当升科技(300073)/化学制品 高镍正极布局明确，定增扩产彰显决心

评级：买入(首次)

市场价格：50.99

目标价格：68—68

分析师：邵晶鑫

执业证书编号：S0740517010005

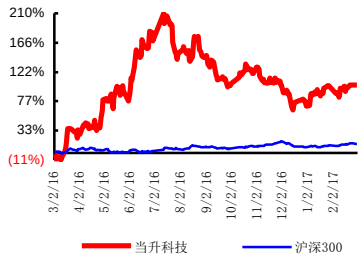
电话：

Email：shaojx@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	183
流通股本(百万股)	163
市价(元)	50.99
市值(百万元)	9,333
流通市值(百万元)	8,323

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	625	860	1334	2802	2954
增长率 yoy%	-1%	38%	55%	110%	5%
净利润	-26	13	99	251	309
增长率 yoy%	-364%	-152%	646%	154%	23%
每股收益（元）	-0.14	0.07	0.54	1.37	1.69
净资产收益率	-3.1%	1.1%	7.4%	15.8%	16.3%
P/E	-364.7	702.7	94.2	37.1	30.2
P/B	11.4	7.5	7.0	5.9	4.9

备注：

投资要点

- **事件：**公司发布定增预案，拟发行不超过 3661 万股，募集资金不超过 15 亿元，用于江苏当升锂电正极材料生产基地三期工程建设（11.6 亿元）、增加锂电材料技术研究中心研发投入（0.9 亿元）以及补充流动资金（2.5 亿元）。

- **新国补提高能量密度门槛，三元电池迎来发展机遇。**新国补政策将能量密度作为重要参考标准，以能量密度 90Wh/kg 为车用动力电池门槛，鼓励高密度电池使用，淘汰低端电池。补贴方面，纯电动乘用车高于 120Wh/kg 的多补贴 10%，非快充类纯电动客车电池能量密度 95-115Wh/kg 多补贴 20%，高于 115 Wh/kg 的多补贴 40%，高能量密度可以获得高补贴。三元锂电池凭借对于磷酸铁锂的能量密度优势，有望加速替代进程。在政策引导下，未来高密度三元电池必将成为应用主流。公司在三元正极材料产品开发上具有领先优势，将直接受益于三元锂电池需求增长。

- **三元正极需求旺盛，定增扩产满足市场需求。**新能源汽车正朝高续航里程、轻量化的方向发展，三元正极材料需求增速有望超越行业增速。公司在三元领域布局领先，产品暂时以 NCM523 和 NCM622 为主，其优异的能量密度和循环性能受到了客户认可。公司目前 NCM622 产能达到 2,000 吨，江苏海门二期工程第二阶段将于 2017 年下半年调试完成，届时将增加 4,000 吨的产能。公司高镍多元材料自批量供货以来，市场需求格局良好，现有产能供不应求。本次募集资金将用于高镍正极材料扩产，生产线按照 NCM811 标准设计，具备多种类型正极材料生产能力，建设完成后将增加 18,000 吨/年生产能力，产能大幅提高，保证竞争力满足市场需求的同时，市场份额有望提升。

- **提升研发与资金实力，着眼长远发展。**高端动力电池产品竞争激烈，公司不断优化产品结构，扩大三元材料产品比例，加大高镍产品研发力度。公司三元正极材料技术领先，率先开发出车用高镍动力多元材料并实现量产，研发水平在国际市场上具备竞争力。公司自身拥有三元材料前驱体生产能力，进一步保证了竞争优势。公司不断加大研发投入，布局下一代车用高镍多元材料，本次定增项目重点建设江苏当升技术中心项目，促进高镍正极材料生产的高效及智能发展，吸引高端研发技术人才，有助于开发新工艺，改进应用高端新设备，加快新产品产业化进程。公司补充流动资金，提升资金实力，为各项战略稳步推进夯实基础，看好公司未来长远良好发展。

- **投资建议：**预计 2017-2019 年分别实现净利 0.99、2.51 和 3.09 亿元，同比分别增长 646%、154%，23%，当前股价对应三年 PE 分别为 94、37、30

倍，给予目标价 68 元，“买入”评级。

- **风险提示事件：募集资金投资项目实施风险；新能源汽车行业发展增速减缓。**

图表 1：公司盈利预测

利润表	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**625**	**860**	**1334**	**2802**	**2954**
减:营业成本	606	789	1111	2251	2330
营业税费	1	1	1	3	3
销售费用	9	15	20	35	35
管理费用	46	62	96	202	213
财务费用	1	(2)	9	36	31
资产减值损失	8	4	5	5	5
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资和汇兑收益	2	16	12	15	18
营业利润	**(44)**	**6**	**105**	**284**	**352**
加:营业外净收支	15	9	10	10	10
利润总额	**(29)**	**14**	**115**	**294**	**362**
减:所得税	(3)	1	16	43	53
净利润	**(26)**	**13**	**99**	**251**	**309**

