

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

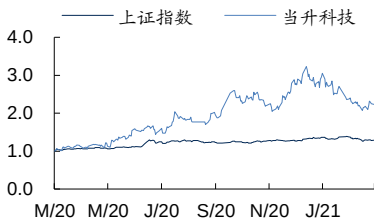
当升科技(300073)
买入

2020 年年报点评

(首次评级)

2021 年 03 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	454/436
总市值/流通(百万元)	19,397/18,626
上证综指/深圳成指	3,443/13,761
12 个月最高/最低(元)	70.00/20.87

证券分析师：王蔚祺

 E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080003

联系人：万里明

 电话: 021-60875172
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

海外客户放量，盈利高增速可期

● 全年营收恢复高增速，盈利扭亏为盈

公司 2020 年营收 31.83 亿元 (+39.4%)，归母净利润 3.85 亿元，同比转正，Q4 归母净利润 1.20 亿元 (同比+128%、环比+0.8%)，公司海外占比提高，产能持续释放支撑业绩增长。公司全年毛利率 19.21% (-0.48pct)，净利率为 12.21%，实现扭亏为盈，毛利率受 Q1 疫情和 Q4 人民币升值等影响。公司 Q4 扣非归母净利润仅 1663 万元，主要是公司 Q4 计提资产减值损失、计提年金和人民币升值汇兑损失所致。

● 三元正极产能快速扩张，海外营收占比提升至 38%

2020 年公司正极营收 30 亿元 (+39.8%)，销量 2.4 万吨 (+58%)。其中三元正极营收 24.68 亿元 (+46%)，销量 2.1 万吨 (+64.6%)，单吨均价 11.75 万元，单吨毛利 2.13 万元，三元国内销量 1.1 万吨，海外销量 1 万吨，海外成倍增长；公司钴酸锂正极营收 5.34 亿元 (+17%)，销量 0.3 万吨，单吨售价 17.8 万元，单吨毛利 2.55 万元，公司全年海外营收占比提升至 38%，伴随高镍产品放量公司有望维持高盈利。

● 正极产能远期储备充足，高镍&出海保障高盈利水平

海外客户放量客户结构优化，远期产能规划较大。公司海外拥有三星 SDI、LG、SKI 等大客户，当前海外客户出货占比高达七成，结构持续优化。2020 年底公司正极产能达到 4.4 万吨，全年有效产能 2.5 万吨，伴随南通 4 万吨和常州 7 万吨产能建设，2025 年公司远期产能有望达到 11 万吨，欧洲市场 12 万吨产业也在规划中，充足的产能储备保障业绩增长，高镍占比提升持续巩固公司盈利水平。

● 风险提示：锂电池需求不达预期；成本下降低于预期影响盈利。

● 投资建议：看好公司全球化布局，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内正极行业龙头，我们看好公司海外和高镍产能释放，预计公司 21-23 年归母净利润 6.3/8.6/10.6 亿元，同比增长 63%/37%/23%，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.38/1.89/2.33 元，当前股价对应 21-23 年动态 PE 分别为 31/23/18 倍，预计公司合理股价区间为 55-60 元，较当前股价溢价 29%-40%，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

