

金属价格上行贡献主要利润增量，Q4 业绩大超预期

2022 年 01 月 12 日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	21,187	30,824	43,556	57,011
同比（%）	12%	45%	41%	31%
归母净利润（百万元）	1,165	4,004	5,712	7,536
同比（%）	874%	244%	43%	32%
每股收益（元/股）	1.02	3.28	4.68	6.17
P/E（倍）	98.85	28.76	20.16	15.28

投资要点

- 公司预计 2021Q4 归母净利润 13.3-18.3 亿元，环比增长 48-103%，超市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 37-42 亿元，同比增长 217.64%-260.56%，其中 2021Q4 归母净利润 13.31-18.31 亿元，同比增长 178-283%，环比增长 48%-103%，超市场预期。2021 全年扣非归母净利润 37.9-42.9 亿元，同比增长 237.20%-281.68%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 14.72-19.72 亿元，环比增长 63%-119%。
- 三元前驱体合资产能逐步释放，公司锂电材料业务布局进一步完善。我们预计公司 Q4 销售前驱体 1.5-2 万吨左右，环比增长 10-20%，5.5 万吨自主产能满产满销，4.5 万吨合资产能逐步释放，全年我们预计出货 6.5-7 万吨，同比翻番。此外公司布局锂矿、铁锂业务，此前公司公告以 4.22 亿美元收购津巴布韦前景锂矿公司，拥有津巴布韦 Arcadia 锂矿 100%权益；公司与兴发集团签订合作框架协议，共同投资建设磷矿采选、磷化工、湿法磷酸、磷酸铁及磷酸铁锂材料一体化产业，进一步完善锂电材料业务布局。
- 公司镍湿法冶炼项目 2022 年落地，贡献新业绩增量。公司 2018 年启动与青山集团合作的印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目（已于 2021 年底投料，我们预计 22 年年中达产，保守价格假设下，达产后可实现 8 亿元以上归母净利；公司投资 5.16 亿美元建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司持股 70%，公司预计 2022 年中建成，保守价格假设下，达产后我们预计可实现 4 亿元以上归母净利。公司现有在建镍冶炼产能 22.5 万吨（不考虑权益），对应前驱体 40 万吨以上需求。公司坚定打造由钴镍资源到三元前驱体一体化布局，为公司向新能源锂电材料龙头转型升级奠定基础，公司现有 1 万吨电池级硫酸镍产能，3 万吨产能在建，新建产能我们预计 2022 年出货，一体化比例提升有望提升公司前驱体盈利水平。
- 公司钴、铜价格震荡上行，预计贡献主要利润增量。公司钴产品 Q4 我们预计产量环比持平微增，由于钴价在 Q4 震荡上行，我们预计钴产品单吨盈利较 Q3 进一步提升，钴价回升带来盈利能力回升，价格弹性较大。铜产品 Q4 我们预计生产 3 万吨左右，环比持平微增，2021 年 Q4 铜期货价格在 9500-10500 美元/吨区域波动，较 Q3 价格中枢进一步上行，我们预计盈利能力进一步提升，2021 全年我们预计铜产品产量 10 万吨以上，同比微增。
- 盈利预测与投资建议：行业景气度持续，我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 31.8/45.6/62.3 亿元上修至 40.04/57.12/75.36 亿元，同比增长 244%/43%/32%，对应 PE 为 29x/20x/15x，给予 2022 年 30xPE，对应目标价 140 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：电动车销量不及预期，政策不及预期，竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	94.29
一年最低/最高价	61.00/151.00
市净率(倍)	6.39
流通 A 股市值(百万元)	114162.70

基础数据

每股净资产(元)	14.70
资产负债率(%)	54.32
总股本(百万股)	1221.23
流通 A 股(百万股)	1210.76

相关研究

- 1、《华友钴业（603799）：2021 年 Q3 点评：巴莫并表贡献增量，公司业绩符合市场预期》2021-11-02
- 2、《华友钴业（603799）：2021 年中报点评：前驱体量利齐升，公司业绩符合预期》2021-08-17
- 3、《华友钴业（603799）：收购巴莫科技布局正极，加码镍湿法冶炼项目，产业链一体化再完善》2021-05-24

