

# 华友钴业 (603799)

证券研究报告  
2021年11月08日

## 布局 50 万吨磷酸铁 ( 锂 )，向全球电池材料龙头迈进

**事项:** 公司控股子公司巴莫科技拟向控股股东华友控股以支付现金或者增发的方式收购其持有的内蒙古圣钒科技 100% 股权，扩充磷酸铁锂业务；同时，公司与兴发集团签订《合作框架协议》，在湖北宜昌合作投资磷矿采选、磷化工、湿法磷酸、磷酸铁及磷酸铁锂材料的一体化产业，建设 50 万吨/年磷酸铁、50 万吨/年磷酸铁锂及相关配套项目。

### 加码磷酸铁 ( 锂 )，有力补充一体化产业链布局

公司目前围绕钴、镍、三元前驱体、三元正极的一体化战略持续推进，但随着磷酸铁锂成本优势的显现，在动力电池和储能需求的拉动下，国内磷酸铁锂需求量快速增长。公司此次收购圣钒科技以及与兴发集团合作建设 50 万吨磷酸铁、50 万吨磷酸铁锂产线，有力补充一体化产业链布局，公司不再是单一的以钴为基础向下游延伸的单一链条的企业，而是向三元+磷酸铁锂全产业链布局的全球电池材料龙头转变，或将打开公司的成长空间以及估值天花板。

### 与磷化工龙头强强联合，向全球电池材料龙头迈进

兴发集团是国内磷化工龙头企业，拥有采矿权的磷矿资源储量 4.29 亿吨，磷矿石产能规模 415 万吨/年、在建 200 万吨/年，黄磷产能超过 16 万吨/年，精细磷酸盐产能约 20 万吨/年，磷酸一铵产能 20 万吨/年、磷酸二铵产能 80 万吨/年、湿法+精致磷酸产能 40 万吨/年。公司与兴发集团强强联合，可将其磷矿资源成本优势与公司产业链渠道优势相结合，进而实现公司全球电池材料龙头的发展目标。

### 在建项目稳步推进，未来业绩持续增长可期

**项目建设:** 1) 华越镍湿法项目 (6 万吨) 硫磺制酸厂第一系列已投料试车，项目正式步入建设收尾，穿插调试阶段，预计年底建成投产，华科火法项目 (4.5 万吨) 上半年开工建设，华飞湿法项目 (12 万吨) 正式启动；2) 衢州区年产 3 万吨硫酸镍和 5 万吨高镍前驱体项目正常推进；3) 四个合资公司中，浦华、乐友 2021 年进入稳定量产阶段，华金和华浦部分产线上半年开始批量供货；4) 广西巴莫 5 万吨正极、10 万吨前驱体项目开始前期工作。随着在建项目的持续推进，公司一体化带来的规模效应逐步显现，未来业绩持续增长可期。

### 盈利预测及评级:

未考虑收购及此次框架协议，维持 2021-2023 年归母净利润 31.38、41.94 和 52.65 亿元，对应 PE 为 43x、32x、26x，考虑其新增磷酸铁锂布局，或将打开其成长空间和估值天花板，且股价位于相对低位，上调至买入评级。

**风险提示:** 在建项目不及预期，新技术致钴被替代，供给大幅增加的风险；合作协议及意向书后续仍存不确定性；截止目前，公司没有磷酸铁及磷酸铁锂产能，后续能否投资建设以及建成投产具有不确定性；协议系双方基于合作意愿而达成的战略性、框架性约定，不会对公司 2021 年度经营业绩产生重大影响。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,852.83	21,186.84	31,845.07	41,642.28	50,964.80
增长率(%)	30.46	12.38	50.31	30.77	22.39
EBITDA(百万元)	2,061.47	3,120.59	4,440.60	5,557.65	6,822.36
净利润(百万元)	119.53	1,164.84	3,137.72	4,194.13	5,265.34
增长率(%)	(92.18)	874.48	169.37	33.67	25.54
EPS(元/股)	0.10	0.95	2.57	3.44	4.32
市盈率(P/E)	1,134.89	116.46	43.23	32.34	25.76
市净率(P/B)	17.51	13.67	6.97	5.73	4.69
市销率(P/S)	7.20	6.40	4.26	3.26	2.66
EV/EBITDA	23.30	31.07	30.78	23.89	19.26

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	111.22 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,219.73
流通 A 股股本(百万股)	1,210.76
A 股总市值(百万元)	135,658.85
流通 A 股市值(百万元)	134,660.90
每股净资产(元)	14.70
资产负债率(%)	54.32
一年内最高/最低(元)	151.00/43.50

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 聚源数据

### 相关报告

- 《华友钴业-季报点评:Q3 单季度创新高，一体化布局优势逐步显现》  
2021-11-01
- 《华友钴业-半年报点评:上半年产销两旺，一体化布局助力业绩持续提升》  
2021-08-17
- 《华友钴业-季报点评:Q1 季度量价齐升，前驱体及镍或成新的增长点》  
2021-04-16

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,885.76	2,334.26	2,619.21	5,787.20	7,518.96	营业收入	18,852.83	21,186.84	31,845.07	41,642.28	50,964.80
应收票据及应收账款	867.92	1,140.54	3,282.39	3,657.99	7,667.52	营业成本	16,748.26	17,869.71	25,555.67	33,195.02	40,325.79
预付账款	1,048.05	780.87	2,768.53	1,841.89	3,758.92	营业税金及附加	253.77	193.97	398.06	687.10	866.40
存货	3,389.92	4,069.16	8,708.67	7,888.84	12,274.05	营业费用	163.77	171.63	238.84	541.35	764.47
其他	1,257.98	1,501.20	1,289.76	1,417.95	1,658.12	管理费用	467.60	665.04	796.13	1,082.70	1,376.05
<b>流动资产合计</b>	<b>9,449.64</b>	<b>9,826.02</b>	<b>18,668.57</b>	<b>20,593.88</b>	<b>32,877.57</b>	研发费用	267.61	370.78	796.13	1,041.06	1,274.12
长期股权投资	1,331.49	2,078.50	2,178.50	2,278.50	2,378.50	财务费用	427.10	402.53	219.42	16.49	(31.57)
固定资产	6,439.09	8,321.02	9,309.79	9,735.68	9,810.84	资产减值损失	(328.85)	(46.35)	50.00	50.00	50.00
在建工程	3,184.02	3,389.25	2,069.55	1,289.73	803.84	公允价值变动收益	(37.13)	(28.58)	(24.26)	20.00	0.00
无形资产	779.77	801.56	732.90	664.23	595.56	投资净收益	(46.41)	72.83	(5.00)	(10.00)	(15.00)
其他	2,082.98	2,528.96	1,691.96	1,878.30	1,753.80	其他	776.12	0.08	58.51	(20.00)	30.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>13,817.34</b>	<b>17,119.29</b>	<b>15,982.69</b>	<b>15,846.43</b>	<b>15,342.55</b>	<b>营业利润</b>	<b>160.98</b>	<b>1,515.20</b>	<b>3,761.57</b>	<b>5,038.57</b>	<b>6,324.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>23,266.98</b>	<b>26,945.32</b>	<b>34,651.25</b>	<b>36,440.31</b>	<b>48,220.12</b>	营业外收入	9.71	2.58	10.20	3.21	3.21
短期借款	5,914.98	5,862.44	0.00	0.00	0.00	营业外支出	11.43	39.06	5.00	6.81	6.81
应付票据及应付账款	3,169.53	2,864.73	5,653.83	5,411.18	8,030.75	<b>利润总额</b>	<b>159.27</b>	<b>1,478.72</b>	<b>3,766.77</b>	<b>5,034.97</b>	<b>6,320.94</b>
其他	2,214.24	3,263.44	4,389.50	2,891.97	6,419.81	所得税	51.14	353.07	565.02	755.25	948.14
<b>流动负债合计</b>	<b>11,298.75</b>	<b>11,990.61</b>	<b>10,043.32</b>	<b>8,303.15</b>	<b>14,450.56</b>	<b>净利润</b>	<b>108.12</b>	<b>1,125.65</b>	<b>3,201.75</b>	<b>4,279.72</b>	<b>5,372.80</b>
长期借款	1,053.26	1,422.00	1,449.71	500.00	500.00	少数股东损益	(11.41)	(39.19)	64.04	85.59	107.46
应付债券	0.00	0.00	238.55	279.52	372.69	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>119.53</b>	<b>1,164.84</b>	<b>3,137.72</b>	<b>4,194.13</b>	<b>5,265.34</b>
其他	824.09	1,080.90	865.12	1,023.37	1,189.79	每股收益(元)	0.10	0.95	2.57	3.44	4.32
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,877.35</b>	<b>2,502.90</b>	<b>2,553.38</b>	<b>1,802.89</b>	<b>2,062.48</b>						
<b>负债合计</b>	<b>13,176.09</b>	<b>14,493.51</b>	<b>12,596.70</b>	<b>10,106.04</b>	<b>16,513.04</b>						
少数股东权益	2,343.14	2,529.69	2,593.72	2,679.32	2,786.77	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
股本	1,078.67	1,141.26	1,219.73	1,219.73	1,219.73	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,606.66	3,879.70	10,072.29	10,072.29	10,072.29	营业收入	30.46%	12.38%	50.31%	30.77%	22.39%
留存收益	6,472.91	8,910.79	18,241.10	22,435.23	27,700.57	营业利润	-90.94%	841.22%	148.26%	33.95%	25.52%
其他	(2,410.48)	(4,009.63)	(10,072.29)	(10,072.29)	(10,072.29)	归属于母公司净利润	-92.18%	874.48%	169.37%	33.67%	25.54%
<b>股东权益合计</b>	<b>10,090.89</b>	<b>12,451.80</b>	<b>22,054.55</b>	<b>26,334.27</b>	<b>31,707.08</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23,266.98</b>	<b>26,945.32</b>	<b>34,651.25</b>	<b>36,440.31</b>	<b>48,220.12</b>	毛利率	11.16%	15.66%	19.75%	20.29%	20.88%
						净利率	0.63%	5.50%	9.85%	10.07%	10.33%
						ROE	1.54%	11.74%	16.12%	17.73%	18.21%
						ROIC	3.32%	10.98%	20.65%	20.98%	25.77%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	56.63%	53.79%	36.35%	27.73%	34.25%
						净负债率	52.46%	51.38%	0.64%	-13.53%	-15.85%
						流动比率	0.84	0.82	1.86	2.48	2.28
						速动比率	0.54	0.48	0.99	1.53	1.43
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	15.88	21.10	14.40	12.00	9.00
						存货周转率	4.25	5.68	4.98	5.02	5.06
						总资产周转率	0.89	0.84	1.03	1.17	1.20
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.10	0.95	2.57	3.44	4.32
						每股经营现金流	2.13	1.52	0.10	3.14	1.24
						每股净资产	6.35	8.13	15.96	19.39	23.71
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	1,134.89	116.46	43.23	32.34	25.76
						市净率	17.51	13.67	6.97	5.73	4.69
						EV/EBITDA	23.30	31.07	30.78	23.89	19.26
						EV/EBIT	32.79	40.79	34.33	26.26	20.88

