东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

当升科技（300073.SZ）

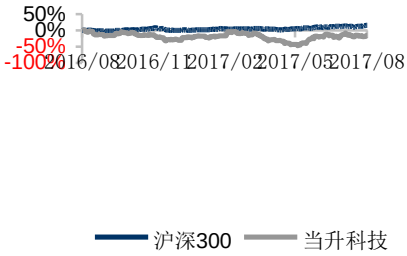
中报业绩亮眼，高镍三元产能建设稳步推进

买入（维持）

2017 年 8 月 29 日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
021-60199798

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1335	2046	2631	3903
同比（%）	55%	53%	29%	48%
归母净利润(百万元)	99	250	280	408
同比（%）	648%	152%	12%	46%
毛利率（%）	17.0%	17.7%	18.2%	18.2%
ROE（%）	7.4%	16.4%	16.2%	20.1%
每股收益（元）	0.27	0.68	0.76	1.11
P/E	93.61	37.20	33.20	22.78
P/B	6.93	6.10	5.38	4.59



投资要点

- **2017 年上半年公司实现营业收入 8.35 亿元，同比增长 50.98%，实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 296.77%，扣非归母净利润为 4936 万，同比增长 41.8%。**一季度公司营收 3.14 亿元，同比增长 37.21%，净利润 1964 万元，同比增长 24.68%%；二季度营收 5.21 亿元，同比增长 60.69%，净利润 1.25 亿元，同比增长 503%，**二季度扣非归母利润为 3136 万，环比增长 74%。**上半年业绩增长系出售星城石墨获得 1.15 亿投资收益，以及锂电材料收入和智能装备业务板块保持高增长态势。公司预计 1-9 月归母净利润 1.79 亿-1.85 亿，同比增长 185%-195%，预计三季度单季净利润 0.34 亿-0.4 亿。**9 月公司 4000 吨 622 三元产能释放，预计将在四季度为公司贡献的新的增量，全年预期正极材料销量有望达到 1.2 万吨，同比增长近 50%。**

图表 1：当升科技 2016-2017 年分季度经营情况

	2017H1	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016H1
营业总收入（万元）	83,487.73	52,100.26	31,387.47	42,690.54	35,466.68	55,297.44
同比	50.98%	60.69%	37.21%	41.60%	62.77%	62.14%
销售毛利率	17.70%	17.07%	18.75%	18.56%	18.31%	14.87%
归属母公司股东的净利润（万元）	14,492.31	12,528.39	1,963.92	3,656.96	2,619.21	3,652.60
同比(%)	296.77%	503.07%	24.68%	221.31%	2677.33%	3715.77%
销售净利率	17.36%	24.05%	6.26%	8.57%	7.38%	6.61%

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **分业务来看锂电池材料和智能业务表现均较为亮眼：1）上半年锂电材料**及其他业务收入 7.45 亿元，同比增长 50.88%，占营业总收入的 89.21%，毛利率 14.49%，比 16 年上升约 2 个百分点。上半年锂电材料业务受益于金属钴涨价和需求旺盛，量价齐升，同时公司产品结构进一步优化，高镍材料占比提升。**预计上半年公司正极材料出货量超过 4000 吨，动力类占比 50%，消费类占比 25%，其余为用于小型储能工具。**价格方面，上半年受金属钴涨价拉动，钴酸锂和各类三元正极材料均出现涨价，带动公司盈利水平提升。**2）上半年智能装备**业务收入 6553 万元，占营业总收入 7.85%，同比增长 26.15%，毛利率 52.68%，比 16 年提高 5.8 个百分点。**上半年智能装备业务贡献归母利润 1950 亿，同比增长 11.48%，**公司除了消费类领域，积极拓展了新兴物联网、医疗卫生市场，同时开拓海外市场。中鼎高科今年业绩承诺 4900 万，预计将大概率完成业绩承诺。

-

市场数据

收盘价（元）	25.39
年最低/最高价	16.06/63.45
市净率（倍）	6.24
流通 A 股市值（百万元）	8294.56

基础数据

每股净资产（元）	4.07
资本负债率（%）	45.21
总股本（百万股）	366.07
流通 A 股（百万股）	326.69

相关研究

1. **双轮驱动，当升科技中报业绩预告亮眼 2017-07-01**
2. **17Q1 预增约 2 成，双轮驱动公司发展 2017-03-15**
3. **2016 年业绩增长 6.5 倍，增发加码高镍正极产能 2017-03-05**

图表 2：当升科技分业务经营情况

报告期	2017年中报		2016年报		2016年中报	
	收入（万元）	毛利率	收入（万元）	毛利率	收入（万元）	毛利率
智能装备业务	6,552.98	52.68%	14,366.87	46.87%		
非金属矿物产品					49,885.49	11.20%
专用设备制造					5,411.95	48.67%
锂电材料及其他业务	74,475.83	14.49%	115,658.22	12.55%		
其他业务	2,458.92	21.72%	3,429.58	40.41%		
合计	**83,487.73**	**17.70%**	**133,454.66**	**16.96%**	**55,297.44**	**14.87%**

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **费用率整体有所上升，销售、管理费率保持稳定，财务费率上升 0.93%。** 2017 年上半年公司毛利率 17.70%，同比上升 2.83 个百分点，主要系锂电材料和智能装备业务盈利水平均有提高。上半年公司费用同比增长 71.95% 至 8303 万元，费用率上升 1.29 个百分点至 9.94%。其中，由于销售规模扩大，运费及样品费等相应增加，销售费用同比增长 47.77%至 1596 万元，费用率下降 0.04 个百分点至 1.91%；管理费用同比增长 58.55%至 5747.8 万元，主要系研发投入增加，费用率为 6.88%，费用率上升 0.32 个百分点；财务费用为 959.46 万元，同比上涨 676%，费用率 1.15%，上涨 0.93 个百分点，主要系借款利息支出及汇兑损失增加。

图表 3：当升科技上半年费用率

	规模（万元）	规模同比	费用率	费用率同比
销售费用	1596.39	48%	1.91%	-0.04%
管理费用	5747.8	59%	6.88%	0.32%
财务费用	959.46	676%	1.15%	0.93%

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **材料价格提升、收入确认集中二季度，公司现金流略有下降：**公司 2017 年上半年度**应收账款余额为 6.02 亿元**，比年初增加 18%。报告期末公司存货为 3.9 亿，较年初增长 62%，主要系钴价上涨带动公司库存原材料及产品价格上涨。现金流方面，公司报告期内**经营活动净现金流为-0.9 亿元**，同比减少 0.8 亿，主要是由于存货和营收票据的增加，导致资金占用。**投资活动净现金流基本持平**。通过借款等方式，报告期内公司筹资活动净现金流为 1.4 亿，期末短期借款为 4.1 亿，较年初增长 63%，因此财务费用有所增加，期末现金为 2.99 亿，较年初增长 19%。
- **新增 4000 吨产能释放在即，另筹划建设 1.8 万吨高镍三元产能，助力公司高增长。**公司目前正极材料产能为 1 万吨，包括 2000 吨钴酸锂，6000 吨 532，2000 吨 622，7 月 4000 吨 622 正极产能将建成，9 月正式投产，届时公司产能达到 1.4 万吨，其中 622 为 6000 吨。同时公司筹划建设 1.8 万吨高镍正极材料，一期产能有望年底启动，明年底投产，产能有序释放，确保公司高增长。公司动力三元正极材料客户基本囊括国内前十大电池厂商，今年新拓展了数家大客户。作为高镍三元正极材料龙头厂商，公司产品自二季度起产品处于供不应求状态，每个月出货量超过 900 吨。除了应用于动力类电池，公司产品还广泛应用于消费电池、储能电池。公司给正极材料还配套日韩电池厂商，广泛应用于海外储能项目。
- **盈利预测与投资评级：我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 2.5 亿、2.8 亿、4.08 亿元，EPS 为 0.68/0.76/1.11 元，同比增长**

