CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当升科技 300073.SZ

当前股价：27.61 元
2017 年 08 月 31 日

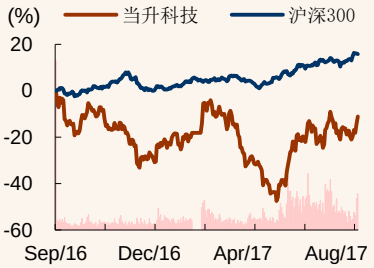
首次涉足海外镍钴矿，锁定未来核心原料供应

基础数据

上证综指	3361
总股本（万股）	36607
已上市流通股（万股）	32669
总市值（亿元）	101
流通市值（亿元）	90
每股净资产（MRQ）	4.1
ROE（TTM）	13.9
资产负债率	45.2%
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	2	5	-13
相对表现	-1	-6	-29



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《当升科技（300073）—海门二期二阶段接近完工，非公开发行项目有望再造当升》2017-04-25

2、《当升科技（300073）—看好三元锂电渗透率继续提升，公司龙头地位进一步夯实》2017-03-15

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

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：

公司发布公告，与澳大利亚证券交易所上市公司 Clean TeQ 全资子公司 Scandium21 于 2017 年 8 月 30 日签署《产品承购协议》，在 Syerston 项目上开展产品承购合作。。

评论：

1、Syerston 属高钴品位镍钴矿，公司有望锁定未来核心正极材料原料供应

公司目前在制备三元前驱体以及进一步加工成 NCM532、NCM622 等动力三元正极材料具备国内领先技术实力，但是对于上游原材料氧化钴、碳酸锂等主要依赖外购，导致公司抗上游原材料价格波动能力较弱，去年至今碳酸锂、钴等原材料价格持续波动、货源紧缺等对公司生产经营客观造成较强影响。此次签署 Syerston 项目产品承购协议，约定该项目投产后连续五年向公司提供硫酸镍、硫酸钴等三元原材料且每年供应量占该项目计划产量的 20%，并约定若公司未来在 Syerston 项目上获得不少于 25%的股权，将获得与矿山寿命相同的长期承购资格。此次合作有望锁定未来核心正极材料原料供应，确保公司在全球锂电正极材料领域的竞争优势。。

2、有望进一步降低公司原材料采购成本

钴是三元体系中提供循环和倍率性能的核心材料，随着公司海门二期二阶段 4000 吨高镍动力三元材料项目建设接近尾声，公司动力三元材料总产能将超过万吨，对钴的需求显著增加。NCM532 和 622 的 Co 含量约 12.2%，则对应 Co 需求超过 1200 吨。按照 LME 钴最新价格测算，每减少 10%价格波动，对应采购成本可降低 4200 万。

3、持续看好公司成长为全球锂电正极材料龙头，维持强烈推荐评级

在国家产业政策引导和市场需求的双重刺激下，动力锂电市场规模不断扩张，高端锂电材料的需求量持续增长。公司是国内高镍动力正极材料 NCM622 率先实现批量化供货企业，具备极强技术壁垒，收入利润持续保持高速增长，上半年锂电材料收入增速超过 50%，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，看好公司成长为全球锂电正极材料龙头。考虑到公司经营持续改善以及投资收益贡献，暂不考虑增发摊薄，上调 17 年/18 年 eps 至 0.69 元/0.86 元，维持强烈推荐评级。

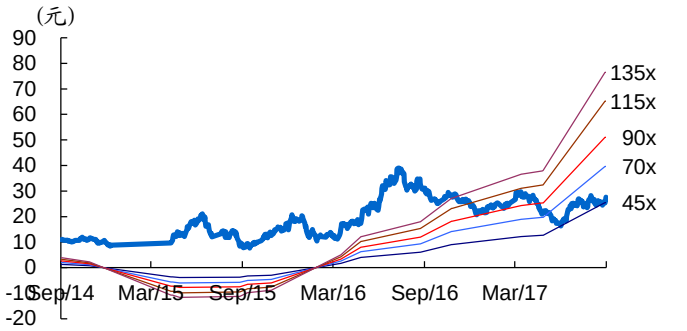
风险提示：新能源汽车销量不达预期，非公开发行进度存在不确定性

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	2168	3200
营业成本	606	789	1108	1765	2535
营业税金及附加	1	1	4	7	10
营业费用	9	15	25	43	64
管理费用	46	62	111	184	262
财务费用	1	(2)	(2)	12	20
资产减值损失	8	4	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	16	16	110	20
营业利润	(44)	6	95	257	320
营业外收入	15	9	18	10	20
营业外支出	0	0	4	4	4
利润总额	(29)	14	109	263	336
所得税	(3)	1	9	11	22
净利润	(26)	13	99	253	314
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(26)	13	99	253	314
EPS（元）	(0.16)	0.07	0.27	0.69	0.86

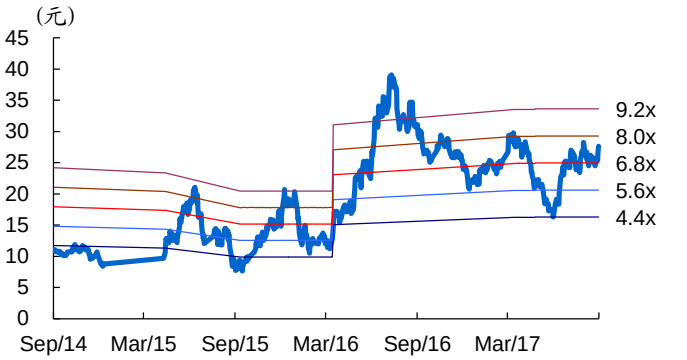
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：当升科技历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：当升科技历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

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	1744	2553	3843
现金	206	252	168	242	418
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	151	274	445	657	988
应收款项	322	512	730	1078	1621
其它应收款	3	3	4	6	9
存货	203	243	374	537	760
其他	30	14	22	32	47
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**	**2636**	**3466**	**4777**
流动负债	451	717	938	1530	2314
短期借款	67	252	214	504	874
应付账款	214	317	504	724	1025
预收账款	10	8	13	18	26
其他	159	141	206	283	388
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**	**1042**	**1635**	**2419**
股本	183	366	366	366	366
资本公积金	977	794	794	794	794
留存收益	81	180	433	671	1198
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1242	1341	1593	1832	2358
负债及权益合计	**1741**	**2163**	**2636**	**3466**	**4777**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	10	(71)	(76)	(73)	(14)
净利润	13	99	253	314	621
折旧摊销	35	39	41	44	46
财务费用	1	3	12	20	39
投资收益	(16)	(16)	(110)	(20)	(20)
营运资金变动	(22)	(198)	(286)	(451)	(729)
其它	(2)	1	14	20	30
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	60	214	257
借款变动	(319)	91	(37)	290	370
普通股增加	23	183	0	0	0
资本公积增加	388	(183)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(76)	(94)
其他	46	74	98	0	(19)
现金净增加额	118	45	(83)	73	176

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	860	1335	2168	3200	4812
营业成本	789	1108	1765	2535	3588
营业税金及附加	1	4	7	10	14
营业费用	15	25	43	64	106
管理费用	62	111	184	262	419
财务费用	(2)	(2)	12	20	39
资产减值损失	4	10	10	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	16	110	20	20
营业利润	6	95	257	320	656
营业外收入	9	18	10	20	20
营业外支出	0	4	4	4	4
利润总额	14	109	263	336	673
所得税	1	9	11	22	52
净利润	13	99	253	314	621
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	13	99	253	314	621
EPS（元）	0.07	0.27	0.69	0.86	1.70

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	38%	55%	62%	48%	50%
营业利润	-113%	1579%	172%	24%	105%
净利润	-152%	648%	154%	24%	98%
获利能力					
毛利率	8.3%	17.0%	18.6%	20.8%	25.4%
净利率	1.5%	7.4%	11.6%	9.8%	12.9%
ROE	1.1%	7.4%	15.8%	17.1%	26.3%
ROIC	0.5%	5.2%	13.8%	13.5%	19.8%
偿债能力					
资产负债率	28.7%	38.0%	39.5%	47.2%	50.6%
净负债比率	3.8%	11.6%	8.1%	14.5%	18.3%
流动比率	2.0	1.8	1.9	1.7	1.7
速动比率	1.6	1.5	1.5	1.3	1.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	1.0
存货周转率	4.5	5.0	5.7	5.6	5.5
应收帐款周转率	3.2	3.2	3.5	3.5	3.6
应付帐款周转率	4.6	4.2	4.3	4.1	4.1
每股资料（元）					
每股收益	0.07	0.27	0.69	0.86	1.70
每股经营现金	0.06	-0.20	-0.21	-0.20	-0.04
每股净资产	6.78	3.66	4.35	5.00	6.44
每股股利	0.00	0.00	0.21	0.26	0.51
估值比率					
PE	380.5	101.8	40.0	32.2	16.3
PB	4.1	7.5	6.3	5.5	4.3
EV/EBITDA	31.1	9.0	3.7	3.0	1.6

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。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

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。