

华友钴业（603799）：铜钴前驱体三轮驱动，一体化战略优势渐显

——华友钴业（603799）2020 年报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2020 年报。公司 2020 全年实现营收 211.87 亿元，同比+12.38%；归母净利润 11.65 亿元，同比+874.48%；扣非归母净利润 11.24 亿元，同比+1549.03%；基本每股收益 1.03 元，同比+836.36%。
- **钴产销实现历史性突破，板块盈利能力结构性改善：**公司钴产品全年实现产销 33364/22631 吨，同比+10.63%/-8.19%，钴板块全年营收 50.81 亿元（占总营收比重 24%）；实现毛利 10.7 亿元，占总毛利比重升至 32.3%。得益于高成本库存去化所推动的生产成本下降（营业成本-20.4%），钴业务盈利能力提升明显，全年毛利率提升 9.82pct 至 21.05%，其中下半年毛利率达到 26.2%。考虑到未来三年钴价中枢抬升且公司产量仍有上升空间（总产能 3.9 万金属吨），钴板块盈利能力或持续向好，2023 年毛利贡献或达 32.9 亿元，较 2020 年增长 207%。
- **矿冶一体化优势助力铜板块实现高毛利，未来业绩贡献有望增厚：**受益于非洲鲁库尼 3 万吨电积铜项目于 2019 年底的正式投产，全年铜产销 98633/78315 吨，同比+38.19%/+18.01%。铜板块营收 30.14 亿元（总营收比重 14.2%），毛利 13.55 亿元，占总毛利比重 40.9%；毛利率提升 12.5pct 至 44.97%，为五年最高水平，彰显自给铜占比提升带来的矿冶一体化优势。2018-2019 钴价大幅波动时期，铜板块一直作为公司平抑业绩波动的压舱石，鉴于 2023 年前铜价或整体维持高位，考虑到 CDM/MIKAS 产线满产运行，公司铜板块业绩有望增厚，2023 年毛利或达 32.6 亿元，较 2020 年增长 141%。
- **产能进入加速释放期，三元前驱体业务有望成业绩增速最高板块：**受益于自建/合资产能的陆续释放以及下游的旺盛需求，公司三元前驱体业务逐步放量，全年实现产销 34710/33320 吨，同比+163.67%/+136.13%。板块全年营收 25.32 亿元（占总营收比重 12%），同比+120%；毛利 4.38 亿元，同比+139%。产能扩张方面，华浦项目部分产线于 2021Q1 开始量产，华金项目 2021H1 完成认证，募投项目 5 万吨高镍前驱体产能预计于 2022 年建成投产，未来三年公司规划前驱体产能提升至 15 万吨以上，产能加速释放。考虑到当前全球新能源汽车市场正处于高景气周期，叠加公司深度绑定 LG/POSCO 等核心客户所带来的持续性订单优势，前驱体业务未来三年有望成为业绩增速最高板块。我们测算，到 2023 年该板块营收/毛利有望达到 112.1/20.2 亿元，较 2020 年大幅增长 343%/361%。
- **前驱体原料供应基础不断夯实：**公司不断完善镍资源布局，在建镍项目包括 4.5 万吨高冰镍项目（2021H1 开工建设，预计 2022 年底达产）+印尼 6 万吨镍金属湿法冶炼项目（2020 年初开工，预计于 2021 年底建成试产）+衢州 3 万金属吨电池级硫酸镍项目（预计 2021 年建成），项目建成后有助提升公司硫酸镍产能及镍原料自给率，进一步释放下游前驱体产能。
- **铜价有望维持高位，钴价开启上升通道。**铜价阶段性受矿端供应偏紧及流动性溢出而维持强势，从长期观察，铜供需持续紧平衡的状态有望引导铜价在 2023 年前维持高位运行。受益于新能源汽车需求向好以及全球钴矿供给无明显增量，钴价开启上升通道，未来价格中枢有望明显抬升。
- **盈利预测及投资评级：**全产业链一体化的竞争优势助力公司从钴业龙头逐步向锂电新材料领军者过渡，多元化布局也有助于帮助公司平抑业绩波动。我们预计公司实现营收 314.05/366.84/428.03 亿元，归母净利润 14.53/19.75/27.33 亿元，EPS 分别为 1.27/1.73/2.39 元，对应 PE 分别为 55.7/41.0/29.6，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格下跌；3C 及新能源汽车对钴需求不及预期；项目投资

2021 年 03 月 31 日

强烈推荐/维持

华友钴业

公司报告

公司简介：

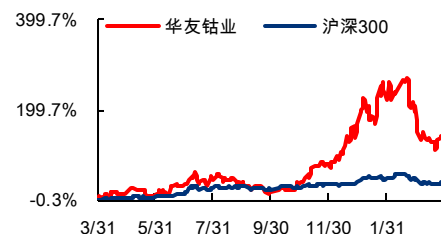
公司是一家专注于钴、铜有色金属冶炼及钴新材料产品深加工的高新技术企业，产品主要用于锂离子电池正极材料、航空航天高温合金、硬质合金、色釉料、磁性材料、橡胶粘合剂和石化催化剂等领域。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	109.08-29.41
总市值（亿元）	846.85
流通市值（亿元）	796.83
总股本/流通 A 股（万股）	121,290/114,126
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.7

52 周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

分析师：胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

分析师：张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

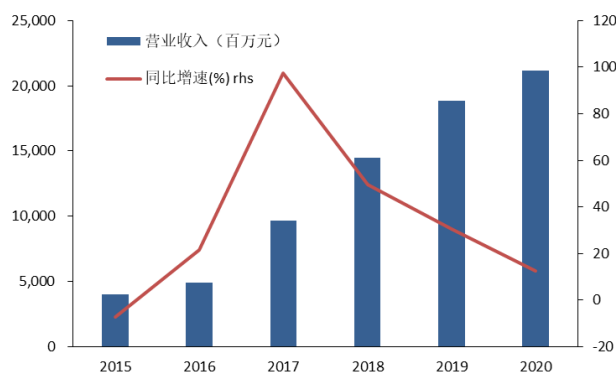
S1480520080002

产进度不及预期；资源国政治及政策风险；运输风险。

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	18,852.8	21,186.8	31,404.7	36,683.7	42,803.5
增长率（%）	30.46%	12.38%	48.23%	16.81%	16.68%
净利润（百万元）	119.53	1,164.84	1,453.17	1,974.68	2,732.87
增长率（%）	-92.91%	941.08%	29.10%	35.89%	38.40%
净资产收益率（%）	1.54%	11.74%	12.88%	15.00%	17.34%
每股收益(元)	0.11	1.03	1.27	1.73	2.39
PE	644.55	68.83	55.68	40.98	29.61
PB	9.87	8.16	7.17	6.15	5.13

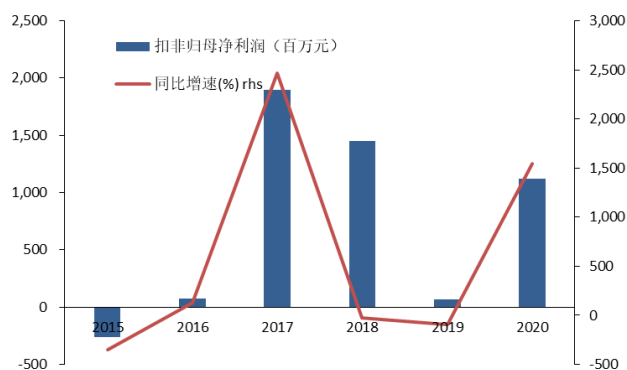
资料来源：公司财报、东兴证券研究所

图1：营收及同比增速（2015-2020）



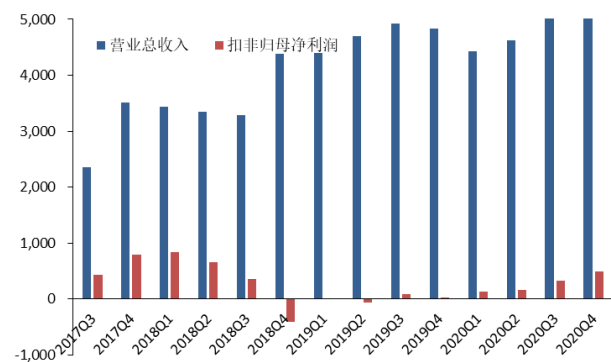
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：归母净利润及同比增速（2015-2020）



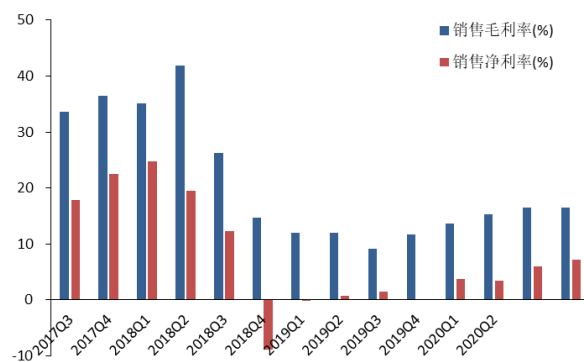
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：单季度营收及扣非净利变化（2017Q3-2020Q4）



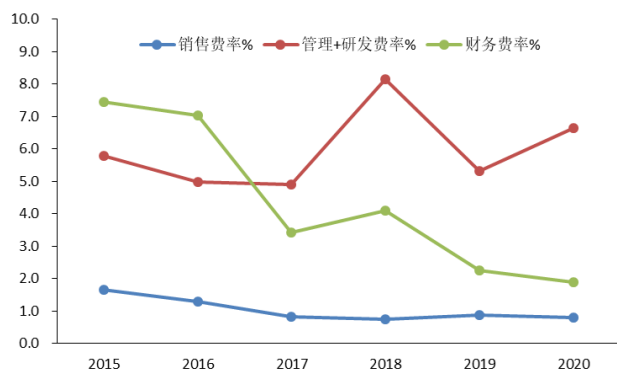
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：单季度毛利率及净利率变化（2017Q3-2020Q4）



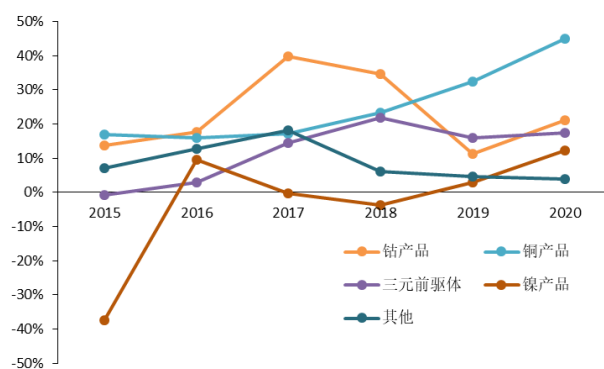
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：期间费率变动（2015-2020）



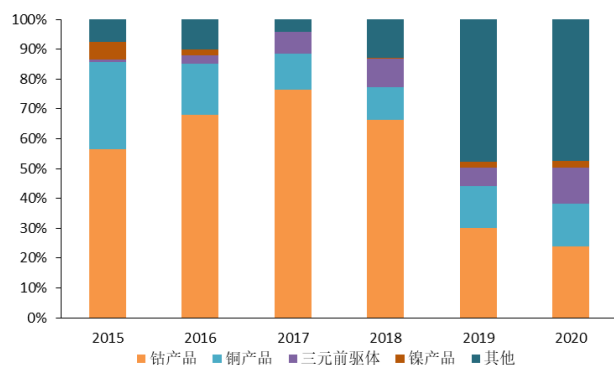
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：分产品毛利率变动（2015-2020）



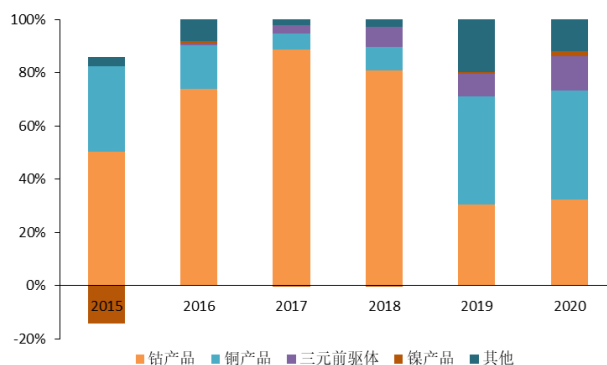
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图7：分产品营收结构（2015-2020）



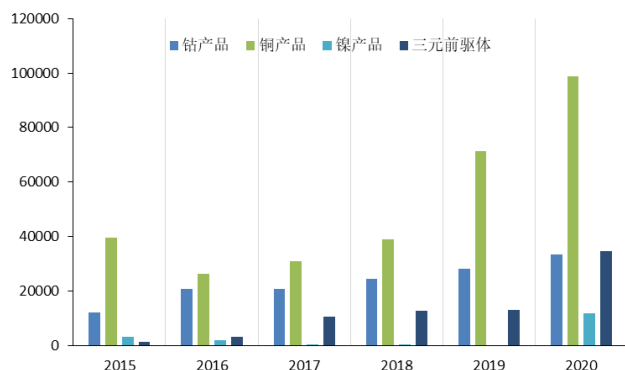
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：分产品毛利结构（2015-2020）



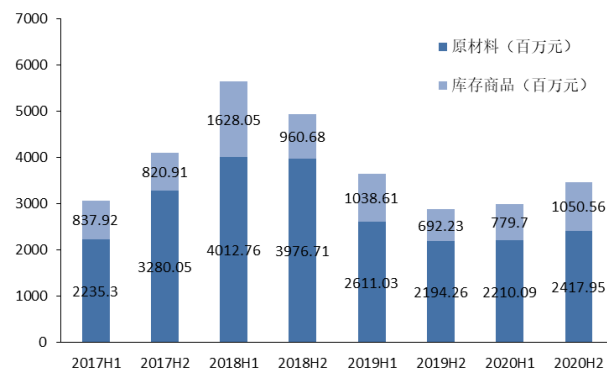
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图9：各产品产量（2015-2020）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：原料及商品库存账面价值（2015-2020）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	9450	9826	15256	17924	20993	营业收入	18853	21187	31405	36684	42804
货币资金	2886	2334	4711	5503	6421	营业成本	16748	17870	26914	31053	35745
应收账款	868	1141	1721	2010	2345	营业税金及附加	254	194	377	440	514
其他应收款	189	182	270	315	367	营业费用	164	172	251	293	342
预付款项	1048	781	1050	1361	1718	管理费用	468	665	942	1101	1284
存货	3390	4069	5899	6806	7834	财务费用	427	403	615	737	769
其他流动资产	505	527	578	604	635	资产减值损失	268	371	408	477	556
非流动资产合计	13817	17119	16911	17832	18553	公允价值变动收益	-328.85	-46.35	30.00	40.00	40.00
长期股权投资	1331	2078	2120	2162	2206	投资净收益	-37.13	-28.58	0.00	0.00	0.00
固定资产	6439	8321	9740	10691	11322	营业利润	-46.41	72.83	0.00	0.00	0.00
无形资产	780	802	887	1016	1135	营业外收入	86.30	62.97	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1373	1694	400	400	400	营业外支出	161	1515	1928	2623	3634
资产总计	23267	26945	32167	35755	39546	利润总额	9.71	2.58	30.00	30.00	30.00
流动负债合计	11299	11991	15862	17574	18768	所得税	11.43	39.06	20.00	20.00	20.00
短期借款	5915	5862	8774	9705	10001	净利润	159	1479	1938	2633	3644
应付账款	1458	1789	2581	2978	3428	少数股东损益	51	353	484	658	911
预收款项	49	13	45	81	124	归属母公司净利润	108	1126	1453	1975	2733
一年内到期的非流动	1211	1448	650	600	550	EBITDA	-11	-39	0	0	0
非流动负债合计	1877	2503	2489	2489	2489	EPS（元）	120	1165	1453	1975	2733
长期借款	1053	1422	1422	1422	1422	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	13176	14494	18351	20063	21257	成长能力					
少数股东权益	2343	2530	2530	2530	2530	营业收入增长	30.46%	12.38%	48.23%	16.81%	16.68%
收资本（或股本）	1079	1141	1141	1141	1141	营业利润增长	-90.94%	841.22%	27.21%	36.07%	38.54%
资本公积	2607	3880	3880	3880	3880	归属于母公司净利润	-92.18%	874.48%	24.75%	35.89%	38.40%
未分配利润	3679	4808	6145	7961	10476	获利能力					
归属母公司股东权益	7748	9922	11287	13163	15759	毛利率(%)	11.16%	15.66%	14.30%	15.35%	16.49%
负债和所有者权益	23267	26945	32167	35755	39546	净利率(%)	0.57%	5.31%	4.63%	5.38%	6.38%
现金流量表						总资产净利润(%)	0.51%	4.32%	4.52%	5.52%	6.91%
单位：百万元						ROE(%)	1.54%	11.74%	12.88%	15.00%	17.34%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	偿债能力					
经营活动现金流	2600	1860	1872	2897	3731	资产负债率(%)	57%	54%	57%	56%	54%
净利润	108	1126	1453	1975	2733	流动比率	0.84	0.82	0.96	1.02	1.12
折旧摊销	614.24	778.23	973.61	1190.66	1392.51	速动比率	0.54	0.48	0.59	0.63	0.70
财务费用	427	403	615	737	769	营运能力					
应收账款减少	48	-273	-580	-289	-335	总资产周转率	0.89	0.84	1.06	1.08	1.14
预收账款增加	-203	-36	31	37	43	应收账款周转率	21	21	22	20	20
投资活动现金流	-5086	-3929	-868	-2151	-2154	应付账款周转率	14.64	13.05	14.37	13.20	13.37
公允价值变动收益	-37	-29	0	0	0	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	0	-42	-42	-43	每股收益(最新摊薄)	0.11	1.03	1.27	1.73	2.39
投资收益	-46	73	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.08	-0.54	2.08	0.69	0.80
筹资活动现金流	2568	1459	1373	46	-659	每股净资产(最新摊薄)	7.18	8.69	9.89	11.53	13.81
应付债券增加	-716	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	788	369	0	0	0	P/E	644.55	68.83	55.68	40.98	29.61
普通股增加	249	63	0	0	0	P/B	9.87	8.16	7.17	6.15	5.13
资本公积增加	-240	1273	0	0	0	EV/EBITDA	69.02	32.81	24.82	19.20	14.96
现金净增加额	82	-611	2376	792	918						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期货期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 4 年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

张清清

钢铁行业分析师，北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文，其中包含第一作者发表的 SCI 论文 5 篇（累计 IF>10）；2015-2018 年在宝钢从事研究工作，期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程；2018 年 5 月加盟东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526