

公司研究

Q2 利润环比继续高增长，看好下半年前驱体继续放量

——华友钴业（603799.SH）2021年半年报点评

要点

事件：公司于8月16日晚发布半年报，实现营收142.94亿元，同比增长58%，实现归母净利润14.68亿元，同比增长320%；归母扣非净利润14.17亿元，同比增长381%；EPS为1.12元。2021Q2单季归母净利润8.14亿元，环比+24%，同比+390%。

点评：

钴铜量价齐升，三元前驱体开始放量：业绩增长源于量价齐升：1)量：2021H1三元前驱体销量29180吨，同比+129%；钴产品产量18309吨（同比+26%，含受托加工和自供新能源），销量12206吨，同比+18%；铜产量52861吨（含受托加工）同比+9.24%，销量43835吨，同比持平。2)价：长江有色钴2021H1均价35万元/吨，同比+33%；LME铜2021H1均价9092美元/吨，同比+65%。

锂电材料投入持续增加，研发费用率上行：除研发费用外，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率同比分别下滑0.17/0.13/0.52个百分点；研发费用率1.97%，同比+0.58个百分点，主要系锂电材料方面研发投入增加。

高镍产品进入认证，多个项目正常推进：高镍NCMA前驱体产品进入C样阶段，获得欧美车企产业链定点；5款8系NCM新产品正在认证，1款实现批量生产；多款9系NCM新产品进入认证阶段。华科、华飞湿法镍项目进展顺利；衢州3万吨电池级硫酸镍、年产5万吨高镍三元前驱体项目正常推进；浦华、乐友2021年已稳定量产，华金与华浦部分产线上半年开始批量供货；广西巴莫5万吨高镍三元正极、10万吨三元前驱体一体化项目已开启。

盈利预测、估值与评级：随着镍和锂电材料产能的释放，我们认为公司锂电产业链的利润占比将不断提升，看好公司业绩和估值双升带来的投资机会。维持公司盈利预测，预计公司2021-2023年归母净利润分别为30.84亿元、40.14亿元、55.12亿元，同比增长164.79%、30.13%和37.33%，当前股价对应PE分别为48X、37X、27X，维持“买入”评级。

风险提示：钴铜价格大幅波动，公司各投资项目进展不及预期，新能源汽车销量不及预期；高资本开支导致现金流恶化风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	18,853	21,187	32,088	45,229	64,269
营业收入增长率	30.46%	12.38%	51.45%	40.95%	42.10%
净利润（百万元）	120	1,165	3,084	4,014	5,512
净利润增长率	-92.18%	874.48%	164.79%	30.13%	37.33%
EPS（元）	0.11	1.02	2.53	3.29	4.52
ROE（归属母公司）（摊薄）	1.54%	11.74%	15.98%	17.69%	20.20%
P/E	1,098	119	48	37	27
P/B	17	14	8	7	5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-08-16

买入（维持）

当前价：121.70元

作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

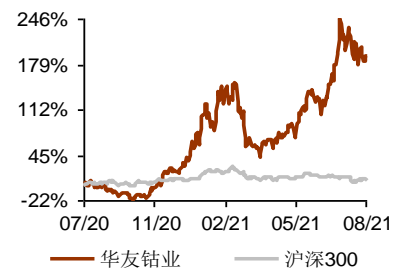
021-52523823

fangyutao@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	12.20
总市值(亿元)	1484.41
一年最低/最高(元)	33.85/151.33
近3月换手率	180.05%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	2.00	3.69	-3.64
绝对	-0.92	-0.92	-0.92

