

当升科技(300073)重大事项点评

与SK战略合作，加速全球化布局

事项:

- 11月15日，公司与SK签订战略合作协议。双方同意SK（或其关联公司、投资主体）以不超过30%的股权比例投资当升科技欧洲新材料产业基地，并在韩国设立合资公司，如有必要另在中国设立合资公司，合作发展正极材料业务，同时双方同意未来将在磷酸铁锂业务上展开合作。

评论:

- 公司携手SK将加速公司的全球化布局。**公司是国内全球化较快的正极厂商，已通过SK、LG、三星等客户的认证，2020年海外营收占比达38%。2021H1实现境外营业收入9亿元，同比增长近80%，正极材料海外销量持续领跑，21Q3预计公司正极出货超1.3万吨，较21Q2正极1万吨出货量，环比增长30%。此外，SK是海外上升势头迅猛的锂电池头部企业，2021Q1-Q3装机量达到10.6GWh，同比增长203%，全球市场份额从4.3%提升到5.4%，超越三星SDI上升到全球第五，是大众、福特、戴姆勒、现代、起亚等海外车企电池供应商，其工厂主要分布在韩国、欧洲及中国。在美国市场，SK计划与福特合资建立两座电池工厂，总规划产能达到130GWh，与福特在美国市场实现深度绑定，有望享受美国市场腾飞的红利。
- 规划产能加速落地，单吨净利保持高位。**产能方面，公司加快了产能规划和建设的步伐，常州当升一期工程2万吨产能落地，2021年底产能合计4.4万吨，加上部分外协产能累计接近5万吨；常州二期5万吨项目将于2022年三季度建成并投产，部分产能会在2022年四季度贡献；欧洲合资公司规划的首期10万吨高镍动力锂电池正极材料项目预计于2024年投产第一阶段的5万吨产能。单吨净利方面，公司2021H1正极材料单吨净利为1.4万/吨，保持在较高水平，三季度公司基本满产，预计单吨净利依然保持较高水平。
- 上下游一体化合作将大展宏图。**上游方面，公司引入芬兰矿业集团，其为芬兰政府全资子公司，具备硫酸镍和氢氧化锂的资源优势；下游方面，引入全球头部电池厂SK，其在匈牙利有电池工厂，此次三方合作将加速当升全球化的进程，打造具有竞争力的产业链。此外，当升控股欧洲合资工厂，芬兰矿业和SK属于参股加入。
- 盈利预测：**行业景气持续高增，我们预计公司2021-2023年归母净利润为9.9/13.3/18.3亿元，对应EPS分别为2.19/2.94/4.03元，对应PE 49/36/26倍。公司是全球正极龙头企业，高镍正极材料产能持续释放有望持续带动公司高速发展，参考可比公司我们给予公司2023年30x PE，对应目标价121元，维持“强推”评级。
- 风险提示：**终端需求不及预期，上游原材料价格波动。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	3,183	7,490	11,410	16,100
同比增速(%)	39.4%	135.3%	52.3%	41.1%
归母净利润(百万)	385	993	1,333	1,830
同比增速(%)	-284.1%	158.0%	34.2%	37.2%
每股盈利(元)	0.85	2.19	2.94	4.03
市盈率(倍)	125	49	36	26
市净率(倍)	13	10	8	6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年11月24日收盘价

强推(维持)

目标价: 121元

当前价: 106.21元

华创证券研究所

证券分析师: 彭广春

邮箱: pengguangchun@hcyjs.com

执业编号: S0360520110001

公司基本数据

总股本(万股)	45,362
已上市流通股(万股)	43,559
总市值(亿元)	481.79
流通市值(亿元)	462.64
资产负债率(%)	46.1
每股净资产(元)	9.8
12个月内最高/最低价	108.53/41.25

市场表现对比图(近12个月)



