

## 证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

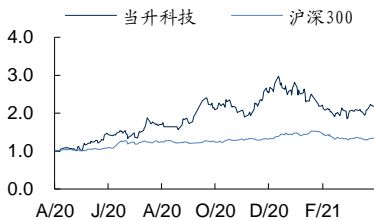
**当升科技(300073)**
**买入**

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 26 日

## 一年该股与沪深 300 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)	22,862/21,954
上证综指/深圳成指	3,474/14,352
12 个月最高/最低(元)	70.00/22.51

**相关研究报告:**

《当升科技-300073-2020 年年报点评: 海外客户放量, 盈利高增速可期》——2021-03-25

**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: 010-88005329  
 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**

# Q1 业绩符合预期, 定增项目启动

**● Q1 盈利达业绩预告上限, 盈利环比增加 24%**

公司 21 年 Q1 实现营收 12.6 亿元, 同比+204%, 环比+9.4%, 归母净利润 1.49 亿元, 同比+354%, 环比+24.2%, 达到预告上限, 21Q1 毛利率为 19.23% (环比+0.7pct), 净利率为 11.80% (环比+1.14pct), 一季度盈利符合市场预期。Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.9% (+0.0pct)、3.0% (+0.2pct)、5.0% (+0.3pct) 和 -1.0% (-2.6pct)。

**● Q1 正极量利齐驱, 减值冲回贡献归母净利**

正极行业量价齐升, 公司盈利维持高位。21 年 Q1 伴随着上游矿产资源价格持续上行, 前驱体和正极行业价格显著提升。21 年 Q1 公司正极材料预计出货 8500 吨以上, 环比持续提升, 单吨净利预计未 1.3-1.4 万元, 环比基本稳定, 我们预计公司 Q2 出货量近 1 万吨, 全年出货量预计可达到 4.5 万吨。公司 Q1 收到深圳比克动力电池及郑州比克电池的诉讼执行款, 单项计提坏账准备转回, 冲回信用减值损失 3920 万元。

**● 客户结构持续优化, 正极扩产定增项目启动**

公司海外拥有三星 SDI、LG、SKI 等大客户, 同时作为 SKI 的主供应商, 当前公司海外客户出货占比超 6 成。目前 LG 与 SDI 已就电池商业机密案达成和解, 双方和解对公司强化与 LG 与 SDI 的合作关系将产生积极影响。4 月 22 日公司公布定增公告, 公司拟投资 24.71 亿元建设常州基地二期项目布局 5 万吨/年高镍锂电正极材料, 拟投资 10.96 亿元建设江苏基地四期项目布局 2 万吨/年 3C 数码类正极材料, 另外欧洲市场 12 万吨产能也在建设和规划中, 产能持续释放保障公司业绩稳步高增长。

**● 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: 看好海外市场放量和产能爬坡, 维持“买入”评级**

我们看好公司海外市场放量和产能爬坡, 维持原有盈利预测, 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 36/27/22 倍, 维持“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	13.55%	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)	59.40	36.45	26.69	21.66
EV/EBITDA	44.27	47.51	32.28	26.33
市净率(PB)	6.00	5.23	4.44	3.75

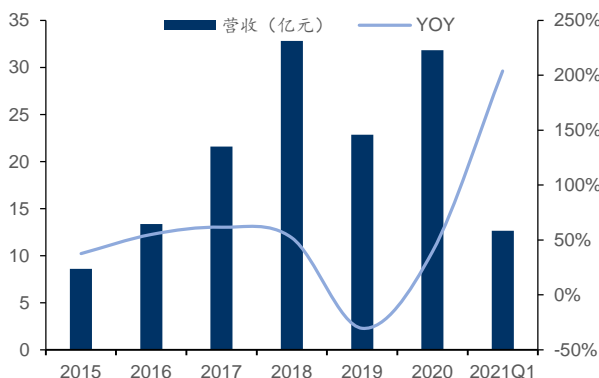
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司 21 年 Q1 实现营收 12.6 亿元, 同比+204%, 环比+9.4%, 归母净利润 1.49 亿元, 同比+354%, 环比+24.2%, 达到业绩预告上限值, 21Q1 毛利率为 19.23%, 相比 20 年全年水平+0.02pct, 与 20Q4 环比+0.7pct, 净利率为 11.80%, 相比 20 年-0.41pct, 与 20Q4 环比+1.14pct, 一季度盈利符合市场预期。公司 Q1 锂电正极材料出货量预计 8500 吨以上, 环比小幅提升, 单吨净利 1.3-1.4 万元, 环比基本稳定, 预计 Q2 公司出货量将达到 1 万吨, 全年出货量达到 4.5 万吨。21 年 Q1 正极材料销量同比大幅增加带动营收、归母净利润大幅增长, 另外公司收到比克货款后冲回已计提的减值准备对 Q1 盈利增长有一定贡献。

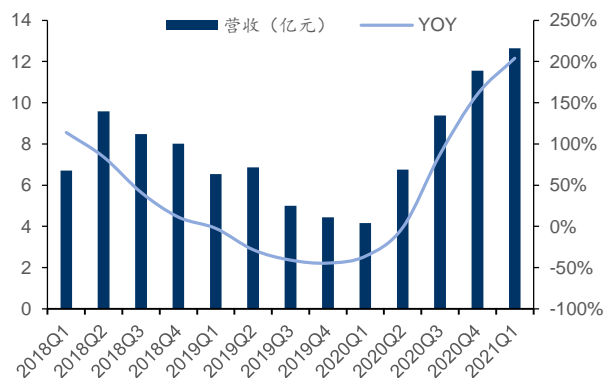
2021Q1 公司销售/管理/研发/财务费率分别为 0.9% (+0.0pct)、3.0% (+0.2pct)、5.0% (+0.3pct) 和 -1.0% (-2.6pct), 管理费用率提升主要系销量增加提升职工薪酬所致, 财务费用率大幅下降主要系报告期内汇兑收益增加所致, 公司加大研发力度, 研发费用大幅增长 243%。公司 21 年 Q1 经营活动产生的现金流量净额转负, 同比大幅下降 1273.51%, 主要是归还到期应付票据以及以现金结算的采购款增加。公司 Q1 收到深圳比克动力电池及郑州比克电池的诉讼执行款, 单项计提坏账准备转回, 冲回信用减值损失 3920 万元。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



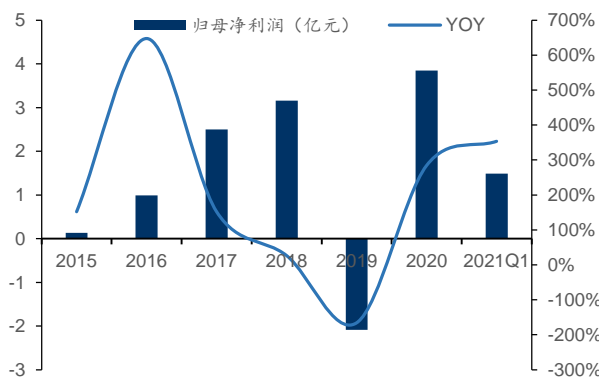
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



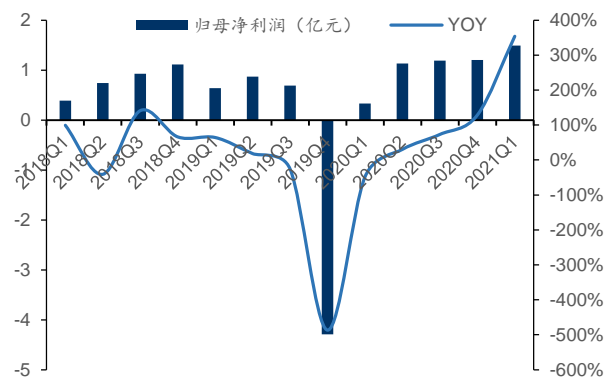
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



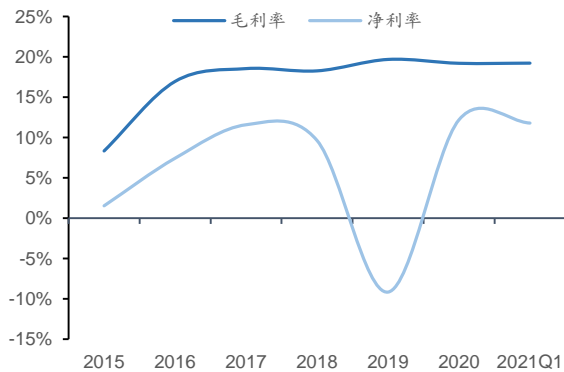
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



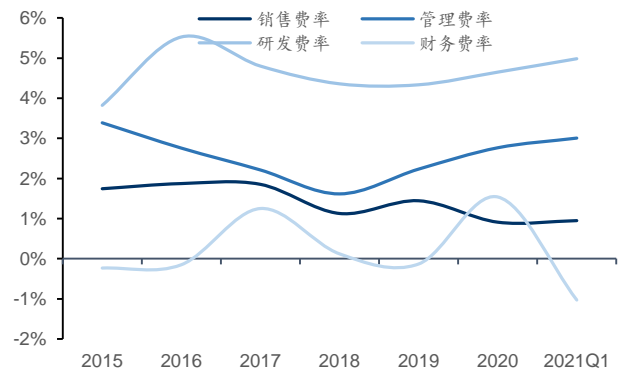
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司毛利率、净利率变化



