

公司研究/首次覆盖

2018年11月23日

电力设备与新能源/新能源 II

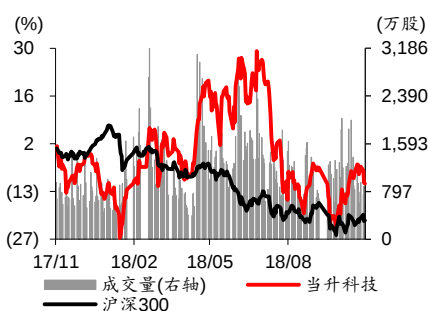
投资评级: 增持 (首次评级)

当前价格(元): 24.00
合理价格区间(元): 26.22~28.98

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

边文姣
联系人 bianwenjiao@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

三元材料龙头，业绩有望持续增长 当升科技(300073)

三元材料龙头，业绩有望持续增长，首次覆盖，给予“增持”评级

公司是国内三元材料龙头，目前三元材料出货量居国内第一，高镍三元产品开发和海外客户开拓领先。我们预计公司 18-20 EPS 分别为 0.69 元，0.89 元，1.12 元，我们看好公司作为国内纯正三元材料龙头的产业地位以及未来业绩持续增长的前景，给予 18 年合理 PE 区间 38-42 倍，对应目标价为 26.22 元-28.98 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

公司是国内三元材料龙头，16 年开始迎业绩高速增长期

公司深耕锂电正极材料 16 年，目前是国内三元材料龙头。根据高工锂电数据，18Q1-Q3 公司三元材料出货量国内第一，市占率 10.4%。公司三元材料下游客户包括 LG 化学、三星 SDI 等国外电池巨头以及比亚迪、孚能、力神等国内动力电池龙头。受益国内新能源车发展，公司三元材料 16 年开始量利齐升，迎来业绩高速增长期：16-17 年公司归母净利润分别达到 1 亿，2.5 亿，分别同比增 647.56%，151.97%。

高镍三元大势所趋，公司产品布局领先

我们认为，动力电池提升能量密度的需求以及降低钴含量从而降本的需求将驱动高镍三元材料渗透率提升。高镍三元材料具有高技术壁垒，相较普通三元利润率更高。公司高镍三元产品布局领先：用于动力电池的 NCM811 在 18 年下半年开始批量出货，多项性能指标优于市场同类产品。用于动力电池的 NCA 材料完成中试工艺定型，容量和循环保持率具有明显优势，公司预计年内批量推向市场。

加速扩产解决产能瓶颈，开拓海外客户打开增量市场

公司目前有正极材料产能 1.6 万吨，海门三期 1.8 万吨 NCM811/NCA 产能我们预计在未来两年释放，另外公司常州金坛首期规划 5 万吨产能已经开始筹建。我们预计到 2020 年底，公司将有正极材料产能 5.4 万吨，新增产能释放将助力业绩增长。公司海外客户布局领先：储能领域，公司已与三星 SDI、LG 化学等国际储能大客户展开深度合作；动力领域，部分国际著名车企配套动力电池企业已认证通过并开始导入公司动力型正极材料产品，公司预计 2019 年逐步实现放量。我们认为海外客户的开拓将打开增量市场空间。

国内三元材料龙头，首次覆盖，给予“增持”评级

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.03 亿，3.87 亿，4.89 亿，对应 EPS 分别为 0.69 元，0.89 元，1.12 元。参考可比公司 18 年平均 PE 估值 29 倍，考虑公司作为国内纯正的三元材料龙头，技术实力和产品质量突出，新增产能释放、高镍三元放量和海外客户需求上量将驱动公司未来业绩持续增长，我们给予公司估值溢价，给 18 年合理 PE 区间 38-42 倍，对应目标价为 26.22 元-28.98 元，首次覆盖，给予“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)	10,481
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

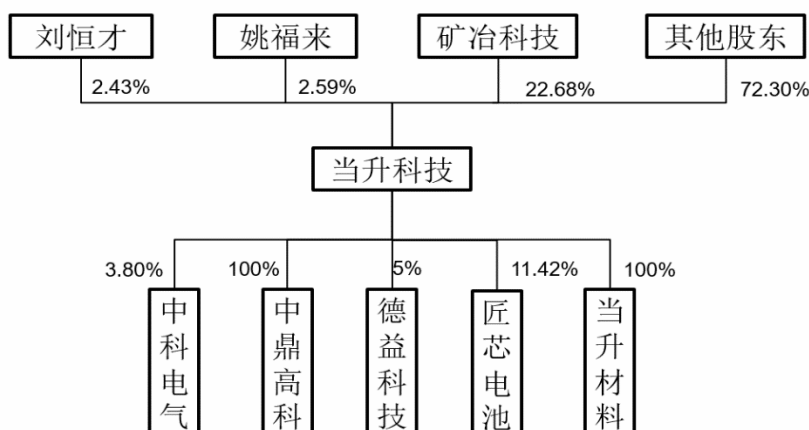
会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,335	2,158	3,616	4,751	5,909
+/-%	55.10	61.70	67.58	31.37	24.39
归属母公司净利润 (百万元)	99.29	250.17	302.86	386.78	488.57
+/-%	647.56	151.97	21.06	27.71	26.32
EPS (元, 最新摊薄)	0.23	0.57	0.69	0.89	1.12
PE (倍)	106.36	42.21	34.87	27.30	21.61

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司是国内锂电池用三元材料龙头，正处业绩高速增长期

公司目前形成锂电材料和智能装备双轮并驱的业务格局。公司成立于 2001 年，控股股东是央企北京矿冶研究院。背靠强大的科研实力，公司 2002 年开发钴酸锂产品，成为国内最早进军锂电正极材料的企业之一，2008 年公司成功开发三元材料和锰酸锂产品。公司目前已是国内三元材料龙头。根据高工锂电数据，18Q1-Q3 公司三元材料合计出货量国内第一，市占率 10.4%。公司三元材料下游客户包括 LG 化学、三星 SDI 等国外电池巨头以及比亚迪、孚能、力神等国内动力电池龙头。2015 年，公司收购智能模切机生产商中鼎高科，中鼎高科作出业绩承诺：2015-2017 年扣非业绩不低于人民币 3700 万元、4300 万元和 4900 万元。2015-2017 年，中鼎高科均超额完成，扣非后归母净利润分别为 3898 万元、4607 万元和 6708 万元。

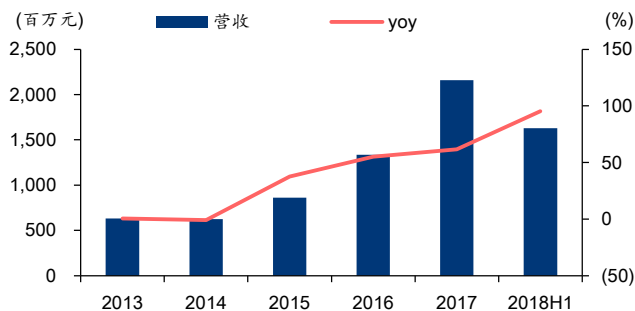
图表74： 公司股权结构（截至 2018 年中报数据）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

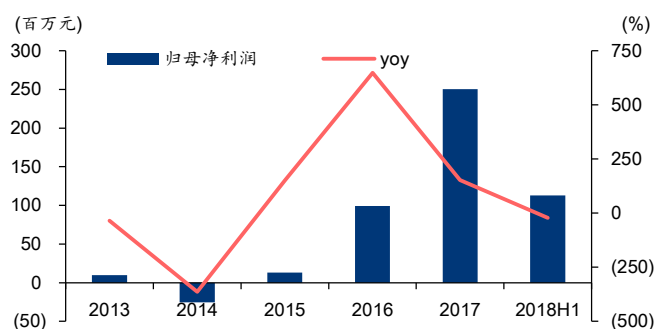
受益新能源车发展，公司三元材料 2016 年开始发力，迎来业绩高速增长期。2014 年，公司虽然收入同比 2013 年基本持平，但是归母净利润亏损 0.26 亿，我们认为主要系公司当时锂电材料产品为钴酸锂，而钴酸锂市场竞争激烈导致盈利能力大幅下滑。2014 年公司锂电材料毛利率达到 2.24%，同比下滑 3.19pct。2015 年如果扣除中鼎高科并表的影响，公司锂电业务亏损 0.26 亿左右，锂电材料的盈利能力仍然微弱，毛利率仅为 4.69%。2016 年开始，国内新能源车高速发展导致动力电池用三元材料需求大增。公司的三元材料实现量、利齐升，驱动公司业绩大增。2016-2017 年，公司锂电材料收入同比增 46.09%，66.81%，毛利率同比增 7.86pct，2.03pct；归母净利润分别达到 1 亿，2.5 亿，分别同比增 647.56%，151.97%。

