

证券研究报告—动态报告

电气设备新能源

新能源

当升科技

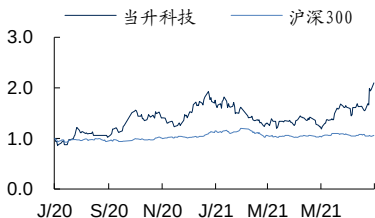
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 23 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)	33,114/31,798
上证综指/深圳成指	3,477/15,162
12 个月最高/最低(元)	85.38/32.50

相关研究报告:

《当升科技-300073-2021 年中报业绩预告点评: 正极量利齐升, Q2 盈利超预期》——2021-07-13

《国信证券-当升科技-300073-深度报告: 扩产行稳致远, 寻求高质量发展》——2021-06-16
 《当升科技-300073-2021 年一季报点评: Q1 业绩符合预期, 定增项目启动》——2021-04-24

《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

正极量利齐升, 中报业绩靓丽

● 21H1 公司盈利 4.47 亿元, 业绩达到预告上限

公司 21H1 营收 29.89 亿元, 同比+174%, Q2 营收 17.25 亿元, 环比+155%。21H1 公司归母净利润 4.47 亿元, 同比+206%, Q2 归母净利润 2.98 亿元, 环比+164%。21H1 公司毛利率 21.17%, 同比+2.08pct; 净利率为 14.96%, 同比+1.50pct。公司持续满产满销, 预计 H1 正极单吨净利超 1.5 万元; 投资中科电气、收回比克等欠款贡献显著收益。

● Q2 正极量价齐升, 客户优势助力长期增长

21H1 公司正极材料出货 1.89 万吨, 同比+131%, 销量创历史新高。公司 Ni83、Ni90 等多款高镍产品实现批量出口, Ni95 完成客户认证; 产品中 6 系和 8 系占比有望提升, 增厚单吨利润。同时, 公司海外拥有三星 SDI、SKI、LG 等大客户, 有望充分受益海外电池厂扩产。伴随公司海外客户优势、高镍提升和库存收益增加, 经测算公司 Q2 正极单吨净利环比显著提升。凭借成本管控、客户优化和技术迭代, 公司有望在集中化的格局中, 伴随行业爆发迎来新一轮成长。

● 远期产能规划充沛, 公司扩产进程稳步推进

公司定增项目启动建设, 扩产节奏平稳向好。21H1 公司自有产能 3.4 万吨, 其中常州 1 万吨产能在 21 年 7 月投产并快速达产, 公司 21 年有效产能预计近 5 万吨; 常州二期、欧洲产能也在加速推进, 预计 22-23 年有望开始贡献业绩增量。公司远期产能规划 30 万吨, 具体释放节点取决于客户和市场需求, 产能扩产节奏较为稳健, 持续保障公司较高的产能利用率、较低的折旧摊销成本和优异的现金流。

● 风险提示: 需求增速不及预期; 新产能投产缓慢; 技术迭代风险。

● 投资建议: 上调原有盈利预测, 维持“买入”评级。

公司正极持续供不应求, 投资收益贡献可观盈利, Q2 正极单吨盈利上行超预期, 我们持续看好公司海外和高镍产能释放, 我们上调了原有盈利预测, 预计公司 21-23 年归母净利润 9.7/11.0/14.3 亿元 (原预测 6.8/9.8/12.5 亿元), 同比+152/14/30%, EPS 分别为 2.14/2.43/3.15 元, 当前股价对应 PE 分别为 34/30/23 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

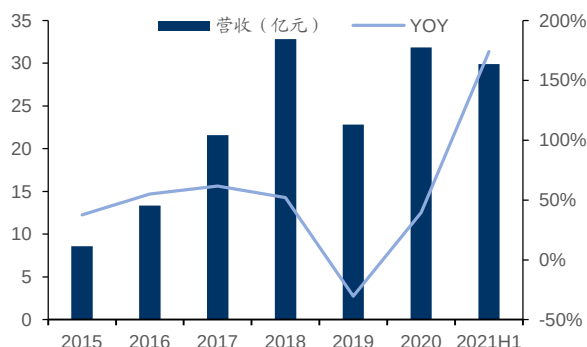
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,183.32	7,593.35	10,016.34	13,001.43
(+/-%)	39.36%	138.54%	31.91%	29.80%
净利润(百万元)	384.90	969.66	1101.56	1429.86
(+/-%)	-284.12%	151.92%	13.60%	29.80%
摊薄每股收益(元)	0.85	2.14	2.43	3.15
EBIT Margin	10.62%	11.09%	11.14%	11.34%
净资产收益率(ROE)	10.10%	20.70%	19.41%	20.54%
市盈率(PE)	86.03	34.15	30.06	23.16
EV/EBITDA	84.68	36.05	27.76	22.17
市净率(PB)	8.69	7.07	5.84	4.76

