

当升科技（300073）：补充计提坏账准备，仍将长期受益行业发展

——公告点评

2019年12月5日

推荐/维持

当升科技 公司报告

报告摘要：

公告概述

公司拟对深圳比克、郑州比克合计 3.78 亿元的应收账款，按 40% 比例计提坏账准备 1.51 亿元，较此前 0.29 亿元的坏账准备增加 1.22 亿元。

投资要点

补充计提坏账准备，有助投资者合理评估风险。据公告，比克电池未能如期足额偿付 11 月后两周的 3,000 万元付款，仅提交了 750 万元融信签收凭证和 18.75 万元银行承兑汇票，上述签收凭证的承诺付款方为众泰汽车，其不承诺到期兑付，故公司未对此凭证做回款处理。鉴于比克公司现阶段回款压力较大，且保全资产变现存在一定不确定性，故公司提高坏账准备计提比例。我们认为，该计提比例对于当前情况来说较为合理。

公司有望长期分享新能源汽车行业红利。公司是国内动力电池材料市场第一梯队的重要供应商，在 2018 年国内三元正极材料市场中以 9.94% 的份额位列第三。同时，公司海外业务占比较高，与重要国际客户形成长期合作。公司早在 2006、2008 年就进入三星 SDI、LG 供应链，2019 上半年公司外销占比近 4 成，通过下游日韩电池客户成功进入奔驰、现代、日产等高端品牌新能源汽车供应体系。展望未来，我们认为，良好的产品质量与客户口碑，将持续驱动公司业绩成长。

维持“推荐”评级：我们预计，公司 2019-2021 年将实现归母净利润 1.03、2.13、5.16 亿元，对应 2019.12.5 收盘价 94.5、45.6、18.8 倍 P/E。

风险提示：比克后续偿债能力或低预期；新能源汽车产销或不达预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,157.91	3,280.67	2,907.83	4,322.02	6,620.08
增长率 (%)	61.70%	52.03%	-11.36%	48.63%	53.17%
归母净利润(百万元)	250.17	316.16	102.57	212.74	515.84
增长率 (%)	151.97%	26.38%	-67.56%	107.41%	142.47%
净资产收益率 (%)	15.80%	9.58%	3.08%	6.19%	13.78%
每股收益(元)	0.57	0.72	0.23	0.49	1.18
P/E	38.75	30.67	94.52	45.57	18.80
P/B	6.12	2.94	2.91	2.82	2.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

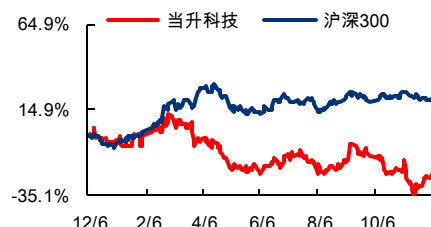
公司简介：

公司于 1998 年成立，2010 年上市，是一家从事锂电正极材料研发、生产和销售的企业，主要产品有钴酸锂、多元正极材料及锰酸锂等小型锂电、动力锂电正极材料。

交易数据

52 周股价区间 (元)	22.2-29
总市值 (亿元)	96.95
流通市值 (亿元)	95.49
总股本/流通 A 股 (万股)	43672/43013
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	2.47

52 周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

首席分析师：郑丹丹

021-25102903 zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519070001

分析师：李远山

010-66554024 liyish@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519040001

研究助理：张阳

010-66554033 zhangyang_yjs@dxzq.net.cn

1. 补充计提应收账款坏账准备

近年来，我国新能源汽车行业在发展中同时经历产业政策调整带来的种种挑战。随着整体补贴逐步退坡、补贴车型门槛提高、终端需求发生变化，产业链多个环节呈现洗牌加速之象。近期容百科技、当升科技（简称“公司”）、新宙邦等多家上市公司公告提及的“比克坏账事件”便为该背景下的缩影，比克电池亦通过官方微信公众号于2019年11月12日发布相关《声明》，我们在此前报告《容百科技：增加比克坏账准备计提，长期竞争优势可持续》（20191120）中已提及，此处不再赘述。

比克是公司此前的下游客户之一，截至2019年12月3日，公司对其的应收账款余额为37,834.62万元。公司11月11日公告，已对上述应收账款按照账龄法计提坏账准备2,934.56万元，并披露比克曾于11月8日出具详细还款计划。如表1所示。

表1：比克电池向公司出具的最新付款协议

	付款时间	付款金额（万元）	季度还款（亿元）
2019年第四季度	2019年11月第三周和第四周	3,000	
	2019年12月第二周	500	
	2019年12月第三周	500	0.70
	2019年12月第四周	1,000	
	2019年12月底前	2,000	
2020年第一季度	2020年2月份	1,000	0.20
	2020年3月份	1,000	
2020年第二季度	2020年4月份	3,000	
	2020年5月份	4,000	1.00
	2020年6月份	3,000	
2020年第三季度	2020年第三季度	10,000	1.00
2020年第四季度	2020年第四季度	8,854.93	0.89
合计		37,854.93	3.79

资料来源：当升科技公告（2019.11.11），东兴证券研究所重新制表

然而，据公司12月3日公告，比克电池未能如期足额偿付11月第三周和第四周的3,000万元付款，仅向公司提交了750万元建信融通融信签收凭证和18.75万元银行承兑汇票，因为上述签收凭证承诺付款方为浙江众泰汽车制造有限公司，其不承诺到期兑付，故公司未对此凭证做回款处理。

公司同时公告，鉴于比克公司现阶段回款压力较大，且保全资产变现存在一定不确定性，公司拟将对比克应收账款的坏账准备计提比例提高到40%。截至12月3日，公司对比克公司应收账款余额为37,834.62万元，计提坏账准备金额为15,133.85万元，较此前坏账准备计提增加1.22亿元。

我们认为，此次补充计提坏账准备，有助投资者合理评估风险。

2. 公司有望长期分享新能源汽车行业红利

2019年12月3日工信部官网发布的《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿）提出，2025年新能源汽车占比将达到25%。假设2025年我国汽车销量为2,700万辆，我们测算，如要达到前述目标，则2025年新能源汽车销量将达到675万辆，较我们对2019年的销量预期（118.6万辆）的年复合增速约33.6%。我们认为，这反映了决策层对新能源汽车产业的支持态度，但2025年销量占比目标能否实现，存在一定程度的不确定性。

公司是国内动力电池材料市场第一梯队的重要供应商。据高工锂电此前发布的统计数据，公司在2018年国内三元正极材料市场中以9.94%的份额位列第三。同时，公司海外业务占比较高，与重要国际客户形成长期合作。2019年中报显示，上半年公司外销占比近4成，公司动力型NCM产品在多家韩国、日本动力电池客户形成稳定供货，成功进入奔驰、现代、日产等国际高端品牌新能源汽车供应体系，成为目前国内率先出口动力锂电正极材料并应用于高端品牌汽车的正极材料企业。

我们认为，公司产品受到日韩电池客户的认可，利好公司在我国新能源汽车“后补贴时代”保持较好的市场竞争力。公司2019年中报显示，其应用于大型软包、方形电池的第二代长寿团聚型NCM811实现量产供货；兼具能量与功率特性的动力型NCM523率先出口供应日本动力电池企业，成为国内首款进入日本市场的动力多元材料。展望未来，良好的产品质量与客户口碑，将持续驱动公司业绩成长。

3. 收入与成本预测

我们对于公司2019~2021年的分项主营业务的收入与毛利率预测，如表2所示。

表 2：公司分项业务收入与成本预测（至 2021 年）

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,280.67	2,907.83	4,322.02	6,620.08
年增速	52.03%	-11.36%	48.63%	53.17%
综合毛利率	18.27%	18.87%	17.50%	17.26%
锂电材料及其他业务				
营业收入（百万元）	3107.88	2,784.70	4,172.02	6,470.08
年增速	61.09%	-10.40%	51.56%	55.08%
毛利率	16.42%	17.72%	16.51%	16.62%
智能装备业务				
营业收入（百万元）	172.79	123.12	150.00	150.00
年增速	-24.42%	-28.74%	21.83%	0.00%
毛利率	51.51%	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

4. 风险提示

其一，比克后续偿债能力或低预期。公司在公告中已提示，对已采取保全措施的相关资产来说，其变现存在一定的不确定性，公司存在债权无法得到全部清偿和需要大额补提坏账准备的风险。

公司已公告对比克电池应收账款按照 40%的比例计提坏账准备，而且并不排除之后年份收回的可能性，同时，公司对比克电池的产线采取了诉中保全措施，是第一顺位人，参考 2018 年末公司对猛狮科技（子公司湖北猛狮已被申请破产清算）4,830.82 万元的应收账款计提 50%坏账准备，我们采取谨慎处理，在进行盈利预测时，对公司与比克之间的 3.78 亿元应收账款分别在 2019 年和 2020 年各计提 50%的坏账准备。

其二，新能源汽车产销如不达预期，或对公司主业经营造成一定程度的传导性影响。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	1,692.37	3,368.76	3,447.82	4,054.51	5,644.92	营业收入	2,157.91	3,280.67	2,907.83	4,322.02	6,620.08
货币资金	450.87	1,878.34	1,835.94	1,501.69	1,986.02	营业成本	1,757.67	2,681.32	2,359.08	3,565.53	5,477.56
应收账款	730.05	874.36	971.93	1,326.21	1,995.09	营业税金及附加	14.17	11.95	10.18	15.43	23.40
其他应收款	3.03	4.49	3.98	5.91	9.06	营业费用	40.49	36.77	43.58	56.61	92.96
预付款项	52.59	59.22	90.64	118.79	176.89	管理费用	151.33	53.31	58.16	86.44	132.40
存货	260.19	281.91	298.62	413.10	664.00	财务费用	27.12	3.73	-15.22	-14.69	4.82
其他流动资产	9.64	18.00	15.28	25.70	42.56	研发费用	0.00	142.58	126.37	187.83	287.70
非流动资产合计	1,030.91	1,029.69	887.47	856.06	823.83	信用和资产减值损失	8.30	32.35	258.26	229.93	65.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	468.10	451.77	415.63	379.49	343.34	投资净收益	115.04	29.26	30.00	30.00	30.00
无形资产	22.18	21.18	19.91	18.71	17.59	加: 其他收益	20.10	19.74	18.20	20.00	30.02
其他非流动资产	0.22	9.84	0.00	0.00	0.00	营业利润	293.56	368.25	115.62	244.94	595.98
资产总计	2,723.28	4,398.45	4,335.29	4,910.57	6,468.74	营业外收入	1.65	0.29	1.92	2.00	1.40
流动负债合计	1,032.21	951.58	916.20	1,391.65	2,640.09	营业外支出	0.03	1.16	0.98	1.00	1.05
短期借款	353.69	111.88	0.00	0.00	608.47	利润总额	295.18	367.38	116.56	245.94	596.34
应付账款	472.81	426.56	594.62	918.25	1,395.65	所得税	45.01	51.22	13.99	33.20	80.51
预收款项	27.21	25.05	29.41	31.22	37.58	净利润	250.17	316.16	102.57	212.74	515.84
一年内到期的非	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	107.52	145.43	84.31	84.31	84.31	归属母公司净利润	250.17	316.16	102.57	212.74	515.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	主要财务比率					
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,139.73	1,097.01	1,000.51	1,475.96	2,724.40	成长能力					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入增长	61.70%	52.03%	-11.36%	48.63%	53.17%
实收资本(或股	366.07	436.72	436.72	436.72	436.72	营业利润增长	210.48%	25.44%	-68.60%	111.86%	143.32%
资本公积	790.90	2,208.02	2,208.02	2,208.02	2,208.02	归母净利润增长	151.97%	26.38%	-67.56%	107.41%	142.47%
未分配利润	374.84	623.66	689.33	814.61	1,131.63	获利能力					
归属母公司股东	1,583.55	3,301.44	3,334.78	3,434.61	3,744.34	毛利率(%)	18.55%	18.27%	18.87%	17.50%	17.26%
负债和所有者权	2,723.28	4,398.45	4,335.29	4,910.57	6,468.74	净利率(%)	11.59%	9.64%	3.53%	4.92%	7.79%
现金流量表						总资产净利率(%)	9.19%	7.19%	2.37%	4.33%	7.97%
				单位: 百万元		ROE(%)	15.80%	9.58%	3.08%	6.19%	13.78%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	140.00	286.07	294.75	-29.10	129.07	资产负债率(%)	41.85%	24.94%	23.08%	30.06%	42.12%
净利润	250.17	316.16	102.57	212.74	515.84	流动比率	1.64	3.54	3.76	2.91	2.14
折旧摊销	60.54	67.81	0.00	36.14	36.14	速动比率	1.39	3.24	3.44	2.62	1.89
财务费用	27.12	3.73	-15.22	-14.69	4.82	营运能力					
应付帐款的变化	-217.98	-144.31	-97.57	-354.28	-668.88	总资产周转率	0.88	0.92	0.67	0.93	1.16
预收帐款的变化	19.20	-2.16	4.36	1.82	6.36	应收账款周转率	3.47	4.09	3.15	3.76	3.99
投资活动现金流	-7.68	-1,100.59	-149.19	-245.38	-80.73	应付账款周转率	5.47	7.30	5.70	5.71	5.72
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)					
长期股权投资减	-78.63	37.12	100.64	0.00	0.00	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.72	0.23	0.49	1.18
投资收益	115.04	29.26	30.00	30.00	30.00	每股净现金流(最新摊薄)	0.47	0.84	-0.10	-0.77	1.11
筹资活动现金流	74.82	1,181.22	-187.97	-59.77	436.00	每股净资产(最新摊薄)	3.63	7.56	7.64	7.86	8.57
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	38.75	30.67	94.52	45.57	18.80
普通股增加	183.03	70.65	0.00	0.00	0.00	P/B	6.12	2.94	2.91	2.82	2.59
资本公积增加	-186.58	1,417.12	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	21.06	18.03	57.03	30.62	13.04
现金净增加额	207.14	366.70	-42.40	-334.26	484.34						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

首席分析师：郑丹丹

郑丹丹，华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015 “慧眼识券商” 分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼” 中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版与 2017 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

分析师：李远山

李远山，西安交通大学学士，清华大学核能科学与工程硕士，曾就职于环保部核与辐射安全中心从事核安全审评研究工作，2016 年加入新时代证券研究所，2019 年加入东兴证券研究所，负责电力设备新能源行业研究。

研究助理简介

研究助理：张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事电力设备新能源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。