

2021年08月24日

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

正极业务量利齐升，业绩略超市场预期 买入（维持）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,183	6,871	9,356	12,784
同比（%）	39%	116%	36%	37%
归母净利润（百万元）	385	863	1,107	1,594
同比（%）	-284%	124%	28%	44%
每股收益（元/股）	0.85	1.90	2.44	3.51
P/E（倍）	86.12	38.40	29.94	20.79

■ 投资要点

■ **2021H1 归母净利润 4.47 亿元，同比增长 206%，略超市场预期。**2021 年 H1 公司营收 29.89 亿元，同比增长 174.1%；归母净利润 4.47 亿元，同比增长 206%；扣非净利润 2.91 亿元，同比增长 156.7%，政府补助 0.11 亿元等；2021 年 H1 毛利率为 21.17%，同比增加 2.07pct；归母净利率为 14.96%，同比增加 1.5pct。此前公司预告上半年归母净利润 4.1-4.5 亿元，中报业绩偏业绩预告上限，略超市场预期。

■ **2021Q2 扣非归母净利润 1.76 亿元，环比大增 53%，盈利能力环比向上。**2021Q2 公司实现营收 17.25 亿元，同比增加 155.68%，环比增长 36.45%；归母净利润 2.98 亿元，同比增长 163.15%，环比增长 99.61%，扣非归母净利润 1.76 亿元，同比增长 159.74%，环比增长 53.43%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 22.59%，同比增长 2.54pct，环比增长 3.35pct；归母净利率 17.27%，同比增长 0.49pct，环比增长 5.46pct；Q2 扣非净利率 10.23%，同比提升 0.16pct，环比提升 1.13pct。

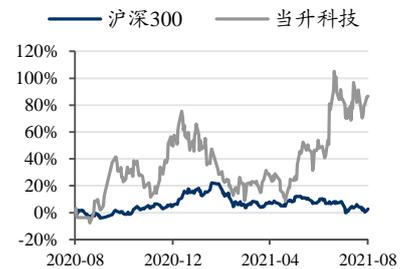
■ **Q2 满产满销，正极业务量利齐升，高镍产品推进顺利。**2021 年 H1 公司正极材料产量达 1.92 万吨，其中多元材料产 1.8 万吨，钴酸锂产 0.12 万吨，公司上半年共销售 1.89 万吨，同比增长 131.60%，其中 Q2 出货量预计约 1 万吨，环比增长 15%+；我们预计公司全年出货量可达 5 万吨左右，翻倍增长，其中为 SK 供货约 1.5 万吨，高镍产品也实现向境外稳定供货。从盈利能力来看，我们预计公司将受益于产能利用率提升、产品结构改善及部分低价库存，我们预计 Q2 扣非单吨净利达 1.5-1.6 万元/吨，环比提升 20%+，贡献 1.5-1.6 亿元利润，我们预计全年单吨盈利提升至 1.5 万元/吨+，公司量利齐升。

■ **公司扩产稳步推进，加快全球产能布局。**公司常州当升一期工程 2 万吨产能建成后快速达产，同时，公司启动建设常州当升二期、江苏当升四期等项目，其中二期工厂项目 5 万吨高镍正极产能、四期工程 2 万吨数码类正极材料产能我们预计 2023-2024 年陆续投产。此外公司已启动欧洲 10 万吨高镍动力正极材料生产基地项目的可行性和论证工作，加快全球产能扩张。我们预计 2022 年公司销量有望达 7 万吨以上，同比增长 40%+，随着扩产计划落地，公司 2023 年预计具备 10 万吨左右正极产能，未来高增可期。

■ **投资建议：**由于下游景气度持续超市场预期，我们将 2021-2023 年归母净利润由 6.62/8.58/12.03 亿元上修至 8.63/11.07/15.94 亿元，同比增长 124%/28%/44%，对应 PE 为 38x/30x/21x。考虑到公司为正极龙头企业，产能加速扩张，给予 2022 年 40 倍 PE，对应目标价 97.6 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**销量及政策不及预期，竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	73.07
一年最低/最高价	32.39/85.38
市净率(倍)	7.92
流通 A 股市值(百万元)	31828.25

