

三元正极龙头积极扩张抢占先机

──当升科技(300073)财报点评

	2017	∓ 04 月 24 日						
推荐/维持								
当升	·科技	财报点评						

刘宇卓	分析师		执业证书编号: S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030	
杨若木	分析师		执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032	

事件:

当升科技发布2017年1季报:实现营业收入3.14亿元,YoY+37.21%,归母净利润1964万元,YoY+24.68%, EPS 0.11元, 扣非后归母净利润1800万元, YoY+32.86%。

公司分季度财务指标

指标	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 (百万元)	217.90	301.48	228.75	324.22	354.67	426.91	313.87
增长率(%)	26.81%	94.85%	46.91%	74.94%	62.77%	41.60%	37.21%
毛利率(%)	8.10%	14.02%	15.60%	14.36%	18.31%	18.56%	18.75%
期间费用率(%)	6.29%	12.17%	10.14%	7.74%	11.24%	10.57%	11.50%
营业利润率(%)	0.62%	2.17%	6.15%	6.49%	7.73%	7.50%	6.69%
净利润(百万元)	0.94	11.38	15.75	20.77	26.19	36.57	19.64
增长率(%)	-171.44%	-143.47%	-507.69%	330.92%	2677.33%	221.31%	24.68%
每股盈利 (季度,元)	0.01	0.06	0.09	0.11	0.14	0.20	0.11
资产负债率(%)	27.75%	28.67%	28.94%	30.57%	34.19%	38.00%	39.00%
净资产收益率(%)	0.08%	0.92%	1.25%	1.63%	2.01%	2.73%	1.44%
总资产收益率(%)	0.06%	0.65%	0.89%	1.13%	1.32%	1.69%	0.88%

观点:

借助行业风起,三元正极龙头积极扩张,强化竞争优势。

▶ 优化产能布局,预计 2017 年产能提升 60%至 1.6 万吨。公司拥有南北两个生产基地,未来海门基地定位动力材料和储能材料、燕郊基地定位小型和部分储能材料。目前燕郊基地拥有 2000 吨钴酸锂和 4000 吨三元材料产能。海门基地目前有一期工程和二期第一阶段工程投产,三元材料产能合计 6000 吨,此外,公司将对一期工程进行技改,年内有望新增 2000 吨三元材料产能;目前在建二期第二阶段工程,预计将于今年下半年投产,将新增 4000 吨高镍三元材料;三期工程为本次定增募投项目,拟投资 11.6亿元建设 1.8 万吨高镍三元材料产能,生产线将按照 NCM811/NCA 的标准来设计。



- ▶ 加强前瞻性研发,快速推出领先新品。公司成功研发 NCM811、NCA 系列材料,目前已完成中试开发; NCM622 产品向高电压、高倍率、低成本方向优化; NCM532 系列产品成本优化、提升国内性价比。
- ➤ 领跑动力市场,保持小型市场优势,抢占储能市场。(1) 车用动力锂电: 公司 NCM622、NCM523 等 车用动力多元材料实现大批量生产,并应用于多款国内外一线品牌新能源汽车,未来将继续推进"材料-电池-车企"三位一体的合作开发模式,进入大众等一流车企供应链(2) 小型锂电: 实施差异化、高端化市场策略,高倍率、高电压产品在国内无人机、航模、电子烟等领域市场占有率持续增长。(3) 储能锂电: 已获得国际两大锂电客户的大批量订单,打开欧美储能市场,未来将抢先完成国内市场布局,牢固占据国际市场份额。

智能装备业务稳步增长。公司 2015 年以 4.13 亿元定增收购中鼎高科 100%股权,并于 2015 年 8 月并表。中鼎高承诺 2015~2017 年将分别实现净利润 3700 万元、4300 万元、4900 万元,2015 和 2016 年均完成利润承诺。中鼎主营精密模切设备,国内市场份额领先,并已进入国际一线消费类电子制造商供应链。中鼎不断加快核心技术研发,按照"新产品、新市场;新业务、新领域;自动化、智能化"三步走战略,推动智能装备业务向纵深发展。

结论:

我们预计2017~2019年净利润分别为1.62亿元、2.13亿元、2.85亿元, EPS分别为0.44元、0.58元、0.78元 (除权后)。目前股价对应P/E分别为95倍、72倍、54倍。维持"推荐"评级。

风险提示:

新能源车政策不及预期,锂电池材料大幅降价,产能投建进度不及预期。

图 1: 公司锂电正极材料产能结构

产能(吨)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
北京燕郊基地——钴酸锂	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
北京燕郊基地——NCM532	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
江苏海门基地 I 期——NCM532			2,000	2,000	2,000	4,000	4,000	4,000	4,000
江苏海门基地 Ⅱ -1期——NCM532/622					2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
江苏海门基地 Ⅱ -2期——NCM622/811/NCA						4,000	4,000	4,000	4,000
江苏海门基地Ⅲ期——NCM811/NCA							18,000	18,000	18,000
合计产能 (吨)	6,000	6,000	8,000	8,000	10,000	16,000	34,000	34,000	34,000

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



图 2: 锂电池正极材料产品价格



资料来源: 中国化学与物理电源行业协会, 东兴证券研究所

图 3: P/E和 P/B 区间



资料来源: 万得资讯, 东兴证券研究所



公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元 利润表					单位: 百万元		
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	915	1297	1523	1904	2474	营业收入	860	1335	1845	2603	3694
货币资金	206	252	91	-119	-401	营业成本	790	1112	1487	2117	3027
应收账款	322	512	708	999	1417	营业税金及附加	1	4	6	8	11
其他应收款	3	3	14	19	28	营业费用	15	25	34	48	69
预付款项	16	10	4	5	7	管理费用	62	111	138	195	277
	203	243	324	462	660	财务费用	-2	-2	5	5	6
其他流动资产	164	278	383	538	762	资产减值损失	4	10	0	0	0
非流动资产合计	826	866	938	1000	1054	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	38	54	54	54	54	投资净收益	16	16	0	0	0
固定资产	313	344	409	477	530	营业利润	6	95	181	237	315
无形资产	25	24	22	21	19	营业外收入	9	18	0	0	0
其他非流动资产	449	445	452	449	451	营业外支出	0	4	4	4	4
	1741	2163	2460	2905	3528	利润总额	14	109	177	233	311
流动负债合计	451	717	874	1138	1518	所得税	1	9	15	20	27
短期借款	67	252	252	252	252	净利润	13	99	162	213	285
应付账款	214	317	423	603	862	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	10	8	11	16	22	归属母公司净利润	13	99	162	213	285
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	13	106	182	239	318
非流动负债合计	47	103	103	103	103	EPS (元)	0.04	0.27	0.44	0.58	0.78
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	499	822	977	1241	1622	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	37.67%	55.10%	38.24%	41.07%	41.93%
实收资本(或股本)	183	183	366	366	366	营业利润增长	-112.91	1579.3	91.12%	31.01%	33.07%
资本公积	977	977	977	977	977	归属于母公司净利润	151.90	647.56	63.20%	31.64%	33.58%
未分配利润	81	180	139	320	562	获利能力					
归属母公司股东权											
	1242	1341	1483	1664	1906	毛利率 (%)	8.19%	16.66%	19.42%	18.66%	18.05%
负债和所有者权	1242 1741	1341 2163	1483 2460	1664 2905	1906 3528	毛利率 (%) 净利率 (%)	8.19% 1.54%	16.66% 7.44%	19.42% 8.78%	18.66% 8.20%	
负债和所有者权 现金流量表					3528						
				2905	3528	净利率 (%)	1.54%	7.44%	8.78%	8.20%	7.71% 8.08%
现金流量表	1741	2163	2460	2905 单位: ī	3528 百万元 2019E	净利率(%) 总资产净利润(%)	1.54% 0.76%	7.44% 4.59%	8.78% 6.59%	8.20% 7.34%	7.71%
现金流量表	1741 2015A	2163 2016A	2460 2017E	2905 单位: i 2018E	3528 百万元 2019E	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%)	1.54% 0.76%	7.44% 4.59%	8.78% 6.59%	8.20% 7.34%	7.71% 8.08%
现金流量表 经营活动现金流	1741 2015A 10	2163 2016A -71	2460 2017E -19	2905 单位: ī 2018E -55	3528 至万元 2019E -118	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力	1.54% 0.76% 1.07%	7.44% 4.59% 7.40%	8.78% 6.59% 10.93%	8.20% 7.34% 12.82%	7.71% 8.08% 14.95%
现金流量表 经营活动现金流 净利润	1741 2015A 10 13	2163 2016A -71 99	2460 2017E -19 162	2905 单位: ī 2018E -55 213	3528 百万元 2019E -118 285	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%)	1.54% 0.76% 1.07%	7.44% 4.59% 7.40%	8.78% 6.59% 10.93%	8.20% 7.34% 12.82% 43%	7.71% 8.08% 14.95% 46%