图表75： 2013-2018H1 公司营收及其同比增速



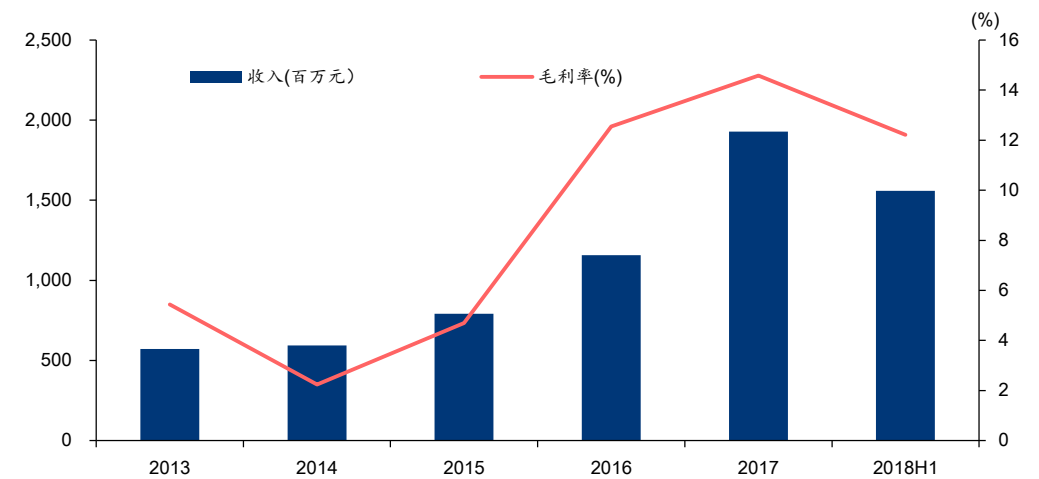
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表76： 2013-2018H1 公司归母净利润及其同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图77： 公司锂电材料 2013-2018H1 收入和毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

高镍三元大势所趋，公司产品布局领先

高镍三元材料渗透率逐步提升是趋势。采用高镍三元材料是提升动力电池能量密度的重要手段：国内目前动力电池的主流路线为 NCM523，成组后的能量密度约为 140-160wh/kg。特斯拉采用松下下的 NCA 材料电池，成组后的能量密度超过 160wh/kg。同时，三元材料中的钴原材料成本高企也倒逼高镍三元渗透率提升。2018 年国内高镍三元材料实现从 0 到 1 的突破。根据中国化学与物理电源协会数据，上半年三元材料产品结构中，高镍三元占比达到 7% 左右。

高镍三元材料具有高技术壁垒，相较普通三元利润率更高。相比普通三元材料，高镍三元的技术壁垒主要在于：1) 单位产能设备投资额高，生产环境要求更为严苛（需要纯氧氛围，湿度和温度需要精确控制）；2) 产品稳定性差，需要通过掺杂或者包覆工艺来提升安全性，要求正极材料厂有较强的研发实力；3) 一致性和产品纯度要求高，对生产管控能力要求高。正是因为高镍三元的高壁垒，国内高镍三元材料有效产能有限，其稀缺性带来高毛利。根据草根调研数据，公司 NCM811 相比 NCM523 毛利率平均高至少 5%。

公司高镍三元产品布局领先，NCM811 材料已经正式出货。公司在 2015 年领先市场同行开发出动力 NCM622 产品并且实现批量化销售，获得先发优势。2018 年下半年，公司 NCM811 产品实现批量出货。根据公司 2018 年中报披露，公司高镍动力 NCM811 多项性能指标优于市场同类产品，受到客户高度评价。动力 NCA 材料完成中试工艺定型，容量和循环保持率具有明显优势，公司预计年内批量推向市场。整体看，公司产品布局领先。

加速扩产解决产能瓶颈，开拓海外客户打开增量市场

公司产品供不应求，加速扩产将解决产能瓶颈。公司在定期报告中多次披露，自动力三元材料市场需求提升，公司一直存在产能规模无法满足客户订单需求的问题。公司目前有正极材料产能 1.6 万吨，海门三期 1.8 万吨 NCM811/NCA 产能我们预计在未来两年释放，同时，常州金坛首期规划 5 万吨产能已经开始筹建。我们预计到 2020 年底，公司将有产能 5.4 万吨，新增产能的释放将解决产能瓶颈。

