

新能源行业

当升科技 (300037)

行业研究员

樊恺郁

010-88086830-679

fanky@rxzq.com.cn

发行前总股本: 6000 万股

发行量: 2000 万股

发行后总股本: 8000 万股

当升科技 (300037): 专注于锂电材料行业的专业公司

投资要点

- 当升科技股份有限公司成立于 2001 年, 是一家由科研人员创业的公司, 从事钴酸锂、多元材料及锰酸锂等小型锂电、动力锂电正极材料的研发、生产和销售, 公司国内第一大钴酸锂供应商, 09 年全球市场份额 10.40%。目前公司不断完善产品体系, 逐步开发出锰酸锂和三元材料等多种产品
- 公司产品目前面对的下游主要为手机、笔记本电脑、数码相机等便携式数码类产品, 以及航模、电动玩具等产品所使用的小型锂电。笔记本电脑对台式机的替代以及 3G 手机的发展成为锂电正极材料需求增长的主要动力, 但是, 在动力电池方面, 公司打开电动汽车、电动自行车、电动工具的电池市场尚需时日。
- 本次发行募集资金将投向年产 3900 吨锂电正极材料生产基地项目, 项目预计总投资 1.72 亿元, 在募集资金到位后预计建设期为 9 个月。项目投产后公司年总产能将近翻番, 由目前的 4400 吨提高到 8300 吨。募投项目全部达产后, 将新增公司销售收入 4.92 亿元, 新增净利润 4069 万元。
- 我们预计 2010 年-2012 年公司分别实现每股收益 0.89、1.56 和 2.41 元, 我们认为公司合理的价值区间为 31.150—35.6 元, 对应 2010 年动态 PE 区间为 35-40 倍。

表 1: 主要财务指标

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入	535	902	1427	2135
YOY	-9.50%	68.73%	58.20%	49.61%
净利润	40	72	125	193
YOY	17.37%	78.23%	74.38%	54.73%
EPS	0.5	0.89	1.56	2.41

1、公司分析

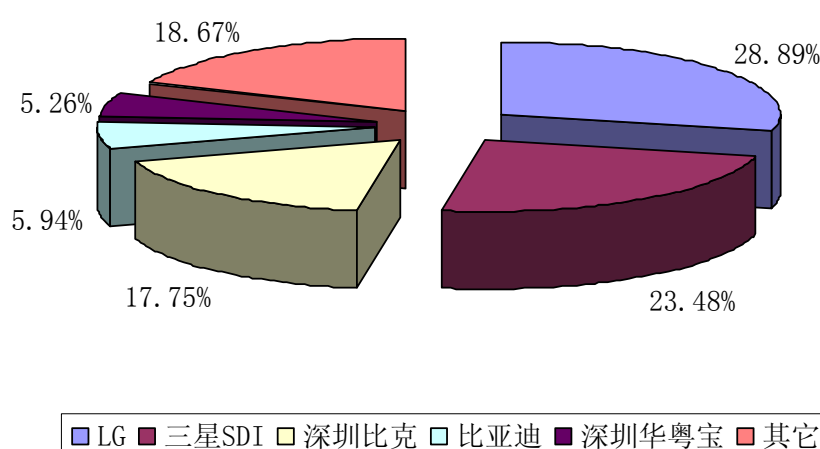
1.1 脱身于科研院校的专业锂电材料企业

公司成立于 2001 年，是一家由矿冶总院科研人员创业，专业从事新能源材料研发和生产的北京市高新技术企业。当前公司主要从事钴酸锂、多元材料及锰酸锂等小型锂电、动力锂电正极材料的研发、生产和销售，是国内领先的锂离子电池正极材料专业供应商，目前已成长为国内锂电正极材料的龙头企业之一，是国内率先出口锂电正极材料的供应商。目前公司三大产品钴酸锂、多元材料和锰酸锂的年产能分别为 3900 吨、200 吨和 300 吨，公司在北京通州、河北三河市燕郊、河南新乡设有三个生产基地。