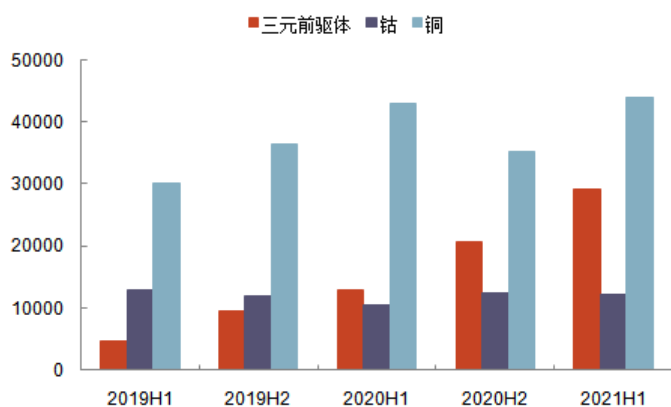
资料来源：Wind

相关研报

从铜钴企业到锂电材料一体化企业的蜕变——华友钴业（603799.SH）投资价值分析报告（2021-08-13）

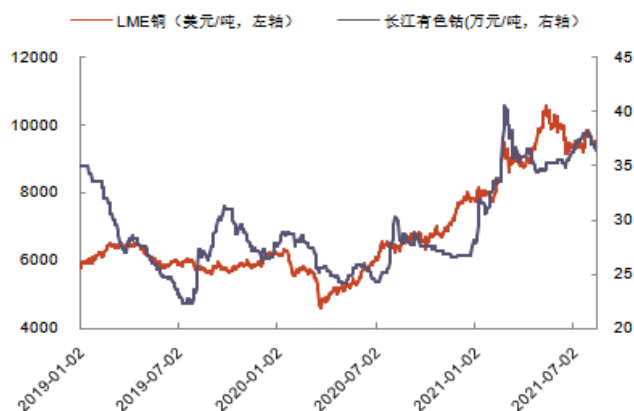
附录

图 1：公司主要产品销量变化（吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2021 年半年报）

图 2：主要产品铜钴价格走势（2019.1-2021.8）



资料来源：Wind，光大证券研究所（截至 2021-08-15）

表 1：公司单季度主要财务指标

单位：亿元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
主营业务收入	44.01	47.03	49.19	48.30	44.24	46.28	57.87	63.48	64.24	67.83
同比增长率	28.28%	40.28%	49%	10%	1%	-2%	18%	31%	45%	47%
毛利	5.29	5.64	4.47	5.65	6.05	7.09	9.55	10.48	13.66	15.73
毛利率	12.02%	11.99%	9.08%	11.70%	13.68%	15.33%	16.50%	16.50%	21.26%	23.19%
销售费用	0.32	0.46	0.42	0.44	0.40	0.50	0.43	0.38	0.46	0.59
财务费用	1.25	1.12	1.15	0.75	1.13	0.76	0.75	1.39	0.98	1.26
管理费用	1.03	1.34	1.14	1.17	1.31	1.87	1.61	1.86	1.81	2.21
研发费用	0.42	0.78	0.60	0.88	0.51	0.75	0.94	1.51	1.07	1.75
期间费用率	6.87%	7.86%	6.71%	6.71%	7.60%	8.37%	6.44%	8.09%	6.72%	8.57%
资产减值损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收入	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
税前利润	-0.13	0.69	0.84	0.19	2.10	2.16	4.90	5.62	9.20	10.86
归母净利润	0.12	0.20	0.60	0.27	1.84	1.66	3.37	4.78	6.54	8.14
净利率	0.28%	0.44%	1.22%	0.55%	4.15%	3.59%	5.82%	7.53%	10.18%	12.00%
同比增长率	-99%	-97%	-85%	-107%	1385%	712%	462%	1686%	257%	390%
扣非净利润	0.17	-0.58	0.85	0.25	1.32	1.63	3.33	4.96	6.59	7.58
期末净资产	85	98	100	101	105	119	122	125	192	197
年化 ROE	0.58%	0.84%	2.39%	1.06%	7.02%	5.61%	11.08%	15.36%	13.60%	16.53%
存货/销售收入	29.01%	21.29%	19.03%	17.55%	18.52%	18.18%	14.49%	16.02%	15.48%	17.50%
带息负债	70.9	70.8	73.5	81.8	87.7	89.3	85.5	87.6	89.9	89.9
货币资金	31.5	28.7	23.5	28.9	28.1	31.7	21.3	23.3	82.5	64.3
资产负债率	58.63%	55.88%	55.16%	56.63%	57.62%	54.48%	52.43%	53.79%	46.36%	47.68%
存货金额	51.1	40.0	37.4	33.9	32.8	33.7	33.5	40.7	39.8	47.5
自由现金流	(3.9)	2.3	(3.8)	5.0	(11.6)	(3.0)	(2.6)	(0.6)	(0.2)	(12.4)
总股本 (亿股)	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20	12.20
摊薄 EPS (元)	0.010	0.017	0.049	0.022	0.150	0.136	0.276	0.392	0.536	0.668

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-16

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,853	21,187	32,088	45,229	64,269
营业成本	16,748	17,870	26,304	36,611	51,755
折旧和摊销	597	743	682	937	1,177
税金及附加	254	194	225	317	450
销售费用	164	172	160	226	321
管理费用	468	665	898	1,266	1,800
财务费用	427	403	372	561	836
研发费用	268	371	513	724	1,028
投资收益	(46)	73	300	100	50
营业利润	161	1,515	4,017	5,736	8,210
利润总额	159	1,479	3,967	5,686	8,160
所得税	51	353	793	1,137	1,632
净利润	108	1,126	3,174	4,549	6,528
少数股东损益	(11)	(39)	89	535	1,016
归属母公司净利润	120	1,165	3,084	4,014	5,512
EPS(元)	0.11	1.02	2.53	3.29	4.52

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,600	1,860	2,898	3,945	5,693
净利润	120	1,165	3,084	4,014	5,512
折旧摊销	597	743	682	937	1,177
净营运资金增加	(1,875)	1,101	3,256	4,777	6,850
其他	3,758	(1,150)	(4,125)	(5,782)	(7,845)
投资活动产生现金流	(5,086)	(3,929)	(6,238)	(4,025)	(4,050)
净资本支出	(2,641)	(3,625)	(5,050)	(4,050)	(4,050)
长期投资变化	1,331	2,078	0	0	0
其他资产变化	(3,776)	(2,383)	(1,188)	25	0
融资活动现金流	2,568	1,459	9,029	3,365	3,117
股本变化	249	63	78	0	0
债务净变化	1,517	553	3,101	4,561	4,863
无息负债变化	1,010	764	1,398	2,007	2,942
净现金流	155	(495)	5,688	3,285	4,760

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.2%	15.7%	18.0%	19.1%	19.5%
EBITDA 率	10.5%	13.2%	14.9%	15.8%	15.9%
EBIT 率	7.3%	9.6%	12.8%	13.7%	14.1%
税前净利润率	0.8%	7.0%	12.4%	12.6%	12.7%
归母净利润率	0.6%	5.5%	9.6%	8.9%	8.6%
ROA	0.5%	4.2%	7.8%	8.9%	10.1%
ROE (摊薄)	1.5%	11.7%	16.0%	17.7%	20.2%
经营性 ROIC	5.0%	7.0%	10.4%	12.4%	14.4%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	57%	54%	46%	50%	51%
流动比率	0.84	0.82	1.29	1.42	1.56
速动比率	0.54	0.48	0.92	1.02	1.13
归母权益/有息债务	0.95	1.14	1.63	1.38	1.28
有形资产/有息债务	2.70	2.94	3.35	3.05	2.99

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	23,267	26,945	40,919	51,401	64,825
货币资金	2,886	2,334	8,022	11,307	16,067
交易性金融资产	104	30	30	85	135
应收帐款	868	1,141	1,491	2,102	2,987
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	189	182	257	362	514
存货	3,390	4,069	5,099	6,916	9,504
其他流动资产	965	1,289	1,834	2,491	3,443
流动资产合计	9,450	9,826	17,523	24,362	34,204
其他权益工具	22	6	6	6	6
长期股权投资	1,331	2,078	2,078	2,078	2,078
固定资产	6,439	8,321	11,826	14,695	17,234
在建工程	2,933	2,839	3,169	2,985	2,892
无形资产	780	802	830	863	895
商誉	95	95	90	90	90
其他非流动资产	1,373	1,694	3,193	3,193	3,193
非流动资产合计	13,817	17,119	23,396	27,039	30,621
总负债	13,176	14,494	18,993	25,560	33,366
短期借款	5,915	5,862	5,963	7,524	9,387
应付账款	1,458	1,789	2,634	3,666	5,183
应付票据	1,712	1,075	1,315	1,831	2,588
预收账款	49	13	20	28	40
其他流动负债	0	5	5	5	5
流动负债合计	11,299	11,991	13,569	17,137	21,943
长期借款	1,053	1,422	4,422	7,422	10,422
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	785	424	424	424	424
非流动负债合计	1,877	2,503	5,423	8,423	11,423
股东权益	10,091	12,452	21,881	26,041	31,659
股本	1,079	1,141	1,220	1,220	1,220
公积金	2,794	4,103	10,862	10,940	10,940
未分配利润	3,679	4,808	7,355	10,656	15,258
归属母公司权益	7,748	9,922	19,307	22,686	27,288
少数股东权益	2,343	2,530	2,574	3,355	4,371

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	2%	3%	3%	3%	3%
财务费用率	2%	2%	1%	1%	1%
研发费用率	1%	2%	2%	2%	2%
所得税率	32%	24%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.20	0.52	0.75	1.07
每股经营现金流	2.41	1.63	2.38	3.23	4.67
每股净资产	7.18	8.69	15.83	18.60	22.37
每股销售收入	17.48	18.56	26.31	37.08	52.69

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1098	119	48	37	27
PB	16.9	14.0	7.7	6.5	5.4
EV/EBITDA	74	55	34	24	17
股息率	0%	0%	0%	1%	1%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE