

钴价下滑影响吨净利，长期技术驱动趋势不改

核心观点

- 公司一季度实现收入 6.54 亿元，同比下滑 2.55%；实现归母净利润 6409 万元，同比增长 64%；扣非后归母净利润为 4967 万元，同比增长 38.67%，整体符合预期，非经常性损益主要为政府补助以及金融资产公允价值变动带来的净收益。
- **正极材料销量大幅增长，但吨盈利有所下滑。**公司 Q1 业绩快速增长主要源于正极材料销量同比大幅增长，但从短期来看正极单吨净利润环比下滑比较明显，从 18 年 Q4 的约 1.6 万/吨下降至 19 年 Q1 的约 1 万/吨，背后的原因一方面是国内正极行业竞争加剧，NCM523 价格跌至 14.2 万/吨，均价环比下滑 8.8%；另一方面是国内外钴价差收窄，海外 MB 钴均价从 18 年 Q4 的 32.4 美元/磅下降至 19 年 Q1 的 18.2 美元/磅，环比下滑 43.8%，进入 2 月份国内外钴价甚至出现倒挂，价格差的收窄部分挤压了公司加工端的利润。
- **正极技术驱动势头不改，公司高镍产品技术领先，正极盈利水平有望回升。**公司继续聚焦高镍化、单晶化、高电压的技术方向，形成了技术领先、性能优异的全系列高端正极体系，国内重点开拓比亚迪、孚能、力神等优质客户，海外继续巩固与三星 SDI、LG 化学的战略合作，成为少数几家进入国际主流动力电池和一线品牌新能源汽车供应链的正极厂商，未来发展潜力巨大。此外，公司一代高镍 NCM811 已通过多家客户认证，二代产品和 NCA 已顺利完成中试，后续随着钴价企稳以及公司海门、金坛基地陆续投产，公司高镍 622、811 产品也有望迎来放量，正极吨净利水平有望迎来回升。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.93、1.12、1.31 元(前期 19/20 年预测值为 0.97、1.24 元，下调原因在于国内外钴价差大幅收窄，影响公司加工利润)，2019 年估值水平维持不变，为 29 倍市盈率，对应目标价为 26.97 元，维持增持评级。

风险提示

- 新能源汽车受补贴下滑影响，销量不及预期；
- 钴价继续下跌，及高镍产品开发不及预期。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,158	3,281	3,970	5,747	6,846
同比增长	61.7%	52.0%	21.0%	44.8%	19.1%
营业利润(百万元)	294	368	457	540	620
同比增长	210.5%	25.4%	24.1%	18.2%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	250	316	404	488	569
同比增长	152.0%	26.4%	27.7%	20.8%	16.7%
每股收益(元)	0.57	0.73	0.93	1.12	1.31
毛利率	18.5%	18.3%	17.8%	16.1%	16.1%
净利率	11.6%	9.6%	10.2%	8.5%	8.3%
净资产收益率	17.1%	12.9%	11.5%	12.3%	12.6%
市盈率(倍)	43.4	34.4	26.9	22.3	19.1
市净率(倍)	6.9	3.3	2.9	2.6	2.3

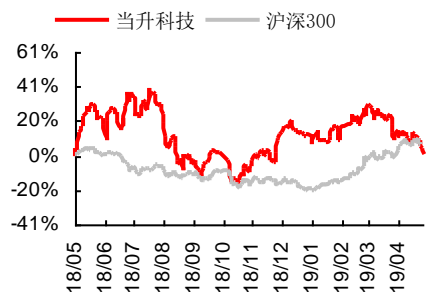
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2019年04月29日)	24.93元
目标价格	26.97元
52周最高价/最低价	34.61/20.52元
总股本/流通A股(万股)	43,672/42,476
A股市值(百万元)	11,896
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2019年04月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现(%)	-2.3	-12.5	1.1	1.5
相对表现(%)	-0.9	-17.6	-26.5	-3.4
沪深300(%)	-1.4	5.1	27.6	4.9



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

卢日鑫

021-63325888-6118

lurixin@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100003

李梦强

021-63325888-4034

limengqiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100003

联系人

顾高臣

021-63325888-6119

gugaochen@orientsec.com.cn

彭海涛

021-63325888-5098

penghaitao@orientsec.com.cn

陈聪颖

021-63325888-7900

chencongying@orientsec.com.cn

相关报告

拟与比亚迪签订供货协议，有望成为其主流供应商 2018-11-08

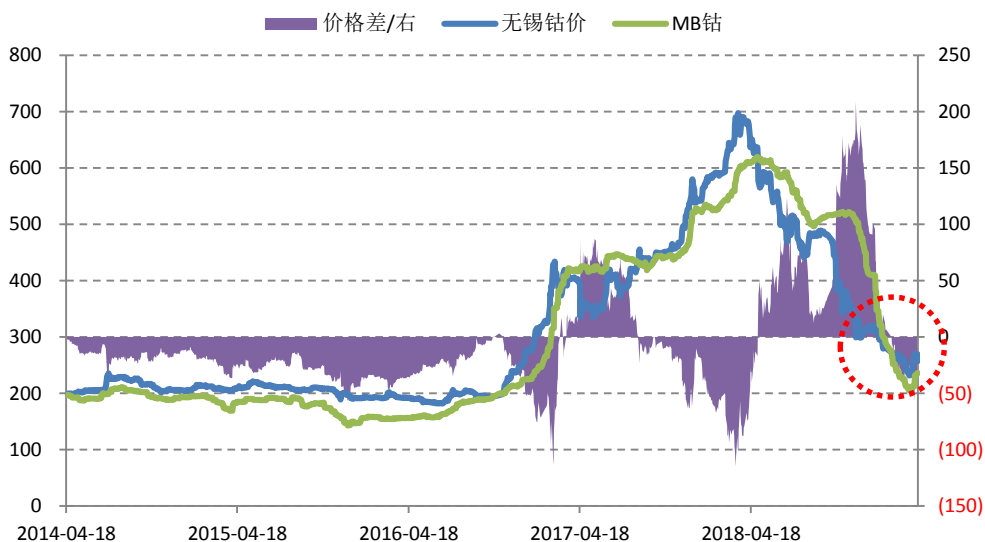
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

国内外钴价走势

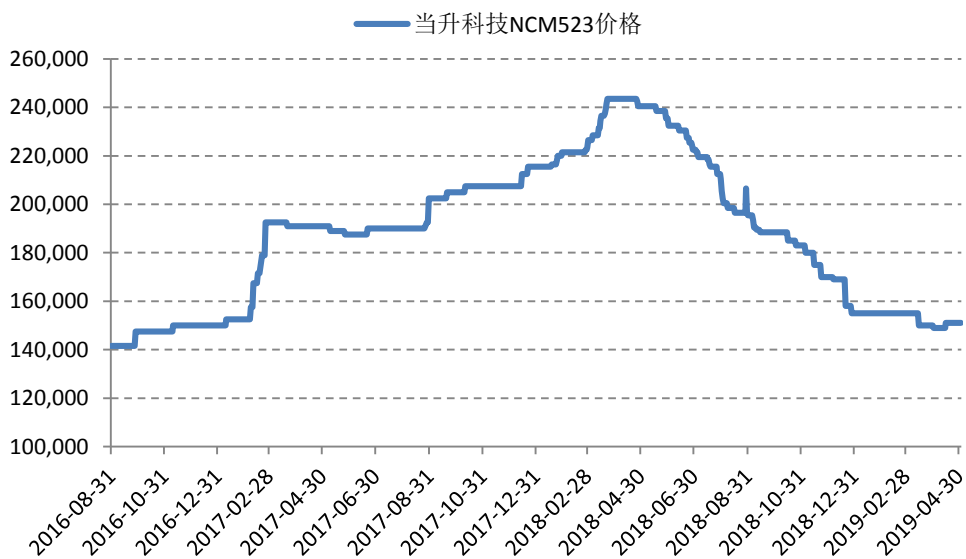
图 1：国内外钴价走势及价格差（单位：元/公斤）



数据来源：Wind、东方证券研究所

当升三元 523 价格走势

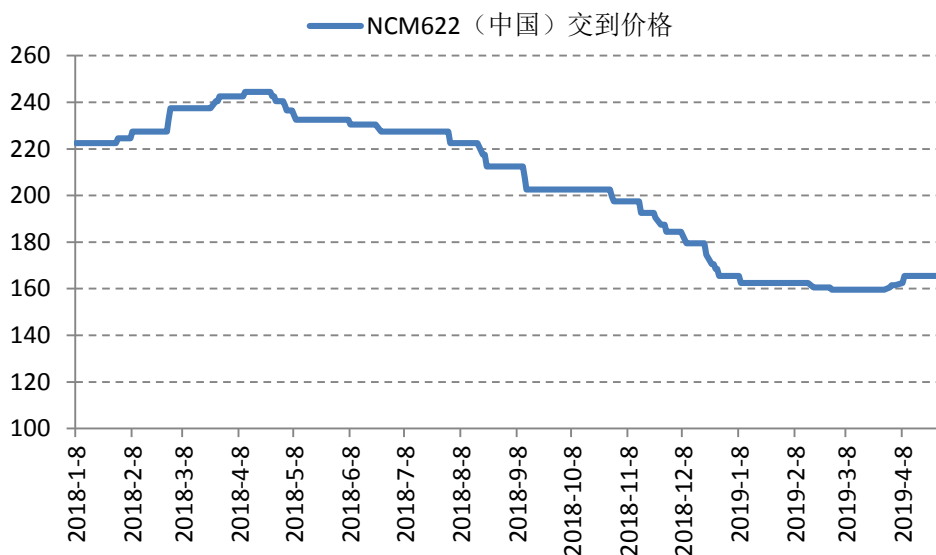
图 2：当升科技 NCM523 价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

NCM622 价格走势

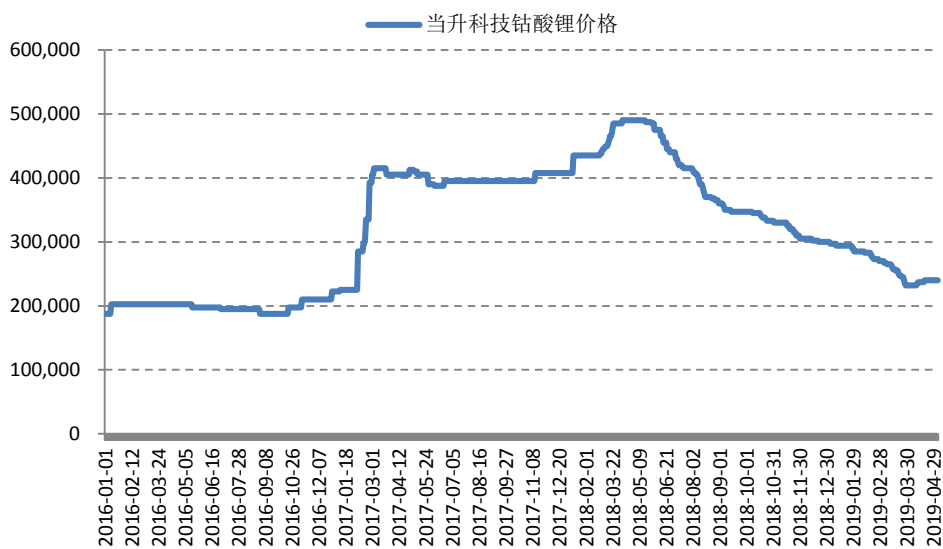
图 3：NCM622 中国交到价（单位：元/公斤）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

当升钴酸锂价格走势

图 4：当升科技钴酸锂价格（单位：元/吨）



数据来源：Wind、同花顺、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	451	1,878	834	1,207	1,438	营业收入	2,158	3,281	3,970	5,747	6,846
应收账款	730	874	1,429	2,069	2,465	营业成本	1,758	2,681	3,263	4,821	5,741
预付账款	53	59	99	144	171	营业税金及附加	14	12	14	19	23
存货	260	282	685	1,012	1,206	营业费用	40	37	45	54	65
其他	199	275	615	886	1,053	管理费用	151	196	239	301	357
流动资产合计	1,692	3,369	3,662	5,318	6,332	财务费用	27	4	(9)	31	65
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	8	32	(8)	6	(6)
固定资产	468	452	659	1,123	1,731	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	3	41	661	988	834	投资净收益	115	29	30	25	20
无形资产	22	21	20	18	17	其他	20	20	0	0	0
其他	537	516	494	493	493	营业利润	294	368	457	540	620
非流动资产合计	1,031	1,030	1,833	2,622	3,075	营业外收入	2	0	2	2	2
资产总计	2,723	4,398	5,496	7,940	9,407	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	354	112	474	1,852	2,407	利润总额	295	367	459	542	622
应付账款	473	427	914	1,350	1,608	所得税	45	51	55	54	53
其他	206	413	380	523	609	净利润	250	316	404	488	569
流动负债合计	1,032	952	1,768	3,725	4,623	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	250	316	404	488	569
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.57	0.73	0.93	1.12	1.31
其他	108	145	0	0	0						
非流动负债合计	108	145	0	0	0	主要财务比率					
负债合计	1,140	1,097	1,768	3,725	4,623		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	366	437	437	437	437	营业收入	61.7%	52.0%	21.0%	44.8%	19.1%
资本公积	791	2,208	2,208	2,208	2,208	营业利润	210.5%	25.4%	24.1%	18.2%	14.9%
留存收益	410	679	1,083	1,570	2,139	归属于母公司净利润	152.0%	26.4%	27.7%	20.8%	16.7%
其他	16	(22)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,584	3,301	3,727	4,215	4,784	毛利率	18.5%	18.3%	17.8%	16.1%	16.1%
负债和股东权益	2,723	4,398	5,496	7,940	9,407	净利率	11.6%	9.6%	10.2%	8.5%	8.3%
						ROE	17.1%	12.9%	11.5%	12.3%	12.6%
						ROIC	15.4%	12.0%	10.4%	10.0%	9.5%
						偿债能力					
						资产负债率	41.9%	24.9%	32.2%	46.9%	49.1%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	15.3%	20.3%
						流动比率	1.64	3.54	2.07	1.43	1.37
						速动比率	1.39	3.24	1.68	1.16	1.11
						营运能力					
						应收账款周转率	3.5	4.1	3.4	3.3	3.0
						存货周转率	7.0	9.9	6.7	5.7	5.2
						总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	0.57	0.73	0.93	1.12	1.31
						每股经营现金流	0.32	0.66	-1.09	-0.32	0.66
						每股净资产	3.63	7.57	8.55	9.67	10.97
						估值比率					
						市盈率	43.4	34.4	26.9	22.3	19.1
						市净率	6.9	3.3	2.9	2.6	2.3
						EV/EBITDA	25.4	21.6	18.2	13.9	11.1
						EV/EBIT	27.8	24.0	19.9	15.6	13.0

现金流量表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	250	316	404	488	569
折旧摊销	30	41	43	70	115
财务费用	27	4	(9)	31	65
投资损失	(115)	(29)	(30)	(25)	(20)
营运资金变动	17	(75)	(897)	(709)	(435)
其它	(69)	29	15	6	(6)
经营活动现金流	140	286	(473)	(138)	289
资本支出	(142)	(59)	(861)	(860)	(568)
长期投资	(79)	37	(1)	1	0
其他	213	(1,079)	42	25	20
投资活动现金流	(8)	(1,101)	(820)	(835)	(548)
债权融资	0	(0)	(60)	0	0
股权融资	(4)	1,488	0	0	0
其他	78	(306)	309	1,346	490
筹资活动现金流	75	1,181	249	1,346	490
汇率变动影响	(8)	1	0	0	0
现金净增加额	199	367	(1,045)	373	231

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