公司预计 2021Q4 归母净利润 13.3-18.3 亿元，环比增长 48-103%，超市场预期。公司预计 2021 年全年归母净利润 37-42 亿元，同比增长 217.64%-260.56%，其中 2021Q4 归母净利润 13.31-18.31 亿元，同比增长 178-283%，环比增长 48%-103%，超市场预期。2021 全年扣非归母净利润 37.9-42.9 亿元，同比增长 237.20%-281.68%，其中 2021Q4 扣非归母净利润 14.72-19.72 亿元，环比增长 63%-119%。

表 1: 公司分季度盈利情况 (百万元)

	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4
营业收入(百万)		8,502.5	7,869.5	6,424.1	6,348.2
-同比		46.93%	70.05%	45.20%	31.43%
毛利率		19.46%	19.99%	21.26%	16.50%
归母净利润(百万)	1331-1831	900.3	814.2	654.2	478.2
-同比	178%-283%	167.16%	389.94%	256.50%	1685.89%
归母净利率		10.59%	10.35%	10.18%	7.53%
扣非归母净利润(百万)	1472-1972	901.8	757.7	658.81	495.72
-同比	197%-298%	170.42%	366.00%	398.35%	1918.08%
扣非归母净利率		10.61%	9.63%	10.26%	7.81%

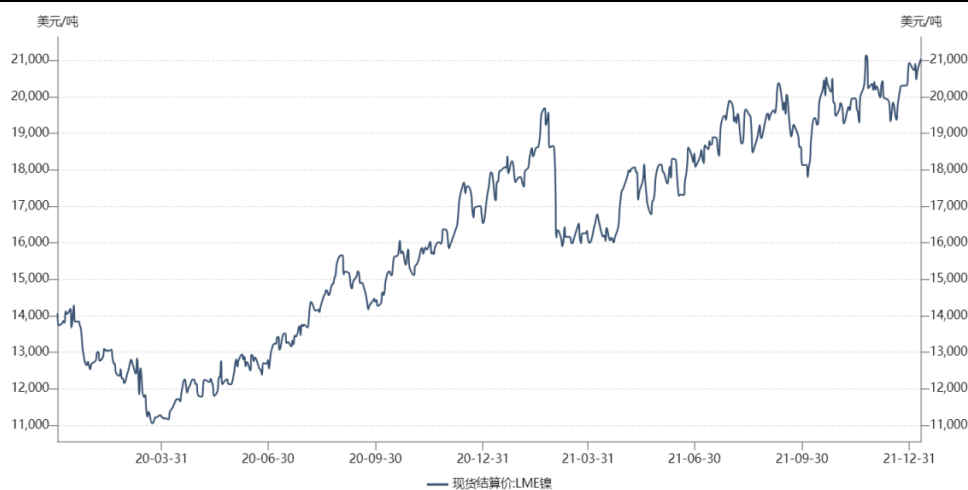
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三元前驱体合资产能逐步释放，公司锂电材料业务布局进一步完善。我们预计公司 Q4 销售前驱体 1.5-2 万吨左右，环比增长 10%-20%，其中 5.5 万吨自主产能满产满销，4.5 万吨合资产能逐步释放，全年我们预计出货 6.5-7 万吨，同比翻番。此外，公司募投 5 万吨高镍前驱体项目、衢州 5 万吨高性能三元前驱体项目预计 2022 年逐步建成投产，广西巴莫 10 万吨一体化项目顺利推进，我们预计 22 年出货有望连续翻番，开启高增长。此外，公司收购 38.6%天津巴莫股权，7 月底股权已交割完毕，我们预计 Q4 巴莫出货 1.5 万吨左右，环比进一步增长，我们预计贡献 0.5-1 亿元的归母净利，我们预计全年出货 5.5 万吨左右。此外公司布局锂矿、铁锂业务，此前公司公告以 4.22 亿美元收购津巴布韦前景锂矿公司 100%股权，拥有津巴布韦 Arcadia 锂矿 100%权益（碳酸锂当量资源量 190 万吨，氧化锂品位 1.06%，年处理矿石量 240 万吨项目建设中）；且公司与兴发集团签订合作框架协议，共同投资建设磷矿采选、磷化工、湿法磷酸、磷酸铁及磷酸铁锂材料的一体化产业，进一步完善锂电材料业务布局。

