

华友钴业 (603799)

证券研究报告

2021年01月25日

一体化战略显成效，镍项目投产后利润或再上新台阶

事项

公司发布 2020 年业绩快报，报告期内，实现归母净利润 10.77 亿元-12.68 亿元，其中 Q4 季度实现归母净利润 3.90 亿元-5.81 亿元，中值为 4.86 亿元，相比 Q3 季度的 3.37 亿元，环比增长 44.07%。单季度利润超市场预期。

量价齐升，推动公司业绩大增

公司业绩增长主要是由于公司产品高端化、产业一体化的经营战略实施取得了良好的效果，随着新能源锂电材料需求快速增长，公司主要产品产销量增加。同时 Q4 季度 LME 铜价上涨 10.34%至 7181 美元/吨、长江有色电钴价格微降 1.36%至 26.98 万元/吨。量价齐升助力公司 Q4 季度以及全年业绩大增。

一体化战略稳步推进，投产后利润或再上新台阶

公司已投产和在建三元前驱体产能合计 10 万吨/年，产品进入到 LG 化学、SK、宁德时代、比亚迪等全球头部动力电池的核心产业链，已开始大规模应用到大众 MEB 平台、雷诺日产联盟、沃尔沃、路虎捷豹等欧美高端电动汽车。公司计划建设 4.5 万吨高冰镍、5 万吨前驱体以及在建的印尼 6 万吨湿法红土镍矿（副产 7000 吨钴）项目，进一步加大全产业链布局，待全部投产后，公司利润或将再上新台阶。

需求全面回暖，钴价有望持续上涨

2020 年中国新能源车销量 145.60 万辆，同比增加 17.30%；欧洲前 11 月新能源车的注册量就超过 105 万辆，随着全球新车型的发布以及车价的下滑，全球新能源汽车真正进入 To C 市场，进入全面放量期。

同时，2020 年中国共发布手机 462 款，其中 5G 机型 218 款，占总机型的 47.19%。随着 5G 网络的普及，21 年或将进入 5G 手机的快速放量期。

此外，20 年 12 月钨品出口 1297 吨，环比增长 40.52%，钨和钴粉作为硬质合金的主要原料，广泛应用于中游制造业车床切削领域，钨品出口的回暖，标志着海外制造业开始恢复，随着疫苗开始全面接种，海外制造业或将进入补库存周期，拉动对钴的需求。

盈利预测及评级：

因铜钴价格上行，上调 20-22 年归母净利润 11.74、17.13 和 23.44（前值为 10.30、15.02 和 19.00 亿元），EPS 为 1.03、1.50 和 2.05 元/股，PE 为 94X、64X 和 47X。考虑后续新项目投产以及价格上行，维持“增持”评级。

风险提示：在建项目不及预期，新技术应用导致钴被替代，供给大幅增加的风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,450.76	18,852.83	19,324.15	23,581.75	29,533.55
增长率(%)	49.70	30.46	2.50	22.03	25.24
EBITDA(百万元)	3,119.33	2,061.47	2,102.63	2,705.72	3,480.80
净利润(百万元)	1,528.10	119.53	1,174.37	1,713.42	2,344.19
增长率(%)	(19.38)	(92.18)	882.45	45.90	36.81
EPS(元/股)	1.34	0.10	1.03	1.50	2.05
市盈率(P/E)	71.91	919.24	93.57	64.13	46.87
市净率(P/B)	14.46	14.18	12.50	10.46	8.55
市销率(P/S)	7.60	5.83	5.69	4.66	3.72
EV/EBITDA	9.43	23.30	54.53	42.30	32.75

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	增持（维持评级）
当前价格	96.28 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,141.26
流通 A 股股本(百万股)	1,107.15
A 股总市值(百万元)	109,880.66
流通 A 股市值(百万元)	106,596.53
每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	52.43
一年内最高/最低(元)	98.19/28.35

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华友钴业-季报点评:单季度业绩超预期，新项目投产后有望再上新台阶》 2020-10-30
- 《华友钴业-季报点评:销量增加熨平售价下滑，成本下降带来利润增长》 2020-04-16
- 《华友钴业-年报点评报告:签订三年大单，与下游龙头齐飞》 2020-03-29

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,324.16	2,885.76	1,545.93	1,886.54	2,362.68
应收票据及应收账款	1,506.49	867.92	1,815.98	2,114.31	3,628.33
预付账款	966.57	1,048.05	1,172.97	1,455.17	1,688.53
存货	5,487.84	3,389.92	5,567.35	6,256.46	9,706.39
其他	606.99	1,257.98	809.84	982.90	1,042.76
流动资产合计	10,892.06	9,449.64	10,912.08	12,695.38	18,428.70
长期股权投资	543.54	1,331.49	1,431.49	1,531.49	1,631.49
固定资产	4,646.23	6,439.09	7,439.50	7,912.35	8,055.65
在建工程	1,580.07	3,184.02	1,946.41	1,215.85	759.51
无形资产	695.06	779.77	669.74	559.71	449.69
其他	702.85	2,082.98	986.65	1,071.49	1,145.17
非流动资产合计	8,167.74	13,817.34	12,473.79	12,290.88	12,041.50
资产总计	19,059.80	23,266.98	23,385.88	24,986.26	30,470.20
短期借款	5,121.99	5,914.98	3,577.84	3,677.40	3,931.20
应付票据及应付账款	1,880.55	3,169.53	2,824.98	5,236.71	4,740.08
其他	1,975.28	2,214.24	4,500.27	1,679.02	5,208.88
流动负债合计	8,977.82	11,298.75	10,903.10	10,593.13	13,880.16
长期借款	265.66	1,053.26	500.00	520.96	500.00
应付债券	715.66	0.00	238.55	318.07	185.54
其他	690.36	824.09	612.55	709.00	715.21
非流动负债合计	1,671.69	1,877.35	1,351.10	1,548.03	1,400.75
负债合计	10,649.51	13,176.09	12,254.20	12,141.17	15,280.91
少数股东权益	809.54	2,343.14	2,343.14	2,343.14	2,343.14
股本	829.75	1,078.67	1,141.26	1,141.26	1,141.26
资本公积	2,847.07	2,606.66	2,606.66	2,606.66	2,606.66
留存收益	6,676.76	6,472.91	7,647.27	9,360.69	11,704.88
其他	(2,752.82)	(2,410.48)	(2,606.66)	(2,606.66)	(2,606.66)
股东权益合计	8,410.30	10,090.89	11,131.68	12,845.09	15,189.29
负债和股东权益总计	19,059.80	23,266.98	23,385.88	24,986.26	30,470.20

