当升科技（300073）三季报点评

量利齐升，业绩好于预期

买入（维持）

2020 年 10 月 29 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2284	3459	5332	7383
同比（%）	-30%	51%	54%	38%
归母净利润（百万元）	-209	363	604	790
同比（%）	-166%	274%	66%	31%
每股收益（元/股）	-0.48	0.83	1.38	1.81
P/E（倍）	-109.79	63.22	38.02	29.06

投资要点

- **前三季度归母净利润 2.65 亿，同比+21%，业绩略好于预期：**2020 年前三季度公司营收 20.28 亿元，同比增长 10.2%；归母净利润 2.65 亿元，同比增长 20.5%；扣非净利润 2.27 亿元，同比增长 15.7%；20Q1-3 毛利率为 19.6%，同比增加 0.73pct；净利率为 13.09%，同比增加 1.16pct。前三季度非经常性损益 0.41 亿元，主要是为中科电气公允价值变动收益及出售中科电气股票收益；另公司前三季度汇兑损失 2400 万。

- **汇兑损失与公允价值收益基本抵消，Q3 利润 1.2 亿，增长亮眼：**20Q3 公司实现营收 9.38 亿元，同比增加 87.41%，环比增长 39.01%；归母净利润 1.19 亿元，同比增长 72.83%，环比增长 4.72%，扣非归母净利润 1.13 亿元，同比增长 62.37%，环比增长 67.09%。Q3 汇兑损失预计超过 2000 万左右，拉低利润；但 Q3 公允价值变动收益 0.27 亿，增厚利润 0.2 亿。盈利能力方面，Q3 毛利率为 20.19%，同比下降 0.49pct，环比增长 0.14pct；净利率 12.67%，同比下降 1.04pct，环比下降 4.16pct；Q3 扣非净利率 12.1%，同比下降 1.87pct，环比提升 2.03pct。

- **全年预计 3.2-3.8 亿，Q4 计提坏账，业绩环比下滑，全年符合预期。**20 年全年公司预计实现归母净利润 3.2 亿-3.8 亿元，同比增长 253.11%-281.82%，主要是主要原因是公司 2019 年对比克等客户计提了应收款项坏账准备和计提了中鼎高科商誉减值，同时 20 年公司积极拓展新客户并推进扩产计划，经营效益大幅度提升。Q4 预计归母净利润为 0.55 亿-1.15 亿元，同比增长 112.9%-126.92%，环比下降 2.62%-53.25%，主要由于 Q4 需计提比克等剩余的坏账准备。

- **Q3 正极满产满销，单吨盈利恢复，21 年持续高增长可期：**三季度公司整体满产满销，预计确认出货 7000 吨+，同比增长 90%，环比增长 20%；前三季度公司正极出货量超过 1.5 万吨，Q4 排产超过 0.9 万吨，全年出货量有望达到 2.4 万吨；Q3-Q4 公司分别新增 1 万吨产能，年底产能将达到 4.4 万吨，21 年有效产能超过 4 万吨，我们预计 21 年公司出货有望达到 4 万吨，同比增 65%+。结构方面，公司以海外电池龙头为主，包括 SK、lg、三星、村田等，其中公司为 SK 正极主供，受益于动力电池业务爆发，sk 目前已成公司第一大客户，出货占比达到 50%，预计 21 年 SK 仍将带来显著增量。盈利方面，Q3 产能利用率提升+钴价 Q3 小幅上涨，公司单吨利润恢复至 1.35-1.4 万/吨，环比增长 15%，我们预计 Q3 正极业务贡献利润 1 亿左右，同比增长 50%。21 年预计单吨盈利可维持在 1.2-1.4 万/吨，有望贡献 5 亿+利润，高增长可期。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.6/6/7.9 亿，同比增长 274%/+66%/+31%，对应 PE 为 63x/38x/29x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 69 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	52.55
一年最低/最高价	18.51/57.57
市净率(倍)	6.98
流通 A 股市值(百万元)	22890.03

基础数据

每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	35.29
总股本(百万股)	436.72
流通 A 股(百万股)	435.59

相关研究

1、《当升科技（300073）：收购常州当升剩余股权，优质产能放量在即》2020-09-12

2、《当升科技（300073）中报点评：海外客户放量，超越行业增速》2020-08-26

3、《当升科技（300073）：轻装上阵，海外市场启动》2020-04-16

请务必阅读正文之后的免责声明部分

前三季度归母净利润 2.65 亿，同比+21%，业绩略好于预期：2020 年前三季度公司营收 20.28 亿元，同比增长 10.2%；归母净利润 2.65 亿元，同比增长 20.5%；扣非净利润 2.27 亿元，同比增长 15.7%；20Q1-3 毛利率为 19.6%，同比增加 0.73pct；净利率为 13.09%，同比增加 1.16pct。前三季度非经常性损益 0.41 亿元，主要是为中科电气公允价值变动收益及出售中科电气股票收益；另公司前三季度汇兑损失 2400 万。

图 2：当升科技季度经营情况

	20Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3
营业收入(百万)		937.6	674.5	415.8	444.1	500.3	685.9	653.9	802.4	848.4
-同比		87.41%	-1.66%	-36.40%	-44.65%	-41.03%	-28.47%	-2.55%	11.13%	41.17%
毛利率		20.19%	20.05%	17.54%	23.04%	20.69%	19.41%	16.94%	25.53%	19.71%
归母净利润(百万)	55.4-115.4	118.5	113.2	32.9	-428.7	68.6	87.0	64.1	110.8	92.5
-同比	112.9%-126.92%	72.83%	30.08%	-48.66%	-486.82%	-25.89%	18.00%	64.02%	65.82%	140.86%
净利率		12.67%	16.83%	8.00%	-96.54%	13.71%	12.68%	9.80%	13.81%	10.91%
扣非归母净利润（百万）		113.45	67.90	45.58	-467.09	69.87	76.59	49.67	108.65	89.56
-同比		62.37%	-11.35%	-8.25%	-529.89%	-21.98%	8.94%	38.67%	75.19%	159.88%
扣非归母净利率		12.10%	10.07%	10.96%	-105.18%	13.97%	11.17%	7.60%	13.54%	10.56%

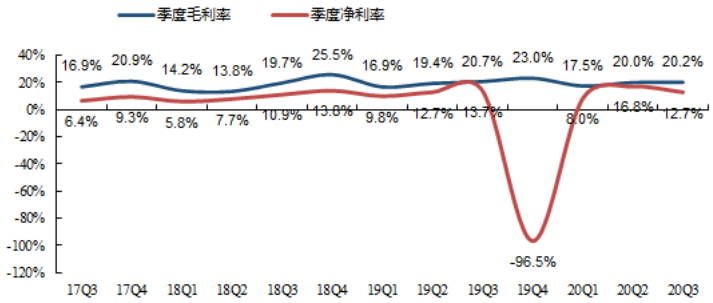
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

汇兑损失与公允价值收益基本抵消，Q3 利润 1.2 亿，增长亮眼：20Q3 公司实现营收 9.38 亿元，同比增加 87.41％，环比增长 39.01%；归母净利润 1.19 亿元，同比增长 72.83%，环比增长 4.72％，扣非归母净利润 1.13 亿元，同比增长 62.37%，环比增长 67.09%。Q3 汇兑损失预计超过 2000 万左右，拉低利润；但 Q3 公允价值变动收益 0.27 亿，增厚利润 0.2 亿。盈利能力方面，Q3 毛利率为 20.19%，同比下降 0.49pct，环比增长 0.14pct；净利率 12.67%，同比下降 1.04pct，环比下降 4.16pct；Q3 扣非净利率 12.1%，同比下降 1.87pct，环比提升 2.03pct。

全年预计 3.2-3.8 亿，Q4 计提坏账，业绩环比下滑，全年符合预期。20 年全年公司预计实现归母净利润 3.2 亿-3.8 亿元，同比增长 253.11%-281.82%，主要是主要原因是公司 2019 年对比克等客户计提了应收款项坏账准备和计提了中鼎高科商誉减值，同时 20 年公司积极拓展新客户并推进扩产计划，经营效益大幅度提升。Q4 预计归母净利润为 0.55 亿-1.15 亿元，同比增长 112.9%-126.92%，环比下降 2.62%-53.25%，主要由于 Q4 需计提比克等剩余的坏账准备

图 2：当升科技分季度盈利能力

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 正极满产满销，单吨盈利恢复，21 年持续高增长可期：三季度公司整体满产满销，预计确认出货 7000 吨+，同比增长 90%，环比增长 20%；前三季度公司正极出货量超过 1.5 万吨，Q4 排产超过 0.9 万吨，全年出货量有望达到 2.4 万吨；Q3-Q4 公司分别新增 1 万吨产能，年底产能将达到 4.4 万吨，21 年有效产能超过 4 万吨，我们预计 21 年公司出货有望达到 4 万吨，同比增 65%+。结构方面，公司以海外电池龙头为主，包括 SK、lg、三星、村田等，其中公司为 SK 正极主供，受益于动力电池业务爆发，sk 目前已成公司第一大客户，出货占比达到 50%，预计 21 年 SK 仍将带来显著增量。盈利方面，Q3 产能利用率提升+钴价 Q3 小幅上涨，公司单吨利润恢复至 1.35-1.4 万/吨，环比增长 15%，我们预计 Q3 正极业务贡献利润 1 亿左右，同比增长 50%。21 年预计单吨盈利可维持在 1.2-1.4 万/吨，有望贡献 5 亿+利润，高增长可期。

智能装备 Q3 利润平稳增长。预计中鼎高科 Q3 收入 4 亿左右贡献超过 0.1 亿利润，环比小幅增长，1-3Q 贡献 0.25-0.3 亿，全年业绩预计为 0.45 亿+，同比近翻番。

汇兑损失+研发费用拉高三费：2020 年前三季度公司三费(含研发)合计 1.65 亿元，同比增长 26.76%，费用率为 8.16%，同比增长 1.07pct。Q3 三费合计 0.81 亿，同比增长 198%，环比增长 35%。20Q3 销售费用 0.1 亿元，销售费用率 1.1%，同比下降 0.2pct；管理费用 0.1 亿元，管理费用率 1.2%，同比下降 0.7pct；财务费用 0.2 亿元，同比增长 442.79%，主要是汇兑损失增加 0.24 亿元，财务费用率 2.6%，同比增 3.3pct；研发费用 0.35 亿元，同比增长 140%，研发费用率 3.7%，同比增 0.8pct。公司前三季度转回资产减值损失 0.01 亿；转回信用减值损失 0.09 亿。20Q3 公司计提信用减值 0 亿；转回信用减值损失 0.09 亿。

图 3：公司季度费用率

请务必阅读正文之后的免责声明部分

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	7.10	9.69	6.74	9.53	5.92	11.23	10.65
-销售费用率	1.09%	1.41%	1.35%	2.15%	1.42%	1.66%	1.14%
管理费用	11.92	14.63	9.13	15.61	8.46	22.87	10.92
-管理费用率	1.82%	2.13%	1.82%	3.51%	2.03%	3.39%	1.16%
研发费用	28.70	31.66	14.60	24.17	18.35	29.52	35.05
-研发费用率	4.39%	4.62%	2.92%	5.44%	4.41%	4.38%	3.74%
财务费用	2.75	-3.27	-3.12	0.92	-9.27	-3.08	24.83
-财务费用率	0.42%	-0.48%	-0.62%	0.21%	-2.23%	-0.46%	2.65%
期间费用	50.47	52.70	27.36	50.22	23.47	60.54	81.45
-期间费用率	7.72%	7.68%	5.47%	11.31%	5.64%	8.97%	8.69%
资产减值损失	-	-	-	-294.17	-	-0.98	-
信用减值损失	0.00	-0.42	-3.24	-268.19	-1.29	1.22	-9.16

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

存货增加，预收款增加，经营现金流大幅好转。2020 年前三季度公司存货为 5.4 亿，较年初增加 150.81%，较年中增长 36%，我们预计公司为平滑原材料价格变化，提前备货；应收账款 8.72 亿，较年初增长 52.54%，较年中增加 19.5%。期末公司预收账款+合同负债 0.73 亿元，较年初增加 414%，较年中降低 18%。20Q1-3 公司经营活动净现金流为 4.93 亿，同比上升 218.22%，其中 Q3 经营现金流 3.1 亿，同比增长 548%，环比增长 50%；投资活动净现金流为 4.62 亿，同比上升 455.56%；资本开支为 3.22 亿，同比上升 5.42%。账面现金为 23.82 亿，较年初增长 9.66%。期末在建工程 5.9 亿，较年中增加 1.1 亿；期末固定资产 7.25 亿，较年中基本持平，较去年同期增加 71%，主要为常州一期投产。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.6/6/7.9 亿，同比增长 274%/+66%/+31%，对应 PE 为 63x/38x/29x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 69 元，维持“买入”评级。

风险提示：价格下滑超预期；公司出货量低于预期。

当升科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,265	4,027	5,078	6,349
现金	2,172	2,366	2,172	2,413
应收账款	572	1,018	1,595	2,221
存货	215	328	528	741
其他流动资产	289	289	741	916
非流动资产	1,323	1,145	1,267	1,398
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	411	525	649	732
无形资产	118	116	114	112
其他非流动资产	1,205	915	915	965
资产总计	4,588	5,172	6,345	7,747
流动负债	1,009	1,328	2,060	2,885
短期借款	32	20	11	11
应付账款	539	816	1,267	1,775
其他流动负债	438	511	793	1,110
非流动负债	156	156	156	156
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	156	156	156	156
负债合计	1,166	1,484	2,217	3,042
少数股东权益	400	400	400	400
归属母公司股东权益	3,023	3,288	3,728	4,305
负债和股东权益	4,588	5,172	6,345	7,747

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	347	433	98	598
投资活动现金流	-222	-125	-145	-160
筹资活动现金流	341	-114	-147	-197
现金净增加额	467	194	-193	241
折旧和摊销	54	48	59	69
资本开支	444	160	180	200
营运资本变动	293	12	-551	-253

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,284	3,459	5,332	7,383
减:营业成本	1,834	2,779	4,311	6,040
营业税金及附加	6	9	14	20
营业费用	33	50	77	106
管理费用	150	208	267	325
财务费用	-3	-16	-16	-16
资产减值损失	575	61	38	49
加:投资净收益	27	35	35	40
其他收益	0	0	0	0
营业利润	-201	428	711	930
加:营业外净收支	3	-1	-1	-1
利润总额	-199	427	710	929
减:所得税费用	10	64	107	139
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-209	363	604	790
EBIT	-150	460	753	983

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	-0.48	0.83	1.38	1.81
每股净资产(元)	6.92	7.53	8.54	9.86
发行在外股份(百万股)	437	437	437	437
ROIC(%)	-16.8%	24.4%	26.2%	27.7%
ROE(%)	-6.9%	11.0%	16.2%	18.3%
毛利率(%)	19.7%	19.7%	19.1%	18.2%
销售净利率(%)	-9.2%	10.5%	11.3%	10.7%
资产负债率(%)	25.4%	28.7%	34.9%	39.3%
收入增长率(%)	-30.4%	51.4%	54.2%	38.5%
净利润增长率(%)	-166.1%	273.7%	66.2%	30.8%
P/E	-109.79	63.22	38.02	29.06
P/B	7.59	6.98	6.16	5.33
EV/EBITDA	-155	51	31	24

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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