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

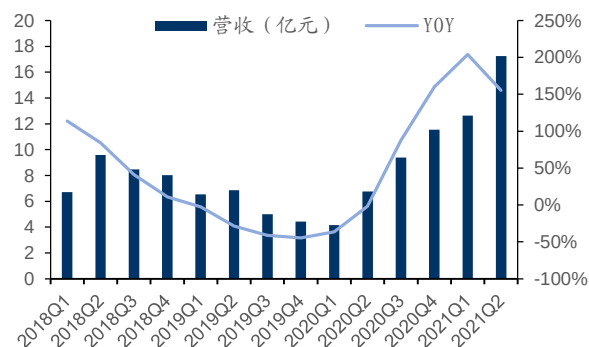
公司 21H1 营收 29.89 亿元, 同比+174%; 对应 Q2 营收 17.25 亿元, 环比+155%。21H1 公司实现归母净利润 4.47 亿元, 同比+206%; 对应 Q2 归母净利润 2.98 亿元, 环比+164%。21H1 公司毛利率 21.17%, 同比+2.08pct; 净利率为 14.96%, 同比+1.50pct, 业绩达到预告上限。公司 Q2 正极材料持续满产满销, 预计单吨净利环比升至超 1.5 万元。同时, 公司投资中科电气 (Q1 公告公司持有 1.48% 其股权)、追回比克电池欠款等非经常性损益增厚公司净利 1.56 亿元。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



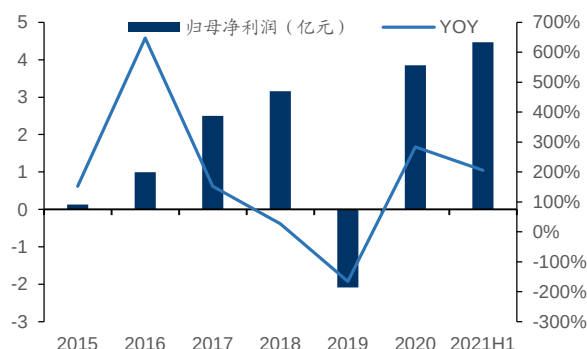
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



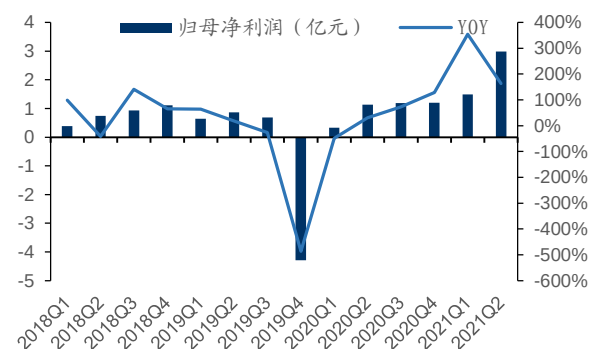
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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、%)

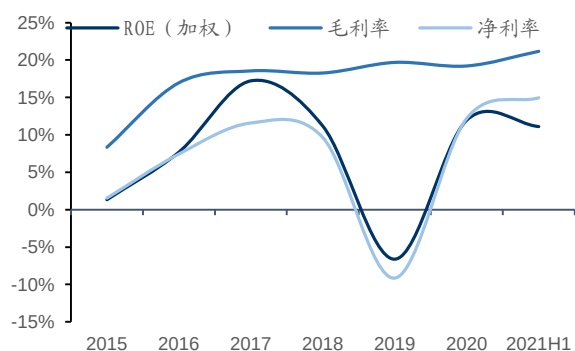


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司费用率同比略增, 投资中科电气、追回比克欠款贡献收益。21H1 公司期间费用率为 9.04%, 同比+1.34pct; 销售/管理/研发/财务费率分别为 0.64% (-0.93pct)、3.68% (+0.81pct)、4.75% (+0.36pct)、-0.04% (+1.09pct); 管理费用同比+251%, 主要系员工薪资上涨影响; 研发费用同比+197%, 主要系加大高镍正极研发所致。21H1 公司投资收益、公允价值变动损益分别为 0.32/0.83 亿元, 同比+9%/+500%, 主要系投资中科电气股价上行带来的收益。21H1 公司经营性现金净流量为-1.09 亿元, 同比-159%, 主要系公司支付大量到期应付票据及现金结算采购款增加所致。21H1 公司冲回资产减值损失 0.003 亿元, 冲回信用减值损失 0.51 亿元, 主要系追回比克电池等欠款 0.66 亿元。

