

镍资源布局再下一城，锂电材料一体化龙头放量可期

2022年05月11日

➤ **事件概述：**5月10日华友钴业公告全资子公司华涌国际拟以7470万美元认购相当于HLN公司10%股权的可转债。HLN公司将收购JPI公司95.3%股权以及JIM公司100%股权，总交易对价7.47亿美金。作为认购HLN可转债的条件，华涌国际将向PPM公司提供1864万美元财务资助，年利率为6.76%。

➤ **分析与判断：参股优质镍矿，镍资源布局再下一城。**公司拟参股的HLN公司将收购JPI公司95.3%股权，JPI持有SCM镍矿51%股权，该矿山地理位置优越、且资源体量较大：(1) 地理位置优越：该矿山前拥有者为力拓，矿山位于莫罗瓦利工业园西约70公里，靠近公司的华越湿法项目，矿权面积2.11万公顷。(2) 资源体量较大：拥有褐铁矿资源量9.04亿干吨，镍品位1.12%，钴品位0.10%；另有腐岩矿资源量2.72亿干吨，镍品位1.59%，钴品位0.035%。我们据此计算该矿山合计拥有镍资源量1445万吨，钴资源量100万吨。

➤ **印尼工业园区布局不断完善，一体化版图再延伸。**园区服务的布局作为公司一体化战略的一部分，此前已经为公司带来了丰厚的受益，本次参股将再延伸布局印尼园区。(1) 据公司年报，公司此前的印尼园区服务参股公司主体为IWIP公司，持股比例为24%，2021年权益法下确认投资收益6178万元；(2) 能源供应参股公司主体为维斯通，持股比例为24%。(2) 除镍矿外，JPI公司还持有CSI冶炼厂49%股权，BSI冶炼厂29.4%股权。JIM公司持有CEI水电厂98.3%股权以及IKIP工业园32%股权，公司园区布局不断完善。

➤ **多元化镍矿来源布局初成，镍资源环节短板补齐。**(1) 本次收购之前，公司的镍资源主要依赖于青山集团，公司的镍资源布局主要为参股新越科技穿透持股纬达湾镍业。(2) 通过本次收购，公司获得了印尼优质红土镍矿资源，公司增加镍权益资源量74万吨，钴资源量5万吨。加上公司和淡水河谷合作的镍项目，未来公司矿源将来自参股矿山、青山集团、淡水河谷等多渠道供应。

➤ **镍项目稳步推进，上游资源放量下未来一体化降本可期。**公司目前在印尼有5座冶炼项目，未来总计规划46.5万吨金属吨/年的产能，将成为未来前驱体放量的有力保障：(1) 华越6万吨湿法项目(57%)：22年4月提前达产；(2) 华科4.5万吨火法项目(70%)：22年4月电炉提前点火生产；(3) 华飞12万吨湿法项目(51%)：预计23年上半年具备投料条件；(4) 华友-青山-大众12万吨项目(22年3月公告)；(5) 华友-淡水河谷12万吨项目(22年4月公告)。

➤ **投资建议：**公司上游资源布局完善，下游锂电材料扩产推进顺利有望快速放量，且与国际资源和汽车巨头深度绑定，成长确定性高、护城河深厚。我们预计公司2022-2024年归母净利润为62.18、91.52、117.81亿元，以2022年5月10日收盘价为基准，PE分别为16X、11X、8X，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**铜钴镍价大幅下跌、自身项目进展低于预期、需求下滑等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35,317	64,362	90,360	101,494
增长率(%)	66.7	82.2	40.4	12.3
归属母公司股东净利润(百万元)	3,898	6,218	9,152	11,781
增长率(%)	234.6	59.5	47.2	28.7
每股收益(元)	3.19	5.09	7.49	9.65
PE	25	16	11	8
PB	5.1	3.9	2.9	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年5月10日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

80.39元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张航

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1. 华友钴业(603799.SH)事件点评：强化与淡水河谷合作，技术与资源完美结合
2. 华友钴业(603799.SH)事件点评：激励计划深度绑定，资源+锂电材料布局再加码
3. 华友钴业(603799.SH)2021年报点评：历史最好“成绩单”，一体化优势发力
4. 华友钴业(603799.SH)事件点评：与大众、青山强强联合，全球锂电材料一体化龙头启航
5. 【民生金属】华友钴业：业绩超预期，一体化锂电材料龙头呼之欲出

