

公司研究/动态点评

2019年01月10日

电力设备与新能源/新能源 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 27.10
合理价格区间(元): 27.90~30.69

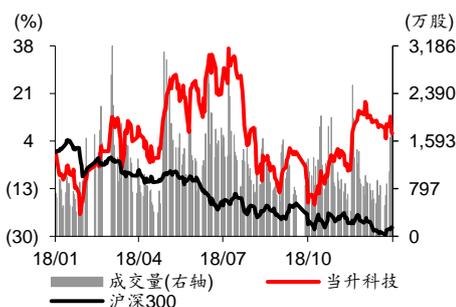
黄斌 执业证书编号: S0570517060002
研究员 billhuang@htsc.com

边文蛟 执业证书编号: S0570518110004
研究员 bianwenjiao@htsc.com

相关研究

1《电力设备与新能源：曙光已现，亮点纷呈》
2018.11

一年内股价走势图



资料来源：Wind

业绩预告略超预期，正极材料值得期待 当升科技(300073)

年度业绩预告略超预期，维持“增持”评级

公司公告 18 年业绩预告：公司预计 18 年实现归母净利润 3-3.3 亿，同比增 20%-32%，扣非净利润 2.85-3.15 亿，同比增 95%-116%，略超预期。公司扣非业绩大增主要源自正极材料业务量利齐升。我们认为公司作为正极材料龙头，后续产能扩张叠加产品和客户结构优化，正极材料业务持续高增长值得期待。我们预计公司 18-20 年 EPS 分别为 0.73 元，0.93 元，1.22 元，给予公司 19 年合理 PE 区间 30-33 倍，目标价 27.90-30.69 元，维持“增持”评级。

业绩预告略超预期，正极材料的出货量和单吨净利润均大增

公司预告归母净利润 3-3.3 亿，同比增 20%-32%，扣非 2.85-3.15 亿，同比增 95%-116%。我们预计中鼎高科归母净利润 5000 万左右，正极材料 2.35-2.65 亿。18 年正极出货量 1.6 万吨，同比增 60%，平均单吨净利润为 1.47-1.66 万，比我们此前预期的略高，17 年平均单吨净利润为 0.9 万。18 年公司单吨净利润同比大幅提升，我们认为主要原因在于：1、海外客户订单存在原材料价差以及汇兑收益。2、公司费用管控逐现成效。3、高镍三元产品占比提升。

19 年正极材料的看点来自新增产能释放以及产品和客户结构的优化

公司一直受制于产能瓶颈，目前有 1.6 万吨的产能，19 年预计有常州、金坛各 1 万吨产能投放，我们保守预计贡献有效产能 6000 吨。根据公司调研数据，从产品结构看，18 年动力电池用材料占 65%（其中 NCM622 及以上占比 5%+NCM523 约 60%），储能用材料占 20%，消费用材料占 15%。我们预计 19 年动力电池正极尤其是高镍产品占比继续提升。从客户结构看，公司 18 年国内开始聚焦比亚迪、孚能等优质客户，海外客户囊括三星、LG 化学等，我们预计海外出货量占比达到 30%，19 年海外动力用三元材料将开始上量，价格更友好的海外客户占比有望继续提升。

优质的正极材料龙头，维持“增持”评级

由于公司正极材料的单吨盈利情况略超我们此前预期，我们上调公司 18-20 年 EPS 分别至 0.73 元，0.93 元，1.22 元（此前预估值为 0.69 元，0.89 元，1.12 元），对应 PE 估值分别为 37 倍，29 倍，22 倍。参考可比公司 19 年平均 PE 估值 22 倍，考虑公司是国内正极材料龙头，产品定位高端有溢价，海外客户开拓进度领先，给予公司估值溢价，给予 19 年合理 PE 区间 30-33 倍，目标价 27.90-30.69 元，维持“增持”评级。

风险提示：公司扩产进度不达预期，国内三元材料市场竞争加剧导致价格和毛利率不达预期，高镍三元推广进度不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	436.72
流通 A 股 (百万股)	353.82
52 周内股价区间 (元)	19.73-34.61
总市值 (百万元)	11,835
总资产 (百万元)	4,743
每股净资产 (元)	7.34

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,335	2,158	3,658	4,987	6,593
+/-%	55.10	61.70	69.54	36.32	32.21
归属母公司净利润 (百万元)	99.29	250.17	318.88	406.39	534.59
+/-%	647.56	151.97	27.46	27.44	31.55
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.57	0.73	0.93	1.22
PE (倍)	118.59	47.06	36.92	28.97	22.02

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1：可比公司估值表（截止到 2019 年 1 月 10 日收盘价）

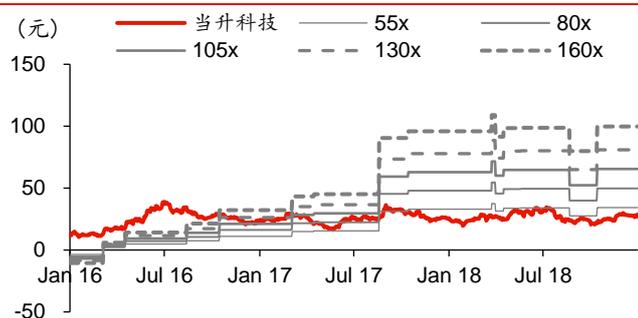
证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603659.SH	璞泰来	46.72	1.36	1.77	2.19	34.25	26.41	21.30
300037.SZ	新宙邦	23.33	0.83	1.06	1.33	28.17	22.09	17.51
002812.SZ	恩捷股份	47.13	1.10	1.70	2.21	42.87	27.65	21.36
600884.SH	杉杉股份	13.39	0.93	1.02	1.23	14.36	13.13	10.89
	平均值					29.91	22.32	17.77
300073.SZ	当升科技	26.96	0.73	0.93	1.22	36.92	28.97	22.02

说明：除了当升科技，其余公司 EPS 和 PE 均取自 wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

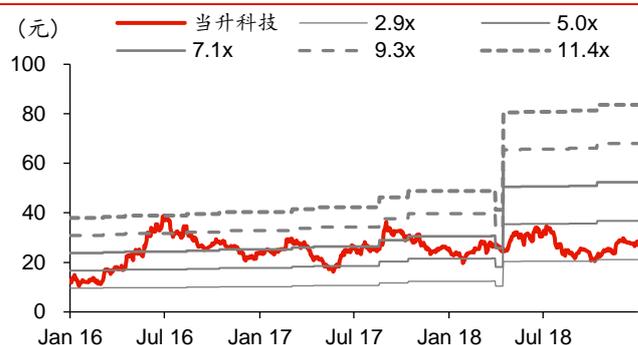
PE/PB - Bands

图表2：当升科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：当升科技历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,297	1,692	3,486	4,478	5,893
现金	251.54	450.87	922.02	997.84	1,330
应收账款	512.07	730.05	1,285	1,777	2,349
其他应收账款	2.50	3.03	9.64	11.47	14.62
预付账款	10.12	52.59	73.57	96.23	125.56
存货	242.63	260.19	640.53	857.00	1,109
其他流动资产	277.93	195.65	554.69	737.92	963.93
非流动资产	866.01	1,031	1,161	1,489	1,797
长期投资	53.55	0.00	24.18	21.02	18.57
固定投资	344.06	468.10	525.30	655.23	824.15
无形资产	23.56	22.18	22.18	22.18	22.18
其他非流动资产	444.84	540.63	589.50	790.87	932.58
资产总计	2,163	2,723	4,647	5,967	7,690
流动负债	717.08	1,032	1,250	2,204	3,443
短期借款	251.50	353.69	140.74	663.32	1,414
应付账款	316.73	472.81	798.49	1,121	1,491
其他流动负债	148.85	205.71	310.71	419.63	538.46
非流动负债	104.81	107.52	47.21	46.61	46.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	104.81	107.52	47.21	46.61	46.87
负债合计	821.90	1,140	1,297	2,251	3,490
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	183.03	366.07	436.72	436.72	436.72
资本公积	977.48	790.90	2,207	2,207	2,207
留存公积	180.32	410.37	705.56	1,073	1,557
归属母公司股东权益	1,341	1,584	3,350	3,717	4,201
负债和股东权益	2,163	2,723	4,647	5,967	7,690

