

2021 年 03 月 23 日

国际大客户持续放量，公司重回高增长
买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3183	6871	8462	11960
同比（%）	39	116	23	41
归母净利润（百万元）	385	662	858	1203
同比（%）	284	72	30	40
每股收益（元/股）	0.85	1.46	1.89	2.65
P/E（倍）	56	33	25	18

投资要点

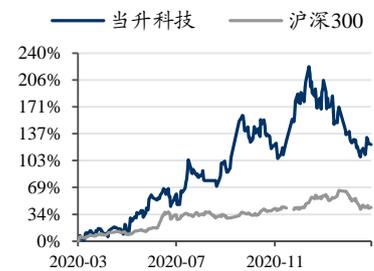
- **2020 年归母净利润 3.85 亿，同比转正，超业绩预告上限：**2020 年公司营收 31.83 亿元，同比增长 39.36%；归母净利润 3.85 亿元，同比增长 284.12%，此前公司预告全年归母净利润 3.2-3.8 亿元，超预告上限，好于预期；扣非净利润 2.44 亿元，同比增长 189.89%；2020 年毛利率为 19.21%，同比下滑 0.47pct；净利率为 12.21%，扭亏为盈。
- **海外客户贡献明显增量，锂电材料业绩高增。**20 年公司锂电材料收入 30.14 亿，同比上升 38.45%，毛利率 17.6%，同比-0.88pct。分产品看，多元材料贡献主要增量，20 年多元材料收入 24.68 亿，同比上升 45.96%，毛利率 18.11%，同比增长 0.76pct，其中下半年营收 16.4 亿元，环比+98%，主要受益于国内外需求爆发。钴酸锂收入稳健增长，20 年 5.34 亿，同比上升 17.05%，毛利率 14.32%，同比下滑 4.7pct。
- **客户结构优化+产能释放，出货量重回高增长：**公司全年出货 2.4 万吨，同比+50%，其中三元材料出货 2.1 万吨左右，钴酸锂出货 0.3 万吨左右；四季度公司整体满产满销，预计出货 9000 吨左右，同比增长 150%+，环比增长 30%。20 年高增长主要得益于国际客户放量，公司为 SK 第一大供应商，同时高镍产品也对某国际大客户实现稳定出货量，20 年公司海外出货量达到 1 万吨，我们预计 21 年有望实现 150%以上增长。
- **汇兑损失+研发费用提升影响期间费用。**2020 年公司期间费用合计 3.15 亿元，同比增长 74.10%，费用率为 9.89%，同比增长 1.97pct。Q4 期间费用合计 1.49 亿，同比增长 197.12%，环比增长 83.21%，增长明显；其中销售费用 0.01 亿元，销售费用率 0.09%，同比下降 2.06pct，环比下降 1.05pct；管理费用 0.46 亿元，管理费用率 4.0%，同比上升 0.49pct，环比上升 2.84pct；财务费用 0.37 亿元，同比增长 3878.43%，主要原因为汇兑损失增加，财务费用率 3.17%，同比增 2.96pct，环比增 0.52pct；研发费用 0.65 亿元，同比增长 170.46%，研发费用率 5.66%，同比增 0.22pct，环比增 1.92pct。公司 2020 年计提资产减值损失 0.02 亿，计提信用减值损失 0.42 亿。

投资建议

- **盈利预测与投资评级：**考虑到高景气下公司量利齐升，我们将 2021-2022 年的归母净利润从 6/8.2 亿元上调至 6.62/8.58 亿元，同比增长 72%/30%，预计 2023 年归母净利润为 12.03 亿元，同比增长 40%；21-23 年 EPS 为 1.46/1.89/2.65 元；当前市值对应 PE 分别 33/25/18 倍，给予 21 年 50x，对应目标 73.0 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策及销量不及预期

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 阮巧燕
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn
研究助理 岳斯瑶
yuesy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.73
一年最低/最高价	20.87/70.00
市净率(倍)	5.68
流通 A 股市值(百万元)	20790.51

