锈钢长材毛利润占比稳定



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**公司重要订单较为集中于石化行业。**2017 年，随着石化油气行业景气度持续上行与公司产品结构不断优化，公司盈利能力大幅提高，其营收同比增长 27.44%，归母净利润同比增长 38.66%，毛利率较 2016 年上升 3.58



个百分点,吨钢毛利大幅上升 949 元/吨,同比上升 59%。

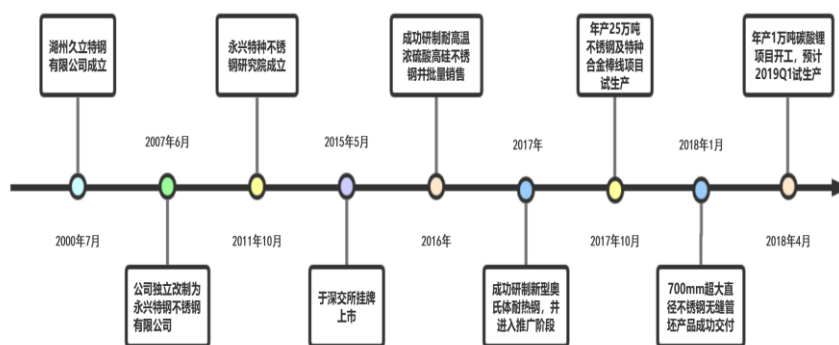
表 1: 2017 年公司重要订单较集中于石化行业

| 合同订立对方名称       | 合同标的 | 价格(万元)   |
|----------------|------|----------|
| 中国石化物资装备华东有限公司 | 棒材   | 3,164.47 |
| 江苏武进不锈股份有限公司   | 棒材   | 2,742.12 |
| 湖州久立穿孔有限公司     | 棒材   | 6,418.20 |
| 中国石化物资装备华东有限公司 | 棒材   | 3,807.09 |
| 浙江永立钢业有限公司     | 棒材   | 2,378.07 |
| 浙江久立特材科技股份有限公司 | 棒材   | 7,095.60 |
| 中国石化物资装备华东有限公司 | 棒材   | 5,883.60 |
| 中国石化物资装备华东有限公司 | 棒材   | 2,570.66 |
| 中国石化物资装备华东有限公司 | 棒材   | 3,863.00 |
| 中国石化物资装备华东有限公司 | 棒材   | 415.35   |
| 江苏武进不锈股份有限公司   | 棒材   | 251.00   |
| 中国石化物资装备华东有限公司 | 棒材   | 3,340.50 |
| 浙江中达特钢股份有限公司   | 棒材   | 2,633.40 |
| 江苏银环精密钢管有限公司   | 棒材   | 2,048.22 |
| 浙江永立钢业有限公司     | 棒材   | 2,927.89 |
| 宁波腾业贸易有限公司     | 线材   | 3,257.92 |
| 浙江永立钢业有限公司     | 棒材   | 5,137.88 |

数据来源:公司公告,国泰君安证券研究

**公司积极布局锂电新能源。**2017 年 7 月,公司以现金方式对合纵锂业、旭锂矿业分别增资 1 亿元并分别持有其股权 14.28%、12.19%。2017 年 9 月,公司受让合纵锂业 11.46%的股权并合计持有其 25.75%股权,并同时设立永兴新能源科技有限公司与永兴和锂新材料有限公司。2018 年 4 月公司年产 1 万吨电池级碳酸锂项目开工,并预计于 2019 年一季度试生产,在锂电新能源材料发展上迈出坚实一步。2018 年 11 月,公司公告拟以自有资金收购旭锂矿业 81.4%股权,收购完成后持股比例将达 93.6%,这将成为公司电池级碳酸锂项目的有序进行提供资源保障并成为公司新的盈利增长点。

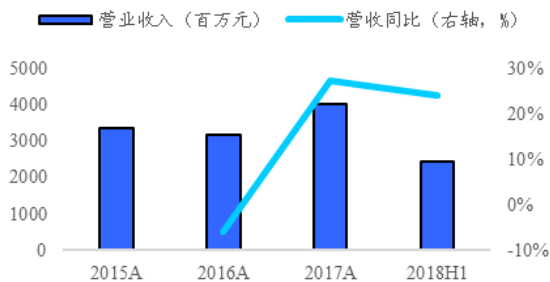
图 6 公司深耕不锈钢长材主业并积极布局锂电新能源



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

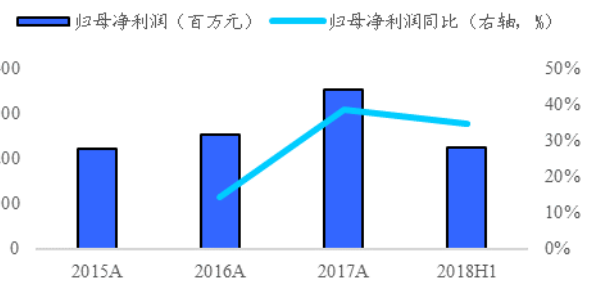
**产品结构优化，不锈钢长材龙头盈利能力稳步提升。**自上市以来，公司始终坚持创新，不断优化产品结构以适应客户需求与市场趋势，并开发新不锈钢产品以弥补国内空白。公司产品在专业市场和高端领域的竞争优势日益突出，产品盈利能力持续增长。2017 年与 2018 年上半年，公司营收分别为 40.3 亿、24.28 亿元，同比增长 27.44%、24.05%；归母净利润分别为 3.52 亿元与 2.24 亿元，同比增长 38.66%、34.53%。2015 年度至 2018 年上半年，公司产品吨钢毛利从 1498 元/吨升至 2623 元/吨，年复合增长率达 17.35%，毛利率从 9.97%升至 15.55%，提升 5.58 个百分点；吨钢净利从 991 元/吨升至 1557 元/吨，年复合增长率达 13.77%。

图 7 近年公司营收稳定增长



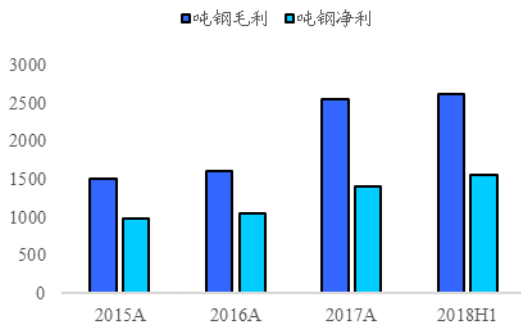
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 近年公司归母净利润保持稳定增长



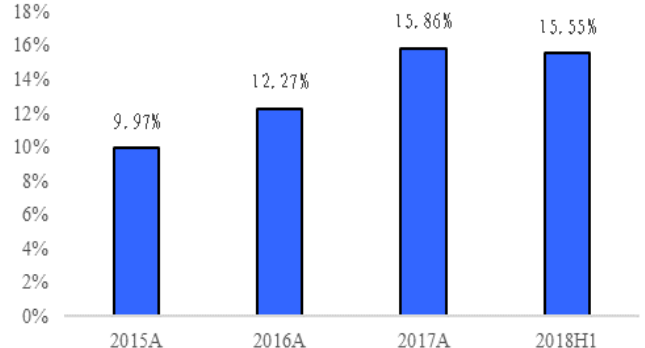
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9 公司吨钢毛利、净利上升趋势不改