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,524.67	108.12	1,174.37	1,713.42	2,344.19
折旧摊销	419.94	614.24	407.22	447.75	473.07
财务费用	457.06	381.84	318.99	238.58	246.26
投资损失	18.99	(11.67)	5.00	10.00	15.00
营运资金变动	(777.62)	(974.56)	371.29	(2,083.96)	(2,456.12)
其它	179.51	2,481.70	(73.54)	20.00	0.00
经营活动现金流	1,822.55	2,599.67	2,203.33	345.79	622.39
资本支出	2,028.69	4,827.60	271.54	(16.45)	43.79
长期投资	286.07	787.94	100.00	100.00	100.00
其他	(4,007.16)	(10,701.19)	(269.45)	(193.55)	(228.79)
投资活动现金流	(1,692.41)	(5,085.64)	102.09	(110.00)	(85.00)
债权融资	6,662.64	8,179.15	4,986.48	5,329.88	5,514.89
股权融资	(249.50)	(316.67)	(452.58)	(238.58)	(246.26)
其他	(6,139.89)	(5,294.33)	(8,179.15)	(4,986.48)	(5,329.88)
筹资活动现金流	273.24	2,568.15	(3,645.25)	104.82	(61.25)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	403.38	82.18	(1,339.83)	340.61	476.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,450.76	18,852.83	19,324.15	23,581.75	29,533.55
营业成本	10,337.00	16,748.26	16,123.08	19,348.05	23,944.28
营业税金及附加	172.40	253.77	193.24	294.77	413.47
营业费用	109.08	163.77	144.93	306.56	443.00
管理费用	419.15	467.60	483.10	613.13	797.41
研发费用	380.22	267.61	483.10	613.13	767.87
财务费用	593.92	427.10	318.99	238.58	246.26
资产减值损失	704.04	(328.85)	122.74	158.14	144.79
公允价值变动收益	16.76	(37.13)	(73.54)	20.00	0.00
投资净收益	(18.99)	(46.41)	(5.00)	(10.00)	(15.00)
其他	(39.83)	776.12	157.09	(20.00)	30.00
营业利润	1,777.01	160.98	1,376.41	2,019.38	2,761.47
营业外收入	1.16	9.71	10.20	3.21	3.21
营业外支出	13.12	11.43	5.00	6.81	6.81
利润总额	1,765.05	159.27	1,381.61	2,015.78	2,757.87
所得税	240.38	51.14	207.24	302.37	413.68
净利润	1,524.67	108.12	1,174.37	1,713.42	2,344.19
少数股东损益	(3.43)	(11.41)	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	1,528.10	119.53	1,174.37	1,713.42	2,344.19
每股收益(元)	1.34	0.10	1.03	1.50	2.05

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	49.70%	30.46%	2.50%	22.03%	25.24%
营业利润	-21.08%	-90.94%	755.01%	46.71%	36.75%
归属于母公司净利润	-19.38%	-92.18%	882.45%	45.90%	36.81%
获利能力					
毛利率	28.47%	11.16%	16.57%	17.95%	18.93%
净利率	10.57%	0.63%	6.08%	7.27%	7.94%
ROE	20.10%	1.54%	13.36%	16.32%	18.25%
ROIC	20.42%	3.32%	10.84%	14.15%	16.95%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	55.87%	56.63%	52.40%	48.59%	50.15%
净负债率	51.59%	52.46%	30.91%	26.81%	20.75%
流动比率	1.21	0.84	1.00	1.20	1.33
速动比率	0.60	0.54	0.49	0.61	0.63

营运能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
应收账款周转率	6.56	15.88	14.40	12.00	10.29
存货周转率	2.80	4.25	4.31	3.99	3.70
总资产周转率	0.81	0.89	0.83	0.98	1.07

每股指标(元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.34	0.10	1.03	1.50	2.05
每股经营现金流	1.60	2.28	1.93	0.30	0.55
每股净资产	6.66	6.79	7.70	9.20	11.26

估值比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率	71.91	919.24	93.57	64.13	46.87
市净率	14.46	14.18	12.50	10.46	8.55
EV/EBITDA	9.43	23.30	54.53	42.30	32.75
EV/EBIT	10.87	32.79	67.63	50.69	37.90

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com