基础数据

每股净资产(元)	9.22
资产负债率(%)	39.01
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）2021 年一季报点评：正极业务量利大幅提升，拟募资加速扩产》2021-04-22
- 2、《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
- 3、《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

2021H1 归母净利润 4.47 亿元，同比增长 206%，略超市场预期。2021 年 H1 公司营收 29.89 亿元，同比增长 174.1%；归母净利润 4.47 亿元，同比增长 206%；扣非净利润 2.91 亿元，同比增长 156.7%，非经常性损益主要为远期结汇到期及中科电气出售等导致的公允价值变动损益 1 亿元、比克欠款追回后坏账准备转回 0.66 亿元、政府补助 0.11 亿元等；2021 年 H1 毛利率为 21.17%，同比增加 2.07pct；归母净利率为 14.96%，同比增加 1.5pct。此前公司预告上半年归母净利润 4.1-4.5 亿元，中报业绩偏业绩预告上限，略超市场预期。

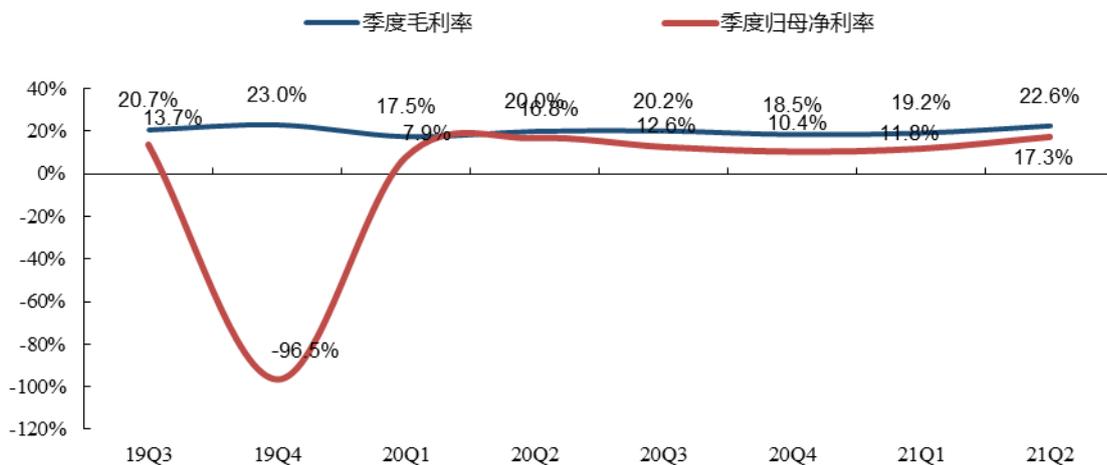
2021Q2 扣非归母净利润 1.76 亿元，环比大增 53%，盈利能力环比向上。2021Q2 公司实现营收 17.25 亿元，同比增加 155.68%，环比增长 36.45%；归母净利润 2.98 亿元，同比增长 163.15%，环比增长 99.61%，扣非归母净利润 1.76 亿元，同比增长 159.74%，环比增长 53.43%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 22.59%，同比增长 2.54pct，环比增长 3.35pct；归母净利率 17.27%，同比增长 0.49pct，环比增长 5.46pct；Q2 扣非净利率 10.23%，同比提升 0.16pct，环比提升 1.13pct。

表 1：当升科技季度经营情况

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	1,724.7	1,263.9	1,155.3	937.6	674.5	415.8
-同比	155.68%	203.94%	160.14%	87.41%	-1.66%	-36.40%
毛利率	22.59%	19.23%	18.53%	20.19%	20.05%	17.54%
归母净利润(百万)	297.8	149.2	120.3	118.5	113.2	32.9
-同比	163.15%	353.48%	-128.06%	72.83%	30.08%	-48.66%
归母净利率	17.27%	11.80%	10.41%	12.64%	16.78%	7.91%
扣非归母净利润(百万)	176.4	114.9	16.63	113.45	67.90	45.58
-同比	159.74%	152.19%	-103.56%	62.37%	-11.35%	-8.25%
扣非归母净利率	10.23%	9.09%	1.44%	12.10%	10.07%	10.96%

