

高镍正极产能持续释放，Q1 盈利能力提升

——当升科技（300073）点评报告

增持(维持)

2022 年 04 月 14 日

报告关键要素：

4 月 10 日，公司发布 2022 年第一季度业绩预告。公司正极材料业务盈利能力出色，下游 C 级车型需求量提升带动公司正极材料业务高速增长，2021 年公司营收及净利润实现大幅增长，2022Q1 延续高增长态势，未来有望继续保持高速增长。

投资要点：

下游需求旺盛，高镍三元景气度高：2021 年国内共销售新能源汽车 352.1 万辆，同比增长 1.6 倍；C 级车型销量共 23.2 万辆，其中 C 级纯电、插混销量分别达到 9.4 万辆/13.9 万辆，C 级车型景气度较高，带动其配备的高端三元电池出货量增长。公司为高镍三元材料龙头，全年实现营收 82.58 亿元，同比增长 159.41%；实现归母净利润 10.91 亿元，同比增长 183.45%。正极材料销量大幅提升，盈利能力加速改善，公司 2021 年业绩增长明显。今年 1-2 月纯电、插混销量分别达到 2 万辆、3.4 万辆，同比分别增长 50.2%/101.3%，C 级车高景气度带动公司 Q1 正极材料出货量提升。

Q1 淡季数据亮眼，盈利能力提升：2022 年第一季度，公司实现归母净利润 3.5-4.0 亿元，以中值看同比增长 151.34%，公司业绩持续增长的主要原因有四点：1) 公司聚焦国内外大客户，订单饱满；2) 高镍以及超高镍产品研发力度强，新产品稳步放量；3) 公司成本管控有效，长协锁定原材料供应并保留一定库存，有效应对原材料市场价格波动；4) 公司产品议价能力强，2021 年公司三元材料均价 158.41 元/kg，同比增长 35.63%。2022 年我国新能源汽车产销量有望突破 550 万辆，公司业绩有望持续保持高速增长。

产能加速扩张，一体化布局彰显龙头优势：2021 年全年三元材料产能 4.1 万吨，产量 4.61 万吨，部分产品外协生产，产能利用率高达 112.22%。公司正极材料在建产能共 7 万吨，常州当升二期工程 5 万吨三元材料产能将于 2022 年下半年逐步投产，预计 2022 年公司正极材料产能将达到 10 万吨以上；江苏当升四期工程 2 万吨钴酸锂产能预计 2023 年投产，2023 年正极材料产能有望突破 15 万吨。同时，公司加速布局远期产能，欧洲首期年产 10 万吨高镍动力正极材料已签订战略合作协议，将加快推进落地实施；公司一体化布局磷酸铁锂产能，在贵州投资建设 30

基础数据

总股本(百万股)	506.50
流通A股(百万股)	435.59
收盘价(元)	71.48
总市值(亿元)	362.05
流通A股市值(亿元)	311.36

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

周春林

执业证书编号：S0270518070001

电话：021-60883486

邮箱：zhoucl@wlzq.com.cn

研究助理：

黄星

电话：13929126885

邮箱：huangxing@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8257.87	16337.54	24919.30	33808.50
增长比率(%)	159	98	53	36
净利润(百万元)	1090.98	1482.83	2004.59	2844.14
增长比率(%)	183	36	35	42
每股收益(元)	2.15	2.93	3.96	5.62
市盈率(倍)	33.19	24.42	18.06	12.73
市净率(倍)	3.83	3.31	2.80	2.29

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

万吨磷酸铁锂一体化工厂，一期工程目前进入立项阶段。公司自有产能不断改进工艺，提升装备量和单位产能，是高镍赛道中的龙头标的。

盈利预测与投资建议：鉴于高镍三元电池行业维持高景气，在建产能相继落地，公司产品的持续研发迭代，预计公司 22-24 年实现营业收入 163.38/249.19/338.09 亿元，归母净利润 14.83/20.05/28.44 亿元，基于公司在高端三元材料的龙头地位，我们维持增持评级。

风险因素：上游原材料价格波动，新产能投产进度不及预期。

利润表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8258	16338	24919	33808
%同比增速	159%	98%	53%	36%
营业成本	6752	13841	20859	28112
毛利	1506	2496	4061	5697
%营业收入	18%	15%	16%	17%
税金及附加	21	42	64	87
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	45	147	199	237
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	170	367	573	744
%营业收入	2%	2%	2%	2%
研发费用	336	523	1096	1521
%营业收入	4%	3%	4%	5%
财务费用	2	-2	79	120
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	1	0	0	0
信用减值损失	102	0	0	0
其他收益	29	101	146	189
投资收益	85	224	199	237
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	92	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1241	1745	2394	3414
%营业收入	15%	11%	10%	10%
营业外收支	8	0	0	0
利润总额	1249	1745	2394	3414
%营业收入	15%	11%	10%	10%
所得税费用	158	262	359	512
净利润	1091	1483	2035	2902
%营业收入	13%	9%	8%	9%
归属于母公司的净利润	1091	1483	2005	2844
%同比增速	183%	36%	35%	42%
少数股东损益	0	0	31	58
EPS（元/股）	2.15	2.93	3.96	5.62

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.15	2.93	3.96	5.62
BVPS	18.65	21.58	25.54	31.15
PE	33.19	24.42	18.06	12.73
PEG	0.18	0.68	0.51	0.30
PB	3.83	3.31	2.80	2.29
EV/EBITDA	33.16	17.58	11.11	6.92
ROE	12%	14%	15%	18%
ROIC	10%	11%	14%	17%

资产负债表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4318	6980	9159	12219
交易性金融资产	2986	2986	2986	2986
应收票据及应收账款	2429	4741	7322	9895
存货	1439	2684	4212	5654
预付款项	403	453	769	1104
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	791	256	280	304
流动资产合计	12367	18100	24727	32162
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1453	1798	2159	2474
在建工程	152	211	308	381
无形资产	161	196	224	254
商誉	23	23	23	23
递延所得税资产	64	64	64	64
其他非流动资产	267	251	235	219
资产总计	14487	20643	27741	35577
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	4351	8491	13145	17625
预收账款	1	20	17	26
合同负债	134	236	390	515
应付职工薪酬	178	409	622	820
应交税费	59	106	170	229
其他流动负债	26	162	142	205
流动负债合计	4749	9422	14486	19419
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	20	20	20	20
其他非流动负债	269	269	269	269
负债合计	5039	9712	14775	19709
归属于母公司的所有者权益	9448	10931	12935	15780
少数股东权益	0	0	31	89
股东权益	9448	10931	12966	15868
负债及股东权益	14487	20643	27741	35577

现金流量表（百万元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	761	3107	2757	3585
投资	93	2	2	2
资本性支出	-618	-670	-779	-764
其他	-2184	224	199	237
投资活动现金流净额	-2709	-445	-578	-525
债权融资	0	0	0	0
股权融资	4624	0	0	0
银行贷款增加（减少）	0	0	0	0
筹资成本	-75	0	0	0
其他	-13	0	0	0
筹资活动现金流净额	4537	0	0	0
现金净流量	2568	2662	2179	3060

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场