

华友钴业（603799）/稀有金属

证券研究报告/公司点评

2022 年 05 月 05 日

评级：买入（维持）

市场价格：82.31

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

研究助理：安永超

Email: anyc@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,187	35,317	69,168	83,307	87,205
增长率 yoy%	12%	67%	96%	20%	5%
净利润（百万元）	1,165	3,898	6,149	8,357	10,085
增长率 yoy%	874%	235%	58%	36%	21%
每股收益（元）	0.95	3.19	5.04	6.84	8.26
每股现金流量	1.52	-0.05	2.18	9.41	13.00
净资产收益率	9%	16%	19%	19%	17%
P/E	86.3	25.8	16.3	12.0	10.0
P/B	10.1	5.2	3.9	3.0	2.3

备注：股价选取 2022 年 4 月 29 日收盘价

基本状况

总股本(百万股)	1,221
流通股本(百万股)	1,211
市价(元)	82.31
市值(百万元)	100,522
流通市值(百万元)	99,658

股价与行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- 事件：**1) 公司发布 2021 年年报，21 年实现营业收入 353.17 亿元，同比 66.69%；21 年实现归属于上市公司股东净利润 38.98 亿元，同比增长 234.59%；21 年实现扣非净利润 38.53 亿元，同比增长 242.84%。2) 22 年 Q1 实现营业收入 132.12 亿元，同比增长 105.66%，环比增长 5.52%；实现归母净利润 12.06 亿元，同比增长 84.40%，环比下降 21.90%；实现扣非净利润 11.90 亿元，同比增长 80.60%，环比下降 22.50%。业绩符合预期。
- 铜钴与锂电材料板块共振向上，公司创历史最好业绩。**21 年公司实现归母净利润 38.98 亿元，同比大增 235%，报告期内铜钴、锂电材料板块均取得了亮眼业绩，实现毛利 71.85 亿元，增厚公司业绩 38.68 亿元。1) **铜板块：**21 年铜销量 93443 吨 (yoy+19.32%)，铜平均售价为 6.47 万元/吨 (yoy+50.24%)，生产成本由 2.10 → 2.91 万元/吨 (yoy+38.90%)，单吨毛利由 1.71 → 2.81 万元/吨，毛利率由 45% → 49%，因此公司 21 年铜板块实现毛利 26.40 亿元，同比增长 94.77%。2) **钴板块：**21 年公司钴产品销售 25120 吨 (yoy+11.00%)，平均售价由 23.58 → 36.51 万元/吨 (yoy+54.87%)，生产成本由 16.77 → 22.23 万元/吨 (yoy+32.50%)，单吨毛利由 4.09 → 10.09 元/吨，毛利率由 21% → 32%，量价齐升助力公司 21 年钴板块实现毛利 26.52 亿元，同比增长 147.99%。3) **锂电材料板块：**21 年公司销售前驱体 59112 吨 (yoy+77.41%)，平均售价由 8.59 → 11.01 万元/吨 (yoy+28.25%)，生产成本由 6.29 → 8.27 万元/吨 (yoy+31.46%)，单吨毛利由 1.31 → 1.48 万元/吨，毛利率由 17% → 15%，公司 21 年前驱体板块实现毛利 8.75 亿元，同比增长 100.23%，且在报告期内完成对天津巴莫科技收购，实现净利润约 1.75 亿元。
- 锂电一体化布局不断完善。**1) **镍：**公司目前规划镍项目达到 46.5 万金属吨，华越 6 万金属吨氢氧化镍项目预计今年 6 月底实现达产，华科 4.5 万金属吨火法项目，截至今年 3 月底，部分子项开始投料试产，全流程预计今年下半年建成，镍将成为公司新的利润增长点；2) **锂：**公司完成了对津巴布韦前景锂矿的收购，截至 2021 年 10 月，Arcadia 项目氧化锂品位 1.06%，氧化锂金属量 77 万吨（碳酸锂当量 190 万吨）。根据之前产能规划，计划建设 240 万吨矿石处理产线，年产 14.7 万吨锂辉石精矿，9.4 万吨技术级透锂长石精矿，2.4 万吨化学级透锂长石精矿。3) **下拓市场：**公司布局三元材料与磷酸铁锂两条技术路线，在建项目建成后 will 形成三元前驱体产能 32.5 万吨，三元正极材料 21.30 万吨。
- 公司公布股权激励方案，彰显公司发展信心。**1) 拟向激励对象授予限制性股票数量 1176.45 万股，约占公司股本总额的 0.963%，其中首次授予 941.16 万股，占公司总股本的 0.771%；预留 235.29 万股，占公司总股本的 0.193%。2) 本次激励对象共给 1412 人，包括公司董事、高级管理人员、公司核心管理人员、公司核心骨干。3) 业绩考核目标：以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营收增长率分别不低于 15%、30%、45%，2022-2024 年累计净利润分别不低于 50、110、180 亿元。
- 盈利预测及投资建议：**公司通过上控资源，向下拓展锂电材料市场，致力于成长为锂电材料行业领导者，实现从强周期向高成长切换。基于目前在建项目投产进度，以及钴镍等商品价格进一步上行，我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为

61.49、83.57 和 100.85 亿元（22-23 年净利润预测前值为 48.37、62.26 亿元），当前 1005 亿市值，对应 PE 分别为 16.3/12.0/10.0X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**主营产品价格波动风险；项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后；核心假设条件变动造成盈利预测不及预期；研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

内容目录

铜钴与锂电材料板块共振向上，公司创历史最好业绩	- 5 -
铜钴与正极材料板块表现亮眼，21 年业绩高增	- 6 -
Q1 业绩凸显韧性	- 10 -
期间费用率维持稳定	- 12 -
锂电材料一体化布局不断完善，开启第二成长曲线	- 13 -
镍：华越项目顺利投产，打开新的利润增长点	- 13 -
正极材料：下拓市场，产能加速扩张	- 14 -
锂：完成对 Arcadia 锂矿收购，补齐锂资源短板	- 15 -
公布股权激励计划，彰显公司发展信心	- 16 -
继续重申：锂电一体化布局不断完善，维持“买入”评级	- 17 -
风险提示	- 17 -

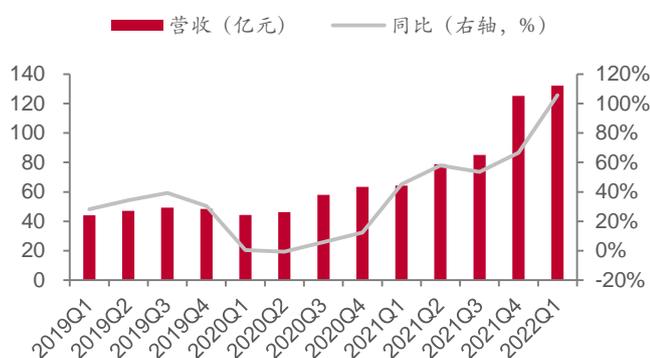
图表目录

图表 1：公司 22Q1 营业收入同比+105.66%	- 5 -
图表 2：公司 22Q1 归母净利润同比+84.40%	- 5 -
图表 3：公司主要财务指标变化（亿元）	- 5 -
图表 4：公司 21 年净利润变动拆分（亿元）	- 6 -
图表 5：公司收入构成（%）	- 6 -
图表 6：公司毛利构成（%）	- 6 -
图表 7：公司铜业务拆分	- 7 -
图表 8：公司钴业务拆分	- 7 -
图表 9：公司前驱体板块拆分	- 8 -
图表 10：公司前驱体合资公司经营情况	- 8 -
图表 11：正极材料产量（吨）	- 8 -
图表 12：公司正极材料公司经营情况	- 9 -
图表 13：新越科技主要股权关系	- 9 -
图表 14：Weda Bay Nickel 生产经营情况	- 10 -
图表 15：公司 22Q1 年业绩变化拆分-同比（亿元）	- 11 -
图表 16：公司 22Q1 业绩变化拆分-环比（亿元）	- 11 -
图表 17：公司 22Q1 毛利环比-6%	- 11 -
图表 18：公司毛利率季度变化	- 11 -
图表 19：公司主要产品价格变动	- 11 -

