当升科技（300073） 强烈推荐

行业：其他化学制品

正极材料三大锂电市场齐发力，智能装备国际业务拓展顺利

2017 上半年，公司实现营业收入 8.35 亿元，同比增长 50.98%；归属于上市公司净利润 1.45 亿元，同比增长 296.77%；扣非净利润 4936 万元，同比提高 41.82%，业绩符合市场预期。其中非经常性损益 9556 万元，主要为出售星城石墨投资收益及政府补助。公司预计 7-9 月单季净利润 3400-4000 万元，同比增长 30%-53%。公司下半年盈利有望超过上半年扣非净利润的 2 倍，全年业绩实现高增速。

投资要点：

- **正极材料三大锂电市场齐发力，高端市场拓展顺利，客户结构优质。**动力高镍三元材料 NCM532，NCM622 等技术领先，下游客户基本囊括国内主流大电池厂商，公司产品自二季度起供不应求，基本满产。公司储能用多元材料业内领先，已进入特斯拉 Powerwall 等储能项目的供应体系，顺利拓展国际高端市场，进而布局国内储能市场。在小型锂电领域，高电压产品及高倍率产品均拥有较高的市占率。公司锂电材料布局高端市场，技术业内领先。
- **正极材料产能有序释放，产品结构不断优化。**江苏当升二期二阶段 4000 吨高镍动力多元材料正在带料调试，预计三季度末投产，届时公司将形成 1.2 万吨的动力三元正极材料产能，其中 6000 吨 NCM532，6000 吨 NCM622。另外，公司正筹划建设 1.8 万吨高镍正极材料三期工程，明年年底前有望投产，同时启动了江苏当升一期和燕郊生产线的技改升级。正极材料产能与出货量逐步释放，保障公司业绩高增长。
- **高镍三元 NCM811 中试结束，NCA 进入试制阶段，高镍三元正极材料带动毛利率水平提升。**公司 NCM811 正极材料完成中试，年底前可小批量生产并实现批量销售，明年有望量产。NCA 也进入试制阶段，高镍产品不断升级。随着钴及锂价格上涨，高镍三元正极产品价格传导顺畅，公司毛利率水平不降反升，上半年毛利率比去年提高约 2 个百分点。
- **智能装备国际业务拓展顺利，盈利能力不断提升。**公司全资子公司中鼎高科主营精密模切设备，上半年实现营收 6552.98 万元，同比增长 26%；实现归母净利润 1950.14 万元，同比增长 43.03%。智能装备国际业务快速发展，毛利率水平逐步提高。目前已顺利完成激光圆刀模切机的研发和验证工作，国内第一款医用膏药全自动化生产线的研发。终端客户结构良好，已进入国际一线消费类电子制造商供应链，如苹果，三星，索尼，联想等。受益电子市场及医疗卫生领域的较快增长，公司精密模切设备销量稳步增长。
- **盈利预测：**预测 2017-2019 年公司的 EPS 为 0.59/0.57/0.74,对应 PE 为 43/45/35 倍,考虑到下半年公司动力三元正极材料放量，作为高镍三元材

作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：宋丽凌

S0960116080081

0755-88320855

songliling@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 30.68

当前股价： 25.39

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	366
流通股本(百万股)	327
总市值(亿元)	93
流通市值(亿元)	83
成交量(百万股)	11.80
成交额(百万元)	301.40

股价表现

相关报告

《当升科技-技术见长的三元正极材料纯正标的》2016-04-25

料国内技术引领者，可享受技术溢价，给予公司 2017 年 52 倍 PE，对应目标价 30.68 元。

✧ **风险提示：**正极材料出货量不达预期，智能装备市场拓展不及预期的风险

主要财务指标

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1335	2419	3473	4825
收入同比(%)	55%	81%	44%	39%
归属母公司净利润	99	218	207	269
净利润同比(%)	648%	119%	-5%	30%
毛利率(%)	17.0%	18.0%	17.8%	17.5%
ROE(%)	7.4%	14.1%	12.1%	13.8%
每股收益(元)	0.27	0.59	0.57	0.74
P/E	93.61	42.70	44.81	34.50
P/B	6.93	6.04	5.42	4.76
EV/EBITDA	69	37	29	22

资料来源：WIND、中国中投证券财富研究部

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1297	2084	2914	3954
现金	252	456	655	909
应收账款	512	902	1309	1817
其它应收款	3	6	9	12
预付账款	10	26	33	48
存货	243	243	243	243
其他	278	452	666	925
非流动资产	866	611	662	703
长期投资	54	54	54	54
固定资产	344	387	429	467
无形资产	24	24	24	24
其他	445	146	155	159
资产总计	2163	2695	3576	4657
流动负债	717	1119	1816	2662
短期借款	252	323	671	1085
应付账款	317	534	785	1095
其他	149	263	360	482
非流动负债	105	38	43	42
长期借款	0	0	0	0
其他	105	38	43	42
负债合计	822	1157	1860	2704
少数股东权益	0	0	0	0
股本	183	366	366	366
资本公积	977	794	794	794
留存收益	180	378	556	793
归属母公司股东权益	1341	1538	1716	1953
负债和股东权益	2163	2695	3576	4657

现金流量表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-71	-81	35	35
净利润	99	218	207	269
折旧摊销	39	42	50	60
财务费用	-2	-3	52	59
投资损失	-16	-16	0	0
营运资金变动	-211	-330	-299	-376
其它	19	8	24	22
投资活动现金流	-48	231	-103	-102
资本支出	48	97	101	100
长期投资	0	0	0	0
其他	0	328	-2	-2
筹资活动现金流	165	54	267	322
短期借款	185	71	348	414
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	183	0	0
资本公积增加	0	-183	0	0
其他	-19	-17	-82	-92
现金净增加额	47	204	199	255

利润表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1335	2419	3473	4825
营业成本	1108	1984	2854	3983
营业税金及附加	4	5	8	12
营业费用	25	43	62	87
管理费用	111	188	273	382
财务费用	-2	-3	52	59
资产减值损失	10	7	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	16	0	0
营业利润	95	210	216	295
营业外收入	18	28	12	0
营业外支出	4	2	2	2
利润总额	109	237	226	293
所得税	9	19	18	24
净利润	99	218	207	269
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	99	218	207	269
EBITDA	131	249	318	414
EPS（元）	0.54	0.59	0.57	0.74

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	55.1%	81.2%	43.6%	38.9%
营业利润	1579.3	122.4%	2.7%	36.8%
归属于母公司净利润	647.6%	119.2%	-4.7%	29.9%
获利能力				
毛利率	17.0%	18.0%	17.8%	17.5%
净利率	7.4%	9.0%	6.0%	5.6%
ROE	7.4%	14.1%	12.1%	13.8%
ROIC	7.0%	14.9%	15.3%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	38.0%	42.9%	52.0%	58.1%
净负债比率	30.60%	27.89%	36.08%	40.11%
流动比率	1.81	1.86	1.60	1.49
速动比率	1.47	1.64	1.47	1.39
营运能力				
总资产周转率	0.68	1.00	1.11	1.17
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	4.18	4.66	4.33	4.24
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.59	0.57	0.74
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.20	-0.22	0.09	0.10
每股净资产(最新摊薄)	3.66	4.20	4.69	5.34
估值比率				
P/E	93.61	42.70	44.81	34.50
P/B	6.93	6.04	5.42	4.76
EV/EBITDA	69	37	29	22

资料来源：中国中投证券财富研究部，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题

投资评级定义

公司评级

强烈推荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
推 荐： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
中 性： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
回 避： 预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
中 性： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
看 淡： 预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA。
宋丽凌,中投证券研究总部电力设备与新能源行业分析师, 北京大学金融硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司财富研究部 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：（0755）82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：（010）63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：（021）62171434