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 10 近年公司毛利率稳步上升



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2. 制造业升级叠加油气投资回暖，不锈钢长材前景广阔

### 2.1. 不锈钢行业整体产能依旧过剩，行业边际回暖

**不锈钢耐酸钢简称不锈钢，是一种添加铬、镍的铁合金。**由于铬能够在自身腐蚀的情况下形成表面保护膜，故不锈钢拥有不锈的特点。但只有当合金中铬的含量大于等于 12% 时，合金钢在干燥空气中展现出不锈性。不锈钢按照合金组织结构分为奥氏体不锈钢、铁素体不锈钢、双相不锈钢、马氏体不锈钢和沉淀硬化不锈钢，不同组织结构不锈钢的特性和用途不尽相同。不锈钢根据构成成分的不同分为铬系（400 系）、铬镍系（300 系）、铬锰系（200 系），其生产成本主要由镍铁、铬铁、废不锈钢（铬

系)或镍铁、铬铁(铬-镍系)组成。

表 2: 不锈钢用途广泛

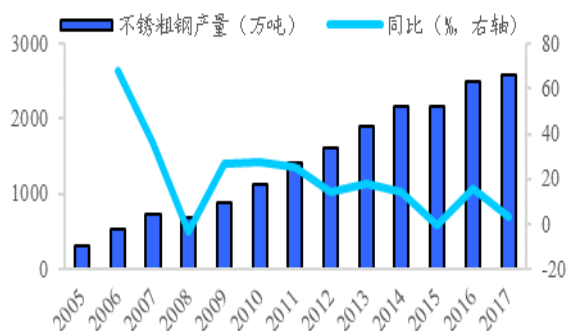
| 组织分类  | 主要特性                     | 代表钢种                | 用途        |
|-------|--------------------------|---------------------|-----------|
| 奥氏体   | 无磁性, 良好的低温性能, 易成型, 焊接性良好 | 301、304、316 等       | 装饰材料、生活用品 |
| 马氏体   | 有磁性, 强度、硬度高              | 409、430、436 等       | 刀具、螺栓     |
| 铁素体   | 有磁性, 易成型, 耐腐蚀性强          | 329J1、329J3L、329J4L | 耐热器具、石化   |
| 铁-奥双相 | 屈服强度高, 耐点蚀, 易焊接、成型       | 410、420J            | 刀具、餐具     |
| 沉淀硬化型 | 高强度, 耐腐蚀                 | 630、631、631J1       | 航空        |

数据来源: 国泰君安证券研究

### 2.1.1. 供给: 产能持续过剩

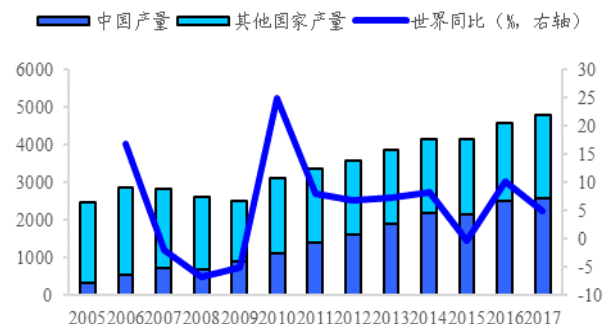
我国不锈钢产能相对过剩。我国不锈钢产能、产量逐年增长, 目前已经成为世界最大的不锈钢生产国。2017 年我国不锈钢产能约为 4500 万吨, 产量 2577.37 万吨, 产能利用率为 57.3%, 相对较低。近年来, 我国不锈钢产量维持增长态势, 但逐渐放缓。由于钢铁行业供给侧结构性改革并不涉及不锈钢产能, 不锈钢产能去化相对不明显。但是由于 200 系不锈钢产能逐渐退出和部分不锈钢企业的转产, 我国不锈钢产能结构边际上改善。

图 11 我国不锈钢产量持续增长



数据来源: ISSF, 国泰君安证券研究

图 12 我国占世界不锈钢产量的比例逐年上升



数据来源: ISSF, 国泰君安证券研究

亚洲和西欧是世界不锈钢的主要产区, 其中亚洲以中国为主。世界不锈钢主要产区为亚洲和西欧, 2016 年亚洲不锈钢产量占全球不锈钢总产量的 76.23%, 西欧产量占比 16.83%。在亚洲国家中, 中国生产的不锈钢占比较高, 2016 年中国不锈钢产量占亚洲总产量的 71.47%, 占世界不锈钢产量的 54.48%, 是全球不锈钢产量占比最高的国家。

图 13 亚洲、西欧是世界不锈钢主要产地

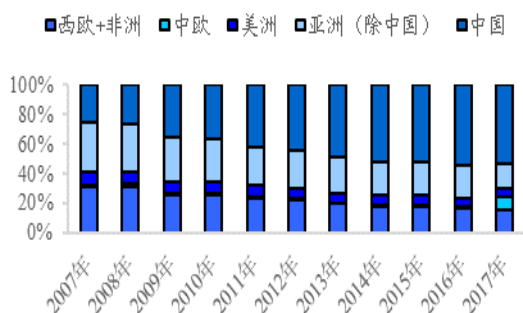
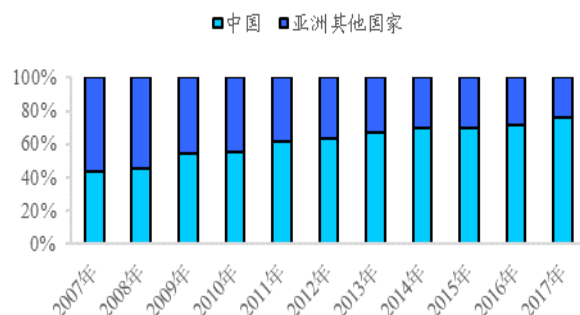


图 14 我国不锈钢占亚洲的产量逐渐上升





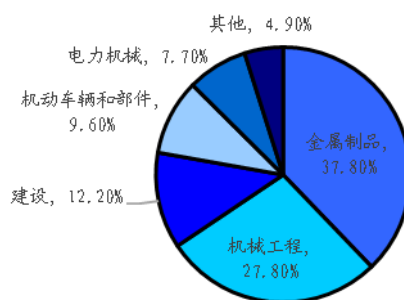
数据来源: ISSF, 国泰君安证券研究

数据来源: ISSF, 国泰君安证券研究

### 2.1.2. 需求: 增长趋势维持

不锈钢下游需求主要来自于金属制品、机械等。根据 ISSF (国际不锈钢论坛) 的统计数据, 2016 年世界不锈钢需求中, 金属制品占比 37.8%、机械工程占比 27.8%、建设占比 12.2%。金属制品主要为日常餐具、刀具等, 建筑用不锈钢主要用作装饰等。

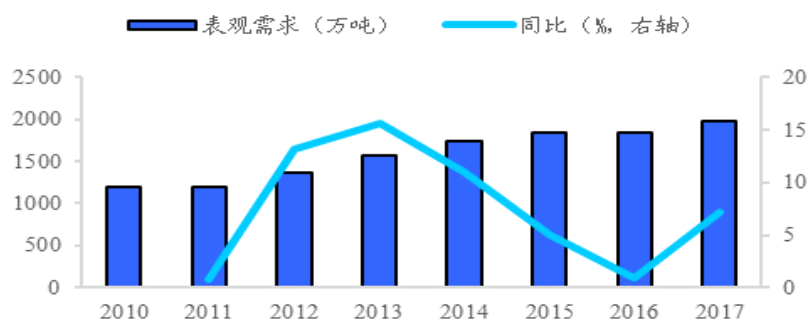
图 15 金属制品为不锈钢主要需求



数据来源: ISSF, 国泰君安证券研究

我国不锈钢表观消费量逐年增长, 增速保持稳定。由于不锈钢的需求属性, 不锈钢的下游需求主要受居民收入水平、建筑、机械行业投资水平的影响。居民用不锈钢主要产品为餐具、刀具、暖气设备等, 随着我国居民收入的上升和消费升级, 不锈钢日用品的需求将维持上升态势。而随着全球经济的复苏, 机械行业逐渐回暖, 推升了不锈钢的整体需求。

