

2019年10月15日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

单吨利润提升，出货量不及预期拖累业绩增速

买入（维持）

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3281	2922	5091	6988
同比（%）	52%	-11%	74%	37%
归母净利润（百万元）	316	325	448	582
同比（%）	26%	3%	38%	30%
每股收益（元/股）	0.72	0.74	1.03	1.33
P/E（倍）	31.70	30.87	22.38	17.21

### 投资要点

- **Q3 净利润 0.65~0.75 亿，同比降 19%~30%，略低于预期：**公司预告 Q3 归母净利润 0.65-0.75 亿，同比降 19~30%，环比降 14~25%；其中，19Q3 非经常性损益-0.03~0 亿左右，对应 Q3 扣非净利润为 0.68~0.75 亿元，同比降 16%~24%，环比降 11%~2%。1-3Q 净利润 2.1~2.3 亿，同比增 2.3-12%；其中非经常性损益约 0.22~0.25 亿元，对应扣非归母净利润 1.9~2.1 亿元，同比变化-4%~+5%。
- **Q3 正极海外占比提升+低价钴库存，单吨利润提升，但受行业影响，出货量不及预期。**Q3 公司正极出货量预计不足 4000 吨，环比下滑近 15%，主要受国内动力电池减产影响，但海外需求 Q3 依然较强劲，我们预计公司海外出货占比达到 40%左右。前三季度出货量合计 1.25 万吨左右，我们预计全年出货量近 1.8 万吨，同比增 15%左右。Q3 单吨利润预计提升至近 1.7 万/吨，除了海外占比提升，还得益于 Q3 金属钴价格上涨。国内金属钴从 23 万/吨上涨 30%至 30 万吨，而公司拥有部分低价钴库存。
- **受宏观经济影响，中鼎利润下滑拖累业绩：**受下游消费类电子行业增速放缓，扩产节奏延后影响，我们预计中鼎 Q3 净利润 600 万左右，环比下滑 30%+。此外，公司持有中科电气 1985 万股，按照公允价值计量，预计影响 600 万左右投资收益。
- **3Q 正极新产能开始投放，20 年为产销大年。**公司 7 月底海门 1 万吨高镍产能投产，客户认证进展顺利，预计三季度将开始贡献增量，满产后公司产能将达到 2.6 万吨/年，将满足比亚迪、海外的 SK、lg、三星等需求。第二，公司常州金坛基地目前地面以下建设完成，预计于 20Q1、Q2 分别投产 1 万吨产能，20 年中产能可达 4.6 万吨。我们预计 2020 年随着海外主流车企电动化平台投放，公司作为国内首批进入海外动力电池供应链的正极厂商，将极大受益于国际化采购
- **盈利预测与投资评级：**2019-2021 年预计归母净利 3.25/4.5/5.8 亿，同比增长 3%/38%/30%，EPS 为 0.74/1.03/1.33 元/股，对应 PE 为 31x/22x/17x。考虑到公司为正极龙头，正极材料业务量价齐升，给予 2020 年 28 倍 PE，目标价 29 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策波动、降价幅度超预期、销量低于预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	22.95
一年最低/最高价	19.87/32.90
市净率(倍)	2.98
流通 A 股市值(百万元)	9871.52

### 基础数据

每股净资产(元)	7.71
资产负债率(%)	28.99
总股本(百万股)	436.72
流通 A 股(百万股)	430.13

### 相关研究

- 1、《当升科技（300073）中报点评：Q2 盈利回升，海外客户持续放量》2019-08-27
- 2、《当升科技（300073）中报预告点评：中报预告业绩增速平稳，符合预期》2019-07-14
- 3、《当升科技（300073）年报点评：正极单吨盈利大幅提高，经营业绩翻番，符合预期》2019-04-24

**Q3 净利润 0.65~0.75 亿，同比降 19%~30%，略低于预期：**公司预告 Q3 归母净利润 0.65-0.75 亿，同比降 19~30%，环比降 14~25%；其中，19Q3 非经常性损益-0.03~0 元左右，对应 Q3 扣非净利润为 0.68~0.75 亿元，同比降 16~24%，环比降 11~2%。1-3Q 净利润 2.1~2.3 亿，同比增 2.3-12%；其中非经常性损益约 0.22~0.25 亿元，对应扣非归母净利润 1.9~2.1 亿元，同比变化-4~+5%。

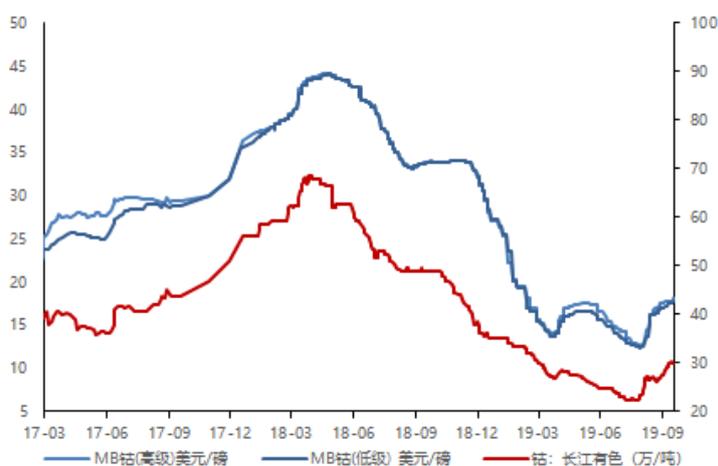
图表 1：当升科技分季度业绩情况

	2Q2019	1Q2019	4Q2018	3Q2018	2Q2018	1Q2018
营业收入(百万)	685.9	653.9	802.4	848.4	958.9	670.9
-同比	-28.47%	-2.55%	11.13%	41.17%	84.05%	113.76%
毛利率	19.41%	16.94%	25.53%	19.71%	13.76%	14.21%
归母净利润(百万)	87.0	64.1	110.8	92.5	73.7	39.1
-同比	18.00%	64.02%	65.82%	140.86%	-41.15%	98.97%
净利率	12.68%	9.80%	13.81%	10.91%	7.69%	5.82%
扣非归母净利润(百万)	76.59	49.67	108.65	89.56	70.30	35.82
-同比	8.94%	38.67%	75.19%	159.88%	124.19%	98.97%
扣非归母净利率	11.17%	7.60%	13.54%	10.56%	7.33%	5.34%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**Q3 正极海外占比提升+低价钴库存，单吨利润提升，但受行业影响，出货量不及预期。**Q3 公司正极出货量预计不足 4000 吨，环比下滑近 15%，主要受国内动力锂电池减产影响，但海外需求 Q3 依然较强劲，我们预计公司海外出货占比达到 40%左右。前三季度出货量合计 1.25 万吨左右，我们预计全年出货量近 1.8 万吨，同比增 15%左右。Q3 单吨利润预计提升至近 1.7 万/吨，除了海外占比提升，还得益于 Q3 金属钴价格上涨。国内金属钴从 23 万/吨上涨 30%至 30 万吨，而公司拥有部分低价钴库存。

图表 2：钴价格



数据来源：SMM，东吴证券研究所

**受宏观经济影响，中鼎利润下滑拖累业绩：**受下游消费类电子行业增速放缓，扩产节奏延后影响，我们预计中鼎 Q3 净利润 600 万左右，环比下滑 30%+。此外，公司持有中科电气 1985 万股，按照公允价值计量，预计影响 600 万左右投资收益。

**3Q 正极新产能开始投放，20 年为产销大年。**公司 7 月底海门 1 万吨高镍产能投产，客户认证进展顺利，预计在三季度将开始贡献增量，届时公司产能将达到 2.6 万吨/年，将满足比亚迪、海外的 SK、lg、三星等需求。第二，公司常州金坛基地目前地面以下建设完成，预计于 20Q1、Q2 分别投产 1 万吨产能，20 年中产能可达 4.6 万吨。我们预计 2020 年随着海外主流车企电动化平台投放，公司作为国内首批进入海外动力电池供应链的正极厂商，将极大受益于国际化采购。

**投资建议：**2019-2021 年预计归母净利 3.25/4.5/5.8 亿，同比增长 3%/38%/30%，EPS 为 0.74/1.03/1.33 元/股，对应 PE 为 31x/22x/17x。考虑到公司为正极龙头，正极材料业务量价齐升，给予 2020 年 28 倍 PE，目标价 29 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**政策波动、降价幅度超预期、销量低于预期

## 当升科技三大财务预测表

资产负债表					利润表 (百万元)				
(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3,369	3,326	4,118	5,564	<b>营业收入</b>	3,281	2,922	5,091	6,988
现金	1,878	1,896	580	699	减:营业成本	2,681	2,393	4,267	5,919
应收账款	874	903	1,573	2,160	营业税金及附加	12	11	19	25
存货	282	252	1,403	1,946	销售费用	37	33	57	78
其他流动资产	270	218	463	624	管理费用	196	167	244	314
<b>非流动资产</b>	1,030	1,131	1,242	1,362	财务费用	4	2	2	2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	32	-1	43	37
固定资产	452	566	690	774	加:投资净收益	29	35	35	35
无形资产	22	21	19	18	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	555	544	532	570	<b>营业利润</b>	368	377	520	676
<b>资产总计</b>	4,398	4,457	5,360	6,925	加:营业外净收支	-1	-1	-1	-1
<b>流动负债</b>	952	751	1,327	2,467	<b>利润总额</b>	367	376	519	675
短期借款	112	0	0	633	减:所得税费用	51	52	71	92
应付账款	427	381	679	942	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	413	370	648	893	<b>归属母公司净利润</b>	316	325	448	582
<b>非流动负债</b>	145	145	145	145	<b>EBITDA</b>	420	438	591	758
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.72	0.74	1.03	1.33
其他非流动负债	145	145	145	145					
<b>负债合计</b>	1,097	896	1,472	2,613	<b>重要财务与估值指</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	3,301	3,561	3,888	4,313	每股收益(元)	0.72	0.74	1.03	1.33
<b>负债和股东权益</b>	4,398	4,457	5,360	6,925	每股净资产(元)	7.56	8.15	8.90	9.88
					发行在外股份(百万				
					股)	436	436	436	436
					ROIC(%)	19.0%	18.3%	12.3%	12.2%
					ROE(%)	9.6%	9.1%	11.5%	13.5%
					毛利率(%)	18.3%	18.1%	16.2%	15.3%
					销售净利率(%)	9.6%	11.1%	8.8%	8.3%
					资产负债率(%)	24.9%	20.1%	27.5%	37.7%
					收入增长率(%)	52.0%	-10.9%	74.3%	37.2%
					净利润增长率(%)	26.4%	2.7%	38.0%	30.0%
					P/E	31.70	30.87	22.38	17.21
					P/B	3.04	2.81	2.58	2.32
					EV/EBITDA	24	23	17	13

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>

