

2021年04月22日

正极业务量利大幅提升，拟募资加速扩产
买入（维持）

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

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）	59.96	34.88	26.89	19.19

投资要点

■ **Q1 归母净利 1.5 亿，处业绩预告上限，扣非利润 1.15 亿，符合市场预期。**2021 年 Q1 公司实现营收 12.64 亿元，同比增加 203.94%，环比增长 9.4%；归母净利润 1.49 亿元，同比大增 353.48%，环比增长 24.02%，此前预告归母净利 1.2-1.5 亿元，本次处业绩预告上限；Q1 扣非归母净利润 1.15 亿元，同比增长 152.19%，环比上升 591%，符合预期，其中主要为收到比克贷款后的减值准备转回；盈利能力方面，Q1 毛利率为 19.23%，同比上升 1.69pct，环比增 0.7pct；归母净利率 11.8%，同比上升 3.89pct，环比增 1.39pct；Q1 扣非净利率 9.09%，同比略下滑，环比增 7.65pct，主要系提前计提部分年终奖及年金影响。

■ **Q1 满产满销，正极量利齐升。**公司 2021 年 Q1 满产满销，我们预计一季度公司出货近 9000 吨，环比微降。我们预计 Q1 扣非单吨净利在 1.2-1.3 万/吨，环比持平微增。全年看，我们预计公司 21 年销量有望达 5 万吨，同比翻番，其中海外出货占比预计达 60%，SK 专利纠纷解决，全年预计贡献 2 万吨左右需求，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，其中高镍产品占比将持续提升至 20%以上，产品结构优化。盈利能力来看，21Q1 原材料价格跳涨，带动正极材料价格提升，我们预计公司受益于低价库存与产品结构改善，全年单吨盈利预计维持在 1.3-1.5 万/吨，整体量利齐升，高增可期。

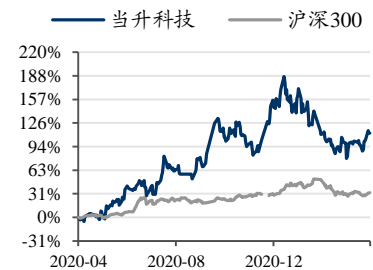
■ **募资计划启动，扩产稳步推进，未来销量高增可期。**公司公告计划向特定对象募资不超过 46.45 亿元，其中矿冶集团认购不低于 2 亿元，稳步推进产能建设。其中，常州基地（二期）规划投资 24.7 亿元新建 5 万吨高镍正极产能，达产后预计实现净利 3.3 亿元；江苏基地（四期）规划投资 10.96 亿元新建 2 万吨 3C 数码类正极产能，达产后预计实现净利 1.7 亿元。公司现有 3.4 万吨有效产能，1 万吨产能预计于下半年释放，年底产能预计达 4.4 万吨，由于公司高镍产能切换中高镍产品具备一定弹性，我们预计 2021 年公司销量有望达 5 万吨，同比翻番，明年常州一期（二阶段）3 万吨产能有望投产，我们预计 2022 年开始贡献增量，随着扩产计划落地，公司 2023 年预计具备近 15 万吨正极产能，对应约 100GWh 的电池需求，未来高增可期。

投资建议

■ **盈利预测与投资评级：**我们基本维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年的归母净利润为 6.62/8.58/12.03 亿元，同比增长 72%/30%/40%；21-23 年 EPS 为 1.46/1.89/2.65 元；当前市值对应 PE 分别 35/27/19 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.88
一年最低/最高价	22.51/70.00
市净率(倍)	5.83
流通 A 股市值(百万元)	22162.60

基础数据

每股净资产(元)	8.73
资产负债率(%)	32.98
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）2020 年年报点评：国际大客户持续放量，公司重回高增长》2021-03-23
- 2、《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
- 3、《当升科技（300073）：量利齐升，业绩好于预期》2020-10-29

