定增高镍生产线，业绩持续高增速

当升科技(300073)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	50.99
合理价格区间(元):	53.06~60.01

陈雳 研究员 执业证书编号：S0570512070041 010-56793977 chenli8305@htsc.com

杨欧雯 联系人 010-56793972 yangouwen@htsc.com

邱乐园 联系人 010-56793945 qiuleyuan@htsc.com

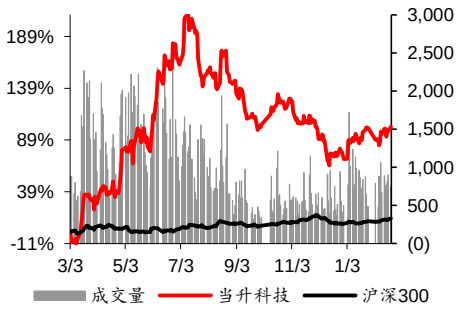
相关研究

1《当升科技(300073):技术优势增效产能扩张，利润高速增长》2016.10

2《当升科技(300073):中报业绩大增，动力三元材料供不应求》2016.08

3《当升科技(300073):乘风而上，三元电池发展伴随业绩拐点》2016.06

股价走势图



资料来源：Wind

公司发布非公开发行A股股票方案：

公司拟非公开发行股票募集资金用于投资“江苏当升锂电正极材料生产基地三期工程”项目、“江苏当升锂电材料技术研究中心”项目及补充流动资金，共计需投入募集资金不超过15亿元。

募投项目提高公司正极材料产能

公司是国内正极材料龙头企业，在高镍动力电池材料领域具备技术及客户资源优势，客户覆盖全球前十大电池生产企业。公司2014年起开始建设江苏海门生产线，目前工程一期、二期一阶段生产线均已满产，二期二阶段计划今年10月投产。此次募投项目为三期工程，设计产能1.8万吨/年，达产后公司正极材料产能将达到约3万吨/年。

募投项目缓解公司高镍材料供应压力

受益于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，对电池及电池材料的需求也在不断攀升。随着新能源汽车增速亮点从客车向乘用车的转移，在“里程焦虑”的影响下，高能量密度的高镍材料将逐步成为市场主流。在高镍三元材料产品方面，公司目前有NCM622产能约2000吨，二期二阶段增加产能4000吨，生产线投产后均迅速满产，产能远远不能满足市场需求，此次募投项目能够显著缓解公司产品供应压力。

募投项目提高公司盈利能力

公司作为矿冶研究总院下属高新技术企业，正极材料产品质量达到国际先进水平。目前国内电池企业广泛使用NCM532，海外部分企业使用NCM622。公司此次募投的三期工程生产线按照NCM811和NCA产品标准设计，超前布局保证了公司产品在激烈竞争中的盈利能力。

募投项目减轻公司财务负担

新能源汽车整车生产商是公司所在锂电正极材料产业的重要一环。新能源汽车产品的补贴发放流程较为复杂，为缓解其流动资金紧张的局面，新能源汽车整车厂商通常会采取延期支付上游货款的措施；同时，公司向供应链上游的原材料供应商的付款周期一般较为固定，部分碳酸锂生产厂商甚至要求客户预付款或全额付款才发货；致使公司经营性现金流较为紧张。募投项目能够部分缓解公司在业务规模扩大过程中的财务压力。

受益产能及产品价格上涨，公司业绩继续保持高增速，维持“增持”评级

公司技术水平领先，在行业内具备极强的竞争优势，近年通过扩产收入及利润均保持了较高增速。根据业绩预告，公司2016年收入增速55.10%，经历增长647.56%，实现基本每股收益0.54元，同比增长592.85%。随着前期项目达产及后期扩产，公司将继续保持高增速，近期金属钴及三元材料价格上涨也短期利好公司经营，预计2017、2018年营收为20、30亿元，EPS为0.81、1.33元，对应PE为63、38倍，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期，产品达产不及预期，政策变化不及预期。

公司基本资料

总股本（百万股）	183.03
流通A股（百万股）	163.23
52周内股价区间（元）	22.51-78.29
总市值（百万元）	9,333
总资产（百万元）	1,982
每股净资产（元）	7.13

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	625.00	860.42	1,335	2,011	3,052
+/-%	(0.79)	37.67	55.10	50.69	51.76
净利润（百万元）	(25.59)	13.28	99.19	148.13	243.56
+/-%	(363.75)	151.90	646.84	49.34	64.42
EPS（元）	(0.14)	0.07	0.54	0.81	1.33
PE（倍）	(364.67)	702.70	94.09	63.00	38.32

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

盈利预测

资产负债表

会计年度（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	557.43	915.10	1,151	1,674	2,458
现金	88.69	206.27	146.84	156.96	161.80
应收账款	209.69	322.10	454.24	705.65	1,072
其他应收账款	2.23	2.87	5.64	7.67	11.81
预付账款	21.00	16.20	32.51	45.07	66.21
存货	147.28	203.20	283.56	420.20	630.23
其他流动资产	88.55	164.48	227.99	338.26	516.20
非流动资产	460.69	825.59	888.31	999.72	1,103
长期投资	33.76	37.99	35.50	36.04	36.19
固定投资	313.05	313.22	466.85	548.85	629.47
无形资产	16.21	24.94	28.73	33.25	38.10
其他非流动资产	97.67	449.45	357.23	381.58	399.41
资产总计	1,018	1,741	2,039	2,674	3,562
流动负债	182.58	450.59	669.52	1,157	1,800
短期借款	25.69	66.95	280.78	575.38	947.70
应付账款	130.30	213.92	265.37	406.51	612.19
其他流动负债	26.60	169.72	123.37	174.91	240.09
非流动负债	18.01	48.55	28.82	31.94	36.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18.01	48.55	28.82	31.94	36.31
负债合计	200.59	499.14	698.34	1,189	1,836
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.00	183.03	183.03	183.03	183.03
资本公积	589.78	977.48	977.48	977.48	977.48
留存公积	67.76	81.04	180.24	324.28	564.79
归属母公司股	817.53	1,242	1,341	1,485	1,725
负债和股东权益	1,018	1,741	2,039	2,674	3,562

现金流量表

会计年度（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金	(0.20)	10.14	(151.09)	(91.26)	(141.94)
净利润	(25.59)	13.28	99.19	148.13	243.56
折旧摊销	28.41	35.12	44.96	62.76	78.52
财务费用	1.19	(1.53)	5.68	25.69	50.29
投资损失	(2.25)	(15.65)	(9.15)	(10.17)	(10.74)
营运资金变动	(6.83)	(26.14)	(295.27)	(331.85)	(525.57)
其他经营现金	4.87	5.05	3.50	14.16	22.00
投资活动现金	(12.28)	(30.59)	(116.37)	(163.47)	(172.20)
资本支出	12.28	37.21	280.00	140.00	163.33
长期投资	0.00	(3.33)	(3.09)	1.14	(0.05)
其他投资现金	0.00	3.29	160.53	(22.33)	(8.92)
筹资活动现金	16.72	137.97	208.04	264.85	318.98
短期借款	19.83	41.26	213.83	294.60	372.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	23.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	387.70	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3.12)	(314.02)	(5.79)	(29.75)	(53.34)
现金净增加额	4.45	119.07	(59.43)	10.12	4.85

利润表

会计年度（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	625.00	860.42	1,335	2,011	3,052
营业成本	605.90	788.66	1,121	1,662	2,484
营业税金及附加	0.60	1.33	1.61	2.57	3.96
营业费用	9.36	15.13	21.39	32.93	50.24
管理费用	45.84	62.46	91.37	142.08	214.39
财务费用	1.19	(1.53)	5.68	25.69	50.29
资产减值损失	7.98	4.38	5.10	5.34	5.10
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.25	15.65	9.15	10.17	10.74
营业利润	(43.62)	5.63	97.46	150.68	254.37
营业外收入	14.96	8.64	10.68	10.71	10.36
营业外支出	0.04	0.01	0.04	0.03	0.03
利润总额	(28.70)	14.25	108.10	161.36	264.70
所得税	(3.11)	0.97	8.91	13.23	21.13
净利润	(25.59)	13.28	99.19	148.13	243.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(25.59)	13.28	99.19	148.13	243.56
EBITDA (倍)	(14.02)	39.22	148.10	239.13	383.18
EPS (元)	(0.16)	0.07	0.54	0.81	1.33

主要财务比率

会计年度（%）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	(0.79)	37.67	55.10	50.69	51.76
营业利润	(1,978)	112.91	1,631	54.61	68.82
归属母公司净利润	(363.75)	151.90	646.84	49.34	64.42
获利能力（%）					
毛利率	3.06	8.34	15.99	17.36	18.60
净利率	(4.09)	1.54	7.43	7.37	7.98
ROE	(3.13)	1.07	7.40	9.98	14.12
ROIC	(5.81)	0.38	6.94	9.05	11.69
偿债能力					
资产负债率（%）	19.70	28.67	34.25	44.46	51.56
净负债比率（%）	12.81	13.41	40.21	48.40	51.61
流动比率	3.05	2.03	1.72	1.45	1.37
速动比率	2.23	1.58	1.29	1.08	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.62	0.71	0.85	0.98
应收账款周转率	3.28	3.08	3.28	3.31	3.27
应付账款周转率	5.16	4.58	4.68	4.95	4.88
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	(0.14)	0.07	0.54	0.81	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.00)	0.06	(0.83)	(0.50)	(0.78)
每股净资产(最新摊薄)	4.47	6.78	7.33	8.11	9.43
估值比率					
PE (倍)	(364.67)	702.70	94.09	63.00	38.32
PB (倍)	11.42	7.52	6.96	6.29	5.41
EV_EBITDA (倍)	(645.26)	230.57	61.06	37.82	23.60

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 /传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 /传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com