基础数据

每股净资产(元)	8.40
资产负债率(%)	35.86
总股本(百万股)	453.62
流通 A 股(百万股)	435.59

相关研究

- 1、《当升科技（300073）：海外放量+产能落地，正极龙头全球竞争力逐步突显》2020-12-04
- 2、《当升科技（300073）：量利齐升，业绩好于预期》2020-10-29
- 3、《当升科技（300073）：收购常州当升剩余股权，优质产能放量在即》2020-09-12

2020年归母净利润3.85亿，同比转正，超业绩预告上限：2020年公司营收31.83亿元，同比增长39.36%；归母净利润3.85亿元，同比增长284.12%，此前公司预告全年归母净利润3.2-3.8亿元，超预告上限，好于预期；扣非净利润2.44亿元，同比增长189.89%；2020年毛利率为19.21%，同比下滑0.47pct；净利率为12.21%，扭亏为盈。

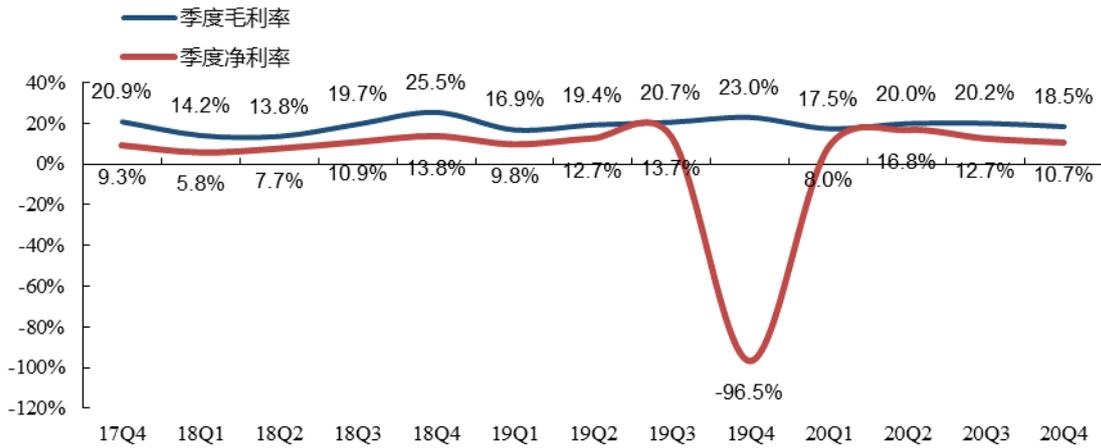
非经常性损益对冲信用减值损失影响，20Q4净利1.2亿，同比转正：2020Q4公司实现营收11.55亿元，同比增加160.14%，环比增长23.22%；归母净利润1.20亿元，同比转正，环比增长1.52%，扣非归母净利润0.16亿元，同比增长103.56%，环比下滑85.34%。盈利能力方面，Q4毛利率为18.53%，同比下降4.51pct，环比下滑1.66pct，主要为运费和港杂费等计入营业成本所致；净利率10.66%，同比转正，环比下降2.01pct，扣非净利率1.44%，同比转正，环比下滑10.66pct，主要系人民币升值导致的汇兑损失增加（远期结汇到期及公允价值变动收益计入非经常性损益）、坏账准备计提（信用减值损失0.32亿元，其中比克电池坏账准备影响盈利0.27亿元）以及员工薪酬增加（计提及补充缴纳年金影响）所致，若加回汇兑损益及坏账准备，对应扣非净利润1.1亿元左右，符合预期。

图1：当升科技季度经营状况

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
营业收入(百万)	1,155.3	937.6	674.5	415.8	444.1
-同比	160.14%	87.41%	-1.66%	-36.40%	-44.65%
毛利率	18.53%	20.19%	20.05%	17.54%	23.04%
归母净利润(百万)	120.3	118.5	113.2	32.9	-428.7
-同比	128.06%	72.83%	30.08%	-48.66%	-486.82%
净利率	10.66%	12.67%	16.83%	8.00%	-96.54%
扣非归母净利润(百万)	16.63	113.45	67.90	45.58	-467.09
-同比	103.56%	62.37%	-11.35%	-8.25%	-529.89%
扣非归母净利率	1.44%	12.10%	10.07%	10.96%	-105.18%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：当升科技分季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外客户贡献明显增量，锂电材料业绩高增。20年公司锂电材料收入30.14亿，同比上升38.45%，毛利率17.6%，同比-0.88pct。分产品看，多元材料贡献主要增量，20年多元材料收入24.68亿，同比上升45.96%，毛利率18.11%，同比增长0.76pct，其中下半年营收16.4亿元，环比+98%，主要受益于国内外需求爆发。钴酸锂收入稳健增长，20年5.34亿，同比上升17.05%，毛利率14.32%，同比下滑4.7pct。分区域看，公司国际客户增量显著，20年出货结构中国际客户占比近70%，全年海外市场收入12.13亿，同比大幅增长125.65%，收入占比40%，毛利率17.05%，同比上升1.49pct，其中多元材料贡献主要收入11.9亿元，占比48%。

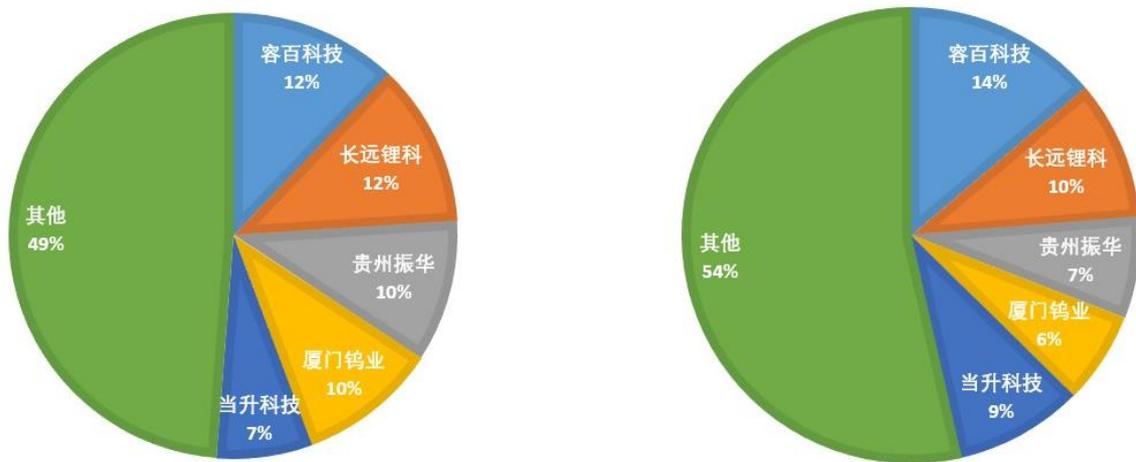
图3：当升科技分业务情况

		2020年				2020年H2		2020年H1	
		营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	毛利率	营业收入 (亿)	毛利率
锂电材料	多元材料	24.68	45.96%	18.11%	0.76%	16.4	18.14%	8.28	18.06%
	钴酸锂	5.34	17.05%	14.32%	-4.69%	3.32	14.84%	2.02	13.46%
	其他	0.12	-60.96%	60.26%	-14.13%	0.08	63.89%	0.04	52.99%
锂电材料合计		30.14	38.45%	17.60%	-0.88%	19.79	17.76%	10.35	17.30%
-国内		18	9.85%	17.97%	-1.46%	12.67	18.18%	5.33	17.46%
国内：钴酸锂		5.09				1.72		3.37	
国内：多元材料		12.8				10.89		1.91	
-海外		12.13	125.65%	17.05%	1.49%	7.11	16.99%	5.02	17.13%
海外：钴酸锂		0.25				0.14		0.11	
海外：多元材料		11.88				6.97		4.91	
智能设备		1.7	57.99%	47.85%	3.59%	1.14	45.60%	0.56	52.43%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

客户结构优化+产能释放，出货量重回高增长：公司全年出货 2.4 万吨，同比+50%，其中三元材料出货 2.1 万吨左右，钴酸锂出货 0.3 万吨左右；四季度公司满产满销，预计出货 9000 吨左右，同比增长 150%+，环比增长 30%。20 年高增长主要得益于国际客户放量，公司为 SK 第一大供应商，同时高镍产品也对某国际大客户实现稳定出货，20 年公司海外出货量达到 1 万吨，我们预计 21 年有望实现 150%以上增长。产能方面，目前公司产能 4.4 万吨，明年常州一期二阶段 3 万吨产能有望投产，我们预计 22 年开始贡献增量。由于公司产能有一定弹性，我们预计 21 年公司销量有望达 5 万吨，同比翻番。

图 4：当升科技市占率提升（左：2019 年，右：2020 年）



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

20 年单吨利润基本维持，21 年产品结构改善+原材料涨价盈利有望提升。20 年全年公司正极材料单吨净利润 1.3 万元/吨左右，同比微降，主要受上半年产能利用率不足及下半年人民币升值影响；Q4 单吨利润预计 1.2-1.3 万/吨，环比近下滑 10%，我们预计 2021 年 Q1 将恢复。21Q1 公司排产环比基本持平，预计出货 8500 吨左右，同比增长 160%+，环比微降 10%；且 21Q1 原材料价格跳涨，带动正极材料价格提升，我们预计公司将部分受益于低价库存，单吨盈利维持 1.3-1.5 万/吨。全年看，公司产品结构优化，高镍产品已供应某国际大客户，月出口百吨以上，下半年将大规模放量，我们预计公司高镍产品占比将持续提升至 20%以上，整体量利齐升，高增可期。

智能装备环比 20H2 明显恢复。智能装备业务 2020 年收入 1.7 亿，同比上升 57.99%，毛利率 47.85%，同比增长 3.59pct。其中 20H2 收入 1.14 亿元，同比 149.65%，环比 20H1 大幅增长 103.57%，毛利率 45.60%。

汇兑损失+研发费用提升影响期间费用。2020 年公司期间费用合计 3.15 亿元，同比增长 74.10%，费用率为 9.89%，同比增长 1.97pct。Q4 期间费用合计 1.49 亿，同比

增长197.12%，环比增长83.21%，增长明显；其中销售费用0.01亿元，销售费用率0.09%，同比下降2.06pct，环比下降1.05pct；管理费用0.46亿元，管理费用率4.0%，同比上升0.49pct，环比上升2.84pct；财务费用0.37亿元，同比增长3878.43%，主要原因为汇兑损失增加，财务费用率3.17%，同比增2.96pct，环比增0.52pct；研发费用0.65亿元，同比增长170.46%，研发费用率5.66%，同比增0.22pct，环比增1.92pct。公司2020年计提资产减值损失0.02亿，计提信用减值损失0.42亿。

图5：当升科技季度费用情况

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
销售费用	7.10	9.69	6.74	9.53	5.92	11.23	10.65	1.04
-销售费用率	1.09%	1.94%	1.35%	2.15%	1.42%	1.66%	1.14%	0.09%
管理费用	11.92	14.63	9.13	15.61	8.46	22.87	10.92	46.23
-管理费用率	1.82%	2.92%	1.82%	3.51%	2.03%	3.39%	1.16%	4.00%
研发费用	28.70	31.66	14.60	24.17	18.35	29.52	35.05	65.37
-研发费用率	4.39%	6.33%	2.92%	5.44%	4.41%	4.38%	3.74%	5.66%
财务费用	2.75	-3.27	-3.12	0.92	-9.27	-3.08	24.83	36.60
-财务费用率	0.42%	-0.65%	-0.62%	0.21%	-2.23%	-0.46%	2.65%	3.17%
期间费用	50.47	52.70	27.36	50.22	23.47	60.54	81.45	149.23
-期间费用率	7.72%	10.53%	5.47%	11.31%	5.64%	8.97%	8.69%	12.92%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	-294.17	0.00	-0.98	0.00	-0.92
信用减值损失	8.70	-0.42	-3.24	-268.19	-1.29	1.22	-9.16	-32.27

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

原材料库存增加明显；两基地投产后转固，固定资产大增。2020年公司存货为5.23亿，较年初增加142.64%，其中原材料1.36亿，较年初大幅增加107.85%，库存商品0.99亿，较年初增19.02%。应收账款9.67亿，较年初增长69.27%。2020年公司经营活动净现金流为6.61亿，同比上升90%，账面现金为17.27亿，较年初下降21%；2020年资本开支为5.43亿，同比上升22%；期末固定资产10.44亿，较年初增154.04%，主要是江苏当升锂电正极材料生产基地三期竣工投产，当升科技锂电新材料产业基地一期部分竣工投产所致，在建工程3.98亿，较年初减少36%。

盈利预测：考虑到高景气下公司量利齐升，我们将2021-2022年的归母净利润从6/8.2亿元上调至6.62/8.58亿元，同比增长72%/30%，预计2023年归母净利润为12.03亿元，同比增长40%；21-23年EPS为1.46/1.89/2.65元；当前市值对应PE分别33/25/18倍，给予21年50x，对应目标73.0元，维持“买入”评级。

风险提示：政策及销量不及预期。

当升科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	4186	6639	8150	11035	营业收入	3183	6871	8462	11960
现金	1727	2170	2040	2584	减:营业成本	2572	5554	6909	9886
应收账款	968	2358	2998	4424	营业税金及附加	8	17	21	30
存货	523	1132	1408	2016	营业费用	29	62	122	172
其他流动资产	968	979	1704	2011	管理费用	89	158	169	239
非流动资产	1756	1809	1871	1943	研发费用	148	254	254	287
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	49	53	52	-18
固定资产	1044	1116	1197	1237	资产减值损失	43	76	14	12
在建工程	398	398	398	448	加:投资净收益	106	49	55	32
无形资产	138	135	131	128	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	176	160	145	130	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5941	8448	10021	12978	营业利润	452	770	999	1400
流动负债	1864	3887	4833	6912	加:营业外净收支	1	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	453	769	998	1399
应付账款	726	1569	1952	2793	减:所得税费用	64	108	140	196
其他流动负债	1137	2318	2882	4120	少数股东损益	4	0	0	0
非流动负债	267	267	267	267	归属母公司净利润	385	662	858	1203
长期借款	0	0	0	0	EBIT	501	823	1051	1381
其他非流动负债	267	267	267	267	EBITDA	579	930	1169	1510
负债合计	2131	4154	5100	7179	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.85	1.46	1.89	2.65
归属母公司股东权益	3811	4294	4921	5799	每股净资产(元)	8.40	9.47	10.85	12.78
负债和股东权益	5941	8448	10021	12978	发行在外股份(百万股)	454	454	454	454
					ROIC(%)	26.5	34.7	30.4	32.3
					ROE(%)	10.1	15.4	17.4	20.7
					毛利率(%)	19.2	19.2	18.4	17.3
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.2	9.6	10.1	10.1
经营活动现金流	661	786	279	1018	资产负债率(%)	35.9	49.2	50.9	55.3
投资活动现金流	-46	-111	-125	-168	收入增长率(%)	39.4	115.8	23.2	41.3
筹资活动现金流	-129	-231	-283	-306	净利润增长率(%)	284.1	71.9	29.7	40.1
现金净增加额	486	443	-130	543	P/E	56	33	25	18
折旧和摊销	78	107	118	128	P/B	6	5	4	4
资本开支	543	160	180	200	EV/EBITDA	37	23	19	14
营运资本变动	297	-63	-708	-275					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>