



2021-11-17

公司点评报告

买入/维持

当升科技(300073)

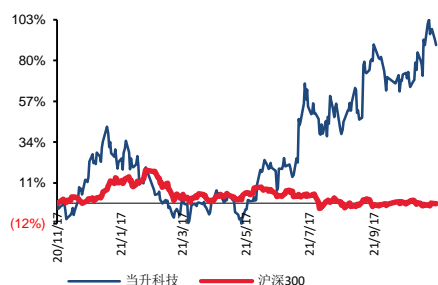
目标价: 127

昨收盘: 92.68

基础化工 化学制品

## 牵手 SK 与芬兰矿业，开启全球化大进程

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	454/454
总市值/流通(百万元)	41,171/41,171
12 个月最高/最低(元)	97.60/42.61

证券分析师：方杰

电话：010-88321942

E-MAIL: fangjie@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120002

证券分析师：周涛

电话：010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517120001

**事件：**公司近日公告，计划在欧洲成立合资公司，扩建 10 万吨高镍正极材料。SK 和芬兰矿业将会参股欧洲合资公司。另外，公司计划与 SK 在韩国成立合资公司，并由韩国合资公司在美国设立全资子公司。

**开启全球化进程。**目前当升主要产能均位于国内，包括河北燕郊、江苏南通和江苏常州。通过此次合资，公司将会率先在欧洲芬兰建厂，并有望后面在韩国、美国建厂，实现全球化布局。欧洲工厂首期 5 万吨预计 2024 年投产。欧洲工厂预计将由当升控股，而美国工厂由 SK 控股。通过这种股权结构设计，当升一方面可以实现利益最大化，另外一方面也可以回避一定的政策风险。

**联手优秀客户：SK。**SK 是韩国第二大动力电池供应商，下游客户包括大众、宝马、福特等。SK 现有产能 40GWh，包括韩国 5GWh，国内 27GWh 和欧洲 8GWh。美国市场 SK 除了自建 21.5GWh 以外，还和福特合资扩产 129GWh，欧洲市场 SK 计划再扩产 40GWh。到 2025 年 SK 动力电池总产能将超过 200GWh，相对现有产能增加 4 倍，年均复合增长 50%。到 2025 年 SK 的正极材料需求量将达到~30 万吨，除了和 Ecopro BM 签订的~10 万吨采购量外，SK 仍有~20 万吨正极材料需要从外采购。目前当升是 SK 的第一大正极材料供应商，通过与 SK 合资建厂，实现利益绑定，共同成长。

**联手优秀供应商：芬兰矿业。**芬兰矿业是当地的一家国有企业，拥有镍、锌、钴、铜等矿资源，能够生产电池级硫酸镍、硫酸钴。预计后面将会生产三元前驱体。并且到 2024 年，芬兰矿业将投产氢氧化锂工厂。当升科技在欧洲的合资工厂，不仅绑定了下游的客户，还绑定了上游的原材料供应商。可以看到当升在欧洲扩产是经过了充分的规划，大概率将能够实现落地，并有望实现较好盈利。

**国内稳步扩张。**目前当升在国内共有产能 4.6 万吨，包括燕郊 6 千吨，海门 2 万吨和常州 2 万吨。随着常州二期 5 万吨产能在明年三季度落地，加上部分外协产能，当升明年有效产能有望超过 8 万吨。此外，公司磷酸铁锂正极产品也有望在海外取得突破。

**投资建议。**当升科技是国内优秀的三元正极材料企业，现阶段正加快步伐开拓海外市场，有望进一步抢占国际市场。并且当升通过上游绑定原材料，下游绑定客户的方式，能够充分发挥各自优势。当升有望成为国内第一家实现欧洲本土供应正极材料的企业，站稳欧洲高端新能源汽车供应链。我们预计公司 2021、2022 和 2023 年的归母净利润分别为 9 亿元、12.8 亿元和 18 亿元，在不考虑增发的前提下，对应的 PE 分别为 46.6、33 和 23.5，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	8,024	12,200	17,000
(+/-%)	39.4%	152.1%	52.0%	39.3%
归母净利润(百万元)	385	903	1,276	1,793
(+/-%)	284.1%	134.5%	41.3%	40.5%
摊薄每股收益(元)	0.88	1.99	2.81	3.95
市盈率(PE)	73.6	46.6	33.0	23.5

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1727	2984	4539	6806	营业收入	<b>3183</b>	<b>8024</b>	<b>12200</b>	<b>17000</b>
应收和预付款项	978	2267	3597	4909	营业成本	2572	6375	9630	13670
存货	523	1022	1751	2339	营业税金及附加	8	21	31	44
其他流动资产	958	831	849	870	销售费用	29	40	55	77
流动资产合计	<b>4186</b>	<b>7105</b>	<b>10736</b>	<b>14925</b>	管理费用	88	160	220	306
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	49	-13	-22	-34
投资性房地产	73	73	73	73	资产减值损失	-2	0	0	0
固定资产	1044	1044	1044	1044	投资收益	106	88	98	68
在建工程	398	530	693	715	公允价值变动	70	90	90	90
无形资产开发支出	138	138	138	138	营业利润	<b>293</b>	<b>1071</b>	<b>1523</b>	<b>2134</b>
长期待摊费用	1	1	1	1	其他非经营损益	1	0	0	0
其他非流动资产	101	101	101	101	利润总额	<b>294</b>	<b>1071</b>	<b>1523</b>	<b>2134</b>
资产总计	<b>5941</b>	<b>8993</b>	<b>12786</b>	<b>16998</b>	所得税	64	161	228	320
短期借款	0	0	0	0	净利润	<b>230</b>	<b>910</b>	<b>1294</b>	<b>1814</b>
应付和预收款项	727	1863	2769	3963	少数股东损益	4	7	16	19
长期借款	0	0	0	0	归母股东净利润	<b>385</b>	<b>903</b>	<b>1278</b>	<b>1796</b>
其他负债	1403	2408	4001	5206					
负债合计	<b>2131</b>	<b>4272</b>	<b>6771</b>	<b>9169</b>	预测指标				
股本	454	454	454	454	毛利率	19.21%	20.55%	21.07%	19.59%
资本公积	2594	2594	2594	2594	销售净利率	12.09%	11.25%	10.46%	10.55%
留存收益	763	1666	2944	4739	销售收入增长率	39.36%	152.06%	52.04%	39.34%
归母公司股东权益	3811	4713	5992	7787	EBIT 增长率	29.96%	227.33%	60.55%	25.19%
少数股东权益	0	7	23	42	净利润增长率	284.12%	134.51%	41.32%	40.55%
股东权益合计	<b>3811</b>	<b>4721</b>	<b>6015</b>	<b>7829</b>	ROE	10.10%	21.06%	22.93%	24.38%
负债和股东权益	<b>5941</b>	<b>8993</b>	<b>12786</b>	<b>16998</b>	ROA	6.48%	10.54%	10.32%	10.82%
					ROIC	20.50%	100.05%	222.15%	835.81%
现金流量表(百万)					EPS (X)	0.88	1.99	2.81	3.95
经营性现金流	620	1211	1529	2131	PE (X)	73.58	46.58	32.96	23.45
投资性现金流	-46	47	25	136	PB (X)	7.72	9.81	7.56	5.72
融资性现金流	-129	0	0	0	PS (X)	9.24	5.24	3.45	2.47
现金增加额	444	1258	1554	2268	EV/EBITDA (X)	66.50	35.69	21.35	16.04

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。