当升科技（300073）

投资评级：买入

报告日期：2017-03-02

股价走势：

研究员：宫模恒
0551-65161836
gongmoheng@163.com
S0010512060001

联系人：蒋园园
0551-65161836
jiangyy_1987@163.com

联系人：李超齐
0551-65161591
lichaoqi.2008@163.com

募资扩产高镍三元，抢占行业高地

事件：公司发布非公开发行预案，拟发行不超过 3660.68 万股，募集不超过 15 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于：江苏当升锂电正极材料生产基地三期工程 11.6 亿元、江苏当升锂电材料技术研究中心 8,981.13 万元、补充流动资金 2.5 亿元。

❑ 投资江苏三期，夯实高镍龙头地位

公司目前拥有2000吨/年的NCM622生产能力，江苏海门二期4000吨/年产能预计将于今年下半年完成调试并投产，今年合计产能有望达到6000吨。公司此次增发将投资建设年产18000吨的高镍多元材料生产线，生产线将按照NCM811/NCA的标准来设计，同时具备生产不同类型的多元材料（NCM523、NCM622、NCM811和NCA）的能力。因此，公司在面临不同类型的市场需求时，将可以灵活调整各条生产线的产品结构。公司作为国内率先实现NCM622批量生产的供应商，通过此次增发将继续抢占NCM811和NCA的市场高地，夯实公司在高镍多元材料领域的龙头地位。

❑ 新能源汽车蓬勃发展，动力电池市场需求旺盛

受益于持续的政策支持和技术进步，新能源汽车产业近年来一直保持蓬勃发展的趋势。2016年，新能源汽车产量达51.70万辆，同比增加51.84%。据日本B3及韩国三星SDI统计，2012-2016年，全球锂电正极材料市场规模年复合增长率达到32.82%，2016年正极材料出货量超过23万吨。预计未来3-5年，锂电正极材料市场仍将保持稳定增长态势。高镍多元材料凭借其优秀的物理化学性能，已逐渐成为市场主流，目前亿纬锂能、比亚迪、比克动力、沃特玛等多家动力锂离子电池生产厂商都已提出了新建或扩建高镍锂离子电池产品产能的计划。可以预计，未来几年以NCM622/811和NCA为代表的高镍多元材料的需求将会快速增长。

❑ 客车领域放开叠加新补贴政策，双重提振三元材料

2016年12月，财政部、发改委、工信部、科技部联合下发了《关于调整新能源汽车。推广应用财政补贴政策的通知》，通知中首次对新能源汽车动力电池的能量密度提出了要求：纯电动乘用车动力电池系统的质量能量密度不低于90Wh/kg，对高于120Wh/kg的按1.1倍给予补贴；非快充类纯电动客车电池系统能量密度要高于85Wh/kg;专用车装载动力电池系统质量能量密度不低于90Wh/kg。此外工信部表示，三元电池在客车应用限制将从2017年放开。在补贴政策和客车需求的双重提振下，高镍多元材料的需求将会快速增长，公司作为行业绝对龙头，将充分受益。

❑ 盈利预测与估值

不考虑此次增发，我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.54 元、1.29 元、1.69 元，对应的 PE 分别为 94.45 倍、39.66 倍、30.18 倍，维持“买入”

评级。

盈利预测：

单位：百万元

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	860	1334	2627	3153
收入同比(%)	38%	55%	97%	20%
归属母公司净利润	13	99	235	309
净利润同比(%)	-152%	644%	138%	31%
毛利率(%)	8.3%	16.0%	18.0%	19.0%
ROE(%)	1.1%	7.4%	14.8%	16.2%
每股收益(元)	0.07	0.54	1.29	1.69
P/E	702.70	94.45	39.66	30.18
P/B	7.52	6.96	5.88	4.90
EV/EBITDA	180	67	31	23

资料来源：wind、华安证券研究所

附录：财务报表预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	915	1,813	3,054	3,892
现金	206	785	1,047	1,458
应收账款	325	432	911	1,102
其他应收款	3	7	11	13
预付账款	16	4	(14)	(35)
存货	203	284	542	650
其他流动资产	161	301	557	705
非流动资产	826	567	617	633
长期投资	38	34	35	36
固定资产	313	293	274	254
无形资产	25	23	22	20
其他非流动资	449	216	286	323
资产总计	1,741	2,379	3,670	4,525
流动负债	451	429	824	1,044
短期借款	67	66	65	64
应付账款	214	247	508	620
其他流动负债	170	115	251	361
非流动负债	49	609	1,260	1,578
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	49	609	1,260	1,578
负债合计	499	1,038	2,084	2,622
少数股东权益	0	0	0	0
股本	183	183	183	183
资本公积	977	975	975	975
留存收益	81	183	428	745
归属母公司股东权	1,242	1,341	1,587	1,903
负债和股东权益	1,741	2,379	3,670	4,525

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	10	311	240	389
净利润	13	99	235	309
折旧摊销	35	21	21	21
财务费用	1	1	(0)	(2)
投资损失	(16)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	(38)	204	(1)	74
其他经营现金	14	0	(0)	0
投资活动现金流	(31)	21	14	14
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(4)	4	(1)	(1)
其他投资现金	(26)	17	15	15
筹资活动现金流	138	(1)	9	8
短期借款	41	(1)	(1)	(1)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	23	0	0	0
资本公积增加	388	(2)	0	0
其他筹资现金	(314)	2	10	9
现金净增加额	118	331	263	411

利润表 单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	860	1,334	2,627	3,153
营业成本	789	1,120	2,154	2,554
营业税金及附加	1	2	4	5
销售费用	15	21	39	47
管理费用	62	96	189	227
财务费用	(2)	1	(0)	(2)
资产减值损失	4	0	(0)	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	16	15	15	15
营业利润	6	107	256	336
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	14	107	256	336
所得税	1	9	20	27
净利润	13	99	235	309
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	13	99	235	309
EBITDA	38	130	277	356
EPS（元）	0.07	0.54	1.29	1.69

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	37.67%	55.00%	97.00%	20.00%
营业利润	-112.91%	1807.61%	138.15%	31.43%
归属于母公司净利润	-151.90%	643.97%	138.15%	31.43%
获利能力				
毛利率(%)	8.34%	16.00%	18.00%	19.00%
净利率(%)	1.54%	7.41%	8.96%	9.81%
ROE(%)	1.07%	7.37%	14.83%	16.25%
ROIC(%)	1.76%	10.10%	30.95%	33.06%
偿债能力				
资产负债率(%)	28.67%	43.62%	56.77%	57.94%
净负债比率(%)	-2.53%	-26.28%	-4.71%	29.45%
流动比率	2.03	4.23	3.71	3.73
速动比率	1.58	3.56	3.05	3.11
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.65	0.87	0.77
应收账款周转率	3.24	3.57	3.96	3.17
应付账款周转率	5.00	5.78	6.96	5.59
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.54	1.29	1.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.06	1.70	1.31	2.12
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.33	8.67	10.40
估值比率				
P/E	702.7	94.5	39.7	30.2
P/B	7.5	7.0	5.9	4.9
EV/EBITDA	179.97	67.28	31.35	23.42

资料来源：华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。