

2010-11-27

金属非金属

当升科技 300073-SZ

原材料涨价行业竞争加剧、等待新能源汽车放量

- ◇ 调研地点：北京
◇ 拜访对象：董秘、证代

◆ 10年业绩低于预期，原材料涨价、订单价格滞后降低产品盈利能力

公司主要产品为钴酸锂，其原材料钴属于贵金属，在其成本中占到很大比例。但是今年以来钴价格大幅上涨，从去年的 13 美元/磅已经上涨到 8 月份的 18 美元/磅。同时由于下游厂商处于强势，公司产品提价能力不强，而外在竞争者目前已经较多。再次，公司订单一般为一个季度一谈，因此在原材料价格上涨而公司订单价格锁定的情况下，公司不得不承受原材料价格上涨导致的损失。相互作用下，公司产品价差缩小，企业盈利能力下降。而同时，由于下游也在涨价初期屯了部分货，这也使公司产品销售情况低于预期。

◆ 募投项目尚无提速计划，行业竞争程度有所加剧

2010 年底公司新扩建钴酸锂 1300 吨，多元材料 830 吨，锰酸锂 570 吨，其中钴酸锂和多元材料的生产线是相通的，近期已经陆续在试产，争取年底使公司达到 580 吨~近 600 吨/月的产量，较目前产能几乎翻番。公司锰酸锂已经通过日本大客户的审核，要是下游大规模放量，明年这个产能可能还不够。公司海门募投项目推迟到 2012 年 3 月份投产，主要是考虑到当前纯电动市场还未起步，而且公司为降低运营成本，也要对生产线的自动化程度进行新的提高，因此，推迟了募投项目的实施进度。从行业的角度，国内做锂电正极材料的企业正在不断增多，如上市公司中的江苏国泰、澄星股份、多氟多正在大力推进锂电正极项目，此外，未上市的湖南瑞祥也在加紧上市的步伐，这对目前国内正极材料寡头垄断的竞争格局都会是较大冲击，行业竞争程度正在加剧。

◆ 给予“中性”的投资评级：

我们预测公司 10~12 年业绩在 0.44、0.84 和 1.65 元。我们认为，目前股价已包含对公司未来成长性的预期，如果没有其他催化剂的情况下，股价缺乏吸引力。公司未来 2 年的业绩增长主要取决于下游新能源汽车的推广速度和需求，以及公司锰酸锂和三原材料项目的进度（一般 8,9 个月的建设期）。我们认为目前公司估值较高，短期股价上涨缺乏催化剂，暂给予“中性”的投资评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	591	535	837	1,421	2,054
营业收入增长率	33.59%	-9.52%	56.62%	69.73%	44.56%
净利润（百万元）	34	40	36	67	132
净利润增长率	124.29%	17.37%	-11.30%	89.57%	95.92%
EPS（元）	0.43	0.50	0.44	0.84	1.65
ROE（归属母公司） （摊薄）	30.96%	26.45%	4.22%	7.41%	12.68%
P/E	126	107	121	64	33
P/B	39	28	5	5	4
EV/EBITDA	27	58	70	41	22

首次

中性

当前价格	53.80 元
目标价格	-元
目标期限	6 个月

分析师：

王席鑫 (执业证书编号：S0590210040003)

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

张力扬 (执业证书编号：S0930209060206)

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

程 磊 (执业证书编号：S0930209070211)

021-22169165

chenglei@ebsecn.com

联系人：

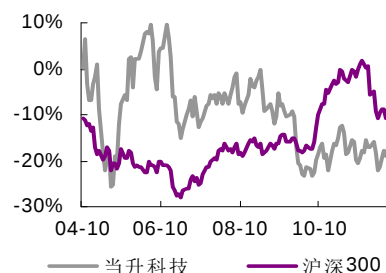
孙琦祥 sunqx@ebsecn.com

021-22169163

市场数据

总股本(百万股)	80
总市值(百万元)	4,304
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	74.00/44.51
近 3 月日均成交量(百万股)	1.11
主要股东	北京矿冶研究院总院

