

2015年05月13日

当升科技 (300073.SZ)

## 产能继续扩张，多重利好共振

**■三元材料供不应求，产能迅速释放：**2015年以来，新能源汽车持续放量，乘用车动力锂电正极材料由磷酸铁锂切换至三元材料已成为业内共识，整车厂和电池厂的切换动作已经非常明显，高端三元材料产能供应明显失衡。公司海门工厂一期在2014年成功建成投产，多元产品已成功应用在小型锂电及电动工具等市场领域，同时高镍三元材料已通过动力电池客户测试，应用于动力汽车的锂电正极材料正在逐步放量，一期产能得到迅速释放。

**■高端产能扩张，业绩重大利好：**公司在车用动力锂电池三元材料市场的先发优势突出，客户需求增长迅速，现有产能预计从2015年三季度开始将出现不足，2016年产能将出现较大缺口，为此公司将使用自有资金新建年产2,000吨新型动力锂电正极材料生产线，三元材料产能2016年将在现有基础上增加一倍，并最终实现8,000吨以上的正极材料产能。预计新建产能2016年能够为公司增加营业收入24,385万元，实现利润总额2,093万元，对于公司业绩是重大利好。

**■收购中鼎高科，形成双驱动业务结构：**公司收购中鼎高科，进军高端智能装备制造领域。公司将借助上市公司的融资优势推动中鼎高科核心动力控制器软件扩从新产品、新市场延伸至新领域、新业务，最终形成动力锂电池正极材料和高端智能装备制造两大新兴产业驱动的业务结构。

**■员工持股成本上升，彰显公司发展信心：**公司员工激励计划成本上调至17.43元，考虑利息后的实际成本在24-25元，表明了公司管理层和员工对于自身发展的强烈信心，作为国企首次尝试引入混合所有制经济，将极大激发企业活力。

**■投资建议：**维持买入-A投资评级，上调12个月目标价至54.35元。我们预计公司2015-2017年的净利润将达到5,910万元、11,630万元、14,890万元，对应EPS分别为0.32元、0.63元、0.81元，上调12个月目标市值至100亿元，对应目标价54.35元。

**■风险提示：**产能扩张速度和客户需求增长不及预期。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	630.0	625.0	895.1	1,506.9	2,351.2
净利润	9.7	-25.6	59.1	116.3	148.9
每股收益(元)	0.06	-0.16	0.32	0.63	0.81
每股净资产(元)	5.28	5.11	4.79	5.23	5.80

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	487.9	-185.0	92.1	46.8	36.6
市净率(倍)	5.6	5.8	6.2	5.7	5.1
净利润率	1.5%	-4.1%	6.6%	7.7%	6.3%
净资产收益率	1.1%	-3.1%	6.7%	12.1%	13.9%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%
ROIC	0.3%	-5.5%	7.1%	11.2%	11.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他化学原料

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

54.35元

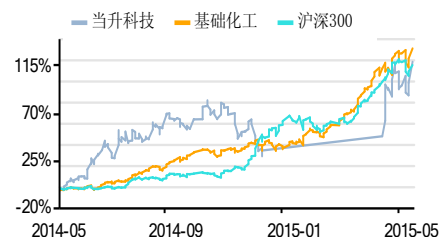
股价(2015-05-12)

29.59元

交易数据

总市值(百万元)	4,734.40
流通市值(百万元)	4,695.83
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	158.70
12个月价格区间	12.69/29.59元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	43.56	30.24	5.89
绝对收益	52.84	68.13	123.66

