

## 2021年Q3点评：巴莫并表贡献增量，公司业绩符合市场预期

买入（维持）

2021年11月02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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,187	29,645	40,464	52,730
同比（%）	12%	40%	36%	30%
归母净利润（百万元）	1,165	3,181	4,560	6,230
同比（%）	874%	173%	43%	37%
每股收益（元/股）	0.95	2.61	3.74	5.11
P/E（倍）	109.35	40.04	27.93	20.45

### 投资要点

■ **2021Q3 归母净利润 9 亿元，环比增长 10.6%，符合市场预期。**2021 年前三季度公司营收 227.96 亿元，同比增长 53.63%；归母净利润 23.69 亿元，同比增长 244.95%，其中 2021 年 Q3 公司实现营收 85.02 亿元，同比增加 46.93%，环比增长 8.04%；归母净利润 9 亿元，同比增长 167.16%，环比增长 10.57%，扣非归母净利润 9.02 亿元，同比增长 170.42%，环比增长 19.02%，非经常性损益主要为非流动资产处置损益及公允价值变动损益。盈利能力方面，2021 年 Q3 毛利率为 19.46%，同比增长 2.96pct，环比下滑 0.53pct；归母净利率 10.59%，同比增长 4.77pct，环比增长 0.24pct；2021 年 Q3 扣非净利率 10.61%，同比提升 4.84pct，环比提升 0.98pct。

■ **三元前驱体合资产能逐步释放，巴莫并表贡献增量。**我们估计公司 2021 年 Q3 销售前驱体 1.5-1.7 万吨左右，环比增长 10%左右，2021 年 Q1-Q3 前驱体累计出货 4.6 万吨左右，其中 5.5 万吨自主产能满产满销，4.5 万吨合资产能逐步释放，2021 全年我们预计出货 6.5-7 万吨，同比翻番，盈利方面，我们估计前驱体业务贡献 2-3 亿元左右毛利。此外，我们预计公司募投前驱体项目于 2022 年逐步建成投产，广西巴莫 10 万吨一体化项目顺利推进，支持公司未来高速增长。报告期内巴莫纳入公司合并范围，我们预计巴莫 2021 年 Q3 并表为公司贡献近 0.5 亿元的归母净利。巴莫为国内第二大高镍正极厂商，我们预计公司收购巴莫后将产生协同效应，完成“钴镍资源—三元前驱体—正极材料”的一体化布局。

■ **公司镍湿法冶炼项目即将落地，贡献新业绩增量。**公司与青山集团合作的印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍湿法冶炼项目公司预计 2021 年底建成试产，2022 年年中达产，在保守价格假设下，达产后可实现 8 亿元以上归母净利润；公司投资 5.16 亿美元建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司预计 2022 年中建成，在保守价格假设下，达产后我们预计可实现 4 亿元以上归母净利润。华飞镍钴冶炼项目公司预计 2023 年建成投产，持续贡献新业绩增量。公司现有在建镍冶炼产能 22.5 万吨（不考虑权益），对应前驱体 40 万吨以上需求，公司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，我们预计 2021 年年底投产，2022 年实现出货，一体化比例提升有望提升公司前驱体盈利水平。

■ **盈利预测与投资评级：**行业景气度持续，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 31.0/43.6/60.1 亿元上修至 31.8/45.6/62.3 亿元，同比增长 173%/43%/37%，对应 PE 为 40x/28x/20x，给予 2022 年 45xPE，对应目标价 168 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)	104.43
一年最低/最高价	35.03/151.00
市净率(倍)	7.10
流通 A 股市值(百万元)	126439.83

### 基础数据

每股净资产(元)	14.70
资产负债率(%)	54.32
总股本(百万股)	1219.73
流通 A 股(百万股)	1210.76

### 相关研究

- 1、《华友钴业（603799）：2021 年中报点评：前驱体量利齐升，公司业绩符合预期》2021-08-17
- 2、《华友钴业（603799）：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》2021-05-24
- 3、《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

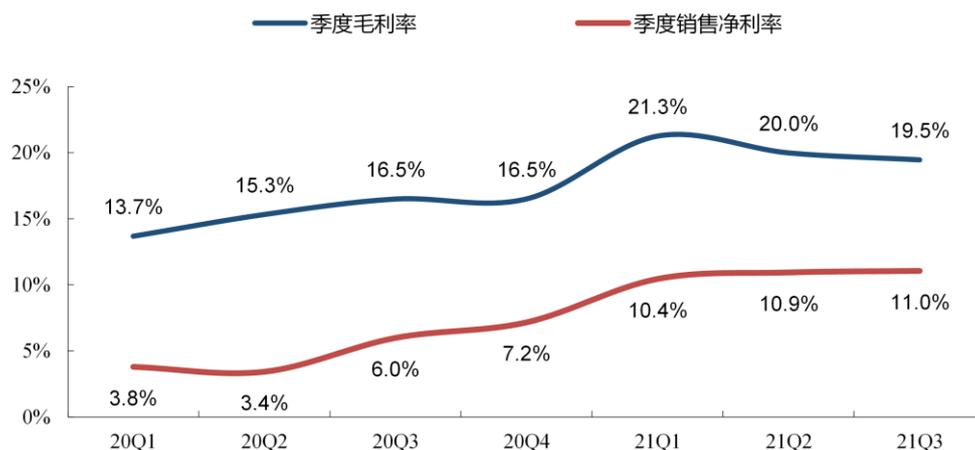
**2021Q3 归母净利润 9 亿元，环比增长 10.6%，符合市场预期。**2021 年前三季度公司营收 227.96 亿元，同比增长 53.63%；归母净利润 23.69 亿元，同比增长 244.95%，其中 2021 年 Q3 公司实现营收 85.02 亿元，同比增加 46.93%，环比增长 8.04%；归母净利润 9 亿元，同比增长 167.16%，环比增长 10.57%，扣非归母净利润 9.02 亿元，同比增长 170.42%，环比增长 19.02%，非经常性损益主要为非流动资产处置损益及公允价值变动损益。盈利能力方面，2021 年 Q3 公司毛利率为 19.46%，同比增长 2.96pct，环比下滑 0.53pct；归母净利率 10.59%，同比增长 4.77pct，环比增长 0.24pct；2021 年 Q3 扣非净利率 10.61%，同比提升 4.84pct，环比提升 0.98pct。

表 1: 公司季度经营情况 (百万元)

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	8,502.5	7,869.5	6,424.1	6,348.2	5,786.6	4,627.6	4,424.4
-同比	46.93%	70.05%	45.20%	31.43%	17.64%	-1.60%	0.53%
毛利率	19.46%	19.99%	21.26%	16.50%	16.50%	15.33%	13.68%
归母净利润(百万)	900.3	814.2	654.2	478.2	337.0	166.2	183.5
-同比	167.16%	389.94%	256.50%	1685.89%	462.26%	711.87%	1385.10%
归母净利率	10.59%	10.35%	10.18%	7.53%	5.82%	3.59%	4.15%
扣非归母净利润 (百万)	901.8	757.7	658.81	495.72	333.47	162.59	132.20
-同比	170.42%	366.00%	398.35%	1918.08%	293.53%	381.28%	693.42%
扣非归母净利率	10.61%	9.63%	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 1: 公司季度盈利能力 (%)



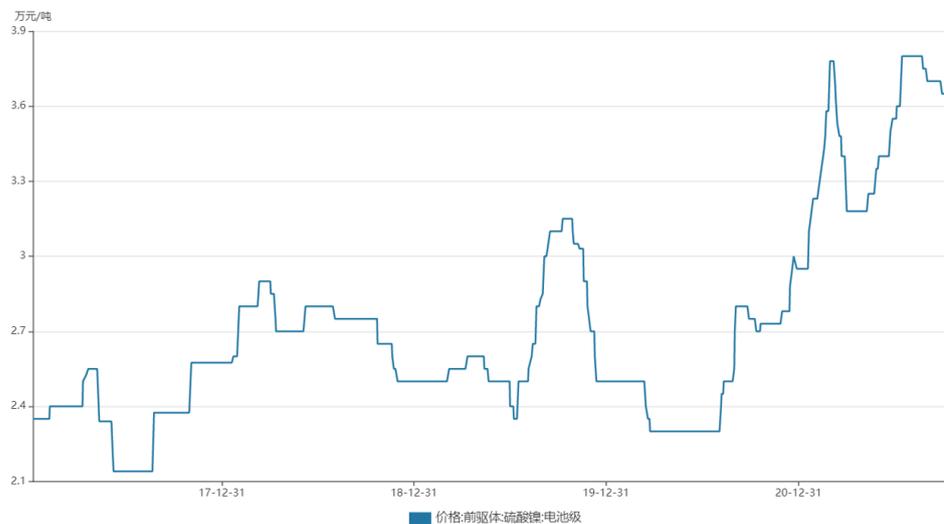
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三元前驱体合资产能逐步释放，巴莫并表贡献增量。由于 2021 年 9 月限电影响部

分产能，我们估计公司 2021 年 Q3 销售前驱体 1.5-1.7 万吨左右，环比增长 10%左右，2021 年 Q1-Q3 前驱体累计出货 4.6 万吨左右，其中 5.5 万吨自主产能满产满销，4.5 万吨合资产能逐步释放，2021 年全年我们预计出货 6.5-7 万吨，同比翻番，盈利方面，我们估计前驱体业务贡献 2-3 亿元左右毛利。此外，公司 2020 年 5 月募投 5 万吨高镍前驱体项目、衢州 5 万吨高性能三元前驱体项目顺利推进，我们预计于 2022 年逐步建成投产，广西巴莫 10 万吨一体化项目顺利推进，支持公司未来高速增长。此外，公司拟收购 38.6%天津巴莫股权，2021 年 7 月底股权已交割完毕，2021 年 Q3 巴莫纳入公司合并范围，巴莫单月有效产能我们估计达 4500 吨左右，我们估计 2021 年 Q3 巴莫出货 1.2-1.5 万吨左右，受限电影响环比持平，2021 年 Q1-Q3 累计出货 4 万吨左右，我们预计 2021 年全年出货 5.5 万吨左右，盈利方面，我们预计巴莫 2021 年 Q3 并表为公司贡献近 0.5 亿元的归母净利。巴莫为国内第二大高镍正极厂商，我们预计公司收购巴莫后将产生较大的协同效应，完成“钴镍资源——三元前驱体——正极材料”的一体化布局，利于公司市场竞争力的提升。

**公司镍湿法冶炼项目即将落地，贡献新业绩增量。**印尼镍冶炼产能方面，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，2022 年年中达产，在保守价格假设下，达产后可实现 8 亿元以上归母净利；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%，2021 年上半年开工建设，公司预计 2022 年中建成，在保守价格假设下，达产后我们预计可实现 4 亿元以上归母净利。此外，华飞镍钴 12 万吨粗制氢氧化镍钴湿法冶炼项目前期工作启动，公司预计 2023 年建成投产，后续持续为公司贡献新业绩增量。公司现有在建镍冶炼产能 22.5 万吨（不考虑权益），对应前驱体 40 万吨以上需求，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，一体化比例提升有望提升公司前驱体盈利水平。

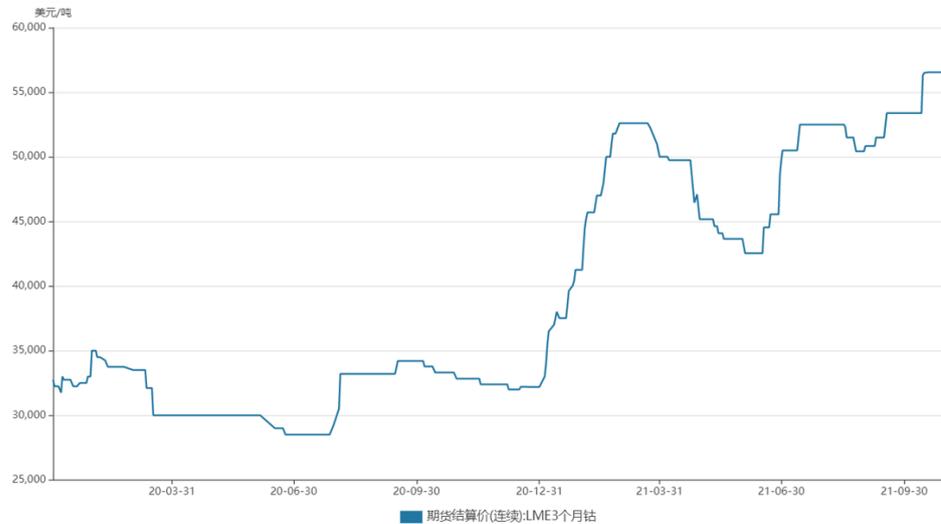
图 2: 电池级硫酸镍价格 (万元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

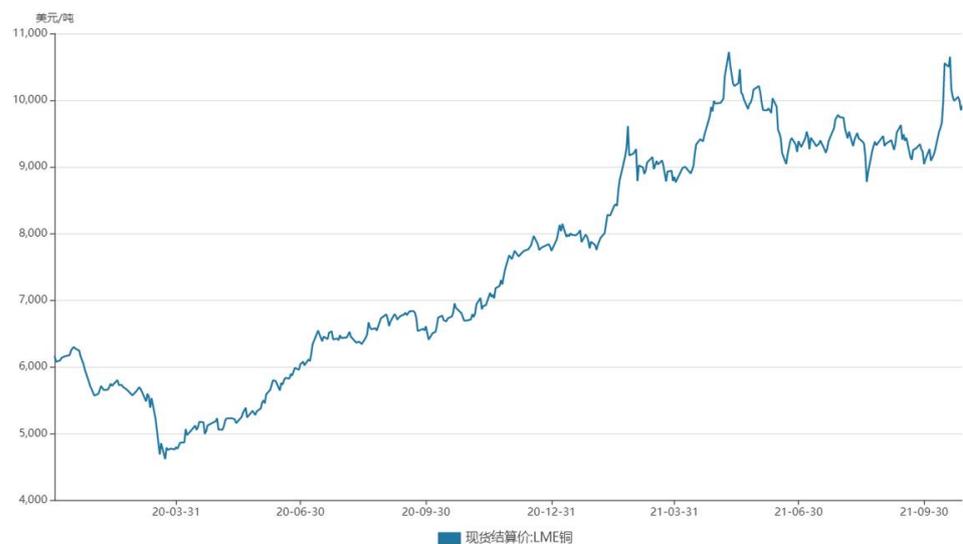
**钴、铜价格震荡波动, 贡献部分利润增量。** 1) **钴产品:** 公司 2021 年 Q3 我们估计生产 0.9-1 万吨左右 (含代工及自供), 环比持平微增, 由于钴价在 2021 年 Q3 回升至 40 万/吨上下, 我们估计钴产品单吨盈利较 2021 年 Q2 进一步提升, 我们估计贡献 7 亿元左右毛利。我们预计 2021 年公司钴产品生产近 4 万吨以上, 同比微增, 钴价回升带来盈利能力回升, 价格弹性较大。2) **铜产品:** 公司 2021 年 Q3 我们估计生产 3 万吨左右, 环比持平微增, 2021 年 Q3 铜期货价格在 9000-10000 美元/吨区域内波动, 我们估计仍维持 50% 以上毛利, 贡献 7 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 50% 以上, 贡献 25 亿元以上毛利。

图 3: 钴价格情况 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 铜价格情况 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**期间费用控制良好, 研发投入加大。**2021Q3 期间费用合计 6.66 亿元, 同比增长 78.72%, 环比增 14.65%, 期间费用率为 7.84%, 同比增 1.39pct, 环比增 0.45pct; 销售费用 0.55 亿元, 销售费用率 0.64%, 同比下滑 0.11pct, 环比下滑 0.11pct; 管理费用 2.52 亿元, 管理费用率 2.96%, 同比增 0.19pct, 环比增 0.16pct; 财务费用 0.89 亿元, 财务费用率 1.05%, 同比下滑 0.25pct, 环比下滑 0.56pct; 研发费用 2.71 亿元, 研发费用率 3.18%, 同比增 1.56pct, 环比增 0.96pct。公司 2021Q3 计提资产减值损失 0.04 亿元, 转回信用减值损失 0.8 亿元, 主要系其他应收款坏账准备转回。

表 2: 公司季度费用率 (百万元)

单位: 百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
销售费用	40.25	49.93	43.28	38.17	45.59	59.49	54.50
-销售费用率	0.91%	1.08%	0.75%	0.60%	0.71%	0.76%	0.64%
管理费用	131.26	186.80	160.82	186.16	181.33	220.56	252.03
-管理费用率	2.97%	4.04%	2.78%	2.93%	2.82%	2.80%	2.96%
研发费用	51.36	74.69	93.77	150.96	106.90	174.76	270.64
-研发费用率	1.16%	1.61%	1.62%	2.38%	1.66%	2.22%	3.18%
财务费用	113.16	75.83	75.02	138.52	97.64	126.47	89.26
-财务费用率	2.56%	1.64%	1.30%	2.18%	1.52%	1.61%	1.05%
期间费用	336.04	387.25	372.90	513.80	431.46	581.28	666.44
-期间费用率	7.60%	8.37%	6.44%	8.09%	6.72%	7.39%	7.84%
资产减值损失	-32.48	-25.46	-17.18	28.78	1.74	-5.91	-3.71
信用减值损失	-17.55	-13.49	-3.90	-24.22	-22.43	-32.60	79.69

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**资本开支大幅增加, 经营性现金流良好。**2021 年三季度末公司存货为 72.54 亿元, 较年初增长 78.28%; 应收账款与应付票据 27.65 亿元, 较年初增长 142.46%; 期末公司合同负债 9.24 亿元, 较年初增长 256.3%。2021 年 Q1-3 公司经营活动现金流净额为 23.12 亿元, 同比上升 227.17%; 投资活动现金流净额-65.02 亿元, 同比上升 149.66%; 资本开支为 53.1 亿元, 同比上升 118.84%; 2021 年三季度末账面现金为 86.17 亿元, 较年初增长 269.17%, 短期借款 67.83 亿元, 较年初增长 15.7%。

**盈利预测与投资建议:** 行业景气度持续, 我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 31.0/43.6/60.1 亿元上修至 31.8/45.6/62.3 亿元, 同比增长 173%/43%/37%, 对应 PE 为 40x/28x/20x, 给予 2022 年 45xPE, 对应目标价 168 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 销量及政策不及预期

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
<b>流动资产</b>	9826	12619	34489	44362	<b>营业收入</b>	21187	29645	40464	52730
现金	2334	2964	4046	5273	减:营业成本	17870	23430	31520	40931
应收账款	1141	1888	2578	3359	营业税金及附加	194	296	445	580
存货	4069	5242	18778	24350	销售费用	172	243	328	422
其他流动资产	1319	1319	7528	9409	管理费用	665	1275	1699	2109
<b>非流动资产</b>	17119	26177	31342	33166	财务费用	403	454	579	583
长期股权投资	2078	2078	2078	2078	资产减值损失	106	156	152	159
固定资产	8321	12804	16950	20859	加:投资净收益	73	10	10	10
在建工程	3,389	8,389	9,389	7,389	其他收益	63	40	40	40
无形资产	802	734	763	689	资产处置收益	0	0	0	0
其他非流动资产	5918	10561	11550	9540	<b>营业利润</b>	1515	3841	5791	7996
<b>资产总计</b>	26945	38797	65831	77527	加:营业外净收支	-36	0	2	1
<b>流动负债</b>	11991	21395	44884	51705	<b>利润总额</b>	1479	3841	5793	7997
短期借款	7310	15807	37626	42512	减:所得税费用	353	691	1043	1440
应付账款	1789	2346	3156	4099	少数股东损益	-39	-31	190	328
其他流动负债	2891	3242	4102	5094	<b>归属母公司净利润</b>	1165	3181	4560	6230
<b>非流动负债</b>	2503	2503	2503	2503	EBIT	1918	4295	6370	8579
长期借款	1422	1422	1422	1422	EBITDA	2696	5193	7605	10156
其他非流动负债	1081	1081	1081	1081					
<b>负债合计</b>	14494	23898	47387	54208	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	2530	2498	2688	3016	每股收益(元)	0.95	2.61	3.74	5.11
归属母公司股东权益	9922	12400	15755	20303	每股净资产(元)	8.69	10.17	12.92	16.65
<b>负债和股东权益</b>	26945	38797	65831	77527	发行在外股份(百万股)	1141	1220	1220	1220
					ROIC(%)	7.0%	11.0%	9.1%	10.5%
					ROE(%)	11.7%	25.7%	28.9%	30.7%
					毛利率(%)	15.7%	21.0%	22.1%	22.4%
					销售净利率(%)	5.3%	10.6%	11.7%	12.4%
					资产负债率(%)	53.8%	61.6%	72.0%	69.9%
					收入增长率(%)	12.4%	39.9%	36.5%	30.3%
					净利润增长率(%)	874.5%	173.1%	43.3%	36.6%
					P/E	109.35	40.04	27.93	20.45
					P/B	12.84	10.27	8.08	6.27
					EV/EBITDA	51	27	18	14

数据来源: Wind, 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>

