

## 业绩略超预期，正极盈利环比改善



### 核心观点

- 上半年净利润同比增长 24.1%-37.4%，扣非增长约 9.3%-23.4%。公司预计上半年净利润为 1.4-1.55 亿元，同比增长 24.1%-37.4%，利润增长原因包括锂电正极材料销量同比增长以及公司所持中科电气股票公允价值变动上升，考虑公司非经常性利润 2000 万元-2800 万元后，上半年公司扣非净利润约为 1.16 亿元-1.31 亿元，同比增速约为 9.3%-23.4%，整体业绩在锂电中游板块中相对亮眼，略超我们前期预期。
- 钴价企稳叠加产品结构改善，正极吨盈利环比提升。公司 Q2 单季度扣非净利润约为 6632 万元-8132 万元，相比 Q1 的 4968 万元环比改善明显，在产销增量较为有限情况下，我们测算公司正极材料吨净利出现明显提升，主要原因包括：① 钴价大幅下跌后趋于平缓，库存影响得到缓解，同时国内外钴价格差在二季度由负转正，价格差对利润有所增厚；② 产品结构改善，比亚迪、卡耐、捷威等开始采购 622 材料，吨加工费和吨净利增加；③ 海外出口改善，一方面出口量增加，另一方面由单一储能向动力切换，吨净利有所增厚。
- 量利齐保证，业绩确定性较高。从下半年来看，在补贴退坡情况下中游材料盈利确定性将成为关键，落实到正极材料即为量、利两部分。从量来看公司产品定位高端，目前产能满开，受国内行业波动影响较小，同时公司海外需求旺盛，叠加 7 月底海门三期投产后产能瓶颈得到缓解，对比亚迪、海外 (LG、三星等) 出货量均有望进一步提升，我们判断全年出货量约为 2.1-2.3 万吨；从利来看正极材料本身属于“赚加工费”模式，在承担原料风险情况下加工费有所保障，同时高镍产品放量将带动盈利提升；此外从 Q2 来看，钴价下跌对公司盈利的冲击已经趋缓，甚至海内外钴价差套利机会再次出现，对公司属于利好，在目前钴价平稳情况下，我们判断公司正极吨净利水平有望维持，全年业绩确定性较高。

### 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，2019 年估值水平不变，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

- 新能源汽车销量不及预期；钴价下滑；高镍材料销售不及预期。

### 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)	43.7	34.6	27.1	22.4	19.2
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	<b>增持</b>	中性	减持	(维持)
股价 (2019 年 07 月 12 日)	25.10 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)	10,962			
国家/地区	中国			
行业	基础化工			
报告发布日期	2019 年 07 月 15 日			

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.0	6.3	-7.9	-23.6
相对表现 (%)	1.2	3.1	-3.4	-33.0
沪深 300 (%)	-2.2	3.2	-4.5	9.4



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

### 相关报告

- 钴价下滑影响吨净利，长期技术驱动趋势不改 2019-04-30
- 拟与比亚迪签订供货协议，有望成为其主流供应商 2018-11-08
- 高镍趋势明确，研发优势领先，未来充分享受技术溢价 2018-09-26

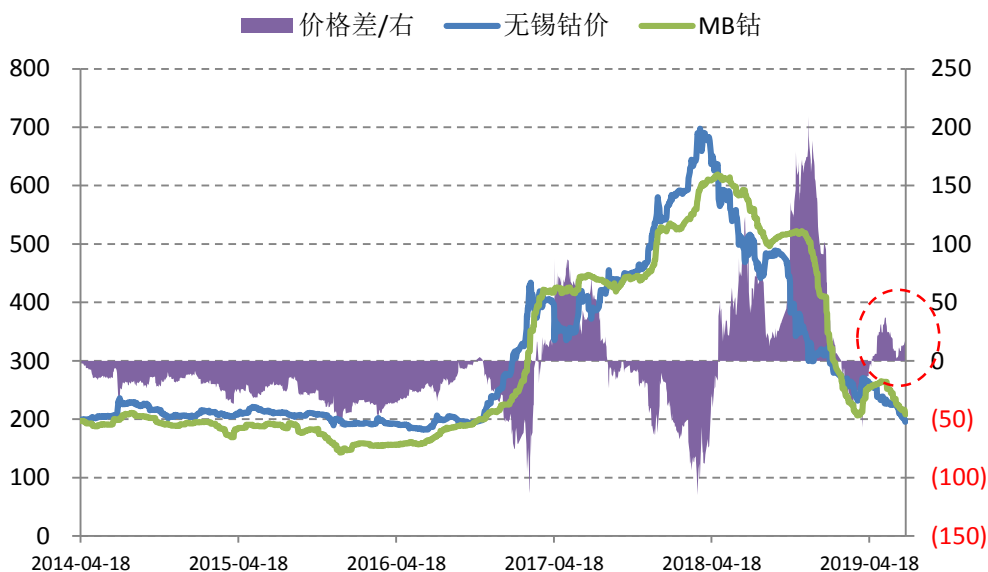
东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

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

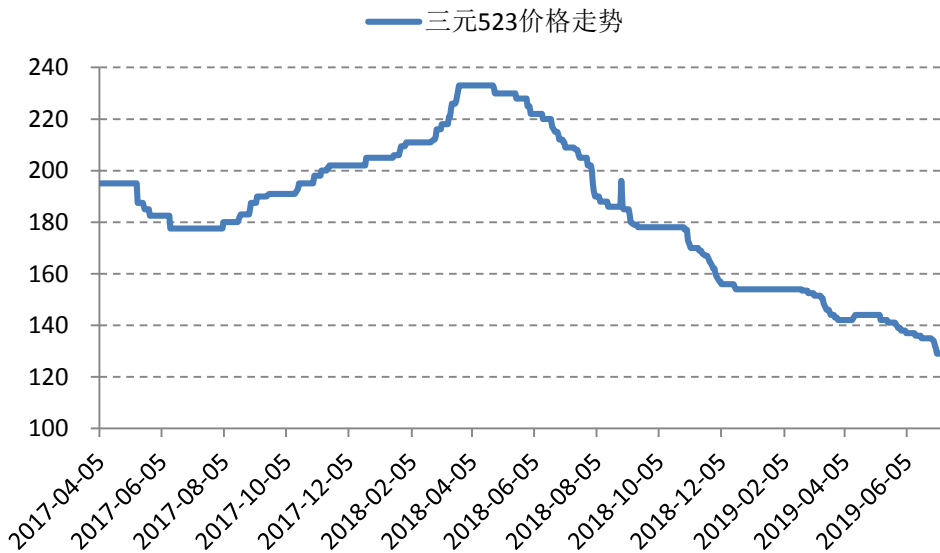
图 1：国内外钴价走势及价格差（单位：元/公斤）



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 三元 523 价格走势

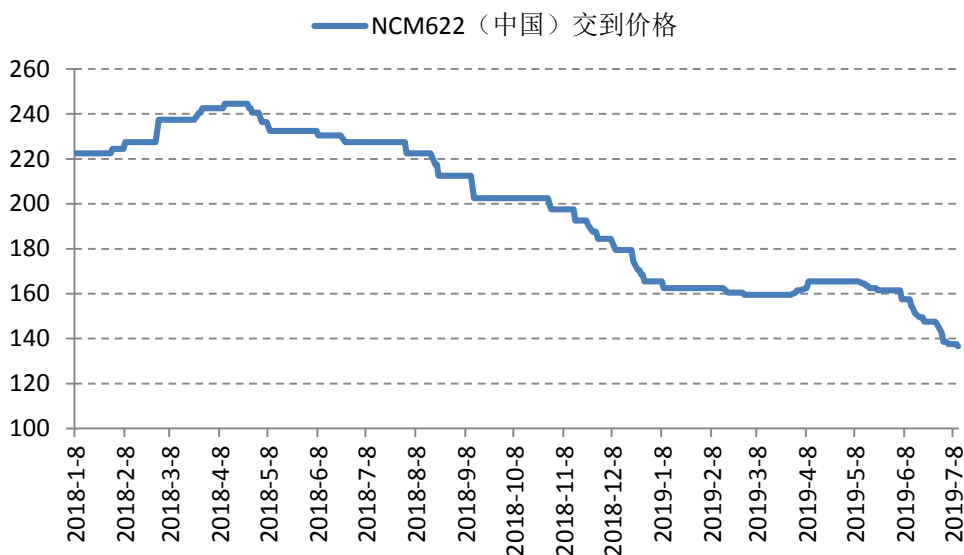
图 2：正极三元 523 价格走势（单位：元/公斤）



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 三元 622 价格走势

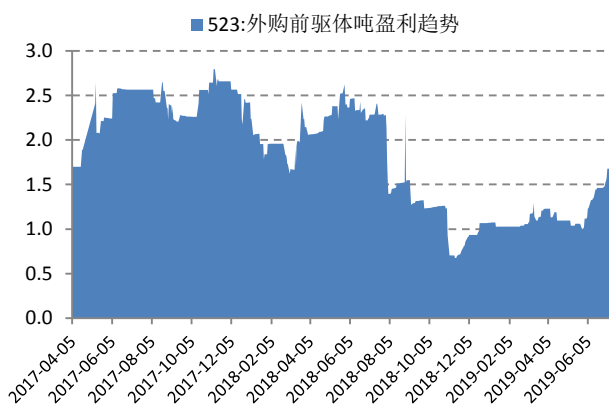
图 3：正极三元 622 价格走势（单位：元/公斤）



数据来源：Bloomberg、东方证券研究所

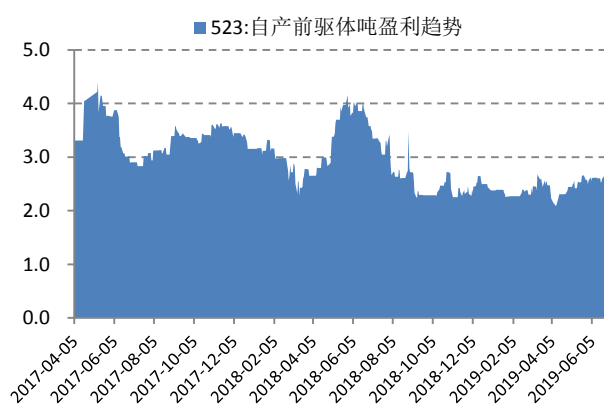
## 正极三元 523 盈利趋势

图 4：523 材料吨盈利趋势（外购前驱体）



数据来源：Wind、东方证券研究所

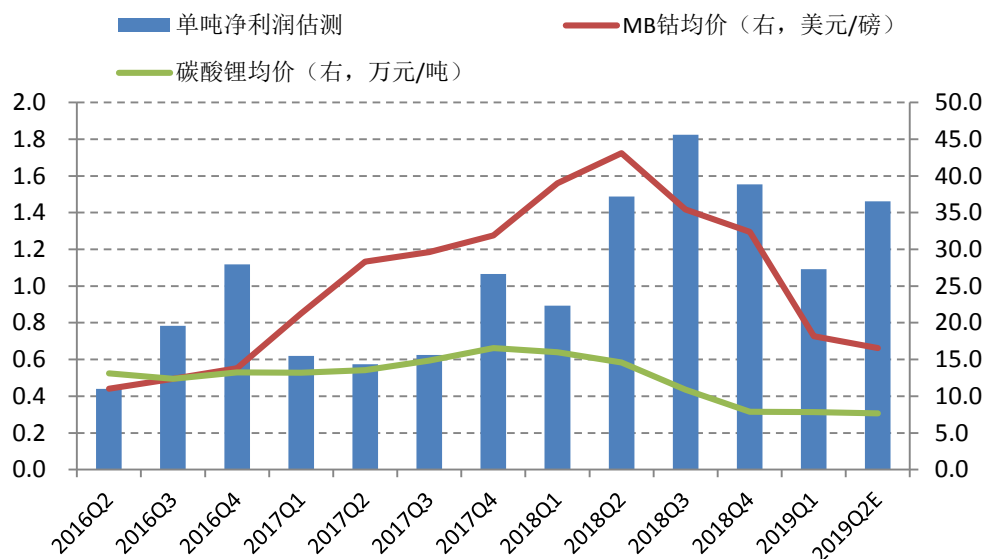
图 5：523 材料吨盈利趋势（自产前驱体）



数据来源：Wind、东方证券研究所

## 当升科技正极材料吨净利情况

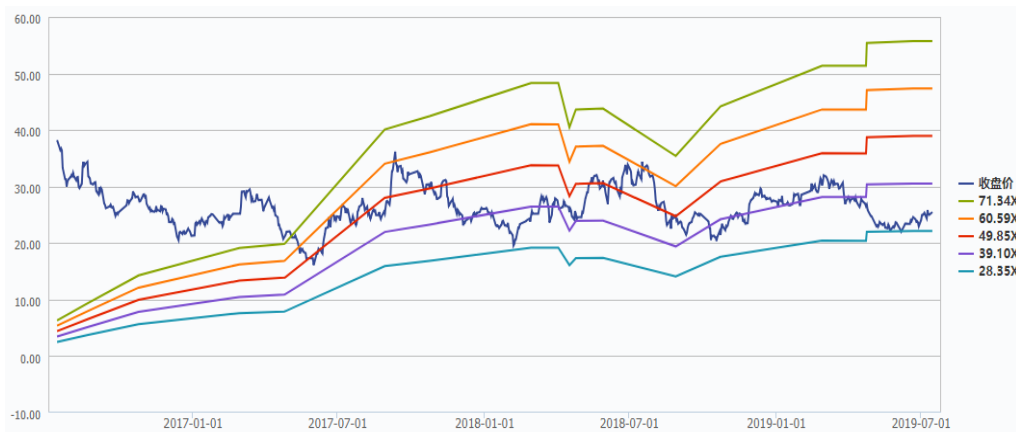
图 6：当升科技正极材料吨净利估测（单位：万元/吨）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

## 当升科技估值水平

图 7：当升科技 PE-Band 水平



数据来源：Wind、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
<b>流动资产合计</b>	<b>1,692</b>	<b>3,369</b>	<b>3,662</b>	<b>5,318</b>	<b>6,332</b>	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	<b>其他</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
其他	537	516	494	493	493	<b>营业利润</b>	<b>294</b>	<b>368</b>	<b>457</b>	<b>540</b>	<b>620</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,031</b>	<b>1,030</b>	<b>1,833</b>	<b>2,622</b>	<b>3,075</b>	营业外收入	2	0	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>2,723</b>	<b>4,398</b>	<b>5,496</b>	<b>7,940</b>	<b>9,407</b>	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	354	112	474	1,852	2,407	<b>利润总额</b>	<b>295</b>	<b>367</b>	<b>459</b>	<b>542</b>	<b>622</b>
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	<b>净利润</b>	<b>250</b>	<b>316</b>	<b>404</b>	<b>488</b>	<b>569</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,032</b>	<b>952</b>	<b>1,768</b>	<b>3,725</b>	<b>4,623</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>250</b>	<b>316</b>	<b>404</b>	<b>488</b>	<b>569</b>
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						
<b>非流动负债合计</b>	<b>108</b>	<b>145</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>1,140</b>	<b>1,097</b>	<b>1,768</b>	<b>3,725</b>	<b>4,623</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>成长能力</b>					
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	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>1,584</b>	<b>3,301</b>	<b>3,727</b>	<b>4,215</b>	<b>4,784</b>	毛利率	18.5%	18.3%	17.8%	16.1%	16.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,723</b>	<b>4,398</b>	<b>5,496</b>	<b>7,940</b>	<b>9,407</b>	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%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	41.9%	24.9%	32.2%	46.9%	49.1%
净利润	250	316	404	488	569	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	15.3%	20.3%
折旧摊销	30	41	43	70	115	流动比率	1.64	3.54	2.07	1.43	1.37
财务费用	27	4	(9)	31	65	速动比率	1.39	3.24	1.68	1.16	1.11
投资损失	(115)	(29)	(30)	(25)	(20)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	17	(75)	(897)	(709)	(435)	应收账款周转率	3.5	4.1	3.4	3.3	3.0
其它	(69)	29	15	6	(6)	存货周转率	7.0	9.9	6.7	5.7	5.2
<b>经营活动现金流</b>	<b>140</b>	<b>286</b>	<b>(473)</b>	<b>(138)</b>	<b>289</b>	总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.8
资本支出	(142)	(59)	(861)	(860)	(568)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(79)	37	(1)	1	0	每股收益	0.57	0.73	0.93	1.12	1.31
其他	213	(1,079)	42	25	20	每股经营现金流	0.32	0.66	-1.09	-0.32	0.66
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>(1,101)</b>	<b>(820)</b>	<b>(835)</b>	<b>(548)</b>	每股净资产	3.63	7.57	8.55	9.67	10.97
债权融资	0	(0)	(60)	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(4)	1,488	0	0	0	市盈率	43.7	34.6	27.1	22.4	19.2
其他	78	(306)	309	1,346	490	市净率	6.9	3.3	2.9	2.6	2.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>75</b>	<b>1,181</b>	<b>249</b>	<b>1,346</b>	<b>490</b>	EV/EBITDA	25.6	21.8	18.3	14.0	11.2
汇率变动影响	(8)	1	0	0	0	EV/EBIT	28.1	24.2	20.1	15.8	13.1
<b>现金净增加额</b>	<b>199</b>	<b>367</b>	<b>(1,045)</b>	<b>373</b>	<b>231</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