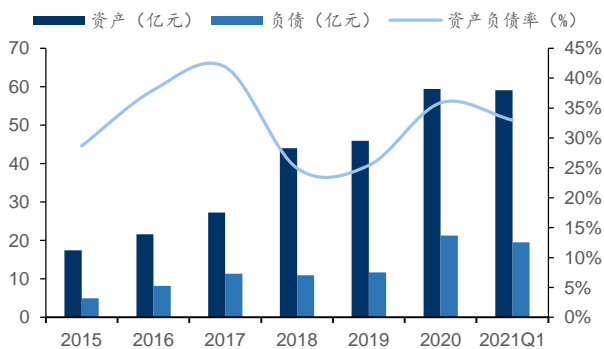
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司四费占比情况变化



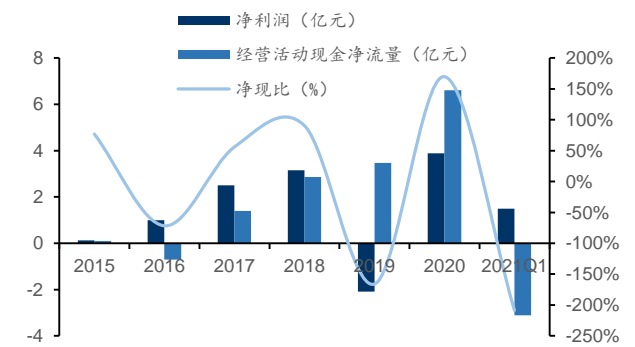
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司资产负债率变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司现金流指标变化



资料来源: 公司公告、Wind、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，伴随 SKI 持续放量，当前公司海外客户出货占比超 6 成，公司前五大客户中有三大来自海外，客户结构持续优化。目前 LG 与 SDI 已就电池商业机密案达成和解，双方和解对公司强化与 LG 与 SDI 的合作关系将产生积极影响。

**远期产能规划充沛，伴随行业持续增长。**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，目前公司常州当升一期工程第一阶段 2 万吨产能已经基本建成，部分以产能已投产，另外国内南通 4 万吨和常州 7 万吨产能以及欧洲市场 12 万吨产能也在建设和规划中，产能持续释放保障公司业绩增长。

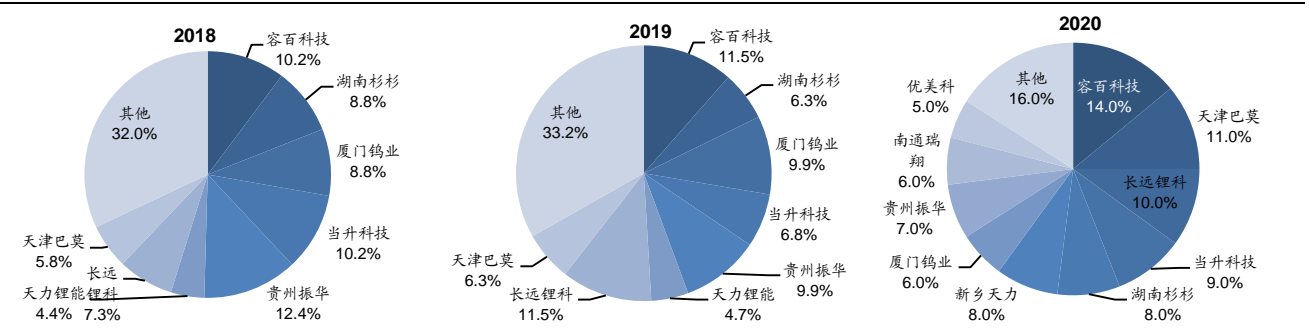
**定增项目启动，扩产进程有序推进。**公司 2021 年 4 月 22 日公告计划向特定对象募资不超过 46.45 亿元用于推进产能建设与补充流动资金。其中，1) 拟投资 24.71 亿元建设当升科技(常州)锂电新材料产业基地二期工程项目布局 5 万吨/年高镍锂电正极材料，建设周期 36 个月，达产后预计实现净利 3.31 亿元；2) 拟投资 10.96 亿元建设江苏当升锂电正极材料生产基地四期工程项目，建设周期 23 个月，达产后预计实现净利 1.72 亿元。

表 1: 公司 4 月 22 日定增项目资金使用情况

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)	项目内容	建设周期	项目主体	预期回报
1	当升科技(常州)锂电新材料产业基地二期工程项目	247,118.53	200,157.71	5万吨/年高镍锂电正极材料	36个月	常州当升	投产后预计可实现年均销售收入为584,727万元,年均净利润33,061万元,项目内部收益率14.42%(税后),总投资回收期8.14年(税后,含建设期)。
2	江苏当升锂电正极材料生产基地四期工程项目	109,642.53	75,584.70	2万吨/年3C数码类正极材料	23个月	江苏当升	投产后预计可实现年均销售收入为387,000万元,年均净利润17,233万元,项目内部收益率14.52%(税后),总投资回收期8.18年(税后,含建设期)。
3	当升科技(常州)锂电新材料研究院项目	56,258.29	49,440.69		18个月	常州当升	预计不直接产生效益,但通过为公司培育和发展前瞻性战略性锂电新材料而建立新材料研究平台,可以提升公司研发能力,加快研发技术产业化进程,提高公司的核心竞争力。
4	补充流动资金	139,316.90	139,316.90				
<b>总计</b>		<b>552,336.25</b>	<b>464,500.00</b>				

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 国内三元正极材料企业出货量占比



资料来源:GGII、国信证券经济研究所整理

**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, 维持原有盈利预测, 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 36/27/22 倍, 维持“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 2: 可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 (元) 21.04.24	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300037	新宙邦	81.25	333.77	1.26	1.74	2.29	2.84	64.5	46.7	35.5	28.6	增持
002812	恩捷股份	126.00	1,119.08	1.26	1.95	2.75	4.18	100.0	64.6	45.8	30.1	增持
603659	璞泰来	111.95	555.30	1.35	2.14	2.69	3.43	82.9	52.3	41.6	32.6	增持
300073	当升科技	50.40	228.62	0.85	1.38	1.89	2.33	59.3	36.5	26.7	21.6	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)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		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
<b>流动资产合计</b>	<b>4186</b>	<b>6077</b>	<b>7599</b>	<b>9258</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>5941</b>	<b>8443</b>	<b>10442</b>	<b>12554</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>453</b>	<b>728</b>	<b>994</b>	<b>1225</b>
其他流动负债	187	398	592	697	所得税费用	64	95	129	159
<b>流动负债合计</b>	<b>1864</b>	<b>3695</b>	<b>4835</b>	<b>5908</b>	少数股东损益	4	6	8	10
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>385</b>	<b>627</b>	<b>857</b>	<b>1056</b>
其他长期负债	267	367	447	527					
<b>长期负债合计</b>	<b>267</b>	<b>367</b>	<b>447</b>	<b>527</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2131</b>	<b>4062</b>	<b>5282</b>	<b>6435</b>	净利润	385	627	857	1056
少数股东权益	0	5	13	22	资产减值准备	(292)	2	1	1
股东权益	3811	4375	5146	6097	折旧摊销	78	89	122	147
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5941</b>	<b>8443</b>	<b>10442</b>	<b>12554</b>	公允价值变动损失	(72)	(100)	(100)	(100)
					财务费用	49	(70)	(64)	(79)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(112)	(97)	309	67
每股收益	0.85	1.38	1.89	2.33	其它	296	4	7	8
每股红利	0.00	0.14	0.19	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>283</b>	<b>524</b>	<b>1195</b>	<b>1178</b>
每股净资产	8.40	9.65	11.35	13.44	资本开支	(261)	(600)	(500)	(500)
ROIC	13%	13%	18%	22%	其它投资现金流	(555)	0	0	0
ROE	10%	14%	17%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(816)</b>	<b>(600)</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>
毛利率	19%	15%	17%	17%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	7%	9%	9%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	9%	10%	10%	支付股利、利息	(1)	(63)	(86)	(106)
收入增长	39%	105%	34%	25%	其它融资现金流	89	300	0	0
净利润增长率	-284%	63%	37%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>88</b>	<b>237</b>	<b>(86)</b>	<b>(106)</b>
资产负债率	36%	48%	51%	51%	<b>现金净变动</b>	<b>(445)</b>	<b>161</b>	<b>609</b>	<b>573</b>
息率	0.0%	0.3%	0.4%	0.5%	货币资金的期初余额	2172	1727	1888	2497
P/E	59.4	36.4	26.7	21.7	货币资金的期末余额	1727	1888	2497	3069
P/B	6.0	5.2	4.4	3.8	企业自由现金流	123	(193)	583	554
EV/EBITDA	44.3	47.5	32.3	26.3	权益自由现金流	211	168	639	622

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