证券研究报告

公司研究——事项点评

当升科技（300073.SZ）

买入	增持	持有	卖出

上次评级：买入，2020.07.23

程　远　行业分析师
执业编号：S1500519100002
联系电话：（010）83326755
邮箱：chengyuan1@cindasc.com

武　浩　研究助理
联系电话：+86 10 83326711
邮箱：wuhao@cindasc.com

陈　磊　研究助理
联系电话：+86 10 83326713
邮箱：chenleia@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

正极材料海外市场持续放量，下半年盈利有望改善

2020 年 8 月 26 日

事件：公司发布 2020 年半年度报告。2020 年上半年公司实现营收 10.90 亿元，同比下降 18.61%，归母净利 1.46 亿元，同比下降 3.32%，毛利率 19.09%，同比增长 0.89ppt；2020 年第二季度，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 1.13 亿元，同比增长 30.08%，环比增长 243.98%；毛利率 20.05%，同比增长 0.64ppt，环比增长 2.51ppt。

点评：

- **钴酸锂毛利率下降影响单吨盈利，海外市场持续放量。**我们测算 2020 上半年公司正极材料销量同比基本持平，二季度单季同环比均有所改善，但受原材料价格下降导致产品价格下降影响，公司营收规模同比下降；上半年公司多元材料生产 0.77 万吨，营收 8.28 亿元，毛利率同比提升 2.69ppt 至 18.06%；钴酸锂生产 0.12 万吨，营收 2.02 亿元，毛利率同比下降 6.09ppt 至 13.46%，受高价格的钴酸锂毛利率下降影响，我们测算公司 2020H1 正极材料单吨净利 1.01 万元/吨，二季度单季同环比有一定幅度下滑。但同时，公司海外市场销量实现成倍增长，上半年公司海外市场正极材料销量 0.41 万吨，销量及营收占比均在 50%左右，成为我国出口动力正极数量最多的公司，并成为海外某著名动力电池企业全球一供。巩固动力市场的同时，公司抓住部分小型锂电细分市场需求增长机遇，实现小型锂电材料出货量迅速增长。

- **Q3 以来原料价格上涨支撑正极价格，海外需求向好叠加公司产能释放将推动销量增长。**受钴金属主要产地刚果（金）疫情扩散担忧、南非港运输受限、及国内钴收储等事件及情绪影响，钴金属价格及原料系数自 6 月以来持续上升，并进一步向下游传导，Q3 以来三元材料价格已有 3-5%涨幅。公司在原料采购及库存管理方面经验丰富，有望受益本轮价格上涨。产能方面，上半年江苏当升三期 0.8 万吨产能通过国内外大客户认证实现批量出货，常州一期一阶段也已进入产线调试及试制阶段，下半年有望逐步放量。在海外新能车快速增长背景下，公司高品质新产能释放将有效保障未来销量增长。

- **智能装备战略转型成效显著，中鼎高科盈利改善。**中鼎高科 2020H1 实现净利润 0.16 亿元，净利率 29%恢复至历史平均水平，其中二季度单季环比改善明显。经营上，传统产品聚焦核心战略客户、拓展全新市场、加快新品开发，成功研发大工位、大宽幅多种类型的圆刀模切机并实现稳定销售；新品上，自主开发完成可应用于新能源材料制造的视觉检测系统和自动化设备，使锂电正极材料和智能装备两大板块形成有机结合，并将业务范围延展到军工、医药等多个领域。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年实现营收 30.7、45.6 和 55.2 亿元，同比增长 34.5%、48.4%和 21.0%，归母净利 3.7、4.7 和 5.8 亿元，同比增长 279.3%、25.4%和 22.7%，摊薄 EPS 为 0.9、1.1 和 1.3 元/股，对应 2020-2022 年 PE 分别为 47.2、37.7 和 30.7 倍，维持“买入”评级。

➢ **风险因素：** 新冠疫情等导致全球新能车需求不及预期风险；产品及原材料价格波动风险；技术路线变化风险等。

主要财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入/百万元	3,280.67	2,284.18	3,072.31	4,560.18	5,518.89
同比(%)	52.03%	-30.37%	34.50%	48.43%	21.02%
归母净利润百万元	316.16	-209.05	374.81	470.01	576.62
同比(%)	26.38%	-166.12%	-279.30%	25.40%	22.68%
毛利率(%)	18.27%	19.69%	19.02%	18.25%	18.47%
ROE(%)	9.58%	-6.92%	9.95%	10.16%	10.30%
EPS（摊薄）(元)	0.75	-0.48	0.86	1.08	1.32
P/E	46.05	—	47.22	37.66	30.70
P/B	4.41	4.82	4.70	3.83	3.16

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测　　注：股价采用 2020.08.25 收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,265.46	3,360.06	4,111.55	4,728.13
货币资金	2,171.91	1,956.15	2,119.56	2,347.08
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	571.82	769.12	1,141.59	1,381.59
预付账款	17.69	39.47	47.54	64.38
存货	215.48	276.90	414.92	500.77
其他	295.83	342.81	413.09	471.60
非流动资产	1,322.89	2,175.09	2,958.19	3,730.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产（合计）	410.80	1,104.73	1,807.62	2,500.93
无形资产	118.25	159.09	204.60	265.80
其他	146.43	147.07	146.75	146.91
资产总计	4,588.35	5,535.14	7,069.74	8,458.52
流动负债	1,009.05	1,210.41	1,886.86	2,302.13
短期借款	31.82	12.73	38.19	57.28
应付票据	274.93	326.13	523.69	610.93
应付账款	539.06	731.06	1,095.46	1,322.14
其他	62.72	88.50	129.40	157.98
非流动负债	156.48	156.48	156.48	156.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	96.31	96.31	96.31	96.31
负债合计	1,165.53	1,366.89	2,043.34	2,458.61
少数股东权益	400.00	400.00	400.00	400.00
归属母公司股东权益	3,022.82	3,768.25	4,626.40	5,599.91
负债和股东权益	4,588.35	5,535.14	7,069.74	8,458.52

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,284.18	3,072.31	4,560.18	5,518.89
同比（%）	-30.37%	34.50%	48.43%	21.02%
归属母公司净利润	-209.05	374.81	470.01	576.62
同比（%）	-166.12%	-279.30%	25.40%	22.68%
毛利率（%）	19.69%	19.02%	18.25%	18.47%
ROE%	-6.92%	9.95%	10.16%	10.30%
EPS (摊薄)(元)	-0.48	0.86	1.08	1.32
P/E	—	47.22	37.66	30.70
P/B	4.82	4.70	3.83	3.16
EV/EBITDA	39.58	41.63	29.54	23.22

利润表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,284.18	3,072.31	4,560.18	5,518.89
营业成本	1,834.49	2,487.87	3,727.97	4,499.36
营业税金及附加	6.13	8.25	12.25	14.82
销售费用	33.06	44.46	66.00	79.87
管理费用	51.28	68.97	102.37	123.89
研发费用	99.14	133.34	197.92	239.53
财务费用	-2.72	-18.77	-18.02	-18.50
减值损失合计	294.17	1.43	2.25	2.61
投资净收益	26.56	35.72	53.02	64.17
其他	16.53	22.23	33.00	39.94
营业利润	-201.41	400.26	548.85	673.40
营业外收支	2.61	2.77	4.10	4.97
利润总额	-198.80	403.02	552.95	678.37
所得税	10.24	28.21	82.94	101.76
净利润	-209.05	374.81	470.01	576.62
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	-209.05	374.81	470.01	576.62
EBITDA	313.80	378.48	528.81	663.65
EPS (当年)(元)	0.15	0.35	0.50	-0.48

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	347.42	296.87	552.66	619.82
净利润	-209.05	374.81	470.01	576.62
折旧摊销	53.72	49.06	75.14	102.24
财务费用	9.73	1.34	1.53	2.86
投资损失	-26.56	-35.72	-53.02	-64.17
营运资金变动	45.33	-91.30	60.84	4.60
其它	1.28	-4.46	-4.46	-4.46
投资活动现金流	-221.75	-492.20	-413.18	-408.53
资本支出	-443.91	-527.93	-466.20	-472.70
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	222.15	35.72	53.02	64.17
筹资活动现金流	341.08	-20.43	23.93	16.23
吸收投资	400.00	0.00	0.00	0.00
借款	7.20	-19.09	25.46	19.09
支付利息或股息	-66.12	-1.34	-1.53	-2.86
现金流净增加额	470.39	-215.77	163.41	227.52

研究团队简介

武浩，研究助理，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020 年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊，研究助理，吉林大学硕士，2018 年 7 月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁　泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐　蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏　冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴　国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈　晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上；	**看好：** 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％；	**中性：** 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。