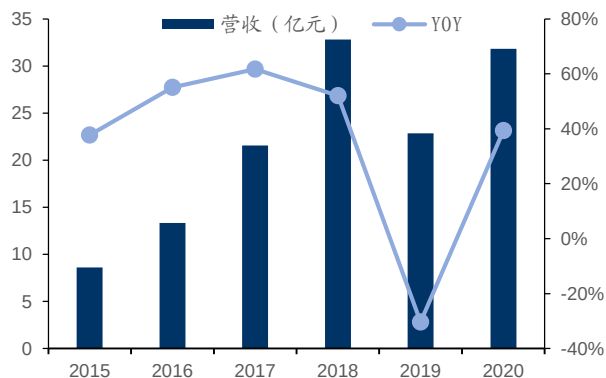
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,183.32	6,540.74	8,751.93	10,927.52
(+/-%)	39.36%	105.47%	33.81%	24.86%
净利润(百万元)	384.90	627.31	856.66	1055.68
(+/-%)	-284.12%	62.98%	36.56%	23.23%
摊薄每股收益(元)	0.85	1.38	1.89	2.33
EBIT Margin	15.28%	7.31%	8.57%	8.84%
净资产收益率(ROE)	10.10%	14.34%	16.65%	17.32%
市盈率(PE)	50.39	30.92	22.64	18.37
EV/EBITDA	38.13	41.39	28.31	23.22
市净率(PB)	5.09	4.43	3.77	3.18

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

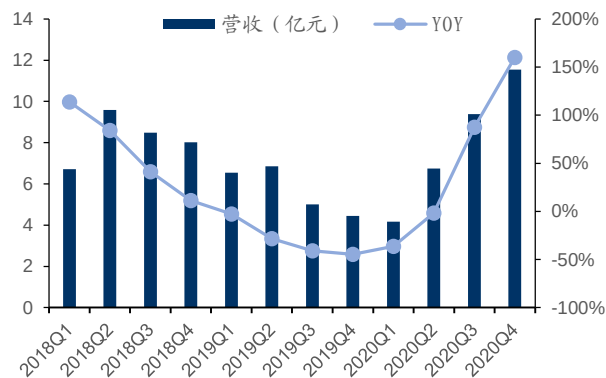
公司 2020 年实现营收 31.83 亿元 (+39.4%)，归母净利润 3.85 亿元 (同比转正)，加权 ROE 为 11.97% (同比转正)，其中 Q4 营收 11.55 亿元 (同比+160%、环比+23%)，归母净利润 1.20 亿元 (同比+128%、环比+0.8%)，全年盈利超过预告上限，单季度业绩环比上行。公司客户结构优化海外客户占比增多，产能持续扩张，高镍产能进入释放期。

图 1：公司营业收入及增速 (单位：亿元、%)



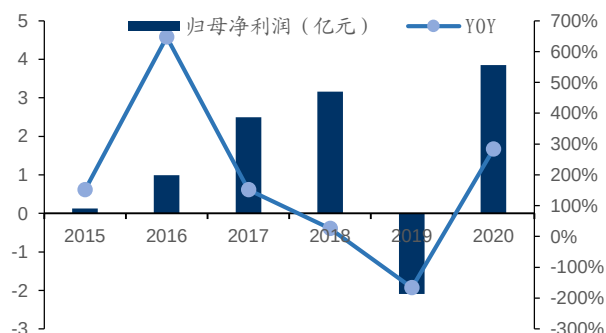
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季营业收入及增速 (单位：亿元、%)



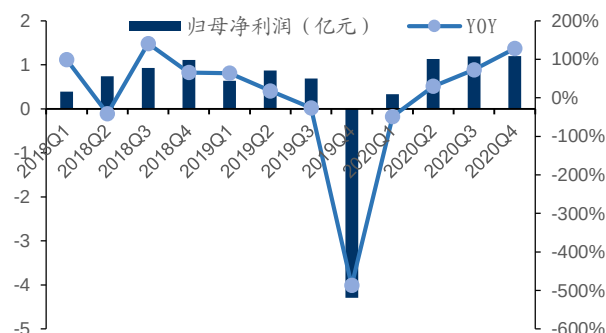
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：公司归母净利润及增速 (单位：亿元、%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速 (单位：亿元、%)