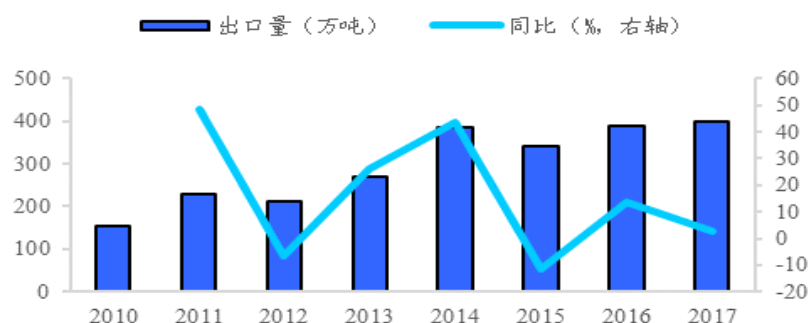
图 16 我国不锈钢表观消费量逐渐上升



数据来源: 51 不锈钢, 国泰君安证券研究

不锈钢出口量震荡上行。我国不锈钢出口量震荡上行, 2016 年我国不锈钢出口量 393.69 万吨, 同比上涨 15.2%。不锈钢出口中日用品的出口逐渐打开市场。

图 17 近年不锈钢出口量震荡上行

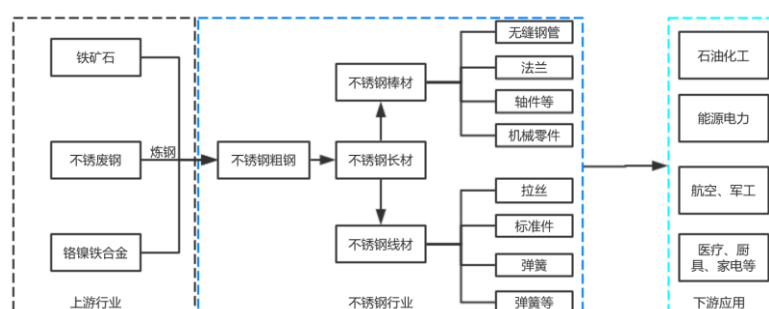


数据来源：51 不锈钢，国泰君安证券研究

## 2.2. 制造业转型升级，高端不锈钢长材仍稀缺

不锈钢长材上下游产业链较为清晰。上游为铁矿石、不锈废钢及铬镍铁等金属原材料行业。下游方面，不锈钢棒材主要用于加工制作不锈钢无缝钢管，不锈钢线材可制成钢丝、弹簧、标准件等产品，主要对应石油化工、机械制造、火电核电、航空航天及军工等行业，其中石油化工占比第一，为 25% 左右。

图 18 不锈钢长材下游分布广泛



数据来源：金属百科，国泰君安证券研究

国内不锈钢长材行业集中度较高。据我的不锈钢网统计，2017 年我国不锈钢棒线材产能约 420 万吨，实际产量约 320 万吨，生产企业主要为青山、永兴特钢、东北特钢、宝钢特钢、华新丽华、太钢不锈等。青山集团国内不锈钢棒线材产量约为 71 万吨，位居国内首位；公司轧钢置换产线投产后不锈钢棒线材产量为 28 万吨；东北特钢产量为 24 万吨；宝钢特钢产量约 16.5 万吨（2013 年）；台湾华新丽华总产量约为 35 万吨，国内市场销量约 14 万吨；吴航不锈产量约 12 万吨，行业 CR5 达 50% 左右。此外，由于公司主要产品定位于高档高压锅炉管管坯、石化行业用管坯、航空航天用不锈钢管坯、不锈钢焊接材料等高端应用领域，产品档次较高，侧重生产奥氏体-铁素体双相不锈钢棒材，竞争对手宝钢特钢、太钢不锈、青山集团主要侧重生产线材，东北特钢主要侧重生产铬系不锈钢长材，因而公司在高端不锈钢长材，尤其是棒材领域竞争优势强劲，拥有较强定价权。

**表 3: 青山不锈钢长材产品主要为线材**

| 排名 | 公司名称 | 产量(万吨) |
|----|------|--------|
| 1  | 青山集团 | 70.91  |
| 2  | 永兴特钢 | 28     |
| 3  | 东北特钢 | 23.77  |
| 4  | 宝钢特钢 | 16.50  |
| 5  | 华新丽华 | 13.67  |
| 6  | 福建吴航 | 11.73  |

数据来源: 招股说明书, 国泰君安证券研究

### 2.2.1. 环保致供给受限, 青山印尼项目或加剧行业竞争

**环保压力使不锈钢供给受限。**2017 年中央环保督查全覆盖及 2018 年环保“回头看”; 17 年第五次人大会议上“蓝天保卫战”的提出与 18 年各省纷纷出台蓝天保卫战具体相关文件, 种种迹象显示 2016 年来我国环保政策趋严倾向明显, 且我们判断这将会是长期的趋势。因而我们认为近两年不锈钢行业新增产能十分困难。除非花费巨资购买相应的炼钢生产牌照, 或者用自身的已有的旧产能进行置换。未来产能置换或将成为不锈钢新增的主要途径。

**青山印尼投产致出口萎缩, 或加剧行业竞争。**青山印尼 150 万吨不锈钢产能项目, 一期和二期以及三期均已经投产, 2017 年实现 140 万吨产能, 2018 年 150 万吨产能全部释放。随着青山印尼项目投产, 国内出口量大幅下降, 根据海关数据显示, 2015 年 9 月我国棒线材出口量为 417.6 万吨, 至 2018 年 3 月已经降至 130.4 万吨, 约为 15 年的 1/3。出口萎缩或将使国内不锈钢长材市场面临更为激烈的竞争

**表 4: 青山不锈钢项目逐渐投产**

| 青山印尼项目 | 产能及投产时间                   |
|--------|---------------------------|
| 第一期    | 30 万吨高镍铁项目, 2015 年 1 月投产  |
| 第二期    | 60 万吨高镍铁项目, 2015 年 12 月投产 |
| 第三期    | 60 万吨高镍铁项目, 2017 年 6 月投产  |

数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

### 2.2.2. 制造业转型升级是大势所趋, 高端不锈钢长材仍稀缺

**制造业转型升级是我国从制造业大国变为制造业强国的唯一途径。**在全球制造业的四级梯队中, 中国还处于第三梯队。第一梯队是以美国为主导的全球科技创新中心。第二梯队是高端制造领域, 包括欧盟、日本。第三梯队是中低端制造领域, 主要是一些新兴国家, 包括中国。第四梯队主要是资源输出国, 包括 OPEC (石油输出国组织)、非洲、拉美等国。这种格局在短时间内难有根本性改变, 面对技术和产业变革及全球制造业竞争格局的重大调整, 我国既面临重大机遇也面临重大挑战。

**不锈钢产业尤其是中高端不锈钢产品研发有望快速发展。**制造业转型升

级是大势所趋，我们认为政府会进一步落实这方面动议，具体的措施可能包括但不限于财政补贴、贴息，设备加快折旧（间接减税），定向降准，银行信贷引导，产业引导基金的投入等等。在这个过程中，高端制造领域将有望转型升级，主要包括：航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶，现金轨道交通装备、电力装备、节能及新能源汽车、新材料等领域。而不锈钢产业，尤其是中高端不锈钢产品的研发生产有望借助制造业升级快速发展。以产品定位于高端不锈钢长材的行业龙头永兴特钢为例，其重点产品高压锅炉不锈钢及双相不锈钢等高端、特种新材料，具有良好耐压力与抗腐蚀性能，可广泛应用于石油化工、火电核电及国防军工等领域，其产品具有较高技术壁垒，且获得下游客户广泛认同，部分产品成功实现进口替代。随着未来制造业改革的不断推进，中高端不锈钢产品亦将持续发展升级以迎合越来越高的产品性能及质量要求。