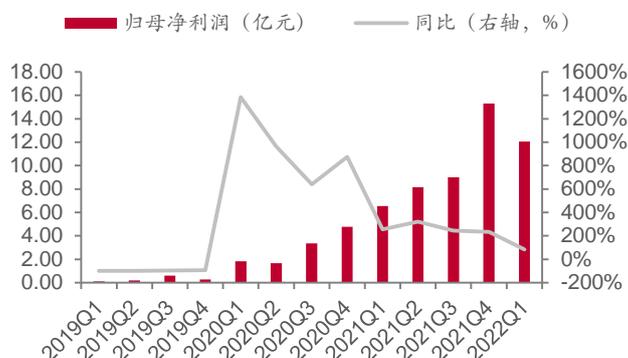
图表 20: 公司 22Q1 期间费用率环比降 1.02pcts.....	- 12 -
图表 21: 公司 22Q1 期间费用环比下降 10.49%.....	- 12 -
图表 22: 公司销售费用率走势	- 12 -
图表 23: 公司管理费用率走势	- 12 -
图表 24: 公司财务费用率走势	- 13 -
图表 25: 公司研发费用率走势	- 13 -
图表 26: 公司镍项目规划.....	- 14 -
图表 27: 公司三元前驱体产能扩张计划 (万吨)	- 14 -
图表 28: 公司前驱体供货合同	- 15 -
图表 29: 公司三元正极材料产能扩张计划 (万吨)	- 15 -
图表 30: Arcadia 锂矿资源量.....	- 15 -
图表 31: Arcadia 区域位置.....	- 16 -
图表 32: 公司股权激励方案业绩考核目标.....	- 16 -
图表 33: 华友钴业 22 年业绩弹性测算 (亿元)	- 17 -
图表 34: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)	- 19 -

铜钴与锂电材料板块共振向上，公司创历史最好业绩

- 事件 1:** 公司发布 2021 年年报，21 年实现营业收入 353.17 亿元，同比 66.69%，其中 21Q4 单季度实现营业收入 125.20 亿元，同比增长 97.23%。21 年实现归属于上市公司股东净利润 38.98 亿元，同比增长 234.59%，其中 Q4 实现归母净利润 15.29 亿元，同比增长 219.72%。21 年实现扣非净利润 38.53 亿元，同比增长 242.84%，其中 Q4 实现 15.35 亿元，同比增长 209.70%。
- 事件 2:** 公司发布 2022 年一季报，22 年 Q1 实现营业收入 132.12 亿元，同比增长 105.66%，环比增长 5.52%；实现归母净利润 12.06 亿元，同比增长 84.40%，环比下降 21.90%；实现扣非净利润 11.90 亿元，同比增长 80.60%，环比下降 22.50%。

图表 1: 公司 22Q1 营业收入同比+105.66%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司 22Q1 归母净利润同比+84.40%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司主要财务指标变化 (亿元)

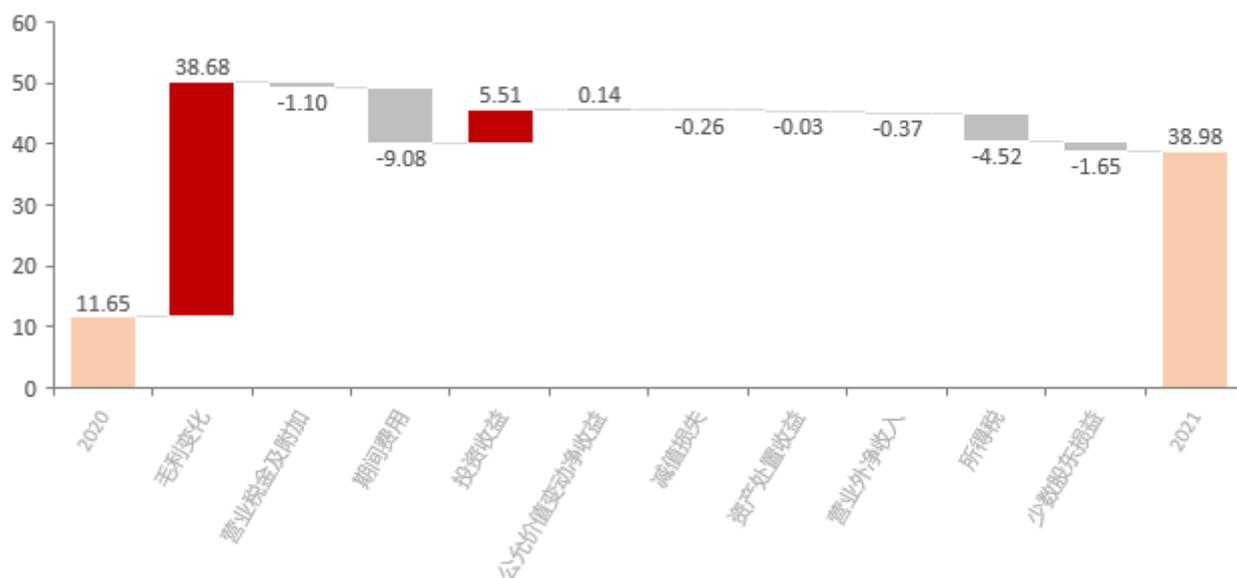
	2021Q1	2021Q4	2022Q1	环比	同比	2020	2021	同比	指标变动原因
营业收入	64.24	125.20	132.12	5.52%	105.66%	211.87	353.17	67%	铜、钴、前驱体产品销售单价、销售数量增加
营业成本	50.58	99.29	107.72	8.49%	112.97%	178.70	281.31	57%	产品单位成本、销售数量增加
毛利	13.66	25.91	24.40	-5.85%	78.60%	33.17	71.85	117%	
毛利率	21.26%	20.70%	18.47%	-2.23%	-2.80%	16%	20%	5%	
销售费用	0.46	-1.22	0.12	-110.22%	-72.72%	1.72	0.38	-78%	销售规模扩大，本期职工薪酬等增加
销售费用率	0.71%	-0.97%	0.09%	1.07%	-0.62%	0.81%	0.11%	-0.70%	
管理费用	1.81	5.26	3.79	-27.96%	108.87%	6.65	11.80	77%	本期职工薪酬、股份支付费用等增加
管理费用率	2.82%	4.20%	2.87%	-1.33%	0.04%	3.14%	3.34%	0.20%	
财务费用	0.98	1.71	1.40	-18.34%	43.00%	4.03	4.84	20.32%	本期利息及手续费增加
财务费用率	1.52%	1.37%	1.06%	-0.31%	-0.46%	1.90%	1.37%	-0.53%	
研发费用	1.07	2.64	2.20	-16.57%	106.03%	3.71	8.16	120%	加大研发投入，职工薪酬、材料耗用等增加
研发费用率	1.66%	2.11%	1.67%	-0.44%	0.00%	1.75%	2.31%	0.56%	
期间费用	4.31	8.39	7.51	-10.49%	74.07%	16.10	25.18	56%	
期间费用率	6.72%	6.70%	5.68%	-1.02%	-1.03%	7.60%	7.13%	-0.47%	
投资收益	0.37	2.71	1.76	-95.19%	138.63%	0.73	6.36	563%	
资产减值损失	0.02	-0.40	-0.03	93.57%	-247.75%	-0.46	-0.48	-3%	
营业利润	9.36	16.58	17.00	2.53%	81.64%	15.15	49.01	223%	
利润总额	9.20	16.44	16.99	3.33%	84.58%	14.79	48.28	227%	
所得税费用	2.50	0.90	3.42	278.92%	36.77%	3.53	8.05	128%	
归母净利润	6.54	15.29	12.06	-21.09%	84.40%	11.65	38.98	235%	
扣非净利润	6.59	15.35	11.90	-22.50%	80.60%	11.24	38.53	243%	
经营活动产生的现金流量净额	9.40	-23.74	1.54	-106.48%	-83.63%	18.60	-0.62	-103%	公司规模增长使得库存增加以及期末应收款增加
投资活动产生的现金流量净额	-21.81	-22.58	-34.96	54.83%	60.28%	-39.29	-87.61	123%	主要是在建项目投资规模增加及股权投资增加
筹资活动产生的现金流量净额	69.38	43.40	122.79	182.95%	76.99%	14.59	132.78	810%	本期收到非公开发行股票认购资金及银行借款增加

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

铜钴与正极材料板块表现亮眼，21 年业绩高增

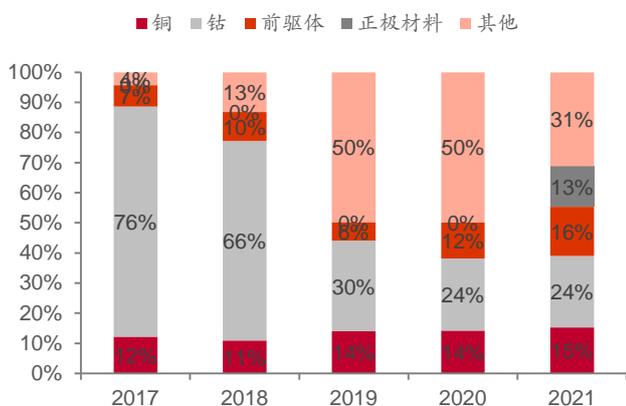
- **21 年创历史最佳业绩表现。**21 年公司实现归母净利润 38.98 亿元，同比大增 235%，报告期内刚果金铜钴业务以及正极材料板块均取得亮眼业绩，21 年取得毛利 71.85 亿元，增厚公司业绩 38.68 亿元，系公司业绩变化的主因。
- **从公司毛利构成来看，**刚果金铜钴板块仍然是公司第一大利润来源，21 年铜、钴、前驱体、正极材料利润贡献占比分别为 37%、37%、12%、8%。

图表 4: 公司 21 年净利润变动拆分 (亿元)



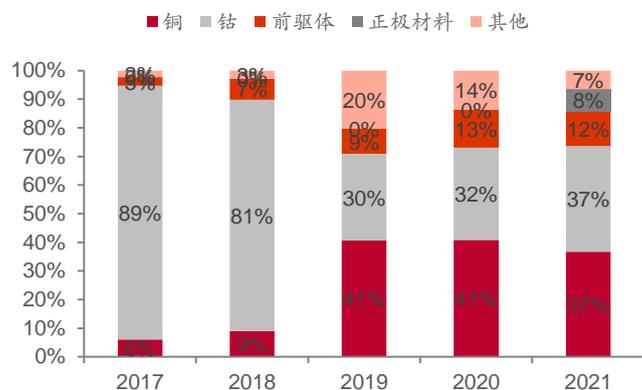
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 公司收入构成 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 公司毛利构成 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- **铜板块:** 公司具备铜产能 11.1 万吨, 公司铜板块处于满负荷运营状态, 21 年铜销量 93443 吨 (yoy+19.32%), 受托加工铜 15570 吨。受益于铜价上行, 据我们测算, 21 年公司铜平均售价为 6.47 万元/吨 (yoy+50.24%), 生产成本由 2.10→2.91 万元/吨 (yoy+38.90%), 单吨毛利由 1.71→2.81 万元/吨, 毛利率由 45%→49%。因此, 公司 21 年铜板块实现毛利 26.40 亿元, 同比增长 94.77%。

图表 7: 公司铜业务拆分

	单位	2019	2020	2021
收入	亿元	26.33	30.14	53.78
成本	亿元	17.78	16.58	27.38
毛利	亿元	8.55	13.56	26.40
毛利率	%	32%	45%	49%
销量	万吨	66361	78315	93443
受托加工	万吨	3681	15414	15570
单位售价	万元/吨, 含税	4.47	4.30	6.47
单位成本	万元/吨	2.67	2.10	2.91
单位毛利	万元/吨	1.28	1.71	2.81

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **钴板块:** 公司具备钴产能 4.04 万吨, 21 年公司共生产钴 36513 吨, 其中自产钴 25231 吨、受托加工 5898 吨、自供新能源钴金属 5383 吨, 公司钴产品销售 25120 吨 (yoy+11.00%)。受益于报告期内钴价大幅上行, 公司钴产品平均售价由 23.58→36.51 万元/吨 (yoy+54.87%), 生产成本由 16.77→22.23 万元/吨 (yoy+32.50%), 单吨毛利由 4.09→10.09 万元/吨, 毛利率由 21%→32%。因此, 公司 21 年钴板块实现毛利 26.52 亿元, 同比增长 147.99%。

图表 8: 公司钴业务拆分

	单位	2019	2020	2021
收入	亿元	56.81	50.81	84.12
成本	亿元	50.43	40.12	57.60
毛利	亿元	6.38	10.69	26.52
毛利率	%	11%	21%	32%
销量	万吨	24651	22631	25120
受托加工	万吨	4998	7180	5898
单位售价	万元/吨, 含税	24.90	23.58	36.51
单位成本	万元/吨	19.85	16.77	22.23
单位毛利	万元/吨	2.18	4.09	10.09

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **前驱体:** 公司前驱体快速放量, 21 年公司共生产前驱体 65406 吨 (yoy+88.44%), 销售 59112 吨 (yoy+77.41%)。前驱体产品平均售价由 8.59→11.01 万元/吨 (yoy+28.25%), 生产成本由 6.29→8.27 万元/吨 (yoy+31.46%), 单吨毛利由 1.31→1.48 万元/吨, 毛利率由 17%→15%。因此, 公司 21 年前驱体板块实现毛利 8.75 亿元, 同比增长 100.23%。

- **华金公司**: 公司持股 51% 股权, 目前建成产能 4 万吨, 根据我们测算, 公司实现营业收入 9.9 亿元, 预计出货量约 1 万吨左右。
- **华友浦项**: 公司持股 60%, 目前建成产能 0.5 万吨, 21 年实现营业收入 1.8 亿元, 根据测算, 预计出货量约 0.18 万吨。

图表 9: 公司前驱体板块拆分

	单位	2019	2020	2021
收入	亿元	11.51	25.32	57.61
成本	亿元	9.68	20.95	48.86
毛利	亿元	1.83	4.37	8.75
毛利率	%	16%	17%	15%
销量	万吨	14111	33320	59112
单位售价	万元/吨, 含税	9.22	8.59	11.01
单位成本	万元/吨	6.86	6.29	8.27
单位毛利	万元/吨	1.30	1.31	1.48

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

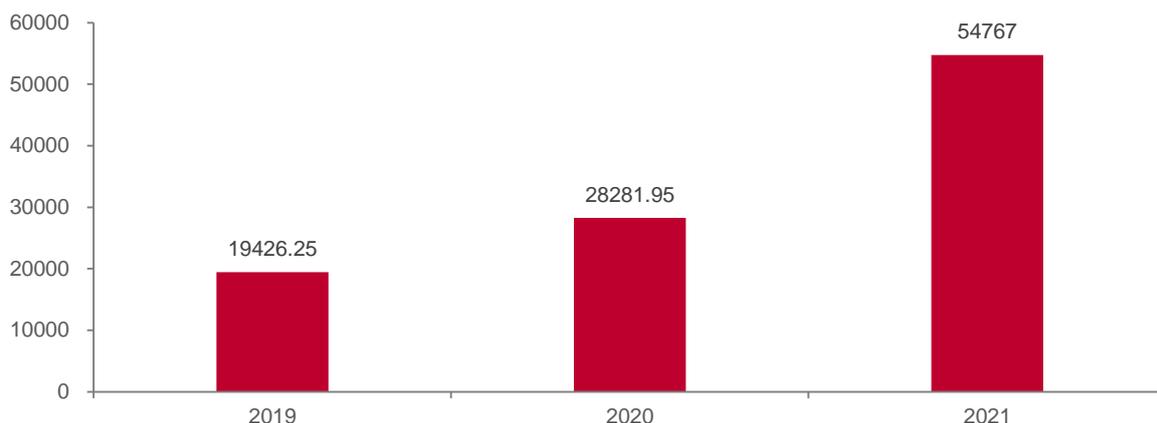
图表 10: 公司前驱体合资公司经营情况

	持股比例	21 年		20 年	
		营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
华金公司	51%	9.9	-0.83		-0.01
华友浦项	60%	1.8	-0.21	0.13	-0.04

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **正极材料**: 公司于 21 年 7 月 29 日完成对天津巴莫科技部分股权收购, 目前持有 36.86% 股份, 21 年正极材料产量 54767 吨, 销售 56703 吨, 报告期内天津巴莫科技实现营业收入 49.76 亿元, 净利润 1.75 亿元, 净利润率 3.5%。
- **乐友公司**: 与 LG 合资项目, 公司持股 49%, 具备 4 万吨正极材料产能, 21 年权益法下确认投资收益约 1.66 亿元, 按照持股比例推算, 乐友 21 年实现净利润约 3.39 亿元。
- **浦华公司**: 与 Posco 合资项目, 公司持股 40%, 具备 0.5 万吨正极材料产能, 21 年实现净利润 0.23 亿元。

图表 11: 正极材料产量 (吨)



来源：公司公告，中泰证券研究所

注：巴莫于 2021 年 7 月 29 日完成收购，产量为 1-12 月数据

图表 12：公司正极材料公司经营情况

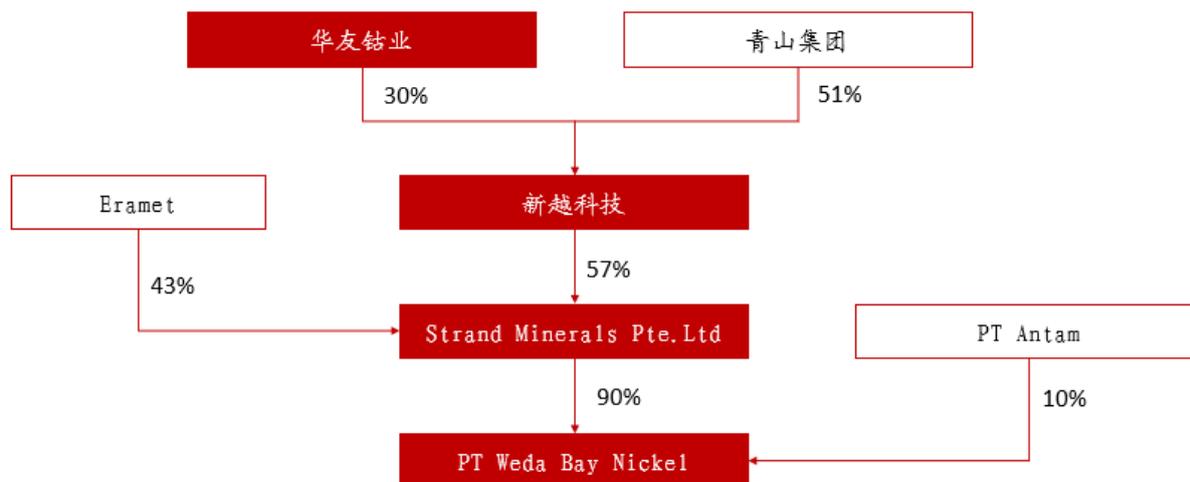
子公司	持股比例	净利润 (亿元)	
		2021	2020
天津巴莫科技	37%	1.75	
乐友公司	49%	3.39	0.04
浦华公司	40%	0.23	-0.07