现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	(71.47)	140.00	(595.24)	4.03	71.80
净利润	99.29	250.17	318.88	406.39	534.59
折旧摊销	39.03	40.44	51.79	66.70	88.86
财务费用	(2.10)	27.12	(1.65)	14.13	41.10
投资损失	(15.56)	(115.04)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(211.41)	(58.46)	(983.13)	(506.22)	(617.06)
其他经营现金	19.29	(4.25)	18.87	23.04	24.32
投资活动现金	(48.36)	(7.68)	(169.42)	(397.22)	(397.92)
资本支出	48.36	57.95	360.00	400.33	400.37
长期投资	0.00	(23.34)	(190.32)	(3.17)	(2.45)
其他投资现金	0.00	26.94	0.26	(0.06)	0.00
筹资活动现金	165.05	74.82	1,236	469.01	658.75
短期借款	184.55	102.19	(212.95)	522.58	750.37
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	183.03	70.65	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(186.58)	1,416	0.00	0.00
其他筹资现金	(19.50)	(23.83)	(38.28)	(53.57)	(91.62)
现金净增加额	46.91	199.33	471.15	75.82	332.63

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,335	2,158	3,658	4,987	6,593
营业成本	1,108	1,758	3,064	4,210	5,558
营业税金及附加	4.01	14.17	16.61	24.74	33.54
营业费用	24.82	40.49	40.24	49.87	59.34
管理费用	110.58	151.33	193.90	239.38	309.88
财务费用	(2.10)	27.12	(1.65)	14.13	41.10
资产减值损失	10.10	8.30	6.44	7.44	7.33
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.56	115.04	0.00	0.00	0.00
营业利润	91.17	293.56	338.42	441.24	583.95
营业外收入	17.55	1.65	15.00	11.56	10.88
营业外支出	0.17	0.03	0.07	0.07	0.07
利润总额	108.55	295.18	353.34	452.73	594.76
所得税	9.26	45.01	34.47	46.35	60.18
净利润	99.29	250.17	318.88	406.39	534.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	99.29	250.17	318.88	406.39	534.59
EBITDA	128.10	361.12	388.56	522.06	713.91
EPS (元, 基本)	0.23	0.57	0.73	0.93	1.22

主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	55.10	61.70	69.54	36.32	32.21
营业利润	1,519	222.01	15.28	30.38	32.34
归属母公司净利润	647.56	151.97	27.46	27.44	31.55
获利能力 (%)					
毛利率	16.96	18.55	16.24	15.58	15.70
净利率	7.44	11.59	8.72	8.15	8.11
ROE	7.40	15.80	9.52	10.93	12.73
ROIC	6.70	20.84	11.85	12.08	13.10
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.00	41.85	27.92	37.72	45.38
净负债比率 (%)	30.60	31.03	10.85	29.47	40.51
流动比率	1.81	1.64	2.79	2.03	1.71
速动比率	1.47	1.39	2.27	1.64	1.39
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.88	0.99	0.94	0.97
应收账款周转率	3.06	3.34	3.49	3.12	3.07
应付账款周转率	4.18	4.45	4.82	4.39	4.26
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.57	0.73	0.93	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.16)	0.32	(1.36)	0.01	0.16
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.63	7.67	8.51	9.62
估值比率					
PE (倍)	118.59	47.06	36.92	28.97	22.02
PB (倍)	8.78	7.44	3.52	3.17	2.80
EV_EBITDA (倍)	89.48	31.74	29.50	21.96	16.06

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com