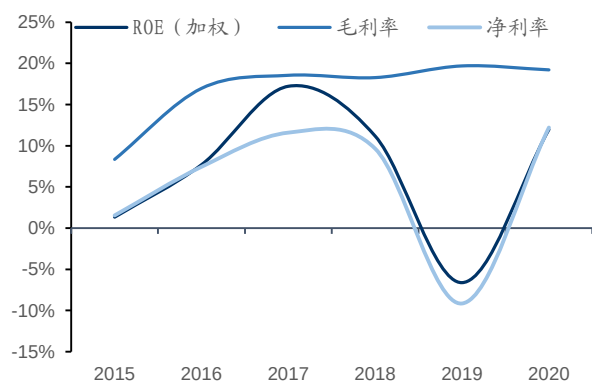


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年毛利率为 19.21% (同比-0.48pct)，净利率为 12.21%，实现扭亏为盈，销售/管理/研发/财务费率分别为 0.9% (-0.5pct)、2.8% (+0.5pct)、4.6% (+0.3pct) 和 1.5% (+1.7pct)。四个季度毛利率为 17.5%/20.1%/20.2%/18.5%，全年毛利率受 Q1 疫情和 Q4 人民币升值等因素影响。三费中，新会计准则运费计入成本导致销售费用下降，研发费用增加主要是下半年高镍单晶等产品试验增多，公司财务费用增多主要是报告期内汇兑损失增加，为规避汇率波动风险，公司购买的远期结汇产品，收益反映在投资收益和公允价值变动损失科目。

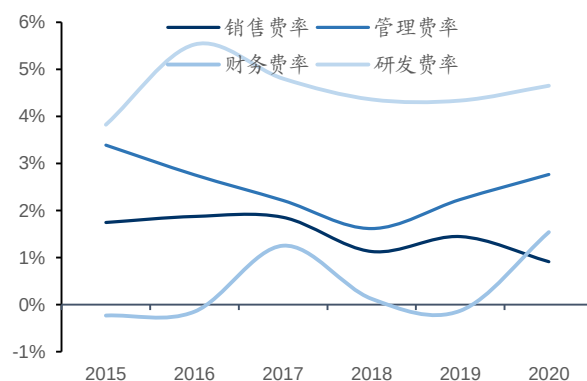
公司 Q4 扣非归母净利润仅为 1663 万元，一方面是公司客户比克电池计提坏账准备影响 2700 多万元利润，另外公司 Q4 计提补缴年金影响了 2400 多万元，还有就是下半年人民币升值导致的汇兑损失 6800 多万元，并且在 Q4 将全年的汇兑损益都调整进入非经常性损益所致。公司江苏基地三期和当升锂电新材料一期项目竣工部分转固，期末固定资产增加 154%至 10.44 亿元，公司经营性活动现金净额同比增长 90%至 3.14 亿元，主要是海外业务增长，现金结算增多，净现比增至 170%。2020 年公司每 10 股派发现金 1.65 元，现金分红共 7485 万元，占归属普通股股东净利润的比例为 19.45%，分红占比符合预期。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



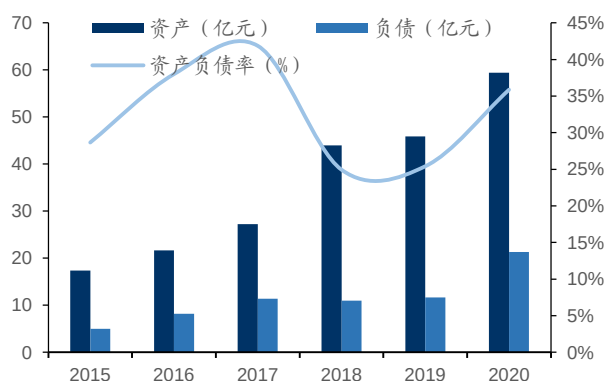
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司三费占比情况变化



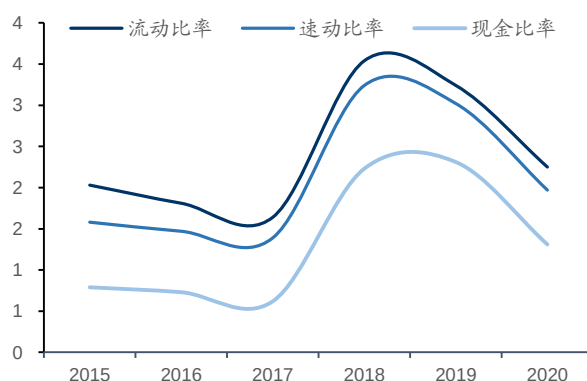
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产负债率变化情况



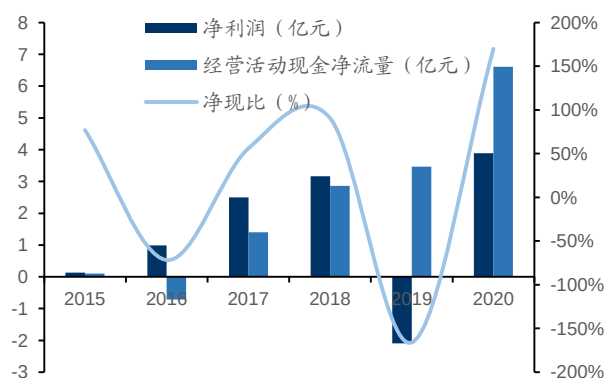
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司短期偿债指标变化



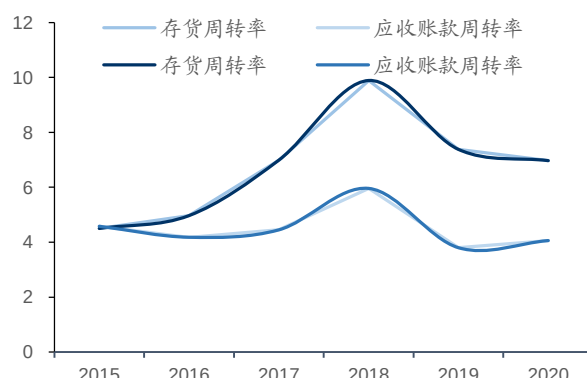
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：公司经营性现金流持续增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10：公司存货和应收账款周转率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

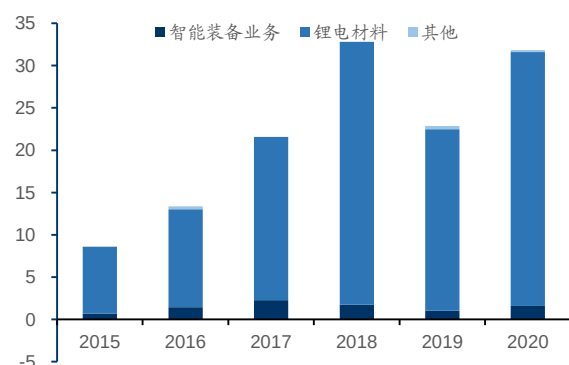
2020 年公司正极材料营收 30 亿元 (+39.8%)，销量 2.4 万吨 (+58%)，销售均价 12.5 万元/吨 (-11.7%)。三元正极营收 24.68 亿元 (+46%)，实现销量 2.1 万吨 (+64.6%)，销售均价 11.75 万元，单吨毛利 2.13 万元，其中国内三元正极销量 1.1 万吨，海外三元正极销量 1 万吨；公司钴酸锂正极营收 5.34 亿元 (+17%)，实现销量 0.3 万吨，单吨售价 17.8 万元，单吨毛利 2.55 万元。2020 年公司三元高镍 6 系和 8 系占比约为 20%，动力 5 系占比约在 58%。

