

公司研究

加码磷酸铁锂，全面布局三元和铁锂正极一体化

——华友钴业（603799.SH）公告点评

要点

事件：1) 公司于2021年11月5日签署《股权收购意向书》，子公司巴莫科技拟向华友控股以支付现金或者增发新股的方式收购其持有的圣钒科技100%股权，扩充磷酸铁锂业务。2) 公司11月7日与兴发集团签署《合作框架协议》，双方将围绕新能源锂电材料全产业链进行合作，按照一次规划、分步实施的原则，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。以上均为意向性协议及框架协议，尚未披露具体投资金额、股权比例及具体实施方案。

点评：

收购控股股东旗下资产，布局磷酸铁锂材料：圣钒科技成立于2019年4月，为公司控股股东华友控股的全资子公司。呼和浩特生态环境局已于2020年12月28日对圣钒科技75000吨/年磷酸铁锂改扩建项目进行环评批复，投资规模11.5亿元。收购圣钒科技后将增加公司磷酸铁锂材料布局。

与兴发集团合作，实现磷锂资源互补：华友钴业与兴发集团共同投资建设磷酸铁锂材料的一体化产业有助于发挥各自在资源、技术及产业链等优势。兴发集团2021年半年报显示，其磷矿资源储量及产能居行业前列，拥有采矿权的磷矿资源储量约4.29亿吨及其他探矿权。华友钴业持有锂业上市公司AVZ 7.55%股权，AVZ旗下Manono项目已推测锂资源储量达4亿吨，氧化锂品位1.65%，是目前已发现储量最大、品位最高的锂矿之一。

三元正极与磷酸铁锂路线共存，巩固正极材料龙头地位：公司已通过收购巴莫科技实现了钴镍资源-冶炼加工-三元前驱体-三元正极材料-循环回收的全产业链布局。而磷酸铁锂正极在中低续航领域成本优势明显，三元正极依然在长续航领域维持优势，且未来三元仍有工艺方向降本空间，二者各有优势，预计三元正极与磷酸铁锂正极将长期共存。本次收购与合作后，公司将全面布局三元和磷酸铁锂正极，进一步巩固正极材料龙头优势。

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。我们暂不考虑磷酸铁锂业务的业绩增量，维持公司盈利预测，预计2021-2023年归母净利润分别为32.5/41.4/56.7亿元，同比增长179%/28%/37%，当前股价对应PE分别为42/33/24X，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	32,733	45,895	65,004
营业收入增长率	30.46%	12.38%	54.50%	40.21%	41.64%
净利润(百万元)	120	1,165	3,250	4,144	5,671
净利润增长率	-92.18%	874.48%	178.98%	27.52%	36.85%
EPS(元)	0.11	1.02	2.66	3.40	4.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	1.54%	11.74%	16.69%	18.06%	20.48%
P/E	1,004	109	42	33	24
P/B	15.5	12.8	7.0	5.9	4.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-05

买入（维持）

当前价：111.22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)	1356.58
一年最低/最高(元)	43.40/151.00
近3月换手率	154.75%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	11.04	-9.32	143.21
绝对	9.26	-12.20	140.95

资料来源：Wind

相关研报

量价齐升叠加巴莫科技并表，Q3单季利润创历史新高——华友钴业（603799.SH）季报点评（2021-10-31）

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（2021-08-17）

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）

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	32,733	45,895	65,004
营业成本	16,748	17,870	26,704	37,083	52,272
折旧和摊销	597	743	150	405	644
税金及附加	254	194	229	321	455
销售费用	164	172	164	229	325
管理费用	468	665	917	1,285	1,820
研发费用	268	371	524	734	1,040
财务费用	427	403	394	617	919
投资收益	-46	73	320	161	153
营业利润	161	1,515	4,224	5,899	8,409
利润总额	159	1,479	4,174	5,849	8,359
所得税	51	353	835	1,170	1,672
净利润	108	1,126	3,339	4,679	6,687
少数股东损益	-11	-39	89	535	1,016
归属母公司净利润	120	1,165	3,250	4,144	5,671
EPS (元)	0.11	1.02	2.66	3.40	4.65

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,600	1,860	2,434	3,534	5,291
净利润	120	1,165	3,250	4,144	5,671
折旧摊销	597	743	150	405	644
净营运资金增加	-1,875	1,101	3,493	4,786	6,873
其他	3,758	-1,150	-4,459	-5,801	-7,897
投资活动产生现金流	-5,086	-3,929	-6,307	-3,964	-3,947
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	-1,257	86	103
融资活动现金流	2,568	1,459	9,722	3,720	3,434
股本变化	249	63	78	0	0
债务净变化	1,517	553	3,816	5,005	5,288
无息负债变化	1,010	764	1,480	2,019	2,952
净现金流	155	-495	5,849	3,291	4,777

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.2%	15.7%	18.4%	19.2%	19.6%
EBITDA 率	10.5%	13.2%	13.6%	14.8%	15.2%
EBIT 率	7.3%	9.6%	13.2%	13.9%	14.2%
税前净利润率	0.8%	7.0%	12.8%	12.7%	12.9%
归母净利润率	0.6%	5.5%	9.9%	9.0%	8.7%
ROA	0.5%	4.2%	8.0%	8.8%	10.0%
ROE (摊薄)	1.5%	11.7%	16.7%	18.1%	20.5%
经营性 ROIC	5.0%	7.0%	10.6%	12.3%	14.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	57%	54%	47%	51%	52%
流动比率	0.84	0.82	1.24	1.34	1.46
速动比率	0.54	0.48	0.88	0.96	1.06
归母权益/有息债务	0.95	1.14	1.55	1.31	1.21
有形资产/有息债务	2.70	2.94	3.23	2.94	2.87

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	41,880	52,916	66,907
货币资金	2,886	2,334	8,183	11,474	16,251
交易性金融资产	104	30	30	85	135
应收账款	868	1,141	1,521	2,133	3,021
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	189	182	262	367	520
存货	3,390	4,069	5,177	7,005	9,600
其他流动资产	965	1,289	1,866	2,524	3,480
流动资产合计	9,450	9,826	17,841	24,701	34,576
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	12,358	15,759	18,831
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	3,282	3,282	3,282
非流动资产合计	13,817	17,119	24,039	28,215	32,332
总负债	13,176	14,494	19,789	26,813	35,053
短期借款	5,915	5,862	6,678	8,684	10,972
应付账款	1,458	1,789	2,674	3,713	5,234
应付票据	1,712	1,075	1,335	1,854	2,614
预收账款	49	13	20	29	41
其他流动负债	-	5	5	5	5
流动负债合计	11,299	11,991	14,365	18,390	23,630
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	22,046	26,304	32,055
股本	1,079	1,141	1,220	1,220	1,220
公积金	2,794	4,103	10,878	10,940	10,940
未分配利润	3,679	4,808	7,504	10,919	15,654
归属母公司权益	7,748	9,922	19,472	22,948	27,684
少数股东权益	2,343	2,530	2,574	3,355	4,372

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.87%	0.81%	0.50%	0.50%	0.50%
管理费用率	2.48%	3.14%	2.80%	2.80%	2.80%
财务费用率	2.27%	1.90%	1.20%	1.35%	1.41%
研发费用率	1.42%	1.75%	1.60%	1.60%	1.60%
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	0.55	0.77	1.10
每股经营现金流	2.41	1.63	2.00	2.90	4.34
每股净资产	7.18	8.69	15.96	18.81	22.70
每股销售收入	17.48	18.56	26.84	37.63	53.29

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	1004	109	42	33	24
PB	15.5	12.8	7.0	5.9	4.9
EV/EBITDA	67.8	51.1	33.9	23.3	16.7
股息率	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%	1.0%

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