CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当升科技 300073.SZ

当前股价：58.41 元
2016 年 07 月 03 日

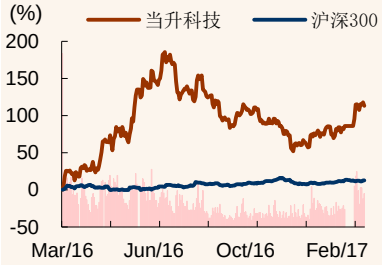
看好三元锂电渗透率继续提升，公司龙头地位进一步夯实

基础数据

上证综指	3239
总股本（万股）	18303
已上市流通股（万股）	16323
总市值（亿元）	107
流通市值（亿元）	95
每股净资产（MRQ）	7.3
ROE（TTM）	7.4
资产负债率	38.0%
主要股东	北京矿冶研究总院
主要股东持股比例	27.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	9	162
相对表现	21	3	147



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《当升科技（300073）—三元产能释放可期，业绩持续增长无虞》2016-10-25

2、《当升科技（300073）—三季报预告大增点评》2016-10-11

3、《当升科技（300073）—三元持续放量，厚积终迎薄发》2016-08-22

周铮
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

姚鑫
yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

孙维容
sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

研究助理
于庭泽
yutingze@cmschina.com.cn

事件：

公司公告 2016 年年报，实现收入 13.3 亿，同比增长 55%，净利润 0.99 亿元，同比大幅增长 647%，eps0.54 元，符合前期业绩预告以及我们预期。此外公告 2017 年一季度业绩预告，预计实现盈利 1800-2000 万，同比增长 14%-27%，同时公告以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股预案。

评论：

1、全年业绩符合我们预期，海门项目持续保持满产满销

受骗补清算以及补贴新政推出延期影响，市场普遍担心下游开工意愿降低影响中游锂电材料订单，不过从四季度公司经营情况尤其是海门高镍项目来看，订单始终饱和，仍以 NCM622 为主，辅以部分 532 产能，月出货量超 700 吨，充分显示公司高镍动力电池高品质以及较强进口替代能力，季度利润环比持续提升，叠加并表中鼎高科，全年 1 亿业绩符合我们预期。一季度由于二期一阶段的增量贡献以及产品结构调整，同比继续实现 20%左右增长。

2、新补贴政策落地，利好三元锂电渗透率进一步提升

新补贴政策针对单位载质量能量消耗量（Ekg）、续驶里程、循环寿命、能量密度、充放电性能、安全性等指标对动力电池提出更高要求，三元正极材料凭借在能量密度上的绝对优势有望迎来大规模推广契机。此外在我们前期的公司深度报告中也提到：从 15 年以后的新乘用车型统计数据可以看到，搭载三元正极电池的新车型比例已经接近 70%。我们坚定看好三元锂电渗透率进一步提升，公司作为国内三元正极绝对龙头将在未来存量和增量市场持续受益。

3、海门二期二阶段全速开工建设，预计下半年可贡献利润

考虑到目前供不应求的行业供需格局，公司海门二期二阶段 4000 吨新建产能正在全速建设，预计今年年上半年即可部分投产，年底前全部投产。且产品线按照更高镍的 NCM811 品种进行设计，我们判断公司 811 产品有望顺利通过客户认证，开启公司新的利润增长点。

4、借力资本市场，海门三期项目有望进一步夯实公司在国内高镍三元市场的领先地位

与旺盛的需求相比，公司海门二期 4000 吨高镍正极项目投产也依然难以满足市场需求。公司近期公告定增预案，拟募集不超过 15 亿，主要用于海门三期投资及补充流动资金，拟建设 18000 吨/年的高镍多元材料生产线，并按照 NCM811/NCA 的标准来设计，根据可研报告项目建成后 irr 可达到 14%，有望进一步夯实公司在国内高镍三元市场的龙头地位。

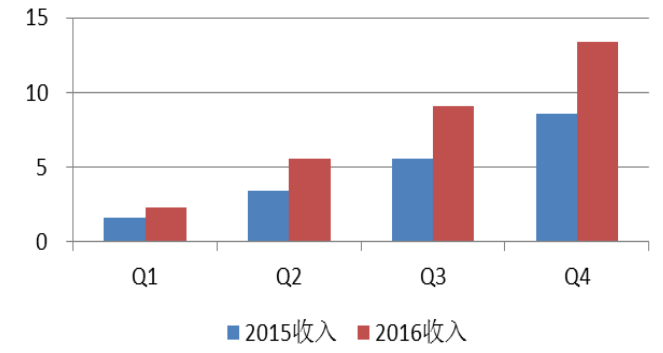
5、坚定看好公司未来确定成长空间

大力发展新能源汽车是我国汽车产业对领先国家实现弯道超车的国家战略，根据规划到 2020 年国内要实现新能源汽车 200 万辆生产能力。公司是国内高镍动力正极材料 NCM622 唯一实现批量化供货企业，具备极强技术壁垒，且后续 NCM811、NCA 等储备品种研发进展顺利，有望持续领先国内竞争对手一个产业周期，坚定看好公司未来确定成长空间，建议逢低积极布局，暂不考虑增发摊薄，维持 17 年/18 年 eps0.86 元/1.08 元的盈利预测，维持强烈推荐-A 评级。

6、风险提示

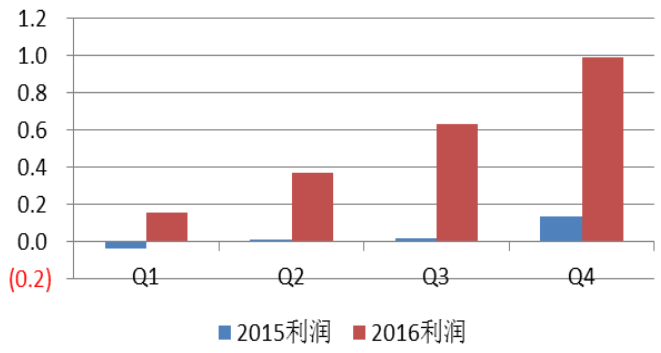
新能源车销量低于预期，原材料价格波动

图 1：当升科技季度收入情况（亿元）



资料来源：wind、招商证券

图 2：当升科技季度利润情况（亿元）



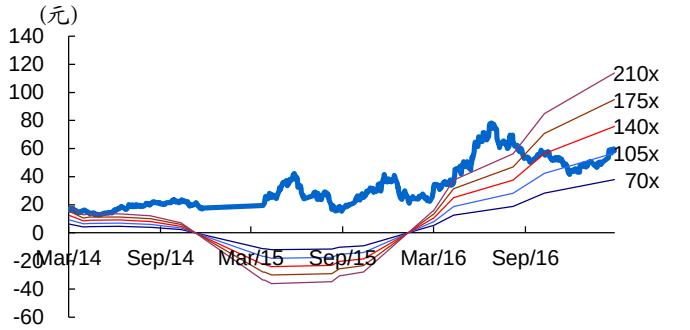
资料来源：wind、招商证券

表 1：盈利预测简表

单位：百万元	2014	2015	2016	2017E	2018E
营业收入	625	860	1335	1512	1784
营业成本	606	789	1108	1282	1514
营业税金及附加	1	1	4	5	5
营业费用	9	15	25	28	33
管理费用	46	62	111	125	148
财务费用	1	(2)	(2)	6	(1)
资产减值损失	8	4	10	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	16	16	16	16
营业利润	(44)	6	95	81	100
营业外收入	15	9	18	21	25
营业外支出	0	0	4	4	4
利润总额	(29)	14	109	99	122
所得税	(3)	1	9	(58)	(75)
净利润	(26)	13	99	157	197
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(26)	13	99	157	197
EPS（元）	(0.16)	0.07	0.54	0.86	1.08

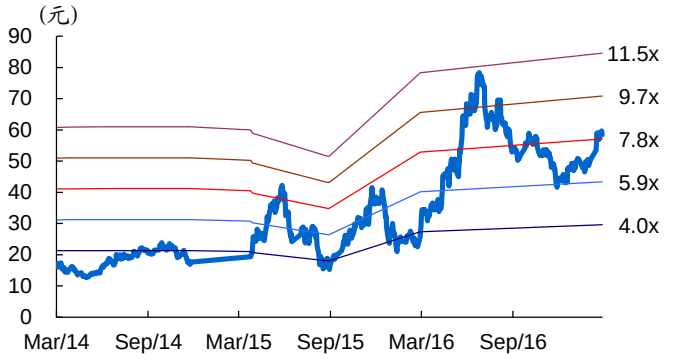
资料来源：公司数据、招商证券

图 3：当升科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：当升科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

1、《当升科技（300073）—三元产能释放可期，业绩持续增长无虞》2016-10-25

2、《当升科技（300073）—三季报预告大增点评》2016-10-11

3、《当升科技（300073）—三元持续放量，厚积终迎薄发》2016-08-22

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	915	1297	1246	1464	1852
现金	206	252	135	153	213
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	151	274	311	366	458
应收款项	322	512	509	601	751
其它应收款	3	3	3	3	4
存货	203	243	272	321	402
其他	30	14	16	19	24
非流动资产	826	866	891	914	934
长期股权投资	38	54	54	54	54
固定资产	313	344	372	397	419
无形资产	25	24	21	19	17
其他	449	445	445	445	444
资产总计	**1741**	**2163**	**2137**	**2378**	**2786**
流动负债	451	717	534	625	860
短期借款	67	252	0	0	86
应付账款	214	317	366	433	542
预收账款	10	8	9	11	14
其他	159	141	158	181	219
长期负债	49	105	105	105	105
长期借款	0	0	0	0	0
其他	49	105	105	105	105
负债合计	**499**	**822**	**639**	**730**	**965**
股本	183	183	183	183	183
资本公积金	977	977	977	977	977
留存收益	81	180	338	487	660
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1242	1341	1498	1648	1821
负债及权益合计	**1741**	**2163**	**2137**	**2378**	**2786**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	10	(71)	193	116	87
净利润	13	99	157	197	232
折旧摊销	35	39	41	44	46
财务费用	1	3	6	(1)	1
投资收益	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	(22)	(198)	2	(114)	(187)
其它	(2)	1	2	6	10
投资活动现金流	(31)	(48)	(68)	(68)	(68)
资本支出	(37)	(48)	(68)	(68)	(68)
其他投资	7	0	0	0	0
筹资活动现金流	138	165	(242)	(30)	41
借款变动	(319)	91	(252)	0	86
普通股增加	23	0	0	0	0
资本公积增加	388	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	(47)	(59)
其他	46	74	10	17	14
现金净增加额	118	45	(116)	18	60

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860	1335	1512	1784	2230
营业成本	789	1108	1282	1514	1895
营业税金及附加	1	4	5	5	7
营业费用	15	25	28	33	41
管理费用	62	111	125	148	185
财务费用	(2)	(2)	6	(1)	1
资产减值损失	4	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	16	16	16	16
营业利润	6	95	81	100	116
营业外收入	9	18	21	25	30
营业外支出	0	4	4	4	4
利润总额	14	109	99	122	143
所得税	1	9	(58)	(75)	(89)
净利润	13	99	157	197	232
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	13	99	157	197	232
EPS（元）	0.07	0.54	0.86	1.08	1.27

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	38%	55%	13%	18%	25%
营业利润	-113%	1579%	-14%	23%	15%
净利润	-152%	648%	58%	25%	18%
获利能力					
毛利率	8.3%	17.0%	15.2%	15.1%	15.0%
净利率	1.5%	7.4%	10.4%	11.0%	10.4%
ROE	1.1%	7.4%	10.5%	11.9%	12.7%
ROIC	0.5%	5.2%	9.9%	10.2%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	38.0%	29.9%	30.7%	34.6%
净负债比率	3.8%	11.6%	0.0%	0.0%	3.1%
流动比率	2.0	1.8	2.3	2.3	2.2
速动比率	1.6	1.5	1.8	1.8	1.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8
存货周转率	4.5	5.0	5.0	5.1	5.2
应收帐款周转率	3.2	3.2	3.0	3.2	3.3
应付帐款周转率	4.6	4.2	3.8	3.8	3.9
每股资料（元）					
每股收益	0.07	0.54	0.86	1.08	1.27
每股经营现金	0.06	-0.39	1.06	0.64	0.47
每股净资产	6.78	7.33	8.19	9.00	9.95
每股股利	0.00	0.00	0.26	0.32	0.38
估值比率					
PE	805.0	107.7	68.0	54.3	46.1
PB	8.6	8.0	7.1	6.5	5.9
EV/EBITDA	52.2	15.1	15.2	13.6	11.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平
B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。