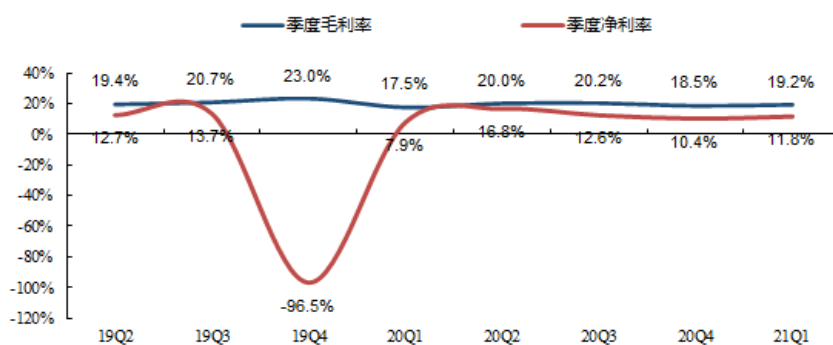
Q1 归母净利 1.5 亿，处业绩预告上限，扣非利润 1.15 亿，符合市场预期。2021 年 Q1 公司实现营收 12.64 亿元，同比增加 203.94%，环比增长 9.4%；归母净利润 1.49 亿元，同比大增 353.48%，环比增长 24.02%，此前预告归母净利 1.2-1.5 亿元，本次处业绩预告上限；Q1 扣非归母净利润 1.15 亿元，同比增长 152.19%，环比上升 591%，符合预期，其中主要为收到比克贷款后的减值准备转回；盈利能力方面，Q1 毛利率为 19.23%，同比上升 1.69pct，环比增 0.7pct；归母净利率 11.8%，同比上升 3.89pct，环比增 1.39pct；Q1 扣非净利率 9.09%，同比略下滑，环比增 7.65pct，主要系提前计提部分年终奖及年金影响。

图 1：当升科技季度经营状况

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,263.9	1,155.3	937.6	674.5	415.8
-同比	203.94%	160.14%	87.41%	-1.66%	-36.40%
毛利率	19.23%	18.53%	20.19%	20.05%	17.54%
归母净利润(百万)	149.2	120.3	118.5	113.2	32.9
-同比	353.48%	128.06%	72.83%	30.08%	-48.66%
归母净利率	11.80%	10.41%	12.64%	16.78%	7.91%
扣非归母净利润(百万)	114.94	16.63	113.45	67.90	45.58
-同比	152.19%	-103.56%	62.37%	-11.35%	-8.25%
扣非归母净利率	9.09%	1.44%	12.10%	10.07%	10.96%

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

Q1 满产满销，正极量利齐升。公司 2021 年 Q1 满产满销，我们预计一季度公司出货近 9000 吨，环比微降。我们预计 Q1 扣非单吨净利在 1.2-1.3 万/吨，环比持平微增。

全年看，我们预计公司 21 年销量有望达 5 万吨，同比翻番，其中海外出货占比预计达 60%，SK 专利纠纷解决，全年预计贡献 2 万吨左右需求，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，其中高镍产品占比将持续提升至 20%以上，产品结构优化。盈利能力来看，21Q1 原材料价格跳涨，带动正极材料价格提升，我们预计公司受益于低价库存与产品结构改善，全年单吨盈利预计维持在 1.3-1.5 万/吨，整体量利齐升，高增可期。

募资计划启动，扩产稳步推进，未来销量高增可期。公司公告计划向特定对象募资不超过 46.45 亿元，其中矿冶集团认购不低于 2 亿元，稳步推进产能建设。其中，常州基地（二期）规划投资 24.7 亿元新建 5 万吨高镍正极产能，达产后预计实现净利 3.3 亿元；江苏基地（四期）规划投资 10.96 亿元新建 2 万吨 3C 数码类正极产能，达产后预计实现净利 1.7 亿元。公司现有 3.4 万吨有效产能，1 万吨产能预计于下半年释放，年底产能预计达 4.4 万吨，由于公司高镍产能切换中高镍产品具备一定弹性，我们预计 2021 年公司销量有望达 5 万吨，同比翻番，明年常州一期（二阶段）3 万吨产能有望投产，我们预计 2022 年开始贡献增量，随着扩产计划落地，公司 2023 年预计具备近 15 万吨正极产能，对应约 100GWh 的电池需求，未来高增可期。

图 3：公司募集资金计划使用情况（亿元）

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	产能规划	建设期
当升科技（常州）锂电新材料产业基地二期工程项目	24.70	20.02	5万吨	36个月
江苏当升锂电正极材料生产基地四期工程项目	10.96	7.56	2万吨	23个月
当升科技（常州）锂电新材料研究院项目	5.63	4.94	-	-
补充流动资金	13.93	13.93	-	-
合计	55.23	46.45	-	-

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司期间费用控制良好，研发投入增加。2021 年 Q1 公司期间费用合计 0.99 亿元，同比增长 323.46%，费用率为 7.86%，同比增长 2.22pct。2021 年 Q1 销售费用 0.12 亿元，销售费用率 0.91%，同比下降 0.51pct，环比上涨 0.82pct；管理费用 0.38 亿元，管理费用率 3.0%，同比上升 0.96pct，环比下降 1pct；财务费用-0.13 亿元，同比增长 40.55%；财务费用率-1.03%，同比上升 1.2pct，环比降 4.2pct；研发费用 0.63 亿元，同比增长 243.34%，研发费用率 4.98%，同比增 0.57pct，环比降 0.67pct。公司 2021 年 Q1 转回资

产减值损失 9 万元，转回信用减值损失 0.39 亿元。

图 4：当升科技季度费用情况

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	5.92	11.23	10.65	1.04	11.52
-销售费用率	1.42%	1.66%	1.14%	0.09%	0.91%
管理费用	8.46	22.87	10.92	46.23	37.88
-管理费用率	2.03%	3.39%	1.16%	4.00%	3.00%
研发费用	18.35	29.52	35.05	65.37	63.00
-研发费用率	4.41%	4.38%	3.74%	5.66%	4.98%
财务费用	-9.27	-3.08	24.83	36.60	-13.02
-财务费用率	-2.23%	-0.46%	2.65%	3.17%	-1.03%
期间费用	23.47	60.54	81.45	149.23	99.38
-期间费用率	5.64%	8.97%	8.69%	12.92%	7.86%
资产减值损失	0.00	-0.98	0.00	-0.92	0.09
信用减值损失	-1.29	1.22	-9.16	-32.27	39.20

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

公司库存储备及应收款增加，经营性净现金大幅减少。截止 2021 年 Q1 公司存货为 6.94 亿，较年初增加 32.69%，应收账款 11.85 亿，较年初增长 22.38%，预付款 0.23 亿元，较年初增长 134.12%，主要系预付款结算的采购量增长。2021 年 Q1 公司经营活动现金流出 3.11 亿，同比下降 1274%，主要是归还到期应付票据以及以现金结算的采购款增加。2021 年 Q1 公司投资经营活动净现金流出 2.41 亿，同比上升 33.4%；2021 年 Q1 资本开支为 1.43 亿，同比上升 77%；账面现金为 11.77 亿，较年初下降 32%，在建工程 4.36 亿元，较年初增长 10%。

投资建议：我们基本维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年的归母净利润为 6.62/8.58/12.03 亿元，同比增长 72%/30%/40%；21-23 年 EPS 为 1.46/1.89/2.65 元；当前市值对应 PE 分别 35/27/19 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	4,186	6,639	8,150	11,035	营业收入	3,183	6,871	8,462	11,960
现金	1,727	2,170	2,040	2,584	减:营业成本	2572	5554	6909	9886
应收账款	968	2,358	2,998	4,424	营业税金及附加	8	17	21	30
存货	523	1,132	1,408	2,016	销售费用	29	62	122	172
其他流动资产	945	945	1,663	1,960	管理费用	89	158	169	239
非流动资产	1,756	1,809	1,871	1,943	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	-2	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	574	558	543	577	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,941	8,448	10,021	12,978	营业利润	452	770	999	1,400
流动负债	1,864	3,887	4,833	6,912	加:营业外净收支	2	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	453	769	998	1,399
应付账款	726	1,569	1,952	2,793	减:所得税费用	64	108	140	196
其他流动负债	1,137	2,318	2,882	4,120	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	1,203
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	2,131	4,154	5,100	7,179	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	3,811	4,294	4,921	5,799	每股净资产(元)	8.40	9.47	10.85	12.78
负债和股东权益	5,941	8,448	10,021	12,978	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
现金流量表 (百万元)									
					毛利率(%)	19.2	19.2	18.4	17.3
经营活动现金流	661	786	279	1,018	销售净利率(%)	12.2	9.6	10.1	10.1
投资活动现金流	-46	-111	-125	-168	资产负债率(%)	35.9	49.2	50.9	55.3
筹资活动现金流	-129	-231	-283	-306	收入增长率(%)	39.4	115.8	23.2	41.3
现金净增加额	486	443	-130	543	净利润增长率(%)	284.1	71.9	29.7	40.1
折旧和摊销	78	107	118	128	P/E	59.96	34.88	26.89	19.19
资本开支	543	160	180	200	P/B	6.06	5.38	4.69	3.98
营运资本变动	297	-63	-708	-275	EV/EBITDA	40	25	20	15

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>