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.62	-22.74	0.00
绝对收益	-4.68	-9.97	0.00

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

一、10 年业绩低于市场预期，钴价格上涨降低了企业的盈利水平

公司主要产品为钴酸锂，其原材料钴属于贵金属，在其成本中占到很大比例。但是今年以来钴价格大幅上涨，从去年的 13 美元/磅已经上涨到 8 月份的 18 美元/磅。同时由于下游厂商处于强势，公司产品提价能力不强，而外在竞争者目前已经较多。再次，公司订单一般为一个季度一谈，因此在原材料价格上涨而公司订单价格锁定的情况下，公司不得不承受原材料价格上涨导致的损失。相互作用下，公司产品价差缩小，企业盈利能力下降。而同时，由于下游也在涨价初期屯了部分货，这也使公司产品销售情况低于预期。8 月份是公司毛利率最低点，9、10 月份已经开始恢复，预计四季度总体情况好于三季度，保守估计下半年盈利能回到上半年的水平，明年公司毛利率水平肯定会比今年提高。目前锰酸锂价格高端在 7 万元/吨，低端 4 万元/吨，三元材料 16 万元/吨，钴酸锂 24-25 万元/吨，预计今年钴酸锂产量 3900 吨，销率达到 100%，多元材料 15 吨，锰酸锂 23-24 吨左右。

二、募投项目尚无提速计划，行业竞争程度有所加剧

公司原有钴酸锂 3900 吨/年，多元材料 200 吨/年和锰酸锂 300 吨/年。2010 年底之前公司将扩建钴酸锂 1300 吨，多元材料 830 吨，锰酸锂 570 吨，其中钴酸锂和多元材料的生产线是相通的，近期已经陆续在试产，争取年底使公司达到 580 吨~近 600 吨月的产量，较目前产能几乎翻番。公司锰酸锂已经通过日本大客户的审核，要是下游大规模放量，明年这个产能可能还不够。

公司海门募投项目推迟到 2012 年 3 月份投产，主要是考虑到当前纯电动市场还未起步，而且公司为降低运营成本，也要对生产线的自动化程度进行新的提高，因此，推迟了募投项目的实施进度。从行业的角度，国内做锂正极材料的企业正在不断增多，如上市公司中的江苏国泰、澄星股份、多氟多正在大力推进锂电正极项目，此外，未上市的湖南瑞祥也在加紧上市的步伐，这对目前国内正极材料寡头垄断的竞争格局都会是较大冲击，行业竞争程度正在不断加剧。

图表1：公司未来新增产能时间表：

产品（单位：吨）	2009 年底	2010 年底新增产能	2012 年 3 月新增产能	总产能
钴酸锂	3900	1300	1750	6950
锰酸锂	200	830	1550	2580
多元材料	300	570	600	1470
合计	4400	2700	3900	11000

资料来源：光大证券研究所

三、公司未来增长还是在锰酸锂和多元材料项目的实施

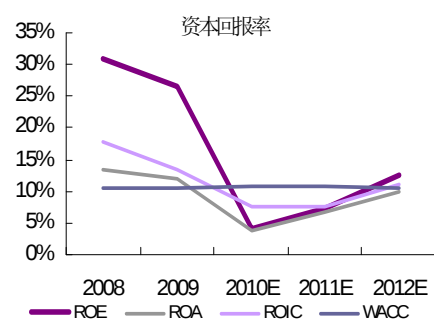
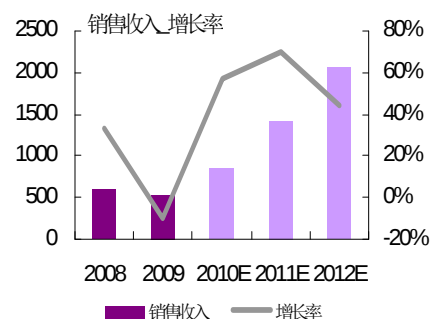
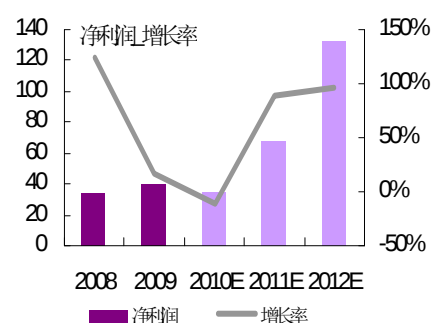
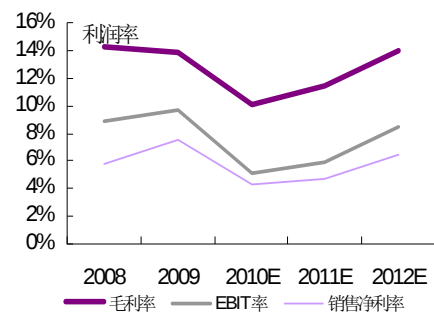
三元材料和锰酸锂一般产品毛利率在20%-25%，高端产品毛利达到30%-40%。公司未来三元材料和锰酸锂项目投产将能提高公司的收入规模和盈利水平。

公司目前还有2.5亿元超募资金没有使用，这部分资金的使用情况，对公司的未来发展将能起到重要作用。

四、盈利预测及投资建议

我们预测公司10~12年业绩在0.44、0.84和1.65元。我们认为，目前股价已包含对公司未来成长性的预期，如果没有其他催化剂的情况下，股价缺乏吸引力。公司未来2年的业绩增长主要取决于下游新能源汽车的推广速度和需求，以及公司锰酸锂和三原材料项目的进度（一般8,9个月的建设期）。我们认为目前公司估值较高，短期股价上涨缺乏催化剂，暂给予“中性”的投资评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	591	535	837	1,421	2,054
营业成本	507	460	753	1,259	1,768
折旧和摊销	6	7	13	18	25
营业税费	0	0	1	1	2
销售费用	7	8	13	23	33
管理费用	19	15	25	50	72
财务费用	13	8	2	-5	-1
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	39	44	41	89	175
利润总额	41	46	42	90	176
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	34.18	40.12	35.59	67.46	132.17

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	255	332	925	1,012	1,314
流动资产	198	247	774	780	1,007
货币资金	46	40	491	279	308
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	90	103	144	259	364
应收票据	2	6	5	9	16
其他应收款	2	13	14	21	38
存货	39	68	85	164	214
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	52	62	89	141	201
无形资产	0	18	17	17	16
总负债	145	180	82	102	271
无息负债	52	39	82	102	145
有息负债	93	141	0	0	126
股东权益	110	152	843	910	1,042
股本	27	60	80	80	80
公积金	40	43	682	688	702
未分配利润	44	49	81	142	261
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	35	28	19	-117	3
净利润	34	40	36	67	132
折旧摊销	6	7	13	18	25
净营运资金增加	54	60	78	286	249
其他	-60	-79	-108	-489	-404
投资活动产生现金流	-10	-31	-80	-100	-100
净资本支出	10	31	80	100	100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-19	-61	-160	-200	-200
融资活动现金流	8	-4	513	5	127
股本变化	0	33	20	0	0
债务净变化	30	48	-141	0	126
无息负债变化	-36	-13	43	20	43
净现金流	34	-7	451	-212	29

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.59%	-9.52%	56.62%	69.73%	44.56%
净利润增长率	124.29%	17.37%	-11.30%	89.57%	95.92%
EBITDA 增长率	116.94%	0.31%	-5.14%	83.38%	94.86%
EBIT 增长率	121.38%	-1.05%	-18.00%	98.00%	107.23%
估值指标					
PE	126	107	121	64	33
PB	39	28	5	5	4
EV/EBITDA	27	58	70	41	22
EV/EBIT	30	66	93	50	25
EV/NOPLAT	36	76	109	67	34
EV/Sales	3	6	5	3	2
EV/IC	6	10	8	5	4
盈利能力 (%)					
毛利率	14.22%	13.88%	10.04%	11.39%	13.92%
EBITDA 率	9.95%	11.03%	6.68%	7.22%	9.73%
EBIT 率	8.87%	9.70%	5.08%	5.93%	8.49%
税前净利润率	6.88%	8.68%	5.00%	6.33%	8.58%
税后净利润率 (归属母公司)	5.79%	7.50%	4.25%	4.75%	6.43%
ROA	13.39%	12.10%	3.85%	6.67%	10.06%
ROE (归属母公司) (摊薄)	30.96%	26.45%	4.22%	7.41%	12.68%
经营性 ROIC	17.91%	13.46%	7.58%	7.48%	11.20%
偿债能力					
流动比率	1.37	1.37	9.43	7.65	3.71
速动比率	109.98%	99.75%	839.95%	604.26%	291.92%
归属母公司权益/有息债务	1.19	1.08	-	-	8.26
有形资产/有息债务	2.71	2.19	-	-	10.25
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.43	0.50	0.44	0.84	1.65
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.43	0.35	0.23	-1.46	0.03
每股自由现金流(FCFF)	-0.09	-0.50	-1.33	-3.76	-2.36
每股净资产	1.38	1.90	10.53	11.38	13.03
每股销售收入	7.39	6.68	10.47	17.76	25.68

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

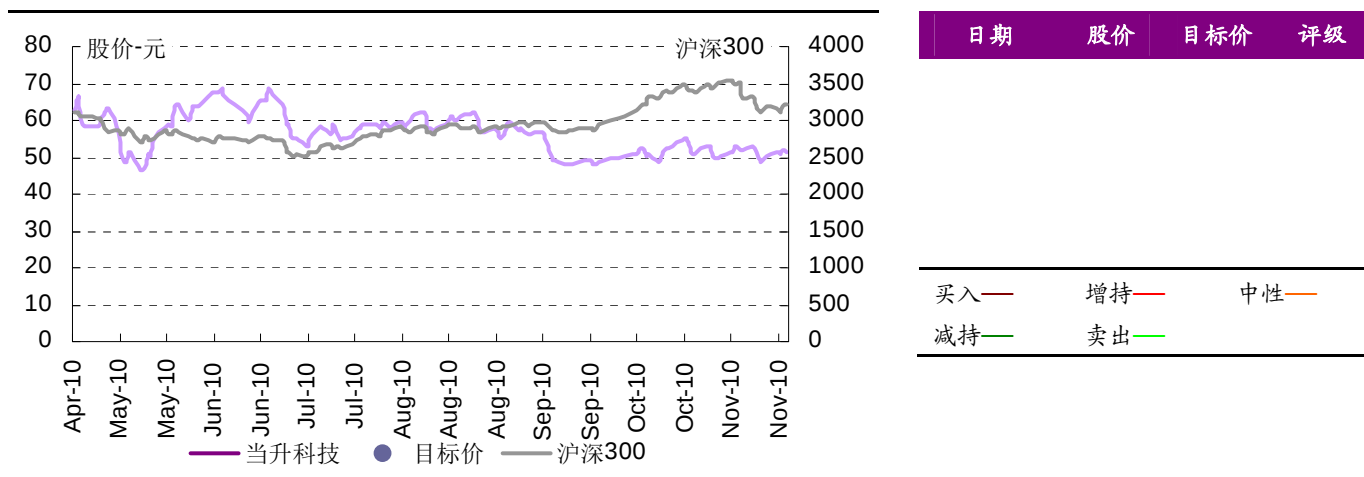
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

当升科技（300073）

分析师：王席鑫



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风

险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。