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：乐友 21 年净利润为根据投资收益推算

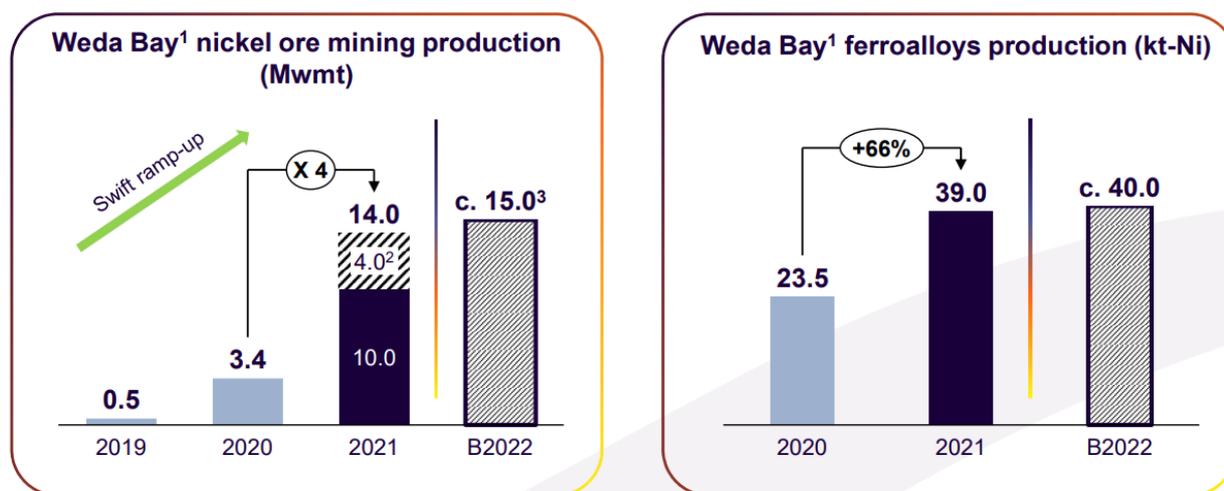
- 投资收益：**21 年公司确认投资收益 6.36 亿元，同比大增 563%，主要系：1) 正极材料合资公司乐友、浦华分别确认投资收益 1.66、0.09 亿元；2) IWIP 工业园确认投资收益 0.62 亿元；3) 维斯通主要运营 Weda Bay 工业园火力发电项目，21 年确认投资收益 0.61 亿元；4) 公司持有新越科技 30% 股权，其主要资产为 Weda Bay Nickel，主要负责印尼镍矿山生产，2021 年生产镍矿石 1400 万吨，镍铁产量 3.9 万金属吨，实现净利润 22.43 亿元，按照公司持股比例推算，应确认投资收益 3.45 亿元。

图表 13：新越科技主要股权关系



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 14: Weda Bay Nickel 生产经营情况



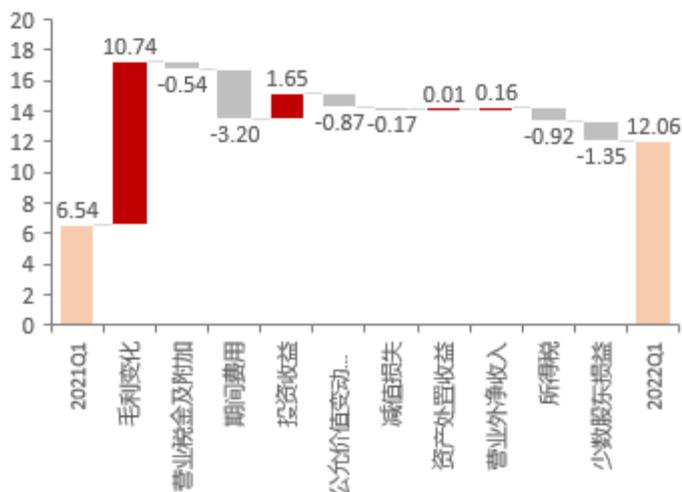
来源：公司公告，中泰证券研究所

Q1 业绩凸显韧性

- 21 年 Q1 公司实现归母净利润 12.06 亿元，同比增长 84.40%，环比 -21.09%，环比下滑主要原因系：一季度因为疫情及春节原因，部分产线停产；镍价受资金面影响，大幅跳涨，或对前驱体板块利润造成影响。整体来看，Q1 业绩表现韧性较强，随着公司印尼镍项目的放量，公司 Q2 高增可期。

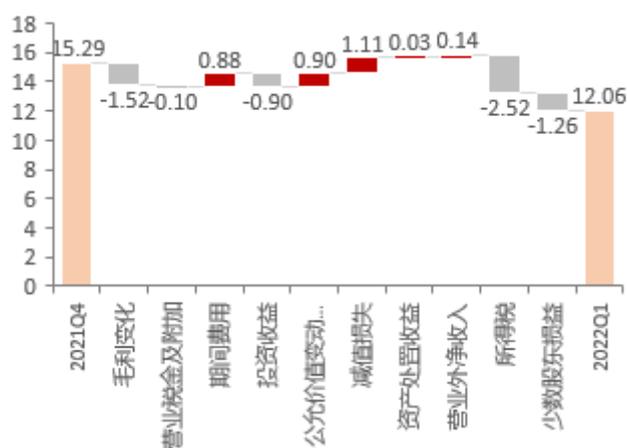
- Q1 衍生金融负债大幅增长 1396%至 15.68 亿元，主要系镍期货套保浮亏所致。其一镍价短期上涨主要受资金面影响，高价不具备持续性，随着镍价走弱，预计浮亏逐渐转小；其二公司为套期保值浮亏，期货端损失将会由现货端浮盈抵消，综合来看不影响公司业绩；其三若镍价持续维持高位，公司套保数量小于公司产量，现货端整体利润将高于期货端损失。

图表 15: 公司 22Q1 年业绩变化拆分-同比 (亿元)



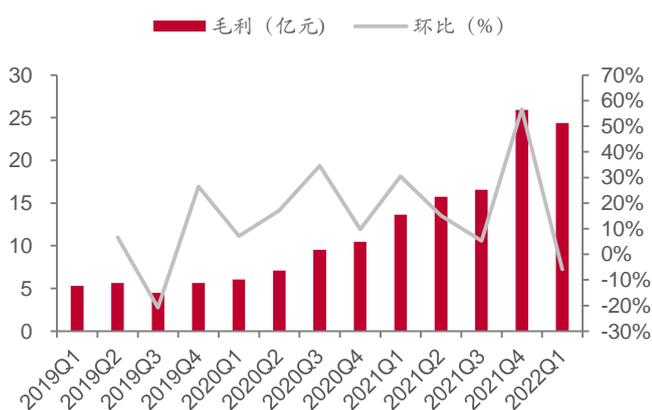
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 公司 22Q1 业绩变化拆分-环比 (亿元)



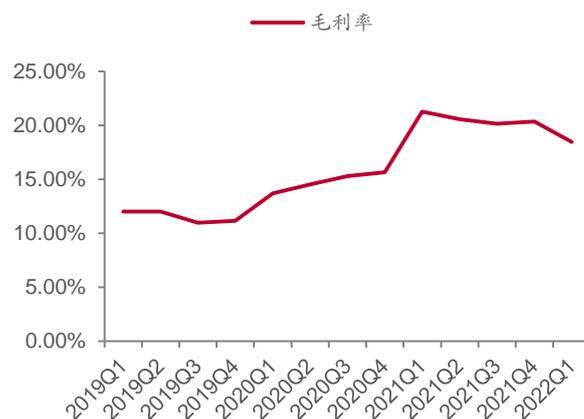
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 公司 22Q1 毛利环比-6%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 公司毛利率季度变化



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: 公司主要产品价格变动

	单位	2021Q1	2021Q4	2022Q1	环比	同比
SHFE 铜	元/吨	62771.90	70456.39	68996.01	-2.07%	9.92%
LME 铜	美元/吨	8515.47	9740.40	9468.98	-2.79%	11.20%
MB 钴	美元/磅	21.61	30.06	26.63	-11.43%	23.22%