数据来源：Wind、东吴证券研究所

图 1：当升科技季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

分业务看，锂电材料收入高增，境内客户贡献主要增量。21年上半年公司锂电材料收入29.03亿元，同比上升180.56%，毛利率20.57%，同比上升3.27pct，其中多元材料收入23.55亿元，同比上升184.22%，毛利率21.44%，同比增长3.38pct，钴酸锂收入4.80亿元，同比上升137.25%，毛利率17.55%，同比上升4.09pct。分区域看，公司境内客户（包含境外客户境内工厂）收入20.88亿元，同比大增254.69%，毛利率22.31%，同比上升1.55pct，其中境内锂电材料收入20.02亿元，毛利率21.5%，同比+4pct，境外锂电材料业务收入9亿元，同比+80%，毛利率18.53%，同比+1.4pct。

分子公司，正极产能释放营收同比高增，设备业务贡献净利0.23亿元。正极材料业务，江苏当升2021H1实现营收20.54亿元，同比增长198%，净利润2.76亿元，销售净利率13%，常州当升一期建设完成，产能顺利爬坡，2021H1实现营收6.14亿元，净利润0.46亿元，销售净利率7%；设备业务，中鼎高科2021H1营业收入0.86亿元，同比增长53.25%，毛利率41%，贡献净利润0.23亿元，对应销售净利率27%。

表2：公司分业务营业收入（亿元）

		2021H1				2020年			
		营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿)	同比	毛利率	同比
锂电材料	多元材料	23.55	184.22%	21.44%	3.38pct	24.68	45.96%	18.11%	0.76pct
	钴酸锂	4.80	137.25%	17.55%	4.09pct	5.34	17.05%	14.32%	-4.69pct
	其他	0.68	1621.56%	12.05%	-40.94pct	0.12	-60.96%	60.26%	-14.13pct
	锂电材料合计	29.03	180.56%	20.57%	3.27 pct	30.14	38.45%	17.60%	-0.88pct
	智能装备	0.86	53.93%	41.23%	-11.20pct	1.70	57.99%	47.85%	3.59pct
-境内		20.88	254.69%	22.31%	1.55pct	19.66	12.90%		
	境内：锂电材料	20.02	275.63%	21.50%	4.04pct	18.01	9.85%	17.97%	-1.46pct
	境内：智能装备	0.86	54.14%	41.22%	-11.21pct	1.65	62.07%	47.61%	4.81pct
-境外		9.01	79.55%	18.53%	1.40pct	12.18	124.21%		
	境外：锂电材料	9.01	79.57%	18.53%	1.4pct	12.13	124.21%	17.05%	1.49pct
	境外：智能装备	0.00	-72.61%	73.95%	18.19pct	0.04	-18.10%	56.59%	-14.85pct

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

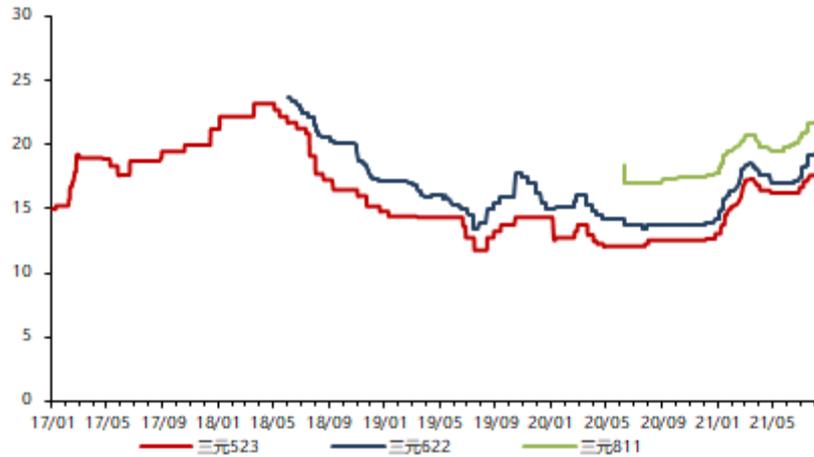
表 3：子公司拆分

公司名称	2021H1				2020H2			2020H1		
	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	销售净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售净利率
江苏当升	20.54	198%	2.76	13%	14.77	1.49	10%	6.90	0.76	11%
当升(香港)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	49%	0.00	0.00	-
常州当升	6.14	-	0.46	7%	0.92	0.10	11%	0.00	0.02	-
中鼎高科	0.86	53%	0.23	27%	1.14	0.25	22%	0.56	0.16	29%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

