



## 当升科技 (300073)

投资评级: 买入

报告日期: 2016-05-26

### 股价走势:



### 主要数据

研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

联系人: 蒋园园  
0551-65161836  
jiangyy\_1987@163.com

联系人: 高欣宇  
0551-65161837  
gaoxy\_pro@126.com

## 高镍龙头尽享锂电盛宴

### 主要观点:

#### □ 锂电材料景气高, 公司业绩大幅增长

公司作为国内最早从事动力电池正极材料开发的企业, 在2015年新能源汽车的行情下迎来了业绩大爆发, 2015年公司实现营业收入8.60亿元, 同比增长37.67%, 归属于上市公司股东的净利润1328万元, 归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为621.5万元, 同比扭亏为盈。2015年公司锂电正极材料销售量同比增长37.89%, 多元材料销量同比增加161.24%。从目前来看国内市场上锂电材料仍然处于供不应求的状态, 核心材料尤其是高端产品的价格持续上涨, 目前高镍多元动力正极材料的价格已经达到17万元/吨左右, 公司作为国内唯一批量生产车用高镍多元材料的企业, 将充分享受这场锂电盛宴。

#### □ 正极材料需求激增, 龙头地位强者愈强

国内新能源汽车市场自2015年以来进入快速发展期, 2015年中国正极材料市场规模达到134.27亿元, 同比2014年增长40%, 全国正极材料出货共11.29万吨, 同比2014年增长46.8%, 2016年一季度正极材料产量28560吨, 同比增长68.5%, 继续保持高速增长。公司目前拥有高镍多元正极材料4000吨产能, 是国内唯一一家可以批量生产NCM622产品的公司, 而镍密度更高NCM811产品也在稳步推进中, 同时公司又和GS合作研发NCA正极材料, 并将在国内建厂, 公司在高镍多元动力正极材料领域的龙头地位将继续加固。

#### □ 中鼎高科产销双增, 助力业绩增长

为进一步增强盈利能力和抗风险能力, 2015年公司出资4.13亿元收购中鼎高科, 在立足锂电正极材料业务的同时, 涉足智能装备这一高速成长的业务模块, 形成了锂电材料与智能装备的双主业发展模式。中鼎高科通过搭建国内国际销售平台, 加快了高端圆刀模切机和激光模切机的市场推广, 获得了下游客户的高度认可。一季度销售量同比增长47%, 业务收入同比增长68%, 大大提高了公司的营业收入, 丰富了公司产品结构。

#### □ 盈利预测与估值

考虑到新能源汽车的快速发展, 车用锂电池需求量将进一步扩大, 公司作为国内高镍多元正极材料的龙头企业将继续收益。另外公司的智能制造业务发展迅猛, 销售收入不断提高, 完善了公司产品结构, 提高了公司盈利水平和抗风险能力。我们预计公司16-18年的EPS分别为0.63元、0.89元和1.07元, 对应的PE分别为76.90、54.30、45.22倍, 维持“买入”评级。

### 盈利预测:

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2015   | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 860    | 1446  | 1807  | 2168  |
| 收入同比(%)   | 38%    | 68%   | 25%   | 20%   |
| 归属母公司净利润  | 13     | 115   | 163   | 196   |
| 净利润同比(%)  | -152%  | 768%  | 42%   | 20%   |
| 毛利率(%)    | 8.3%   | 16.0% | 17.0% | 17.0% |
| ROE(%)    | 1.1%   | 8.5%  | 10.7% | 11.3% |
| 每股收益(元)   | 0.07   | 0.63  | 0.89  | 1.07  |
| P/E       | 667.28 | 76.90 | 54.30 | 45.22 |
| P/B       | 7.14   | 6.52  | 5.80  | 5.13  |
| EV/EBITDA | 180    | 60    | 44    | 36    |

资料来源：wind、华安证券研究所

## 目 录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 1 公司概况 .....                 | 4  |
| 1.1 专注锂电池的正极材料龙头 .....       | 4  |
| 1.2 背靠国资，大股东研发实力雄厚 .....     | 4  |
| 1.3 业绩迎来拐点，利润大幅增长 .....      | 5  |
| 2 新能源汽车持续爆发，三元材料快速扩张 .....   | 8  |
| 2.1 新能源汽车延续高增长，短期利空已释放 ..... | 8  |
| 2.2 动力电池增资扩产，锂电材料供不应求 .....  | 9  |
| 2.3 三元材料前景独好 .....           | 11 |
| 3 并购中鼎高科，切入智能制造 .....        | 14 |
| 4、盈利预测与投资评级 .....            | 15 |
| 附录：财务报表预测 .....              | 16 |

## 图表目录

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 1 当升科技发展大事记 .....               | 4  |
| 图表 2 股权结构及子公司 .....                | 5  |
| 图表 3 历年营业收入 .....                  | 6  |
| 图表 4 历年扣非后归母净利润 .....              | 6  |
| 图表 5 历年毛利率水平 .....                 | 7  |
| 图表 6 历年营业收入组成（亿元） .....            | 7  |
| 图表 7 历年毛利构成（亿元） .....              | 8  |
| 图表 8 新能源汽车产量 .....                 | 8  |
| 图表 9 新能源汽车销量 .....                 | 9  |
| 图表 10 新能源汽车各类型产量 .....             | 9  |
| 图表 11 中国动力电池需求预测 .....             | 10 |
| 图表 12 国内动力电池厂商产能情况 .....           | 10 |
| 图表 13 锂电材料产量 .....                 | 11 |
| 图表 14 不同正极材料电池性能比较 .....           | 11 |
| 图表 15 不同材料动力电池占比 .....             | 12 |
| 图表 16 纯电动领域不同材料电池产能分布 .....        | 13 |
| 图表 17 世界主流电动车对动力锂电池正极材料的选择 .....   | 13 |
| 图表 18 国内主流电动车型动力锂电池正极材料的使用情况 ..... | 13 |
| 图表 19 中鼎高科产品及应用领域 .....            | 14 |

## 1 公司概况

### 1.1 专注锂电池的正极材料龙头

当升科技是一家以新能源材料研发和生产为主的集团化公司，公司自进入锂电正极材料行业以来，一直保持着良好的发展势头，率先成为国内出口锂电正极材料的供应商，与全球前六大锂电巨头建立了稳定的合作关系，是国内锂电正极材料的龙头企业之一。经过多年的努力，公司于2010年4月成功登陆创业板，成为国内唯一一家锂电正极材料上市公司。近年来，公司积极拓展业务领域，形成集团化发展模式。其中，2011年投资湖南星城石墨科技股份有限公司，正式进军负极材料领域；2012年成立江苏当升材料科技有限公司，着力发展新型高端动力锂电新能源材料，成为国内最前沿的动力锂电正极材料供应商；2015年4月成功并购北京中鼎高科自动化技术有限公司，将公司的业务领域拓展至智能装备领域。公司目前正极材料产能10000吨，此外参股的星城石墨具有12000吨负极材料产能。

图表 1 当升科技发展大事记



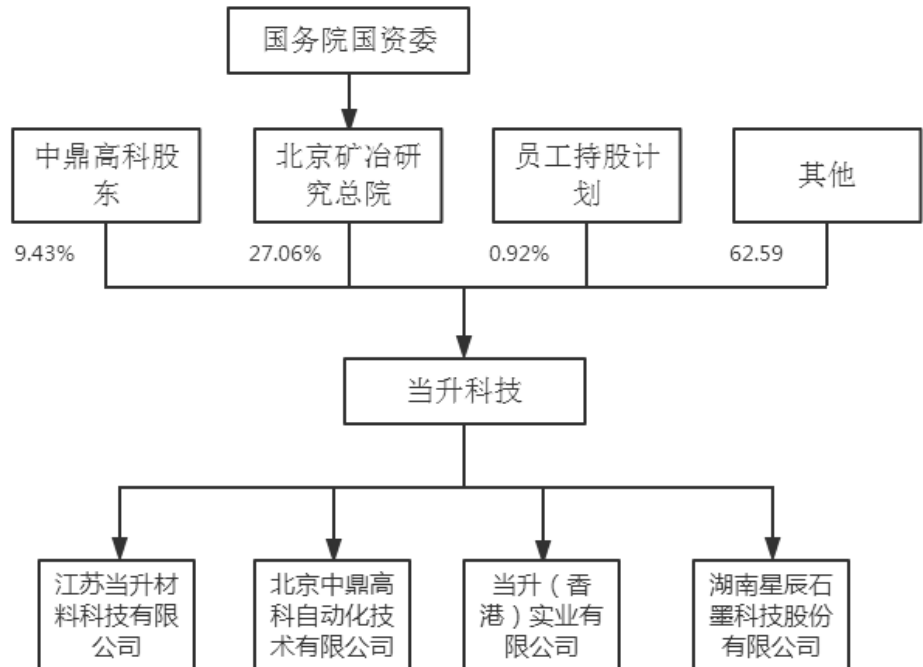
资料来源：公司公告、华安证券研究所

### 1.2 背靠国资委，大股东研发实力雄厚

公司实际控制人为国务院国资委，大股东为北京矿冶研究总院。北京矿冶研究院1956年建院，1999年转制为科技型企业，直属于国务院国资委的一级央企，是国内中国金属矿产资源综合利用领域规模最大的综合性研究与设计机构。该院拥有2个国家重点实验室、3个国家级工程技术研究中心、1个国家重有色金属质量监督检测中心，具有矿业工程、冶金工程、材料科学与工程和机械工程4

个一级学科硕士学位授予权。累计完成科研课题 6400 多项，科研成果 2660 多项，获得国家科技进步特等奖、国家技术发明一、二等奖等国家级奖励 98 项，省部级科技奖 958 项，获取专利 1000 多项，科研实力雄厚。

图表 2 股权结构及子公司



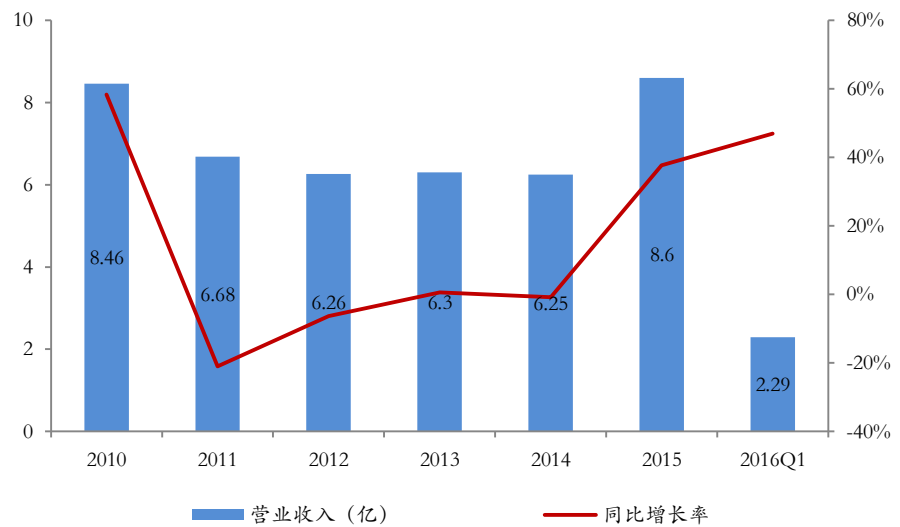
资料来源：wind、华安证券研究所

### 1.3 业绩迎来拐点，利润大幅增长

公司作为国内最早从事车用高镍动力多元材料的企业，已实现了批量生产，并向国际客户的批量销售，是全球少数具备批量生产车用高镍多元材料能力的正极材料企业之一，也是国内唯一一家。公司 2015 年完成高镍多元材料的研发工作，目前在江苏海门一期已经拥有 2000 吨的产能，海门二期第一阶段 2000 吨产能也将于近期正式投产，公司客户主要为国内外高端锂电生产企业。受益 2015 年新能源汽车的火爆行情，公司作为三元正极材料龙头充分享受了这种盛宴，公司在 2015 年结束了上市以来的业绩下滑走势，实现营业收入 8.60 亿元，同比增长 37.67%，实现归母净利润 0.13 亿元，同比增长 151.9%，而 2016 年一季度，公司更是高歌猛进，实现归母净利润 0.16 亿元，同比增长 507.69%，超过去年全年净利润。

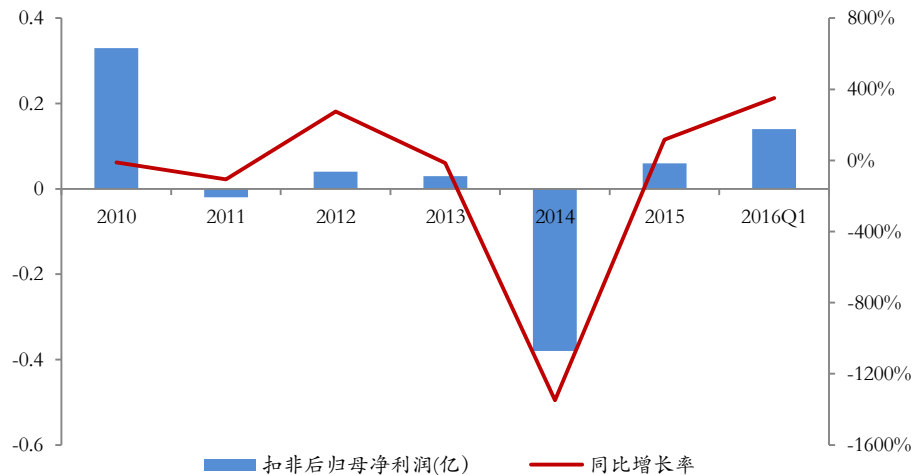
新能源汽车产业的持续火爆造成了锂电材料的供不应求，上游碳酸锂价格的持续上涨以及高端正极材料的紧缺性将推动公司产品价格持续上涨，而公司也将根据市场需求，加快高镍产品的产能建设，高镍多元材料的量价齐升将维持公司业绩实现持续高增长。

图表 3 历年营业收入



资料来源：wind、华安证券研究所

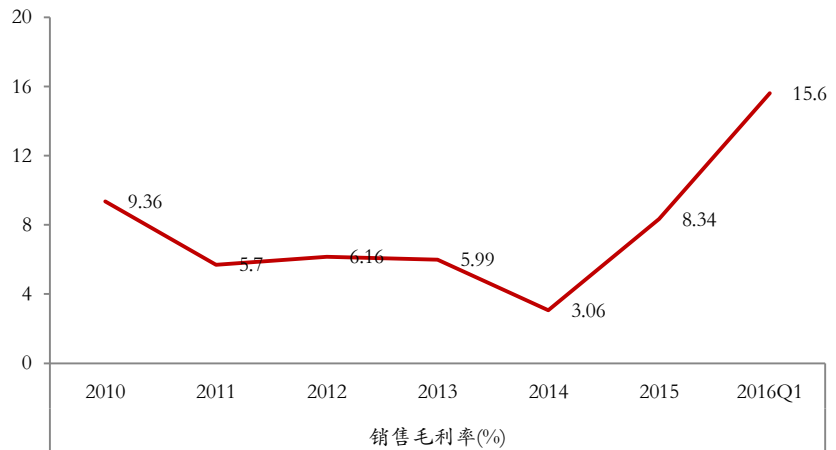
图表 4 历年扣非后归母净利润



资料来源：wind、华安证券研究所

公司上市以来受小型锂电池竞争激烈影响，产品毛利率持续下滑，进入 2015 年，公司高镍动力多元正极材料实现放量，公司产品毛利率在 2015 年实现大幅上涨，由 2014 年的 3.06% 增长到 2015 年的 8.34%，而 2016 年一季度毛利率更达到 15.6%。公司产品毛利率大幅上涨主要来自于二方面：高附加值的高镍多元正极材料销售大幅增长，2016 年一季度公司锂电正极材料销量同比增长了 49.55%，其中车用动力正极材料销量同比增长 2300.28%，占产品总销量的比重进一步提高；公司收购中鼎高科切入智能装备领域，中鼎高科的产品毛利率高达 50.33%，完善了公司产品结构，大大提高了综合毛利率。

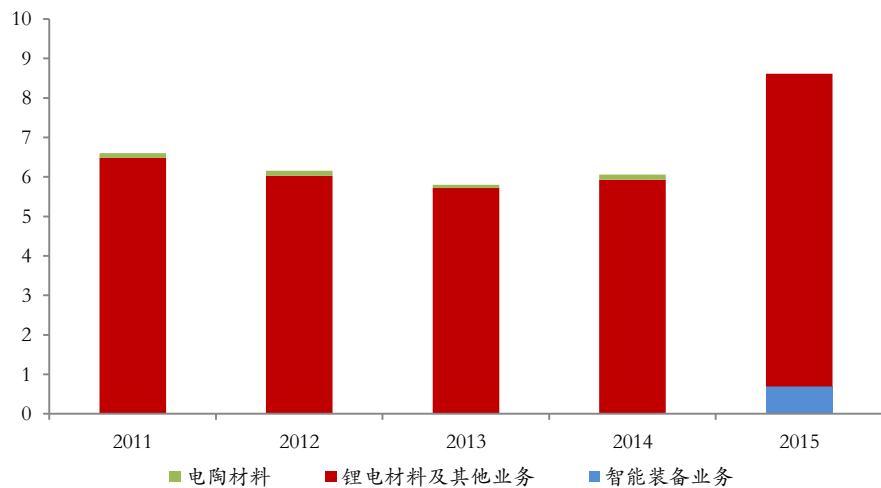
图表 5 历年毛利率水平



资料来源: wind、华安证券研究所

2015 年公司为进一步增强盈利能力和抗风险能力, 出资 4.13 亿元收购中鼎高科, 在立足锂电正极材料业务的同时, 涉足智能装备这一高速成长的业务模块, 形成了锂电材料与智能装备的双主业发展模式。中鼎高科通过搭建国内国际销售平台, 加快了高端圆刀模切机和激光模切机的市场推广, 获得了下游客户的高度认可, 一季度销售量同比增长 47%, 业务收入同比增长 68%, 大大提高了公司的营业收入, 丰富了公司产品结构, 从 2015 年公司的毛利构成来看, 中鼎高科的智能设备业务已占到公司毛利接近 50%。

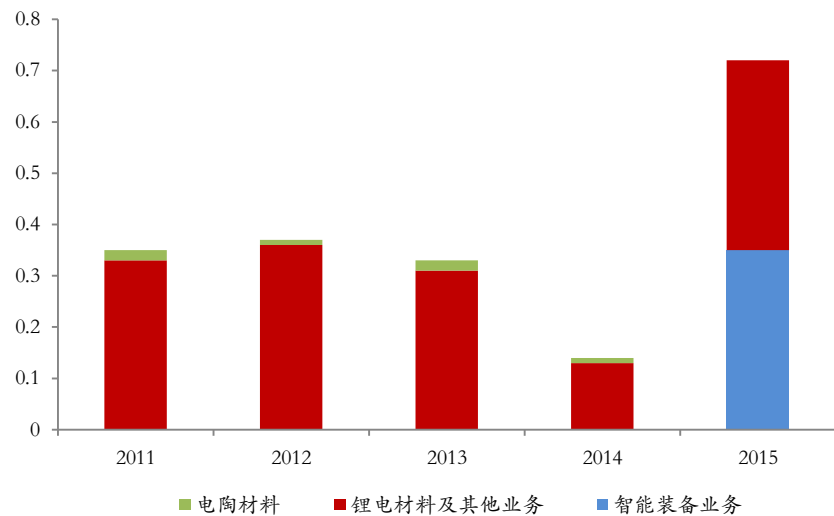
图表 6 历年营业收入组成 (亿元)



资料来源: wind、华安证券研究所



图表 7 历年毛利构成 (亿元)



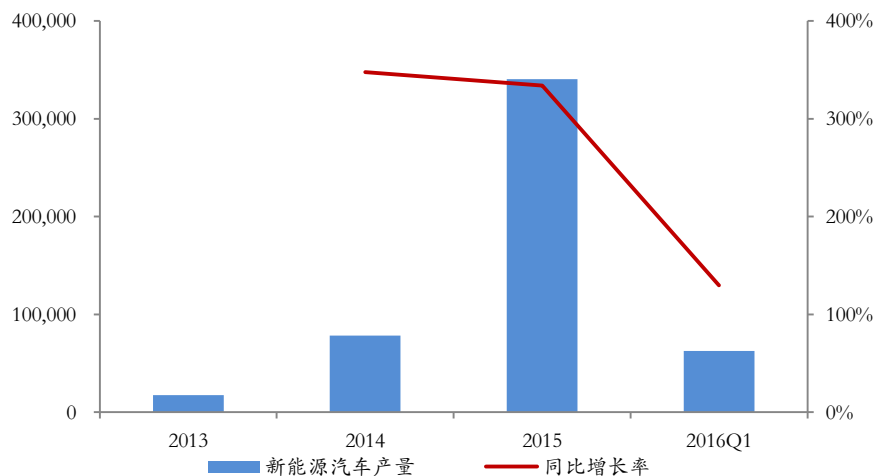
资料来源: wind、华安证券研究所

## 2 新能源汽车持续爆发，三元材料快速扩张

### 2.1 新能源汽车延续高增长，短期利空已释放

2015 年国内新能源汽车进入井喷行情，据中国汽车工业协会数据统计，2015 年新能源汽车产量达 340471 辆，销量 331092 辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍。2016 年一季度新能源汽车累计产量达 62663 辆，销售 58125 辆，产销量环比大幅下滑，与上年同期近 3 倍的产销增速相比，16Q1 的增速表现明显令人大失所望，但 16Q1 表现低于市场预期主要受短期内的多重利空因素的影响：16 年国补政策的调整以及地补政策出台较晚；骗补事件的持续发酵；新能源汽车推广目录的推倒重建。但随着一系列新政策的落地，新能源汽车将在二季度重新焕发光彩，2016 年 4 月新能源汽车生产 31266 辆，销售 31772 量，同比分别增长 178.3%和 190.6%，产销量均有显著改善。

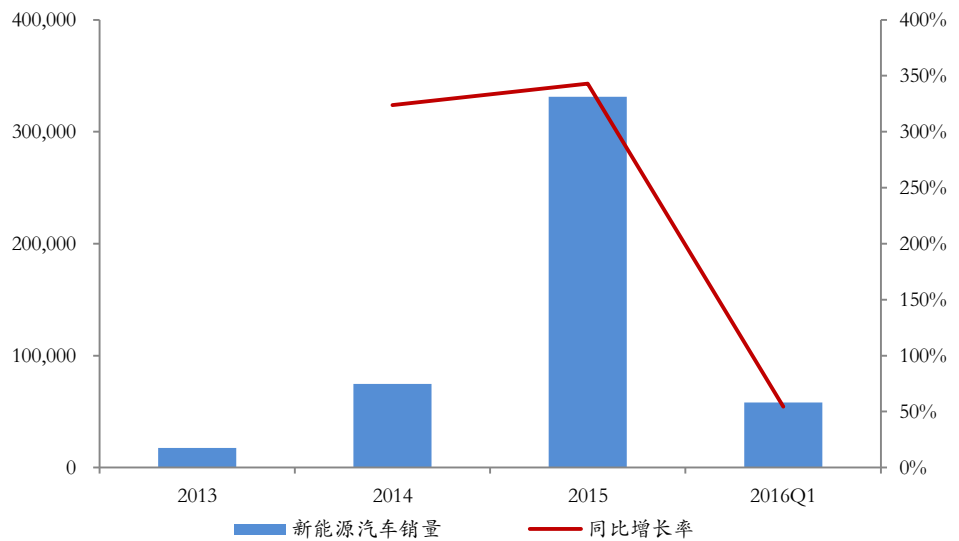
图表 8 新能源汽车产量



资料来源: 中汽协、华安证券研究所



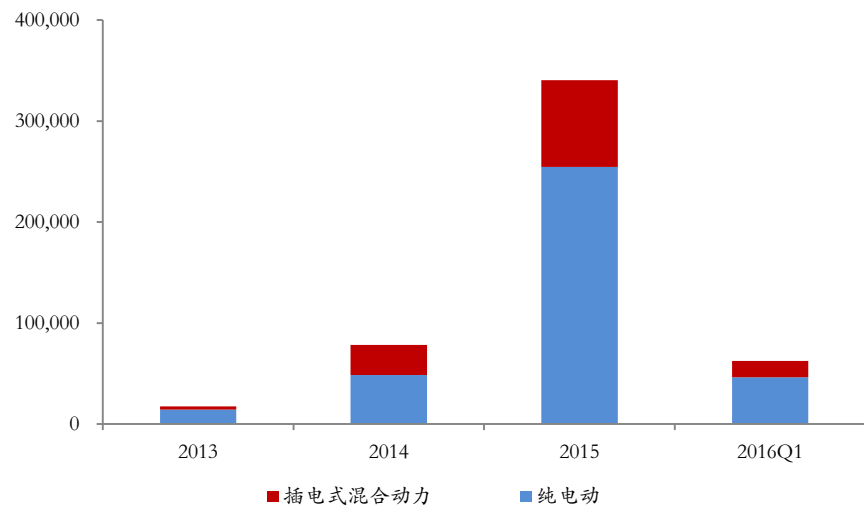
图表 9 新能源汽车销量



资料来源：中汽协、华安证券研究所

从新能源汽车分类来看，2015年纯电动汽车生产25.46万辆，占比74.8%。插电式混合动力汽车生产8.58万辆，占比25.2%。16Q1的情况与15年类似，纯电动汽车占比74.0%，插电式混合动力汽车占比26.0%。由于国家补贴和优惠政策向纯电动车的不断倾斜，纯电动在新能源汽车中的占比不断提高，未来纯电动车将是国内车企的主要发展方向。

图表 10 新能源汽车各类型产量



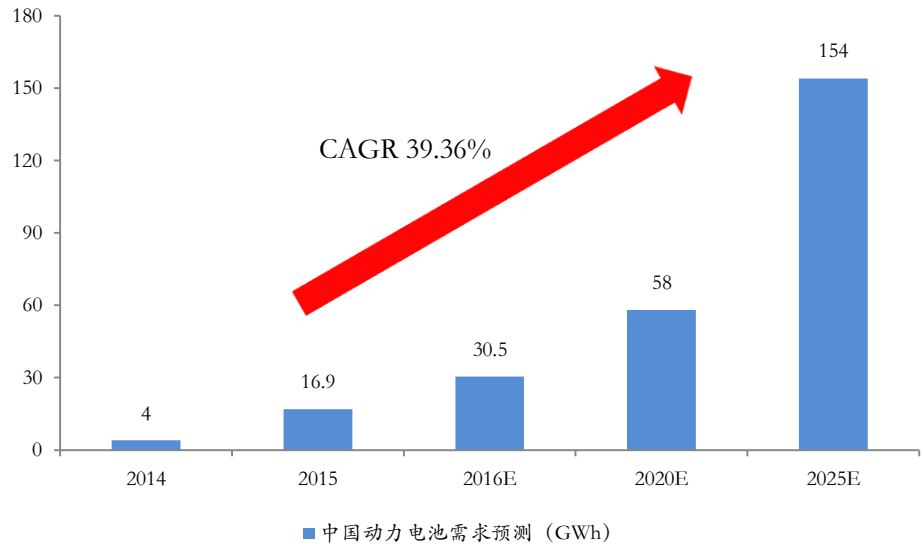
资料来源：中汽协、华安证券研究所

## 2.2 动力电池增资扩产，锂电材料供不应求

国内新能源汽车使用的动力电池超过90%系国内生产，新能源汽车产量大幅增长直接拉动国内动力电池的需求。2015年中国汽车动力锂电池产量为16GWh，同比增长300%。2016年一季度国内动力电池产量达到7.5GWh，同比增长454%，

对未来我们做出预估，中国动力锂电池 2016 年产量为 30.5GWh，到 2025 年动力电池产量将达到 154GWh，年复合增长率达到 39.36%。

图表 11 中国动力电池需求预测



资料来源：中国动力网、华安证券研究所

动力电池的火热行情吸引了越来越多的资本涌入，整车企业、小型锂电池企业、其他电池企业乃至其他行业的企业都加入到动力电池的军备竞赛中，2014 年国内动力电池生产厂商仅 78 家，而到了 2015 年已经达到 121 家，2016 年中国动力电池企业总数将达到近 150 家。国内动力电池厂家数量不断攀升的同时，动力电池的产能扩张也在不断加速，2016 年仅国内前十大动力电池生产商就将新增 16GWh 产能。

图表 12 国内动力电池厂商产能情况

| 公司名称 | 2015 年产能 (GWh) | 2016 年产能预测 (GWh) | 主要客户                                   |
|------|----------------|------------------|--|
| LGC  | 1              | 2                | 通用、雷诺、起亚、福特、沃尔沃、长安、观致、上汽               |
| SDI  | 1              | 3                | 宝马、大众、TATA                             |
| 比亚迪  | 4              | 6                | BYD                                    |
| CATL | 3              | 6                | 宇通、金龙、宝马                               |
| 国轩高科 | 1.6            | 3.5              | 安凯、江淮、金龙、北汽、上汽大通、新大洋                   |
| 力神   | 1              | 2                | 扬子江、一汽、康迪、北汽、江淮、华泰、宇通、金龙、一汽大众、长安客车     |
| 沃特玛  | 2              | 4.5              | 东风、大运、一汽、厦门金旅、南京金龙、五洲龙、九龙汽车            |
| 万向   | 0.6            | 1                | 上汽集团、长安、奇瑞汽车、广汽集团、南京金龙、厦门金龙、宇通、申沃、南车时代 |

|    |     |     |                                      |
|----|-----|-----|--------------------------------------|
| 别克 | 0.5 | 1.2 | 众泰、海马、奇瑞、一汽、北汽福田、江南汽车、安源客车、苏州金龙、东风裕隆 |
| 中航 | 1   | 2.5 | 苏州海格、东风、河南少林、陆地方舟、南京金龙、四川野马、中通客车     |

资料来源：高工锂电、华安证券研究所

2015 年新能源汽车市场持续爆发，动力电池出货激增，在整个产业链准备并不充分的情况下，锂电材料供不应求，实现量价齐升。截止到 2016 年 5 月，碳酸锂的价格已达到 17 万元/吨，较 2015 年年初的 5 万元-6 万元/吨，涨幅接近 300%。碳酸锂价格的暴涨也带动了六氟磷酸锂、正极材料的价格上涨，目前六氟磷酸锂的报价已达到 40 万元/吨，正极材料的报价约为 16-17 万元/吨。

2015 年中国正极材料市场规模达到 134.27 亿元，同比 2014 年增长 40%，全国正极材料出货共 11.29 万吨，同比 2014 年增长 46.8%；负极材料产值为 38.8 亿元，同比 2014 年增长 35.2%，全国负极材料出货量 7.28 万吨，同比增长 42.7%；锂电隔膜产值 21.3 亿元，同比增长 29.2%，中国锂电池隔膜产量 6.28 亿平方米，同比增长 49.5%；锂离子电池电解液出货 6.33 万吨(含企业自产)，同比增长 48.9%；2015 年中国电解液产值 28.6 亿元，同比增长 52.2%。2016 年第一季度中国锂电材料产值规模 72.2 亿元，同比增长 97.2%。从产量来看，第一季度正极材料产量 28560 吨，同比增长 68.5%；负极材料产量 20850 吨，同比增长 70.9%；电解液产量 20530 吨，同比增长 95.52%；隔膜产量 18520 万平方米，同比增长 88.02%，整个锂电材料领域继续保持高速增长。

图表 13 锂电材料产量

| 材料类别 | 2015 年产量  | 同比增长率 | 2016 年 Q1 产量 | 同比增长率  |
|------|-----------|-------|--------------|--------|
| 正极材料 | 11.29 万吨  | 46.8% | 2.86         | 68.5%  |
| 负极材料 | 7.28 万吨   | 42.7% | 2.09 万吨      | 70.9%  |
| 隔膜   | 6.28 亿平方米 | 49.5% | 1.85 亿平方米    | 88.2%  |
| 电解液  | 6.33 万吨   | 48.9% | 2.05 万吨      | 95.52% |

资料来源：高工锂电、华安证券研究所

## 2.3 三元材料前景独好

电动汽车用动力电池市场将爆发性增长，锂电材料需求潜力巨大，正极材料是锂电池的核心，占锂电池成本的 40%以上，比重最大。正极材料的好坏直接决定了锂电池各种性能指标，如能量密度性能、比功率、温度适用范围及安全性能等等。目前已进入商业化的正极材料包括钴酸锂 (LCO)、三元材料 (NCM)、锰酸锂 (LMO) 和磷酸铁锂 (LFP) 等。

图表 14 不同正极材料电池性能比较

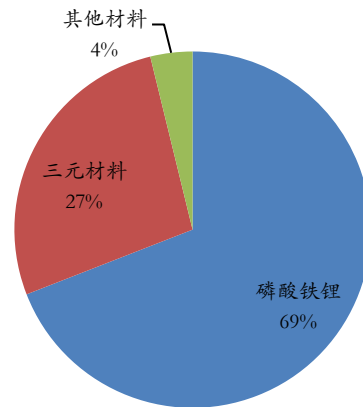
|      | 钴酸锂                | 镍钴锰酸锂 (NCM)                   | 锰酸锂 (LMO)                        | 磷酸铁锂 (LFP)          | 镍钴铝酸 (NCA)                    |
|------|--------------------|-------------------------------|----------------------------------|---------------------|-------------------------------|
| 分子式  | LiCoO <sub>2</sub> | LiNixCoyMn1-x-yO <sub>2</sub> | LiMn <sub>2</sub> O <sub>4</sub> | LiFePO <sub>4</sub> | LiNixCoyAl1-x-yO <sub>2</sub> |
| 电压平台 | 3.7                | 3.6                           | 3.8                              | 3.3                 | 3.7                           |
| 比容量  | 150                | 160                           | 120                              | 150                 | 170                           |

|      |               |                |                    |               |                    |
|------|---------------|----------------|--------------------|---------------|--------------------|
| 振实密度 | 2.8-3.0       | 2.0-2.3        | 2.2-2.4            | 1.0-1.4       | 2.0-2.4            |
| 优点   | 充放电稳定, 生产工艺简单 | 电化学性能稳定, 循环性能好 | 锰资源丰富, 价格较低, 安全性能好 | 高安全性, 环保长寿    | 高能量密度, 低温性能好       |
| 缺点   | 钴价格昂贵, 循环寿命较低 | 用到一部分金属钴价格昂贵   | 能量密度低, 电解质相容性差     | 低温性能较差, 放电电压低 | 高温性能差, 安全性差, 生产门槛高 |

资料来源：华安证券研究所

2015 年磷酸铁锂电池出货量达 10.86Gwh，占据市场近 69% 份额；对应三元材料电池出货量为 4.26Gwh，占比 27%；而对应锰酸锂、钛酸锂、超级电容、镍氢电池等其他材料电池出货量仅 0.6Gwh，占比 4%。

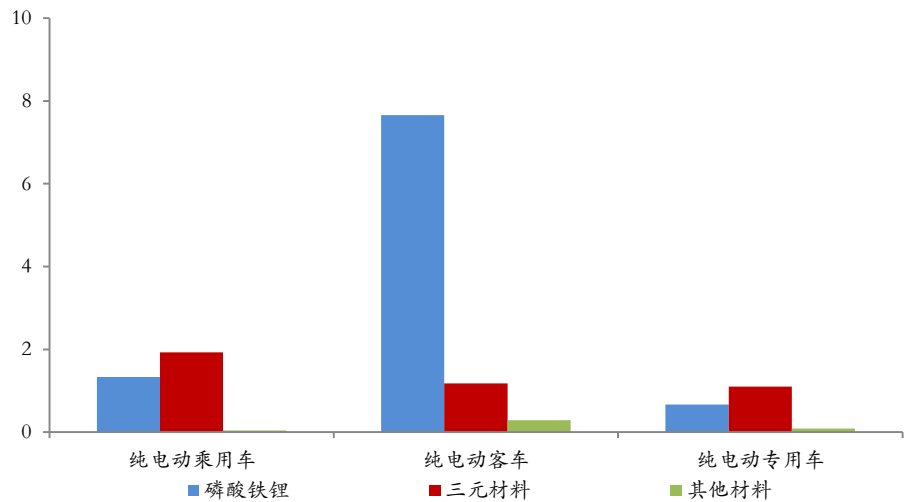
图表 15 不同材料动力电池占比



资料来源：中商情报网、华安证券研究所

细分纯电动车型看，客车领域，主要以搭载磷酸铁锂电池为主，出货量达 7.66Gwh，占比纯电动客车电池量的 84%，对应三元材料电池仅 1.18Gwh，占比 12.9%，而其他材料电池量达 0.3Gwh，占比仅 3%；乘用车领域则与客车不同，电池类型则以三元材料为主，电池出货量达 1.93Gwh，对应磷酸铁锂电池出货量 1.33Gwh，两者相差仅 0.6Gwh，在其他材料电池分布中，则主要是锰酸锂电池，出货量仅 0.04Gwh，占比 1% 市场。专用车领域，电池类型分布于乘用车类似，以三元电池为主，与磷酸铁锂电池占比相差不大，两者出货量分别为 1.1Gwh 和 0.67Gwh。

图表 16 纯电动领域不同材料电池产能分布



资料来源：中商情报网、华安证券研究所

全球动力锂电池及其材料的生产主要集中在中国、日本和韩国。日韩的动力锂电池技术走在世界前列，主要开发以改性锰酸锂、镍钴锰酸锂或镍钴铝酸锂三元材料为正极材料的动力锂电池，生产厂家包括日立、索尼、新神户电机、NEC、三洋电机、三星以及 LG 化学等知名的企业及其与各大汽车厂商的合资公司。中国主要开发以磷酸铁锂为正极材料的动力锂电池，如比亚迪公司、万向集团（为了占据优势地位，收购了国际上最具技术实力的磷酸铁锂开发及制造商美国 A123 系统公司），目前正在逐渐转向三元材料体系。

图表 17 世界主流电动车对动力锂电池正极材料的选择

| 车企               | 特斯拉     | 宝马  | 通用       | 日产      | 比亚迪  |
|------------------|---------|-----|----------|---------|------|
| 车型               | MODEL S | I3  | 雪佛兰 Volt | Leaf    | E6   |
| 电动车种类            | 纯电动     | 纯电动 | 增程式混动    | 纯电动     | 纯电动  |
| 正极材料体系           | NCA     | NCM | LMO+NCM  | NCM+NCA | LFP  |
| 电池材料供应商          | 松下      | 三星  | LG 化学    | AESC    | 自主研发 |
| 电池配备能量 (kWh)     | 70-90   | 22  | 16       | 24      | 60   |
| 电池系统能量密度 (Wh/kg) | 156-170 | 130 | 81       | 140     | 100  |
| 续航里程/km          | >400    | 160 | 64       | 160     | 300  |

资料来源：华安证券研究所

图表 18 国内主流电动车型动力锂电池正极材料的使用情况

| 车型         | 北汽 EV160 | 北汽 EV200 | 奇瑞 eQ | 江淮 IEV5 | 上汽 E50 | 比亚迪 E6 | 比亚迪 腾势 | 吉利知豆 | 东风启辰晨风 |
|------------|----------|----------|-------|---------|--------|--------|--------|------|--------|
| 正极材料类型     | LFP      | NCM      | NCM   | NCM     | LFP    | LFP    | LFP    | NCM  | LMO    |
| 电池容量 /kWh  | 25.6     | 30.4     | 22.3  | 23      | 18     | 63.4   | 47.5   | 15.3 | 24     |
| 工况续航里程 /km | 160      | 200      | 170   | 170     | 120    | 300    | 250    | 150  | 170    |

资料来源：华安证券研究所

电动汽车的快速发展对动力锂电池的性能提出了更高要求，根据国务院颁布的《节能与新能源汽车产业发展规划(2012-2020 年)》中提及的目标，2015 年动力电池模块的能量密度达到 150Wh/kg，至 2020 年动力电池模块的能量密度达到 300Wh/kg，磷酸铁锂的先天不足，使国内越来越多的企业开始转向三元材料。目前国内仅少数正极材料厂商具备高镍型 NCM622 产能，预计 2017 年中国三元材料渗透率达到 20%，按照每 1Kwh 需要 1.3kg 三元材料测算，预计到 2020 年，中国 NCM 三元材料需求量将达 15.5 万吨，NCA 三元材料需求将达到 0.8 万吨，三元正极材料刚性缺口巨大。

### 3 并购中鼎高科，切入智能制造

中鼎高科是一家从事多工位精密旋转模切设备的研发、生产和销售的高新技术企业。中鼎高科主要产品包括各类多工位精密旋转模切设备，如七工位精密旋转模切设备、八工位精密旋转模切设备、十工位精密旋转模切设备、医用精密旋转模切设备、RFID 电子标签模切机等，此外，中鼎高科目前正在积极研发更具技术优势的激光模切机，未来将适时推向市场。

精密旋转模切设备能够高效的实现对多种复合材料的模切，其应用领域包括消费类电子产品、医疗卫生、物联网 RFID 等。其中消费类电子领域方面，精密旋转模切设备主要应用于生产电子粘贴式元器件，能够很好的满足智能手机、平板电脑、笔记本、数码相机等行业对胶粘制品的需要。消费类电子产品是中鼎高科精密旋转模切设备目前最主要的应用领域。

医疗卫生领域方面，精密旋转模切设备能够有效的应用于多层医用复合材料的模切，例如膏药布、药贴、创可贴、医用纱布等。中鼎高科于 2014 年实现医用精密旋转模切设备的销售。

物联网 RFID 领域方面，精密旋转模切设备能够应用于各种类型电子标签的模切。随着我国 RFID 产业的迅速发展，电子标签需求量大幅上涨，广泛的应用于智能交通卡、智能消防卡、环境监测、食品溯源等物联网相关领域。

图表 19 中鼎高科产品及应用领域



资料来源：公司公告、华安证券研究所

中鼎高科承诺 2015-2017 年的净利润分别达到 3,700 万元、4,300 万元、4,900 万元。中鼎高科 15 年在仅并表 5 个月的情况下贡献约 2000 万元利润，2016 年中鼎高科继续快速拓展业务范围，组建了海外业务团队，大力拓展国际市场，继成功进入北美市场后，今年又开收成功韩国、东南亚和南美市场，产品已成功销往越南、韩国等国家，2016 年一季度销售量同比增长 47%，业务收入同比增长 68%，而智能装备 50%左右的超高毛利率也大幅改善了公司的产品结构，提高了公司的盈利能力。

#### 4、盈利预测与投资评级

考虑到新能源汽车的快速发展，车用锂电池需求量将进一步扩大，公司作为国内动力电池正极材料的龙头企业，高镍多元正极材料将继续收益。另外公司的智能制造业务也发展迅猛，销售收入不断提高，完善了公司产品结构，提高了公司盈利水平和抗风险能力。我们预计公司 16-18 年的 EPS 分别为 0.63 元、0.89 元和 1.07 元，对应的 PE 分别为 76.90、54.30、45.22 倍，维持“买入”评级。



**附录：财务报表预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |      |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |      |       |       |       |
| 会计年度           | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E | 会计年度            | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| <b>流动资产</b>    | 915   | 1,987 | 2,482 | 3,059 | <b>营业收入</b>     | 860  | 1,446 | 1,807 | 2,168 |
| 现金             | 206   | 864   | 1,079 | 1,356 | 营业成本            | 789  | 1,214 | 1,500 | 1,800 |
| 应收账款           | 325   | 468   | 627   | 758   | 营业税金及附加         | 1    | 2     | 3     | 0     |
| 其他应收款          | 3     | 7     | 7     | 9     | 销售费用            | 15   | 23    | 27    | 33    |
| 预付账款           | 16    | 3     | (9)   | (24)  | 管理费用            | 62   | 104   | 130   | 156   |
| 存货             | 203   | 308   | 377   | 458   | 财务费用            | (2)  | 1     | (1)   | (1)   |
| 其他流动资产         | 162   | 336   | 402   | 504   | 资产减值损失          | 4    | 1     | (0)   | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 826   | 571   | 572   | 576   | 公允价值变动收益        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | 38    | 34    | 35    | 36    | 投资净收益           | 16   | 15    | 15    | 15    |
| 固定资产           | 313   | 293   | 274   | 254   | <b>营业利润</b>     | 6    | 115   | 163   | 196   |
| 无形资产           | 25    | 23    | 22    | 20    | 营业外收入           | 9    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产        | 449   | 220   | 241   | 267   | 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>资产总计</b>    | 1,741 | 2,558 | 3,054 | 3,635 | <b>利润总额</b>     | 14   | 115   | 163   | 196   |
| <b>流动负债</b>    | 451   | 458   | 602   | 764   | 所得税             | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 短期借款           | 67    | 66    | 65    | 63    | <b>净利润</b>      | 13   | 115   | 163   | 196   |
| 应付账款           | 214   | 268   | 354   | 437   | 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他流动负债         | 170   | 123   | 184   | 264   | <b>归属母公司净利润</b> | 13   | 115   | 163   | 196   |
| <b>非流动负债</b>   | 49    | 742   | 924   | 1,143 | <b>EBITDA</b>   | 38   | 138   | 184   | 216   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | <b>EPS (元)</b>  | 0.07 | 0.63  | 0.89  | 1.07  |
| 其他非流动负债        | 49    | 742   | 924   | 1,143 |                 |      |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 499   | 1,200 | 1,526 | 1,906 |                 |      |       |       |       |
| 少数股东权益         | 0     | 0     | 0     | 0     |                 |      |       |       |       |
| 股本             | 183   | 183   | 183   | 183   |                 |      |       |       |       |
| 资本公积           | 977   | 975   | 975   | 975   |                 |      |       |       |       |
| 留存收益           | 81    | 200   | 370   | 571   |                 |      |       |       |       |
| 归属母公司股东权益      | 1,242 | 1,358 | 1,528 | 1,729 |                 |      |       |       |       |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,741 | 2,558 | 3,054 | 3,635 |                 |      |       |       |       |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       |
| 会计年度           | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
| <b>经营活动现金流</b> | 10    | 390   | 196   | 257   |
| 净利润            | 13    | 115   | 163   | 196   |
| 折旧摊销           | 35    | 21    | 21    | 21    |
| 财务费用           | 1     | 1     | (1)   | (1)   |
| 投资损失           | (16)  | (15)  | (15)  | (15)  |
| 营运资金变动         | (38)  | 266   | 28    | 56    |
| 其他经营现金         | 14    | 1     | (0)   | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | (31)  | 21    | 14    | 14    |
| 资本支出           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | (4)   | 4     | (1)   | (1)   |
| 其他投资现金         | (26)  | 17    | 15    | 15    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 138   | (0)   | 6     | 5     |
| 短期借款           | 41    | (1)   | (1)   | (2)   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 23    | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 388   | (2)   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金         | (314) | 3     | 7     | 6     |
| <b>现金净增加额</b>  | 118   | 410   | 216   | 276   |

| 主要财务比率          |          |          |        |        |
|-----------------|----------|----------|--------|--------|
| 会计年度            | 2015     | 2016E    | 2017E  | 2018E  |
| <b>成长能力</b>     |          |          |        |        |
| 营业收入            | 37.67%   | 68.00%   | 25.00% | 20.00% |
| 营业利润            | -112.91% | 1946.93% | 41.61% | 20.07% |
| 归属于母公司净利润       | -151.90% | 767.73%  | 41.61% | 20.07% |
| <b>获利能力</b>     |          |          |        |        |
| 毛利率(%)          | 8.34%    | 16.00%   | 17.00% | 17.00% |
| 净利率(%)          | 1.54%    | 7.97%    | 9.03%  | 9.04%  |
| ROE(%)          | 1.07%    | 8.48%    | 10.68% | 11.33% |
| ROIC(%)         | 1.76%    | 11.76%   | 22.76% | 26.99% |
| <b>偿债能力</b>     |          |          |        |        |
| 资产负债率(%)        | 28.67%   | 46.90%   | 49.96% | 52.44% |
| 净负债比率(%)        | -2.53%   | -31.80%  | 3.58%  | 6.13%  |
| 流动比率            | 2.03     | 4.34     | 4.12   | 4.01   |
| 速动比率            | 1.58     | 3.67     | 3.50   | 3.41   |
| <b>营运能力</b>     |          |          |        |        |
| 总资产周转率          | 0.62     | 0.67     | 0.64   | 0.65   |
| 应收账款周转率         | 3.24     | 3.69     | 3.34   | 3.17   |
| 应付账款周转率         | 5.00     | 6.00     | 5.81   | 5.49   |
| <b>每股指标 (元)</b> |          |          |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)      | 0.07     | 0.63     | 0.89   | 1.07   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.06     | 2.13     | 1.07   | 1.40   |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 6.78     | 7.42     | 8.35   | 9.45   |
| <b>估值比率</b>     |          |          |        |        |
| P/E             | 667.3    | 76.9     | 54.3   | 45.2   |
| P/B             | 7.1      | 6.5      | 5.8    | 5.1    |
| EV/EBITDA       | 179.97   | 59.66    | 43.77  | 36.26  |

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。