

化学制品

当升科技 (300073.SZ) / 24.16 元

国际合作开发镍钴铝材料

事项

当升科技发布对外投资进展暨复牌公告。公司拟与国外某大型集团公司合作发展镍钴铝（NCA）正极材料，并将于近日签署意向合作协议。双方将在共同设立中外合资企业之前，尽快完成前期《市场开发合作协议》的商谈和签订，早日启动产品和市场的开发工作。

主要观点

1. 镍钴铝材料是锂电正极材料中的贵族

镍钴铝（NCA）材料是国际公认的高端锂电池正极材料，其能量密度远高于磷酸铁锂正极材料，亦高于通常的镍钴锰（NCM）正极材料，价格也较高。相应的，在制备难度与成本上也远高于一般镍钴锰材料。现阶段在全世界范围内只有少数几家企业具备成熟的规模化生产 NCA 材料能力，国内目前尚无厂商能够做到这一点，上市公司金瑞科技可供应 NCA 前驱体。

从下游客户来看，目前全球范围内使用三元动力电池的量产新能源车型大部分选用了 NCM 技术路线。选用 NCA 技术路线的代表车型即特斯拉。特斯拉 model S 采用松下 NCA 路线 18650 电池，成 pack 后能量密度达到 170wh/kg，是目前市场主流磷酸铁锂电池能量密度的两倍，高出主流 NCM 电池能量密度约 50%。目前采用 NCA 路线的新能源汽车较少主要是由于电池技术难度较高，优质产品较少所致。考虑到正极材料在电芯总成本中占比有限，虽 NCA 售价相对较高，整车高端化趋势下电芯企业的需求仍十分强烈，未来市场空间巨大。

图表 1 特斯拉 model S 采用松下 NCA 动力电池



数据来源：华创证券

2. 盈利预测：

公司目前车用动力电池 NCM 产品已实现批量供货，与国际巨头合作，切入 NCA 后高端动力锂电材料产品占比将不断增加。项目如能顺利实施，公司将成为国内第一家同时具备规模化生产高端 NCM 与 NCA 材料的企业。由于传统小型锂电正极材料市场仍处于恶化中，上半年公司主营业绩低于预期。随着盈利能力更强的动力电池业务占比上升，公司主营业务有望实现底部反转。考虑到二季度主业亏损有所增加，考虑增发稀释与中鼎业绩增厚后预计 15/16/17 年 EPS 为 0.21、0.62、0.86 元，对应 PE 为 115/39/28 倍，维持强推评级。

风险提示

1. 小型锂电池正极材料市场进一步恶化
2. 电池技术路线出现重大变化

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	557	559	555	673
现金	89	154	149	281
应收账款	210	137	129	124
其它应收款	2	5	4	4
预付账款	21	28	25	25
存货	147	147	149	148
其他	89	88	99	92
非流动资产	461	478	499	494
长期投资	34	31	32	32
固定资产	313	348	372	393
无形资产	16	16	15	15
其他	98	83	80	54
资产总计	1018	1037	1054	1167
流动负债	183	204	152	159
短期借款	26	70	14	17
应付账款	130	112	116	119
其他	27	21	22	23
非流动负债	18	15	17	17
长期借款	0	0	0	0
其他	18	15	17	17
负债合计	201	218	169	176
少数股东权益	0	0	0	0
股本	160	160	160	160
资本公积金	590	590	590	590
留存收益	68	69	135	241
归属母公司股东权益	818	819	885	991
负债和股东权益	1018	1037	1054	1167

现金流量表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	-0	73	115	168
净利润	-26	1	70	108
折旧摊销	28	35	42	48
财务费用	1	0	-1	-4
投资损失	-2	-3	-4	-4
营运资金变动	-7	41	6	21
其它	5	-1	2	-1
投资活动现金流	-12	-53	-61	-40
资本支出	-12	-67	-60	-42
长期投资	0	11	-4	-1
其他	0	3	2	3
筹资活动现金流	17	44	-59	5
短期借款	20	45	-56	3
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-3	-0	-3	2
现金净增加额	4	65	-5	132

利润表

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	625	1063	1593	1985
营业成本	606	1008	1443	1773
营业税金及附加	1	1	1	2
营业费用	9	14	22	28
管理费用	46	48	72	89
财务费用	1	0	-1	-4
资产减值损失	8	10	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	3	4	4
营业利润	-44	-15	59	100
营业外收入	15	16	18	20
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	-29	1	77	120
所得税	-3	0	7	12
净利润	-26	1	70	108
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-26	1	70	108
EBITDA	-1	37	118	164
EPS 摊薄 (元)	-0.16	0.01	0.44	0.68

主要财务比率

	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-0.8%	70.1%	49.9%	24.5%
营业利润	-1978.0%	65.6%	493.3%	69.5%
归属母公司净利润	-	-	5617.3%	54.5%
获利能力				
毛利率	3.1%	5.2%	9.5%	10.7%
净利率	-4.1%	0.1%	4.4%	5.4%
ROE	-3.1%	0.1%	8.2%	11.5%
ROIC	-3.1%	0.2%	7.7%	10.4%
偿债能力				
资产负债率	19.7%	21.0%	16.0%	15.1%
净负债比率	12.81%	32.25%	8.31%	9.52%
流动比率	3.05	2.75	3.66	4.23
速动比率	2.25	2.02	2.68	3.30
营运能力				
总资产周转率	0.62	1.03	1.52	1.79
应收帐款周转率	3.42	6.12	11.98	15.72
应付帐款周转率	5.16	8.31	12.65	15.08
每股指标(元)				
每股收益	-0.16	0.01	0.44	0.68
每股经营现金	0.00	0.46	0.72	1.05
每股净资产	5.11	5.12	5.53	6.20
估值比率				
P/E	-205.75	4305.38	75.30	48.75
P/B	6.44	6.43	5.95	5.31
EV/EBITDA	84.55	141.48	43.52	30.48

资料来源：公司报表、华创证券

汽车组分析师介绍

李巍宇：汽车行业分析师，英国斯特林大学投资分析硕士，2014年加入华创证券。

欧子辰：汽车行业分析师，美国凯斯西储大学金融学硕士，2014年加入华创证券。

华创证券汽车组视角独立，善于各类数据分析，挖掘企业的潜在投资价值；研究风格较为务实，注重对上市公司潜在价值的挖掘，同时非常关注上市公司长期成长空间的实证分析和中期业绩的兑现能力。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构 销售部	王韦华	销售副总监	010-66280827	wangweihua@hcyjs.com
	翁波	销售经理	010-66500810	wengbo@hcyjs.com
	王勇	销售经理	010-66500810	wangy@hcyjs.com
	张弋	销售助理	010-66500809	zhangyi@hcyjs.com
广深机构 销售部	张娟	销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	郭佳	销售经理	0755-82871425	guojia@hcyjs.com
	张昱洁	销售助理	0755-83711905	zhangyujie@hcyjs.com
	汪丽燕	销售助理	0755-83715429	wangliyan@hcyjs.com
	林芷豌	销售助理	0775-82027731	linzhiwan@hcyjs.com
上海机构 销售部	李茵茵	高级销售经理	021-50589862	liyinyin@hcyjs.com
	熊俊	高级销售经理	021-50329316	xiongjun@hcyjs.com
	简佳	高级销售经理	021-31118832	jianjia@hcyjs.com
	沈晓瑜	销售经理	021-50497772	shenxiaoyu@hcyjs.com
	张佳妮	销售助理	021-58450029	zhangjiani@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在-10%—10%之间;
 - 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融大厦 6 楼 A 单元
邮编:518038
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558