附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,727	2,122	3,204	4,801
应收票据	0	0	0	0
应收账款	968	2,255	3,435	4,846
预付账款	10	97	119	139
存货	523	1,189	1,830	2,601
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	958	1,248	1,504	1,877
流动资产合计	4,186	6,911	10,092	14,264
其他长期投资	73	73	73	73
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,044	1,334	1,600	1,799
在建工程	398	418	391	367
无形资产	138	124	112	101
其他非流动资产	102	104	103	102
非流动资产合计	1,755	2,053	2,279	2,442
资产合计	5,941	8,964	12,371	16,706
短期借款	0	30	70	120
应付票据	950	1,783	2,745	3,902
应付账款	726	1,679	2,585	3,674
预收款项	1	0	0	0
合同负债	55	128	196	276
其他应付款	5	5	5	5
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	126	258	343	454
流动负债合计	1,863	3,883	5,944	8,431
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	267	267	267	267
非流动负债合计	267	267	267	267
负债合计	2,130	4,150	6,211	8,698
归属母公司所有者权益	3,811	4,804	6,137	7,967
少数股东权益	0	10	23	41
所有者权益合计	3,811	4,814	6,160	8,008
负债和股东权益	5,941	8,964	12,371	16,706

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	661	540	1,314	1,749
现金收益	516	1,138	1,513	2,038
存货影响	-307	-666	-642	-771
经营性应收影响	-386	-1,374	-1,202	-1,432
经营性应付影响	754	1,784	1,868	2,246
其他影响	85	-342	-224	-332
投资活动现金流	-46	-440	-398	-360
资本支出	-505	-418	-376	-339
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	459	-22	-22	-21
融资活动现金流	-129	295	166	208
借款增加	-32	30	40	50
股利及利息支付	-1	-8	-8	-7
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-96	273	134	165

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,183	7,490	11,410	16,100
营业成本	2,572	5,943	9,151	13,006
税金及附加	8	19	29	40
销售费用	29	60	68	80
管理费用	88	210	274	354
研发费用	148	345	456	612
财务费用	49	14	17	16
信用减值损失	-42	80	30	30
资产减值损失	-2	0	0	0
公允价值变动收益	70	80	50	50
投资收益	106	80	20	20
其他收益	31	10	30	30
营业利润	452	1,150	1,545	2,121
营业外收入	1	4	4	6
营业外支出	0	1	2	3
利润总额	453	1,153	1,547	2,124
所得税	64	150	201	276
净利润	389	1,003	1,346	1,848
少数股东损益	4	10	13	18
归属母公司净利润	385	993	1,333	1,830
NOPLAT	431	1,015	1,361	1,861
EPS(摊薄)(元)	0.85	2.19	2.94	4.03

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	39.4%	135.3%	52.3%	41.1%
EBIT 增长率	-349.2%	132.3%	34.1%	36.7%
归母净利润增长率	-284.1%	158.0%	34.2%	37.2%
获利能力				
毛利率	19.2%	20.7%	19.8%	19.2%
净利率	12.2%	13.4%	11.8%	11.5%
ROE	10.1%	20.6%	21.6%	22.9%
ROIC	15.1%	26.2%	26.6%	27.2%
偿债能力				
资产负债率	35.9%	46.3%	50.2%	52.1%
债务权益比	7.0%	6.2%	5.5%	4.8%
流动比率	2.2	1.8	1.7	1.7
速动比率	2.0	1.5	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.8	0.9	1.0
应收账款周转天数	87	77	90	93
应付账款周转天数	89	73	84	87
存货周转天数	52	52	59	61
每股指标(元)				
每股收益	0.85	2.19	2.94	4.03
每股经营现金流	1.46	1.19	2.90	3.86
每股净资产	8.40	10.59	13.53	17.56
估值比率				
P/E	125	49	36	26
P/B	13	10	8	6
EV/EBITDA	83	38	28	21

电力设备新能源小组团队介绍

组长、首席研究员：彭广春

同济大学工学硕士。曾任职于上汽集团技术中心动力电池系统部、安信证券研究中心，2019年新财富入围、水晶球第三，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：殷晟路

上海高级金融学院工商管理硕士。曾任职于上汽通用汽车制造规划部、西南证券研究发展中心，2020年加入华创证券研究所。

助理研究员：沈成宇

复旦大学经济学院金融硕士。2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：王璐

新加坡南洋理工大学金融学硕士。2021年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522