万联证券 WANLIAN SECURITIES



# 三元正极海外增长，产能扩张未来可期

## ——当升科技（300073）半年报点评报告

**增持**（维持）

日期：2020 年 08 月 26 日

**事件：**

8 月 26 日，公司披露 2020 半年报。上半年实现营收 10.90 亿元，同比-18.61%；归母净利润 1.46 亿元，同比-3.32%；毛利率 16.11%，同比+2.90pct；期间费用 0.84 亿元，同比-18.57%；经营活动现金流量净额 1.83 亿元。Q2 实现收入 6.75 亿元，同比-1.66%;归母净利润 1.13 亿元，同比+30.08%；毛利率 20.26%，同比+5.30pct。

**投资要点：**

- **正极材料扬帆出海，国内收入回升可期：**上半年我国动力电池装机量 17.5GWh，同比下降 42%。在国内动电市场需求疲软的情况下，上半年公司抓住海外市场机会，实现海外订单高增长。公司的主营锂电材料业务中，国内收入 5.33 亿元，同比-45.97%，毛利率 17.46%，同比-0.29pct；海外收入 5.02 亿元，同比+71.55%，毛利率 17.13%，同比+3.38pct，其中，多元正极材料销售收入占比超 97%。随着疫情逐步得到控制，国内动电市场需求逐步回升。7 月我国动电装机量同环比上升 6.8%。下半年公司国内订单回升确定性高，收入反弹可期。
- **高镍研发再获突破，产能有望翻番释放：**公司深耕正极材料多年，上半年公司成功研制第二代高镍 NCM811 配套前驱体，提升比容量和稳定性。此外，第三代高镍 NCM811 取得重大突破，有望继续提升电池稳定性、解决电车续航焦虑。产能方面，报告期内江苏当升三期 8000 吨产能建设调试完成，成功投产，常州基地一期也已建设完毕进入调试环节。年底公司总产能有望翻番，为国内外订单提供保障。
- **控费能力强，利空已出清：**上半年公司期间费用率为 7.70%，与去年同期持平。比克公司应收账款坏账与中鼎高科商誉减值已全部计提。下半年公司轻装上阵，预计业绩稳步提升。
- **盈利预测与投资建议：**我们认为下半年动力电池市场将逐渐恢复，预计公司20-22年实现净利润2.82/4.48/5.68亿元，EPS分别为0.64/1.03/1.30元/股，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，新能源车销量不及预期，新产能投产进度不及预期。

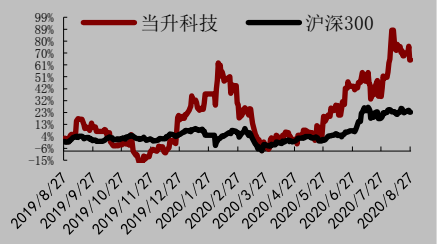
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 2,284 | 2,416 | 4,233 | 5,429 |
| 增长比率（%） | -30.4% | 5.8% | 75.2% | 28.3% |
| 净利润(百万元) | -209 | 282 | 448 | 568 |
| 增长比率(%) | -166.1% | 234.7% | 59.0% | 27.0% |
| 每股收益(元) | -0.48 | 0.64 | 1.03 | 1.30 |
| 市盈率(倍) | -79.4 | 59.0 | 37.1 | 29.2 |

资料来源：wind，万联证券研究所

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 行业 | 化工 |
| 公司网址 | |
| 大股东/持股 | 矿冶科技集团有限公司/22.50% |
| 实际控制人/持股 | |
| 总股本（百万股） | 436.72 |
| 流通A股（百万股） | 430.51 |
| 收盘价（元） | 40.53 |
| 总市值（亿元） | 177.00 |
| 流通A股市值（亿元） | 174.49 |

**个股相对沪深 300 指数表现**




**数据来源：**WIND，万联证券研究所

**数据截止日期：** 2020 年 08 月 26 日

**相关研究**

万联证券研究所 20200417_公司年报点评_AAA_当升科技（300073）年报点评报告

**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：** 江维
电话：01056508507
邮箱：jiangwei@wlzq.com

**研究助理：** 郝占一
电话：01056508507
邮箱：haozy@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

资产负债表 单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 3,265 | 3,629 | 4,749 | 5,856 |
| 货币资金 | 2,172 | 2,324 | 2,742 | 3,371 |
| 应收票据及应收账款 | 572 | 747 | 1,247 | 1,585 |
| 其他应收款 | 10 | 10 | 19 | 24 |
| 预付账款 | 18 | 34 | 54 | 68 |
| 存货 | 215 | 236 | 408 | 529 |
| 其他流动资产 | 278 | 278 | 278 | 278 |
| **非流动资产** | 1,323 | 1,748 | 2,174 | 2,480 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 411 | 889 | 1,388 | 1,737 |
| 在建工程 | 624 | 524 | 424 | 374 |
| 无形资产 | 118 | 165 | 192 | 199 |
| 其他长期资产 | 169 | 169 | 169 | 169 |
| **资产总计** | 4,588 | 5,378 | 6,923 | 8,336 |
| **流动负债** | 1,009 | 1,097 | 1,855 | 2,400 |
| 短期借款 | 32 | 232 | 282 | 332 |
| 应付票据及应付账款 | 814 | 732 | 1,327 | 1,741 |
| 预收账款 | 14 | 19 | 31 | 39 |
| 其他流动负债 | 149 | 115 | 216 | 287 |
| **非流动负债** | 156 | 156 | 156 | 156 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 156 | 156 | 156 | 156 |
| **负债合计** | 1,166 | 1,254 | 2,011 | 2,556 |
| 股本 | 437 | 437 | 437 | 437 |
| 资本公积 | 2,208 | 2,208 | 2,208 | 2,208 |
| 留存收益 | 378 | 1,079 | 1,867 | 2,735 |
| 归属母公司股东权益 | 3,023 | 3,724 | 4,511 | 5,379 |
| 少数股东权益 | 400 | 400 | 400 | 400 |
| **负债和股东权益** | 4,588 | 5,378 | 6,923 | 8,336 |

现金流量表 单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 347 | -34 | 450 | 573 |
| 净利润 | -209 | 282 | 448 | 568 |
| 折旧摊销 | 54 | 43 | 43 | 53 |
| 营运资金变动 | 45 | -323 | 6 | 16 |
| 其它 | 457 | -35 | -46 | -65 |
| **投资活动现金流** | -222 | -7 | -70 | 21 |
| 资本支出 | -444 | -50 | -130 | -60 |
| 投资变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 222 | 43 | 60 | 81 |
| **筹资活动现金流** | 341 | 193 | 37 | 35 |
| 银行借款 | 352 | 200 | 50 | 50 |
| 债券融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股权融资 | 400 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -411 | -7 | -13 | -15 |
| **现金净增加额** | 470 | 152 | 418 | 629 |
| **期初现金余额** | 818 | 2,172 | 2,324 | 2,742 |
| **期末现金余额** | 1,289 | 2,324 | 2,742 | 3,371 |

利润表 单位：百万元

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 2,284 | 2,416 | 4,233 | 5,429 |
| 营业成本 | 1,834 | 1,991 | 3,520 | 4,525 |
| 营业税金及附加 | 6 | 9 | 14 | 18 |
| 销售费用 | 33 | 34 | 58 | 76 |
| 管理费用 | 51 | 49 | 86 | 112 |
| 研发费用 | 99 | 107 | 185 | 238 |
| 财务费用 | -3 | -10 | -3 | -2 |
| 资产减值损失 | -294 | -1 | -1 | -1 |
| 公允价值变动收益 | 67 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 27 | 43 | 60 | 81 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | -201 | 295 | 461 | 581 |
| 营业外收入 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **利润总额** | -199 | 295 | 461 | 581 |
| 所得税 | 10 | 14 | 13 | 12 |
| **净利润** | -209 | 282 | 448 | 568 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属母公司净利润** | -209 | 282 | 448 | 568 |
| EBITDA | 314 | 269 | 412 | 513 |
| EPS（元） | -0.48 | 0.64 | 1.03 | 1.30 |

主要财务比率

| 至12月31日 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | -30.4% | 5.8% | 75.2% | 28.3% |
| 营业利润 | -154.7% | 246.6% | 56.2% | 26.0% |
| 归属于母公司净利润 | -166.1% | 234.7% | 59.0% | 27.0% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率 | 19.7% | 17.6% | 16.8% | 16.7% |
| 净利率 | -9.2% | 11.7% | 10.6% | 10.5% |
| ROE | -6.9% | 7.6% | 9.9% | 10.6% |
| ROIC | 7.9% | 5.0% | 6.9% | 7.4% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率 | 25.4% | 23.3% | 29.1% | 30.7% |
| 净负债比率 | -62.5% | -50.7% | -50.1% | -52.6% |
| 流动比率 | 3.24 | 3.31 | 2.56 | 2.44 |
| 速动比率 | 3.01 | 3.06 | 2.31 | 2.19 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.45 | 0.61 | 0.65 |
| 应收账款周转率 | 3.99 | 3.70 | 3.80 | 3.80 |
| 存货周转率 | 8.51 | 8.44 | 8.63 | 8.55 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | -0.48 | 0.64 | 1.03 | 1.30 |
| 每股经营现金流 | 0.80 | -0.08 | 1.03 | 1.31 |
| 每股净资产 | 6.92 | 8.53 | 10.33 | 12.32 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | -79.43 | 58.96 | 37.09 | 29.21 |
| P/B | 5.49 | 4.46 | 3.68 | 3.09 |
| EV/EBITDA | 31.17 | 53.87 | 34.31 | 26.46 |

*资料来源：wind，万联证券研究所*



万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

**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。

**免责条款**

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。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。

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
电话：021-60883482 传真：021-60883484
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



万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)