资产负债表	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	89	206	173	364	384
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	212	325	194	596	233
应收票据	86	151	182	518	220
预付账款	21	16	107	143	116
存货	147	203	352	773	392
其他流动资产	3	13	1	1	1
可供出售金融资产	2	2	1	2	2
持有至到期投资	0	0	0	0	0
长期股权投资	34	38	38	38	38
投资性房地产	54	52	52	52	52
固定资产	313	313	282	346	397
在建工程	3	13	113	106	103
无形资产	18	27	26	25	24
其他非流动资产	7	350	327	331	335
资产总额	**1018**	**1741**	**1880**	**3626**	**2348**
短期借款	26	67	321	1173	142
应付账款	133	300	180	694	247
应付票据	30	56	6	119	11
其他流动负债	(7)	28	4	12	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	18	49	29	32	36
负债总额	**201**	**499**	**540**	**2034**	**447**
少数股东权益	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
股本	160	183	183	183	183
留存收益	658	1059	1157	1409	1718
股东权益	**818**	**1242**	**1340**	**1592**	**1901**

现金流量表	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	(26)	13	99	251	309
加:折旧和摊销	28	35	32	43	53
资产减值准备	5	4	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	9	36	31
投资收益	(2)	(16)	(12)	(15)	(18)
少数股东损益	0	0	0	0	0
营运资金的变动	(16)	(12)	(318)	(861)	793
经营活动产生现金	**(0)**	**10**	**(190)**	**(545)**	**1169**
投资活动产生现金	**(12)**	**(31)**	**(87)**	**(85)**	**(82)**
融资活动产生现金	**17**	**138**	**244**	**821**	**(1057)**

财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	-1%	38%	55%	110%	5%
营业利润增长率	-1978%	-113%	1762%	171%	24%
净利润增长率	-364%	-152%	646%	154%	23%
EBITDA增长率	-171%	-351%	283%	149%	20%
EBIT增长率	-2677%	-110%	2673%	182%	20%
NOPLAT增长率	-2580%	-110%	2469%	179%	20%
投资资本增长率	-3%	48%	42%	66%	-33%
净资产增长率	-3%	52%	8%	19%	19%
利润率					
毛利率	3%	8%	17%	20%	21%
营业利润率	-7%	1%	8%	10%	12%
净利润率	-4%	2%	7%	9%	10%
EBITDA/营业收入	-2%	4%	11%	13%	15%
EBIT/营业收入	-7%	0%	9%	11%	13%
运营效率					
固定资产周转天数	136	131	80	40	45
流动营业资本周转天数	187	133	131	135	135
流动资产周转天数	318	308	260	238	247
应收账款周转天数	107	112	70	70	70
存货周转天数	87	73	75	72	71
总资产周转天数	379	377	488	354	364
投资资本周转天数	385	344	320	237	235
投资回报率					
ROE	-3.1%	1.1%	7.4%	15.8%	16.3%
ROA	-2.5%	0.8%	5.3%	6.9%	13.2%
ROIC	-5.5%	0.6%	10.0%	19.7%	14.2%
费用率					
销售费用率	1.5%	1.8%	1.5%	1.3%	1.3%
管理费用率	7.3%	7.3%	7.2%	7.2%	7.2%
财务费用率	0.2%	-0.2%	0.7%	1.3%	1.1%
三费/营业收入	9.0%	8.8%	9.4%	9.5%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	28.7%	28.7%	56.1%	19.0%
负债权益比	24.5%	40.2%	40.3%	127.8%	23.5%
流动比率	3.06	2.03	1.98	1.35	3.33
速动比率	2.25	1.58	1.29	0.96	2.37
利息保障倍数	-35.51	-2.68	12.87	8.84	12.24
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	-0.14	0.07	0.54	1.37	1.69
BVPS(元)	4.47	6.78	7.32	8.70	10.39
PE(X)	-354.7	702.7	94.2	37.1	30.2
PB(X)	11.4	7.5	7.0	5.9	4.9
P/FCF	543.4	-35.3	-167.1	48.0	383.7
P/S	14.9	10.5	7.0	3.3	3.2
EV/EBITDA	-175.3	179.8	64.3	27.7	20.6
CAGR(%)	-314.2%	185.6%	116.9%	-314.2%	185.6%
PEG	1.2	3.8	0.8	-0.1	0.2
ROIC/WACC	-0.5	0.1	1.0	1.9	1.4
REP	-7.5	124.5	6.9	2.3	4.2

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。