

盈利能力大幅提升，业绩符合市场预期
买入（维持）

2021年04月17日

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

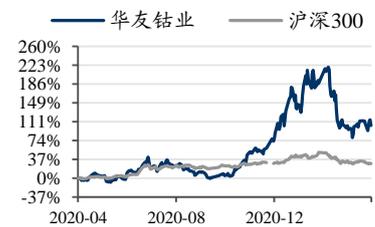
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21187	27862	37105	44033
同比（%）	12%	32%	33%	19%
归母净利润（百万元）	1165	2670	3284	4101
同比（%）	874%	129%	23%	25%
每股收益（元/股）	0.96	2.20	2.88	3.59
P/E（倍）	76.68	33.46	25.59	20.49

投资要点

- 21年一季度公司归母净利润6.54亿元，同比增长256.5%，符合市场预期。21Q1公司实现营收64.24亿元，同比增加45.2%，环比增长1.2%；归母净利润6.54亿元，同比增长256.5%，环比增长36.81%，扣非归母净利润6.59亿元，同比增长398.35%，环比增长32.9%。盈利能力方面，Q1毛利率为21.26%，同比增长7.58pct，环比增长4.76pct；净利率10.18%，同比增长6.04pct，环比增长2.65pct。
- 合资产能加速落地，三元前驱体持续向上。公司2020年底共具备5.5万吨自营三元前驱体产能，我们预计21Q1满产满销，销售前驱体近1.4万吨，同比大增150%左右，环比增长20%左右，部分合资产能开始批量生产。受益于产能利用率提升叠加部分库存收益，我们预计三元前驱体单吨毛利环比微增，Q1贡献2-3亿元左右毛利润。此外，华浦项目（与POSCO合资）部分产线于2021年一季度开始批量生产，华金项目（与LG合资）公司预计今年上半年完成认证，4.5万吨合资产能预计于2021H1开始放量，全年有效产能我们预计达8万吨左右，三元前驱体出货有望超7万吨，同比翻番以上。
- 钴、铜进入价格上行周期，成为主要利润来源。1) 钴产品：公司20年年底具备钴产品产能4万吨左右，我们预计Q1生产钴产品0.7万吨左右（含代工），环比微降10%左右。由于20Q4起钴价反弹趋势明显，3月底已突破35万/吨，我们预计钴产品单吨盈利进一步提升，预计贡献3-4亿元左右毛利。我们预计2021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。2) 铜产品：公司20年年底铜产品有效产能10万吨左右，我们预计公司Q1生产铜产品2万吨以上（含代工），同环比下滑10%左右，2021年Q1铜期货官方价维持8000-9000美元/吨，我们预计铜产品毛利率接近50%，贡献6亿元左右毛利。2021年PE527 矿权鲁库尼矿年产3万吨电积铜项目技改完成建设，合计产能达到11万吨，2021全年我们预计铜产品产量10万吨以上，同比微增，全年毛利率维持40%以上，贡献20亿元以上毛利。
- 公司镍项目即将落地，贡献新业绩增量。公司2018年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%，已于2020年初开工建设，我们预计2021年底建成试产，贡献新业绩增量；公司投资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%，公司预计2022年底建成。公司现有1万吨电池级硫酸镍产能，3万吨产能在建，新建产能我们预计2021年年底投产，2022年实现出货，为公司贡献利润。
- 投资建议：行业景气度持续，铜、钴、镍价格较2020年上涨，我们维持公司21-23年归母净利润26.7/32.8/41亿，同比增长129%/23%/25%，EPS为2.2/2.88/3.59元，对应PE为33x/26x/20x，给予2021年45xPE，对应目标价99元，维持“买入”评级。
- 风险提示：销量及政策不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	69.80
一年最低/最高价	31.05/116.52
市净率(倍)	5.12
流通A股市值(百万元)	79660.05

基础数据

每股净资产(元)	13.64
资产负债率(%)	46.36
总股本(百万股)	1212.90
流通A股(百万股)	1141.26

相关研究

- 1、《华友钴业（603799）2020年年报点评：全面开花，一体化锂电材料龙头初现》2021-03-30
- 2、《华友钴业（603799）业绩预告：同比高增，打造锂电材料综合平台》2021-01-24
- 3、《华友钴业（603799）三季报点评：业绩持续向好，三元前驱体开始放量》2020-11-01

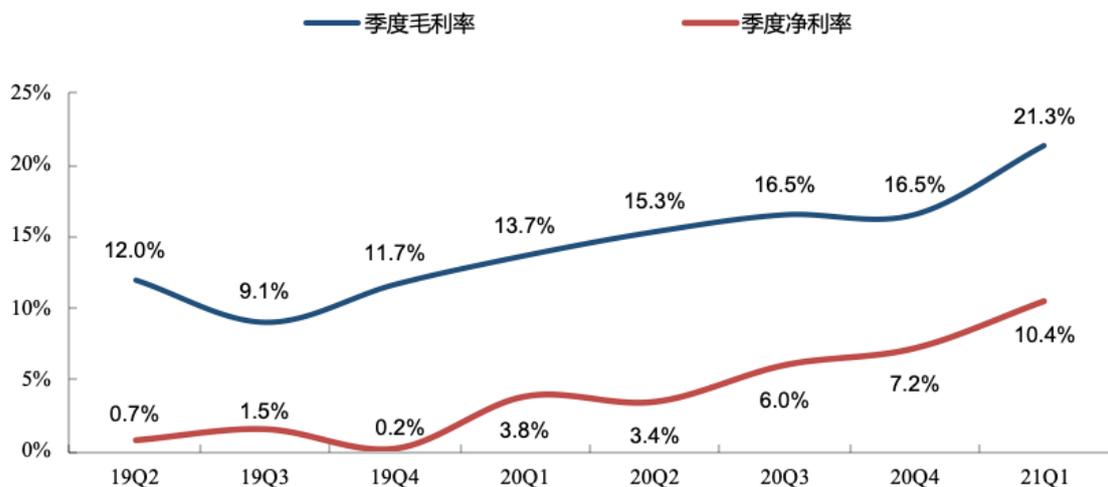
21年一季公司归母净利润6.54亿元，同比增长256.5%，符合市场预期。21Q1公司实现营收64.24亿元，同环比增长45.2%/1.2%；归母净利润6.54亿元，同环比增长256.5%/36.81%，扣非归母净利润6.59亿元，同环比增长398.35%/32.9%，非经常性损益包括0.16亿元的营业外支出，主要为到期固定资产报废损失。Q1毛利率为21.26%，同环比增长7.58pct/4.76pct；净利率10.18%，同环比增长6.04pct/2.65pct。

图1：公司分季度业绩拆分（百万元）

	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	6,424.1	6,348.2	5,786.6	4,627.6	4,424.4
-同比	45.20%	31.43%	17.64%	-1.60%	0.53%
毛利率	21.26%	16.50%	16.50%	15.33%	13.68%
归母净利润(百万)	654.2	478.2	337.0	166.2	183.5
-同比	256.50%	1685.89%	462.26%	711.87%	1385.10%
归母净利率	10.18%	7.53%	5.82%	3.59%	4.15%
扣非归母净利润(百万)	658.81	495.72	333.47	162.59	132.20
-同比	398.35%	1918.08%	293.53%	-381.28%	693.42%
扣非归母净利率	10.26%	7.81%	5.76%	3.51%	2.99%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：季度盈利能力



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

合资产能加速落地，三元前驱体出货持续向上。公司2020年底共具备5.5万吨自

营三元前驱体产能，我们预计 21Q1 公司满产满销，销售前驱体近 1.4 万吨，同比大增 150%左右，环比增长 20%左右，部分合资产能开始批量生产。受益于产能利用率提升叠加部分库存收益，我们预计三元前驱体单吨毛利环比微增，Q1 贡献 2-3 亿元左右毛利润。此外，华浦项目（与 POSCO 合资）部分产线于 2021 年一季度开始批量生产，华金项目（与 LG 合资）公司预计今年上半年完成认证，4.5 万吨合资产能预计于 2021H1 开始放量，全年有效产能我们预计达 8 万吨左右，公司受益于国内市场需求增长及 LG 持续高增，全年三元前驱体出货有望超 7 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，我们预计于 2022 年建成投产，22 年底产能达到 15 万吨以上。

钴、铜进入价格上行周期，成为主要利润来源。1) **钴产品：**公司 20 年年底具备钴产品产能 4 万吨左右，我们预计 Q1 生产钴产品 0.7 万吨左右（含代工），环比微降 10%左右。由于 20Q4 起钴价反弹趋势明显，3 月底已突破 35 万/吨，我们预计钴产品单吨盈利进一步提升，预计贡献 3-4 亿元左右毛利。我们预计金属钴 2021 年供需格局改善趋势不变，价格继续震荡上行。我们预计 2021 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。2) **铜产品：**公司 20 年年底铜产品有效产能 10 万吨左右，我们预计公司 Q1 生产铜产品 2 万吨以上（含代工），同环比下滑 10%左右，2021 年 Q1 铜期货官方价维持 8000-9000 美元/吨，我们预计铜毛利率接近 50%，贡献 6 亿元左右毛利。2021 年 PE527 矿权鲁库尼矿年产 3 万吨电积铜项目技改完成建设，合计产能达到 11 万吨，2021 全年我们预计铜产品产量 10 万吨以上，同比微增，全年毛利率维持 40%以上，贡献 20 亿元以上毛利。

公司镍项目即将落地，贡献新业绩增量。公司 2018 年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%，已于 2020 年初开工建设，我们预计 2021 年底建成试产，贡献新业绩增量；公司投资 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%，前期工作有序推进，2021 年上半年开工建设，公司预计 2022 年底建成。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 1 万吨电池级硫酸镍产能，3 万吨产能在建，新建产能我们预计 2021 年年底投产，2022 年实现出货，一体化进一步降低成本。

Q1 费用控制良好，期间费用率下降明显。公司 2021Q1 期间费用合计 4.31 亿元，同比增长 28.4%，费用率为 6.72%，同比降 0.88pct，环比降 1.28pct。2021Q1 销售费用 0.5 亿元，销售费用率 0.7%，同比降 0.2pct；管理费用 1.8 亿元，管理费用率 2.8%，同比降 1.3pct；财务费用 1 亿元，财务费用率 1.5%，同比降 1pct；研发费用 1.1 亿元，研发费用率 1.7%，同比增 0.5pct。公司 2021 年 Q1 冲回资产减值损失 0.02 亿；计提信用减值损失 0.22 亿。

图 3: 季度费用率

单位: 百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1
销售费用	31.53	46.42	41.59	44.23	40.25	49.93	43.28	38.17	45.59
-销售费用率	0.67%	0.96%	0.86%	1.00%	0.87%	0.86%	0.68%	0.59%	0.71%
管理费用	102.93	133.67	113.71	117.28	131.26	186.80	160.82	186.16	181.33
-管理费用率	2.19%	2.77%	2.35%	2.65%	2.84%	3.23%	2.53%	2.90%	2.82%
研发费用	42.35	77.66	59.90	87.70	51.36	74.69	93.77	150.96	106.90
-研发费用率	0.90%	1.61%	1.24%	1.98%	1.11%	1.29%	1.48%	2.35%	1.66%
财务费用	125.38	111.83	114.91	74.98	113.16	75.83	75.02	138.52	97.64
-财务费用率	2.67%	2.32%	2.38%	1.69%	2.45%	1.31%	1.18%	2.16%	1.52%
期间费用	302.19	369.58	330.11	324.20	336.04	387.25	372.90	513.80	431.46
-期间费用率	6.43%	7.65%	6.83%	7.33%	7.26%	6.69%	5.87%	8.00%	6.72%
资产减值损失	161.22	-164.94	67.99	-70.68	-32.48	-25.46	-17.18	28.78	1.74
信用减值损失	-7.93	-0.10	-8.28	-37.18	-17.55	-13.49	-3.90	-24.22	-22.43

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

经营现金流大幅改善, 账面现金充裕。2021 年 Q1 公司存货为 39.79 亿, 较年初下滑 2.22%; 应收账款 12.17 亿, 较年初增长 6.72%; 期末公司合同负债 6.42 亿元, 较年初增长 147.58%, 主要为预收货款增加。2021 年 Q1 公司经营活动净现金流为 9.4 亿, 同比上升 1337.04%, 大幅改善; 投资活动净现金流出 21.81 亿, 同比上升 75.56%, 主要为对外投资增加; 资本开支为 9.63 亿, 同比下降 21.17%。账面现金为 82.46 亿, 较年初增长 253.27%, 短期借款 60.43 亿元, 较年初增长 3.08%。

投资建议: 行业景气度持续, 铜、钴、镍价格较 2020 年上涨, 我们维持公司 2021-23 年归母净利润 26.7/32.8/41 亿, 同比增长 129%/23%/25%, EPS 为 2.2/2.88/3.59 元, 对应 PE 为 33x/26x/20x, 给予 2021 年 45xPE, 对应目标价 99 元, 维持"买入"评级。

风险提示: 销量及政策不及预期, 原材料价格下跌超预期。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9,826	12,072	32,537	38,191	营业收入	21,187	27,862	37,105	44,033
现金	2,334	2,786	3,710	4,403	减: 营业成本	17,870	22,493	30,149	35,651
应收账款	1,141	1,775	2,364	2,805	营业税金及附加	194	279	408	484
存货	4,069	5,027	17,952	21,168	销售费用	172	228	301	352
其他流动资产	1,319	1,319	7,012	8,075	管理费用	665	669	890	1,012
非流动资产	17,119	19,331	21,956	24,550	研发费用	371	529	668	749
长期股权投资	2,078	2,078	2,078	2,078	财务费用	403	344	424	437
固定资产	8,321	8,107	7,865	7,642	资产减值损失	106	147	144	133
无形资产	802	734	763	689	加: 投资净收益	73	10	10	10
其他非流动资产	5,918	8,411	11,250	14,140	其他收益	-29	0	0	0
资产总计	26,945	31,403	54,493	62,740	营业利润	1,515	3,224	4,170	5,264
流动负债	11,991	14,370	34,900	39,937	加: 营业外净收支	3	10	10	10
短期借款	7,310	8,988	27,961	31,874	利润总额	1,479	3,224	4,172	5,265
应付账款	1,789	2,252	3,019	3,570	减: 所得税费用	353	580	751	948
其他流动负债	2,891	3,130	3,920	4,494	少数股东损益	-39	-26	137	216
非流动负债	2,503	2,503	2,503	2,503	归属母公司净利润	1,165	2,670	3,284	4,101
长期借款	1,422	1,422	1,422	1,422	EBITDA	2,696	4,311	5,369	6,507
其他非流动负债	1,081	1,081	1,081	1,081					
负债合计	14,494	16,873	37,403	42,440	重要财务与估值指 标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,530	2,503	2,640	2,856	每股收益 (元)	0.96	2.20	2.88	3.59
归属母公司股东权益	9,922	12,027	14,450	17,444	每股净资产 (元)	8.69	10.54	12.66	15.28
负债和股东权益	26,945	31,403	54,493	62,740	发行在外股份 (百万 股)	1,141	1,213	1,213	1,213
					ROIC (%)	7.0%	11.7%	8.1%	8.7%
					ROE (%)	11.7%	22.2%	22.7%	23.5%
						15.7%	19.3%	18.7%	19.0%
					毛利率 (%)				
					销售净利率 (%)	5.3%	9.5%	9.2%	9.8%
					资产负债率 (%)	60.3%	61.7%	78.6%	78.5%
					收入增长率 (%)	12%	32%	33%	19%
					净利润增长率 (%)	874%	129%	23%	25%
					P/E	76.68	33.46	25.59	20.49
					P/B	9.00	7.43	6.18	5.12
					EV/EBITDA	37	23	19	15

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>

