当升科技（300073）

收购常州当升剩余股权，优质产能放量在即

买入（维持）

2020 年 09 月 12 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2284	3276	5005	6923
同比（%）	-30%	43%	53%	38%
归母净利润（百万元）	-209	326	501	699
同比（%）	-166%	256%	54%	39%
每股收益（元/股）	-0.48	0.75	1.15	1.60
P/E（倍）	-75.84	48.63	31.64	22.68

投资要点

- **事件：**公司拟向控股股东矿冶集团发行股份，购买常州当升 31.25%少数股权。本次交易完成后，常州当升将成为全资子公司。公司的控股股东一直为矿冶集团，实际控制人为国务院国资委，发行预案前，矿冶集团合计持有公司 22.50%股份。本次发行价格以公告日前 120 日交易均价的 80%定价，为 24.30 元/股（约停牌前股价的 65%），锁定期 3 年。
- **常州优质产能放量，2 万吨投产在即，预计明年贡献 2 亿+利润。**常州当升主要产品为新型高镍正极，包括 NCM811、NCA 等，产品品质获得海外客户高度认可。常州基地规划产能 10 万吨，一期部分产能已经完成产线安装，开始产品试制和客户认证工作。我们预计常州基地三季度将有 1 万吨产能释放，四季度再新增 1 万吨，为明年新增有效产能 2 万吨，预计 21 年贡献 2-2.5 亿利润。
- **定价暂未确定，预计收购性价比合理。**本次收购标的暂未定价，截至 20 年中，常州当升总资产 15.4 亿元，净资产 12.8 亿元，未形成收入，上半年净利润 225 万。基于以下假设（21 年常州当升出货 2 万吨，净利润贡献 2.2 亿），我们测算收购 PB 分别为 1/2/5 倍的情况下，21 年收购标的对应 PE 分别对应 9/18/45 倍。因此若收购 PB 在 1-2 倍，标的估值均有较高性价比。
- **常州新增高镍产能，预计海外供货以高镍为主。**20 年 1-7 月国内三元正极材料产量中，5 系仍为主要产品，产量 4.5 万吨，占比 55%，高镍 6 系和 8 系分别占比 20%左右，高镍占比明显提升。公司目前产品以 5 系、6 系为主，市占率 8%左右，常州加大高镍产能，扩展产品布局。预计新增海外客户以高镍出货为主，目前主要为 SK、LG 化学等，其中 LG 为储能项目供货，SK 为动力项目供货。
- **排产逐月增长，下半年及明年高增加可期。**公司 7-9 月排产保持环比 10-20%稳定增长，预计 Q3 出货接近 7000 吨，同环比增长 70%+。同时钴价上行，公司库存价值提升，低价钴成本有望带动产品单吨盈利的提升。另外海外客户如 LG、SK、三星等预示订单乐观，有望持续放量。目前公司产能 2.6 万吨（含海门三期 1 万吨新增产能），同时 Q4 公司金坛将投产 2 万吨，20 年有效产能接近 3 万吨，21 年有效产能 4.4 万吨。我们预计公司 20 年销量有望达到 2.2-2.3 万吨，同比增长 50%，增量来自海外客户以及新增钴酸锂订单；21 年销量有望达到 3.5-4 万吨。
- **盈利预测：**我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.26/5.01/6.99 亿，同比增长 256%/54%/39%，对应 PE 为 49x/32x/23x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 52 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等。

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.30
一年最低/最高价	18.51/44.77
市净率(倍)	5.00
流通 A 股市值(百万元)	15627.53

基础数据

每股净资产(元)	7.26
资产负债率(%)	29.16
总股本(百万股)	436.72
流通 A 股(百万股)	430.51

相关研究

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

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

3、《当升科技（300073）业绩预告点评：大幅计提减值，来年轻装上阵》2020-01-22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司拟向控股股东矿冶集团发行股份，购买常州当升 31.25%少数股权。本次交易完成后，常州当升将成为全资子公司。公司的控股股东一直为矿冶集团，实际控制人为国务院国资委，发行预案前，矿冶集团合计持有公司 22.50%股份。本次发行价格以公告日前 120 日交易均价的 80%定价，为 24.30 元/股（约停牌前股价的 65%），锁定期 3 年。

常州优质产能放量，2 万吨投产在即，预计明年贡献 2 亿+利润。常州当升主要产品为新型高镍正极，包括 NCM811、NCA 等，产品品质获得海外客户高度认可。常州基地规划产能 10 万吨，一期部分产能已经完成产线安装，开始产品试制和客户认证工作。我们预计常州基地三季度将有 1 万吨产能释放，四季度再新增 1 万吨，为明年新增有效产能 2 万吨，预计 21 年贡献 2-2.5 亿利润。

定价暂未确定，预计收购性价比合理。本次收购标的暂未定价，截至 20 年中，常州当升总资产 15.4 亿元，净资产 12.8 亿元，未形成收入，上半年净利润 225 万。基于以下假设（21 年常州当升出货 2 万吨，净利润贡献 2.2 亿），我们测算收购 PB 分别为 1/2/5 倍的情况下，21 年收购标的对应 PE 分别对应 9/18/45 倍。因此若收购 PB 在 1-2 倍，标的估值均有较高性价比。