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销	1741 2015A 10 13 34	2163 2016A -71 99 38	2460 2017E -19 162 44	2905 单位: F 2018E -55 213 53	3528 百万元 2019E -118 285 62 62	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用	1741 2015A 10 13 34 -2	2163 2016A -71 99 38 -2	2460 2017E -19 162 44 5	2905 单位: F 2018E -55 213 53 5	3528 百万元 2019E -118 285 62 62	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款减少 预收帐款增加	2015A 10 13 34 -2 230	2163 2016A -71 99 38 -2 346	2460 2017E -19 162 44 5 387	2905 单位: ī 2018E -55 213 53 5 591	3528 百万元 2019E -118 285 62 6 852	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款减少 预收帐款增加	1741 2015A 10 13 34 -2 230 227	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82	2460 2017E -19 162 44 5 387 157	2905 单位: ī 2018E -55 213 53 5 5 591 264	3528 五万元 2019E -118 285 62 6 852 381	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款减少 预收帐款增加 投资活动现金流 公允价值变动收益	1741 2015A 10 13 34 -2 230 227 -31	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82 -48	2460 2017E -19 162 44 5 387 157 -117	2905 单位: T 2018E -55 213 53 5 5 591 264 -116	3528 五万元 2019E -118 285 62 6 852 381 -116	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72 1.34 3.24	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59 1.58 3.20	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57 2.05 3.02	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50 2.69 3.05	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款减少 预收帐款增加 投资活动现金流	1741 2015A 10 13 34 -2 230 227 -31 0	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82 -48 0	2460 2017E -19 162 44 5 387 157 -117	2905 单位: F 2018E -55 213 53 5 591 264 -116 0	3528 五万元 2019E -118 285 62 6 852 381 -116 0	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72 1.34 3.24	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59 1.58 3.20	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57 2.05 3.02	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50 2.69 3.05	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06 3.52
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款减少 预收帐款增加 投资活动现金流 公允价值变动收益 长期股权投资减少	1741 2015A 10 13 34 -2 230 227 -31 0 -37	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82 -48 0	2460 2017E -19 162 44 5 387 157 -117 0 -116	2905 单位: F 2018E -55 213 53 5 591 264 -116 0	3528 五万元 2019E -118 285 62 6 852 381 -116 0	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72 1.34 3.24 3.24	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59 1.58 3.20 3.61	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57 2.05 3.02 3.60	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50 2.69 3.05 3.55	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06 3.52
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款减少 预收帐款增加 投资活动现金流 公允价值变动收益 长期股权投资减少 投资收益	2015A 10 13 34 -2 230 227 -31 0 -37	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82 -48 0 -48 16	2460 2017E -19 162 44 5 387 157 -117 0 -116	2905 单位: F 2018E -55 213 53 5 591 264 -116 0	3528 第万元 2019E -118 285 62 6 852 381 -116 0 -116	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72 1.34 3.24 3.24	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59 1.58 3.20 3.61	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57 2.05 3.02 3.60	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50 2.69 3.05 3.55	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06 3.52 0.78 -1.54
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款减少 预收帐款增加 投资活动现金流 公允价值变动收益 长期股权投资减少 投资收益 筹资活动现金流	2015A 10 13 34 -2 230 227 -31 0 -37 16	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82 -48 0 -48 16	2460 2017E -19 162 44 5 387 157 -117 0 -116 0	2905 单位: F 2018E -55 213 53 5 591 264 -116 0 -116	3528 3528 2019E -118 285 62 6 852 381 -116 0 -116 0	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72 1.34 3.24 3.24 0.04	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59 1.58 3.20 3.61 0.27 0.26	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57 2.05 3.02 3.60 0.44 -0.88	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50 2.69 3.05 3.55	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06 3.52 0.78 -1.54
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收账款增加 投资活动现金流 公允价值变动收益 长期股权投资减少 投资收益金流 应付债券增加	2015A 10 13 34 -2 230 227 -31 0 -37 16 138	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82 -48 0 -48 16 165	2460 2017E -19 162 44 5 387 157 -117 0 -116 0 -25	2905 单位: F 2018E -55 213 53 5 591 264 -116 0 -116 0	3528 第万元 2019E -118 285 62 6 852 381 -116 0 -116 0 -49 0	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72 1.34 3.24 3.24 0.04 0.65 6.78	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59 1.58 3.20 3.61 0.27 0.26	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57 2.05 3.02 3.60 0.44 -0.88	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50 2.69 3.05 3.55	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06 3.52
现金流量表 经营活动现金流 净利润 折旧摊销 财务费用 应收帐款增加 投资活动现金流 公允价值变动收益 长期股权投资减少 投资动现金流 点付债券增加 长期借款增加	2015A 10 13 34 -2 230 227 -31 0 -37 16 138 0 41	2163 2016A -71 99 38 -2 346 82 -48 0 -48 16 165 0 185	2460 2017E -19 162 44 5 387 157 -117 0 -116 0 -25 0	2905 单位: F 2018E -55 213 53 5 591 264 -116 0 -116 0 -38 0	3528 第万元 2019E -118 285 62 6 852 381 -116 0 -116 0 -49 0	净利率(%) 总资产净利润(%) ROE(%) 偿债能力 资产负债率(%) 流动比率 速动比率 营运能力 总资产周转率 应收账款周转率 应付账款周转率 每股指标(元) 每股收益(最新摊薄) 每股净现金流(最新 每股净资产(最新摊	1.54% 0.76% 1.07% 29% 2.03 1.72 1.34 3.24 3.24 0.04	7.44% 4.59% 7.40% 38% 1.81 1.59 1.58 3.20 3.61 0.27 0.26 7.33	8.78% 6.59% 10.93% 40% 1.74 1.57 2.05 3.02 3.60 0.44 -0.88 8.10	8.20% 7.34% 12.82% 43% 1.67 1.50 2.69 3.05 3.55 0.58 -1.14 4.54	7.71% 8.08% 14.95% 46% 1.63 1.47 3.60 3.06 3.52 0.78 -1.54 5.21

资料来源:公司财报、东兴证券研究所



分析师简介

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士,CFA 持证人, 2013 年起就职于中金公司, 2016 年加入东兴证券。

杨若木

基础化工行业小组组长,9年证券行业研究经验,擅长从宏观经济背景下,把握化工行业的发展脉络,对周期性行业的业绩波动有比较准确判断,重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师"水晶球奖"第三名,"今日投资"化工行业最佳选股分析师第一名,金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师,《证券通》化工行业金牌分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映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。



免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易,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。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未 经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险 和责任。

行业评级体系

公司投资评级(以沪深300指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(以沪深300指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。