

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

当升科技 (300073.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入

武浩 电力设备与新能源行业首席分析师

执业编号: S1500520090001

联系电话: 010-83326711

邮箱: wuhao@cindasc.com

张鹏 电力设备与新能源行业分析师

执业编号: S1500522020001

联系电话: 18373169614

邮箱: zhangpeng1@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

合作项目落地, 开拓第二增长曲线

2022 年 12 月 05 日

事件: 公司与四川路桥的合作进一步落地, 签订年产 20 万吨三元正极材料、年产 30 万吨磷酸(锰)铁锂项目合作协议。

点评:

- **铁锂材料为公司构筑第二增长曲线。**公司与四川蜀道新材料(四川路桥持股 80%)、攀枝花钒钛高新技术产业开发区签订合作协议, 首期拟建设 30 万吨/年, 投资 70 亿元, 预计于 2028 年 12 月 31 日前全部建成达产, 远期再建设 20 万吨/年。蜀道新材料承接了蜀道集团旗下矿产资源和新材料领域业务, 蜀道集团拥有大黑山磷矿、马边老河坝磷矿等矿产, 当升科技在正极材料领域技术储备丰厚, 双方将在技术、资源领域发挥各自优势。
- **磷酸锰铁锂布局领先。**公司此前发布 LMFP-6M1, 锰含量高达 65%, 比容量达到 155mAh/g, 实际比能量比肩五系三元, 且与目前的磷酸铁锂产线共用, 产品已送样国内主流电池生产商。公司采取液相和固相结合的制备方法, 通过组合掺杂技术和包覆技术改良锰铁锂性能, 产品性能优异。
- **三元正极材料产能瓶颈有望缓解。**合作规划在新锂想(蜀道新材料)现有 5 万吨正极材料产能规划基础上, 新增 15 万吨三元正极材料项目, 最终达到 20 万吨, 项目总投资人民币 100 亿元, 预计 2028 年底建成。合作方式待定, 通过新设合资公司或以新锂想为项目公司并引入当升科技, 此次合作有望缓解公司高端多元正极材料产能瓶颈。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2022-2024 年实现营收 187.2、270.4、289.1 亿元, 归母净利润分别为 19.3、25.1、31.1 亿元, 同比增长 77%、30%、24%。截止 12 月 5 日市值对应 22、23 年 PE 估值分别是 16、12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 新能源车需求不及预期风险; 锂电池技术迭代变化风险; 原材料价格波动超预期风险; 环保及安全生产风险等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,183	8,258	18,720	27,043	28,905
增长率 YoY %	39.4%	159.4%	126.7%	44.5%	6.9%
归属母公司净利润(百万元)	385	1,091	1,925	2,508	3,111
增长率 YoY%	284.1%	183.4%	76.5%	30.3%	24.0%
毛利率%	19.2%	18.2%	15.1%	14.5%	16.4%
净资产收益率 ROE%	10.1%	11.5%	16.5%	17.3%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	0.76	2.15	3.80	4.95	6.14
市盈率 P/E(倍)	85.34	40.33	16.26	12.48	10.06
市净率 P/B(倍)	8.62	4.66	2.69	2.16	1.73

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 12 月 05 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,186	12,367	19,147	25,210	28,197
货币资金	1,727	4,318	5,065	6,479	9,081
应收票据	0	67	51	74	79
应收账款	968	2,363	5,356	7,738	8,270
预付账款	10	403	795	925	725
存货	523	1,439	3,311	4,815	4,632
其他	958	3,777	4,568	5,179	5,409
非流动资产	1,756	2,120	3,380	4,306	5,265
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	1,044	1,453	1,841	2,451	3,195
无形资产	138	161	177	192	208
其他	574	506	1,362	1,662	1,862
资产总计	5,941	14,487	22,527	29,516	33,462
流动负债	1,864	4,749	10,603	14,703	15,077
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据	950	3,243	6,970	9,503	9,927
应付账款	726	1,108	2,610	3,796	3,640
其他	187	398	1,024	1,404	1,510
非流动负债	267	289	289	289	289
长期借款	0	0	0	0	0
其他	267	289	289	289	289
负债合计	2,131	5,039	10,893	14,992	15,366
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	3,811	9,448	11,634	14,523	18,095
负债和股东权益	5,941	14,487	22,527	29,516	33,462

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,183	8,258	18,720	27,043	28,905
增长率 YoY %	39.4%	159.4%	126.7%	44.5%	6.9%
归属母公司净利润	385	1,091	1,925	2,508	3,111
增长率 YoY%	284.1%	183.4%	76.5%	30.3%	24.0%
毛利率%	19.2%	18.2%	15.1%	14.5%	16.4%
净资产收益率ROE%	10.1%	11.5%	16.5%	17.3%	17.2%
EPS(摊薄)(元)	0.76	2.15	3.80	4.95	6.14
市盈率 P/E(倍)	85.34	40.33	16.26	12.48	10.06
市净率 P/B(倍)	8.62	4.66	2.69	2.16	1.73
EV/EBITDA	66.50	37.27	13.11	9.21	6.43

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,183	8,258	18,720	27,043	28,905
营业成本	2,572	6,752	15,900	23,123	24,155
营业税金及附加	8	21	28	41	43
销售费用	29	45	47	68	72
管理费用	88	170	225	325	347
研发费用	148	336	655	946	1,012
财务费用	49	2	-53	-67	-92
减值损失合计	-2	1	-11	-13	-12
投资净收益	106	85	9	14	14
其他	59	223	332	330	265
营业利润	452	1,241	2,248	2,938	3,634
营业外收支	1	8	17	13	26
利润总额	453	1,249	2,265	2,951	3,660
所得税	64	158	340	443	549
净利润	389	1,091	1,925	2,508	3,111
少数股东损益	4	0	0	0	0
归属母公司净利润	385	1,091	1,925	2,508	3,111
EBITDA	416	1,065	2,002	2,697	3,458
EPS(当年)(元)	0.76	2.15	3.80	4.95	6.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	661	761	1,832	2,088	3,242
净利润	389	1,091	1,925	2,508	3,111
折旧摊销	78	131	137	156	183
财务费用	70	29	0	0	0
投资损失	-106	-106	-85	-9	-14
营运资金变动	255	-214	-109	-523	-3
其它	-25	-191	-112	-41	-34
投资活动现金流	-46	-2,709	-1,085	-674	-640
资本支出	-543	-618	-764	-688	-655
长期投资	130	93	-80	-40	-20
其他	367	-2,184	-241	54	34
筹资活动现金流	-129	4,537	0	0	0
吸收投资	0	4,624	0	0	0
借款	-128	0	0	0	0
支付利息或股息	-1	-75	0	0	0
现金流净增加额	433	2,568	747	1,414	2,602

研究团队简介

武浩，新能源与电力设备行业首席分析师，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。

张鹏，新能源与电力设备行业分析师，中南大学电池专业硕士，曾任财信证券资管投资部投资经理助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

黄楷，电力设备新能源行业分析师，墨尔本大学工学硕士，2 年行业研究经验，2022 年 7 月加入信达证券研发中心，负责光伏行业研究。

胡隽颖，新能源与电力设备行业研究助理，中国人民大学金融工程硕士，武汉大学金融工程学士，曾任兴业证券机械军工团队研究助理，2022 年加入信达证券研发中心，负责风电设备行业研究。

曾一赞，新能源与电力设备行业研究助理，悉尼大学经济分析硕士，中山大学金融学学士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新型电力系统和电力设备行业研究。

陈政洁，团队成员，上海财经大学会计硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责锂电材料行业研究。

孙然，团队成员，山东大学金融硕士，2022 年加入信达证券研发中心，负责新能源车行业研究。

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	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@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
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	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	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com

华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。