公司研究

证券研究报告

公司简报

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

当升科技（300073）：三元正极构筑护城河 积极扩产助力高增长

——调研纪要

2017 年 3 月 22 日

分析师：

崔国涛

执业证书编号： S1380513070003

联系电话：010-51789093

邮箱： cuiguotao@gkzq.com.cn

研究助理：

邓垚

执业证书编号： S1380116110007

联系电话：010-51789074

邮箱： dengyao@gkzq.com.cn

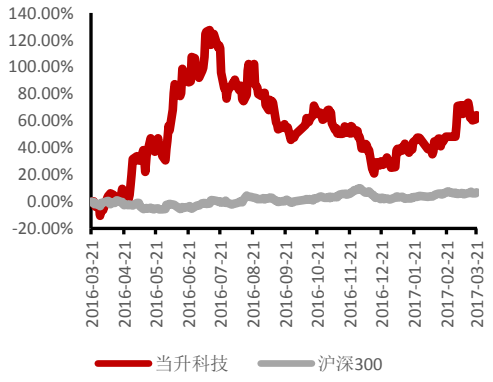
公司评级

当前价格：	56.49
本次评级：	尚未覆盖，未评级

公司基本数据

总股本（百万股）：	183.03
流通股本（百万股）：	163.23
流通 A 股市值（亿元）：	92.21
每股净资产（元）：	7.33
资产负债率（%）：	38

当升科技近一年股价走势



内容提要：

当升科技是国内锂电正极材料龙头，近期我们对公司进行了调研，形成主要投资观点如下：

- **受益于三元锂电旺盛需求。**新能源汽车市场处于快速增长期，2017 年新出台的新能源补贴政策根据能量密度进行分档补贴，对于高能量密度的三元锂电形成利好，同时三元锂电客车在 2017 年解禁，预计形成一定的市场需求增量。
- **三元正极材料业务构筑护城河。**在高镍动力电池材料方面，公司率先在国内实现了 NCM622 量产以及 NCM811 和 NCA 的布局；动力正极材料自 2016 年海门二期一阶段投产后基本处于满产满销状态，2016 年 NCM 出口量占国内出口总量 38%，居全国首位；同时产品良品率和性能方面达到国际先进水平。
- **产品结构优化带来盈利能力的提升。**2016 年公司毛利率提升了 8.62 个百分点，主要来自于锂电正极材料业务产品和客户结构的改善。2016 年三元材料占比提升至 70%，钴酸锂占比 30%，而三元材料相对钴酸锂材料具有更高的毛利率，同时客户结构由国外转向国内，产品价格有所提升；

  智能装备业务毛利率 2016 年略有下降，但公司正致力于高工位机型以及激光模切设备的研发量产，预计毛利率将有所提升，同时该业务板块高达 50%左右的毛利率水平，对于公司整体盈利能力的保障具有积极的贡献。
- **15 亿定增积极扩张产能。**目前公司已于 2016 年实现二期一阶段 622 产线投产，并启动了二期二阶段产线建设，将建成具有 4000 吨产能的高镍多元材料产线，预计将于 2017 年下半年实现投产。尽管如此，公司产能仍然远远不能满足市场需求，因此亟需扩产以满足下游需求。

  公司 2017 年 3 月 2 日发布了非公开发预案，拟募集资金 15 亿元，主要募投项目是海门三期工程扩建以及江苏当升技术研发中心等，建设内容为 18000 吨/年的高镍多元材料生产线。该项目达产后，未来 NCM622 以上产品预计能达到 2.4 万吨产能，大幅提升高端产品市占率，公司未来业绩增长空间可期。
- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期，原材料价格波动，公司产能释放不及预期，三元电池产品安全性问题。

当升科技是国内锂电正极材料龙头，近期我们对公司进行了调研，与董秘、财务总监与证券事务代表就公司2016年业绩和未来经营计划进行了交流，整理纪要如下供投资者参考。

1、公司基本情况

1.1 公司主要业务

当升科技主要从事多元材料、钴酸锂等小型、动力和储能锂电正极材料的研发、生产和销售。从主营业务构成来看，主要包括锂电材料及智能装备，其中锂电材料相关业务为公司最主要收入来源，占比86.66%，客户主要包括国内外锂电巨头。公司全资子公司中鼎高科主营精密模切设备，广泛应用于消费类电子产品、物联网RFID及医疗卫生等领域，终端客户包括苹果、三星等。

1.2 公司业绩情况

2016年，公司实现营收13.35亿元，同比增长55.10%；归母净利润0.99亿元，同比增长647.56%；基本每股收益为0.54元，同比增长592.85%，销售毛利率相比2015年增长8.62个百分点，2016Q4实现营收4.27亿元，同比增长41.60%；归母净利润0.37亿元，同比增长221.31%。

预计公司2017年第一季度净利润为1,800-2,000万元，同比增长14.27-26.97%左右。

2、投资交流主要内容

2.1 公司毛利率提升主要驱动因素

公司毛利率提升主要是由于产品结构调整，2016年三元材料占比提升至70%，其中一半以上是动力锂电材料，毛利率相对小型锂电材料更高。

从产品分项毛利率来看也将有所改善，过去大部分高镍三元材料供给韩国客户，目前由于其无法进入新能源目录而导致减量，转而供给国内客户，毛利率略高于国际客户。

2.2 公司 2016 年产品出货具体情况

2016年公司共出货8000余吨，相对2015年增长30%左右，其中30%为钴酸锂，约2400余吨，70%为三元材料，约5600吨。三元材料50%以上为动力锂电材料，其余三元材料应用领域为储能和智能家居等。

2016年主要受制于产能瓶颈，2016年5月海门二期一阶段高镍三元产能才正式投产，整体贡献不大，但是已为未来三年产能增长打下良好基础。

2.3 公司 2017 年三元正极材料产能规划

2017年公司计划新增4000吨的高镍动力材料产能（NCM811/NCM622），并通过技改

扩建使江苏当升动力材料总产能达到万吨，燕郊工厂保持6000吨产能。

预计4-5月份随着行业旺季的到来，公司会出现产能瓶颈，特别是高镍三元材料缺口较大，公司力争在6月份实现海门二期二阶段竣工投产，并尽早启动海门三期工程。

2.4 公司三元正极材料产能切换情况

目前来说，NCM523与611可以实现切换，但产能折扣较大，经济性不强，NCM811可以往下兼容，基于特殊设备选型，产能不会有折扣，可以实现切换。

2.5 上游钴价对公司的影响

钴价今年来看可能难以下跌，目前公司产品2-5天左右进行一次调价，产品毛利率有可能略有提升，如钴酸锂毛利率过去仅为个位数，今年有可能实现增长，但并不会过度传导。

影响层面，上游涨价推动产品价格有所上涨，1-2月份市场较为清淡，3月份开始下游需求有所好转，动力高镍三元材料目前产能利用率较高，加之政策层面对高能量密度电池使用的鼓励，截至目前，市场并没有因上游钴资源涨价转向其他可替代材料（如磷酸铁锂）的现象。

2.6 公司动力电池和 3C 产品认证周期

动力电池三元材料认证周期分客户，国际客户一般为2-3年，国内大客户一般为1-1.5年。3C认证情况基本类似。

2.7 正极材料当前国内供需情况及公司应对策略

国内目前正极材料面临着整体过剩、高端产能不足的局面，预计今年，该领域除公司外其他企业或将陆续实现622量产，产品价格存在下降的可能。

公司今年将推进622产品向高电压、低成本方向进行工艺优化，提升附加值，目前高镍动力材料NCM811已经完成中试阶段，并力争今年实行小批量供货，2018年实现量产，以做到提前布局，保持正极材料市场领先优势。

2.8 公司产品质量和成本状况

高镍材料对工艺要求非常高，难度较大，目前公司产品金杂控制在ppb级个位数，已是行业最优水平，良品率和稳定性领先，但成本未必能做到最低。

2.9 全资子公司中鼎高科业绩增量和战略定位

根据中鼎高科对公司进行的业绩承诺，2015-2017年分别实现业绩3,700万元、4,300万元、4,900万元，由于今年为对赌最后一年，加之下游应用市场前景向好，业绩释放将更为充分。

中鼎高科毛利率高达50%左右，对于提升公司整体盈利能力具有积极的贡献，在对赌协议完成之后，公司依旧会在智能装备领域深耕细作，未来寻求资源整合的机会，实现双轮驱动。

3、投资观点

受益于三元锂电旺盛需求。新能源汽车市场处于快速增长期，2017 年新出台的新能源补贴政策根据能量密度进行分档补贴，因此对于高能量密度的三元锂电形成利好，同时三元锂电客车在 2017 年解禁，纳入了推广目录，预计形成一定的市场需求增量。

三元正极材料业务护城河优势明显。在高镍动力电池材料方面，公司率先在国内实现了NCM622量产和NCM811和NCA的布局，其中NCM622除2017年1-2月份受新能源目录尚未落地的淡季影响，3月份订单有所增加，预计4-5月份行业旺季将出现产能缺口。

动力正极材料自2016年海门二期一阶段投产后基本处于满产满销状态，2016年NCM出口量占国内出口总量38%，居全国首位。

同时在产品良品率和性能方面已实现将金杂的含量控制在 ppb 级，属于国际先进水平。公司 2016 年研发费用占销售收入达 5.5%左右，达到国际同行水平，使得公司一直以来保持技术领先优势。

产品结构优化带来盈利能力的提升。2016 年公司毛利率提升了 8.62 个百分点，主要来自于锂电正极材料业务产品和客户结构的改善。2016 年三元材料占比提升至 70%，钴酸锂占比 30%，而动力三元材料相对钴酸锂具有较高的毛利率，同时客户结构由国外转向国内，产品价格有所提升。

从智能装备业务板块来看，中鼎高科的毛利率 2016 年尽管略有下降，主要由于传统的 5、7 座机型模仿难度低，竞争加剧，导致单价有所下降，但是公司致力于高工位机型以及激光模切设备的研发量产，预计毛利率在现有基础上将有所提升，同时该业务板块高达 50%左右的毛利率水平，对于提升公司整体盈利能力具有积极的贡献。

15 亿定增积极扩张产能。公司 2017 年 3 月 2 日发布了非公开发预案，拟募集资金 15 亿元，主要募投项目是海门三期工程扩建以及江苏当升技术研发中心等，项目建设期 45 个月，建设内容为 18000 吨/年的高镍多元材料生产线，主要定位于 NCM811 和 NCA，同时兼备 NCM523、NCM622 等三元材料的生产能力。

在高镍三元材料方面，公司 2016 年实现海门一期工程 NCM523、二期一阶段 622 产线投产，产能均为 2000 吨，并启动了二期二阶段产线建设，将建成具有 4000 吨产能的高镍三元材料产线，预计将于 2017 年下半年竣工投产。尽管如此，公司产能仍然远远不能满足市场需求，因此亟需扩产以满足下游需求，本次募投项目达产后，未来 NCM622 以上产品预计能达到 2.4 万吨产能，将明显缓解目前公司产能瓶颈，积极扩张现有产能，大幅提升高端产品的市占率，公司未来业绩增长空间可期。

4、风险提示

新能源汽车销量不及预期，原材料价格波动，公司产能释放不及预期，三元电池产品安全性问题。

表 1：公司近三年主要财务指标

	2016A	2015A	2014A
营业收入	133,454.66	86,042.27	62,499.80
（+/-）%	55.10	37.67	-0.79
营业利润	9,455.09	563.03	-4,362.18
（+/-）%	1,579.34	112.91	-1,978.04
归属于母公司的净利润	9,928.78	1,328.16	-2,559.27
（+/-）%	647.56	151.90	-363.75
EPS 摊薄（元）	0.54	0.08	-0.16
PE（倍）	106.39	297.73	516.22

资产负债表(万元)	2016A	2015A	2014A
流动资产	129,679.26	91,510.35	55,743.41
固定资产	34,405.78	31,321.93	31,305.32
长期股权投资	5,355.33	3,799.04	3,376.13
资产总计	216,280.57	174,069.79	101,812.73
同比(%)	24.25	70.97	2.54
流动负债	71,708.48	45,059.00	18,258.29
非流动负债	10,481.23	4,854.80	1,800.98
负债合计	82,189.71	49,913.81	20,059.27
同比(%)	64.66	148.83	36.12
股东权益	134,090.86	124,155.98	81,753.46
归属母公司股东的权益	134,090.86	124,155.98	81,753.46
同比(%)	8.00	51.87	-3.31
资本公积金	97,747.90	97,747.90	58,978.16
盈余公积金	2,126.51	1,800.75	1,800.75
未分配利润	15,905.94	6,302.92	4,974.76

利润表(万元)	2016A	2015A	2014A
营业收入	133,454.66	86,042.27	62,499.80
同比(%)	55.10	37.67	-0.79
营业成本	125,555.86	87,043.85	67,087.33
营业利润	9,455.09	563.03	-4,362.18
同比(%)	1,579.34	112.91	-1,978.04
利润总额	10,854.76	1,425.33	-2,870.25
同比(%)	661.56	149.66	-374.08
净利润	9,928.78	1,328.16	-2,559.27
归属母公司股东的净利润	9,928.78	1,328.16	-2,559.27
同比(%)	647.56	151.90	-363.75
非经常性损益	552.23	706.62	1,223.18
扣非后归属母公司股东的净利润	9,376.55	621.54	-3,782.45
同比(%)	1,408.61	116.43	-1,349.15
研发费用	7,377.49	3,987.17	3,010.43
EBIT	8,028.80	-1,056.80	-4,409.48
EBITDA	11,932.10	2,455.54	-1,568.33

现金流量表(万元)	2016A	2015A	2014A
销售商品提供劳务收到的现金	80,757.85	44,859.56	35,815.57
经营活动现金净流量	-7,146.75	1,014.20	-19.94
购建固定无形长期资产支付的现金	4,835.89	3,721.25	1,227.69
投资支付的现金			
投资活动现金净流量	-4,835.67	-3,058.82	-1,227.69
吸收投资收到的现金		9,765.00	
取得借款收到的现金	37,884.27	10,075.56	9,698.74
筹资活动现金净流量	16,505.16	13,797.04	1,671.89
现金净增加额	4,691.48	11,907.03	445.15
期末现金余额	25,154.01	20,462.53	8,555.50
折旧与摊销	3,903.30	3,512.35	2,841.15

其他指标	2016A	2015A	2014A
ROE(摊薄)(%)	7.40	1.07	-3.13
销售毛利率(%)	16.96	8.34	3.06
EPS(稀释)	0.54	0.08	-0.16
EPS(基本)	0.54	0.08	-0.16
P/E(TTM)	106.39	-292.73	516.22
P/E(LYR)	593.55	-277.70	290.20
P/B(MRQ)	5.88	5.72	3.44
P/S(TTM)	6.53	9.97	4.37

资料来源：Wind，国开证券研究部

分析师简介承诺

崔国涛，2008 年毕业于北京理工大学，工学学士，曾就职于天相投资顾问有限公司，2011 年至今于公司研究部担任行业研究员，具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师；

邓垚，2012 年毕业于吉林大学，经济学博士，曾就职于国家开发银行湖南分行、工信部华信研究院，2016 年至今于国开证券研究部任职。

我们保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

- **行业投资评级**

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

- **短期股票投资评级**

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%～20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于-10%～10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300指数跌幅10%以上。

- **长期股票投资评级**

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券有限责任公司（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。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层