开源证券

当升科技（300073.SZ） 扭亏为盈，进军全球三元正极龙头

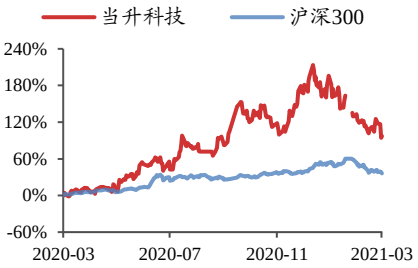
2021 年 03 月 24 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/3/24
当前股价(元)	43.44
一年最高最低(元)	70.00/20.87
总市值(亿元)	197.05
流通市值(亿元)	146.53
总股本(亿股)	4.54
流通股本(亿股)	3.37
近 3 个月换手率(%)	265.52

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-三元正极准龙头，受益全球动力市场高增长》-2021.1.7

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

● **2020 年扭亏为盈，向全球三元正极龙头进军**

公司 2020 年实现营收 31.83 亿元，同比+39.36%；归母净利润 3.85 亿元(2019 年为-2.09 亿元)；扣非归母净利润 2.44 亿元(2019 年为-2.71 亿元)。综合毛利率为 19.21%，同比-0.48pct，综合净利率为 12.11%(2019 年为-9.15%)。2020 年单季度归母净利润分别为 0.3/1.13/1.19/1.20 亿元，扣非归母净利润分别为 0.46/0.68/1.13/0.17 亿元，Q4 由于提升比克电池坏账计提比例、实施年金计划及调整汇兑损益会计处理方式导致扣非归母净利润下滑明显。公司是三元正极行业准龙头，拥有优质的客户基础及研发实力，我们上调业绩预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 6.18(+0.26)/8.68(+1.39)/13.36 亿元，EPS 预计为 1.36(+0.05)/1.91(+0.24)/2.95 元，当前股价对应 PE 为 31.9/22.7/14.8 倍，维持“买入”评级。

● **加速扩产，打造全球三元正极龙头**

2020 年公司产能快速扩张，江苏海门三期（8000 吨）、江苏常州一期一阶段（2 万吨）相继投产，锂电材料设计产能达 4.4 万吨，年化产能达到 2.5 万吨。未来 5-10 年是新能源车加速提升渗透率的关键时期，公司也继续积极扩产匹配下游客户高速增长的需求。公司在江苏常州 10 万吨产能将加快落地，同时也计划在欧洲地区建设产能，实现全球化布局。

● **高镍产品逐步放量，优质客户源确保稳定利润**

公司 2020 年实现正极销售 2.4 万吨（同比+58.3%）。（1）客户结构：海外客户占比高，全年出货 1.01 万吨，占比约 42%。公司与海外主流电池厂 LG 化学、SKI、索尼等合作达 10 年之久，供应涵盖动力、储能及小型电池领域。海外客户在正极定价方面通常采用“成本加成”模式，因此海外订单的吨利润相对稳定。（2）产品结构：预计高镍（6 系+8 系产品）出货量占约 1/4 左右。公司在高镍三元领域深耕多年，分别在 2015、2017 年实现 6 系、8 系产品的量产，随着海外客户逐步切换成 8 系、9 系三元锂电池，预计公司正极利润率进一步改善。

● **风险提示：**新能源汽车销量不及预期、三元正极市场竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,284	3,183	5,778	8,764	12,263
YOY(%)	-30.4	39.4	81.5	51.7	39.9
归母净利润(百万元)	-209	385	618	868	1,336
YOY(%)	-166.1	284.1	60.6	40.3	54.0
毛利率(%)	19.7	19.2	19.4	19.8	19.8
净利率(%)	-9.2	12.1	10.7	9.9	10.9
ROE(%)	-6.1	10.2	14.2	16.8	20.7
EPS(摊薄/元)	-0.46	0.85	1.36	1.91	2.95
P/E(倍)	-94.3	51.2	31.88	22.71	14.75
P/B(倍)	6.5	5.2	4.5	3.8	3.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3265	4186	5363	6433	8573
现金	2172	1727	1707	1801	2363
应收票据及应收账款	572	968	1827	2413	3519
其他应收款	10	14	30	36	57
预付账款	18	10	40	36	70
存货	215	523	814	1203	1619
其他流动资产	278	945	945	945	945
非流动资产	1323	1756	2487	3282	4242
长期投资	0	0	29	36	45
固定资产	411	1044	1633	2263	2982
无形资产	118	138	155	176	201
其他非流动资产	794	574	670	808	1015
资产总计	4588	5941	7850	9715	12815
流动负债	1009	1864	3227	4269	6074
短期借款	32	0	0	0	0
应付票据及应付账款	814	1676	2833	3971	5549
其他流动负债	163	187	394	298	525
非流动负债	156	267	267	267	267
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	156	267	267	267	267
负债合计	1166	2131	3494	4536	6341
少数股东权益	400	0	1	4	9
股本	437	454	454	454	454
资本公积	2208	2594	2594	2594	2594
留存收益	378	763	1298	2054	3240
归属母公司股东权益	3023	3811	4354	5175	6464
负债和股东权益	4588	5941	7850	9715	12815

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	347	661	873	1176	1794
净利润	-209	389	620	870	1341
折旧摊销	54	78	121	185	259
财务费用	-3	49	69	156	85
投资损失	-27	-106	-69	-58	-65
营运资金变动	44	255	167	66	227
其他经营现金流	488	-4	-34	-43	-54
投资活动现金流	-222	-46	-749	-880	-1100
资本支出	444	543	702	788	951
长期投资	0	130	-29	-11	-9
其他投资现金流	222	626	-75	-102	-158
筹资活动现金流	341	-129	-144	-203	-131
短期借款	-80	-32	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	17	0	0	0
资本公积增加	0	386	0	0	0
其他筹资现金流	421	-501	-144	-203	-131
现金净增加额	470	433	-19	93	562

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2284	3183	5778	8764	12263
营业成本	1834	2572	4657	7026	9830
营业税金及附加	6	8	22	28	37
营业费用	33	29	67	103	132
管理费用	51	88	128	212	303
研发费用	99	148	254	394	558
财务费用	-3	49	69	156	85
资产减值损失	-294	-2	0	0	0
其他收益	17	31	0	0	0
公允价值变动收益	67	70	34	43	54
投资净收益	27	106	69	58	65
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	-201	452	684	946	1436
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	1	0
利润总额	-199	453	685	947	1437
所得税	10	64	66	77	96
净利润	-209	389	620	870	1341
少数股东损益	0	4	1	3	5
归母净利润	-209	385	618	868	1336
EBITDA	-208	480	755	1079	1633
EPS(元)	-0.46	0.85	1.36	1.91	2.95

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-30.4	39.4	81.5	51.7	39.9
营业利润(%)	-154.7	324.2	51.4	38.3	51.7
归属于母公司净利润(%)	-166.1	284.1	60.6	40.3	54.0
获利能力					
毛利率(%)	19.7	19.2	19.4	19.8	19.8
净利率(%)	-9.2	12.1	10.7	9.9	10.9
ROE(%)	-6.1	10.2	14.2	16.8	20.7
ROIC(%)	-8.6	8.5	12.4	15.1	19.1
偿债能力					
资产负债率(%)	25.4	35.9	44.5	46.7	49.5
净负债比率(%)	-58.2	-38.7	-33.4	-29.9	-32.6
流动比率	3.2	2.2	1.7	1.5	1.4
速动比率	2.9	1.8	1.3	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	2.7	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转率	2.4	2.1	2.1	2.1	2.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.46	0.85	1.36	1.91	2.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.77	1.46	1.92	2.59	3.95
每股净资产(最新摊薄)	6.66	8.40	9.60	11.41	14.25
估值比率					
P/E	-94.3	51.2	31.9	22.7	14.7
P/B	6.5	5.2	4.5	3.8	3.0
EV/EBITDA	-86.2	36.5	23.2	16.2	10.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn