

正极材料一体化布局, 先行者撑起利润空间

投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年H1实现营业收入142.94亿元, 同比增长57.91%; 实现归母净利润14.68亿元, 同比增长319.91%; 实现扣非归母净利润14.16亿元, 同比增长380.50%, EPS(摊薄)1.20元, 业绩略超市场预期。
- **钴业龙头延长产业链, 打通正极材料一体化生产。** 公司是钴业龙头, 形成了以钴为核心, 镍、铜、锰等为补充的业务结构, 有色业务作为公司制造能力的重要支撑, 在一体化的产业结构中起着承上启下的重要作用。公司积极拓展正极材料一体化布局, 已实现镍钴资源——冶炼加工——三元前驱体——正极材料的产业链, 逐步由依靠铜钴价格弹性而获得周期性利润转变成依托一体化实现成本控制而攫取最大的利润空间的行业龙头。
- **短期铜钴价格震荡上行, 稳定贡献利润。** 铜价从2020年的5000~7000美元/吨升至当下的9500美元/吨, 涨幅超30%, 钴价也于今年1月跨越30万元/吨水平, 现报价超36万元/吨。铜价、钴价较2020年均有较大涨幅, 业务毛利率也将水涨船高, 预计今年铜、钴产品对公司业绩的支撑仍然强劲。
- **中期正极材料跻身龙头, 一体化布局降本增利。** 随着电动车销量爆发式增长, 公司下游需求迅速膨胀, 因此供应能力与成本控制能力将成为下一阶段企业竞争的核心要素。公司现有前驱体产能6.4万吨/年, 预计2023年将达到27万吨/年; 正极产能5.6万吨/年, 2023年将达到14万吨/年, 且下游公司LG、CATL为国际龙头, 产能释放确定性强劲。
- **长期镍原料布局有望奠定先发优势。** 公司在印尼布局的华越6万吨湿法项目、华飞12万吨湿法项目、华科4.5万吨火法项目将于2022年起逐步释放产能, 贡献利润, 有望在镍价维持高位的市场下抢占盈利先机。
- **盈利预测与投资建议。** 公司铜钴业务将持续贡献利润, 同时公司正极业务一体化布局逐步完善, 实现降本增利, 进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为35%。考虑公司是目前市场上唯一实现正极材料一体化生产的标的, 我们给予公司2021年67倍PE, 目标价170.85元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放; 汇兑风险; 铜、钴等产品价格波动风险。

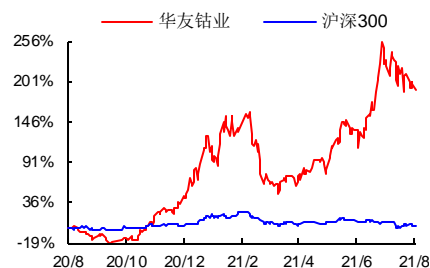
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	21186.84	33760.67	40102.46	51797.07
增长率	12.38%	59.35%	18.78%	29.16%
归属母公司净利润(百万元)	1164.84	3113.23	3747.97	5668.70
增长率	874.48%	167.27%	20.39%	51.25%
每股收益EPS(元)	0.95	2.55	3.07	4.65
净资产收益率ROE	9.04%	13.31%	14.08%	18.04%
PE	140	52	44	29
PB	16.44	7.94	6.89	5.71

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.20
流通A股(亿股)	12.11
52周内股价区间(元)	33.93-149.59
总市值(亿元)	1,484.42
总资产(亿元)	376.53
每股净资产(元)	13.92