公司镍湿法冶炼项目 22 年落地，贡献新业绩增量。公司参股新越科技，间接持有纬达湾镍业 15.39%权益，纬达湾镍业具备千万吨级的镍矿储量，随着 Q4 镍价的进一步上涨，我们预计贡献投资收益环比将进一步增加。镍冶炼产能方面，公司 2018 年启动

与青山集团合作的印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，公司持股 57%，已于 2021 年底投料，我们预计 22 年年中达产，在保守价格假设下，达产后可实现 8 亿元以上归母净利润；公司投资 5.16 亿美元建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司持股 70%，公司预计 2022 年中建成，在保守价格假设下，达产后我们预计可实现 4 亿元以上归母净利润。此外，华飞镍钴 12 万吨粗制氢氧化镍钴湿法冶炼项目前期工作启动，预计 2023 年建成投产，公司现有在建镍冶炼产能 22.5 万吨（不考虑权益），对应前驱体 40 万吨以上需求，公司坚定打造由钴镍资源到三元前驱体的一体化布局，为公司向新能源锂电材料龙头转型升级奠定基础，公司现有 1 万吨电池级硫酸镍产能，3 万吨产能在建，新建产能我们预计 2022 年实现出货，一体化比例提升有望提升公司前驱体盈利水平。

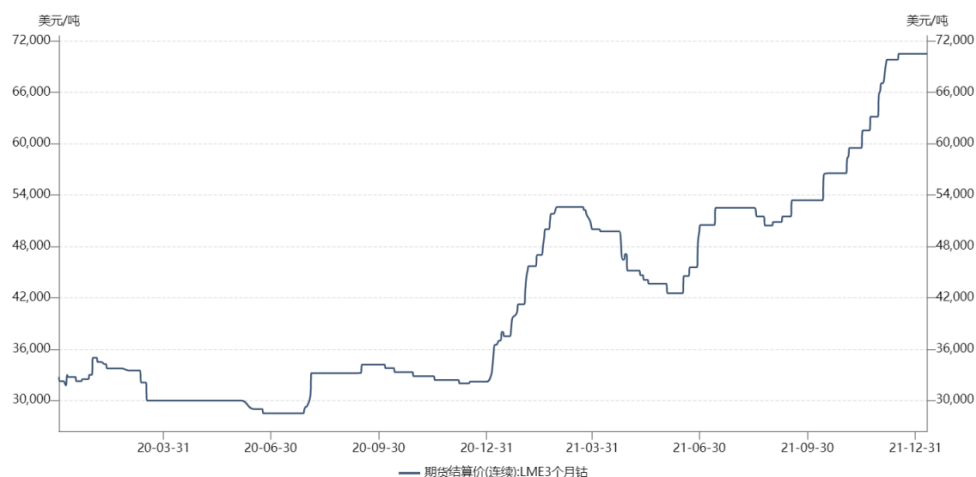
图 1: 镍价格情况 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

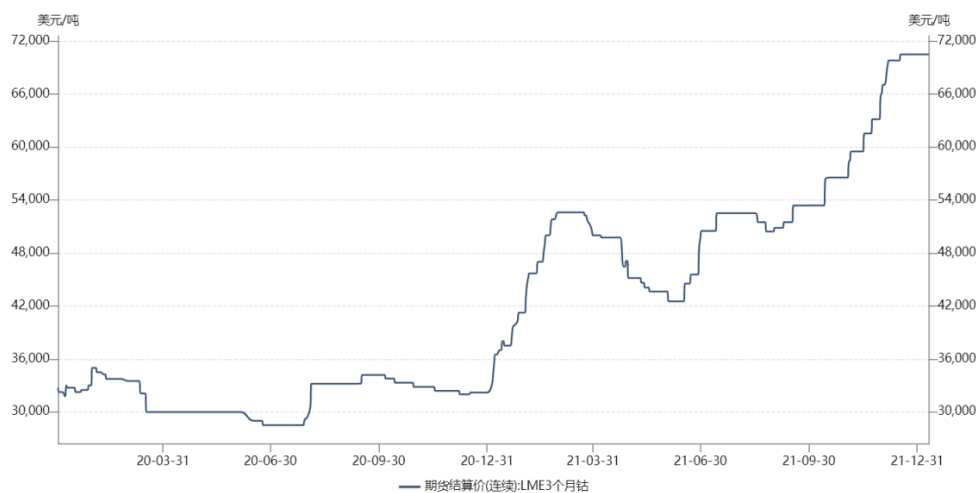
钴、铜价格震荡上行，预计贡献主要利润增量。公司钴产品 Q4 我们预计产量环比持平微增，由于钴价在 Q4 由 40 万元/吨左右震荡上行至 50 万元/吨上下，我们预计钴产品单吨盈利较 Q3 进一步提升，钴价回升带来盈利能力回升，价格弹性较大。铜产品 Q4 我们预计生产 3 万吨左右，环比持平微增，2021 年 Q4 铜期货价格在 9500-10500 美元/吨区域内波动，较 Q3 价格中枢进一步上行，我们预计盈利能力进一步提升，2021 全年我们预计铜产品产量 10 万吨以上，同比微增。

