

2021年01月24日

同比高增，打造锂电材料综合平台 买入（维持）

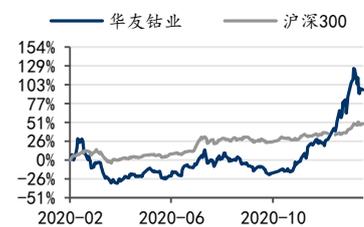
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	18,853	21,449	26,056	36,747
同比（%）	30%	14%	21%	41%
归母净利润（百万元）	120	1,197	2,068	2,899
同比（%）	-92%	901%	73%	40%
每股收益（元/股）	0.10	1.05	1.81	2.54
P/E（倍）	919.22	91.83	53.15	37.90

投资要点

- 公司预告 20 年归母净利润 10.77-12.68 亿元，同比增长 801%-961%，略超预期。**
 公司发布业绩预告公告，预计 20 年实现归母净利润 10.77-12.68 亿元，同比增长 801%-961%，扣非归母净利润 10.65-12.64 亿元，同比增长 1462%-1755%，盈利能力大幅回升，我们预计略超预期。**Q4 持续向好，业绩拐点明显。**公司 Q4 归母净利润预计达 3.90-5.81 亿元，同比增长 1356%-2072%，环比增长 16%-73%，扣非后归母净利润达 4.36-6.36 亿元，同比增长 1677%-2489%，环比增长 31%-91%，业绩持续向上。
- 金属钴供需结构改善，价格震荡上行。**Q4 公司钴产品预计出货 9 千吨以上，环比增长 20%以上，全年预计累计生产 3 万吨以上（含代工），同比增长 10%左右。价格方面，20Q1-2 长江有色钴均价约 27.3, 25.1 万/吨，同比降幅 10-15%，Q4 起钴价反弹趋势明显，目前已突破 30 万/吨，底部涨幅 15%左右。21 年我们预计全球金属钴需求 17 万吨，同比增 16%，供给端看全球的产量估计为 19 万吨，供需仅平衡，嘉能可旗下 Mutanda 矿（年产能约 2.7 万吨，占全球总产能约 20%）进入维护性停产，预计 22 年及之后才会复产，手抓矿产量收缩非常明显，新增供给减少，国内金属钴库存逐步消化完毕，我们认为金属钴 21 年供需格局改善，价格在底部震荡上行至 30 万/吨以上。我们预计 21 年公司钴产品生产 3 万吨以上，同比微增，钴价回升带来盈利能力回升，价格弹性较大。
- Mikas 电积铜价格回暖，带动业绩大增：**Q4 公司预计生产铜产品 3 万吨以上，环比上升 20%左右，20 年全年铜产品出货超过 10 万吨，同比增长 50%，维持高增长态势。20 年 Q4 铜期货官方价接近 8000 美元/吨，从底部起上涨 60%以上，上半年铜产品毛利率达 42.41%，随着铜价上升，下半年毛利率预计接近 50%，盈利能力大幅增长。19 年底 PE527 矿权鲁库尼矿年产 3 万吨电积铜项目建成投产，合计产能达到 11 万吨，21 年预计铜产品出货 11 万吨左右，铜价上升至 8000 美元/吨以上，预计毛利率维持 40%以上，贡献 20 亿元以上毛利。
- 氢氧化镍项目顺利，加强一体化布局。**公司 2018 年公司启动与青山集团合作的印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，公司持股 57%，预计 21 年年底建成，在保守价格假设下，达产后预计可实现 8 亿元以上归母净利；公司还计划投资 5.16 亿美元建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司持股 70%，募集资金到位后开始建设，预计 22 年年底建成，在保守价格假设下，达产后预计可实现 4 亿元以上归母净利。公司坚定打造由钴镍资源到三元前驱体的一体化布局，为公司向新能源锂电材料龙头转型升级奠定基础。公司现有一万吨电池级硫酸镍产能，3 万吨产能可在建，新建产能预计 21 年年底投产，22 年实现出货，为公司贡献利润。
- 盈利预测与投资评级：**预计公司 20-22 年归母净利润 12/21/29 亿，同比增长 901%/73%/40%，EPS 为 1.05/1.81/2.54 元，对应 PE 为 92x/53x/38x，给 21 年 60xPE，对应目标价 108.6 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策及销量不及预期**

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
研究助理 岳斯瑶
 yuesy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	96.28
一年最低/最高价	28.35/98.19
市净率(倍)	91.69
流通 A 股市值(百万元)	106,597

基础数据

每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	52.43
总股本(百万股)	1141.26
流通 A 股(百万股)	1107.15

相关研究

- 《华友钴业（603799）季报点评：业绩持续向好，三元前驱体开始放量》2020-11-01
- 《华友钴业（603799）中报点评：钴产品盈利持续回升，前驱体开始放量》2020-09-01
- 《华友钴业（603799）事件点评：定增 62.5 亿扩建镍和前驱体，加码一体化》2020-05-31

公司预告 20 年归母净利润 10.77-12.68 亿元，同比增长 801%-961%，略超预期。公司发布业绩预增公告，预计 20 年实现归母净利润 10.77-12.68 亿元，同比增长 801%-961%，扣非归母净利润 10.65-12.64 亿元，同比增长 1462%-1755%，盈利能力大幅回升，我们预计略超预期。

Q4 持续向好，业绩拐点明显。公司 Q4 归母净利润预计达 3.90-5.81 亿元，同比增长 1356%-2072%，环比增长 16%-73%，扣非后归母净利润达 4.36-6.36 亿元，同比增长 1677%-2489%，环比增长 31%-91%，业绩持续向上。

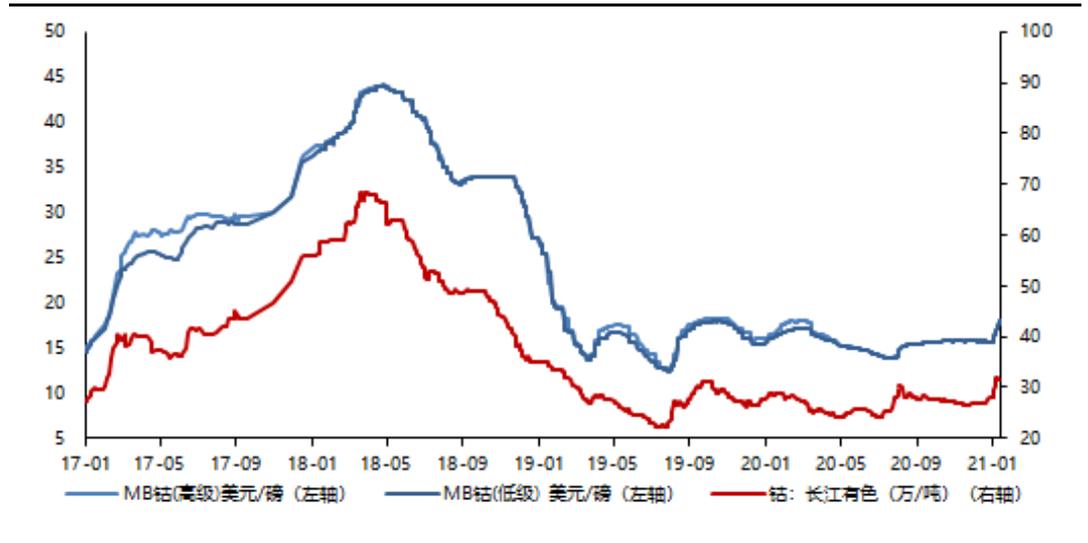
图 1: 公司分季度业绩拆分 (百万元)

	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)		5,786.6	4,627.6	4,424.4	4,830.1	4,918.8	4,703.0	4,400.9
-同比		17.64%	-1.60%	0.53%	10.35%	49.49%	40.28%	28.28%
毛利率		16.50%	15.33%	13.68%	11.70%	9.08%	11.99%	12.02%
归母净利润(百万)	389.9-581.4	337.0	166.2	183.5	26.8	59.9	20.5	12.4
-同比	1356%-2072%	462.26%	711.87%	1385.10%	106.98%	-85.17%	-96.88%	-98.55%
净利率		5.98%	3.42%	3.79%	0.16%	1.51%	0.74%	-0.19%
扣非归母净利润(百万)	435.6-635.9	333.47	162.59	132.20	24.56	84.74	-57.80	16.66
-同比	1677%-2489%	293.53%	381.28%	693.42%	106.05%	-76.21%	-108.72%	-98.02%
扣非归母净利率		5.76%	3.51%	2.99%	0.51%	1.72%	-1.23%	0.38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

金属钴供需结构改善，价格震荡上行。Q4 公司钴产品预计出货 9 千吨以上，环比增长 20% 以上，全年预计累计生产 3 万吨以上（含代工），同比增长 10% 左右。价格方面，20Q1-2 长江有色钴价均价约 27.3, 25.1 万/吨，同比降幅 10-15%，Q4 起钴价反弹趋势明显，目前已突破 30 万/吨，底部涨幅 15% 左右。21 年我们预计全球金属钴需求 17 万吨，同比增 16%，供给端看全球的产量估计为 19 万吨，供需仅平衡，嘉能可旗下 Mutanda 矿（年产能约 2.7 万吨，占全球总产能约 20%）进入维护性停产，预计 22 年及之后才会复产，手抓矿产量收缩非常明显，新增供给减少，国内金属钴库存逐步消化完毕，我们认为金属钴 21 年供需格局改善，价格在底部震荡上行至 30 万/吨以上。我们预计 21 年公司钴产品生产 3 万吨以上，同比微增，钴价回升带来盈利能力回升，价格弹性较大。

图 2: 钴价走势图



数据来源：百川，东吴证券研究所

Mikas 电积铜价格回暖，带动业绩大增：Q4 公司预计生产铜产品 3 万吨以上，环比上升 20% 左右，20 年全年铜产品出货超过 10 万吨，同比增长 50%，维持高增长态势。20 年 Q4 铜期货官方价接近 8000 美元/吨，从底部起上涨 60% 以上，上半年铜产品毛利率达 42.41%，随着铜价上升，下半年毛利率预计接近 50%，盈利能力大幅增长。19 年底 PE527 矿权鲁库尼矿年产 3 万吨电积铜项目建成投产，合计产能达到 11 万吨，21 年预计铜产品出货 11 万吨左右，铜价上升至 8000 美元/吨以上，预计毛利率维持 40% 以上，贡献 20 亿元以上毛利。

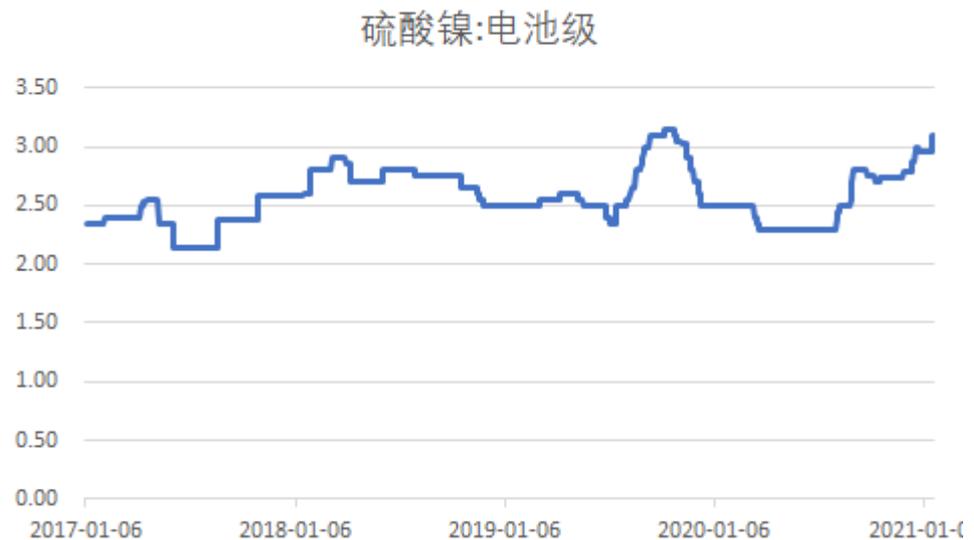
图 3：铜价大幅回暖（美元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

氢氧化镍项目顺利，加强一体化布局。公司 2018 年公司启动与青山集团合作的印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，公司持股 57%，预计 21 年年底建成，在保守价格假设下，达产后预计可实现 8 亿元以上归母净利润；公司还计划投资 5.16 亿美元建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司持股 70%，募集资金到位后开始建设，预计 22 年年底建成，在保守价格假设下，达产后预计可实现 4 亿元以上归母净利润。公司坚定打造由钴镍资源到三元前驱体的一体化布局，为公司向新能源锂电材料龙头转型升级奠定基础。公司现有一万吨电池级硫酸镍产能，3 万吨产能在建，新建产能预计 21 年年底投产，22 年实现出货，为公司贡献利润。

图 4 硫酸镍价格开始反弹（万元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

三元前驱体快速放量，合资产能落地在即。公司 5.5 万吨自营三元前驱体产能建成投产，公司 Q4 三元前驱体预计出货 9k 吨以上，环比微增，全年出货突破 3 万吨，绑定 LG 及特斯拉，快速抢占市场份额。此外公司还有 4.5 万吨合资产能预计于 21 年 Q1 开始放量，全年有效产能预计达 8 万吨左右，我们预计 21 年公司受益于国内市场需求火爆及 LG 持续高增，三元前驱体出货有望近 6 万吨，同比翻番以上。此外公司募投项目扩建 5 万吨高镍前驱体产能，预计于 2022 年建成投产。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润 12/21/29 亿，同比增长 901%/73%/40%，EPS 为 1.05/1.81/2.54 元，对应 PE 为 92x/53x/38x，给 21 年 60xPE，对应目标价 108.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策及销量不及预期

华友钴业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,450	9,570	23,550	32,638	营业收入	18,853	21,449	26,056	36,747
现金	2,886	2,145	2,606	3,675	减:营业成本	16,748	18,440	21,602	30,316
应收账款	868	1,366	1,660	2,341	营业税金及附加	254	214	287	404
其他应收款	189	189	189	189	营业费用	164	176	211	294
预付账款	1,048	1,154	1,352	1,897	管理费用	735	815	990	1,323
存货	3,390	3,647	12,677	17,829	财务费用	427	322	363	541
其他流动资产	1,069	1,069	5,066	6,706	资产减值损失	366	138	122	151
非流动资产	13,817	16,224	18,961	21,663	加:投资净收益	-46	10	10	10
长期投资	1,331	1,331	1,331	1,331	其他收益	0	0	0	0
固定资产	6,439	6,369	6,271	6,192	营业利润	161	1,394	2,532	3,768
无形资产	780	676	666	552	加:营业外净收支	10	10	10	10
其他非流动资产	5,267	7,847	10,692	13,587	利润总额	159	1,394	2,534	3,769
资产总计	23,267	25,794	42,511	54,301	减:所得税费用	51	209	380	565
流动负债	11,299	13,134	28,230	37,599	少数股东损益	-11	-12	86	304
短期借款	7,126	8,594	23,007	30,518	归属母公司净利润	120	1,197	2,068	2,899
应付账款	1,458	1,605	1,880	2,639	EBIT	588	1,715	2,895	4,309
其他流动负债	2,715	2,935	3,343	4,442	EBITDA	1,202	2,345	3,558	5,006
非流动负债	1,877	1,877	1,877	1,877					
长期借款	1,053	1,053	1,053	1,053	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
其他非流动负债	824	824	824	824	每股收益(元)	0.10	1.05	1.81	2.54
负债合计	13,176	15,011	30,107	39,476	每股净资产(元)	7.18	7.40	8.75	10.60
少数股东权益	2343	2331	2417	2722	发行在外股份(百万股)	1079	1141	1141	1141
归属母公司股东权益	7,748	8,451	9,986	12,103	ROIC(%)	2.3%	7.2%	6.8%	7.9%
负债和股东权益	23,267	25,794	42,511	54,301	ROE(%)	1.5%	14.2%	20.7%	24.0%
					毛利率(%)	11.2%	14.0%	17.1%	17.5%
现金流量表(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	0.6%	5.5%	8.3%	8.7%
经营活动现金流	2,600	1,632	-9,666	-1,729	资产负债率(%)	56.6%	58.2%	70.8%	72.7%
投资活动现金流	-5,086	-3,026	-3,390	-3,390	收入增长率(%)	30%	14%	21%	41%
筹资活动现金流	2,568	653	13,517	6,188	净利润增长率(%)	-92%	901%	73%	40%
现金净增加额	82	-741	461	1,069	P/E	919.22	91.83	53.15	37.90
折旧和摊销	614	630	663	698	P/B	14.18	13.00	11.00	9.08
资本支出	2,641	3,300	3,400	3,400	EV/EBITDA	100	51	34	24
营运资金变动	1,104	-632	-12,958	-6,312					

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>