相关研究

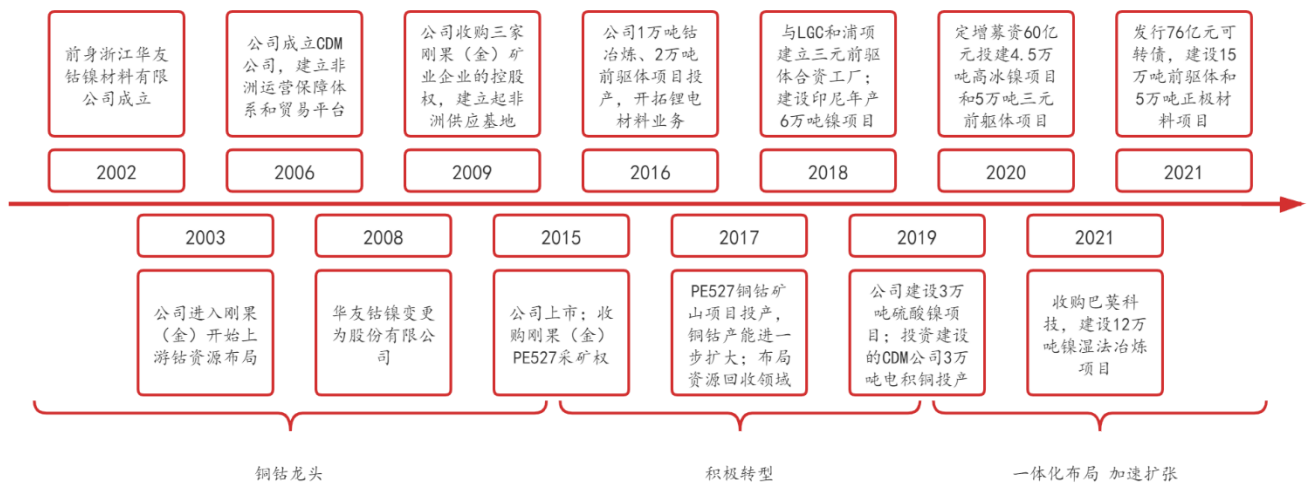
1 股权集中助力铜钴龙头向正极材料一体化企业蜕变

公司成立于 2002 年，主要从事新能源锂电材料和钴新材料的研发和制造，是一家拥有从股镍资源开发到锂电材料制造一体化产业链的高新技术企业。

锂电材料行业呈现出“自然资源在国外、研发制造在中国、市场客户在全球”的典型特征，技术创新和成本优势是行业关键竞争要素。公司基于这种行业特性，经过多年的发展，已形成资源板块、有色板块、新能源板块协同发展的局面，通过纵向一体化的发展模式整合资源，形成了特有的竞争优势。三大业务板块在公司内部构成了上、中、下游的产业链条，链条间紧密连接、高效协同，实现从原料结构到钴化学品到三元材料的协调协同，释放出公司一体化的产业协同竞争优势。

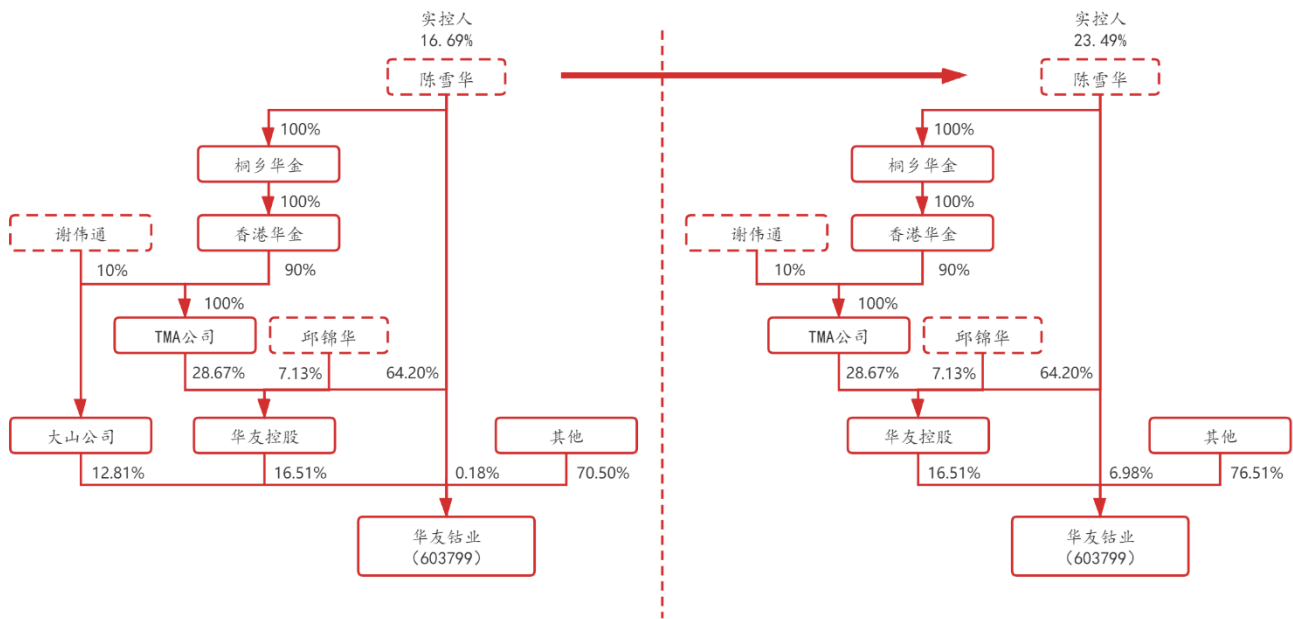
公司已经进入到 LGC、SKI、CATL、BYD 等全球头部动力电池的核心产业链，产品已开始大规模应用到大众 MEB 平台、雷诺日产联盟、沃尔沃、路虎捷豹等欧美高端电动汽车。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

股权集中彰显公司雄心、提高决策效率。公司实控人为董事长陈雪华先生。股权变更前，陈雪华及其一致行动人华友控股合计持有上市公司股份比例为 16.69%。2021 年 6 月，陈雪华先生通过协议转让方式受让大山公司持有的上市公司股份 8248 万股，占上市公司总股本的 6.8%，交易完成后，陈雪华及其一致行动人华友控股合计持有股份占上市公司总股本的比例由 16.69%提升至 23.49%。

图 2：公司股权结构及子公司


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司目前已打造出“镍钴资源开发——冶炼加工——三元前驱体——正极材料——资源循环利用”的一体化产业链。公司新能源板块主要包括新能源衢州、华海新能源、与 POSCO 合资的华友浦项和与 LGC 合资的华金公司的前驱体业务。同时公司还参股了浦华公司、乐友公司开展正极材料业务。公司有色业务集中在子公司华友衢州和桐乡总部工厂，主要产品为四氧化三钴、硫酸钴、硫酸镍等钴、镍化学品。公司资源板块主要从事钴、镍、铜等有色金属的采、选和初加工业务。钴业务集中于非洲刚果（金）子公司 CDM 公司、MIKAS 公司，主要产品为粗制氢氧化钴和电积铜。

表 1：公司重要子公司 2020 年经营情况

子公司名称	业务性质	主要产品或服务	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润率
华友衢州	制造业	钴、镍、铜产品的生产和销售	64.5	4.8	7.4%
华友香港	贸易、批发业	钴铜原料及产品的贸易	57.6	1.2	2.1%
华友矿业香港	商务、服务业	非洲矿业开发投资平台	/	0.2	/
CDM 公司	制造业	生产、销售粗铜、电积铜等产品，同时从事钴矿料收购及加工业务	22.7	1.7	7.5%
MIKAS 公司	矿山开发及矿产品销售	从事铜钴矿采选	9.8	0.5	5.1%
华友新加坡	贸易、批发业	钴、铜、镍产品的贸易	87.0	0.1	0.1%
浙江华友新能源科技	科技推广和应用服务业	新能源科技领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务：三元正极材料及前驱体、钴酸锂、四氧化三钴、磷酸铁锂的销售；货物进出口、技术进出口	/	/	/
华越镍钴	制造业	非铁类有色金属	/	/	/

子公司名称	业务性质	主要产品或服务	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润率
华海新能源	制造业	三元正极材料及前驱体生产、销售；钴酸锂、四氧化三钴、磷酸铁锂销售；货物及技术进出口	19.2	0.5	2.6%

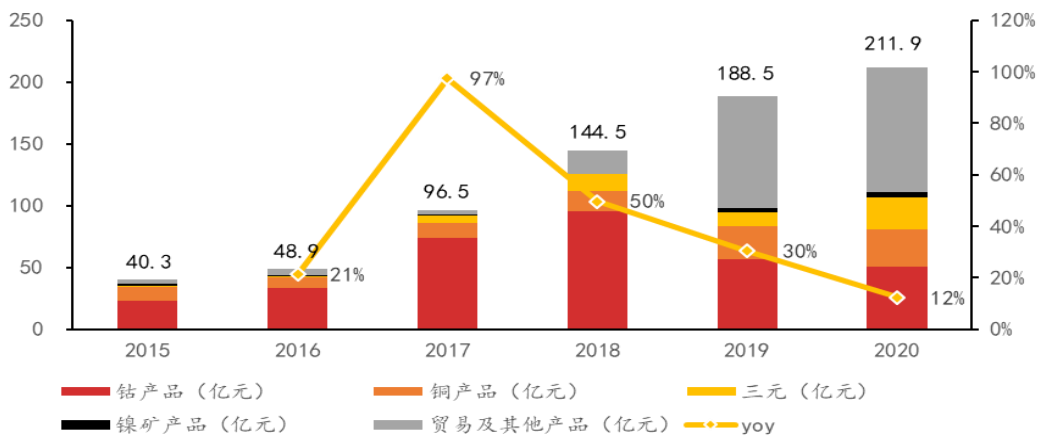
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 锂电材料业务成长迅猛，一体化优势即将显现

公司营业收入稳步增长，三元产品占比增长明显。2015 年至 2020 年，公司营业收入从 40.3 亿元增长至 211.9 亿元，复合年均增长率为 39%。2021 年 H1，公司实现营业收入 142.94 亿元，同比增长 57.91%。

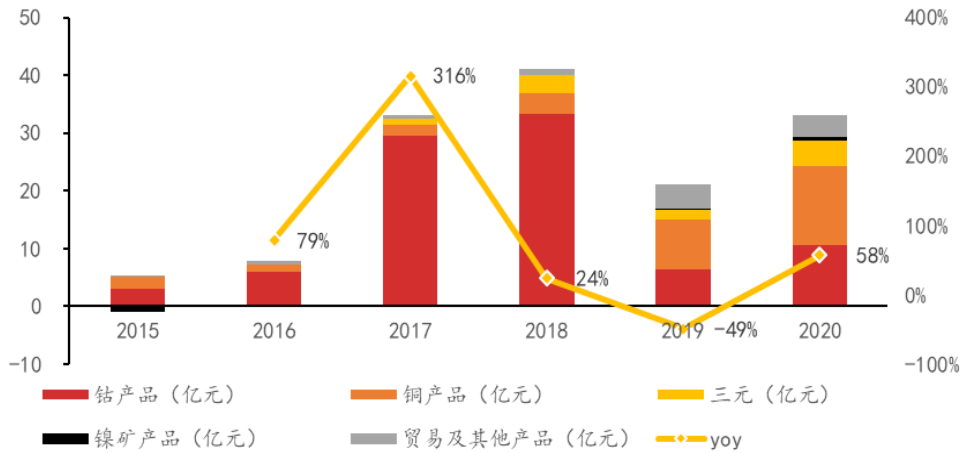
当下公司营业收入主要由贸易活动及传统铜钴产品的销售提供。有色金属贸易业务主要通过子公司华友新加坡开展，设计产品为铜、镍等有色金属商品，占营业收入比重为 43%；铜钴产品占营业收入比重为 38%，较 2019 年下滑 6pp。此外，三元产品占比提升较为明显，从 2019 年 6% 提升至 12%，预计未来三元前驱体及正极材料销售将成为公司营收的另一大增长极。

图 3：公司营业收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

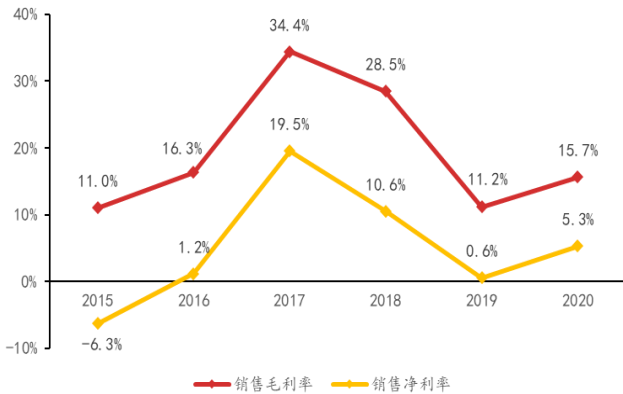
公司毛利结构仍以铜钴为主，贸易业务增收不增利。2020 年，公司毛利润主要由铜钴产品贡献，其中，铜产品毛利率高达 45.0%，钴产品毛利率为 21.1%；三元前驱体毛利率较 2019 年略有提升，达到 17.3%。而营收贡献较大的贸易业务几乎没有利润贡献。