公司在国际前 6 大锂电巨头中拥有 5 家客户，包括三星 SDI、LG 化学、三洋能源、深圳比克和比亚迪等全球知名电池公司。近几年随着公司产品质量的提升及市场有效快速开发，公司与下游国内外大客户逐步建立了战略合作关系，公司主导产品钴酸锂销量占全球市场份额已经由 07 年的 4.94% 迅速提高至 09 年的 10.40%。

2009 年，公司前五大客户的销售收入占公司销售收入的 81%。

图 1：2009 年公司客户分布



资料来源：招股说明书 日信研究

2.2 钴酸锂是公司目前的主要产品，下游行业平稳发展，是公司稳定的利润来源

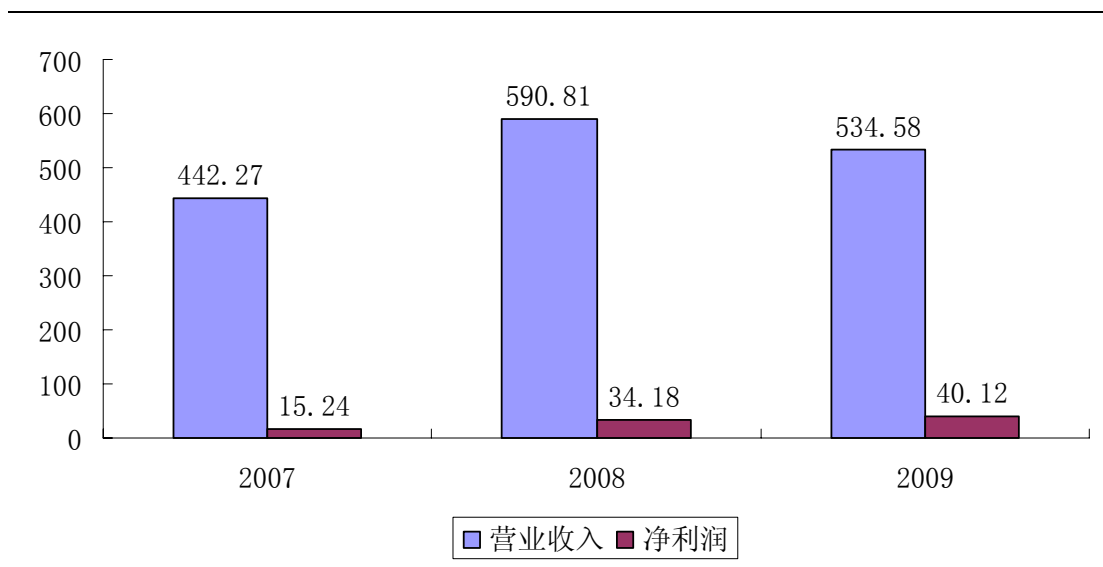
公司目前主要产品包括钴酸锂、多元材料和锰酸锂，其中钴酸锂年产能 3900 吨，多元材料和锰酸锂年产能分别为 200 吨和 300 吨，是我国销售规模最大的正极材料生产企业。由于钴酸锂经营时间较长，为公司最主要的收入和利润来源，2009 年占公司收入的比重超过 95%，同时新产品多元材料和锰酸锂市场开拓正稳步推进。

2007-2009 年钴酸锂的销售收入分别为 4.23 亿元、5.70 亿元、5.21 亿元，分别占公司营业收入的 95.63%、96.39%、97.52%；占公司营业毛利总额的比例分别为 90.91%、97.65%、

95.48%。

图 2：公司近三年销售收入和净利润变动

单位：百万元



资料来源：招股说明书 日信研究

2009 年，公司的销售收入出现下降，主要原因是原材料价格变动剧烈。公司主要原材料为氯化钴，占成本比重约为 80%，价格波动较频繁，合理定价模式对公司盈利水平有较重大影响。公司采用成本加成模式，即价格为成本、基本毛利和增利毛利的总和，具体实行上国内外市场价格策略略有不同，国内市场主要参考现有的市场价格，而国外市场则采用与 LMB（伦敦金属导报）价格挂钩的方式。2009 年氯化钴的价格较 2008 年下降 50%左右，导致公司销售收入出现下降，但销售吨数大幅上升，净利润增长 20%左右。

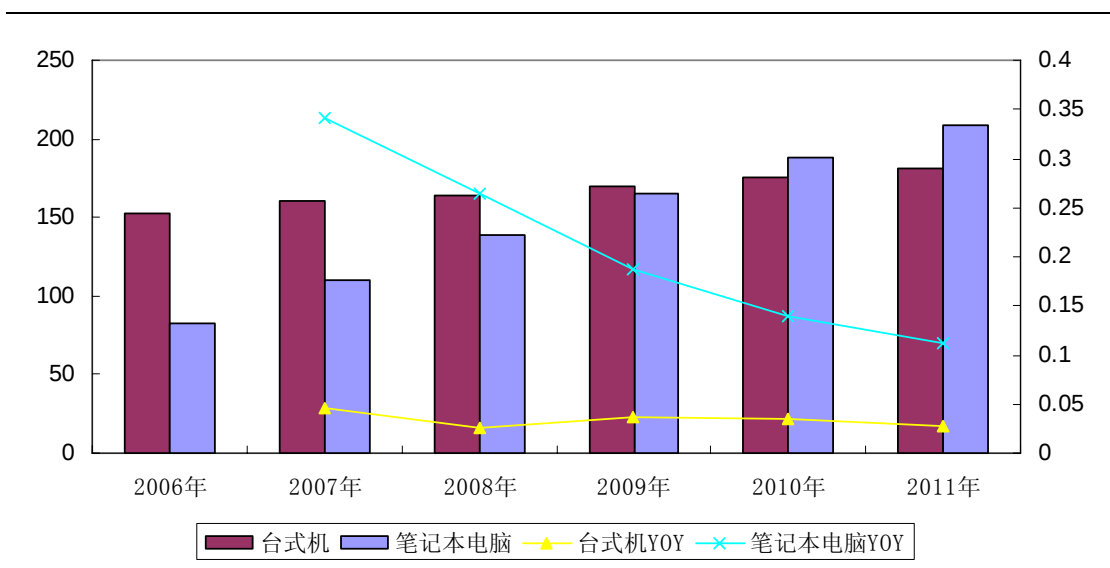
钴酸锂的下游主要面对面对下游主要为手机、笔记本电脑、数码相机等便携式数码类产品，以及航模、电动玩具等产品所使用的小型锂电。

根据 IIT（日本产业技术综合研究所）的数据，2008 年全球锂电池的市场容量为 100 亿美元，其中笔记本电脑和手机为前两大应用领域，二者占全球锂电池消费额比重接近 80%。

随着笔记本电脑成本降低和上网本的普及，近年来全球台式机增长缓慢，而笔记本电脑销量快速增加，由 2006 年的 8200 万台增加到 2009 年的 1.65 亿台，08 年全球家用笔记本电脑已经超过了家用台式机，预计 2010 年家用和商用的笔记本电脑将超过台式机。未来几年全球笔记本电脑消费增速仍在 10%以上，间接对锂电池正极材料起到较强的拉动作用。

图 3：电脑行业增速

单位：百万台



资料来源：招股说明书

3G 手机推广为锂电池正极材料带来新机遇。09 年锂电池第二大消费领域手机受到金融危机影响有所下滑，主要厂商对锂电池需求为 10.46 亿只，同比下降 11.4%，随着经济回暖，未来我国及全球手机将恢复较平稳的增长；另一方面，手机更新换代也为锂电池的发展创造了较好的外部条件。08 年我国 3G 手机正式开始商用，3G 手机销售量快速增加，根据信息产业部统计数据当年我国共销售 3G 手机 6637 万部。由于 3G 手机功能多样化，对电池容量要求更高，将有力推动高容量电池正极材料的发展。