**表 5：不锈钢长材与高端装备制造业息息相关**

| 产品                 | 主要性能及用途                                                                                           |
|--------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>棒材</b>          |                                                                                                   |
| 不锈钢无缝钢管管坯          | 适用于不锈钢流体、结构、热交换器用管,应用于石化、“三化”、机械等行业                                                               |
| 锅炉用耐热不锈钢无缝钢管管坯     | 高性能、高质量要求不锈钢,有良好的耐高温、耐高压性能,用于生产电站锅炉、高压热交换器等使用的不锈钢管                                                |
| 奥氏体-铁素体双相不锈钢无缝钢管管坯 | 高品质特殊质量要求不锈钢,具有良好的耐应力腐蚀性能,应用于石油、国防、海洋、化工、煤气输送等行业,同时也是节镍型不锈钢                                       |
| <b>线材</b>          |                                                                                                   |
| 钢丝用不锈钢线材           | 通过成分控制能实现不同要求,主要用于生产不锈钢丝、不锈钢五金制品(厨房用品、烤架)、丝网(如煤碳工业耐磨筛网、工业和民用筛网)、不锈钢弹簧、不锈钢链条、杆件、工具、易切屑轴类零件(电器的小轴等) |
| 冷镦用不锈钢线材           | 需要承受较大的冷变形,冷镦性有很高的要求,用于以冷镦方式生产的不锈钢标准件(如螺栓、螺帽等)                                                    |
| 焊接用不锈钢线材           | 用于生产不锈钢焊条、焊丝等焊接用材料,对其残余元素、碳含量、气体含量及成分配比关系等要求极高                                                    |
| <b>锻压件</b>         |                                                                                                   |
| 锻压件                | 高质量不锈钢,适用于制造各类不锈钢法兰、环件、饼件、轴类等锻压件,应用于石化、“三化”、机械、造船、能源等行业                                           |

数据来源：公司招股说明书，国泰君安证券研究

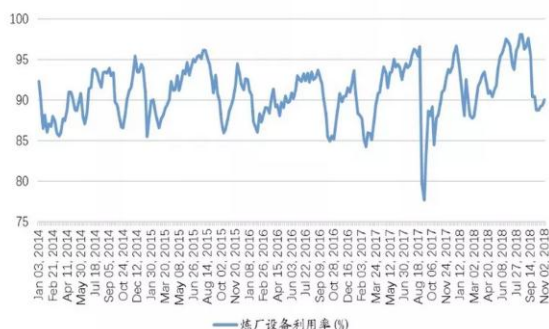
## 2.3.油气投资回暖，不锈钢长材需求边际改善

### 2.3.1. 供给受限，油价或将维持高位

**短期库存反弹并不改变原油供需紧平衡的局面。**虽然美国库欣商业原油库存及经合组织原油库存近期反弹，但主要是源于美国炼厂检修造成的季节性需求下行，我们认为原油供需紧平衡的局面实际上并没有被打破。在这个情况下，尽管全球经济放缓带来需求上的隐忧，但供给上的边际变化仍是主要矛盾。根据最新 OPEC 会议的减产协议，我们判断地缘政治风险未来将导致合计 128 万桶/天的产量下滑，随着炼油厂检修季

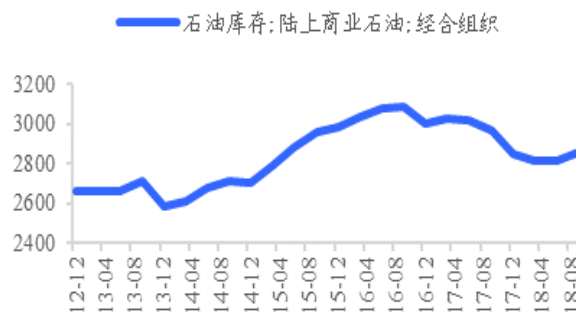
的结束叠加 OPEC 减产致供给萎缩使得原油价格维持高位的可能性仍然很高。

图 19 美国炼厂检修季结束，开工率开始反弹



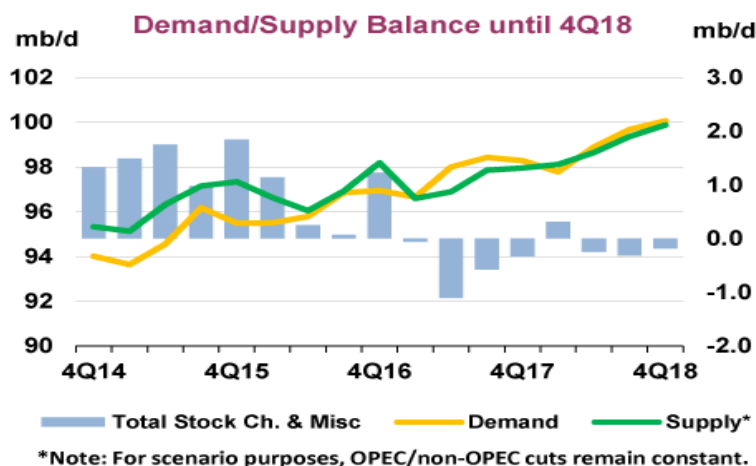
数据来源：EIA，国泰君安证券研究

图 20 需求季节性下滑致 OECD 库存小幅回升



数据来源：OPEC，国泰君安证券研究

图 21 2018 年全球原油供给小幅短缺

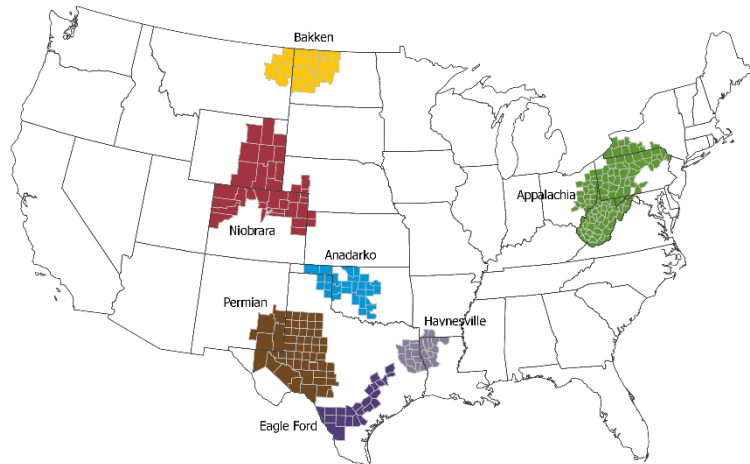


数据来源：IEA

受制于美国运输瓶颈，全球原油供给增量或有限。我们观察到美国原油储量主要集中于全国的 7 个区域，其中二叠纪盆地（Permian Basin）为当前美国原油的主要增量：2017 年 1 月至 2018 年 7 月二叠纪盆地新增原油产量为 124.4 万桶/日，增幅 58.1%，二叠纪盆地已成为美国最大的新增产量来源。而二叠纪盆地外输的原油管道目前已经达到最大负荷，根据 EIA 测算，二叠纪盆地目前拥有原油运输管道的合计运输能力为 280 万桶/天，其中运往墨西哥湾的运力为 220 万桶/天，运往库欣（Cushion）地区的原油管道运力为 60 万桶/天。而目前二叠纪盆地的原油产量已经达到 340 万桶/天，运输瓶颈已经开始制约该地区的原油产量，而该运输瓶颈在明年 7 月之前将不会有明显改善。目前来看，美国原油产量受到压制。