图 4：公司毛利润情况


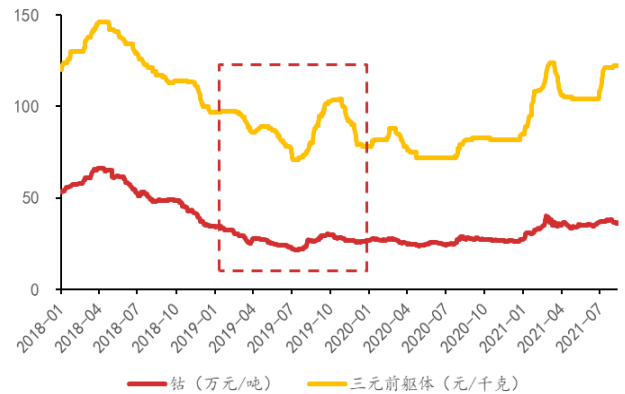
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司下游市场环境复杂多变，未来行业高景气将延续量利双增。2019 年，公司在营业收入同比增长 30% 的基础上，毛利润却下降 49%，主要因为钴产品价格在全年维持地位及三元前驱体在电动车退补的背景下需求锐减。未来随着下游电动车实现市场化，叠加政策持续支持，公司将享受大幅的营收增长，且伴随着正极材料业务一体化进程的推进，业务毛利率也有望上升进而享受更大的利润空间。

2021 年 H1，公司销售毛利率达到 20.56%，销售净利率 10.71%，均在 2020 年的基础上提升约 5pp，盈利能力大幅改善。

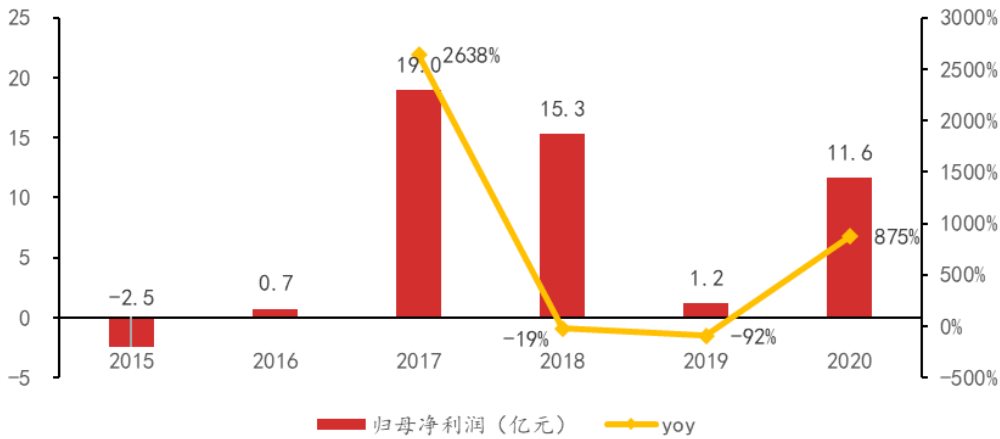
图 5：公司毛利率、净利率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：钴价、三元前驱体价格变化


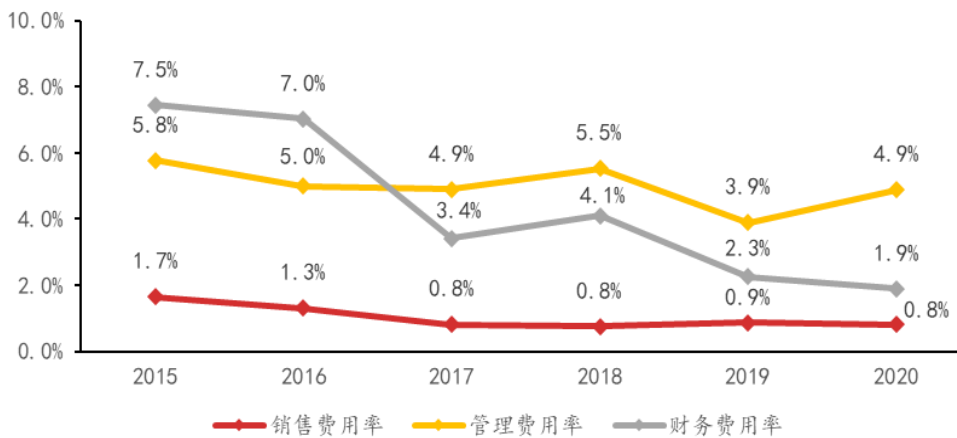
数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2020 年实现归母净利润 11.6 亿元，同比增长 875%，主要受益于毛利情况的改善。2021 年 H1，公司实现归母净利润 14.16 亿元，同比增长 380.5%，已然超过 2020 年全年，预计今年公司将持续受益于规模效应，实现营收利润双高增。

图 7：公司归母净利润情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司期间费用率震荡下行，规模效应凸显。2020年，公司销售费用率和财务费用率同比均有下降，管理费用率上升主要来自于研发投入的加大及员工薪酬的增加。2021年H1，公司期间费用率降至7.09%，较2020年下降0.5pp，销售费用率、管理费用率（除研发费用）、财务费用率均有所下降，研发费用率略有上升。

图 8：公司期间费用率情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

假设 1: 公司同股业务每年略有增长, 2021/2022/2023 年铜价处在历史高位的下行区间, 分别为 5.6/5.2/4.8 万元/吨, 2021/2022/2023 年钴价维持高位略有下调, 分别为 21.5/19.5/19.5 万元/吨。

假设 2: 公司三元前驱体正极业务稳步增长, 2021/2022/2023 年三元前驱体出货量 7.5/10.0/14.0 万吨, 单吨价格 10/10/9.8 万元; 正极材料出货量 3.8/4.6/6.6 万吨, 单吨价格 15.4/16.5/16.5 万元。

假设 3: 公司镍产品与 2022 年投产, 2022 年湿法销量 3 万吨, 单吨价格 9.1 万元; 2023 年湿法销量 4.2 万吨, 火法销量 3.6 万吨, 单吨价格分别为 8.8 万元、9.3 万元。

基于以上假设, 我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表:

表 2: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
铜钴	收入	8095	12410	11789	12155
	增速		53.3%	-5.0%	3.1%
	毛利率	30.0%	38.7%	36.2%	37.9%
正极材料	收入	5199	13351	17584	24599
	增速		156.8%	31.7%	39.9%
	毛利率	15.6%	18.6%	21.7%	22.5%
镍	收入			2730	7043
	增速				158.0%
	毛利率			25.3	30.2%
贸易及其他	收入	7893	8000	8000	8000
	增速		1.4%	0.0%	0.0%
	毛利率	1%	1%	1%	1%
合计	收入	21187	33761	40103	51797
	增速		59.3%	18.8%	29.2%
	毛利率	15.7%	21.8%	22.1%	23.8%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取正极材料行业的三家主流公司及一家铜钴加工公司, 2020 年四家公司平均 PE 为 96 倍, 2021 年平均 PE 为 67 倍。公司铜钴业务将持续贡献利润, 同时公司正极业务一体化布局逐步完善, 实现降本增利, 进一步提升公司盈利能力。未来三年公司总收入复合增长率为 35%。考虑公司是目前市场上唯一实现正极材料一体化生产的标的, 我们给予公司 2021 年 67 倍 PE, 目标价 170.85 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
300919.SZ	中伟股份	183.18	0.74	1.73	2.78	110.80	95.77	59.57
300618.SZ	寒锐钴业	89.94	1.10	2.42	2.98	85.96	37.40	30.34
002340.SZ	格林美	12.29	0.09	0.26	0.35	81.06	45.97	34.07
688005.SH	容百科技	137.94	0.48	1.48	2.73	107.23	87.06	47.30
平均值						96.26	66.55	42.82

数据来源：Wind，西南证券整理

4 风险提示

- 1) 公司产能未能如期释放的风险；
- 2) 汇兑风险；
- 3) 铜、钴等产品价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21186.84	33760.67	40102.46	51797.07	净利润	1125.65	3063.23	3667.97	5568.70
营业成本	17869.71	26394.85	31248.52	39448.57	折旧与摊销	778.23	894.14	996.69	1009.36
营业税金及附加	193.97	373.14	433.97	550.12	财务费用	402.53	540.17	601.54	776.96
销售费用	171.63	236.32	260.67	310.78	资产减值损失	-46.35	-50.00	-50.00	-50.00
管理费用	665.04	2261.96	2606.66	3366.81	经营营运资本变动	-436.17	-769.42	-611.56	-1231.94
财务费用	402.53	540.17	601.54	776.96	其他	35.87	69.56	40.00	40.00
资产减值损失	-46.35	-50.00	-50.00	-50.00	经营活动现金流净额	1859.77	3747.68	4644.64	6113.07
投资收益	72.83	10.00	10.00	10.00	资本支出	-1979.34	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	-28.58	0.00	0.00	0.00	其他	-1949.79	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3929.13	-190.00	-190.00	-190.00
营业利润	1515.20	4014.22	5011.11	7403.82	短期借款	-52.54	-5862.44	0.00	0.00
其他非经营损益	-36.48	-25.53	-27.69	-28.86	长期借款	368.75	0.00	0.00	0.00
利润总额	1478.72	3988.69	4983.43	7374.96	股权融资	1335.63	7600.00	0.00	0.00
所得税	353.07	925.46	1315.46	1806.26	支付股利	0.00	-232.97	-622.65	-749.59
净利润	1125.65	3063.23	3667.97	5568.70	其他	-193.11	-1858.25	-601.54	-776.96
少数股东损益	-39.19	-50.00	-80.00	-100.00	筹资活动现金流净额	1458.73	-353.65	-1224.18	-1526.55
归属母公司股东净利润	1164.84	3113.23	3747.97	5668.70	现金流量净额	-495.10	3204.02	3230.46	4396.52
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2334.26	5538.28	8768.74	13165.25	成长能力				
应收和预付款项	2103.26	3396.01	3939.04	5095.04	销售收入增长率	12.38%	59.35%	18.78%	29.16%
存货	4069.16	5990.63	7101.43	8978.07	营业利润增长率	841.22%	164.93%	24.83%	47.75%
其他流动资产	1319.34	869.61	1027.27	1318.00	净利润增长率	941.08%	172.13%	19.74%	51.82%
长期股权投资	2078.50	2078.50	2078.50	2078.50	EBITDA 增长率	124.23%	102.10%	21.31%	39.05%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	11159.59	10580.64	9899.14	9204.96	毛利率	15.66%	21.82%	22.08%	23.84%
无形资产和开发支出	896.70	794.12	691.54	588.96	三费率	6.64%	9.00%	8.65%	8.60%
其他非流动资产	2984.50	2971.90	2959.29	2946.69	净利率	5.31%	9.07%	9.15%	10.75%
资产总计	26945.32	32219.69	36464.94	43375.47	ROE	9.04%	13.31%	14.08%	18.04%
短期借款	5862.44	0.00	0.00	0.00	ROA	4.18%	9.51%	10.06%	12.84%
应付和预收款项	3622.91	5526.31	6509.53	8234.83	ROIC	9.84%	21.00%	23.54%	33.24%
长期借款	1422.00	1422.00	1422.00	1422.00	EBITDA/销售收入	12.72%	16.14%	16.48%	17.74%
其他负债	3586.16	2259.38	2476.09	2842.21	营运能力				
负债合计	14493.51	9207.70	10407.63	12499.05	总资产周转率	0.84	1.14	1.17	1.30
股本	1141.26	1295.73	1295.73	1295.73	固定资产周转率	2.87	3.57	3.92	5.42
资本公积	3879.70	11325.23	11325.23	11325.23	应收账款周转率	21.10	23.09	20.73	21.53
留存收益	5031.09	7911.35	11036.67	15955.78	存货周转率	4.69	5.21	4.74	4.88
归属母公司股东权益	9922.12	20532.31	23657.63	28576.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.45%	—	—	—
少数股东权益	2529.69	2479.69	2399.69	2299.69	资本结构				
股东权益合计	12451.80	23011.99	26057.32	30876.42	资产负债率	53.79%	28.58%	28.54%	28.82%
负债和股东权益合计	26945.32	32219.69	36464.94	43375.47	带息债务/总负债	50.26%	15.44%	13.66%	11.38%
					流动比率	0.82	2.36	2.64	2.86
					速动比率	0.48	1.46	1.74	1.96
					股利支付率	0.00%	7.48%	16.61%	13.22%
					每股指标				
					每股收益	0.95	2.55	3.07	4.65
					每股净资产	8.13	16.83	19.40	23.43
					每股经营现金	1.52	3.07	3.81	5.01
					每股股利	0.00	0.19	0.51	0.61
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	2695.96	5448.52	6609.34	9190.13					
PE	140.01	52.39	43.51	28.77					
PB	16.44	7.94	6.89	5.71					
PS	7.70	4.83	4.07	3.15					
EV/EBITDA	57.90	30.51	24.66	17.26					
股息率	0.00%	0.14%	0.38%	0.46%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
上海	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn