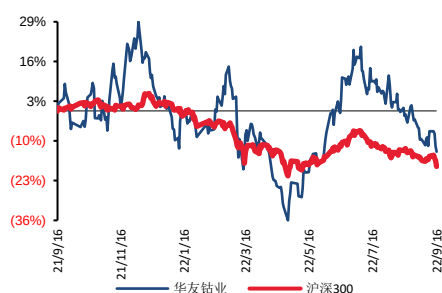


镍资源布局再落关键一程，全球锂电正极龙头加速成长中

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,598/1,579
总市值/流通(百万元)	114,203/112,878
12 个月最高/最低(元)	138.90/68.94

相关研究报告:

证券分析师: 刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522080001

证券分析师: 张方一

电话:

E-MAIL: zhangfy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522070001

事件: 近期, 华友钴业与淡水河谷印尼签订了合作框架协议, 双方计划合作采用高压酸浸湿法技术, 年产 6 万吨镍金属量, 淡水河谷印尼持股比例不超过 30%, 双方按照持股比例包销 MHP 产品, 项目所需褐铁矿由淡水河谷印尼的 Sorowako 矿山供应。如果可供应的褐铁矿增加, 双方将考虑扩大本项目产能。

短期: 华友印尼镍产能释放加速, 未来上游镍产品自供比例将持续提升。

1) 上游镍产能扩张迅速: 华友钴业与淡水河谷印尼的合作并非首次, 2022 年 4 月和 7 月, 华友钴业与淡水河谷、福特汽车计划建设 12 万金吨印尼镍项目。除了与淡水河谷的合作, 华友钴业还与青山集团合作华越湿法、华科火法、华飞湿法、华山湿法、华友-青山-大众项目, 华友钴业印尼镍资源布局扩张迅速。此次合作为华友钴业新增 6 万金吨湿法镍产能, 镍项目规划总产能达 64.5 万金吨。根据测算, 若只考虑已签约的印尼镍项目, 华友钴业 2023 年-2025 年镍产品的预估权益产能分别为 9.18 万金吨、12.84 万金吨和 15.56 万金吨。若纳入仅签订框架协议的项目, 按华友最低股权占比测算, 全部达产后, 华友钴业镍项目的权益产能达到 39.57 万金吨。2) 镍产品自供比例有望提升: 随着镍产品产能释放加速, 下游前驱体的镍原料自供比例预计会持续提升。若按照 8 系高镍前驱体产品测算, 39.57 万金吨的镍产品可供生产 77.82 万吨的前驱体, 而截止至目前华友钴业规划的前驱体总产能为 40 万吨。据此推算, 印尼镍产品权益产能完全满足目前已规划项目的前驱体业务的镍产品自供, 助力打通正极材料一体化链条。

中期: 淡水河谷印尼镍矿供应充足, 华友钴业湿法技术降本效应凸显。

1) 淡水河谷镍资源优势: 淡水河谷是第二大镍生产商, 产业链布局全面, 业务包括矿产勘探、矿物开采、矿物运输一体化流程, 拥有充足的镍矿资源, 已有镍矿主要分布在加拿大、印度尼西亚、巴西等地区。淡水河谷间接持有淡水河谷印尼的 44.34% 的股权, 拥有 Sorowako、Bahodopi、Pomalaa 三个镍矿, 项目公司将独家购买 Sorowako 矿区为满足项目需求生产的红土镍矿褐铁矿。Sorowako 矿自从 1978 年开始生产, 发展成熟, 探明的镍储量约为 112.98 万金吨, 2021 年镍矿开采量为 414.9 万吨, 品位 1.79%, 镍产品产量为 6.54 万金吨, 预计可以开采到 2045 年, 充分保障该项目褐铁矿的供应。淡水河谷印尼凭借其在印尼镍资源开发领域深耕多年的优势, 将为本项目

提供有力的资源保障。2) 华友钴业湿法技术优势：年产 6 万吨华越湿法冶炼项目 2022 年 4 月已经投产，湿法项目建设单万吨投资成本处于行业水平较低水平，约为 2 亿美元左右，具备竞争优势。华友钴业凭借着其在华越湿法冶炼项目的建设经验和冶炼技术优势，在未来可以继续降低淡水河谷印尼项目的投资成本和镍产品生产成本，为一体化产业链开拓更大的利润空间。

长期：印尼镍资源产业园区融合发展，一体化产业链推动新能源业务量利齐升。

1) 资源开发园区化：此次合作项目的地址位于印尼南苏拉威西省，印尼 Morowail 工业园区坐落在此，华友钴业已投产华越项目也位于此地。园区内具有完善的电力、码头、机场等基础配套设施。我们预计华友钴业将依靠园区优势，压缩镍产品生产流程成本，节省结晶、干燥、溶解、运输、交易费用等。随着项目的推进，公司未来镍产品业务和产业园区将进一步融合发展，强化降本增效。2) 三元正极产业链一体化：华友钴业和淡水河谷的合作有利于打造新能源动力电池镍原料供应平台，保障公司一体化产业链上游镍资源供应。在三元前驱体的生产成本中，原料成本占比最大，能够达到 80% 以上，随着华友钴业镍产能逐渐放量，自供镍产品带来的成本下降将有效打开产业链的利润率天花板。未来，量利齐升将给华友钴业一体化产业布局带来降本增效的核心优势，助力华友钴业正极材料未来盈利水平更胜一筹。

投资建议：我们认为公司作为钴业龙头成功转型新能源一线公司，资源布局完善，镍产品业务将持续给公司带来业绩增量。我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 561.28/801.73/1097.29 亿元，同比增速分别为 58.93%、42.84%、36.87%；归母净利润分别为 59.38/82.59/115.60 亿元，同比增速分别为 52.36%、39.07%、39.97%；EPS 分别为 3.72/5.17/7.23 元；当前股价对应 PE 分别为 19.23/13.83/9.88 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场不及预期风险、政策变动风险、疫情进出口风险。

■ 盈利预测和财务指标：

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35317	56128	80173	109729
增速(%)	66.69	58.93	42.84	36.87
归母净利润(百万)	3898	5938	8259	11560
增速(%)	234.59	52.36	39.07	39.97
摊薄每股收益(元)	3.25	3.72	5.17	7.23
市盈率(PE)	33.94	19.23	13.83	9.88

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2334	9769	27159	38502	51946	营业收入	21187	35317	56128	80173	109729
应收和预付款项	1919	5434	8586	12293	16833	营业成本	18014	28131	43382	62731	86083
存货	4069	9035	13933	20148	27648	营业税金及附加	194	304	146	152	252
其他流动资产	1501	2753	1573	1733	1930	销售费用	27	38	168	321	329
流动资产合计	9824	26991	51252	72675	98356	管理费用	665	1180	842	1283	1646
长期股权投资	2078	3428	3428	3428	3428	财务费用	403	484	412	202	256
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	8321	12124	13848	14492	16896	投资收益	73	636	393	160	329
在建工程	3389	9820	9820	9820	9820	公允价值变动	(29)	(15)	0	0	0
无形资产开发支出	802	1192	1059	929	800	营业利润	1515	4901	9493	11604	16005
长期待摊费用	126	99	99	99	99	其他非经营损益	(36)	(73)	(842)	(738)	(1108)
其他非流动资产	2453	4334	4334	4334	4334	利润总额	1479	4828	8651	10867	14896
资产总计	26993	57989	83841	105777	133733	所得税	353	805	1903	2173	2979
短期借款	5862	8084	1433	5345	8477	净利润	1126	4024	6748	8693	11917
应付和预收款项	1803	6878	10637	15363	21077	少数股东损益	(39)	126	810	435	358
长期借款	1422	6738	6391	5612	6308	归母股东净利润	1165	3898	5938	8259	11560
其他负债	5454	12388	34354	39738	46234						
负债合计	14541	34088	52815	66058	82097	预测指标					
股本	1141	1221	1598	1598	1598		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	3880	10218	10218	10218	10218	毛利率	14.98%	20.35%	22.71%	21.76%	21.55%
留存收益	5031	8686	14624	22883	34443	销售净利率	5.50%	11.04%	10.58%	10.30%	10.53%
归母公司股东权益	9922	19384	25699	33957	45517	销售收入增长率	12.38%	66.69%	58.93%	42.84%	36.86%
少数股东权益	2530	4517	5327	5762	6119	EBIT 增长率	101.27%	153.05%	92.77%	22.05%	36.80%
股东权益合计	12452	23901	31026	39719	51636	净利润增长率	874.48%	234.59%	52.36%	39.07%	39.97%
负债和股东权益	26993	57989	83841	105777	133733	ROE	11.74%	20.11%	23.11%	24.32%	25.40%
现金流量表(百万)						ROA	4.32%	6.72%	7.08%	7.81%	8.64%
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC	8.86%	20.62%	14.73%	13.64%	15.10%
经营性现金流	1860	(84)	9248	10196	13945	EPS (X)	1.03	3.25	3.72	5.17	7.23
投资性现金流	(3929)	(8761)	(2451)	(1581)	(3785)	PE (X)	76.99	33.94	19.23	13.83	9.88
融资性现金流	1459	13278	10592	2728	3284	PB (X)	9.12	6.95	4.44	3.36	2.51
现金增加额	(611)	4434	17390	11342	13444	PS (X)	4.27	3.81	2.03	1.42	1.04
						EV/EBITDA (X)	36.00	23.95	11.81	9.00	5.96

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。