图表78： 公司锂电正极材料产能情况（单位：吨）

厂区	材料	2018 年	2019 年	2020 年
燕郊	动力 NCM523	2000	2000	2000
	小型 NCM523	2000	2000	2000
	钴酸锂	2000	2000	2000
海门	一期动力 NCM523/622	4000	4000	4000
	二期一阶段动力 NCM523/622	2000	2000	2000
	二期二阶段 NCM811/NCA	4000	4000	4000
	三期动力 NCM811&NCA	0	18000	18000
常州金坛	动力 NCM811&NCA	0	0	20000
合计		16000	34000	54000

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司海外客户开拓顺利。公司是国内较早实现给海外客户供货的正极材料企业。根据公司 18 年中报：储能领域，公司加大与三星 SDI、LG 化学等国际储能大客户的战略合作，实现销量同比大增。动力领域，公司正加强与特斯拉、大众、宝马、现代、日产等国际客户的交流与合作，部分国际著名车企配套动力电池已通过认证并开始导入公司动力型正极材料产品，公司预计 2019 年逐步实现放量。

盈利预测和估值

收入拆分

一、锂电材料

出货量：公司 18 年有效产能 1.6 万吨（考虑公司可以将部分相对低端产品外协，那么实际出货量可能大于产能），19 年我们预计新增有效产能 0.8 万吨，20 年常州金坛项目 2 万吨产能我们预计在年底投产，因此保守假设 20 年新增有效产能 1 万吨。我们认为公司三元材料未来需求有望持续高速增长：首先，国内动力电池客户需求跟随下游新能源车增长，其次，公司储能类产品已经给海外电池巨头供货，公司预计动力类产品 19 年逐步放量。公司目前三元产能处于供不应求状态，为了适应客户需求正加速扩产。我们预计公司 18 年出货量 1.65 万吨，同比 17 年增加 0.68 万吨左右，我们保守预计 19-20 年出货量分别为 2.4 万吨，3.2 万吨。由于后续高镍三元渗透率将持续提升，我们预计公司高镍三元材料出货量也将增加，假设 NCM622+NCM811 产品对应 18-20 年合计出货量分别为 1500 吨，8000 吨，1.6 万吨。

价格：根据公司调研数据，公司 NCM523、NCM622、NCM811 今年含税均价分别为 20 万/吨，22 万/吨，26 万/吨。钴酸锂我们参考 wind 国产 4.35V 钴酸锂年初以来的报价数据，假设 18 年均价约 40 万/吨。由于钴锂原材料处于降价通道中，正极材料“原材料成本+加工费”的定价模式决定后续正极材料也将跟随降价。我们预计 NCM811 材料由于稀缺性 19-20 年每年降价相对缓和，我们假设 19-20 年 NCM811 每年降价 5%，而其余正极材料假设 19-20 年每年降价 10%。

毛利率：根据公司调研数据，公司 18 年钴酸锂、NCM523、NCM622、NCM811 平均毛利率分别为 6%，15%，18%，21%。我们认为正极材料企业在跟随原材料降价过程中，大概率会让渡部分利润给下游客户，从而使得产品毛利率下降，因此假设 18-20 年公司各类正极材料毛利率逐年下降。

二、智能装备

收入：中鼎高科 16-17 年收入同比增速分别为 109%，59%，我们认为公司收入的高增长源于应用领域的不断拓展。我们假设 18-20 年的收入增速分别为 30%，20%，15%。

毛利率：中鼎高科的精密模切机的 2017-2018H1 的毛利率分别为 51.99%，52.22%，我们预计未来毛利率会相对稳定，假设 18-20 年均均为 51%。

图表79： 公司收入拆分

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
正极材料总计	销量 (吨)			9764.00	16500.00	24000.00	32000.00
	单价 (万元/吨)			19.76	20.11	18.31	17.18
	收入 (百万元)	791.69	1156.58	1929.29	3318.97	4393.97	5499.14
	yoy		46.09%	66.81%	72.03%	32.39%	25.15%
	毛利率	4.70%	12.55%	14.58%	13.04%	13.20%	13.58%
智能装备	毛利	37.17	145.20	281.37	432.67	580.02	747.03
	收入 (万元)	68.73	143.67	228.62	297.21	356.65	410.14
	yoy		109.04%	59.13%	30.00%	20.00%	15.00%
	成本 (万元)	34.14	76.33	109.76	1.52	1.82	2.09
	毛利 (万元)	34.59	67.34	118.86	295.69	354.83	408.05
总计	毛利率	50.33%	46.87%	51.99%	51.00%	51.00%	51.00%
	收入 (万元)	860.42	1300.25	2157.91	3616.17	4750.61	5909.28
	yoy		51.12%	65.96%	67.58%	31.37%	24.39%
	成本 (万元)	788.66	1087.71	1757.68	2887.81	3815.77	4754.20
	毛利 (万元)	71.76	212.54	400.23	728.36	934.85	1155.08
	毛利率	8.34%	16.35%	18.55%	20.14%	19.68%	19.55%

说明：2016 年表格中总计收入与公司总收入不一致是因为还有一块其他业务

资料来源：Wind，华泰证券研究所

三费费用假设

销售费用率：今年以来，公司控费效果明显，18H1 销售费用率为 1.14%，同比降低 0.77pct。我们认为公司锂电材料产品定位高端，逐步聚焦大客户的策略将使得公司未来销售费用率逐年下降，假设 18-20 年销售费用率分别为 1.1%，1.0%，0.9%。

管理费用率：公司在半年报经营分析中提到：18 年开始注重通过精细化管理提升效益，并且初见成效，18H1 公司管理费用率 4.53%，同比降 2.35pct，18 年前三季度管理费用率为 5.25%，同比降 1.69pct。考虑 Q4 费用计提相应会多一些，我们假设全年管理费用率为 5.3%。我们认为公司的精益化管理在 19-20 年仍将帮助控制管理费用，预计公司后续管理费用率将持续稳步下降，假设 19-20 年管理费用率分别为 5.0%，4.7%。

财务费用：由于公司未来仍有较多新建项目涉及大量资本开支，我们预计公司财务费用仍将增加。

盈利预测与估值

我们预计公司 18-20 年归母净利润分别为 3.03 亿，3.87 亿，4.89 亿，对应 EPS 分别为 0.69 元，0.89 元，1.12 元。参考可比公司 18 年平均 PE 估值 29 倍，考虑公司作为国内纯正的三元材料龙头，技术实力和产品质量突出，新增产能释放、高镍三元放量和海外客户需求上量将驱动公司未来业绩持续增长，我们给予公司估值溢价，给 18 年合理 PE 区间 38-42 倍，对应目标价为 26.22 元-28.98 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表80： 可比公司估值（截至到 2018 年 11 月 21 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	47.6	1.37	1.78	2.20	34.70	26.73	21.64
300037.SZ	新宙邦	22.95	0.83	1.07	1.34	27.55	21.51	17.17
002812.SZ	恩捷股份	45.2	1.15	1.75	2.24	39.14	25.84	20.20
600884.SH	杉杉股份	15.12	0.93	1.02	1.24	16.23	14.77	12.24
	平均值					29.41	22.21	17.81
300073.SZ	当升科技	24	0.69	0.89	1.12	34.87	27.30	21.61

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

风险提示

1、公司扩产进度不达预期

公司 19-20 年有海门三期 1.8 万吨产能以及常州金坛预计 2 万吨产能扩建，由于按照高镍三元的要求建设，产线设备调试难度大，对技术人员的要求高，需要时间可能比普通三元长。同时，高镍三元的资本开支大，公司当前的资金是否充裕也会影响产能释放进度。

2、国内三元材料市场竞争加剧导致价格和毛利率不达预期

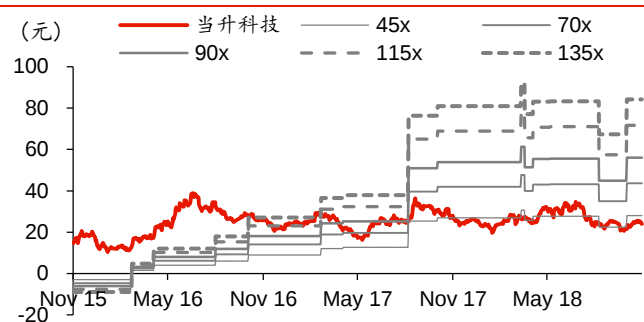
目前国内三元材料行业整体格局比较分散，主流的三元材料企业均在扩产。不排除竞争对手为抢占市场份额采取价格战的手段，从而使得行业整体价格和毛利率下降较多

3、高镍三元推广进度不达预期

高镍三元的推广不仅依靠三元材料企业的产品开发，还需要动力电池企业解决膨胀、热失控等问题。如果电池企业的关键技术没有改进或者提升，将影响高镍三元的推广进度。

PE/PB - Bands

图表81：当升科技历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表82：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	3,347	4,263	5,278
现金	251.54	450.87	810.77	950.54	1,192
应收账款	512.07	730.05	1,270	1,693	2,105
其他应收账款	2.50	3.03	9.53	10.93	13.10
预付账款	10.12	52.59	72.93	91.33	112.08
存货	242.63	260.19	634.98	813.36	990.17
其他流动资产	277.93	195.65	548.38	703.32	864.82
非流动资产	866.01	1,031	1,275	1,779	2,142
长期投资	53.55	0.00	24.18	21.02	18.57
固定投资	344.06	468.10	651.50	982.07	1,309
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	576.83	753.68	792.37
资产总计	2,163	2,723	4,622	6,041	7,420
流动负债	717.08	1,032	1,241	2,312	3,250
短期借款	251.50	353.69	140.74	846.17	1,431
应付账款	316.73	472.81	791.57	1,064	1,331
其他流动负债	148.85	205.71	308.48	401.92	488.31
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	1,288	2,359	3,297
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	689.55	1,039	1,479
归属母公司股东权益	1,341	1,584	3,334	3,683	4,123
负债和股东权益	2,163	2,723	4,622	6,041	7,420

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	(586.29)	87.40	248.70
净利润	99.29	250.17	302.86	386.78	488.57
折旧摊销	39.03	40.44	58.26	90.59	133.60
财务费用	(2.10)	27.12	(1.45)	18.38	45.78
投资损失	(15.56)	(115.04)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(211.41)	(58.46)	(964.17)	(428.29)	(436.70)
其他经营现金	19.29	(4.25)	18.21	19.95	17.46
投资活动现金	(48.36)	(7.68)	(289.42)	(597.22)	(497.92)
资本支出	48.36	57.95	480.00	600.33	500.37
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	649.59	491.15
短期借款	184.55	102.19	(212.95)	705.43	585.02
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)	(38.47)	(55.84)	(93.86)
现金净增加额	46.91	199.33	359.91	139.77	241.94

利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,335	2,158	3,616	4,751	5,909
营业成本	1,108	1,758	3,038	3,996	4,961
营业税金及附加	4.01	14.17	16.42	23.56	30.07
营业费用	24.82	40.49	39.78	47.51	53.18
管理费用	110.58	151.33	191.66	237.53	277.74
财务费用	(2.10)	27.12	(1.45)	18.38	45.78
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	325.46	420.35	533.90
营业外收入	17.55	1.65	10.21	10.60	9.73
营业外支出	0.17	0.03	0.07	0.07	0.07
利润总额	108.55	295.18	335.60	430.89	543.56
所得税	9.26	45.01	32.74	44.11	55.00
净利润	99.29	250.17	302.86	386.78	488.57
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	302.86	386.78	488.57
EBITDA	128.10	361.12	382.26	529.32	713.29
EPS (元, 基本)	0.23	0.57	0.69	0.89	1.12

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	67.58	31.37	24.39
营业利润	1,519	222.01	10.87	29.16	27.01
归属母公司净利润	647.56	151.97	21.06	27.71	26.32
获利能力 (%)					
毛利率	16.96	18.55	15.99	15.89	16.04
净利率	7.44	11.59	8.38	8.14	8.27
ROE	7.40	15.80	9.09	10.50	11.85
ROIC	6.70	20.84	11.00	11.00	11.93
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.00	41.85	27.87	39.04	44.43
净负债比率 (%)	30.60	31.03	10.93	35.88	43.41
流动比率	1.81	1.64	2.70	1.84	1.62
速动比率	1.47	1.39	2.18	1.49	1.32
营运能力					
总资产周转率	0.68	0.88	0.98	0.89	0.88
应收账款周转率	3.06	3.34	3.48	3.07	2.98
应付账款周转率	4.18	4.45	4.81	4.31	4.14
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.57	0.69	0.89	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.16)	0.32	(1.34)	0.20	0.57
每股净资产(最新摊薄)	3.07	3.63	7.63	8.43	9.44
估值比率					
PE (倍)	106.36	42.21	34.87	27.30	21.61
PB (倍)	7.88	6.67	3.17	2.87	2.56
EV_EBITDA (倍)	80.00	28.38	26.81	19.36	14.37

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测