

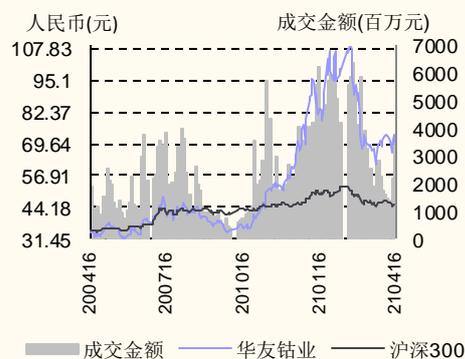
华友钴业 (603799.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 69.80 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	12.13
已上市流通 A 股(亿股)	11.41
总市值(亿元)	846.61
年内股价最高最低(元)	109.08/31.45
沪深 300 指数	4966
上证指数	3427



相关报告

- 《加码高镍锂电材料，卡位龙头厂商供应链-华友钴业定增预案点评》，2020.5.25
- 《业绩大幅增长，钴价有望回升-华友钴业 1Q20 季报点评》，2020.4.16

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

量价齐升提振业绩，募投项目稳步推进

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
摊薄每股收益(元)	0.111	1.021	2.306	2.617	2.778
每股净资产(元)	7.18	8.69	15.07	17.29	19.57
每股经营性现金流(元)	2.38	1.50	3.15	2.92	3.07
市盈率(倍)	355.45	77.69	30.27	26.67	25.12
净利润增长率(%)	-92.18%	874.48%	140.07%	13.52%	6.16%
净资产收益率(%)	1.54%	11.74%	15.29%	15.14%	14.20%
总股本(百万股)	1,078.67	1,141.26	1,212.90	1,212.90	1,212.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2021年4月16日，华友钴业发布21年一季报，营收64.24亿元，同比增长45.2%；归母净利润6.54亿元，同比增长256.5%；基本EPS 0.56元。

经营分析

- 量价齐升导致业绩大幅增长：**21年一季度，国内铜价6.17万元、同比上涨37%，金属钴价33.91万元、同比上涨23%，金属镍价12.82万元、同比上涨24%，三元前驱体价格11.93万元、同比上涨36%。由于公司没有公布21年Q1产量，根据20年年报，公司铜、钴、镍、三元材料产量同比增长38%、11%、65%、164%。由于生产不存在季节性，因此我们判断21年Q1主要产品产量同比出现增长。量价齐升导致公司21年Q1毛利率增加7.58个百分点至21.26%。
- 销售期间费用率下降，定增完成降低负债率：**从销售期间费用率看，销售费用率下降0.2个百分点至0.71%，管理费用率上升0.36个百分点至4.49%，财务费用率下降1.04个百分点至1.52%。公司继续加大研发投入，研发费用率上升0.5个百分点至1.66%。由于公司在一季度完成非公开发行，募集资金净额59.66亿元，因此公司资产负债率同比下降11.26个百分点至46.36%。公司非公开发行募投项目主要用于4.5万吨高冰镍和5万吨三元前驱体项目，两个项目的建设周期均为2年。
- 一体化项目稳步推进，致力成为锂电材料提供商：**公司围绕新能源锂电材料产业链，实现资源、冶炼、材料、回收的锂电材料产业链协调发展。印尼华越湿法项目于20年3月开工建设，预计21年底建成试产；非洲MIKAS湿法厂三期扩产改造项目基本完成建设，尾矿库扩容项目按计划推进；衢州基地开工建设3万吨高纯三元动力电池级硫酸镍项目和5万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料项目；浦华、乐友项目20年下半年完成认证并进入量产阶段，华浦项目部分产线于21年一季度开始批量生产，华金项目预计在21年上半年完成认证。

盈利调整与投资建议

- 由于金属价格大幅上涨，我们预计公司未来三年归母净利润27.96（上调140%）/31.74（上调65%）/33.70亿元，EPS 2.31/2.62/2.78元，对应PE30/27/25X，维持“买入”评级。

风险提示

- 金属价格大幅波动；新能源汽车销量不及预期；新项目达产进度低于预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	14,451	18,853	21,187	25,403	29,005	32,453
增长率		30.5%	12.4%	19.9%	14.2%	11.9%
主营业务成本	-10,337	-16,748	-17,870	-19,783	-22,678	-25,572
%销售收入	71.5%	88.8%	84.3%	77.9%	78.2%	78.8%
毛利	4,114	2,105	3,317	5,619	6,328	6,881
%销售收入	28.5%	11.2%	15.7%	22.1%	21.8%	21.2%
营业税金及附加	-172	-254	-194	-233	-266	-297
%销售收入	1.2%	1.3%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-109	-164	-172	-206	-235	-263
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-419	-468	-665	-813	-943	-1,071
%销售收入	2.9%	2.5%	3.1%	3.2%	3.3%	3.3%
研发费用	-380	-268	-371	-457	-522	-584
%销售收入	2.6%	1.4%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	3,033	952	1,916	3,911	4,362	4,666
%销售收入	21.0%	5.0%	9.0%	15.4%	15.0%	14.4%
财务费用	-594	-427	-403	-280	-282	-341
%销售收入	4.1%	2.3%	1.9%	1.1%	1.0%	1.1%
资产减值损失	-704	-329	46	-43	-9	-10
公允价值变动收益	17	-37	-29	0	0	0
投资收益	-19	-46	73	20	20	20
%税前利润	n.a	n.a	4.9%	0.5%	0.5%	0.5%
营业利润	1,777	161	1,515	3,657	4,141	4,385
营业利润率	12.3%	0.9%	7.2%	14.4%	14.3%	13.5%
营业外收支	-12	-2	-36	-10	-10	-10
税前利润	1,765	159	1,479	3,647	4,131	4,375
利润率	12.2%	0.8%	7.0%	14.4%	14.2%	13.5%
所得税	-240	-51	-353	-871	-986	-1,044
所得税率	13.6%	32.1%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
净利润	1,525	108	1,126	2,776	3,144	3,330
少数股东损益	-3	-11	-39	-20	-30	-40
归属于母公司的净利润	1,528	120	1,165	2,796	3,174	3,370
净利率	10.6%	0.6%	5.5%	11.0%	10.9%	10.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,525	108	1,126	2,776	3,144	3,330
少数股东损益	-3	-11	-39	-20	-30	-40
非现金支出	1,124	943	732	932	1,040	1,182
非经营收益	414	378	378	308	107	102
营运资金变动	-1,240	1,133	-528	-198	-744	-884
经营活动现金净流	1,823	2,562	1,708	3,817	3,547	3,730
资本开支	-1,369	-2,641	-3,625	-2,110	-2,110	-2,110
投资	-342	-1,499	31	112	0	0
其他	19	-945	-335	20	20	20
投资活动现金净流	-1,692	-5,086	-3,929	-1,978	-2,090	-2,090
股权募资	222	1,564	1,205	5,929	0	0
债权募资	1,021	400	887	-5,786	-78	-94
其他	-1,027	677	-518	-666	-602	-718
筹资活动现金净流	216	2,641	1,574	-523	-680	-812
现金净流量	346	117	-647	1,316	777	828

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,324	2,886	2,334	3,651	4,428	5,255
应收账款	1,597	1,518	2,085	2,429	2,853	3,281
存货	5,488	3,390	4,069	4,293	5,228	6,242
其他流动资产	1,483	1,656	1,338	1,543	1,691	1,839
流动资产	10,892	9,450	9,826	11,915	14,200	16,618
%总资产	57.1%	40.6%	36.5%	39.4%	42.3%	45.0%
长期投资	716	1,624	2,435	2,435	2,435	2,435
固定资产	6,226	9,623	11,710	12,880	13,912	14,806
%总资产	32.7%	41.4%	43.5%	42.6%	41.4%	40.1%
无形资产	717	936	1,023	1,065	1,103	1,136
非流动资产	8,168	13,817	17,119	18,331	19,401	20,329
%总资产	42.9%	59.4%	63.5%	60.6%	57.7%	55.0%
资产总计	19,060	23,267	26,945	30,247	33,601	36,947
短期借款	5,681	7,126	7,310	1,525	1,447	1,353
应付款项	2,494	3,842	3,647	4,153	4,761	5,368
其他流动负债	802	331	1,033	1,271	1,436	1,545
流动负债	8,978	11,299	11,991	6,949	7,644	8,266
长期贷款	266	1,053	1,422	1,422	1,422	1,422
其他长期负债	1,406	824	1,081	1,083	1,083	1,083
负债	10,650	13,176	14,494	9,454	10,149	10,771
普通股股东权益	7,601	7,748	9,922	18,283	20,972	23,736
其中：股本	830	1,079	1,141	1,213	1,213	1,213
未分配利润	3,647	3,679	4,808	7,240	9,929	12,693
少数股东权益	810	2,343	2,530	2,510	2,480	2,440
负债股东权益合计	19,060	23,267	26,945	30,247	33,601	36,947

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.842	0.111	1.021	2.306	2.617	2.778
每股净资产	9.160	7.183	8.694	15.074	17.291	19.570
每股经营现金净流	2.197	2.375	1.497	3.147	2.925	3.075
每股股利	0.100	0.000	0.200	0.300	0.400	0.500
回报率						
净资产收益率	20.10%	1.54%	11.74%	15.29%	15.14%	14.20%
总资产收益率	8.02%	0.51%	4.32%	9.25%	9.45%	9.12%
投入资本收益率	17.35%	3.53%	6.86%	12.50%	12.58%	12.23%
增长率						
主营业务收入增长率	49.70%	30.46%	12.38%	19.90%	14.18%	11.89%
EBIT增长率	13.09%	-68.62%	101.27%	104.15%	11.54%	6.95%
净利润增长率	-19.38%	-92.18%	874.48%	140.07%	13.52%	6.16%
总资产增长率	14.69%	22.07%	15.81%	12.25%	11.09%	9.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.6	17.3	17.3	12.0	13.0	14.0
存货周转天数	182.2	96.7	76.2	80.0	85.0	90.0
应付账款周转天数	42.8	28.1	33.2	33.2	33.2	33.2
固定资产周转天数	117.4	124.7	143.4	129.2	119.8	111.5
偿债能力						
净负债/股东权益	51.40%	51.43%	51.14%	-3.53%	-6.78%	-9.59%
EBIT利息保障倍数	5.1	2.2	4.8	14.0	15.5	13.7
资产负债率	55.87%	56.63%	53.79%	31.26%	30.20%	29.15%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	5	17	23	34	65
增持	4	12	18	25	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.44	1.41	1.44	1.42	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-22	买入	42.44	N/A
2	2019-04-29	买入	34.27	N/A
3	2019-12-31	买入	39.39	46.00~46.00
4	2020-03-30	买入	29.46	N/A
5	2020-04-16	买入	33.40	N/A
6	2020-05-25	买入	32.19	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402