Q2 满产满销，正极业务量利齐升，高镍产品推进顺利。2021 年 H1 公司正极材料产量达 1.92 万吨，其中多元材料产 1.8 万吨，钴酸锂产 0.12 万吨，公司上半年共销售 1.89 万吨，同比增长 131.60%，其中 Q2 出货量预计约 1 万吨，环比增长 15%+；随着下半年常州一期 1 万吨产能落地，我们预计公司全年出货量可达 5 万吨左右，翻倍增长，其中为 SK 供货约 1.5 万吨，高镍产品也实现向境外稳定供货。从产品结构来看，NCM523 仍占据主导地位，同时，Ni83、Ni88、Ni90 型高镍多元材料实现向境外大批量出口，Ni95 产品已完成国际客户验证，即将进入量产阶段，且公司正在开展超高镍多元材料 Ni98 产品的开发。从盈利能力来看，我们预计公司将受益于产能利用率提升、产品结构改善及部分低价库存，我们预计 Q2 扣非单吨净利达 1.5-1.6 万元/吨，环比提升 20%+，贡献 1.5-1.6 亿元利润，全年单吨盈利预计提升至 1.3-1.5 万元/吨，公司量利齐升。

图 2：三元正极材料价格走势（万元/吨）



数据来源：物理化学协会、东吴证券研究所

公司扩产稳步推进，加快全球产能布局。公司常州当升一期工程 2 万吨产能建成后快速达产，同时，公司启动建设常州当升二期、江苏当升四期等项目，其中二期工厂项目 5 万吨高镍正极产能、四期工程 2 万吨数码类正极材料产能我们预计 2023-2024 年陆续投产。此外公司已启动欧洲 10 万吨高镍动力正极材料生产基地项目的可行性和论证工作，加快全球产能扩张。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，我们预计 2022 年公司销量有望达 7 万吨以上，同比增长 40%+，随着扩产计划落地，公司 2023 年预计具备 10 万吨左右正极产能，未来高增可期。

表 4：公司募集资金使用情况

项目名称	项目总投资（亿元）	拟投入募集资金（亿元）	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	55.22	46.45		

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

智能装备营收稳健增长，盈利水平维持高位。智能装备业务 2021 年 H1 收入 0.86 亿元，同比上升 54%，毛利率 41%，同比下滑 11.2pct，中鼎高科销售净利率 27%，环比

提升 5pct。

受股权激励费用及汇兑损益影响，2021Q2 费用率同环比小幅提升：2021Q2 期间费用合计 1.71 亿元，同比增长 181.89%，环比增 71.71%，费用率为 9.89%，同比增 0.92pct，环比增 2.03pct；销售费用 0.08 亿元，销售费用率 0.4%，同比降 1.2pct，环比降 0.5pct；管理费用 0.72 亿元，管理费用率 4.2%，同比增 0.8pct，环比增 1.2pct；财务费用 0.12 亿元，财务费用率 0.7%，同比增 1.2pct，环比增 1.7pct，主要是因为 2021H1 期间汇兑损失增加；研发费用 0.79 亿元，研发费用率 4.6%，同比增 0.2pct，环比降 0.4pct。公司 2021Q2 转回信用减值损失 0.12 亿元。

表 5：当升科技季度费用情况

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	5.92	11.23	10.65	1.04	11.52	7.53
-销售费用率	1.42%	1.66%	1.14%	0.09%	0.91%	0.44%
管理费用	8.46	22.87	10.92	46.23	37.88	72.09
-管理费用率	2.03%	3.39%	1.16%	4.00%	3.00%	4.18%
研发费用	18.35	29.52	35.05	65.37	63.00	79.06
-研发费用率	4.41%	4.38%	3.74%	5.66%	4.98%	4.58%
财务费用	-9.27	-3.08	24.83	36.60	-13.02	11.97
-财务费用率	-2.23%	-0.46%	2.65%	3.17%	-1.03%	0.69%
期间费用	23.47	60.54	81.45	149.23	99.38	170.65
-期间费用率	5.64%	8.97%	8.69%	12.92%	7.86%	9.89%
资产减值损失	0.00	-0.98	0.00	-0.92	0.09	0.22
信用减值损失	-1.29	1.22	-9.16	-32.27	39.20	11.93