金属钴	万元/吨	33.99	43.23	40.49	-6.35%	19.11%
硫酸钴	万元/吨	8.08	9.52	8.88	-6.76%	9.78%
三元前驱体	万元/吨	10.86	12.55	12.04	-4.05%	10.86%

来源：百川资讯，中泰证券研究所

期间费用率维持稳定

- 21 年公司期间费用率由 7.60%→7.13%，同比下降 0.47pcts**，具体来看：销售费用同比下降 78%至 0.38 亿元，销售费用率由 0.81%→0.11%，同比下降 0.70pcts；由于计提股权激励费用等因素，管理费用同比增 77%至 11.80 亿元，管理费用率由 3.14%→3.34%，同比增长 0.20pcts；财务费用同比增长 20.32%至 4.84 亿元，财务费用率由 1.90%→1.37%，同比下降 0.53pcts；研发投入增加，研发费用同比增 120%至 8.16 亿元，研发费用率由 1.75%→2.31%，同比增长 0.56pcts。
- Q1 来看，22 年 Q1 公司期间费用率为 5.68%，环比下降 1.02pcts，同比下降 1.03pcts**，具体来看：财务费用率进一步下降至 1.06%，环比下降 0.31pcts，同比下降 0.46pcts；管理费用率为 2.87%，环比下降 1.33pcts，同比增长 0.04pcts；研发费用率为 1.67%，环比下降 0.44pcts，同比基本持平。

图表 20：公司 22Q1 期间费用率环比降 1.02pcts


来源：Wind，中泰证券研究所

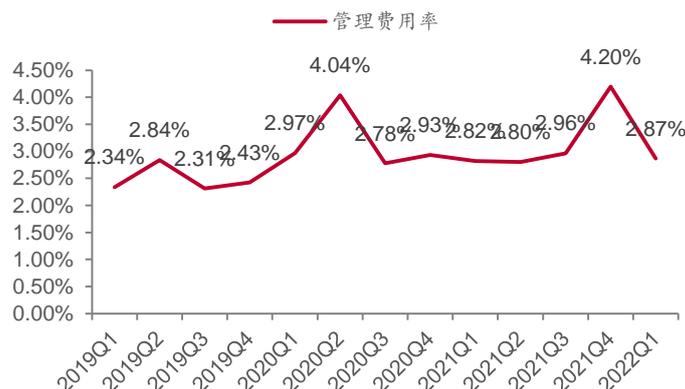
图表 21：公司 22Q1 期间费用环比下降 10.49%


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 22：公司销售费用率走势
图表 23：公司管理费用率走势



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 公司财务费用率走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 公司研发费用率走势


来源: Wind, 中泰证券研究所

锂电材料一体化布局不断完善, 开启第二成长曲线

镍: 华越项目顺利投产, 打开新的利润增长点

- 印尼镍项目逐步进入产能释放期。**公司目前规划镍项目达到 46.5 万金属吨, 2022 将逐渐成为公司新的利润增长点: 1) **华越项目**: 公司持股 57%, 规划 6 万金属吨氢氧化镍产能, 截至今年 3 月底, 高压酸浸全套四系列核心装置具备满负荷生产能力, 预计今年 6 月底实现达产; 2) **华科项目**: 公司持股 70%, 规划 4.5 万金属吨火法项目, 截至今年 3 月底, 部分子项开始投料试产, 全流程预计今年下半年建成; 3) **华飞项目**: 公司拟将华飞项目持股比例增持至 51%, 规划 12 万金属吨湿法氢氧化镍项目, 目前勘探、场平、设计、设备采购等全面展开, 预计 2023 年上半年具备投料条件; 4) **大众合资项目**: 2022 年 3 月 23 日, 华友、青山

与大众汽车（中国）达成战略合作意向，规划 12 万金属吨湿法冶炼项目；5) 淡水河谷合资项目：2022 年 4 月 29 日，公司与淡水河谷签署合作框架协议，项目规划产能为年产不超过 12 万金属吨的氢氧化镍钴产品（MHP）项目。

图表 26：公司镍项目规划

子公司	项目	持股比例	镍产能（万吨）	权益产能	预计投产时间
华越镍钴	湿法项目	57%	6	3.42	22 年 6 月达产
华科镍业	火法项目	70%	4.5	3.15	2022 年下半年
华飞镍钴	湿法项目	51%	12	2.4	2023 年
大众合资	湿法项目		12		
淡水河谷合资	湿法项目		12		
合计			46.5	8.97	

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：大众、淡水河谷均处于框架协议，暂不确定具体持股比例，权益量不包含这两个项目

正极材料：下拓市场，产能加速扩张

- **新能源是公司“两新”发展战略的核心，致力于成长为新能源锂电材料领导者。**公司形成了上游资源-前驱体-三元材料完整产业链布局，完整的新能源锂电产业链闭环可以为公司带来低成本竞争优势，平滑周期波动；且报告期内加码磷酸铁锂布局，形成三元与磷酸铁锂两种技术路线的储备，具体来看：
- **三元前驱体：**1) 产能扩张：根据目前公司产能扩张计划，在建项目建成后 will 形成三元前驱体产能 32.5 万吨（其中自有 25.5 万吨+合资 7 万吨），公司规划未来三年全资前驱体产能提升至 30 万吨以上，合资产能提升至 13 万吨以上；2) 客户：公司产品已经获得下游客户的高度认可，进入 LG 化学、宁德时代、POSCO、比亚迪等全球主流电池供应链体系，进而进入大众、雷诺日产、福特、比亚迪等全球主流车企供应链体系。2020 年公司与 POSCO 达成 9 万吨长期供货协议，2021 年与容百科技、孚能科技、当升科技达成供货协议，2022-2025 年合计供货量达到 64.15-92.65 万吨。

图表 27：公司三元前驱体产能扩张计划（万吨）

	持股比例	2020	2021	目前已规划	权益产能	
全资项目	华友新能源	100%	5.5	5.5	15.5	15.5
	广西巴莫	100%	-	-	10	10
全资产能合计			5.5	5.5	25.5	25.5
合资项目	华浦	60%	0.5	0.5	3	1.8
	华金	51%	4	4	4	2.04
合资产能合计			4.5	4.5	7.0	3.84
自有+合资产能合计			10	10	32.5	29.34

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 28: 公司前驱体供货合同

公告时间	合作对象	时间范围	供应量 (万吨)
2021.11.19	容百科技	2022-2025	18-41.5
2021.11.30	当升科技	2022-2025	30-35
2021.12.02	孚能科技	2021.12-2025	16.15
合计			64.15-92.65

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **三元正极材料:** 2021 年公司完成了对巴莫科技的收购, 目前在建项目建成后, 公司将形成正极材料控制产能 14.3 万吨+合资 7 万吨, 合计形成约 21.30 万吨。

图表 29: 公司三元正极材料产能扩张计划 (万吨)

	持股比例	2020	2021	目前规划产能	权益产能	
自有项目	天津巴莫	36.86%	4.3	4.3	4.3	1.58
	成都巴莫三期	36.86%	-	-	5	1.84
	广西巴莫	100%	-	-	5	5.00
自有产能合计			4.3	4.3	14.30	8.43
合资项目	浦华	40%	0.5	0.5	3	1.2
	乐友	49%	4	4	4	1.96
合资产能合计			4.5	4.5	7	3.16
自有+合资产能合计			8.8	8.8	21.30	11.59