  

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	108.12	1,125.65	3,137.72	4,194.13	5,265.34
折旧摊销	614.24	778.23	459.61	502.60	529.39
财务费用	381.84	386.05	219.42	16.49	(31.57)
投资损失	(11.67)	(98.79)	5.00	10.00	15.00
营运资金变动	(974.56)	(328.77)	(3,742.34)	(996.72)	(4,371.27)
其它	2,481.70	(2.61)	39.78	105.59	107.46
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,599.67</b>	<b>1,859.77</b>	<b>119.19</b>	<b>3,832.08</b>	<b>1,514.35</b>
资本支出	4,827.60	3,342.66	275.78	(78.25)	(116.43)
长期投资	787.94	747.01	100.00	100.00	100.00
其他	(10,701.19)	(8,018.80)	(420.15)	(131.75)	(68.57)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,085.64)</b>	<b>(3,929.13)</b>	<b>(44.37)</b>	<b>(110.00)</b>	<b>(85.00)</b>
债权融资	8,179.15	8,732.45	2,761.01	2,223.41	2,494.24
股权融资	(316.67)	607.00	6,181.57	(16.49)	31.57
其他	(5,294.33)	(7,880.72)	(8,732.45)	(2,761.01)	(2,223.41)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,568.15</b>	<b>1,458.73</b>	<b>210.13</b>	<b>(554.09)</b>	<b>302.41</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>82.18</b>	<b>(610.63)</b>	<b>284.95</b>	<b>3,167.99</b>	<b>1,731.76</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com