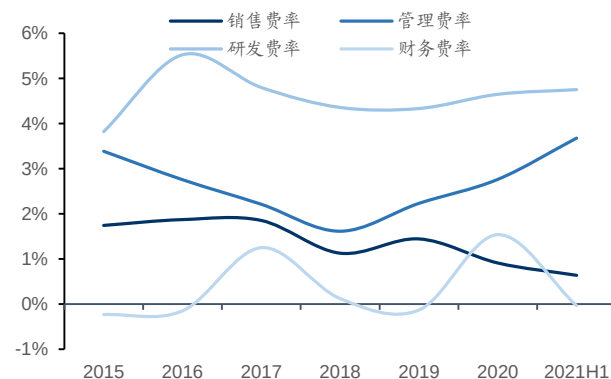
公司偿债能力、资金周转情况略有下降。公司 21H1 流动比率、速动比率、现金比率分别为 2.04、1.66、0.84, 整体呈下降态势; 应收账款周转率和存货周转率略降至 2.33、3.28。

图 5：公司毛利率、净利率和 ROE 变化



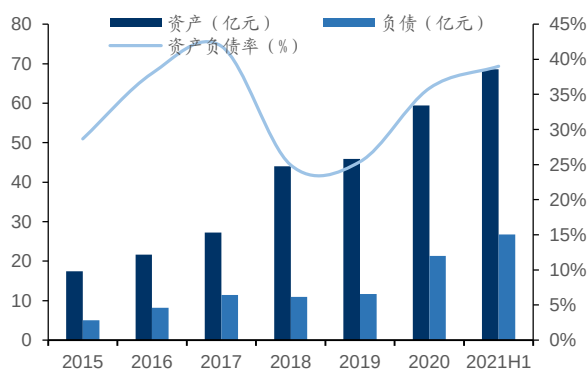
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司四费占比情况变化



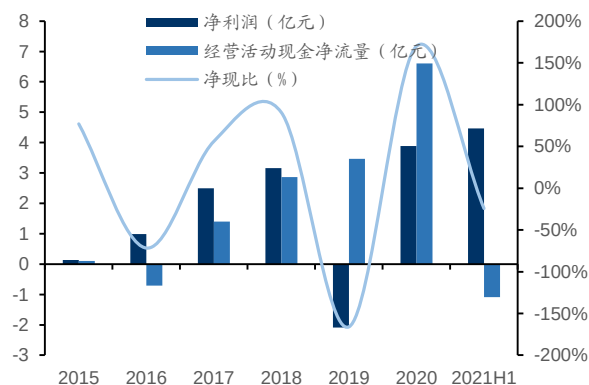
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7：公司资产、负债和资产负债率情况



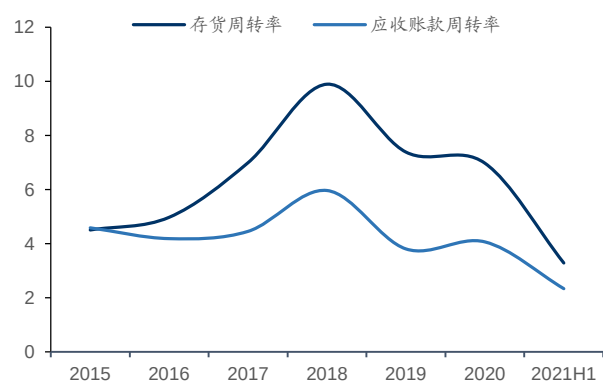
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司经营活动现金流情况