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	35,317	64,362	90,360	101,494
营业成本	28,131	50,531	70,148	74,630
营业税金及附加	304	547	1,084	1,218
销售费用	38	451	633	913
管理费用	1,180	1,802	2,530	3,349
研发费用	816	1,159	1,807	3,552
EBIT	4,800	9,873	14,158	17,831
财务费用	484	721	625	451
资产减值损失	-48	0	0	0
投资收益	636	805	1,421	1,925
营业利润	4,901	10,008	15,006	19,367
营业外收支	-73	-5	-7	-9
利润总额	4,828	10,003	14,999	19,358
所得税	805	2,201	3,300	4,452
净利润	4,024	7,802	11,699	14,906
归属于母公司净利润	3,898	6,218	9,152	11,781
EBITDA	5,921	10,458	14,986	18,874

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,769	27,678	36,193	47,565
应收账款及票据	4,384	3,134	4,426	4,975
预付款项	1,050	2,021	3,507	3,731
存货	9,035	16,229	22,530	23,969
其他流动资产	2,753	3,759	4,912	5,520
流动资产合计	26,991	52,821	71,568	85,761
长期股权投资	3,428	4,178	4,378	4,578
固定资产	12,124	17,036	20,820	23,771
无形资产	1,192	1,217	1,242	1,267
非流动资产合计	30,998	33,728	35,660	37,377
资产合计	57,989	86,549	107,228	123,138
短期借款	8,084	8,084	8,084	8,084
应付账款及票据	11,044	19,838	27,539	29,299
其他流动负债	6,434	9,416	12,055	12,907
流动负债合计	25,562	37,338	47,678	50,290
长期借款	6,738	8,338	7,838	7,338
其他长期负债	1,788	9,388	9,388	9,388
非流动负债合计	8,526	17,726	17,226	16,726
负债合计	34,088	55,064	64,904	67,016
股本	1,221	1,588	1,588	1,588
少数股东权益	4,517	6,101	8,649	11,774
股东权益合计	23,901	31,485	42,324	56,122
负债和股东权益合计	57,989	86,549	107,228	123,138

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	66.69	82.24	40.39	12.32
EBIT 增长率	154.19	105.71	43.40	25.94
净利润增长率	234.59	59.53	47.19	28.73
盈利能力 (%)				
毛利率	20.35	21.49	22.37	26.47
净利润率	11.39	12.12	12.95	14.69
总资产收益率 ROA	6.72	7.18	8.53	9.57
净资产收益率 ROE	20.11	24.50	27.18	26.57
偿债能力				
流动比率	1.06	1.41	1.50	1.71
速动比率	0.66	0.93	0.95	1.15
现金比率	0.38	0.74	0.76	0.95
资产负债率 (%)	58.78	63.62	60.53	54.42
经营效率				
应收账款周转天数	45.31	18.00	18.00	18.00
存货周转天数	117.23	117.23	117.23	117.23
总资产周转率	0.61	0.74	0.84	0.82
每股指标 (元)				
每股收益	3.19	5.09	7.49	9.65
每股净资产	15.87	20.78	27.57	36.31
每股经营现金流	-0.05	10.10	10.10	12.22
每股股利	0.30	0.37	0.54	0.70
估值分析				
PE	25	16	11	8
PB	5.1	3.9	2.9	2.2
EV/EBITDA	17.88	9.29	5.88	4.04
股息收益率 (%)	0.37	0.46	0.67	0.87

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,024	7,802	11,699	14,906
折旧和摊销	1,122	585	828	1,043
营运资金变动	-5,176	3,815	78	-239
经营活动现金流	-62	12,340	12,339	14,918
资本开支	-6,845	-2,586	-2,591	-2,594
投资	-1,861	-755	-205	-205
投资活动现金流	-8,761	-2,522	-1,355	-854
股权募资	6,597	366	0	0
债务募资	7,524	9,200	-500	-500
筹资活动现金流	13,278	8,090	-2,469	-2,692
现金净流量	4,619	17,908	8,515	11,372

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001