

当升科技(300073)调研报告

谨慎推荐

国内最具竞争力的锂电正极材料生产商!

首次评级

新材料

发布时间: 2011 年 3 月 8 日

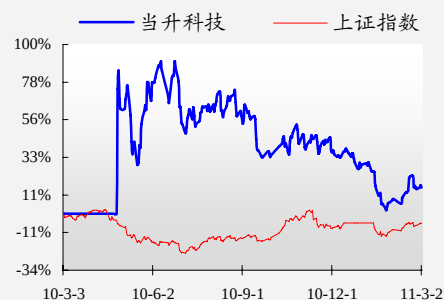
投资要点:

- 目前,公司在国际前 6 大锂电巨头中拥有 5 家客户,也是全球唯一同时向中、日、韩高端锂电客户提供高品质锂电正极材料的供应商。从技术水平、规模和质量控制三方面看,公司都是国内最具竞争力的锂电正极材料生产商。
- 2010 年,公司锂电正极材料的销售量达到 3894.37 吨,同比增长高达 57.27%。公司的这一销量处于全球第二,国内第一的位置。今明两年,随着扩建产能和募投项目产能陆续投产,公司的产能仍将维持 50%以上的高速增长。
- 从盈利能力的角度看,受行业内的激烈竞争和原材料价格波动的双重影响,公司的盈利能力有所下降。2010 年第三季度是年内盈利能力的最低点,净利润率只有 2.84%。但是根据公司的业绩预告可测得公司 2010 年第四季度的净利润率已经回升到 4.8%。公司盈利能力已经触底反弹。
- 公司正在积极开发锰酸锂和三元素等新品。其中,锰酸锂已经通过日本、韩国、美国等几家锂电企业的产品认证,并开始批量供货,多元材料处于国际大客户认证阶段,并取得了阶段性进展。公司锰酸锂产品的档次较高,价格在 7.5 万元左右。由此推测公司锰酸锂产品的毛利率应该在 40%以上。随着新产品的逐步放量,公司产品结构单一,盈利能力偏低的局面将明显改善。
- 预计公司 2010、2011、2012 年的 EPS 分别为 0.49、1.07 和 1.63 元,对应 2011 年 3 月 8 日收盘价的市盈率分别为 90.27、38.95 和 29.96 倍,给予公司谨慎推荐评级。
- 风险:** 新增产能是否能顺利“消化”仍需观察;动力电池市场何时真正启动仍有不确定性。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	53,458	-9.50	4,012	17.37	0.67		65.70	
2010E	84,583	58.22	3,901	-2.76	0.49		90.27	
2011E	110,000	30.05	6,962	78.46	0.87		50.58	
2012E	148,400	34.91	11,755	68.83	1.47		29.96	

走势图



市场数据 2011-3-8

收盘价:	44.02 元
52 周最高价:	74.00 元
52 周最低价:	36.00 元
平均持仓成本:	45.52 元

基本数据 2010Q3

总股本 (万股):	8,000
流通 A 股 (万股):	8,000
每股收益 (元):	0.31
每股净资产 (元):	10.37
每股经营现金流 (元):	-2.06
市净率:	4.24

分析师: 潘喜峰

执业证书编号: S0550511020005

TEL: (8621)6336 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: panxf@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

一、国内最具竞争力锂电正极材料生产商

公司成立于2001年，是一家由大型科研院所的科研人员创立，主业从事锂电正极材料研发和生产的高新技术企业。经过近10年的努力，公司已经成长为国内锂电正极材料行业的龙头企业。公司是国内为数不多的同时掌握湿法前驱体技术和后道火法合成技术的厂家，也是国内外少数几家能快速推出系列化多元材料的公司之一。目前，公司在国际前6大锂电巨头中拥有5家客户，也是全球唯一同时向中、日、韩高端锂电客户提供高品质锂电正极材料的供应商。从技术水平、规模和质量控制三方面看，公司都是国内最具竞争力的锂电正极材料生产商。

图1 产品跻身高端客户群



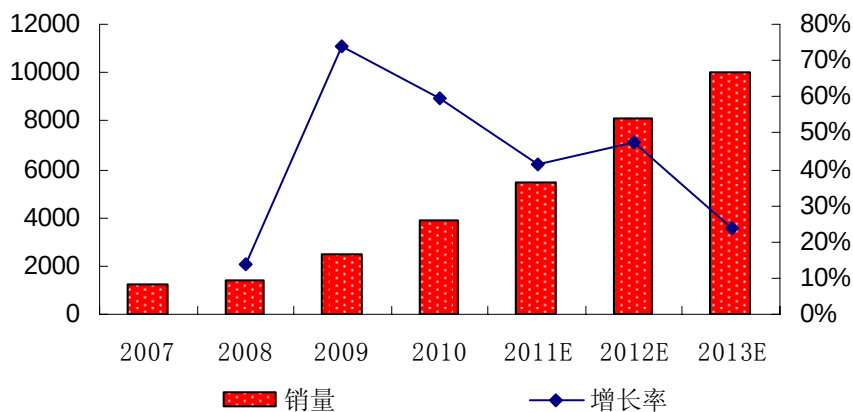
资料来源：公司公告、东北证券

二、销量增长迅猛，产能持续高速扩张

2010年，公司锂电正极材料的销售量达到3894.37吨，同比增长高达57.27%。公司的这一销量处于全球第二，国内第一的位置，比国内销量第二名杉杉股份多出900吨。今明两年，随着扩建产能和募投项目产能陆续投产，公司的产能仍将维持50%以上的高速增长。与产能高速增长对应的是公司的销售量和业绩也将高速增长。

图2 正极材料销量将持续高速增长

单位：吨



资料来源：东北证券

表1 公司产能变化表

单位：吨

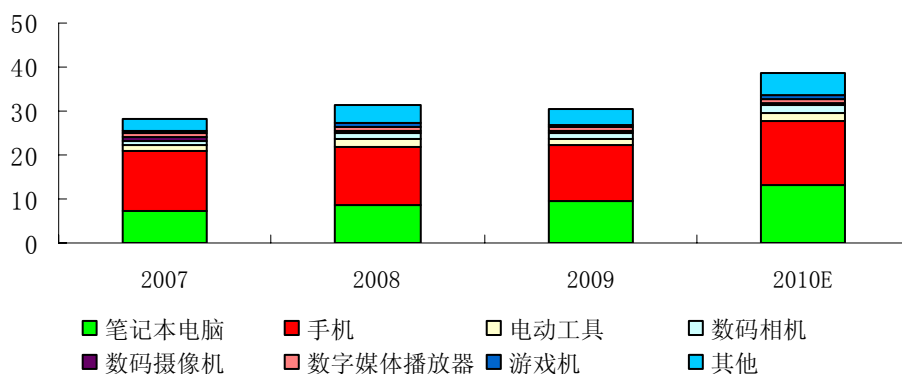
项 目	2009 年 产能	2010 年 产能增加	2010 年扩建后 产能	海门产能增加	海门扩产后产 能
钴酸锂	3,900	1,300	5,200	1,750	6,950
多元材料	200	830	1,030	1,550	2,580
锰酸锂	300	570	870	600	1,470
总产能	4,400	2,700	7,100	3,900	11,000

来源：公司公告

从下游的需求看，小型锂电的市场将持续增长。笔记本电脑和手机市场仍将是小型锂电的主要市场。在个人PC便携化、平板化和手机的触摸屏化、智能化的趋势下，便携式电脑和手机市场的持续稳定增长仍然可期。尤其是笔记本市场的情况更为乐观。而锂电池在其他小型消费电子（如PSP、iTouch、摄像机、照相机、电子书等等）、电动工具、电动自行车、通信储能、小风电和光伏储能等众多领域内的应用前景也将越来越好，逐渐呈现出一种百花齐放的态势。小型锂电市场在未来5年内有望维持15%左右的增速稳定增长。