表 1: 公司多元正极材料业绩拆分和预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
多元材料						
营收 (百万元)	2492	1691	2468	5652	7874	10000
YOY		-32.2%	46.0%	129.1%	39.3%	27.0%
产能 (万吨)	1.3	1.6	4.4	5.9	6.9	8.4
销量 (万吨)	1.4	1.3	2.1	4.0	6.2	8.0
产能利用率	105%	80%	48%	68%	90%	95%
售价 (万元/吨)	18.3	13.2	11.8	14.1	12.7	12.5
单吨毛利 (万元/吨)	3.0	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
成本 (万元/吨)	15.3	11.0	9.6	12.0	10.7	10.5
总成本 (百万元)	2085	1397	2021	4812	6603	8360
毛利率	16.4%	17.4%	18.11%	14.9%	16.1%	16.4%

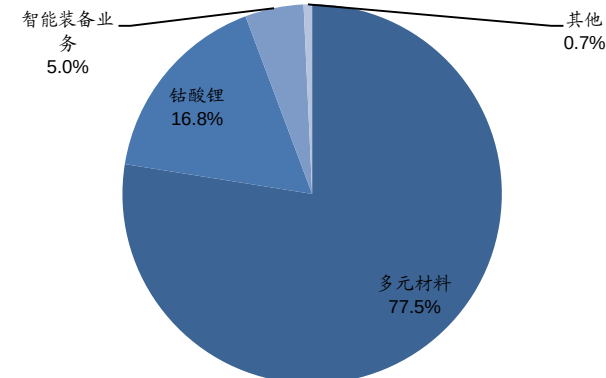
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：这里的产能指的是公司当年年底产能

图 11: 公司主营业务营收变化 (亿元)



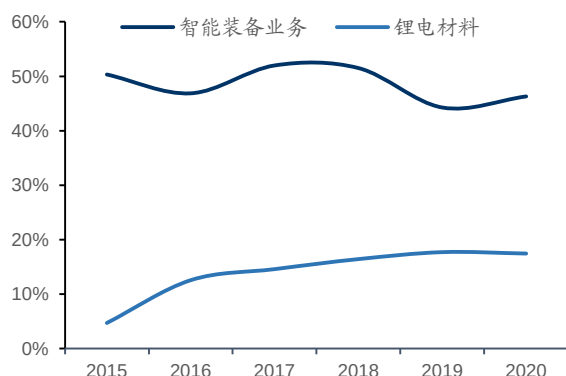
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 12: 2020 年公司多元正极材料占比显著增加



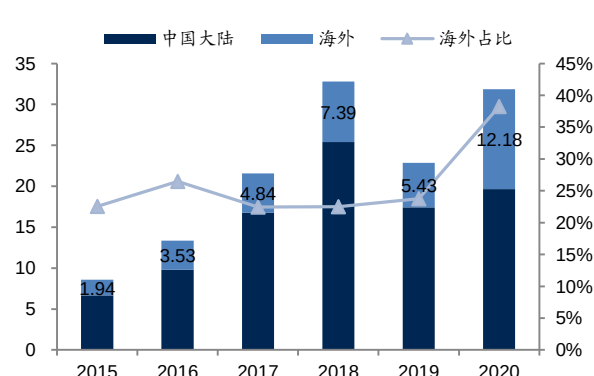
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 公司主营产品毛利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 公司海外出口营收占比显著增长 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司技术领先，加速扩产高镍布局，享受行业超额利润。公司是国内最早一批推出高镍正极的企业，2017 年已经成功量产 NCM811 产品，当前公司聚焦高性价比、高功率、单晶和高镍单晶产品，第二代固态锂电材料研发已实现导电率和比容量大幅提升。当前公司高镍产能正处于爬坡阶段，随着常州基地投产，公司高镍三元产能迎来快速释放期，高镍占比提升有望持续提升公司盈利水平。

