

华越里程碑 前驱体锁定长单

——华友钴业（603799.SH）

有色金属/稀有金属



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

华越湿法项目获得里程碑式进展。近日，备受关注的华越湿法项目投料试生产（华友权益占比 57%，年产 6 万吨镍和 7800 吨钴），经检测，首批产品的主要性能指标合格。该项目试产成功是华友在印尼镍钴资源开发进程中的里程碑事件，为前驱体项目扩张提供了资源保障，同时为华飞项目（华友权益占比 20%，年产 12 万吨镍和 1.5 万吨钴）积累了项目经验，该项目有望在 2023 年中建成投产。叠加有望在 2022 年中建成投产的华科项目（华友权益占比 70%，年产 4.5 万吨镍），公司资源配置越发完整，随着资源自给率的提升，三元前驱体成本优势明显。

锁定长单，前驱体市占率有望提升。近期公司分别与容百科技、当升科技和孚能科技达成合作协议。协议约定：

- ◆ 华友向当升和容百科技提供具备竞争力的金属原料计价方式与前驱体加工费；
- ◆ 协议期内，公司向容百科技提供不低于 18 万吨的前驱体，且在公司提供具有竞争优势的金属原来计价方式以及前驱体加工费的条件下，采购量预计将达到 41.5 万吨，合作期限 2022 年-2025 年；
- ◆ 公司与当升科技在上游矿产资源方面开展深度合作，共同开展镍、钴、锰、锂等优质矿产资源的综合开发利用，共同获取资源竞争优势。协议期内，公司向当升科技提供 30-35 万吨的前驱体，合作期限 2022 年-2025 年；
- ◆ 公司与孚能科技就三元前驱体的采购与合作，废料及废旧电池回收，三元正极及三元前驱体的研制、应用与交流等方面进行约定。协议期内，公司向孚能科技提供 16.15 万吨前驱体，合作期限 2021 年 12 月至 2025 年。
- ◆ 截至 2021Q3，公司前驱体销售量 4.6 万吨左右，按照协议约定，公司自 2022 年起每年至少向合作伙伴供应 16 万吨前驱体，前驱体销量将大幅提升，市占率也有望提升。

三元铁锂同时发力，正极体系进一步完善。

- ◆ 公司控股子公司天津巴莫科技签署《股权收购意向书》，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内蒙古圣钒科技新能源有限责任公司 100% 股权，扩充磷酸铁锂业务。圣钒科技总规划年产 7.5 万吨磷酸铁锂正极材料，分三期建设，I 期 1.5 万吨年产能 2019 年 5 月 1 日正式投产，II 期 2.5 万吨计划 2021 年底投产，III 期 3.5 万吨已开工建设，预计 2022 年中投产；
- ◆ 与兴发集团签署合作框架协议，双方围绕新能源锂电材料全产业链进行合作，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。兴发集团拥有采矿权的磷矿资源储量约 4.29 亿吨，拥有磷矿石产能规模 415 万吨/年，在建后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程项目，计划 2022 年下半年建成投产，投产后磷矿石产能将增加至 615 万吨/年。
- ◆ 磷酸铁锂将形成公司正极材料竞争力的另一极，与三元材料形成互补，正极材料布局进一步完善。

投资建议：鉴于公司即将打通一体化生产，公司在正极材料领域优势得以巩固。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 31.85 亿、42.39 亿、56.48 亿，

敬请参阅最后一页免责声明

评级

买入（维持）

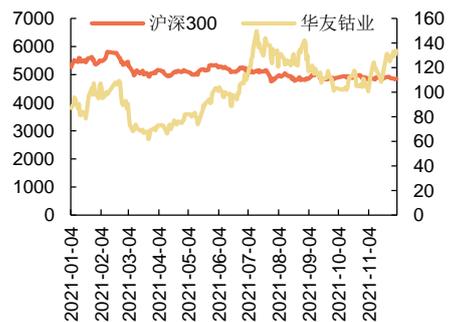
2021 年 12 月 02 日

交易数据

时间 2021.12.02

总市值/流通市值（亿元）	1,630/1,616
总股本（亿股）	12.21
资产负债率（%）	54.32
每股净资产（元）	14.70
收盘价（元）	133.51
一年内最低价/最高价（元）	38.82/151.00

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

1、《华友钴业公司深度研究：产业链垂直布局 资源龙头成长为一体化巨头》

2021-09-16

证券研究报告

对应 EPS 为 2.63/3.50/4.66 元,当前股价(12月2日)对应 PE 分别为 50/28/27 倍,维持公司“买入”评级。

风险提示: 资源价格下滑; 关键项目建设进度不及预期;

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,852.83	21,186.84	32,639.80	42,385.40	57,330.47
增长率(%)	30.46%	12.38%	54.06%	29.86%	35.26%
归母净利润(百万元)	119.53	1,164.84	3,212.24	4,239.31	5,648.71
增长率(%)	-92.18%	874.48%	175.77%	31.97%	33.25%
净资产收益率(%)	1.54%	11.74%	24.93%	25.39%	25.93%
每股收益(元)	0.11	1.03	2.65	3.50	4.66
PE	1,213.73	129.62	50.33	38.14	28.62
PB	18.59	15.36	12.55	9.68	7.42

资料来源: Wind, 公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	18853	21187	32640	42385	57330	流动资产合计	9450	9826	16043	21398	28497						
营业成本	16748	17870	25443	33958	45687	货币资金	2886	2334	5575	7239	9792						
营业税金及附加	254	194	299	388	525	应收账款	868	1141	1630	2199	2919						
营业费用	164	172	166	216	292	其他应收款	189	182	280	364	492						
管理费用	468	665	1730	1788	2729	预付款项	1048	781	1806	2411	3244						
研发费用	268	371	571	742	1003	存货	3390	4069	5472	7518	9970						
财务费用	427	403	403	-5	-10	其他流动资产	505	527	822	1074	1460						
资产减值损失	-329	-46	-10	-28	-19	非流动资产合计	13817	17119	14917	15094	15549						
信用减值损失	-37	-29	-33	-31	-32	长期股权投资	1331	2078	0	0	0						
公允价值变动收益	-46	73	13	13	13	固定资产	6439	8321	8067	7735	7348						
投资净收益	161	1515	4097	5409	7194	无形资产	780	802	724	654	591						
营业利润	10	3	6	4	5	商誉	95	95	95	95	95						
营业外收入	11	39	25	32	29	其他非流动资产	1373	1694	2493	3237	4379						
营业外支出	159	1479	4078	5382	7171	资产总计	23267	26945	30960	36492	44046						
利润总额	51	353	974	1285	1712	流动负债合计	11299	11991	13503	15362	18022						
所得税	108	1126	3104	4097	5459	短期借款	5915	5862	6511	6938	7477						
净利润	-11	-39	-108	-143	-190	应付账款	1458	1789	2409	3135	4217						
少数股东损益	120	1165	3212	4239	5649	预收款项	49	13	53	69	93						
归属母公司净利润	1861	3395	5265	6193	7980	一年内到期的非流动负债	1211	1448	1448	1448	1448						
EBITDA	0.11	1.03	2.65	3.50	4.66	非流动负债合计	1877	2503	2153	2153	2153						
EPS (元)						长期借款	1053	1422	1422	1422	1422						
主要财务比率						应付债券	0	0	239	239	239						
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	负债合计	13176	14494	15656	17514	20175						
成长能力						少数股东权益	2343	2530	2422	2279	2089						
营业收入增长	30.46%	12.38%	54.06%	29.86%	35.26%	实收资本 (或股本)	1079	1141	1211	1211	1211						
营业利润增长	-90.94%	841.22%	170.39%	32.04%	32.99%	资本公积	2607	3880	3880	3880	3880						
归属于母公司净利润增长	-92.18%	874.48%	175.77%	31.97%	33.25%	未分配利润	3679	4808	7586	11252	16137						
获利能力						归属母公司股东权益合计	7748	9922	12883	16698	21782						
毛利率(%)	11.16%	15.66%	22.05%	19.88%	20.31%	负债和所有者权益	23267	26945	30960	36492	44046						
净利率(%)	0.57%	5.31%	9.51%	9.67%	9.52%												
总资产净利润(%)	0.51%	4.32%	10.38%	11.62%	12.82%												
ROE(%)	1.54%	11.74%	24.93%	25.39%	25.93%	现金流量表											
偿债能力						经营活动现金流	2600	1860	2216	2621	3829						
资产负债率(%)	57%	54%	51%	48%	46%	净利润	108	1126	3104	4097	5459						
流动比率						折旧摊销	597	743	766	788	795						
速动比率						财务费用	427	403	403	-5	-10						
营运能力						应付帐款减少	48	-273	-489	-569	-720						
总资产周转率	0.89	0.84	1.13	1.26	1.42	预收帐款增加	-203	-36	40	16	24						
应收账款周转率	21	21	24	22	22	投资活动现金流	-5086	-3929	1395	-965	-1260						
应付账款周转率	14.64	13.05	15.55	15.29	15.60	公允价值变动收益	-37	-29	-33	-31	-32						
每股指标 (元)						长期股权投资减少	-788	-747	2078	0	0						
每股收益(最新摊薄)	0.11	1.03	2.65	3.50	4.66	投资收益	-46	73	13	13	13						
每股净现金流(最新摊薄)	0.08	-0.54	2.68	1.37	2.11	筹资活动现金流	2568	1459	-370	9	-16						
每股净资产(最新摊薄)	7.18	8.69	10.64	13.79	17.99	应付债券增加	-716	0	239	0	0						
估值比率						长期借款增加	788	369	0	0	0						
P/E	1213.73	129.62	50.33	38.14	28.62	普通股增加	249	63	70	0	0						
P/B	18.59	15.36	12.55	9.68	7.42	资本公积增加	-240	1273	0	0	0						
EV/EBITDA	80.25	46.76	31.48	26.56	20.36	现金净增加额	82	-611	3241	1665	2553						

资料来源: Wind, 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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、价值及投资收入可能会波动。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。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。

本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上