图 1：收购估值弹性测算

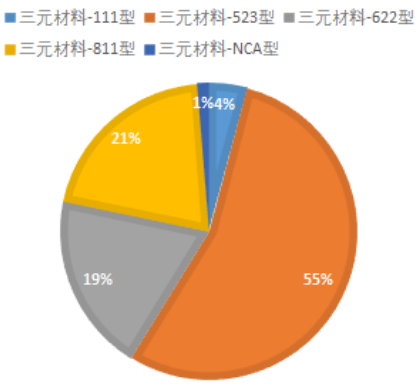
收购PB-不同假设情况	0.8	1	1.5	2	3	5
常州当升-20H1期末净资产（亿元）	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
常州当升收购定价-100%股权（亿元）	10.24	12.8	19.2	25.6	38.4	64
常州当升收购定价-31.25%股权（亿元）	3.20	4.00	6.00	8.00	12.00	20.00
定增发行价格/停牌前股价	64.2%	64.2%	64.2%	64.2%	64.2%	64.2%
折算为当前股价下的定价-100%股权（亿元）	15.94	19.93	29.89	39.85	59.78	99.63
21年常州当升出货量（万吨）	2	2	2	2	2	2
21年常州当升-预计净利润（亿元）	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
收购价对应21年PE	**7**	**9**	**14**	**18**	**27**	**45**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

常州新增高镍产能，预计海外供货以高镍为主。20 年 1-7 月国内三元正极材料产量中，5 系仍为主要产品，产量 4.5 万吨，占比 55%，高镍 6 系和 8 系分别占比 20%左右，高镍占比明显提升。公司目前产品以 5 系、6 系为主，市占率 8%左右，常州加大高镍产能，扩展产品布局。预计新增海外客户以高镍出货为主，目前主要为 SK、LG 化学等，其中 LG 为储能项目供货，SK 为动力项目供货。

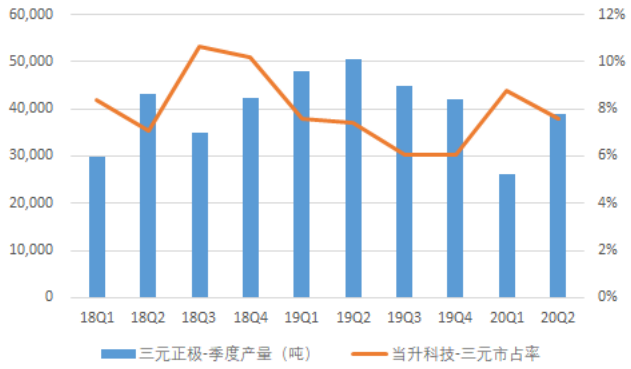
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：20 年 1-7 月国内正极材料产量（分型号）



数据来源：鑫椤咨询，东吴证券研究所

图 3：国内三元正极材料季度产量（吨）



数据来源：鑫椤咨询，东吴证券研究所

排产逐月增长，下半年及明年高增加可期。公司 7-9 月排产保持环比 10-20%稳定增长，预计 Q3 出货接近 7000 吨，同环比增长 70%+。同时钴价上行，公司库存价值提升，低价钴成本有望带动产品单吨盈利的提升。另外海外客户如 LG、SK、三星等预示订单乐观，有望持续放量。目前公司产能 2.6 万吨（含海门三期 1 万吨新增产能），同时 Q4 公司金坛将投产 2 万吨，20 年有效产能接近 3 万吨，21 年有效产能 4.4 万吨。我们预计公司 20 年销量有望达到 2.2-2.3 万吨，同比增长 50%，增量来自海外客户以及新增钴酸锂订单；21 年销量有望达到 3.5-4 万吨。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.26/5.01/6.99 亿，同比增长 256%/54%/39%，对应 PE 为 49x/32x/23x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 52 元，维持

请务必阅读正文之后的免责声明部分

“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

当升科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,265	3,956	4,876	6,018
现金	2,172	2,344	2,140	2,339
应收账款	572	980	1,481	2,048
存货	215	318	502	699
其他流动资产	289	289	714	877
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	514	738	756
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	5,102	6,142	7,415
流动负债	1,009	1,284	1,959	2,722
短期借款	32	35	39	43
应付账款	539	790	1,205	1,675
其他流动负债	438	494	754	1,047
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	1,441	2,116	2,878
少数股东权益	400	400	400	400
归属母公司股东权益	3,023	3,261	3,627	4,137
负债和股东权益	4,588	5,102	6,142	7,415

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	347	402	60	532
投资活动现金流	-222	-125	-145	-160
筹资活动现金流	341	-104	-119	-173
现金净增加额	467	172	-205	199
折旧和摊销	54	48	59	69
资本开支	444	160	180	200
营运资本变动	293	40	-517	-243

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,284	3,276	5,005	6,923
减：营业成本	1,834	2,689	4,102	5,699
营业税金及附加	6	9	13	19
营业费用	33	47	72	100
管理费用	150	183	235	305
财务费用	-3	-16	-16	-16
资产减值损失	575	38	68	63
加：投资净收益	27	35	35	40
营业利润	-201	385	590	823
加：营业外净收支	3	-1	-1	-1
利润总额	-199	384	589	822
减：所得税费用	10	58	88	123
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	-209	326	501	699
EBITDA	-150	417	633	876

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益（元）	-0.48	0.75	1.15	1.60
每股净资产（元）	6.92	7.47	8.30	9.47
发行在外股份（百万股）	437	437	437	437
ROIC（%）	-16.8%	22.2%	22.6%	25.8%
ROE（%）	-6.9%	10.0%	13.8%	16.9%
毛利率（%）	19.7%	17.9%	18.0%	17.7%
销售净利率（%）	-9.2%	10.0%	10.0%	10.1%
资产负债率（%）	-30.4%	43.4%	52.8%	38.3%
收入增长率（%）	-166.1%	256.0%	53.7%	39.5%
净利润增长率（%）	-75.84	48.63	31.64	22.68
P/E	5.24	4.86	4.37	3.83
P/B	-108	39	26	19
EV/EBITDA	437	437	437	437

数据来源：贝格数据，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