

2021年10月28日

产能顺利释放, 公司业绩略好于市场预期
买入(维持)

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	12,087	16,622
同比(%)	39	146	54	38
归母净利润(百万元)	385	1,005	1,403	2,049
同比(%)	-284	161	40	46
每股收益(元/股)	0.85	2.22	3.09	4.52
P/E(倍)	101.34	38.80	27.80	19.04

投资要点

■ 公司 2021Q3 扣非归母净利润 2.23 亿元, 环比增长 26%, 略好于市场预期。2021 前三季度公司营收 51.71 亿元, 同比增长 155%; 归母净利润 7.27 亿元, 同比增长 174.94%, 其中 2021Q3 公司实现营收 21.83 亿元, 同比增加 132.81%, 环比增长 26.57%; 归母净利润 2.8 亿元, 同比增长 136.63%, 环比下滑 5.83%, 扣非归母净利润 2.23 亿元, 同比增长 96.53%, 环比增长 26.43%, 非经常性损益主要为 0.3 亿元坏账准备转回, 以及 0.3 亿元中科电气股票出售等带来的公允价值变动损益。盈利能力方面, 2021Q3 毛利率为 16.9%, 同比下滑 3.29pct, 环比下滑 5.68pct; 归母净利率 12.85%, 同比增长 0.21pct, 环比下滑 4.42pct, 环比下滑主要系 Q2 确认较多由公允价值变动损益及坏账准备转回带来的非经常性收益; 2021Q3 扣非净利率 10.21%, 同比下滑 1.89pct, 环比下滑 0.01pct。

■ 2021Q3 满产满销, 正极业务量利齐升, 高镍产品推进顺利。随着下半年常州一期 1 万吨产能落地, 公司满产满销, 我们预计公司 2021Q3 出货 1.3 万吨左右, 环比增长 20%+, 2021Q1-Q3 累计出货 3.2 万吨左右, 我们预计公司全年出货量可达 4.5-5 万吨左右, 翻倍增长, 其中为 SK 供货约 1.5 万吨, 高镍产品也实现向海外稳定供货。从产品结构来看, NCM523 仍占据主导地位, 同时, Ni83、Ni88、Ni90 型高镍多元材料实现向海外大批量出口, Ni95 产品已完成国际客户验证, 即将进入量产阶段, 且公司正在开展超高镍多元材料 Ni98 产品的开发。从盈利能力来看, 我们预计公司将受益于产品结构改善及部分低价库存, 2021Q3 扣非单吨净利近 1.6 万元/吨左右, 环比持平, 贡献 2.2-2.3 亿元利润, 全年单吨盈利我们预计维持 1.5 万元/吨左右, 公司量利齐升。

■ 扩产稳步推进, 支撑公司业绩增长。公司拟在常州基地(二期)规划投资 24.7 亿元新建 5 万吨高镍正极产能, 达产后我们预计实现净利 3.3 亿元; 江苏基地(四期)规划投资 10.96 亿元新建 2 万吨 3C 数码类正极产能, 达产后我们预计实现净利 1.7 亿元。公司现有 3.4 万吨有效产能, 1 万吨产能我们预计于下半年释放, 年底产能我们预计达 4.4 万吨, 由于公司高镍产能切换中高镍产品具备一定弹性, 我们预计 2021 年公司有效产能有望达 5 万吨, 同比翻番, 明年常州一期(二阶段)3 万吨产能有望投产, 我们预计 2022 年开始贡献增量, 随着扩产计划落地, 公司 2023 年我们预计具备近 15 万吨正极产能, 对应约 100GWh 的电池需求, 支撑公司业绩增长。

■ 投资建议: 由于下游景气度持续超预期, 我们将 21-23 年归母净利润由 8.63/11.07/15.94 亿元上修至 10.05/14.03/20.49 亿元, 同比增长 161%/40%/46%, 对应 PE 为 38.80x/27.80x/19.04x。考虑到公司为正极龙头企业, 产能加速扩张, 给予 22 年 45 倍 PE, 对应目标价 139.05 元, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 政策及销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	85.99
一年最低/最高价	41.25/94.28
市净率(倍)	9.33
流通 A 股市值(百万元)	37456.02

基础数据

每股净资产(元)	9.22
资产负债率(%)	39.01
总股本(百万股)	453.62
流通 A 股(百万股)	435.59

相关研究

- 1、《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
- 2、《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
- 3、《当升科技(300073) 2020 年年报点评: 国际大客户持续放量, 公司重回高增长》2021-03-23

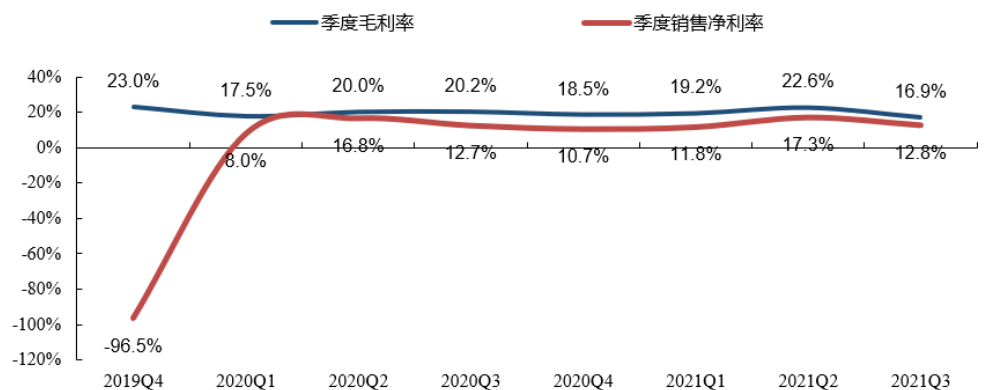
公司 2021Q3 扣非归母净利润 2.23 亿元，环比增长 26%，略好于市场预期。2021 年前三季度公司营收 51.71 亿元，同比增长 155%；归母净利润 7.27 亿元，同比增长 174.94%，其中 2021Q3 公司实现营收 21.83 亿元，同比增加 132.81%，环比增长 26.57%；归母净利润 2.8 亿元，同比增长 136.63%，环比下滑 5.83%，扣非归母净利润 2.23 亿元，同比增长 96.53%，环比增长 26.43%，非经常性损益主要为 0.3 亿元坏账准备转回，以及 0.3 亿元中科电气股票出售等带来的公允价值变动损益。盈利能力方面，2021Q3 毛利率为 16.9%，同比下滑 3.29pct，环比下滑 5.68pct；归母净利率 12.85%，同比增长 0.21pct，环比下滑 4.42pct，环比下滑主要系 2021Q2 确认较多由公允价值变动损益及坏账准备转回带来的非经常性收益；2021Q3 扣非净利率 10.21%，同比下滑 1.89pct，环比下滑 0.01pct。

图 1：当升科技季度经营状况

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3
营业收入(百万元)	2,182.9	1,724.7	1,263.9	1,155.3	937.6
-同比	132.81%	155.68%	203.94%	160.14%	87.41%
毛利率	16.90%	22.59%	19.23%	18.53%	20.19%
归母净利润(百万元)	280.4	297.8	149.2	120.3	118.5
-同比	136.63%	163.15%	353.48%	-128.06%	72.83%
归母净利率	12.85%	17.27%	11.80%	10.41%	12.64%
扣非归母净利润(百万元)	223.0	176.4	114.94	16.63	113.45
-同比	96.53%	159.74%	152.19%	-103.56%	62.37%
扣非归母净利率	10.21%	10.23%	9.09%	1.44%	12.10%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图 2：当升科技分季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2021Q3 满产满销，正极业务量利齐升，高镍产品推进顺利。随着下半年常州一期 1

万吨产能落地,公司满产满销,我们预计公司 2021Q3 出货 1.3 万吨左右,环比增长 20%+, Q1-Q3 累计出货 3.2 万吨左右,我们预计公司全年出货量可达 4.5-5 万吨左右,翻倍增长,其中为 SK 供货约 1.5 万吨,高镍产品也实现向海外稳定供货。从产品结构来看,NCM523 仍占据主导地位,同时, Ni83、Ni88、Ni90 型高镍多元材料实现向海外大批量出口, Ni95 产品已完成国际客户验证,即将进入量产阶段,且公司正在开展超高镍多元材料 Ni98 产品的开发。从盈利能力来看,我们预计公司将受益于产品结构改善及部分低价库存, Q3 扣非单吨净利近 1.6 万元/吨左右,环比持平,贡献 2.2-2.3 亿元利润,全年单吨盈利我们预计维持 1.5 万元/吨左右,公司量利齐升。

扩产稳步推进,支撑公司业绩增长。公司拟在常州基地(二期)规划投资 24.7 亿元新建 5 万吨高镍正极产能,达产后我们预计实现净利 3.3 亿元;江苏基地(四期)规划投资 10.96 亿元新建 2 万吨 3C 数码类正极产能,达产后我们预计实现净利 1.7 亿元。公司现有 3.4 万吨有效产能,1 万吨产能我们预计于下半年释放,年底产能我们预计达 4.4 万吨,由于公司高镍产能切换中高镍产品具备一定弹性,我们预计 2021 年公司有效产能有望达 5 万吨,同比翻番,明年常州一期(二阶段)3 万吨产能有望投产,我们预计 2022 年开始贡献增量,随着扩产计划落地,公司 2023 年我们预计具备近 15 万吨正极产能,对应约 100GWh 的电池需求,支撑公司业绩增长。

图 3: 公司募集资金计划使用情况(亿元)

项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	产能规划	建设期
当升科技(常州)锂电新材料产业基地二期工程项目	24.70	20.02	5万吨	36个月
江苏当升锂电正极材料生产基地四期工程项目	10.96	7.56	2万吨	23个月
当升科技(常州)锂电新材料研究院项目	5.63	4.94	-	-
补充流动资金	13.93	13.93	-	-
合计	55.23	46.45	-	-

数据来源:公司公告、东吴证券研究所

费用管控良好,管理费用环比下滑明显。2021 年前三季度公司期间费用合计 3.74 亿元,同比增长 126.26%,费用率为 7.24%,同比下滑 0.92pct,其中 2021Q3 期间费用合计 1.04 亿元,同比增长 28.1%,环比下滑 38.86%,期间费用率为 4.78%,同比下滑 3.91pct,环比下滑 5.11pct;销售费用 0.08 亿元,销售费用率 0.36%,同比下滑 0.77pct,环比下滑 0.08pct;管理费用 0.21 亿元,管理费用率 0.97%,同比下滑 0.19pct,环比下

滑 3.21pct; 财务费用-0.08 亿元, 财务费用率-0.37%, 同比下滑 3.02pct, 环比下滑 1.06pct, 主要系汇兑收益增加; 研发费用 0.83 亿元, 研发费用率 3.82%, 同比增长 0.08pct, 环比下滑 0.77pct。公司 2021Q3 转回资产减值损失 4 万元, 主要系转回存货跌价准备, 转回信用减值损失 0.26 亿元, 主要系追回比克公司欠款, 坏账准备转回。

图 4: 当升科技季度费用情况

单位: 百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
销售费用	5.92	11.23	10.65	1.04	11.52	7.53	7.88
-销售费用率	1.42%	1.66%	1.14%	0.09%	0.91%	0.44%	0.36%
管理费用	8.46	22.87	10.92	46.23	37.88	72.09	21.22
-管理费用率	2.03%	3.39%	1.16%	4.00%	3.00%	4.18%	0.97%
研发费用	18.35	29.52	35.05	65.37	63.00	79.06	83.31
-研发费用率	4.41%	4.38%	3.74%	5.66%	4.98%	4.58%	3.82%
财务费用	-9.27	-3.08	24.83	36.60	-13.02	11.97	-8.07
-财务费用率	-2.23%	-0.46%	2.65%	3.17%	-1.03%	0.69%	-0.37%
期间费用	23.47	60.54	81.45	149.23	99.38	170.65	104.34
-期间费用率	5.64%	8.97%	8.69%	12.92%	7.86%	9.89%	4.78%
资产减值损失	0.00	-0.98	0.00	-0.92	0.09	0.22	0.04
信用减值损失	-1.29	1.22	-9.16	-32.27	39.20	11.93	25.67

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

受原材料涨价影响, 公司存货及预付款项大幅增加。2021 年前三季度公司存货为 12.1 亿元, 较年初增长 131.37%; 应收账款 19.1 亿元, 较年初增长 97.35%; 期末公司合同负债 1.23 亿元, 较年初增长 124.87%, 主要系原材料价格上涨传导影响, 预收客户货款相应增加。2021Q3 公司经营活动净现金流为 4.15 亿元, 同比下滑 15.81%; 投资活动净现金流为 0.06 亿元, 同比下滑 78.31%; 资本开支为 4.29 亿元, 同比上升 33.26%; 账面现金为 20.63 亿元, 较年初增长 19.48%。

投资建议: 由于下游景气度持续超预期, 我们将 21-23 年归母净利润由 8.63/11.07/15.94 亿元上修至 10.05/14.03/20.49 亿元, 同比增长 161%/40%/46%, 对应 PE 为 38.80x/27.80x/19.04x。考虑到公司为正极龙头企业, 产能加速扩张, 给予 22 年 45 倍 PE, 对应目标价 139.05 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策及销量不及预期。

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	4,186	7,230	10,576	14,585	营业收入	3,183	7,828	12,087	16,622
现金	1,727	2,254	2,221	3,225	减:营业成本	2,572	6,182	9,622	13,349
应收账款	968	2,734	4,371	6,216	营业税金及附加	8	20	30	42
存货	523	1,260	1,962	2,723	销售费用	29	71	174	239
其他流动资产	945	945	1,971	2,356	管理费用	89	162	227	275
非流动资产	1,756	1,909	1,991	2,083	研发费用	148	269	377	457
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	49	53	51	-22
固定资产	1,044	1,116	1,197	1,237	资产减值损失	43	93	114	19
在建工程	398	398	398	448	加:投资净收益	106	50	80	60
无形资产	138	135	131	128	其他收益	0	0	0	0
其他非流动资产	574	658	663	717	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,941	9,139	12,567	16,667	营业利润	452	1,170	1,633	2,384
流动负债	1,864	4,327	6,731	9,335	加:营业外净收支	2	-1	-1	-1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	453	1,169	1,632	2,383
应付账款	726	1,746	2,718	3,771	减:所得税费用	64	164	228	334
其他流动负债	1,137	2,581	4,013	5,565	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	1,005	1,403	2,049
长期借款	0	0	0	0	EBIT	501	1,223	1,683	2,362
其他非流动负债	267	267	267	267	EBITDA	579	1,330	1,801	2,490
负债合计	2,131	4,594	6,998	9,602	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)	0.85	2.22	3.09	4.52
归属母公司股东权益	3,811	4,545	5,569	7,065	每股净资产(元)	8.40	10.02	12.28	15.57
负债和股东权益	5,941	9,139	12,567	16,667	发行在外股份(百万股)	454	454	454	454
					ROIC(%)	26.5	47.7	39.3	43.9
					ROE(%)	10.1	22.1	25.2	29.0
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	19.2	21.0	20.4	19.7
经营活动现金流	661	961	497	1,675	销售净利率(%)	12.2	12.8	11.6	12.3
投资活动现金流	-46	-110	-100	-140	资产负债率(%)	35.9	50.3	55.7	57.6
筹资活动现金流	-129	-324	-429	-532	收入增长率(%)	39	146	54	38
现金净增加额	486	527	-32	1,003	净利润增长率(%)	-284	161	40	46
折旧和摊销	78	107	118	128	P/E	101.34	38.80	27.80	19.04
资本开支	543	160	180	200	P/B	10.24	8.58	7.00	5.52
营运资本变动	297	-146	-1,088	-419	EV/EBITDA	67	29	22	16

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>