当升科技（300073）中报点评

海外客户放量，超越行业增速

买入（维持）

2020 年 08 月 25 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2284	3340	5082	7015
同比（%）	-30%	46%	52%	38%
归母净利润（百万元）	-209	337	547	757
同比（%）	-166%	261%	62%	38%
每股收益（元/股）	-0.48	0.77	1.25	1.73
P/E（倍）	-84.67	52.51	32.35	23.38

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

投资要点

- **20H1 扣非净利润 1.13 亿，同比-10%，符合预期：**2020 年 H1 公司营收 10.9 亿元，同比下降 18.6%；归母净利润 1.46 亿元，同比下降 3.3%。非经常性损益 0.33 亿，主要为中科电气公允价值变动及出售股票收益 0.29 亿。对应扣非净利润 1.13 亿元，同比下降 10.1%。盈利能力方面，20H1 毛利率为 19.09%，同比增加 0.89pct；净利率为 13.46%，同比增加 2.18pct。

- **20Q2 扣非 0.68 亿，环比大幅回暖，同比小幅下滑，好于行业增速：**20Q2 公司实现营收 6.75 亿元，同比下降 1.66%，环比增长 62.21%；归母净利润 1.13 亿元，同比增长 30.08%，环比增长 243.98%。**20Q2 非经常性损益 0.46 亿，其中中科电气公允价值变动约 0.4 亿。**20Q2 扣非归母净利润 0.68 亿元，同比下降 11.35%，环比增长 48.97%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 20.05%，同比增长 0.64pct，环比增长 2.51pct；净利率 16.83%，同比增长 4.14pct，环比增长 8.83pct；Q2 扣非净利率 10.07%，同比下降 1.1pct，环比下降 0.89pct。

- **海外客户放量，支撑公司 Q2 出货量平稳增长。**20H1 锂电材料收入 10.35 亿，同比下降 19.1%，其中多元材料收入 8.28 亿，同比下降 20.8%；钴酸锂收入 2.02 亿，同比下降 7.7%。20H1 正极材料产量 0.89 万吨，其中多元 0.77 万吨，钴酸锂 0.12 万吨；我们预计 1H 正极出货约 8000 吨，同比微降，三元 7000 吨，钴酸锂 1000 吨左右；且 20Q2 预计公司出货 5000 吨，环比增长 60%，同比增长 10%。客户结构来看，上半年海外市场收入 5.02 亿，同比大幅增长 72%，收入占比 49%；出货 4143 吨，出货量占比超过 50%，基本全部为三元正极，主要受 sk、lg、三星需求增长的拉动。

- **公司正极毛利率水平领先全行业。**公司锂电材料 20H1 毛利率 17.3%，同比增长 0.47pct，其中钴酸锂毛利率 13.46%，同比下降 6.09pct；多元材料毛利率 18.06%，同比上升 2.69pct。上半年国内钴价基本稳定，相比去年同期的高价钴库存成本偏低。海外市场三元正极均价 13.54 万/吨（含税），与国内相当，毛利率 17.13%，同比增长 3.38pct，略低于国内水平。我们测算公司 Q1 正极单吨利润 1.3 万/吨，Q2 为 1.2 万/吨，Q2 单吨盈利同比略微下滑 10%，当前盈利水平基本可持续。

- **投资建议：**预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.37/5.47/7.57 亿，同比增长 261%/62%/38%，对应 PE 为 53x/33x/23x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 56 元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	40.53
一年最低/最高价	18.51/44.77
市净率(倍)	5.59
流通 A 股市值(百万元)	17448.59

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）：轻装上阵，海外市场启动》2020-04-16

2、《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

3、《当升科技（300073）三季报点评：出货量不及预期拖累业绩增速，增资常州加速产能建设》2019-10-29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20H1 扣非净利润 1.13 亿，同比-10%，符合预期：2020 年 H1 公司营收 10.9 亿元，同比下降 18.6%；归母净利润 1.46 亿元，同比下降 3.3%。非经常性损益 0.33 亿，主要为中科电气公允价值变动及出售股票收益 0.29 亿。对应扣非净利润 1.13 亿元，同比下降 10.1%。盈利能力方面，20H1 毛利率为 19.09%，同比增加 0.89pct；净利率为 13.46%，同比增加 2.18pct。

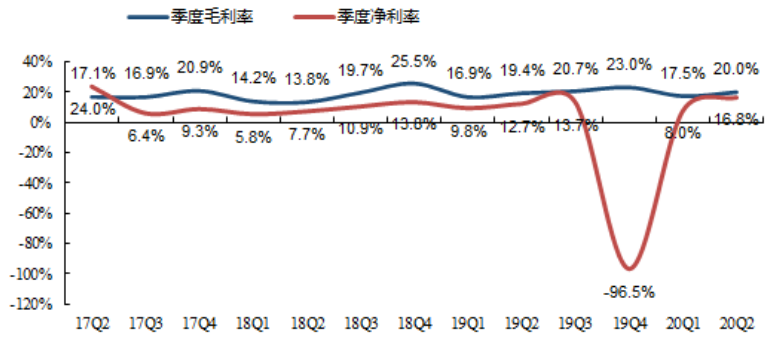
20Q2 扣非 0.68 亿，环比大幅回暖，同比小幅下滑，好于行业增速：20Q2 公司实现营收 6.75 亿元，同比下降 1.66%，环比增长 62.21%；归母净利润 1.13 亿元，同比增长 30.08%，环比增长 243.98%。**20Q2 非经常性损益 0.46 亿，其中中科电气公允价值变动约 0.4 亿。**20Q2 扣非归母净利润 0.68 亿元，同比下降 11.35%，环比增长 48.97%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 20.05%，同比增长 0.64pct，环比增长 2.51pct；净利率 16.83%，同比增长 4.14pct，环比增长 8.83pct；Q2 扣非净利率 10.07%，同比下降 1.1pct，环比下降 0.89pct。

表 1：当升科技季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	674.5	415.8	444.1	500.3	685.9	653.9
-同比	-1.66%	-36.40%	-44.65%	-41.03%	-28.47%	-2.55%
毛利率	20.05%	17.54%	23.04%	20.69%	19.41%	16.94%
归母净利润(百万)	113.2	32.9	-428.7	68.6	87.0	64.1
-同比	30.08%	-48.66%	-486.82%	-25.89%	18.00%	64.02%
净利率	16.83%	8.00%	-96.54%	13.71%	12.68%	9.80%
扣非归母净利润（百万）	67.90	45.58	-467.09	69.87	76.59	49.67
-同比	-11.35%	-8.25%	-529.89%	-21.98%	8.94%	38.67%
扣非归母净利率	10.07%	10.96%	-105.18%	13.97%	11.17%	7.60%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：当升科技季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

海外客户放量，支撑公司 Q2 出货量平稳增长。20H1 锂电材料收入 10.35 亿，同比下降 19.1%，其中多元材料收入 8.28 亿，同比下降 20.8%；钴酸锂收入 2.02 亿，同比下降 7.7%。20H1 正极材料产量 0.89 万吨，其中多元 0.77 万吨，钴酸锂 0.12 万吨；我们预计 1H 正极出货约 8000 吨，同比微降，三元 7000 吨，钴酸锂 1000 吨左右；且 20Q2 预

计公司出货 5000 吨，环比增长 60%，同比增长 10%。客户结构来看，上半年海外市场收入 5.02 亿，同比大幅增长 72%，收入占比 49%；出货 4143 吨，出货量占比超过 50%，基本全部为三元正极，主要受 sk、lg、三星需求增长的拉动。

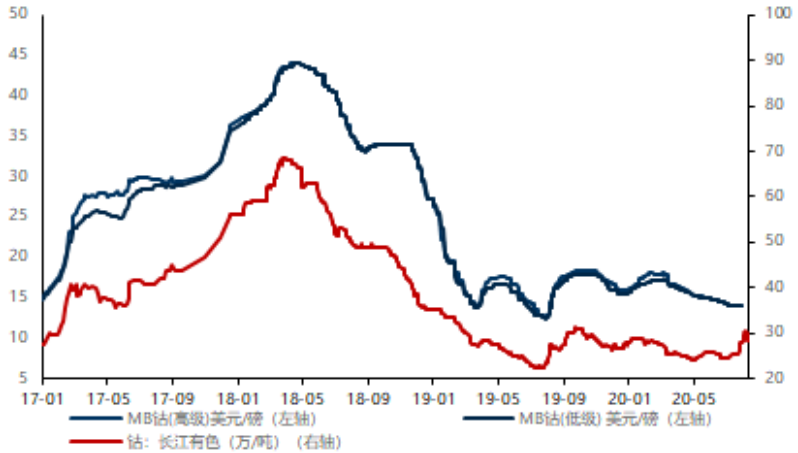
图 2：当升科技分业务情况

		2020H1				2019年			
		营业收入(亿)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿)	同比	毛利率	同比
锂电材料	多元材料	8.28	-20.8%	18.06%	2.69pct	16.9	-32.2%	17.4%	1.0%
	钴酸锂	2.02	-7.7%	13.46%	-6.09pct	4.57	-7.6%	19.0%	10.1%
	其他	0.04	-70.9%	52.99%	-32.34pct	0.3	-75.6%	74.4%	26.0%
锂电材料合计		10.35	-19.1%	17.30%	0.47pct	21.77	-30.0%	18.5%	2.1%
-国内		5.33	-46.0%	17.46%	-0.29pct	16.39	-31.4%	19.4%	3.32pct
国内：钴酸锂		3.37							
国内：多元材料		1.91							
-海外		5.02	71.6%	17.13%	3.38pct	5.38	-25.3%	15.6%	-1.89pct
海外：钴酸锂		0.11							
海外：多元材料		4.91							
智能装备		0.56	-8.7%	52.43%	5.56pct	1.07	-37.9%	44.3%	-7.3%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司正极毛利率水平领先全行业。公司锂电材料 20H1 毛利率 17.3%，同比增长 0.47pct，其中钴酸锂毛利率 13.46%，同比下降 6.09pct；多元材料毛利率 18.06%，同比上升 2.69pct。上半年国内钴价基本稳定，相比去年同期的高价钴库存成本偏低。海外市场三元正极均价 13.54 万/吨（含税），与国内相当，毛利率 17.13%，同比增长 3.38pct，略低于国内水平。我们测算公司 Q1 正极单吨利润 1.3 万/吨，Q2 为 1.2 万/吨，Q2 单吨盈利同比略微下滑 10%，当前盈利水平基本可持续。

图 3：国内外钴价走势



数据来源：公司公告，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 7-8 月排产保持 10-20%稳定增长，预计 Q3 出货接近 7000 吨，同环比增长 70%+。同时海外客户如 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。

智能装备环比 19H2 明显恢复。智能装备业务 20H1 收入 0.56 亿，同比下降 8.7%，环比 19H2 增长 22%。毛利率 52.43%，同比增长 5.56pct，环比 19H2 大幅增长 11.6pct。实现净利润 0.16 亿，同比下降 10.6%，环比增长 300%。全年预计有望实现 0.4 亿利润。

管理费用增加，20Q2 费用率环比大幅增加：20H1 公司三费（含研发费用）合计 0.84 亿元，同比减少 18.57%，费用率为 7.7%，同比持平；**其中 20Q2 期间费用费合计 0.61 亿元，同比增长 14.9%，环比增长 157.9%**，费用率 9%，同比增 1.29pct，环比增 3.33pct。20Q2 销售费用 0.1 亿元，环比增长 89%，销售费用率 1.7%，同比增 0.3pct，环比增加 0.2pct；管理费用 0.2 亿元，管理费用率 3.4%，同比增 1.3pct；研发费用 0.3 亿元，同比下降 6.8%，环比增长 60.9%，研发费用率 4.4%，同比减少 0.2pct。

图 4：当升科技季度费用情况

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

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 经营现金流大幅好转；备货需要，原材料及商品库存大幅增加：2020 年 H1 公司存货为 3.98 亿，较年初增加 84.54%，较一季度末增加 39%，其中原材料 1.25 亿，较年初大幅增加 97%，库存商品 2.02 亿，较年初大增 149%。应收账款 7.3 亿，较年初增长 27.65%，较一季度末减少 32.04%。**20H1 公司经营活动净现金流为 1.83 亿，同比上升 71.28%，20Q2 单季度经营现金流为 2.06 亿，环比大幅增加 2.3 亿，主要由于应付账款和票据大幅增加；**20H1 资本开支为 2.35 亿，同比上升 29.66%；期末固定资产 7.4 亿，较年初增 80%，在建工程 4.75 亿，较年初减少 24%。账面现金为 21.5 亿，较年初下降 1.03%，短期借款 0.04 亿元，较年初减少 88.3%。

投资建议：预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.37/5.47/7.57 亿，同比增长 261%/62%/38%，对应 PE 为 53x/33x/23x，给予 2021 年 45 倍 PE，目标价 56 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

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**	**3,980**	**4,940**	**6,119**
现金	2172	2344	2135	2350
应收账款	572	999	1537	2126
存货	215	321	508	703
其他流动资产	289	289	720	884
非流动资产	**1323**	**1145**	**1267**	**1398**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	0	114	238	321
无形资产	118	116	114	112
其他非流动资产	1205	915	915	965
资产总计	**4588**	**5125**	**6206**	**7517**
流动负债	**1009**	**1299**	**1981**	**2739**
短期借款	32	0	0	0
应付账款	539	799	1219	1685
其他流动负债	438	500	763	1054
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	**1166**	**1456**	**2138**	**2896**
少数股东权益	400	400	400	400
归属母公司股东权益	3023	3269	3668	4221
负债和股东权益	**4588**	**5125**	**6206**	**7517**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	347	405	67	564
投资活动现金流	-222	-125	-145	-160
筹资活动现金流	341	-107	-132	-188
现金净增加额	467	172	-210	215
折旧和摊销	54	48	59	69
资本开支	444	160	180	200
营运资本变动	293	30	-523	-253

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,284**	**3,340**	**5,082**	**7,015**
减:营业成本	1,834	2,720	4,147	5,734
营业税金及附加	6	9	14	19
营业费用	33	48	73	101
管理费用	150	200	254	309
财务费用	-3	-16	-16	-16
资产减值损失	575	40	35	46
加:投资净收益	27	35	35	40
其他收益	17	25	35	30
营业利润	**-201**	**398**	**645**	**892**
加:营业外净收支	3	1	1	1
利润总额	**-199**	**397**	**644**	**891**
减:所得税费用	10	59	97	134
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	**-209**	**337**	**547**	**757**
EBIT	-204	382	629	876
EBITDA	-150	430	687	945

重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	-0.48	0.77	1.25	1.73
每股净资产(元)	6.92	7.48	8.40	9.67
发行在外股份(百万股)	437	437	437	437
ROIC(%)	-16.8%	22.7%	24.2%	27.2%
ROE(%)	-6.9%	10.3%	14.9%	17.9%
毛利率(%)	19.7%	18.6%	18.4%	18.3%
销售净利率(%)	-9.2%	10.1%	10.8%	10.8%
资产负债率(%)	25.4%	28.4%	34.4%	38.5%
收入增长率(%)	-30.4%	46.2%	52.2%	38.0%
净利润增长率(%)	-154.7%	297.4%	62.2%	38.3%
P/E	-84.67	52.51	32.35	23.38
P/B	5.86	5.41	4.83	4.19
EV/EBITDA	-121	42	26	19

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