

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司点评报告**
**当升科技(300073)**
**投资评级** 买入

**上次评级** 买入

**武浩**

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

**陈磊**

执业编号: S1500520090003

联系电话: 010-83326706

邮箱: chenleia@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

**与 SK 深度合作，快速占据海外市场**

2021 年 11 月 16 日

**事件:** 公司与 SK 签订合作协议, 协议内容涉及: 1.SK 以不超过 30%比例投资公司欧洲芬兰基地(其中芬兰矿业持股 30%); 2. 设立韩国合资公司由 SK 控股; 3. 视情况设立中国合资公司由当升控股; 4. 韩国合资公司在美设立子公司拓展美国市场; 5. 未来将在磷酸铁锂业务上展开合作。

**点评:**

- **海外客户拓展成效显著, 大客户订单供不应求。**公司 2020 年 TOP5 客户占比约 58%, 其中 SK、LG、村田及其子公司合计占比超 45%。2022-2023 包括海外大客户在内主要动力电池客户对公司订单分别达 11 和 16 万吨, 远超公司现有产能, 海外客户持续放量助推公司迎来量利双增良好局面。
- **中欧韩美产能全面布局, 规模快速增长。**公司当前拥有正极产能 4.4 万吨, 定增募投 5 万吨高镍三元+2 万吨 3C 钴酸锂将于 2022-2023 逐步释放, 芬兰高镍三元 1 期 5 万吨将于 2024 年释放, 本次进一步规划与 SK 建设韩国及美国产能, 布局全球 4 国已规划 20 万吨以上产能, 进入产能加速放量阶段。
- **远期市场主力是高镍+铁锂, 公司实现均衡布局。**今年以来铁锂份额持续提升, 我们认为其主要依赖原材料及性价比优势取代三元 5、6 系份额, 高镍三元受高端车型放量及前驱体一体化+回收降本有望提升市占率。公司在维持自身高镍三元优势基础上, 加速铁锂市场开拓, 当前已实现与 SK 绑定, 均衡发展两大核心正极产品。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计 2021-2023 年公司营收 74.4、105.3 和 128.6 亿元, 同比增长 133.7%、41.5%和 22.2%, 归母净利 9.2、13.7 和 17.6 亿元, 同比增长 138.7%、48.6%和 28.8%, 当前股价对应 PE 为 45.4x、30.6x 和 23.7x, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 原材料价格波动风险, 产能建设不及预期风险, 汇率波动风险、技术路线变化风险等。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	2,284	3,183	7,440	10,528	12,862
增长率 YoY %	-30.4%	39.4%	133.7%	41.5%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	-209	385	919	1,365	1,759
增长率 YoY%	-166.1%	284.1%	138.7%	48.6%	28.8%
毛利率%	19.7%	19.2%	19.3%	20.3%	21.3%
净资产收益率ROE%	-6.9%	10.1%	18.7%	21.2%	21.0%
EPS(摊薄)(元)	-0.46	0.85	2.03	3.01	3.88
市盈率 P/E(倍)	—	76.43	45.42	30.56	23.73
市净率 P/B(倍)	4.10	7.72	8.50	6.48	4.99

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 11 月 15 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>3,265</b>	<b>4,186</b>	<b>6,860</b>	<b>10,179</b>	<b>12,636</b>	
货币资金	2,172	1,727	2,323	4,084	5,361	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	572	968	2,262	3,201	3,911	
预付账款	18	10	40	44	61	
存货	215	523	963	1,346	1,623	
其他	289	958	1,271	1,503	1,681	
<b>非流动资产</b>	<b>1,323</b>	<b>1,756</b>	<b>2,014</b>	<b>2,285</b>	<b>2,531</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合	411	1,044	1,300	1,530	1,741	
无形资产	118	138	186	240	281	
其他	794	574	529	515	508	
<b>资产总计</b>	<b>4,588</b>	<b>5,941</b>	<b>8,874</b>	<b>12,464</b>	<b>15,167</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,009</b>	<b>1,864</b>	<b>3,692</b>	<b>5,734</b>	<b>6,495</b>	
短期借款	32	0	0	0	0	
应付票据	275	950	1,559	2,639	2,904	
应付账款	539	726	1,696	2,370	2,858	
其他	163	187	437	725	733	
<b>非流动负债</b>	<b>156</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	<b>267</b>	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	156	267	267	267	267	
<b>负债合计</b>	<b>1,166</b>	<b>2,131</b>	<b>3,959</b>	<b>6,001</b>	<b>6,762</b>	
少数股东权益	400	0	9	22	39	
归属母公司股	3,023	3,811	4,906	6,441	8,365	
<b>负债和股东权</b>	<b>4,588</b>	<b>5,941</b>	<b>8,874</b>	<b>12,464</b>	<b>15,167</b>	

重要财务指标		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	2,284	3,183	7,440	10,528	12,862	
同比(%)	-30.4%	39.4%	133.7%	41.5%	22.2%	
归属母公司净	-209	385	919	1,365	1,759	
利润	-209	385	919	1,365	1,759	
同比(%)	-	284.1%	138.7%	48.6%	28.8%	
毛利率(%)	19.7%	19.2%	19.3%	20.3%	21.3%	
ROE%	-6.9%	10.1%	18.7%	21.2%	21.0%	
EPS(摊	-0.46	0.85	2.03	3.01	3.88	
薄)(元)	-0.46	0.85	2.03	3.01	3.88	
P/E	—	76.43	45.42	30.56	23.73	
P/B	4.10	7.72	8.50	6.48	4.99	
EV/EBITDA	31.17	66.50	42.91	26.45	19.13	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>2,284</b>	<b>3,183</b>	<b>7,440</b>	<b>10,528</b>	<b>12,862</b>	
营业成本	1,834	2,572	6,004	8,391	10,116	
营业税金及	6	8	22	32	39	
销售费用	33	29	45	58	68	
管理费用	51	88	201	263	309	
研发费用	99	148	350	474	553	
财务费用	-3	49	-20	-32	-47	
减值损失合	-294	-2	-9	-10	-11	
投资净收益	27	106	74	105	103	
其他	-197	59	180	174	161	
<b>营业利润</b>	<b>-201</b>	<b>452</b>	<b>1,085</b>	<b>1,612</b>	<b>2,077</b>	
营业外收支	3	1	7	9	12	
<b>利润总额</b>	<b>-199</b>	<b>453</b>	<b>1,091</b>	<b>1,622</b>	<b>2,089</b>	
所得税	10	64	164	243	313	
<b>净利润</b>	<b>-209</b>	<b>389</b>	<b>928</b>	<b>1,379</b>	<b>1,776</b>	
少数股东损	0	4	9	13	17	
<b>归属母公司</b>	<b>-209</b>	<b>385</b>	<b>919</b>	<b>1,365</b>	<b>1,759</b>	
EBITDA	314	416	918	1,423	1,901	
EPS(当	-0.46	0.85	2.03	3.01	3.88	

现金流量表		单位:				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现</b>	<b>347</b>	<b>661</b>	<b>697</b>	<b>1,859</b>	<b>1,365</b>	
现金流	347	661	697	1,859	1,365	
净利润	-209	389	928	1,379	1,776	
折旧摊销	54	78	99	112	124	
财务费用	10	70	0	0	0	
投资损失	-27	-106	-74	-105	-103	
营运资金变	45	255	-178	514	-411	
其它	474	-25	-78	-40	-21	
<b>投资活动现</b>	<b>-222</b>	<b>-46</b>	<b>-100</b>	<b>-98</b>	<b>-88</b>	
资本支出	-444	-543	-174	-204	-191	
长期投资	0	130	-80	-40	-20	
其他	222	367	154	145	123	
<b>筹资活动现</b>	<b>341</b>	<b>-129</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
吸收投资	400	0	0	0	0	
借款	7	-128	0	0	0	
支付利息或	-66	-1	0	0	0	
<b>现金流净增</b>	<b>470</b>	<b>433</b>	<b>597</b>	<b>1,761</b>	<b>1,277</b>	
加额	470	433	597	1,761	1,277	

## 研究团队简介

**武浩，电力设备新能源行业分析师。**中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

**陈磊，电力设备新能源行业分析师。**吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监（主持工作）	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。