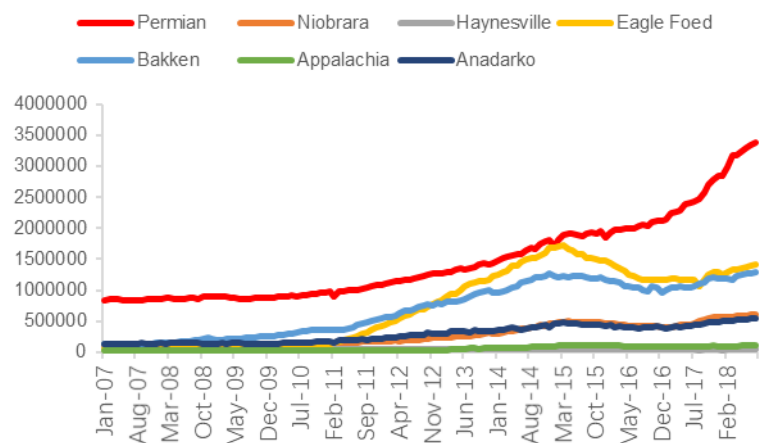


图 22 美国原油主要来自于 7 大地区



数据来源：EIA

图 23 二叠纪盆地是美国原油的主要增量（桶/天）



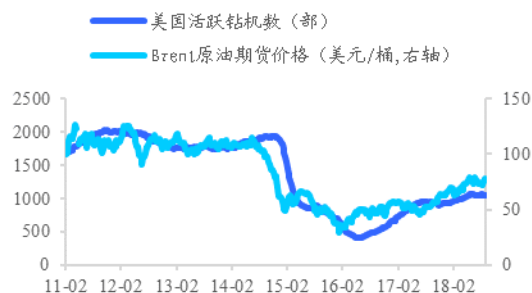
数据来源：EIA，国泰君安证券研究

我们认为供给的限制将使得油价维持高位。全球范围来看，由于前期原油投资的不足，全球的原油产量后期的增量有限。叠加美国原油产量受限，以及美国可能对伊朗采取的制裁，或迫使伊朗采取封闭霍尔木兹海峡的行动，进一步限制全球原油的供给。我们认为供给的限制将使原油供需持续处于紧平衡状态，原油价格将维持高位。

### 2.3.2. 油价高位带动油气投资上行

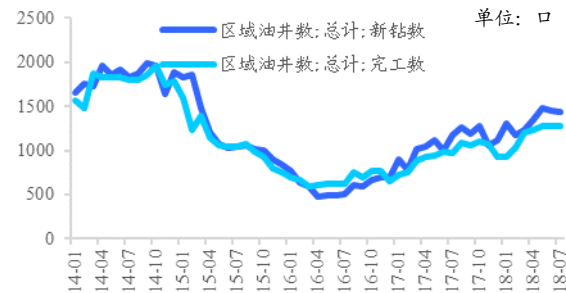
油价高企带动油气投资回暖。油价回暖首先带来的活跃钻井数的上升，主要是产油公司开始重启自身已有的油井，同时生产成本较高的油井也在油价的上升过程中逐渐开启。油价的回升具有一定持续性的情况下，油气公司的现金流逐渐好转，因而行业勘探、钻井并扩大生产的行为逐渐出现，带动油气投资逐渐转暖。

图 24 油价上升带动钻机数回升



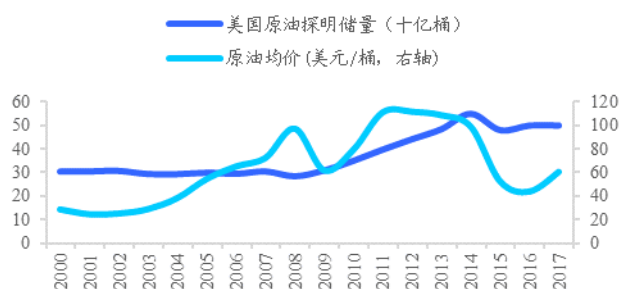
数据来源：贝克休斯公司，国泰君安证券研究

图 25 油价上升带动美国新开油井、完井数上升



数据来源：EIA，国泰君安证券研究

图 26 油价高企推动行业勘探、带动行业投资

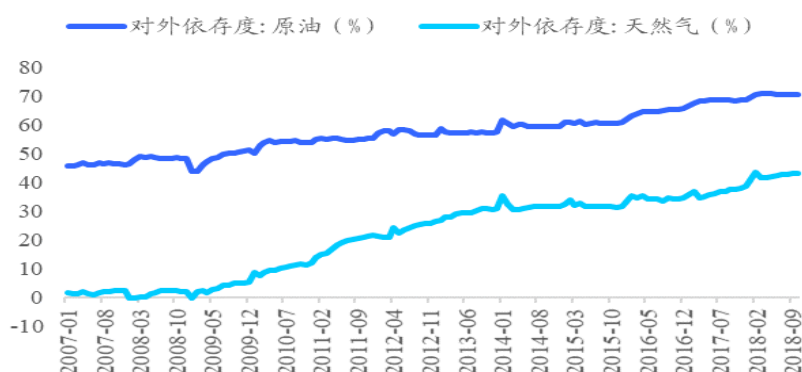


数据来源：BP，国泰君安证券研究

### 2.3.3. 政策定调加大油气投资

**能源安全需求推升勘探开发投资。**8月3日中石油等召开党组织扩大会议，定调提高油气勘探开发力度，确保能源安全。我们观察到我国石油、天然气的对外依存度持续上升，截至2018年10月，我国原油对外依存度70.45%，天然气对外依存度42.92%，上升趋势仍未改变。这主要是由于我国原油及天然气的消费量逐年上升，但我国的原油和天然气产量增长较少，使得新增消费需求只能通过进口满足。在能源安全的压力下，加大勘探投资以提高油气产量确定性较大。

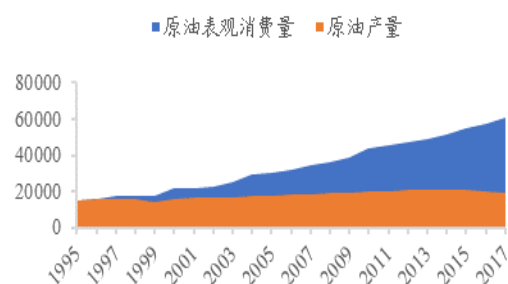
图 27 我国原油、天然气对外依存度逐渐提高



注：对外依存度=（进口量-出口量）/表观消费量

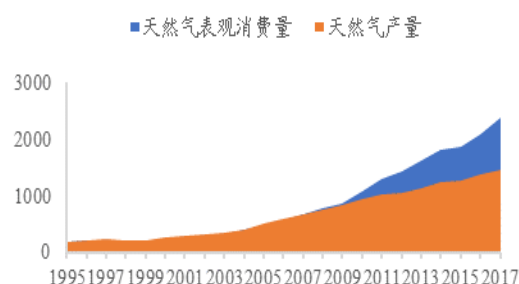
数据来源：海关总署，国家统计局，国泰君安证券研究

图 28 我国原油产量波动较小



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 29 天然气或成为主要增量来源



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

政策定调加大油气投资，三大石油公司资本开支落地率大概率上行。9月5日国务院发文，力争2020年我国天然气产量达到2,000亿方以上，而我国2017年天然气产量为1474亿方，距离目标产量有25%的上升空间。我们观察到，截至今年7月中石油新井完成全年计划的80%，油气产量超进度进行。而回顾我国三大石油公司的勘探开发投资历史，在油价高企时，其资本开支执行率往往在100%-120%左右；在油价低迷时，其资本开支的执行率在70%-90%之间。在油价维持高位的情况下，我们认为今年三大油气公司的资本开支大概率超额执行。

表 6 油价处于高位时，三大石油公司资本支出执行率较高

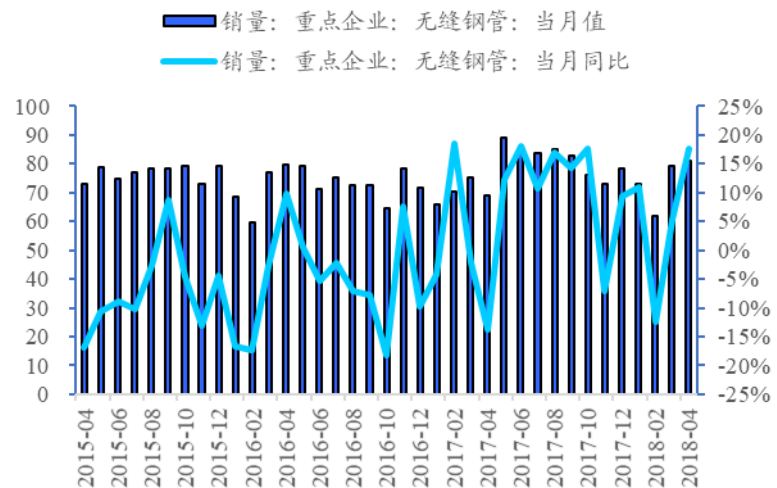
|       | 资本支出 (亿元) |       |      |         | 其中: 勘探开发支出 (亿元) |        |       |
|-------|-----------|-------|------|---------|-----------------|--------|-------|
|       | 计划支出      | 实际支出  | 同比   | 资本支出执行率 | 计划支出            | 实际支出   | 同比    |
| 中国石化  |           |       |      |         |                 |        |       |
| 2011  | 3200      | 2844  | 3%   | 89%     | 1718            | 1621.5 | 0.80% |
| 2012  | 3000      | 3525  | 24%  | 118%    | 1729            | 2272.1 | 40%   |
| 2013  | 3550      | 3187  | -10% | 90%     | 2396            | 2263.8 | 0%    |
| 2014  | 2965      | 2917  | -8%  | 98%     | 2257            | 2214.8 | -2%   |
| 2015  | 2660      | 2022  | -31% | 76%     | 2002            | 1578.2 | -29%  |
| 2016  | 1920      | 1724  | -15% | 90%     | 1429            | 1302.5 | -17%  |
| 2017  | 1913      | 2162  | 25%  | 113%    | 1436            | 1620   | 24%   |
| 2018E | 2258      |       | 18%  |         | 1676            |        | 17%   |
| 中海油   |           |       |      |         |                 |        |       |
| 2011  | 1241      | 1302  | 15%  | 105%    | 543             | 587.5  | 12%   |
| 2012  | 1729      | 1690  | 30%  | 98%     | 782             | 90.7   | -85%  |
| 2013  | 1817      | 1686  | 0%   | 93%     | 891             | 887.8  | 879%  |
| 2014  | 1616      | 1546  | -8%  | 96%     | 879             | 802    | -10%  |
| 2015  | 1359      | 1122  | -27% | 83%     | 682             | 547    | -32%  |
| 2016  | 1004      | 765   | -32% | 76%     | 479             | 321.9  | -41%  |
| 2017  | 1102      | 994   | 30%  | 90%     | 505             | 313    | -3%   |
| 2018E | 1170      |       | 6%   |         | 485             |        | -4%   |
| 中国石化  |           |       |      |         |                 |        |       |
| 2011  | 553       | 405   |      |         |                 |        |       |
| 2012  | 586-693   | 600.1 | 48%  |         |                 |        |       |

|       |           |       |        |
|-------|-----------|-------|--------|
| 2013  | 756-882   | 893.8 | 49%    |
| 2014  | 1050-1200 | 1057  | 18%    |
| 2015  | 700-800   | 658.6 | -38%   |
| 2016  | 600       | 487.3 | -26%   |
| 2017  | 600-700   | 497.2 | 2%     |
| 2018E | 700-800   |       | 40-60% |

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

**油气投资回暖，不锈钢长材需求边际改善。**油气投资的回暖将对不锈钢长材，尤其是不锈钢无缝管坯为代表的的锈钢棒材的需求形成支撑。在国内环保不断趋紧的当下，不锈钢长材市场供给长期受限，难有大规模的增量产生，因而我们认为油气资本开支上行周期的 2-3 年内不锈钢长材市场需求无忧。长期来看，我国制造业升级的步伐不会停止，将带动不锈钢长材行业向更为专业化、高端化的方向前进，以适应国内高端装备制造业对不锈钢长材更高的要求。

图 30 无缝钢管销量自 2015 年油价触底后逐渐上升



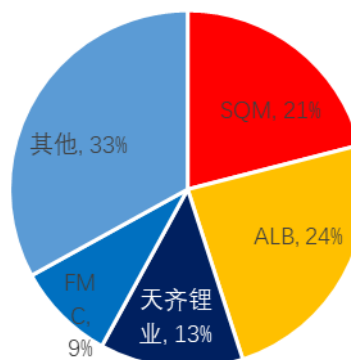
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

### 3. 碳酸锂应用前景广阔，公司碳酸锂业务增长可期

#### 3.1. 供需整体平衡，碳酸锂价短期弱势长期乐观

**锂行业新增供给较多。**根据 Roskill 2017 年报告，2017 年全球锂矿供给中，SQM 和 ALB 分别占比 21%、24%，天齐锂业拥有澳大利亚泰利森锂矿占供给的 13%，三者为锂行业供给的主要来源。其中 SQM 拥有 Atacama 盐湖之一在全球来看资源禀赋最好，也是未来锂矿新增供给的主要来源。根据 SQM 公告，公司碳酸锂 (LCE) 产能将由 2017 年的 4.8 万吨扩产至 2018、2019 年的 7 万吨、10 万吨。另外，2019 年西澳锂矿 Talison 扩建、Pilbara 和 Altura 产能投放，(合计折 15 万吨 LCE)。国内来看，雅宝新余、赣锋、天齐三条新线逐步进入投产期(合计 6 万吨 LCE)，2019 年全球锂盐整体新增供给产能 8.2 万吨，占比供给 27%，锂价在短期内承压。但长期来看，而新能源汽车对锂的需求不断增长，锂价长期乐观。

图 31 SQM 与 ALB 是锂行业主要供应商



数据来源: Roskill 2017 年报, 国泰君安证券研究

表 7 国际碳酸锂供给上升较块

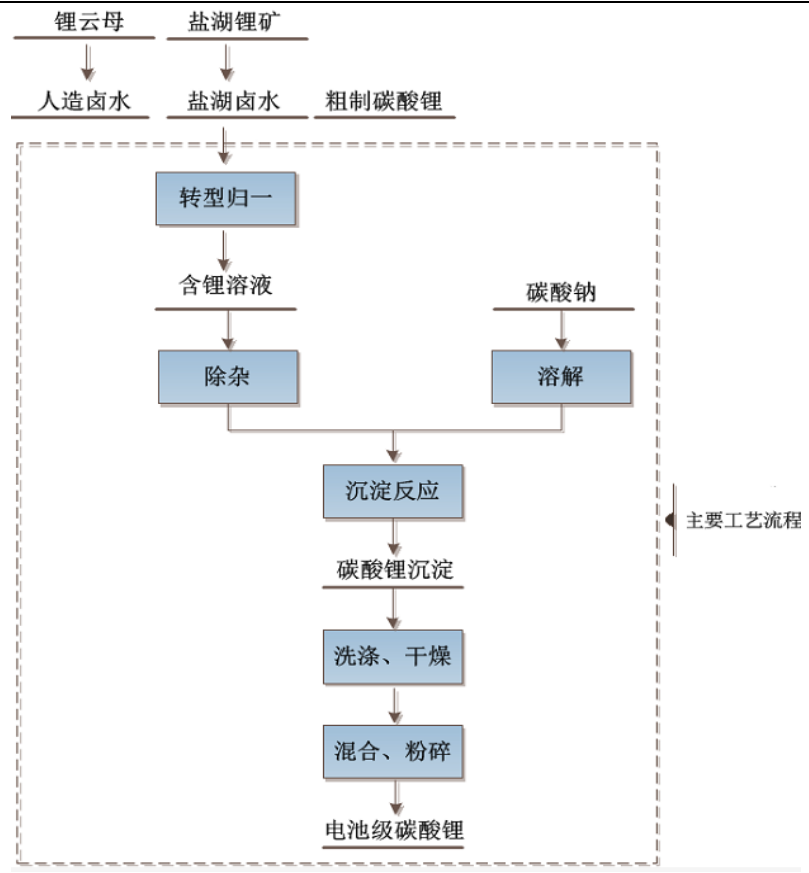
| 公司        | 产品                                  | 2017        | 2018E       | 2019E     | 2020E     |
|-----------|-------------------------------------|-------------|-------------|-----------|-----------|
| ALB       | Li <sub>2</sub> CO <sub>3</sub>     | 4.5         | 4.5         | 4.5       | 8.5       |
| SQM       | Li <sub>2</sub> CO <sub>3</sub>     | 4.8         | 7           | 12        | 12        |
| FMC       | Li <sub>2</sub> CO <sub>3</sub>     | 1.8         | 2.2         | 2.2       | 3.2       |
| ORC       | Li <sub>2</sub> CO <sub>3</sub>     | 1.8         | 1.8         | 4.3       | 4.3       |
| <b>合计</b> | <b>Li<sub>2</sub>CO<sub>3</sub></b> | <b>12.9</b> | <b>15.5</b> | <b>23</b> | <b>28</b> |

数据来源: 各公司公告, 国泰君安证券研究

公司主要为云母提锂, 技术逐渐成熟。公司锂相关业务主要由子公司江西永兴特钢新能源科技公司负责, 与主流盐湖提锂的生产流程稍有不同, 公司的主要工艺流程为云母提锂。根据公司公告, 公司云母提锂技术已经逐渐成熟, 公司锂业务有望逐渐为公司带来增量业绩。



图 32 公司主要工艺流程为云母提锂

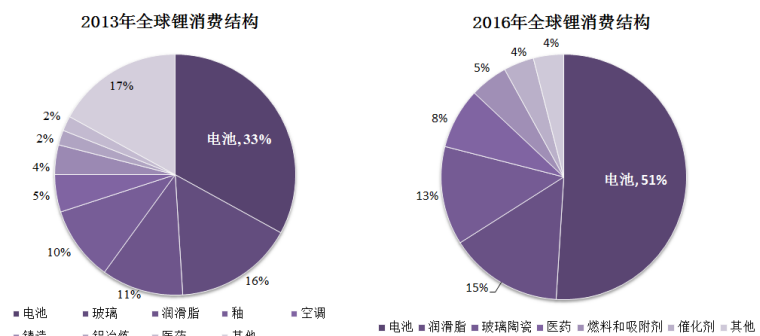


数据来源：公司公告

### 3.2. 新能源汽车带动行业需求，公司锂业务将贡献新的增量

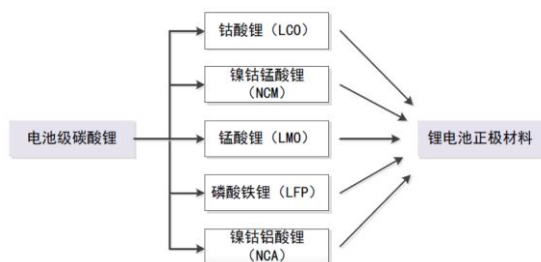
碳酸锂下游主要为动力电池、消费电池（3C）和传统行业（如陶瓷玻璃等），其中动力电池是碳酸锂的主要需求增量。根据世界有色金属报告，2016 年全球碳酸锂下游中，动力电池的消费占比达到 51%，是碳酸锂需求的主要来源。碳酸锂应用于动力电池主要是应用于锂电池的正极材料，其成本占锂电池成本的比重在 44% 左右，正极材料的品质直接决定了锂电池的好坏。

图 33 碳酸锂下游主要为动力电池



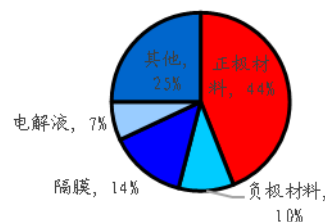
数据来源：公司公告

图 34 碳酸锂主要应用于电池的正极材料



数据来源：公司公告

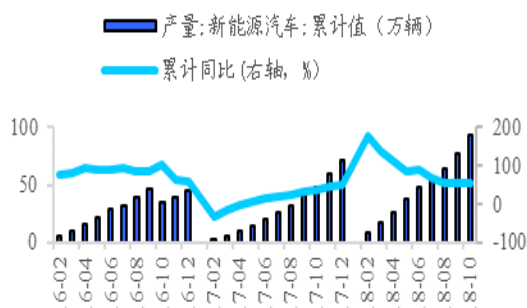
图 35 正极材料为锂电池成本的重要组成部分



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

世界新能源汽车产销量高速增长，带动碳酸锂需求长期增长。新能源汽车所装备的锂电池是碳酸锂需求的主要增量，全球来看新能源汽车的产销量快速增长。国内来看，截至 2018 年 10 月，我国新能源汽车产量同比增长 54.4%，高速增长趋势持续。与中国类似，美国新能源车销量增速同样较高。世界新能源车产销量快速增长，带动碳酸锂需求快速增长。消费电子 (3C) 及传统行业带来的新增碳酸锂需求有限，基本维持稳定。整体来看，虽然碳酸锂产能增量较多，但考虑到投产时间和新能源汽车不断增长带来的增量需求，碳酸锂长期价格不悲观。

图 36 中国新能源车持续高增长



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

图 37 美国新能源车销量增速较高



数据来源：MarkLines，国泰君安证券研究

表 8 全球锂需求增长较快

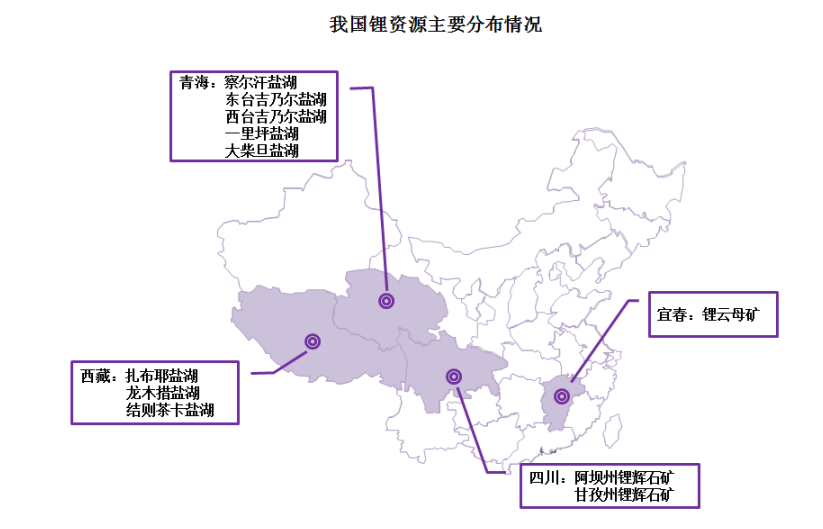
| 万吨       | 2017 年 | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|--------|-------|-------|-------|
| 电动车      | 7      | 10    | 14    | 20    |
| 消费电池     | 7      | 7     | 8     | 9     |
| 传统行业     | 9      | 9     | 10    | 10    |
| 需求合计     | 23     | 26    | 32    | 39    |
| 锂需求增量    |        | 3.3   | 5.2   | 6.4   |
| 假设增速 yoy |        |       |       |       |
| 电动车      |        | 43%   | 40%   | 38%   |
| 消费电池     |        | 0%    | 10%   | 8%    |
| 传统行业     |        | 3%    | 5%    | 4%    |

数据来源：各公司公告，国泰君安证券研究

公司碳酸锂项目将为公司带来业绩增量。公司公告其碳酸锂项目将于 2019 年 4 季度投产，而由于云母提锂技术取得重大突破，我们预期公司碳酸锂项目或提前投产。公司碳酸锂项目位于我国锂资源相对丰富的江

西省宜春市，在资源成本上具有优势。而伴随新能源汽车增量需求的释放，碳酸锂价格依然乐观，公司碳酸锂项目将为公司带来业绩增量。

图 38 碳酸锂下游主要为动力电池



数据来源：公司公告

## 4. 首次覆盖，给予“增持”评级

盈利预测关键假设：

- 1) 制造业投资不会大幅下降，伴随高端产线投产，公司产品结构优化，订单稳定且毛利率稳步上升；
- 2) 随着环保边际放松，长流程钢企对废钢需求下降，公司原材料价格不会大幅上升；
- 3) 公司新建电池级碳酸锂项目如期落地；
- 4) 新能源汽车需求保持稳定，碳酸锂价格不会大幅下跌。

表 9 分产品预测表

|             | 2015A  | 2016A  | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E   |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 棒材（百万元）     | 1600   | 1623   | 2171   | 2804   | 2910   | 3147    |
| 产量（万吨）      |        |        |        | 16     | 17     | 18      |
| 同比（%）       |        |        |        |        | 6.3    | 6       |
| 单位产品价格（元/吨） |        |        |        | 17525  | 17117  | 17483   |
| 同比（%）       |        |        |        |        | -2.3   | 2.2     |
| 销售成本（百万元）   | 1405   | 1401   | 1773   | 2298   | 2367   | 2482    |
| 单位产品成本（元/吨） |        |        |        | 14163  | 13633  | 13614.2 |
| 毛利率（%）      | 12.19% | 13.67% | 18.33% | 18.02% | 18.64% | 21.12%  |
| 线材（百万元）     | 1213   | 1216   | 1509   | 1735   | 1801   | 1855    |
| 产量（万吨）      |        |        |        | 11     | 11     | 11      |
| 同比（%）       |        |        |        |        | 7      | 0       |
| 单位产品价格（元/吨） |        |        |        | 16289  | 15800  | 16274   |
| 同比（%）       |        |        |        |        | -3     | 3       |
| 销售成本（百万元）   | 1119   | 1074   | 1314   | 1548   | 1594   | 1672    |
| 单位产品成本（元/吨） |        |        |        | 14530  | 13987  | 14666   |
| 毛利率（%）      | 8.43%  | 13.24% | 14.79% | 12.10% | 12.96% | 10.96%  |

|              |        |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 国内外贸易 (百万元)  | 237    | 141    | 62     | 21     | 21     | 22     |
| 同比 (%)       |        | -40    | -56    | -66    | 0      | 3      |
| 毛利率 (%)      | 2.77%  | 1.93%  | 2.51%  | 7.63%  | 6.56%  | 8.68%  |
| 销售成本 (百万元)   | 231    | 139    | 60     | 20     | 20     | 20     |
| 碳酸锂          |        |        |        |        | 468    | 630    |
| 产量 (万吨)      |        |        |        |        | 0.7    | 0.9    |
| 同比 (%)       |        |        |        |        |        | 29     |
| 单位产品价格 (元/吨) |        |        |        |        | 72000  | 70000  |
| 同比 (%)       |        |        |        |        |        | -2.7   |
| 销售成本 (百万元)   |        |        |        |        | 398    | 536    |
| 单位产品成本 (元/吨) |        |        |        |        | 61200  | 59500  |
| 毛利率 (%)      |        |        |        |        | 15%    | 15%    |
| 其他钢材产品 (百万元) | 310    | 183    | 289    | 303    | 300    | 312    |
| 毛利率 (%)      | 14.50% | 13.43% | 18.58% | 19.33% | 16.97% | 21.70% |
| 销售成本 (百万元)   | 270    | 161    | 244    | 254    | 256    | 256    |

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

按照假设, 我们预测公司 2018-2020 年归母净利润分别为 4.41、5.17、5.98 亿元, 对应 EPS 分别为 1.23、1.44、1.66 元。公司是我国不锈钢长材龙头, 产品主要以不锈钢棒材、线材为主, 下游主要为电力行业及石油化工行业, 根据公司的产品品种和规模, 我们运用 1) 选取武进不锈, 太钢不锈, 运用相对估值法 (PE) 对公司进行估值; 2) 运用绝对估值法 (DCF) 对公司进行估值。

### 1. PE 估值法: 每股价值 15.99 元。

可比公司 PE 平均值为 17X。由于公司为不锈钢企业龙头, 不锈钢棒线业务经营情况稳定, 盈利能力强劲, 且主要产品定位较高端, 业务更接近武进不锈, 给予公司 2018 年 PE 13 倍进行估值, 对应每股价值为 15.99 元。

表 10: 可比公司估值表

| 证券代码      | 公司   | 股价    | EPS   |       |       | PE    |       |       | PB   |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
|           |      |       | 2018E | 2019E | 2020E | 2018E | 2019E | 2020E |      |
| 603878.SZ | 武进不锈 | 12.07 | 0.9   | 1.15  | 1.31  | 13.41 | 10.46 | 9.21  | 1.16 |
| 002318.SZ | 久立特材 | 6.32  | 0.32  | 0.38  | 0.45  | 20.64 | 17.37 | 14.71 | 1.42 |
|           | 平均值  | 9.20  | 0.61  | 0.77  | 0.88  | 17.03 | 13.92 | 11.96 | 1.29 |

注: 盈利预测采用 WIND 一致预期, 股价取自 2018 年 12 月 11 日收盘价

数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

### 2. 绝对估值法 (DCF): 每股价值 16.19 元。

公司目前经营情况良好, 后期伴随着公司不锈钢业务盈利能力稳步上升与电池碳酸锂成为新的利润增长点, 公司盈利有望进一步提升。假设公司平均资本成本 (WACC) 为 8%, 计算得公司每股股价为 16.19 元。

表 11: 绝对估值假设

| 指标      | 数值   |
|---------|------|
| 行业 Beta | 0.97 |

|           |       |
|-----------|-------|
| 无风险利率     | 4%    |
| 风险溢价      | 5%    |
| 永续增长率     | 0.5%  |
| 股票 Beta   | 0.80  |
| 债务利率      | 6%    |
| 债务总额 (亿元) | 0     |
| 股本价值 (亿元) | 46.04 |
| 股价        | 12.78 |
| 资产贴现率     | 8.85% |
| WACC      | 8%    |

数据来源：国泰君安证券研究

综合两种估值方法，结合谨慎性原则，选择两种估值方法中较低的估值，对应公司目标价 15.99 元。受益于高端制造业的不断发展、油气投资的上行及公司新增 25 万吨不锈钢材与特种合金棒线的轧钢置换产线的落地，公司业绩预计持续上升，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 5. 风险提示

### 5.1. 制造业投资大幅下降

我国制造业投资在 2018 年持续强劲，但受贸易战和国际经济整体放缓影响，若我国制造业投资大幅下降，将对公司不锈钢产品的下游需求产生不利影响，不利于公司业绩。

### 5.2. 碳酸锂价格大幅下跌

今年以来，碳酸锂价格经历回调目前已有企稳态势。新能源汽车的高速发展将拉动碳酸锂需求，但若碳酸锂产能投放继续增加，碳酸锂价格或大幅下跌，不利于公司碳酸锂项目的盈利。



## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

### 1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

### 2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究所

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |