

2021年05月24日

收购巴莫科技布局正极，加码镍湿法冶炼项目，产业链一体化再完善

买入（维持）

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） | 94.69 | 41.32 | 33.59 | 26.90 |

投资要点

■ **事件：**1) 公司拟向杭州鸿源以 13.5 亿元对价购买其持有的天津巴莫 38.6175% 股权，且华友控股将持有的 26.4% 股权对应的表决权等权利委托给公司行使，公司将合计控制巴莫科技 65% 的表决权，纳入上市公司合并报表范围。2) 华友国际钴业与永瑞、Glauco、亿纬亚洲、LINDO 设立华宇公司，拟共投资 20.8 亿美元建设年产约 12 万吨镍金属量和约 1.5 万吨钴金属量的红土镍矿湿法冶炼项目。

■ **收购高镍三元正极材料龙头，绑定 LG 地位巩固。**天津巴莫为老牌正极厂商，主要产品为钴酸锂和三元材料，在天津、成都两地建有正极材料产业化基地，我们预计产能超过 6 万吨；客户方面率先卡位 LG，为 LG-特斯拉项目的主供。我们预计 20 年天津巴莫正极出货量近 3 万吨，同比大增 250%，主要受益于国产特斯拉销量高增，巴莫作为高镍正极主供，销量大幅增长。20 年巴莫销量结构中，钴酸锂销量近 1 万吨，三元 2 万吨，其中高镍三元超过 1.5 万吨，市场占有率超过 35%，仅次于容百，为国内第二大高镍正极厂商。今年 1-4 月，我们预计巴莫销量超过 1.7 万吨，同比增长超 120%，目前巴莫单月销量超过 4500 吨，其中三元达到 4000 吨，我们预计 21 年全年巴莫出货量将达到 6 万吨，同比翻番。盈利方面，巴莫高镍产品占比高，盈利情况较好，20 年营收 41.5 亿元，同比+36%，净利润 1.89 亿元，同比+89%，净利率 5%，我们预计 21 年受益于规模化提升，盈利水平将进一步提升。

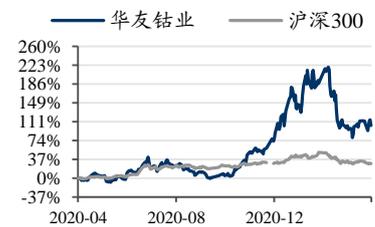
■ **一体化布局锂电正极，与正极材料业务产生协同，增强公司竞争力。**公司前驱体深度绑定 LG，应用于大众 MEB 平台、雷诺日产联盟、沃尔沃、福特等全球知名车企，多元高镍系列新产品已分别进入 LGC、CATL、比亚迪等重要客户及汽车产业链。巴莫科技是行业内正极材料的领先生产厂商之一，是公司的重要客户，也是 LG 的正极重要供应商，本次收购交易将产生较大的协同效应，有利于公司市场竞争力的提升和持续经营能力、抵御经营风险能力的增强。

■ **携手青山、亿纬加码红土镍矿湿法项目，为公司提供新成长驱动力。**公司此前镍冶炼项目开展顺利，印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，公司预计 2021 年底建成试产，在保守价格假设下可实现 8 亿元以上归母净利润；印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司预计 2022 年底建成，在保守价格假设下可实现 4 亿元以上归母净利润。我们预计公司 6 万吨湿法冶炼项目进展顺利，本次新增产能将借鉴此前成功项目经验，缩短达产周期，且单吨投资由 2.13 亿美元降低至 1.73 亿美元，单吨盈利有望进一步上升。

■ **投资建议：**行业景气度持续，我们维持公司盈利预测，预计 2021-23 年归母净利润 26.7/32.8/41 亿元，同比增长 129%/23%/25%，EPS 为 2.2/2.88/3.59 元，对应 PE 为 41x/34x/27x，给予 2021 年 50xPE，对应目标价 110 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。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 93.10 |
| 一年最低/最高价 | 31.05/116.52 |
| 市净率(倍) | 6.83 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 106251.31 |

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）2021 年一季报点评：盈利能力大幅提升，业绩符合市场预期》

2021-04-17

2、《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

3、《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

1/7

东吴证券研究所

事件: 1) 公司拟向杭州鸿源以 13.5 亿元对价购买其持有的天津巴莫 38.6175% 股权, 且华友控股将持有的 26.4% 股权对应的表决权等权利委托给公司行使, 公司将合计控制巴莫科技 65% 的表决权, 纳入上市公司合并报表范围。本次交易尚需上市公司股东大会、巴莫科技股东会审议通过, 尚需向国家市场监督管理总局进行经营者集中申报, 并通过韩国公平交易委员会关于经营者集中的审查。

2) 华友国际钴业与永瑞、Glaucoous、亿纬亚洲、LINDO 设立合资公司华宇公司, 拟共投资 20.8 亿美元建设年产约 12 万吨镍金属量和约 1.5 万吨钴金属量的红土镍矿湿法冶炼项目。合资公司华友国际钴业认缴出资 200 万美元, 持股比例为 20%; 永瑞认缴出资 310 万美元, 持股比例为 31%; 亿纬亚洲认缴出资 170 万美元, 持股比例为 17%。

天津巴莫估值 34.98 亿元, 收购后华友钴业持股 38.6%, 具备 65% 表决权。截至 2020 年 12 月 31 日, 巴莫科技评估值为 34.98 亿元, 较净资产账面价值增值率 86.86%, 以公司预计的 2021 年净利润计算仅 14.6 倍, 较同类公司较低。标的资产交易价格确定为 13.51 亿元, 交易后华友钴业持有巴莫 38.6% 股权, 成为第一大股东, 且受让华友控股 26.4% 表决权, 合计控制巴莫科技 65% 的表决权, 纳入上市公司合并报表范围。杭州鸿源为有限合伙企业且无实际控制人, 因此截止公告日巴莫科技无实际控制人。本次交易交割日后, 华友将实现对巴莫科技的控制, 向巴莫提名并委派半数以上董事, 对于高级管理人员暂不做调整, 以保障公司经营运作的稳定性。

图 1: 截止公告日巴莫科技股权结构

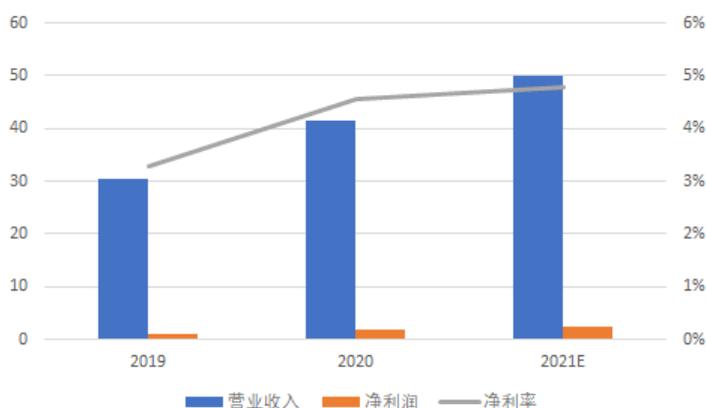
| 序号 | 股东名称 | 出资额 (亿元) | 持股比例 |
|----|---------------------------|-------------|----------------|
| 1 | 杭州鸿源 | 1.21 | 61.19% |
| 2 | 华友控股 | 0.52 | 26.40% |
| 3 | 金石灏洋股权投资 (杭州) 合伙企业 (有限合伙) | 0.13 | 6.80% |
| 4 | 中信证券投资有限公司 | 0.02 | 1.03% |
| 5 | 北京协和联创光电技术开发有限责任公司 | 0.05 | 2.46% |
| 6 | 浙江巨匠钢业股份有限公司 | 0.02 | 0.99% |
| 7 | 朱雪松 | 0.02 | 1.12% |
| | 合计 | 1.98 | 100.00% |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

收购高镍三元正极材料龙头, 巴莫绑定 LG 地位巩固。天津巴莫为老牌正极厂商, 主要产品为钴酸锂和三元材料, 在天津、成都两地建有正极材料产业化基地, 我们预计产能超过 6 万吨; 客户方面率先卡位 LG, 为 LG-特斯拉项目的主供。我们预计 20 年天津巴莫正极出货量近 3 万吨, 同比大增 250%, 主要受益于国产特斯拉销量高增, 巴莫作

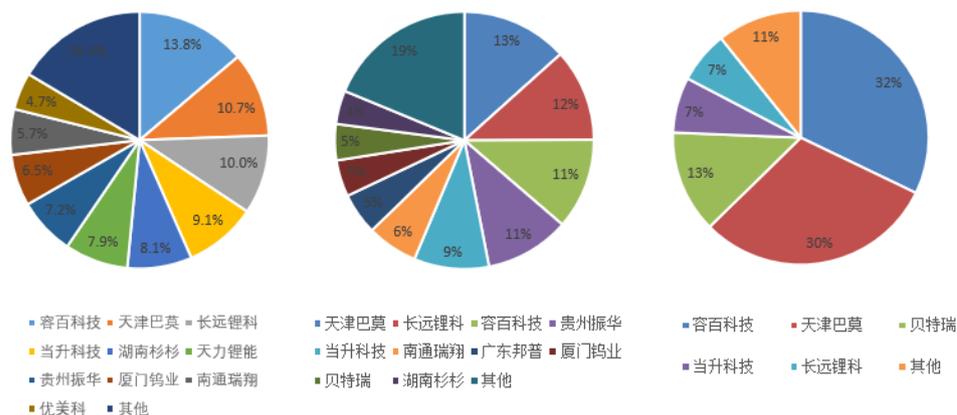
为高镍正极主供，销量大幅增长。20年巴莫销量结构中，钴酸锂销量近1万吨，三元2万吨，其中高镍三元超过1.5万吨，市场占有率超过35%，仅次于容百，为国内第二大高镍正极厂商。今年1-4月，我们预计巴莫销量超过1.7万吨，同比增长超120%，目前巴莫单月销量超过4500吨，其中三元达到4000吨，我们预计21年全年巴莫出货量将达到6万吨，同比翻番。盈利方面，巴莫高镍产品占比高，盈利情况较好，20年营收41.5亿元，同比+36%，净利润1.89亿元，同比+89%，净利率5%，我们预计21年受益于规模化提升，盈利水平将进一步提升。

图2：巴莫科技盈利水平（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图3：2020年（左）&21年1-4月（中）正极材料产量格局及21年1-4月高镍正极产量格局（右）



数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

一体化布局锂电正极，与正极材料业务产生协同，增强公司竞争力。公司前驱体深度绑定 LG，N65 系列三元前驱体产品通过 POSCO-LGC 电池产业链，应用于大众 MEB 平台、雷诺日产联盟、沃尔沃、福特等全球知名车企，多元高镍系列新产品已分别进入 LGC、

CATL、比亚迪等重要客户及汽车产业链。巴莫科技是行业内正极材料的领先生产厂商之一，是公司的重要客户，也是 1g 的正极重要供应商，本次收购交易将产生较大的协同效应，有利于公司市场竞争力的提升和持续经营能力、抵御经营风险能力的增强。

公司战略规划明确，前驱体一体化优势明显，远期产能规划庞大。公司致力于由全球钴行业领先者转型发展成为“全球锂电新能源材料行业领导者”，本次收购将完成“钴镍——三元前驱体——正极材料”的一体化布局。公司依托于三元前驱体，锂电板块业务体量快速增长，公司 2020 年底 5.5 万吨自营三元前驱体产能投产，浦华、乐友项目 2020 年下半年完成认证并进入量产阶段，华浦项目部分产线于 2021 年一季度开始批量生产，华金项目公司预计今年上半年完成认证，4.5 万吨合资产能我们预计于 2021H1 开始放量，全年有效产能我们预计达 7-8 万吨左右，我们预计 2021 年公司受益于国内市场需求及 LG 持续高增，三元前驱体出货有望超 6 万吨，同比翻番。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。未来三年，公司规划自营产能提升至 15 万吨以上，合资产能提升至 13 万吨（LG10 万吨+浦项 3 万吨）以上，产能扩张迅速。

携手青山、亿纬加码红土镍矿湿法项目，为公司提供长期驱动力。华友国际钴业与永瑞、Glaucous、亿纬亚洲、LINDO 设立合资公司华宇公司，拟投资 20.8 亿美元（人民币约 133.7 亿元）建设年产约 12 万吨镍金属量和约 1.5 万吨钴金属量的红土镍矿湿法冶炼项目。公司携手青山和亿纬，永瑞将协助公司从 IWIP 获取基础设施服务及项目土地，并与 WBN 签署供矿协议以获取褐铁矿型红土镍矿，永瑞、Glaucous、华友国际钴业和亿纬亚洲将按比例包销合资公司所生产的全部产品，公司拥有 20.4082% 的包销权，预计将进一步保障公司镍原料的需求。公司此前镍冶炼项目开展顺利，其中印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目公司预计 2021 年底建成试产，在保守价格假设下可实现 8 亿元以上归母净利润；印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目公司预计 2022 年底建成，在保守价格假设下可实现 4 亿元以上归母净利润。我们预计公司 6 万吨湿法冶炼项目进展顺利，本次新增产能将借鉴此前成功项目经验，缩短达产周期，且单吨投资由 2.13 亿美元降低至 1.73 亿美元，单吨盈利有望进一步上升。

图 4: 华宇公司股权结构

| 股东名称 | 持股比例 | 备注 |
|---------------------------|------|--------------------------|
| 华友国际钴业 | 20% | 华友全资孙公司 |
| 永瑞控股有限公司 | 31% | 青山集团间接持股 |
| Glaucous | 30% | Ever Rising Limited全资子公司 |
| 亿纬亚洲有限公司 | 17% | 亿纬锂能全资子公司 |
| LINDO INVESTMENT PTE.LTD. | 2% | Perlux Limited全资子公司 |
| 合计 | 100% | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投资建议：行业景气度持续，我们维持公司盈利预测，预计 2021-23 年归母净利润 26.7/32.8/41 亿元，同比增长 129%/23%/25%，EPS 为 2.2/2.88/3.59 元，对应 PE 为 41x/34x/27x，给予 2021 年 50xPE，对应目标价 110 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% |
| | | | | | 毛利率 (%) | 15.7% | 19.3% | 18.7% | 19.0% |
| | | | | | 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 | 94.69 | 41.32 | 33.59 | 26.90 |
| | | | | | P/B | 11.12 | 9.17 | 7.63 | 6.32 |
| | | | | | EV/EBITDA | 45 | 28 | 23 | 19 |

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>