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
010-66581627

报告联系人

邵晶鑫

010-66581636

shaojx@essence.com.cn

相关报告

开启产业整合，迎来三元材料时代 2015-04-13

三年厚积薄发，业绩拐点显现 2014-04-16

## 财务报表预测和估值数据汇总(2015年05月13日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>630.0</b>	<b>625.0</b>	<b>895.1</b>	<b>1,506.9</b>	<b>2,351.2</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	592.2	605.9	824.9	1,353.8	2,093.2	营业收入增长率	0.6%	-0.8%	43.2%	68.3%	56.0%
营业税费	0.4	0.6	0.9	1.5	2.4	营业利润增长率	-31.8%	-1,978.0	-107.3%	1,149.1	78.8%
销售费用	8.5	9.4	12.4	21.1	32.9	净利润增长率	-34.8%	-363.7%	-331.0%	96.7%	28.1%
管理费用	29.2	45.8	44.8	75.3	117.6	EBITDA 增长率	33.8%	-170.9%	-259.7%	253.5%	71.4%
财务费用	-0.7	1.2	4.7	19.3	39.0	EBIT 增长率	-202.2%	-2,676.7	-118.5%	653.9%	86.3%
资产减值损失	1.5	8.0	8.0	1.5	1.5	NOPLAT 增长率	-206.6%	-2,579.5	-223.4%	112.7%	49.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.4%	-3.3%	34.0%	48.5%	30.4%
投资和汇兑收益	3.5	2.3	3.6	5.4	6.5	净资产增长率	0.2%	-3.3%	7.8%	9.3%	10.9%
<b>营业利润</b>	<b>2.3</b>	<b>-43.6</b>	<b>3.2</b>	<b>39.8</b>	<b>71.2</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	8.1	14.9	19.3	39.3	39.3	毛利率	6.0%	3.1%	7.8%	10.2%	11.0%
<b>利润总额</b>	<b>10.5</b>	<b>-28.7</b>	<b>22.5</b>	<b>79.1</b>	<b>110.5</b>	营业利润率	0.4%	-7.0%	0.4%	2.6%	3.0%
减:所得税	0.8	-3.1	0.4	5.9	10.6	净利润率	1.5%	-4.1%	6.6%	7.7%	6.3%
<b>净利润</b>	<b>9.7</b>	<b>-25.6</b>	<b>59.1</b>	<b>116.3</b>	<b>148.9</b>	EBITDA/营业收入	3.4%	-2.4%	2.7%	5.7%	6.2%
						EBIT/营业收入	0.3%	-6.8%	0.9%	3.9%	4.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	固定资产周转天数	96	136	123	80	62
货币资金	84.9	88.7	116.4	195.9	305.7	流动营业资本周转天数	165	187	153	150	150
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	341	318	258	251	251
应收账款	160.7	211.9	136.2	449.8	464.5	应收账款周转天数	82	107	70	70	70
应收票据	118.3	85.5	138.2	238.5	349.3	存货周转天数	84	87	83	81	80
预付帐款	25.5	21.0	70.7	79.8	152.8	总资产周转天数	561	579	460	389	350
存货	153.2	147.3	265.2	411.7	634.9	投资资本周转天数	333	388	312	263	232
其他流动资产	2.7	3.0	1.0	1.0	1.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	2.0	0.7	0.9	1.2	ROE	1.1%	-3.1%	6.7%	12.1%	13.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.0%	-2.5%	1.7%	3.7%	3.9%
长期股权投资	31.5	33.8	33.8	33.8	33.8	ROIC	0.3%	-5.5%	7.1%	11.2%	11.3%
投资性房地产	76.9	83.9	83.9	83.9	83.9	<b>费用率</b>					
固定资产	160.2	313.1	297.0	372.2	436.7	销售费用率	1.3%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
在建工程	157.1	2.7	102.7	101.4	100.7	管理费用率	4.6%	7.3%	5.0%	5.0%	5.0%
无形资产	17.0	18.5	18.1	17.8	17.4	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.5%	1.3%	1.7%
其他非流动资产	4.8	6.7	3.7	3.1	2.8	三费/营业收入	5.9%	9.0%	6.9%	7.7%	8.1%
<b>资产总额</b>	<b>992.9</b>	<b>1,018.1</b>	<b>1,267.6</b>	<b>1,989.8</b>	<b>2,584.7</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	5.9	25.7	210.3	637.8	1,043.9	资产负债率	14.8%	19.7%	30.5%	51.6%	58.7%
应付帐款	106.3	133.4	147.8	313.7	400.3	负债权益比	17.4%	24.5%	43.8%	106.6%	142.1%
应付票据	18.8	30.1	15.8	59.4	56.8	流动比率	4.25	3.05	1.96	1.36	1.27
其他流动负债	-2.5	-6.6	-2.4	-1.6	-0.6	速动比率	3.05	2.25	1.24	0.96	0.85
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-2.44	-35.51	1.68	3.06	2.83
其他非流动负债	19.0	18.0	14.5	17.2	16.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>147.4</b>	<b>200.6</b>	<b>386.0</b>	<b>1,026.6</b>	<b>1,516.9</b>	DPS(元)	0.02	-	0.10	0.19	0.24
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	24.7%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	160.0	160.0	184.0	184.0	184.0	股息收益率	0.1%	0.0%	0.3%	0.6%	0.8%
留存收益	685.5	657.5	697.6	779.2	883.7						
<b>股东权益</b>	<b>845.5</b>	<b>817.5</b>	<b>881.6</b>	<b>963.2</b>	<b>1,067.7</b>						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	EPS(元)	0.06	-0.16	0.32	0.63	0.81
净利润	9.7	-25.6	59.1	116.3	148.9	BVPS(元)	5.28	5.11	4.79	5.23	5.80
加:折旧和摊销	20.9	28.4	16.4	26.5	36.6	PE(X)	487.9	-185.0	92.1	46.8	36.6
资产减值准备	1.5	8.0	-	-	-	PB(X)	5.6	5.8	6.2	5.7	5.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-25.1	275.7	296.2	47.8	35.3
财务费用	0.5	1.2	4.7	19.3	39.0	P/S	7.5	7.6	6.1	3.6	2.3
投资损失	-3.5	-2.3	-3.6	-5.4	-6.5	EV/EBITDA	75.2	-175.3	224.9	67.7	41.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	96.2%	-257.5%	14.1%	96.2%	-257.5%
营运资金的变动	-93.8	-15.5	-138.7	-355.9	-337.1	PEG	5.1	0.7	6.5	0.5	-0.1
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-73.2</b>	<b>-0.2</b>	<b>-62.2</b>	<b>-199.2</b>	<b>-119.1</b>	ROIC/WACC	-	-0.5	0.7	1.1	1.1
投资活动产生现金流量	-125.7	-12.3	-95.1	-94.8	-93.8	REP	75.8	-7.4	8.9	4.0	3.2
融资活动产生现金流量	-3.1	16.7	184.9	373.5	322.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

