

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

一升一攻，为所当为

——当升科技(300073)公司点评

核心观点

公司为A股纯粹锂电材料领先厂商，有望充分受益于锂电行业景气。与国内A股其他相关锂电池上市公司不同，公司作为专注于钴酸锂、多元材料及锰酸锂等锂电正极材料的国内领先厂商，单一集中的锂电材料主营业务，有望充分受益于小型锂电约10%的平稳增长及电动汽车市场启动后带动动力电池爆发式增长的行业景气。

发挥技术与质量优势，优质大客户群正在完善丰富。公司作为矿冶总院控股的企业，继承了大型科研院所的科研及工程产业化的能力。凭借国内先进水平的湿法制备超细粉体材料的技术优势，公司产品的一致性与稳定性等客户看重的品质居国内领先水平，为国内仅有的2家锂电材料出口厂商之一，目前公司已成功开发全球前6大锂离子电池厂商中的5家优质大客户；年内公司有望再成功开发松下、索尼两家锂电优质客户。以上公司积聚的优质大客户群，在巩固提升公司市场地位的同时，也为公司规避客户过于集中与依赖之潜在风险。

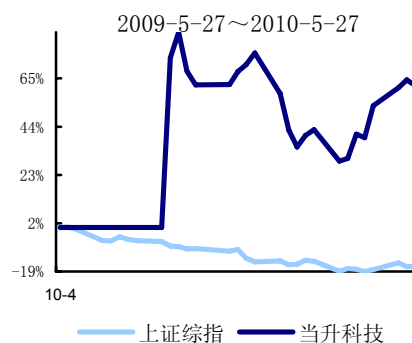
主导产品钴酸锂年内产销量有望大幅提升至3500吨左右，市场份额预计逐年上升。公司09年钴酸锂销量为2444吨，约占全球实际需求总量2.35万吨的10.4%；目前公司该产品的产能已扩至360吨/月，年底有望进一步提升至580吨/月；今年公司钴酸锂销量目标约为3500吨，约占全球需求总量2.65万吨的13.2%；随着公司IPO募投项目的达产释放，公司凭借技术质量与客户资源优势，所占市场份额有望逐年上升，5年内目标份额有望提升至20%。

三元系及锰酸锂动力锂电材料已进入小规模产销阶段，未来切入电动汽车领域有待技术攻关突破。公司09年三元系及锰酸锂正极材料实现销量27吨，今年上半年月产销量近10吨，全年产销量预计500吨左右，当前公司该系列产品主要应用于电动工具、电动自行车等动力电池领域

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	535	887	1352	1935
同比增速(%)	-9.52%	65.97%	52.36%	43.11%
净利润(百万)	40	72	122	182
同比增速(%)	17.37%	80.67%	68.06%	49.11%
EPS(元)	0.50	0.91	1.52	2.27
P/E	128	71	42	28

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	8000.00
流通A股(万股)	1600.00
52周内股价区间(元)	36.0-74.0
总市值(亿元)	46.56
总资产(亿元)	3.32
每股净资产(元)	2.53

目标价	6个月
	12个月

相关报告

《国都证券-公司研究-新股研究-当升科技(300073):专注锂电正极材料的行业领军者》 2010-04-07

研究员:肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940209090162

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

，未来切入小电动轿车领域有待公司技术攻关突破。

电动汽车锂电正极材料各有千秋。目前围绕三元系、锰酸锂及磷酸铁锂等锂电正极材料，究竟何种材料更适合更有竞争力尚未有定论。从对正极材料的能力密度、材料成本与资源瓶颈、使用寿命及安全性等四大关键要素比较（参见图表1），预计近期“三元系+锰酸锂”凭借能力密度优势将在小型电动轿车大有作为（日韩轿车厂商之路线），而安全性高、成本较低但能力密度偏低磷酸铁锂（北美及中国部分厂商偏爱）更适合于插电式混合动力车、电动大巴及可再生能源配套储能等对体积重量要求不高的领域。

给予公司“推荐_A”投资评级。我们预计公司 2010-2012 年营业收入、净利润年均复合增速分别为 47.66%、58.30%，对应每股收益预计分别为 0.91 元、1.52 元、2.27 元，对应的动态市盈率分别为 71 倍、42 倍、28 倍；考虑到公司的锂电正极材料技术质量及客户资源优势，及未来电动汽车市场启动后公司的持续快速成长能力，给予公司“推荐_A”投资评级。在短期公司股价上涨幅度已近 40%的获利情况下，建议等待适当回调后择机介入。提示锂电技术路线、新能源汽车补贴实施细则政策及上游原材料价格波动等不确定性风险。

图表 1：锂电正极材料性能与应用对比

性能指标	氧化钴锂 (LiCoO_2)	三元层状氧化镍锰 钴锂 ($\text{LiNi}_x\text{Mn}_y\text{Co}_z\text{O}_2$)	橄榄石型磷 酸铁锂 (LiFePO_4)	尖晶石型氧 化锰锂 (LiMn_2O_4)
电池比能量 (Wh/Kg)	180	170	100	100
材料可逆比容量 (mAh/g)	140	150	145	100
电池中点电压 (V)	3.7	3.6	3.2	3.8
电池充电终止电压 (V)	4.2	4.2	3.75	4.2
循环寿命	好	好	很好	一般
材料DSC热流 (KJ/g)	650	600	10	150
材料加工性能	好	较好	一般	一般
材料成本	高	较高	原材料丰富，较低	低
市场售价（万元/吨）	21-41	17-20	15-18	4.5-6
优点	比能量与电导率高，生产工艺简单	比容量高、安全性较好	较高的比容量及优良的高温循环性能和极高的安全性能	安全性较好、倍率充放电能力较高
不足	抗过充电性能较差，易受钴价影响	合成工艺相对复杂，使用钴、镍等价格较高金属	体积比能量低	比容量较低，高温条件下容量衰减快、循环寿命短
适用领域	小型高能量密度电池	大容量、高功率电池	动力电池	电动工具电池

数据来源：国都证券研究所

图表 2：未来多元系及磷酸铁锂等正极材料市场步入持续高速增长阶段（单位：吨）

材料种类	2009A	2010E	2011E	2012E	2018E	期间年均复合增速	
						(2009-2012)	(2009-2018)
钴酸锂	23,500	26,500	30,000	30,700	43,500	9.32%	7.08%
多元材料	8,450	11,000	14,550	21,750	57,100	37.05%	23.65%
锰酸锂	2,850	4,600	7,000	16,500	76,200	79.56%	44.07%
磷酸亚铁锂	1,000	1,850	2,950	9,900	58,800	114.72%	57.25%
其他	1,800	2,000	2,300	2,800	4,300	15.87%	10.16%
总计	37,600	45,950	56,800	81,650	239,900	29.50%	22.86%

数据来源：IIT、国都证券研究所

图表 3：当升科技（600884）盈利预测假定

业务	项目	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
钴酸锂	产销量（吨）	1,235	1,407	2,444	3,500	4,500	5,500
	均价（万元/吨）	34.24	40.47	21.33	23.50	25.00	28.50
	营业收入（万元）	42,295	56,953	52,139	82,250	112,500	156,750
	YOY		34.66%	-8.45%	57.75%	36.78%	39.33%
	毛利率	7.80%	14.41%	13.59%	13.86%	14.27%	14.45%
	营业成本（万元）	38,996	48,746	45,053	70,850	96,446	134,100
锰酸锂	产销量（吨）				200	500	800
	均价（万元/吨）				5.50	5.20	5.10
	营业收入（万元）				1,100	2,600	4,080
	YOY					136.36%	56.92%
	毛利率				23.50%	22.50%	22.50%
	营业成本（万元）				842	2,015	3,162
多元材料	产销量（吨）			27	300	1,100	1,700
	均价（万元/吨）			13.83	16.25	17.80	18.90
	营业收入（万元）			368	4,875	19,580	32,130
	YOY					301.64%	64.10%
	毛利率			22.83%	22.50%	22.00%	21.55%
	营业成本（万元）			284	3,778	15,272	25,206
其他	营业收入（万元）	1,933	2,133	957	500	500	500
	毛利率	17.07%	9.24%	26.23%	30.00%	30.00%	30.00%
	营业成本（万元）	1,603	1,936	706	350	350	350
	营业收入	44,228	59,086	53,464	88,725	135,180	193,460
合计	YOY		33.59%	-9.52%	65.95%	52.36%	43.11%
	毛利率	8.21%	14.22%	13.88%	14.55%	15.61%	15.84%
	营业成本	40,599	50,682	46,043	75,820	114,084	162,818

数据来源：国都证券研究所

图表 4: 当升科技 (600884) 盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	44,227	59,081	53,458	88,725	135,180	193,460
YOY%		33.59%	-9.52%	65.97%	52.36%	43.11%
减: 营业成本	40,597	50,678	46,038	75,820	114,084	162,818
毛利率	8.21%	14.22%	13.88%	14.55%	15.61%	15.84%
营业税金及附加	0	12	33	89	270	580
销售费用	584	693	827	1,303	1,887	2,565
管理费用	629	1,883	1,521	2,398	3,288	4,235
财务费用	582	1,334	831	138	200	429
期间费用率 (%)	4.06%	6.62%	5.95%	4.33%	3.98%	3.74%
资产减值损失	50	574	-147	500	1,000	1,000
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
二、营业利润	1,785	3,908	4,355	8,477	14,452	21,834
YOY%		118.86%	11.45%	94.65%	70.48%	51.08%
加: 营业外收入	42	191	285	100	100	100
减: 营业外支出	0	32	0	50	50	50
三、利润总额	1,828	4,066	4,640	8,527	14,502	21,884
减: 所得税	304	648	628	1,279	2,320	3,720
四、净利润	1,524	3,418	4,012	7,248	12,182	18,163
归属于母公司的净利润	1,524	3,418	4,012	7,248	12,182	18,163
YOY(%)		124.29%	17.37%	80.67%	68.06%	49.11%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
净利率 (%)	3.45%	5.79%	7.50%	8.17%	9.01%	9.39%
总股本 (万股)	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000	8,000
五、每股收益(元)	0.19	0.43	0.50	0.91	1.52	2.27

数据来源: 国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	刘斐	煤炭	liufei@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			