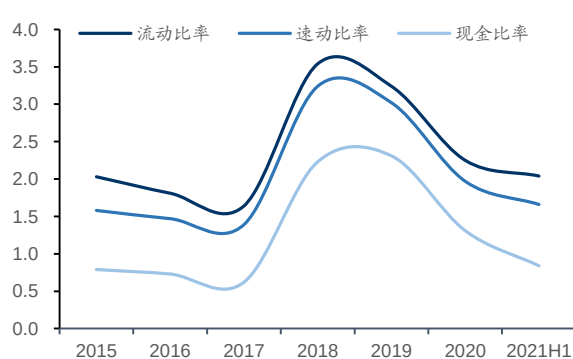
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9：公司营运能力指标变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 10：公司偿债能力指标变化

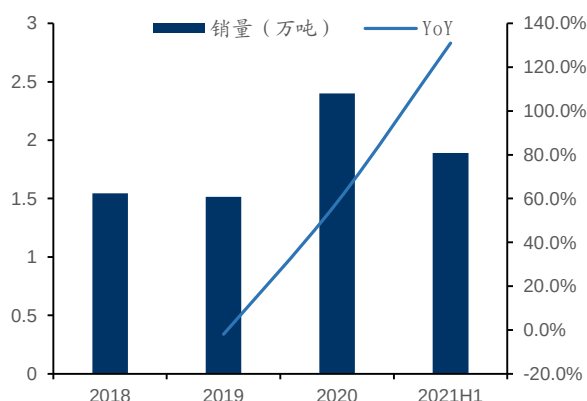


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 正极量价齐升，高镍技术、客户优势助力长期高增

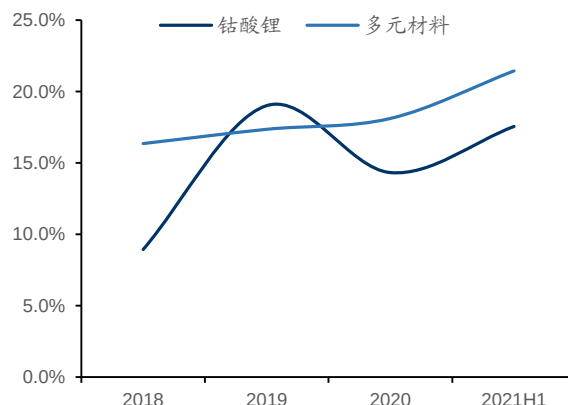
21H1 公司正极材料出货 1.89 万吨，同比+131%，销量创历史新高。21H1 多元材料营收 23.55 亿元，同比+184%，毛利率为 21.44%，同比+3.38pct；钴酸锂营收 4.80 亿元，同比+137%，毛利率为 17.55%，同比+4.09pct。21H1 公司锂电材料半年产能为 1.7 万吨，产量为 1.92 万吨，持续满产满销。我们测算 Q2 正极出货量对应 1 万吨左右，伴随公司海外客户优势、高镍提升和库存收益增加，单吨净利环比上升至 1.7 万元以上。随着公司产能持续释放叠加高镍产品出货提升，公司有望继续量利双升。

图 11：公司正极材料销量（万吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 12：公司钴酸锂、多元材料毛利率（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司高镍开发进一步加速，多款产品实现量产。公司 Ni83、Ni88、Ni90 型高镍多元材料实现向海外大批量出口，并应用于海外一线电动汽车。Ni95 产品已完成国际客户认证，并即将进入量产阶段。目前公司布局了超高镍 Ni98 产品的开发。公司多数高镍产品首次放电比容量超过 210mAh/g，首次效率均达到 90%，两项核心指标均处于行业领先。

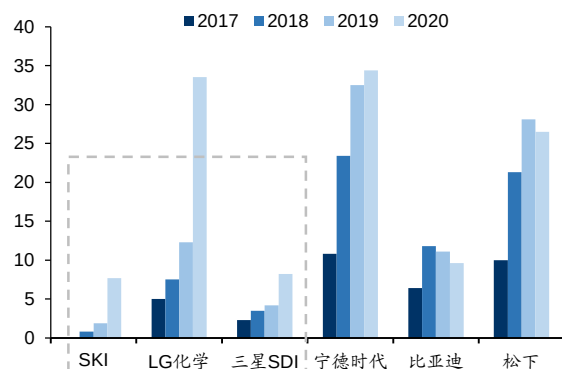
海外电池厂高镍趋势和公司高镍产品认证持续推进，公司 6 系和 8 系占比有望快速提升，增厚单吨毛利。公司国内配套宁德时代、比亚迪、别克、亿纬等企业，海外拥有三星 SDI、LG、SKI 等大客户，海外出货占比高达 70%，客户结构持续优化。我们预计凭借高镍正极的技术优势和雄厚的客户资源，公司有望实现持续高增长。

表 1：公司高镍产品推出与升级历史梳理

产品系列	产品型号	时间	研发/销售状态
三元 811	第三代 NCM811	2020	完成中试工艺定型，客户测试反馈良好
		2019	研发工作全面展开
	第二代 NCM811	2019	实现量产，在国内率先实现向海外客户批量供货
	第一代 NCM811	2018	完成国内电池厂商客户认证并实现批量供应
三元 622	单晶 NCM811	2019	实现量产并批量供应海内外客户
	第三代 NCM622	2019	实现批量生产
	第二代 NCM622	2017	批量供货
	第一代 NCM622	2015	批量供应国内外高端客户
三元 NCA	NCA	2017	推出 NCA 产品
四元 NCMA	NCMA	2020	已送样国际主流电池生产商，客户对测试结果给予高度评价

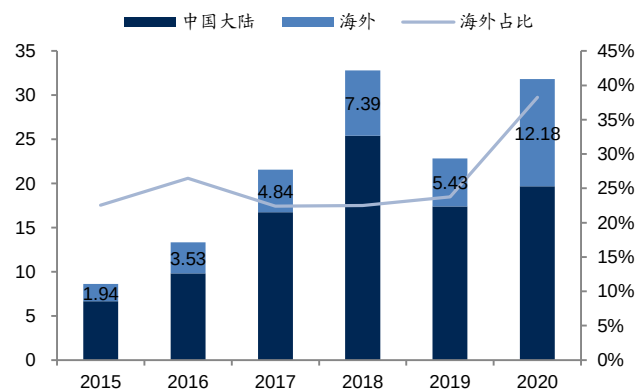
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 13: 20 年以来公司客户锂电出货量快速提升 (GWh)



资料来源: SNE Research、国信证券经济研究所整理

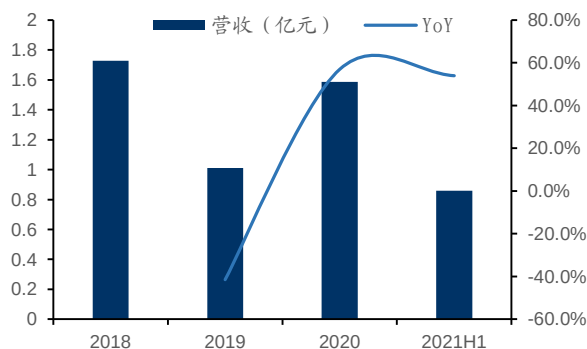
图 14: 2020 年公司海外客户占比大幅提升



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

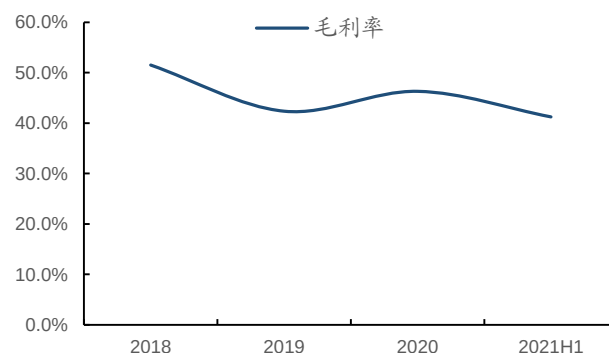
智能装备产品持续升级, 新业务拓宽公司业务边际。21H1 公司全资子公司中鼎高科营收为 0.86 亿元, 同比+54%, 净利润为 0.23 亿元, 同比+46%。中鼎高科奉行定制化策略, 已成为具有多型号、多规格的模切设备供应商。目前, 其模切设备已经切入三星、苹果、华为等一线消费电子制造商供应链, 并通过持续投放新机型和新产品, 拓宽新领域。

图 15: 公司智能装备营收 (亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 16: 公司智能装备产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 公司远期产能规划充沛, 扩产进程稳步推进

公司项目持续落地, 远期产能规划饱满。21H1 公司正极产能达到 4.4 万吨, 自有产能 3.4 万吨, 另外新乡工厂和江苏当升尚有 5000 吨前驱体产能, 自给率约为 20-30%, 主要配套单晶 523 和 811 正极产品。21 年 7 月底公司常州当升一期剩余 1 万吨产能投产并实现快速达产; 常州当升二期已完成土建设计以及设备招标等; 欧洲 10 万吨高镍基地也在进行可行性论证; 产能持续释放保障公司业绩增长。

22-23 年公司常州二期 3 万吨产能有望开始贡献增量, 预计公司 23 年底产能将超 10 万吨。公司远期产能规划 30 万吨, 具体释放节点取决于客户和市场需求, 产能扩产节奏较为稳健, 持续保障公司较高的产能利用率、较低的折旧摊销成本和优异的现金流。

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 2：公司 2021 年定增项目明细

序号	项目名称	项目总投资 (亿元)	拟投入募集资金 (亿元)	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	24.71	20.02	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销售收入为 58.5 亿元，年净利润 3.3 亿元，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	10.96	7.56	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销售收入为 38.7 亿元，年均净利润 1.7 亿元，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	5.63	4.94		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	13.93	13.93				
总计		55.23	46.45				

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

公司正极持续供不应求，投资收益贡献可观盈利，Q2 正极单吨盈利上行超预期，我们持续看好公司海外和高镍产能释放，我们上调了原有盈利预测，预计公司 21-23 年归母净利润 9.7/11.0/14.3 亿元（原预测 6.8/9.8/12.5 亿元），同比 +152/14/30%，EPS 分别为 2.14/2.43/3.15 元，当前股价对应 PE 分别为 34/30/23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

- （1）需求增速不达预期；
- （2）新产能投产进度不及预期；
- （3）锂电正极技术迭代风险。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价(元) 21.08.23	总市值 (亿元)	EPS				PE				投资评级
				20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	
300037	新宙邦	109.55	440.16	1.26	2.22	3.44	4.51	86.9	49.3	31.8	24.3	增持
002812	恩捷股份	256.00	2,371.66	1.26	2.58	3.6	5.19	203.2	99.2	71.1	49.3	增持
688005	容百科技	121.90	558.47	0.48	1.75	3.86	6.26	254.0	69.7	31.6	19.5	买入
300073	当升科技	70.72	331.14	0.85	2.14	2.43	3.15	83.3	33.1	29.1	22.4	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)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1727	1993	3058	4190	营业收入	3183	7593	10016	13001
应收款项	982	2288	2744	3562	营业成本	2572	6028	7990	10412
存货净额	523	1125	1487	1941	营业税金及附加	8	23	30	39
其他流动资产	243	532	701	910	销售费用	29	61	70	91
流动资产合计	4186	6649	8701	11315	管理费用	88	639	811	984
固定资产	1442	1956	2238	2459	财务费用	49	(63)	(63)	(84)
无形资产及其他	138	129	120	111	投资收益	106	120	50	50
投资性房地产	176	176	176	176	资产减值及公允价值变动	72	100	50	50
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(163)	0	0	0
资产总计	5941	8910	11235	14061	营业利润	452	1125	1278	1659
短期借款及交易性金融负债	0	200	200	200	营业外净收支	1	0	0	0
应付款项	1676	3215	4248	5547	利润总额	453	1125	1278	1659
其他流动负债	187	436	647	795	所得税费用	64	146	166	216
流动负债合计	1864	3851	5095	6542	少数股东损益	4	9	11	14
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	385	970	1102	1430
其他长期负债	267	367	447	527					
长期负债合计	267	367	447	527	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2131	4218	5542	7068		2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	8	18	30	净利润	385	970	1102	1430
股东权益	3811	4684	5675	6962	资产减值准备	(292)	1	0	0
负债和股东权益总计	5941	8910	11235	14061	折旧摊销	78	193	277	338
					公允价值变动损失	(72)	(100)	(50)	(50)
					财务费用	49	(63)	(63)	(84)
					营运资本变动	(112)	(308)	338	45
					其它	296	7	9	12
					经营活动现金流	283	763	1675	1775
					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)	(97)	(110)	(143)
					其它融资现金流	89	200	0	0
					融资活动现金流	88	103	(110)	(143)
					现金净变动	(445)	266	1065	1132
					货币资金的期初余额	2172	1727	1993	3058
					货币资金的期末余额	1727	1993	3058	4190
					企业自由现金流	(5)	18	1085	1166
					权益自由现金流	84	273	1140	1239

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。

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