图 3 2007-2010 各种用途锂离子电池的数量

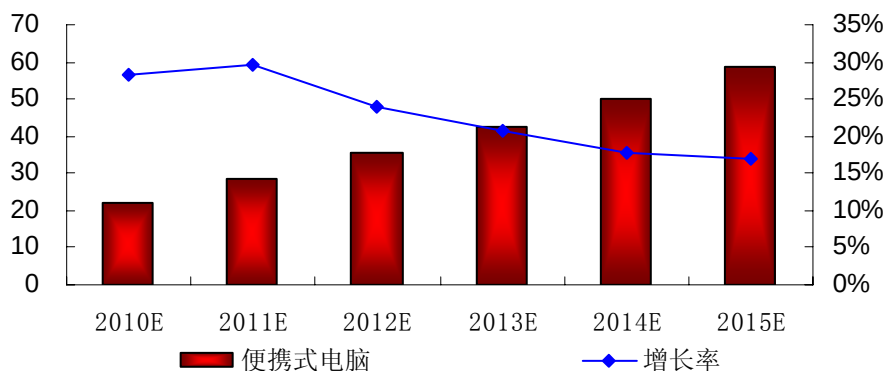
单位：亿只



资料来源：中国化学与物理电源行业协会，东北证券

图 4 全球便携式电脑出货量仍将快速增长

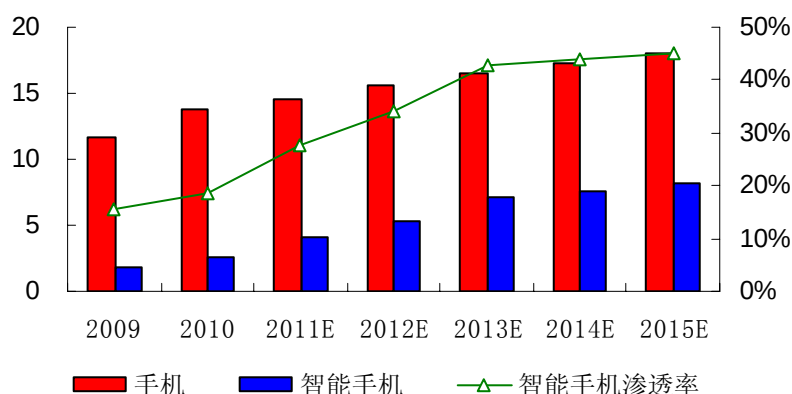
单位：千万台



资料来源：DisplaySearch, Gartner, 东北证券

图5 全球手机及智能手机出货量预测

单位：亿部



资料来源：拓璞产业研究院，东北证券

锂电池在新能源汽车和风电、太阳能储能领域的应用前景更加广阔。新能源汽车是我国七大战略新兴行业之一，将得到我国相关政策的重点支持。目前《电动汽车科技发展“十二五”专项规划》以及《节能与新能源汽车产业发展规划（2011-2020年）》蓄势待发。《节能与新能源汽车产业发展规划（2011-2020年）》草案对纯电动车、插电式混合动力车（PHEV）、微混混合动力车、中/重度混合动力乘用车的发展做了初步规划，具体细节如下表：

表2 我国节能与新能源汽车发展规划

车型\时间	2015	2020
纯电动和插电式混合动力	初步实现产业化； 市场保有量超过50万辆	实现产业化； 市场保有量达到500万辆
中/重度混合动力	保有量达到100万辆	年产销量达到300万辆
轻度混合动力	大规模产业化，微混系统成为乘用车的标准配置	大规模普及

来源：东北证券

按照《节能与新能源汽车产业发展规划（2011-2020年）》草案，到2015和2020年，我国插电式和纯电动汽车保有量的将达到50万辆和500万辆。到2015年，我国中/重度混合动力车保有量达到100万辆，到2020年，年产销量达到300万辆。目前中/重混车型会有一部分采用镍氢电池，未来锂电占比会逐步提高，而插电式和纯电动车基本都使用锂电池作为动力电池。假设中/重混平均使用5kwh电池量，插电式/纯电动平均使用16kwh电池量。我们预计到2012年、2015年和2020年，我国新能源汽车用锂电池的年新增市场容量将分别达到70、269和923亿元，今后10年复合增长率超过40%，呈现爆发式增长。

表3 我国新能源汽车锂电池市场容量变化预测

时间	中/重混车销量	插电式/纯电动车销量	中/重混车锂电渗透率	中/重混车电池平均能量	插电式/纯电动车电池平均能量	电池成本	市场容量	同比增长
年	万辆	万辆	百分比	千瓦时/辆	千瓦时/辆	元/千瓦时	亿元	百分比
2011E	12	5	40%	5	16	3500	36	
2012E	19	9	60%	5	16	3500	70	93.3%
2013E	28	14	80%	5	16	3400	114	62.4%
2014E	41	22	85%	5	16	3400	179	56.6%
2015E	60	34	90%	5	16	3300	269	50.1%
2016E	85	48	92%	5	16	3200	371	38.1%
2017E	120	66	92%	5	16	3100	498	34.4%
2018E	165	86	94%	5	16	3000	645	29.5%
2019E	225	100	96%	5	16	2900	777	20.4%
2020E	300	116	96%	5	16	2800	923	18.7%

来源：东北证券

表4 我国新能源汽车锂电池材料市场容量变化预测

时间	新能源汽车用锂电池总量	正极材料	负极材料	电解液	材料需求同比增长
年	百万瓦时	万吨	万吨	万吨	百分比
2011E	1040	0.62	0.31	0.31	--
2012E	2010	1.21	0.60	0.60	93.3%
2013E	3360	2.02	1.01	1.01	67.2%
2014E	5263	3.16	1.58	1.58	56.6%
2015E	8140	4.88	2.44	2.44	54.7%
2016E	11590	6.95	3.48	3.48	42.4%
2017E	16080	9.65	4.82	4.82	38.7%
2018E	21515	12.91	6.45	6.45	33.8%
2019E	26800	16.08	8.04	8.04	24.6%
2020E	32960	19.78	9.89	9.89	23.0%

来源：东北证券

由上面的论述可见，锂电池的传统市场有望稳步增长。此外由于公司的客户多为国际知名的大客户，排产的计划性很强，公司产能的扩张也比较有针对性。公司钴酸锂产品的销售有一定保障。

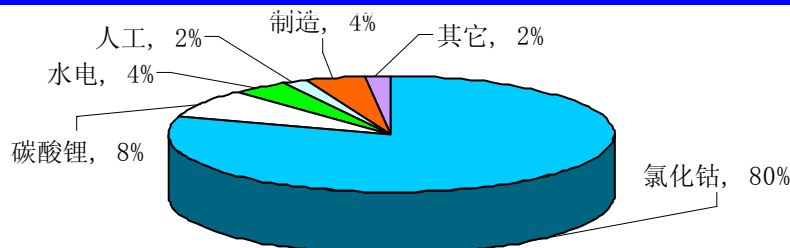
目前，国内锂电正极材料领域的产能扩张很快，引发产能过剩的担忧。对此，我们的看法是正极产能的增加主要在锰酸锂、多元材料和磷酸铁锂领域，目标市场主要是动

动力电池市场。由于动力电池市场的潜在空间巨大，因此取决产能是否阶段性过剩的关键在于国内新能源汽车的推广速度。目前国内各家相关公司仍然是处在扩军备战的状态。由于动力电池的安全性和寿命与材料的安全性、一致性、容量等性能密切相关，动力电池生产商对材料的选择必然十分苛刻，能真正进入产业链的公司必然是行业内的佼佼者。而公司的核心竞争力恰恰就在与公司产品的质量水平超群，产品的一致性。因此公司在未来的竞争中仍具有明显优势。

三、钴酸锂盈利能力受钴价波动影响大

钴酸锂的成本构成主要有氯化钴、碳酸锂等材料费和水电、人工、制造费用等。其中氯化钴占到成本的80%左右。因此钴价格的波动对公司钴酸锂产品盈利能力的影响最大。碳酸锂的价格变化对盈利能力也有影响。目前，公司主要采取进口钴矿，委托加工的方式获取氯化钴。这种方式可以节省成本2000元/吨左右。

图6 钴酸锂的成本构成

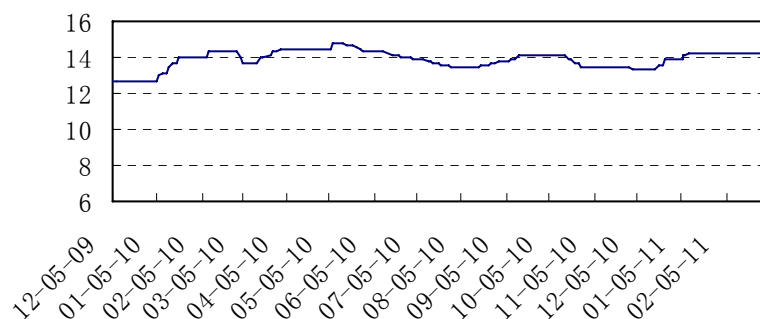


资料来源：东北证券

2010年钴矿的价格先扬后抑。由于公司是按季度定价，因此钴矿价格的下降，给公司产品价格带来一定压力。今年以来，钴矿价格比较稳定。未来钴矿的价格大幅走高的可能性小，维持稳步上涨的可能性高，对公司盈利能力恢复比较有利。

图7 钴矿（8-10%）的价格走势

单位：美元/磅

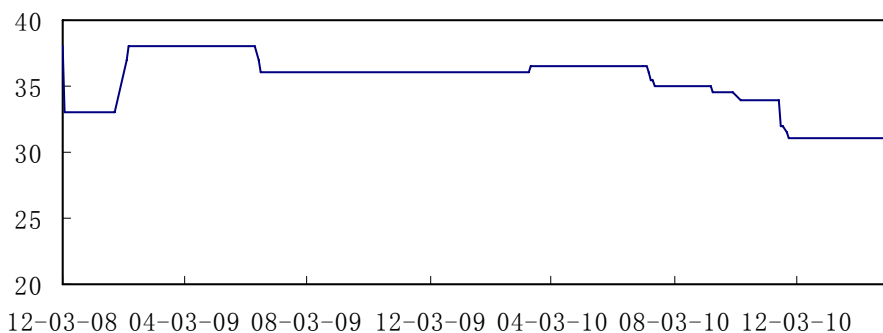


资料来源：东北证券

目前工业级碳酸锂的价格仍在 3 万元/吨左右徘徊。电池级碳酸锂的价格在 3.5 万元/吨左右。随着国内电池级碳酸锂产能的逐步释放，碳酸锂的价格也难大幅上涨，维持震荡攀升的可能性较大。这种态势也对公司比较有利。