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

存货大幅增加，经营性净现金流转负。2021 年 H2 公司存货为 9.14 亿元，较年初增加 74.84%，主要原因是上年末产能本年充分释放，以及客户订单需求增加，原材料、产成品等备货量相应增加，加之采购价格上涨使得存货金额增长。应收账款 15.96 亿元，较年初增长 64.87%；2021H1 公司经营活动净现金流为-1.09 亿元，同比降 159%，主要原因在于 2021H1 支付期间费用 0.24 亿元，同比增长 53%；2021H1 资本开支为 3.26 亿元，同比上升 38%；在建工程 5.54 亿元，较年初增长 39%。账面现金为 14.52 亿元，较年初下降 16%。

投资建议：由于下游景气度持续超市场预期，我们将 2021-2023 年归母净利润由 6.62/8.58/12.03 亿元上修至 8.63/11.07/15.94 亿元，同比增长 124%/28%/44%，对应 PE 为 38x/30x/21x。考虑到公司为正极龙头企业，产能加速扩张，给予 2022 年 40 倍 PE，对

应目标价 97.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量及政策不及预期，竞争加剧等。

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	6,594	8,737	11,781	营业收入	3,183	6,871	9,356	12,784
现金	1,727	2,153	2,123	2,875	减:营业成本	2,572	5,421	7,448	10,271
应收账款	968	2,358	3,314	4,729	营业税金及附加	8	17	24	32
存货	523	1,104	1,518	2,094	营业费用	29	62	135	184
其他流动资产	945	945	1,739	2,031	管理费用	88	154	175	210
非流动资产	1,756	1,909	1,991	2,083	研发费用	148	258	293	353
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	49	53	51	-20
固定资产	1,044	1,116	1,197	1,237	资产减值损失	43	76	65	-5
					加:投资净收益	106	50	80	60
在建工程	398	398	398	448	其他收益	70	100	20	20
无形资产	138	135	131	128	营业利润	452	1,005	1,288	1,855
其他非流动资产	574	658	663	717	加:营业外净收支	2	-1	-1	-1
资产总计	5,941	8,503	10,728	13,864	利润总额	453	1,004	1,287	1,854
流动负债	1,864	3,795	5,212	7,184	减:所得税费用	64	141	180	260
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	4	0	0	0
应付账款	726	1,531	2,104	2,901	归属母公司净利润	385	863	1,107	1,594
其他流动负债	1,137	2,264	3,108	4,283	EBIT	579	1,165	1,458	1,963
非流动负债	267	267	267	267	EBITDA	0.85	1.90	2.44	3.51
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	267	267	267	267	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2,131	4,062	5,479	7,451	每股收益(元)	0.85	1.90	2.44	3.51
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	8.40	9.79	11.57	14.14
归属母公司股东权益	3,811	4,441	5,249	6,413	发行在外股份(百万股)	454	454	454	454
负债和股东权益	5,941	8,503	10,728	13,864	ROIC(%)	10.1%	19.4%	21.1%	24.9%
					ROE(%)	26.5%	43.2%	36.1%	40.1%
					毛利率(%)	19.2%	21.1%	20.4%	19.7%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	12.2%	12.6%	11.8%	12.5%
经营活动现金流	661	822	421	1,303	资产负债率(%)	35.9%	47.8%	51.1%	53.7%
投资活动现金流	-46	-110	-100	-140	收入增长率(%)	39%	116%	36%	37%
筹资活动现金流	-129	-286	-350	-411	净利润增长率(%)	-284%	124%	28%	44%
现金净增加额	486	426	-30	752	P/E	86.12	38.40	29.94	20.79
折旧和摊销	78	107	118	128	P/B	8.70	7.46	6.31	5.17
资本开支	543	160	180	200	EV/EBITDA	57	28	23	17
营运资本变动	293	30	-523	-253					

数据来源: Wind, 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>