图 2: 钴价格情况 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 铜价格情况 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

盈利预测与投资建议: 行业景气度持续, 我们将公司 2021-2023 年归母净利润由 31.8/45.6/62.3 亿元上修至 40.04/57.12/75.36 亿元, 同比增长 244%/43%/32%, 对应 PE 为 29x/20x/15x, 给予 2022 年 30xPE, 对应目标价 140 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期, 政策不及预期, 竞争加剧

华友钴业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	9826	13415	25623	33089	营业收入	21187	30824	43556	57011
现金	2334	3082	4356	5701	减:营业成本	17870	24152	34240	44816
应收账款	1141	2369	3365	4452	营业税金及附加	194	277	436	570
存货	4069	5407	8222	10730	销售费用	172	231	327	428
其他流动资产	1319	1319	8002	10066	管理费用	1,036	1,233	1,742	2,280
非流动资产	17119	22441	25391	27125	财务费用	403	276	244	202
长期股权投资	2078	2078	2078	2078	资产减值损失	106	178	150	119
固定资产	8321	12983	15850	17512	加:投资净收益	73	570	798	1037
无形资产	802	1218	1313	1395	其他收益	63	60	80	60
其他非流动资产	5918	6161	6150	6140	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	26945	35856	51014	60214	营业利润	1,515	5,087	7,255	9,673
流动负债	11991	11405	22155	25457	加:营业外净收支	-36	0	2	1
短期借款	7310	5662	14348	15484	利润总额	1,479	5,087	7,257	9,674
应付账款	1789	2419	3429	4488	减:所得税费用	353	916	1,306	1,741
其他流动负债	2891	3324	4378	5485	少数股东损益	-39	167	238	397
非流动负债	2503	2503	2503	2503	归属母公司净利润	1,165	4,004	5,712	7,536
长期借款	1422	1422	1422	1422	EBIT	5362	7499	9874	5362
其他非流动负债	1081	1081	1081	1081	EBITDA	2,696	6,496	9,049	11,741
负债合计	14494	13908	24658	27960					
少数股东权益	2530	2697	2935	3331	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
归属母公司股东权益	9922	19252	23422	28923	每股收益(元)	1.02	3.28	4.68	6.17
负债和股东权益	26945	35856	51014	60214	每股净资产(元)	8.69	15.76	19.18	23.68
					发行在外股份(百万股)	1141	1221	1221	1221
					ROIC(%)	7.0%	15.1%	14.6%	16.5%
					ROE(%)	11.7%	20.8%	24.4%	26.1%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	15.7%	21.6%	21.4%	21.4%
经营活动现金流	1860	3233	-1925	5009	销售净利率(%)	5.3%	13.5%	13.7%	13.9%
投资活动现金流	-3929	-5886	-3702	-2563	资产负债率(%)	53.8%	38.8%	48.3%	46.4%
筹资活动现金流	1459	3401	6900	-1101	收入增长率(%)	12.4%	45.5%	41.3%	30.9%
现金净增加额	-611	748	1273	1346	净利润增长率(%)	874.5%	243.8%	42.7%	31.9%
折旧和摊销	778	1134	1550	1866	P/E	98.85	28.76	20.16	15.28
资本开支	3625	6800	4500	3600	P/B	11.61	5.98	4.92	3.98
营运资本变动	-465	-1956	-9021	-4074	EV/EBITDA	47	19	14	11

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>