图 8 工业级碳酸锂的价格仍在低位

单位：元/公斤

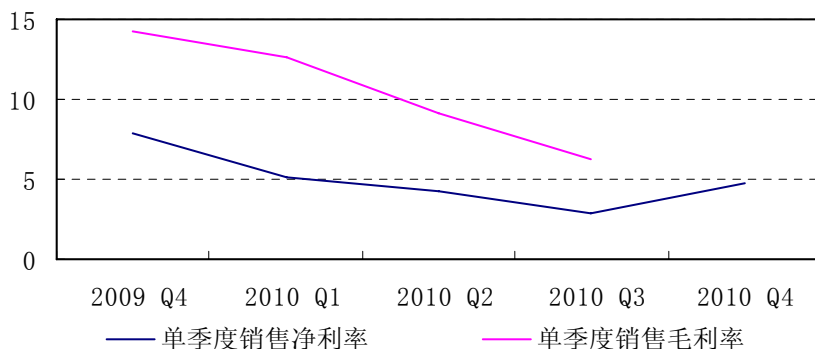


资料来源：亚洲金属网、东北证券

从单季度盈利能力的角度看，2010 年第三季度是年内的最低点，净利润率只有 2.84%。但是根据公司的业绩公告可测得公司 2010 年第四季度的净利润率已经回升到 4.8%。2011 年，随着锰酸锂、多元材料等高盈利能力产品产能的释放，公司的盈利能力有望持续回升。

图 9 盈利能力已经触底反弹

单位：%



资料来源：东北证券

四、新产品产能释放将提升盈利能力

公司正在积极开发锰酸锂和三元素等新品。其中，锰酸锂已经通过日本、韩国、美国等几家锂电企业的产品认证，并开始批量供货，多元材料处于国际大客户认证阶段，并取得了阶段性进展。公司锰酸锂产品的档次较高，价格在 7.5 万元左右。由此推测公司锰酸锂产品的毛利率应该在 40% 以上。公司新产品的盈利能力之所以很强，就在于公司的技术水平和质量控制水平是国内领先的。未来随着新产品的逐步放量，公司产品结构单一，盈利能力偏低的局面将明显改善。

五、盈利预测与估值分析

预计，公司2010、2011、2012年的每股收益分别为0.49、0.87和1.47元，对应2011年3月8日收盘价的市盈率分别为90.27、38.95和29.96倍，暂给予公司谨慎推荐的投资评级。

表5 公司利润预测表（万元）

（单位：万元）	2009	2010E	2011E	2012E
一、主营业务收入	53,458	84,583	110,000	148,400
减：主营业务成本	46,037	76,322	97,255	128,724
减：主营业务税金及附加	33	34	44	59
营业费用	827	1,100	1,320	1,781
管理费用	1521	2,115	2,530	3,116
财务费用	831	423	660	890
资产减值损失	-147	0	0	0
加：公允价值变动收益	4,355	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	4,355	4,590	8,191	13,829
加：营业外收入	285	0	0	0
减：营业外支出	0	0	0	0
三、利润总额	4,640	4,590	8,191	13,829
减：所得税费用	628	688	1,229	2,074
四、净利润	4,012	3,901	6,962	11,755
归属于母公司所有者的净利润	4,012	3,901	6,962	11,755
少数股东损益	0	0	0	0
六、每股收益（元）	0.67	0.49	0.87	1.47

资料来源：东北证券

表6 分产品预测表

项目	2009	2010E	2011E	2012E
钴酸锂				
销量：吨	2444	3784	4500	5300
单价：万元/吨	21.33	22	22	22
营收：万元	52130.52	83248	99000	116600
毛利率	13.60%	9.50%	10.00%	10.00%
锰酸锂				
销量：吨	5.23	50	500	1200
单价：万元/吨	7	7.5	7	6.5
营收：万元	36.6	375	3500	7800
毛利率	25%	35%	32%	32%
三原材料				
销量：吨	26.6	60	500	1600
单价：万元/吨	13.8	16	15	15
营收：万元	367.08	960	7500	24000
毛利率	23%	23%	23%	23%

资料来源：东北证券

六、风险

新增产能能否顺利“消化”仍需观察；动力电池市场何时真正启动仍有不确定性。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。