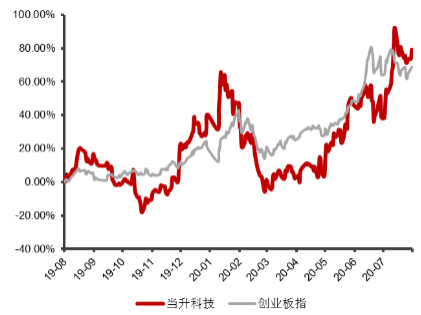
基础化工行业 当升科技（300073.SZ） 维持评级

报告原因：定期报告 **进入高端产能集中释放期，下半年业绩有望迎来拐点** **买入**

2020 年 8 月 26 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 26 日

收盘价(元)：	38.02
年内最高/最低（元）：	44.77/20.87
流通 A 股/总股本（亿）：	4.31/4.37
流通 A 股市值（亿）：	164
总市值（亿）：	166

基础数据：2020 年 06 月 30 日

基本每股收益	0.33
摊薄每股收益：	0.33
每股净资产(元)：	7.26
净资产收益率：	4.61%

分析师：张莲玮
执业登记编码：S0760518090001
电话：010-83496301
邮箱：zhanglianwei@sxzq.com
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件描述

- 公司于 2020 年 8 月 25 日发布《2020 年半年度报告》。

事件点评

- **2020 年上半年公司业绩随产品价格下行，扣非净利润下滑 10.13%。**2020 年上半年，公司实现营业收入 10.90 亿元，较上年同期下滑 18.61%；实现归母净利润 1.46 亿元，较上年同期下滑 3.32%；实现扣非归母净利润 1.13 亿元，较上年同期下滑 10.13%。2020 年上半年，公司非经常损益主要来源于中科电气公允价值变动收益及出售中科电气股票收益。报告期内，公司主要产品价格随市场行情继续下滑，NCM523 市场平均报价较 2019 年下降超过 11%，NCM622 市场平均报价较 2019 年下降约 10%。公司扣非净利润下滑幅度基本与主要产品市场报价下滑幅度相当。
- **二季度扣非净利润下滑 11.35%，经营情况较一季度有所回暖。**第二季度单季，公司实现营业收入 6.75 亿元，环比增长 62.26%，同比下降 1.66%，较一季度同比增速增加 34.74 个百分点；实现扣非归母净利润 0.68 亿元，环比增长 47.83%，同比下降 11.35%，较一季度同比增速减少 3.10 个百分点。
- **报告期内公司毛利率维持高位。**1）2020 年上半年，公司综合毛利率为 19.09%，较上年同期增加 0.89 个百分点，较 2019 年减少 0.60 个百分点，在产品价格较大幅度下行的背景下公司毛利率整体维持高位，说明公司生产成本控制能力较强。分项来看，公司锂电材料业务收入占比 94.59%，较 2019 年增加 0.59 个百分点，毛利率为 17.16%，较上年同期增加 1.06 个百分点，较 2019 年减少 0.54 个百分点；智能装备业务收入较上年同期下降 10.17%，毛利率为 51.60%，较上年同期增加 5.91 个百分点。2）2019 年公司销售费用较上年同期增长 2.19%，管理费用叫上年同期增长 18.04%；财务费用较上年同期下降 2274.14%，主要原因为报告期内短期借款减少、利息支出减少和汇兑收益增加；研发投入较上年同期下降 20.70%，主要原因为报告期内原材料价格下降，研发试剂费投入价值相应降低。
- **产能进入集中释放期，业绩可期。**1）公司目前正极材料总产能为 10,000 吨，其中多元材料 8,560 吨，钴酸锂 2,880 吨；在建产能全部为高镍三元正极材料，共 20,000 吨。2）报告期内，江苏当升三期 8,000 吨产能

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

完成工程建设和工艺调试，顺利通过国内外大客户认证，并实现大批量出货，目前保持较高的产能利用率。3）常州锂电新材料产业基地项目一期一阶段目前已完成生产厂房施工、生产线安装工作，目前正在进行产线调试和产品试制工作。4）2020 年公司进入产能集中释放期，且公司三元材料开工率始终维持高位，发展瓶颈主要在于产能不足，新增产能消化无虞。

- **持续加强海外业务拓展。**1）公司前期与多家国际动力锂电大客户及车厂建立了深度合作，成为我国出口动力锂电正极材料数量最多的公司，在疫情导致国内市场总体需求大幅下滑的情况下，公司产能利用率保持较高水平，海外销售占比持续攀升，进一步巩固了公司在国际高端电动汽车产业链的领先地位。2）2020 年上半年，公司海外收入占比为 46.06%，较 2019 年大幅增加 22.29 个百分点，海外业务拓展情况亮眼。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.76\1.41\2.19 元，对应公司 8 月 26 日收盘价 38.02 元/股，2020-2022 年 PE 分别为 49.76\27.03\17.39 倍。虽然公司 2020 年半年度业绩在疫情及产品价格下滑的影响下有所下行，但随着国内外下游需求的复苏，行业基本面有望回暖，且公司将从 2020 年起进入高端产能集中释放期，此前公司发展瓶颈主要在于产能不足，已有产能长期维持高开工率，产能增加后业绩可期；此外，2020 年 3 月国常会确定新能源补贴及免征购置税政策延长至 2022 年，政策面回暖。维持“买入”评级。

存在风险

- 原材料价格波动风险；海外疫情持续蔓延风险；下游新能源汽车销量不及预期风险；高镍正极材料产能释放不及预期风险；系统性风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,265	3,168	4,241	6,175
现金	2,172	1,748	1,955	2,815
应收账款	582	843	1,574	2,529
其他应收款	10	0	0	0
预付账款	18	21	(9)	(80)
存货	219	296	555	922
其他流动资产	264	262	166	(11)
非流动资产	1,323	1,885	2,747	3,171
长期投资	0	0	0	0
固定资产	411	971	1,644	2,165
无形资产	118	114	109	105
其他非流动资	794	800	993	901
资产总计	4,588	5,054	6,988	9,345
流动负债	1,009	935	2,113	3,337
短期借款	32	25	351	348
应付账款	539	573	1,103	1,960
其他流动负债	438	337	660	1,028
非流动负债	156	160	202	227
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负	156	160	202	227
负债合计	1,166	1,095	2,315	3,563
少数股东权益	400	400	400	400
股本	437	508	508	508
资本公积	2,208	2,285	2,285	2,285
留存收益	378	766	1,480	2,590
归属母公司股东权	3,023	3,558	4,272	5,382
负债和股东权益	4,588	5,054	6,988	9,345

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	347	140	945	1,567
净利润	(209)	388	714	1,110
折旧摊销	54	110	191	265
财务费用	10	(3)	10	2
投资损失	(27)	0	0	0
营运资金变动	(82)	(353)	27	186
其他经营现金	602	(2)	3	5
投资活动现金流	(222)	(704)	(1,053)	(703)
资本支出	0	(704)	(1,053)	(703)
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金	(222)	0	0	0
筹资活动现金流	341	144	315	(5)
短期借款	(80)	(7)	325	(3)
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	71	0	0
资本公积增加	0	77	0	0
其他筹资现金	421	3	(10)	(2)
现金净增加额	467	(420)	207	860

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,284	2,956	5,887	9,452
营业成本	1,834	2,379	4,769	7,681
税金及附加	6	13	24	43
销售费用	33	53	124	227
管理费用	51	59	118	189
财务费用	(3)	(3)	10	2
资产减值损失	(294)	(2)	3	5
公允价值变动收益	67	(0)	0	0
投资净收益	27	0	0	0
营业利润	(201)	456	840	1,305
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	(199)	456	840	1,305
所得税	10	68	126	196
净利润	(209)	388	714	1,110
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	(209)	388	714	1,110
EBITDA	801	563	1,041	1,572
EPS（元）	(0.48)	0.76	1.41	2.19

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-30.37%	29.40%	99.16%	60.55%
营业利润	-154.70%	326.56%	84.11%	55.37%
归属于母公司净利润	-166.12%	285.55%	84.11%	55.37%
获利能力				
毛利率(%)	19.69%	19.50%	18.98%	18.73%
净利率(%)	-9.15%	13.12%	12.13%	11.74%
ROE(%)	-6.11%	9.80%	15.28%	19.19%
ROIC(%)	-15.72%	37.21%	26.45%	25.82%
偿债能力				
资产负债率(%)	25.40%	21.67%	33.13%	38.13%
净负债比率(%)	-34.67%	-15.51%	-18.94%	-14.71%
流动比率	3.24	3.39	2.01	1.85
速动比率	3.02	3.07	1.74	1.57
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.61	0.98	1.16
应收账款周转率	3.16	4.18	4.87	4.61
应付账款周转率	4.73	5.32	7.03	6.17
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	(0.48)	0.76	1.41	2.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.80	0.32	2.16	3.59
每股净资产(最新摊薄)	6.92	8.15	9.78	12.32
估值比率				
P/E	(84.67)	49.76	27.03	17.39
P/B	5.86	4.97	4.14	3.29
EV/EBITDA	12.40	35.05	19.79	12.84

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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336