综合笔记本电脑、手机以及其他便携式电子设备发展趋势，日本 IIT 预测，未来全球小型锂电池市场仍保持 10% 以上的增长速度。

2.3 公司积极开发锰酸锂及三元材料等，为即将到来的新能源汽车市场做准备

09 年全球手机出货量约 11 亿部，所需锂电池容量约 3000MWh。加上笔记本电脑和其他便携式设备，全球小型锂电池容量约 10,000-15,000MWh，即 50 万-75 万辆电动车所需锂电池容量相当于全球整个便携式设备所需锂电容量。目前全球新车年销量约 7000 万辆，因此，全球电动车 EV 市场渗透率每增加 1 个百分点，即较目前全球锂电池需求容量翻番。

随着新能源汽车市场化的逐渐来临，锂电池行业需求面临爆发性增长，从而带动电池材料行业的大规模增长。公司在动力电池材料方面也积极做好了准备。公司 2009 年形成了多元材料 300 吨/年、锰酸锂 200 吨/年的产能，并实现了小批量供货。目前公司正在对国内外客户进行积极开发，争取进入动力电池市场。

2、募投项目分析

公司拟将此次募集资金中的 1.72 亿元投向年产 3,900 吨锂电正极材料生产基地项目，建设期为 9 个月，预计 2011 年可全部建成投产，全部达产后产能将增加 88.64% 至 8300 吨/年，具体包括：1) 年产 1750 吨钴酸锂项目，全部投产后产能将由目前的 3900 吨/年增加

45%，至 5650 吨/年；2）年产 1550 吨多元材料项目，全部投产后产能将由目前的 200 吨/年增加 775%，至 1750 吨/年；3）年产 600 吨锰酸锂项目，全部投产后产能将由目前的 300 吨/年增加 200%，至 900 吨/年。

募投项目全部达产后，产品销售有望在进一步提升大客户的采购份额中得到保证，届时将新增公司销售收入 4.92 亿元，新增净利润 4069 万元，分别相当于公司 09 年收入、净利润的 91.94%、101.42%。

表 2：募集资金项目

项目	投资总金额	建设周期	目前产能 (吨/年)	新增产能 (吨/年)	新增销售收入(万元)	净利润 (万元)
年产 3900 吨锂电正极材料生产基地	17197	0.75	4400	3900	49148	4069
其中： 钴酸锂		0.75	3900	1750	32308	2201
多元材料		0.75	200	1550	14838	1511
锰酸锂		0.75	300	600	2003	358

资料来源：招股说明书

近年来随着公司市场开拓进行，现有钴酸锂产能已较为紧张，对公司业务发展造成较明显的制约作用，同时公司多元材料和锰酸锂产品将实现由认证向批量供货的阶段过渡，对产能配置要求大幅提高，为此，公司对三种正极材料产能均进行扩产。募投项目竣工投产后，公司将通过扩大在现有客户供货量和开拓国内外新客户等手段，较快实现新产能的消化，这有利于公司行业地位提升，同时抢先布局潜力巨大的动力电池领域。

3、盈利预测与估值

我们预计 2010 年-2012 年公司分别实现每股收益 0.89、1.56 和 2.41 元，我们认为公司合理的价值区间为 31.150—35.6 元，对应 2010 年动态 PE 区间为 35-40 倍。

表 3：主要财务指标

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
主营业务收入	535	902	1427	2135
YOY	-9.50%	68.73%	58.20%	49.61%
净利润	40	72	125	193
YOY	17.37%	78.23%	74.38%	54.73%
EPS	0.5	0.89	1.56	2.41

资料来源：日信研究

风险提示：

- 1、公司产能扩张过快，而客户开发进度未能及时跟上，造成产能闲置。
- 2、公司未能进入动力电池市场。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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。如引用发布,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。