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **磷酸铁锂:** 1) 圣钒科技: 公司通过控股子公司巴莫科技收购圣钒科技 100% 股权, 项目规划约 7.5 万吨正极材料产能; 2) 2021 年 11 月 7 日, 公司与兴发集团签署《合作框架协议》, 计划在湖北宜昌合作投资磷矿采选、磷化工、湿法磷酸、磷酸铁及磷酸铁锂一体化项目, 建设 50 万吨磷酸铁、50 万吨磷酸铁锂及相关配套项目。

锂: 完成对 Arcadia 锂矿收购, 补齐锂资源短板

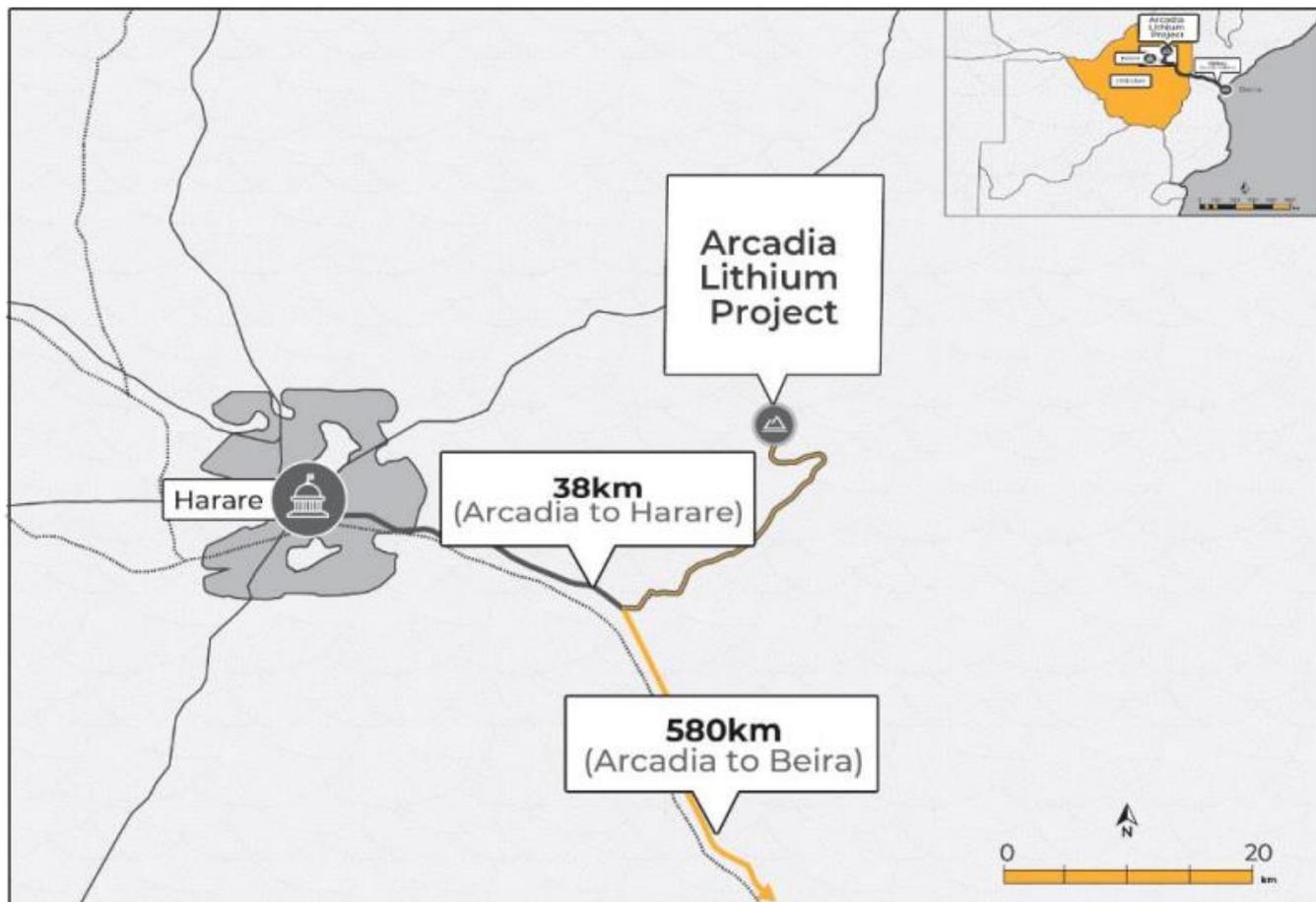
- 2022 年 4 月, 公司完成了对津巴布韦前景锂矿的收购, 截至 2021 年 10 月, 前景公司公布的 Arcadia 项目 JORC (2012) 标准资源量为 7,270 万吨, 氧化锂品位 1.06%, 氧化锂金属量 77 万吨 (碳酸锂当量 190 万吨)。根据之前产能规划, 计划建设 240 万吨矿石处理产线, 年产 14.7 万吨锂辉石精矿, 9.4 万吨技术级透锂长石精矿, 2.4 万吨化学级透锂长石精矿, 根据可研报告, 其 C1 成本约 378 美元/吨。

图表 30: Arcadia 锂矿资源量

类别	矿石量 (百万吨)	Li2O 品位 (%)	Ta2O5 品位 (ppm)	Li2O 金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)
探明资源	15.8	1.12	113	17.7	44
控制资源	45.6	1.06	124	48.4	119
推断资源	11.2	0.99	119	11.1	27
合计	72.7	1.06	121	77	190

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 31: Arcadia 区域位置



来源：PSC 公司公告，中泰证券研究所

公布股权激励计划，彰显公司发展信心

- 2022 年 4 月 27 日，公司公布股权激励方案。1) 拟向激励对象授予限制性股票数量 1176.45 万股，约占公司股本总额的 0.963%，其中首次授予 941.16 万股，占公司总股本的 0.771%；预留 235.29 万股，占公司总股本的 0.193%。2) 本次激励对象共给 1412 人，包括公司董事、高级管理人员、公司核心管理人员、公司核心骨干。3) 业绩考核目标：以 2021 年营业收入为基数，2022-2024 年营收增长率分别不低于 15%、30%、45%，2022-2024 年累计净利润分别不低于 50、110、180 亿元。

图表 32: 公司股权激励方案业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标
首次授予的限制性股票第一个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 15%; 或 2022 年净利润值不低于 500,000 万元
首次授予的限制性股票第二个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 30%; 或 2022 年、2023 年两年累计净利润值不低于 1,100,000 万元
首次授予的限制性股票第三个解除限售期	以 2021 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 45%; 或 2022 年、2023 年和 2024 年三年累计净利润值不低于 1,800,000 万元

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司同时公布 2022 年员工持股计划, 参加本次员工持股计划总人数不超过 287 人, 其中董事 (不含独立董事)、监事及高级管理人员共计 14 人。拟募集资金总额不超过 4.43 亿元, 其中员工自筹资金不超过 2.215 亿元, 拟通过融资融券等法律法规允许的方式实现融资资金与自筹资金比例不超过 1:1。以 4 月 26 日公司股票收盘价 68.94 元/股计算, 本员工持股计划所能购买和持有标的股份数量上限为 642.59 万股, 最高不超过公司现有股本总额的 0.53%。

继续重申: 锂电一体化布局不断完善, 维持“买入”评级

- 公司通过上控资源, 向下拓展锂电材料市场, 致力于成长为锂电材料行业领导者, 实现从强周期向高成长切换。基于目前在建项目投产进度, 我们调整公司 2022-2024 年归母净利润分别为 61.49、83.57 和 100.85 亿元 (22-23 年净利润预测前值为 48.37、62.26 亿元), 当前 1005 亿市值, 对应 PE 分别为 16.3/12.0/10.0X, 维持“买入”评级。

图表 33: 华友钴业 22 年业绩弹性测算 (亿元)

	镍 (美元/吨)							
	16000	18000	20000	22000	25000	26000	28000	30000
30	28.51	31.16	33.80	36.45	40.41	41.74	44.38	47.02
35	33.79	36.43	39.07	41.71	45.68	47.00	49.65	52.29
40	39.05	41.70	44.34	46.99	50.95	52.28	54.92	57.56
45	44.33	46.97	49.62	52.26	56.22	57.54	60.18	62.83
50	49.59	52.23	54.88	57.52	61.49	62.81	65.46	68.10
55	54.86	57.51	60.15	62.80	66.77	68.09	70.73	73.37
60	60.14	62.78	65.42	68.06	72.03	73.35	76.00	78.64

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司目前主要利润来源为铜钴, 未来镍将成为新的利润增长点, 需求低于预期、供给端超预期释放、流动性等因素均会扰动铜钴镍商品价格走势, 从而影响对公司盈利预测的判断。
- **下游需求不及预期的风险。**公司产品下游主要为新能源汽车, 电动车销量受宏观政策、流动性、消费者购买意愿、价格等多因素影响, 销量不

及预期或对商品价格造成扰动。

- **项目进展不及预期风险。**公司目前储备项目较多，包括印尼镍项目、国内前驱体、正极材料等项目，受疫情等因素影响，项目进展存在不及预期可能性。
- **需求测算偏差风险。**报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。
- **核心假设条件变动造成盈利预测不及预期的风险等。**公司业绩对产品价格较为敏感，售价假设不能达到或造成公司业绩不及预期。

图表 34: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,769	13,834	19,967	35,153	营业收入	35,317	69,168	83,307	87,205
应收票据	0	0	0	0	营业成本	28,131	54,934	62,633	62,297
应收账款	4,384	8,032	9,008	9,168	税金及附加	304	746	875	851
预付账款	1,050	1,648	1,879	1,869	销售费用	38	277	333	349
存货	9,035	18,650	21,546	21,804	管理费用	1,180	2,359	3,067	3,681
合同资产	0	0	0	0	研发费用	816	1,224	1,592	1,910
其他流动资产	2,753	4,959	5,905	6,165	财务费用	484	671	806	954
流动资产合计	26,991	47,123	58,305	74,159	信用减值损失	-83	-83	-83	-83
其他长期投资	336	659	794	831	资产减值损失	-48	0	0	0
长期股权投资	3,428	3,428	3,428	3,428	公允价值变动收益	-15	0	0	0
固定资产	12,124	11,371	10,750	10,248	投资收益	636	1,061	870	1,023
在建工程	9,107	11,807	15,457	20,057	其他收益	51	51	51	51
无形资产	1,192	1,325	1,466	1,654	营业利润	4,901	9,981	14,835	18,151
其他非流动资产	4,810	4,832	4,858	4,877	营业外收入	3	3	3	3
非流动资产合计	30,998	33,422	36,752	41,095	营业外支出	76	0	0	0
资产合计	57,989	80,545	95,057	115,253	利润总额	4,828	9,984	14,838	18,154
短期借款	8,084	9,739	5,000	5,000	所得税	804	1,664	2,473	3,025
应付票据	4,811	8,240	9,395	9,345	净利润	4,024	8,320	12,365	15,129
应付账款	6,233	10,987	12,527	12,459	少数股东损益	126	2,171	4,008	5,044
预收款项	645	673	651	794	归属母公司净利润	3,898	6,149	8,357	10,085
合同负债	79	692	833	872	NOPLAT	4,427	8,880	13,037	15,924
其他应付款	1,435	1,435	1,435	1,435	EPS (按最新股本摊薄)	3.19	5.04	6.84	8.26
一年内到期的非流动负债	2,636	2,636	2,636	2,636					
其他流动负债	1,640	2,222	2,538	2,785	主要财务比率				
流动负债合计	25,562	36,623	35,014	35,326	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	6,738	9,738	13,738	18,738	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	66.7%	95.9%	20.4%	4.7%
其他非流动负债	1,788	1,788	1,788	1,788	EBIT增长率	182.4%	100.6%	46.8%	22.1%
非流动负债合计	8,526	11,526	15,526	20,526	归母公司净利润增长率	234.6%	57.8%	35.9%	20.7%
负债合计	34,088	48,149	50,540	55,852	获利能力				
归属母公司所有者权益	19,384	25,708	33,821	43,662	毛利率	20.3%	20.6%	24.8%	28.6%
少数股东权益	4,517	6,688	10,696	15,739	净利率	11.4%	12.0%	14.8%	17.3%
所有者权益合计	23,901	32,396	44,517	59,401	ROE	16.3%	19.0%	18.8%	17.0%
负债和股东权益	57,989	80,545	95,057	115,253	ROIC	15.6%	22.3%	26.4%	24.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	58.8%	59.8%	53.2%	48.5%
					债务权益比	80.5%	73.8%	52.0%	47.4%
单位: 百万元					流动比率	1.1	1.3	1.7	2.1
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	速动比率	0.7	0.8	1.0	1.5
经营活动现金流	-62	2,668	11,497	15,873	营运能力				
现金收益	5,608	10,296	14,422	17,292	总资产周转率	0.6	0.9	0.9	0.8
存货影响	-4,966	-9,615	-2,896	-258	应收账款周转天数	28	32	37	38
经营性应收影响	-3,464	-4,247	-1,206	-150	应付账款周转天数	51	56	68	72
经营性应付影响	9,476	8,212	2,672	26	存货周转天数	84	91	116	125
其他影响	-6,716	-1,978	-1,494	-1,037	每股指标 (元)				
投资活动现金流	-8,761	-2,343	-3,574	-4,490	每股收益	3.19	5.04	6.84	8.26
资本支出	-11,562	-3,385	-4,420	-5,496	每股经营现金流	-0.05	2.18	9.41	13.00
股权投资	-1,349	0	0	0	每股净资产	15.87	21.05	27.69	35.75
其他长期资产变化	4,150	1,042	846	1,006	估值比率				
融资活动现金流	13,278	3,739	-1,789	3,802	P/E	26	16	12	10
借款增加	8,276	4,655	-739	5,000	P/B	5	4	3	2
股利及利息支付	-776	-2,130	-2,337	-3,156	EV/EBITDA	30	16	11	9
股东融资	6,597	1,000	1,000	1,000					
其他影响	-1,269	214	287	958					

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。