表 2: 公司正极材料主要性能指标

产品类型	比容量 (扣式电池)	倍率性能	循环寿命
多元材料	NCM5 系 180 ~ 190mAh/g (0.2C, 3.0-4.4V)	> 89% (2C/0.2C)	> 2500
	NCM6 系 177 ~ 187mAh/g (0.2C, 3.0-4.3V)	> 89% (2C/0.2C)	> 2500
	NCM8 系 204 ~ 219mAh/g (0.2C, 3.0-4.3V)	> 89% (2C/0.2C)	> 2000
钴酸锂	高电压钴酸锂 188 ~ 194mAh/g (0.2C, 3.0-4.5V)	> 93% (2C/0.2C)	> 1000
	高倍率钴酸锂 178 ~ 186mAh/g (0.2C, 3.0-4.45V)	> 90% (30C/1C)	> 300

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

海外客户放量持续优化客户结构。公司国内配套宁德时代、比亚迪、比克、亿纬和孚能等企业，海外拥有三星 SDI、LG、SKI 等大客户，其中当升作为 SKI 的主供应商，2019 年公司海外出货量占比已经达到 40%以上，伴随 SKI 持续放量，当前公司海外出货占比高达 70%，公司前五大客户中有三大来自海外，客户结构持续优化。

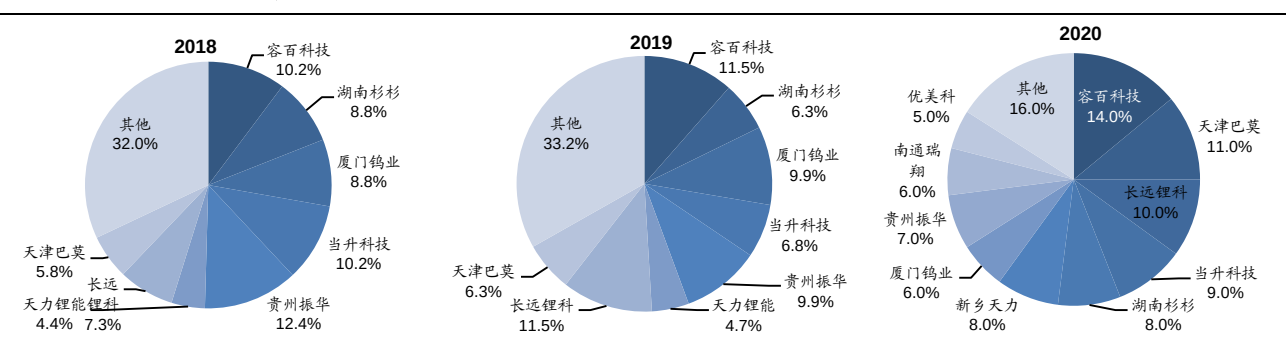
远期产能规划充沛，伴随行业持续增长。从价来看，伴随着正极产业链上下游价格持续上涨，公司有望受益于低价原料库存收益，另外公司海外占比和高镍占比提升都有望提升公司单吨盈利。从量上来看，2020 年底公司正极产能达到 4.4 万吨，全年有效产能 2.5 万吨，伴随南通 4 万吨和常州 7 万吨产能建设，2025 年公司国内产能有望达到 11 万吨，欧洲市场 12 万吨产能也在规划中，产能持续释放保障公司业绩增长。

表 3: 当升科技产能规划 (万吨)

	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年末
燕郊工厂	钴酸锂	0.3	0.3	0.3	0.3
	普通三元	0.3	0.3	0.3	0.3
	合计	0.6	0.6	0.6	0.6
江苏海门	普通三元	0.6	0.6	0.6	0.6
	高镍三元	0.4	1.2	1.2	1.2
	合计	1	1.8	1.8	1.8
常州基地	高镍三元		2	3.5	4.5
	三元合计	1.3	4.1	5.6	6.6
总产能	1.6	4.4	5.9	6.9	8.4

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理与预测

图 15: 国内三元正极材料企业出货量占比



资料来源: GGII、国信证券研究所整理

投资建议：公司是国内正极行业龙头，伴随行业高增速产能持续释放，我们看好公司海外市场放量和高镍产能爬坡，预计公司 21-23 年归母净利润 6.3/8.6/10.6 亿元，同比增长 63%/37%/23%，对应 21-23 年 EPS 分别为 1.38/1.89/2.33 元，当前股价对应 21-23 年动态 PE 分别为 31/23/18 倍，预计合理股价区间为 55-60 元，较当前股价溢价 29%-40%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

- （1）全球锂电池需求不达预期的风险；
- （2）公司成本下降低于预期影响盈利的风险；
- （3）公司扩产进度不及预期的风险。

表 4：可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.03.23	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300037	新宙邦	69.09	277.94	1.23	1.56	2.09	-	56.2	44.3	33.1	-	增持
002812	恩捷股份	116.25	1,007.14	1.26	1.95	2.75	4.18	92.3	59.6	42.3	27.8	增持
603659	璞泰来	90.65	446.43	1.35	2.14	2.69	3.43	67.1	42.4	33.7	26.4	增持
300073	当升科技	47.73	193.97	0.85	1.38	1.89	2.33	50.3	31.0	22.6	18.4	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1727	1888	2497	3069	营业收入	3183	6541	8752	10928
应收款项	982	1971	2398	2994	营业成本	2572	5533	7288	9073
存货净额	523	1049	1380	1719	营业税金及附加	8	16	22	27
其他流动资产	243	458	613	765	销售费用	29	59	70	87
流动资产合计	4186	6077	7599	9258	管理费用	88	454	622	774
固定资产	1442	2061	2547	3009	财务费用	49	(70)	(64)	(79)
无形资产及其他	138	129	120	111	投资收益	106	80	80	80
投资性房地产	176	176	176	176	资产减值及公允价值变动	72	100	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(163)	0	0	0
资产总计	5941	8443	10442	12554	营业利润	452	728	994	1225
短期借款及交易性金融负债	0	300	300	300	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	1676	2997	3944	4911	利润总额	453	728	994	1225
其他流动负债	187	398	592	697	所得税费用	64	95	129	159
流动负债合计	1864	3695	4835	5908	少数股东损益	4	6	8	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	385	627	857	1056
其他长期负债	267	367	447	527					
长期负债合计	267	367	447	527					
负债合计	2131	4062	5282	6435					
少数股东权益	0	5	13	22					
股东权益	3811	4375	5146	6097					
负债和股东权益总计	5941	8443	10442	12554					

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	385	627	857	1056
资产减值准备	(292)	2	1	1
折旧摊销	78	89	122	147
公允价值变动损失	(72)	(100)	(100)	(100)
财务费用	49	(70)	(64)	(79)
营运资本变动	(112)	(97)	309	67
其它	296	4	7	8
经营活动现金流	283	524	1195	1178
资本开支	(261)	(600)	(500)	(500)
其它投资现金流	(555)	0	0	0
投资活动现金流	(816)	(600)	(500)	(500)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1)	(63)	(86)	(106)
其它融资现金流	89	300	0	0
融资活动现金流	88	237	(86)	(106)
现金净变动	(445)	161	609	573
货币资金的期初余额	2172	1727	1888	2497
货币资金的期末余额	1727	1888	2497	3069
企业自由现金流	123	(193)	583	554
权益自由现金流	211	168	639	622

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.85	1.38	1.89	2.33
每股红利	0.00	0.14	0.19	0.23
每股净资产	8.40	9.65	11.35	13.44
ROIC	13%	13%	18%	22%
ROE	10%	14%	17%	17%
毛利率	19%	15%	17%	17%
EBIT Margin	15%	7%	9%	9%
EBITDA Margin	18%	9%	10%	10%
收入增长	39%	105%	34%	25%
净利润增长率	-284%	63%	37%	23%
资产负债率	36%	48%	51%	51%
息率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%
P/E	50.4	30.9	22.6	18.4
P/B	5.1	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	38.1	41.4	28.3	23.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032