152%/12%/46%，对应 PE 为 37x/33x/23x。考虑到公司为高镍三元正极材料龙头企业和稀缺标的，且后续产能逐步爬坡，客户拓展顺利，增长潜力大，因此给以目标价 28 元，对应 2018 年 37 倍 PE，维持买入评级。

- **风险提示：**产能建设进展不达预期，新能源汽车产销不达预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

当升科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	**1,297**	**1,949**	**2,370**	**3,512**
现金	252	205	263	390
应收账款	512	788	1,013	1,502
其他应收款	3	3	3	3
预付账款	10	15	20	29
存货	243	369	708	1,049
其他	278	570	364	539
非流动资产	**866**	**882**	**897**	**901**
长期投资	54	54	54	54
固定资产	344	470	604	698
无形资产	26	24	23	22
其他	443	334	216	128
资产总计	**2,163**	**2,831**	**3,266**	**4,413**
流动负债	**717**	**1,203**	**1,434**	**2,283**
短期借款	252	498	534	951
应付账款	317	481	615	912
其他	149	224	285	420
非流动负债	**105**	**105**	**105**	**105**
长期借款	0	0	0	0
其他	105	105	105	105
负债合计	**822**	**1,308**	**1,539**	**2,388**
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	363	567	865
归属母公司股东权益	1,341	1,523	1,728	2,025
负债和股东权益	**2,163**	**2,831**	**3,266**	**4,413**

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	**1,335**	**2,046**	**2,631**	**3,903**
营业成本	1,108	1,684	2,153	3,191
营业税金及附加	4	6	8	12
销售费用	25	38	39	55
管理费用	111	147	158	215
财务费用	-2	4	8	21
资产减值损失	10	10	9	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	100	36	40
营业利润	**95**	**257**	**291**	**429**
营业外收入	18	20	20	22
营业外支出	4	4	5	5
利润总额	109	273	306	446
所得税	9	23	26	38
净利润	**99**	**250**	**280**	**408**
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**99**	**250**	**280**	**408**
EBITDA	131	305	354	516
EPS（元）	0.27	0.68	0.76	1.11

单位:百万元

现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	**-71**	**-262**	**141**	**-129**
净利润	99	250	280	408
折旧摊销	39	44	55	65
财务费用	3	4	8	21
投资损失	-16	-100	-36	-40
营运资金变动	-207	-470	-176	-604
其他经营现金流	10	10	9	20
投资活动现金流	**-48**	**40**	**-34**	**-30**
资本支出	48	60	70	70
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	100	36	40
筹资活动现金流	**165**	**175**	**-48**	**286**
短期借款	0	247	36	417
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积金增长	0	-183	0	0
其他筹资现金流	165	-72	-84	-132
现金净增加额	**45**	**-47**	**58**	**127**

主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	55.1%	53.3%	28.6%	48.4%
营业利润	1579.3%	171.9%	13.2%	47.4%
归属于母公司净利润	647.6%	151.6%	12.1%	45.8%
获利能力				
毛利率(%)	17.0%	17.7%	18.2%	18.2%
净利率(%)	7.3%	7.4%	12.2%	10.6%
ROE(%)	7.4%	16.4%	16.2%	20.1%
ROIC(%)	6.1%	12.3%	12.5%	14.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.0%	46.2%	47.1%	54.1%
净负债比率	30.6%	38.1%	34.7%	39.8%
流动比率	1.81	1.62	1.65	1.54
速动比率	1.47	1.31	1.16	1.08
营运能力				
总资产周转率（次）	0.62	0.72	0.72	0.81
应收账款周转率（次）	2	2	2	2
应付账款周转率（次）	3.50	3.50	3.50	3.50
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.27	0.68	0.76	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.39	-0.72	0.38	-0.35
每股净资产(最新摊薄)	7.33	4.16	4.72	5.53
估值比率				
P/E	93.61	37.20	33.20	22.78
P/B	6.93	6.10	5.38	4.59
EV/EBITDA	73	31	27	19

数据来源： Wind，东吴证券研究所，公司报表

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn