

Q4 满产满销，2022 年扩张加速
买入（维持）

2022 年 01 月 18 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

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3,183	7,828	13,675	19,328
同比（%）	39	146	75	41
归母净利润（百万元）	385	1,030	1,606	2,269
同比（%）	-284	167	56	41
每股收益（元/股）	0.76	2.03	3.17	4.48
P/E（倍）	116.46	43.54	27.91	19.76

投资要点

■ **公司预计 2021Q4 归母净利润 2.73-3.23 亿元，环比-3-15%，符合市场预期。**公司预计 2021 年全年归母净利润 10-10.5 亿元，同比增长 159.81%-172.80%，其中 2021Q4 归母净利润 2.73-3.23 亿元，同比增长 127%-166%，环比-3%-15%，符合市场预期。2021 全年扣非归母净利润 7.4-7.9 亿元，同比增长 203.83%-224.36%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 2.26-2.76 亿元，环比增长 1%-24%。

■ **2021Q4 满产满销，正极业务量利齐升。**随着常州一期 1 万吨产能落地，叠加部分代工产能弹性，我们预计公司 2021Q4 出货 1.5 万吨左右，环比增长 15%左右，我们预计公司 2021 年全年出货 4.5-5 万吨左右，翻倍增长。从盈利能力来看，我们预计公司 21Q4 扣非单吨净利 1.6 万元/吨左右，环比持平，贡献 2.4-2.5 亿元利润，2021 年全年单吨盈利我们预计 1.5-1.6 万元/吨左右，较 20 年提升 10%+；2022 年高镍占比有望进一步提升，产品结构优化，整体量利齐升，高增可期。

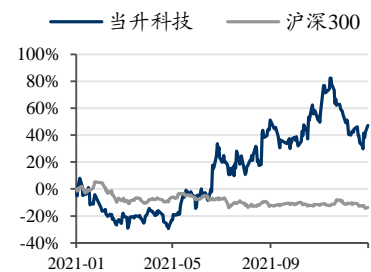
■ **扩产稳步推进，支撑公司业绩增长，一体化布局完善。**公司现有 4.4 万吨有效产能，2022 年常州一期（二阶段）3 万吨产能有望投产，我们预计 2022 年开始贡献增量，由于公司高镍产能切换中高镍产品具备一定弹性，考虑一定外协产能弹性，我们预计 2022 年公司出货有望达 9 万吨，同比增长 80%+。公司现有产能规划达 20 万吨，对应约 120GWh+ 电池需求，远期规划提升。此外公司以合作方式锁定上游低价镍资源，公司与华友建立战略合作关系，在上游矿产资源方面开展深度合作；且公司拟参股投资中伟印尼红土镍矿项目，有利于保障公司前驱体原料的需求，同时进一步降低原材料采购成本。

■ **进军铁锂、电池回收业务，拓展新利润增长点。**公司拟与中伟在贵州共同投资磷酸铁锂上下游一体化项目，该项目总产能规划不低于 30 万吨/年磷酸铁、磷酸铁锂及相关磷资源开发、磷化工配套项目，其中当升主导磷酸铁锂产业，中伟主导磷资源开发、磷化工等产业投资，相互参股，预计政府根据实际生产所需磷矿按照短中长期相结合的原则配套磷矿资源总量不低于 2 亿吨。合作将加快推进公司磷酸铁锂业务布局，为公司拓展新利润增长点。此外公司与华友拟在电池材料回收利用领域开展合作，共同打造锂电材料循环经济系统，实现经济效益与社会效益的协同发展。

■ **投资建议：**由于下游景气度持续超预期，我们将公司 2021-2023 年归母净利润上修至 10.30/16.06/22.69 亿元（原预期 10.05/14.03/20.49 亿元），同比增长 167%/56%/41%，给予 2022 年 45 倍 PE，对应目标价 143 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	88.50
一年最低/最高价	41.25/114.98
市净率(倍)	4.93
流通 A 股市值(百万元)	38549.34

基础数据

每股净资产(元)	9.84
资产负债率(%)	46.13
总股本(百万股)	506.50
流通 A 股(百万股)	435.59

相关研究

- 1、《当升科技（300073）2021 年三季报点评：产能顺利释放，公司业绩略好于市场预期》2021-10-28
- 2、《当升科技（300073）2021 年中报点评：正极业务量利齐升，业绩略超市场预期》2021-08-24
- 3、《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

公司预计 2021Q4 归母净利润 2.73-3.23 亿元，环比-3-15%，符合市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 10-10.5 亿元，同比增长 159.81%-172.80%，其中 2021Q4 归母净利润 2.73-3.23 亿元，同比增长 127%-166%，环比-3%-15%，符合市场预期。2021 年全年扣非归母净利润 7.4-7.9 亿元，同比增长 203.83%-224.36%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 2.26-2.76 亿元，环比增长 1%-24%。

表 1: 公司分季度盈利情况 (百万元)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)		2,182.9	1,724.7	1,263.9	1,155.3
-同比		132.81%	155.68%	203.94%	160.14%
毛利率		16.90%	22.59%	19.23%	18.53%
归母净利润(百万)	273-323	280.4	297.8	149.2	120.3
-同比	127%-168%	136.63%	163.15%	353.48%	-128.06%
归母净利率		12.85%	17.27%	11.80%	10.41%
扣非归母净利润 (百万)	226-276	223.0	176.4	114.94	16.63
-同比	1257%-1558%	96.53%	159.74%	152.19%	-103.56%
扣非归母净利率		10.21%	10.23%	9.09%	1.44%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2021Q4 满产满销，正极业务量利齐升。随着常州一期 1 万吨产能落地，叠加部分代工产能弹性，我们预计公司 2021Q4 出货 1.5 万吨左右，环比增长 15%左右，我们预计公司 2021 年全年出货 4.5-5 万吨左右，翻倍增长，其中为 SK 供货约 1.3 万吨，高镍产品也实现向海外稳定供货。从盈利能力来看，我们预计公司 21Q4 扣非单吨净利 1.6 万元/吨左右，环比持平，贡献 2.4-2.5 亿元利润，2021 年全年单吨盈利我们预计 1.5-1.6 万元/吨左右，较 2020 年提升 10%+；公司 Ni83、Ni88、Ni90 型高镍多元材料实现向海外大批量出口，2022 年高镍占比有望进一步提升，产品结构优化，整体量利齐升，高增可期。

扩产稳步推进，支撑公司业绩增长，一体化布局完善。公司现有 4.4 万吨有效产能，2022 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，由于公司高镍产能切换中高镍产品具备一定弹性，考虑一定外协产能弹性，我们预计 2022 年公司出货有望达 9 万吨，同比增长 80%+。此外公司定增规划常州基地（二期）5 万吨高镍产能，江苏基地（四期）2 万吨 3C 正极产能，叠加 5 万吨欧洲一期产能规划，公司现有产能规划达 20 万吨，对应约 120GWh+ 电池需求，远期规划提升。此外公司以合作方式锁定上游低价镍资源，公司与华友建立战略合作关系，在上游矿产资源方面开展深

入合作，华友承诺提供有竞争优势的镍钴金属原料计价方式；且公司拟参股投资中伟印尼红土镍矿项目，有利于保障公司前驱体原料的需求，同时进一步降低原材料采购成本。

进军铁锂、电池回收业务，拓展新利润增长点。公司拟与中伟在贵州共同投资磷酸铁锂上下游一体化项目，该项目总产能规划不低于 30 万吨/年磷酸铁、磷酸铁锂及相关磷资源开发、磷化工配套项目，其中当升主导磷酸铁锂产业，中伟主导磷资源开发、磷化工、湿法磷酸、磷酸铁产业投资，相互参股，预计政府根据实际生产所需磷矿按照短中长期相结合的原则配套磷矿资源总量不低于 2 亿吨。合作将加快推进公司磷酸铁锂业务布局，为公司拓展新的利润增长点。此外公司与华友拟在电池材料回收利用领域开展合作，共同打造锂电材料循环经济系统，实现经济效益与社会效益的协同发展。

投资建议：由于下游景气度持续超预期，我们将公司 2021-2023 年归母净利润上修至 10.30/16.06/22.69 亿元（原预期 10.05/14.03/20.49 亿元），同比增长 167%/56%/41%，给予 2022 年 45 倍 PE，对应目标价 143 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧。

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	4186	6782	10809	15188	营业收入	3,183	7,828	13,675	19,328
现金	1727	1806	1367	2092	减:营业成本	2,572	6,182	10,896	15,532
应收账款	968	2734	5058	7268	营业税金及附加	8	20	34	49
存货	523	1260	2222	3168	销售费用	29	71	197	278
其他流动资产	945	945	2106	2586	管理费用	88	161	256	318
非流动资产	1,756	2,374	2,863	3,331	研发费用	148	270	428	533
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	49	54	56	-14
固定资产	1,044	1,551	2,040	2,508	资产减值损失	43	93	79	113
在建工程	398	398	398	398	加:投资净收益	106	80	80	60
无形资产	138	164	160	156	其他收益	100	140	60	60
其他非流动资产	574	658	663	667	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,941	9,156	13,672	18,519	营业利润	452	1198	1868	2639
流动负债	1,864	4,327	7,670	10,861	加:营业外净收支	1	-1	-1	-1
短期借款	0	0	49	0	利润总额	453	1197	1867	2638
应付账款	726	1746	3078	4388	减:所得税费用	64	168	261	369
其他流动负债	1,137	2,581	4,544	6,474	少数股东损益	4	0	0	0
非流动负债	267	267	267	267	归属母公司净利润	385	1030	1606	2269
长期借款	0	0	0	0	EBIT	501	1253	1925	2626
其他非流动负债	267	267	267	267	EBITDA	579	1374	2086	2828
负债合计	2,131	4,594	7,937	11,128	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.76	2.03	3.17	4.48
归属母公司股东权益	3,811	4,562	5,735	7,391	每股净资产(元)	8.40	9.01	11.32	14.59
负债和股东权益	5,941	9,156	13,672	18,519	发行在外股份(百万股)	454	507	507	507
					ROIC(%)	27%	40%	34%	36%
					ROE(%)	10%	23%	28%	31%
					毛利率(%)	19%	21%	20%	20%
					销售净利率(%)	12%	13%	12%	12%
					资产负债率(%)	36%	50%	58%	60%
					收入增长率(%)	39%	146%	75%	41%
					净利润增长率(%)	-284%	167%	56%	41%
					P/E	116.46	43.54	27.91	19.76
					P/B	11.76	9.82	7.82	6.06
					EV/EBITDA	77.41	32.62	21.49	15.85

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>

