

2015年07月19日

当升科技 (300073.SZ)

高镍三元体系完善，正极龙头地位稳固

■ **NCA 合作启动，正极龙头地位稳固**：当升科技与国外大型集团在高端镍钴铝正极材料（NCA）合作正式落地，计划首期投资额度不低于1亿元人民币，从而成为国内唯一同时具备规模化生产高端 NCM 和 NCA 的锂电正极材料企业。NCA 作为目前国际公认的高端锂电正极材料之一，仅有国外个别企业具备成熟的规模化生产能力，全球市场供不应求。通过本次合作，公司将迅速提高 NCA 的技术和生产水平，与现有 NCM 产品互补，进一步完善公司高端正极材料体系。

■ **全球化市场开拓，拉动原材料弹性**：正极材料市场目前中日韩三足鼎立并向中国倾斜，在全球新能源汽车放量背景下，正极材料将面临全球整合、全球竞争局面。当升科技作为国内极少数能够供应车用高镍 NCM 的正极企业，新建产能仍然难以满足需求，五月份已经开始二期扩产，此次对外合作进一步打开全球化的销售渠道，国内国外市场的腾飞将拉动公司业务高速增长。

■ **市场回调带来良机，员工持股构筑安全边际**：今年新能源汽车销量有望突破 20 万辆，对于整个产业链拉动明显，公司高端正极材料需求快速扩张，收购中鼎高科进军高端装备制造，将迎来新的业绩支点。自本轮调整开始，公司股价由高点回调 43%，员工持股计划考虑到资金成本接近 24 元，安全边际明显。

■ **投资建议**：维持买入-A 投资评级，12 个月目标价 54.35 元。我们预计公司 2015-2017 年的净利润将达到 0.59 亿元、1.16 亿元、1.49 亿元，对应 EPS 分别为 0.32 元、0.63 元、0.81 元，给予 12 个月目标市值 100 亿元，对应目标价 54.35 元。

■ **风险提示**：正极材料研发和销售不及预期，产品出现质量问题。

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)	398.4	-151.0	75.2	38.2	29.9
市净率(倍)	4.6	4.7	5.0	4.6	4.2
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%	0.4%	0.8%	1.0%
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

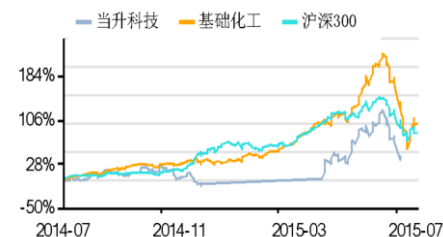
12 个月目标价 **54.35 元**

股价 (2015-07-17) **24.16 元**

交易数据

总市值 (百万元)	3,865.60
流通市值 (百万元)	3,834.11
总股本 (百万股)	160.00
流通股本 (百万股)	158.70
12 个月价格区间	16.64/42.26 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-12.15	46.94	-59.57
绝对收益	-31.36	37.27	32.89

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

产能继续扩张，多重利好共振	2015-05-13
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07月19日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	630.0	625.0	895.1	1,506.9	2,351.2	成长性					
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%
营业利润	2.3	-43.6	3.2	39.8	71.2	利润率					
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%
利润总额	10.5	-28.7	22.5	79.1	110.5	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%
净利润	9.7	-25.6	59.1	116.3	148.9	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%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	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
应收帐款	160.7	211.9	136.2	449.8	464.5	应收帐款周转天数	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	投资回报率					
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	费用率					
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%
资产总额	992.9	1,018.1	1,267.6	1,989.8	2,584.7	偿债能力					
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	分红指标					
负债总额	147.4	200.6	386.0	1,026.6	1,516.9	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%	0.4%	0.8%	1.0%
留存收益	685.5	657.5	697.6	779.2	883.7						
股东权益	845.5	817.5	881.6	963.2	1,067.7						
						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	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)	398.4	-151.0	75.2	38.2	29.9
资产减值准备	1.5	8.0	-	-	-	PB(X)	4.6	4.7	5.0	4.6	4.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-20.5	225.1	241.8	39.1	28.8
财务费用	0.5	1.2	4.7	19.3	39.0	P/S	6.1	6.2	5.0	2.9	1.9
投资损失	-3.5	-2.3	-3.6	-5.4	-6.5	EV/EBITDA	75.2	-175.3	183.7	56.0	34.7
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	4.1	0.6	5.3	0.4	-0.1
经营活动产生现金流量	-73.2	-0.2	-62.2	-199.2	-119.1	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	75.3	-7.4	7.2	3.3	2.7
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
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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

