东兴证券 DONGXING SECURITIES



# 华友钴业（603799）：前驱体产能释放期已至，正极材料产业链协同效应渐显

## ——华友钴业（603799）2021 中报点评

2021 年 08 月 19 日

强烈推荐/维持

华友钴业 公司报告

### 投资要点：

- **事件：**公司发布 2021 中报。公司 2021 上半年实现营收 142.93 亿元，同比+57.91%；归母净利润 14.68 亿元，同比+319.91%；**扣非**归母净利润 14.16 亿元，同比+380.50%；基本每股收益 1.23 元，同比+296.77%。
- **公司把握市场高景气窗口期，创半年度产销及效益历史纪录。**公司 21H1 钴产品（含受托加工和自供）产销 18309/12206 吨，同比+26.07%/+17.82%；铜产品（含受托加工）产销 52861/43835 吨，同比+9.24%/+0%，前驱体产销 30982/29180 吨，同比+138.25%/+128.95%，各项数据均为历史半年度最高水平，凸显公司成长性与行业成长共振的特点。
- **前驱体单吨毛利提升显著，产能进入集中释放期。**受益于下游锂电市场需求旺盛，公司 21H1 前驱体单吨售价 9.27 万元/吨，较 2020 年均价提升 22%；单吨毛利 1.83 万元/吨，较 2020 年提升近 5200 元/吨，毛利率 19.74%较去年同期提升 5.6pct。公司 21H1 前驱体出货量市占率约 11%，较 2019 年 4.7%提升明显且稳居国内前三，彰显公司向锂电材料转型战略的优异执行力和产品的高市场认可度。上半年公司华浦、华金合资厂处于产能爬坡阶段，我们推算其权益产量在 2000-2500 吨左右，而 3.1 万吨整体产量主要由全资子公司（华友新能源/华海新能源，H1 合计 2.75 万吨产能）贡献。考虑到：(1) 合资厂现有产能的全面达产及二期规划产能的释放；(2) 华友新能源 5 万吨高镍前驱体产能的落地，公司 2021 年前驱体权益产量有望达到 6.7 万吨；2023 年产量或迫近 13 万吨，届时或形成约 30 亿元毛利贡献，较 2020 年增长 607%。
- **量价齐升推动铜钴板块业绩增长，矿冶一体化优势助力铜毛利率持续攀升。**铜钴仍为公司当前业绩主力贡献板块，二者合计占总营收/毛利比重分别为 43%/75%。受益于上半年铜钴产品价格高位和产销量提升，铜钴板块毛利率较去年同期分别提升 9.3pct 和 11.1pct，推动板块营收同比增长 50.5%/66.1%，毛利同比增长 84%/193%。鉴于铜钴价格仍将受益于供应偏紧的基本面而维持高位，我们认为公司该板块业务仍将维持稳定增长。
- **收购巴莫科技完善正极材料领域布局，增强上下游协同效应。**公司上半年完成巴莫科技部分股权收购（38.62%股权+26.4%表决权），完善在正极材料领域的布局。巴莫科技 2020 年三元正极材料市占率国内前二，当前具备 5.55 万吨正极产能，另有 5 万吨高镍正极产能将于 2021 年投产。公司收购优质正极材料企业有助于实现前驱体环节的产能一体化，增强协同效应并扩大经济效益。
- **盈利预测及投资评级：**我们上调公司盈利预测，预计公司 2021-2023 年实现营收 324.98/371.93/465.85 亿元，实现归母净利润 32.22/37.36/47.21 亿元，EPS 分别为 2.82/3.27/4.14 元，当前股价对应 PE 分别为 44.8/38.6/30.6，考虑到新能源汽车产业链维持高景气度、公司产业链一体化的成本管控优势以及产能释放的确定性，我们给予公司 2021 年 60 倍 PE，对应目标价格 158.5 元，对应市值 1933 亿元，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**新能源汽车产销不及预期；项目投产进度不及预期；金属价格下跌；资源国政治及政策风险；运输风险。

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 18,852.8 | 21,186.8 | 32,498.0 | 37,192.8 | 46,585.2 |
| 增长率（%） | 30.46% | 12.38% | 53.39% | 14.45% | 25.25% |
| 净利润（百万元） | 119.53 | 1,164.84 | 3,221.86 | 3,736.15 | 4,720.94 |
| 增长率（%） | -92.91% | 941.08% | 186.22% | 15.96% | 26.36% |
| 净资产收益率（%） | 1.54% | 11.74% | 25.48% | 23.62% | 23.80% |
| 每股收益(元) | 0.11 | 1.03 | 2.82 | 3.27 | 4.14 |
| PE | 1,149.18 | 122.73 | 44.78 | 38.61 | 30.56 |
| PB | 17.60 | 14.54 | 11.41 | 9.12 | 5.13 |

*资料来源：公司财报、东兴证券研究所*

### 公司简介：

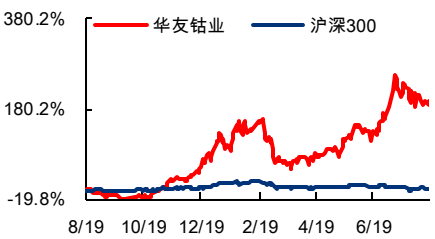
公司主要从事新能源锂电材料和钴新材料产品的研发制造业务，是一家拥有从钴镍资源开发到锂电材料制造一体化产业链，致力于发展低碳环保新能源锂电材料的高新技术企业。

*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

### 交易数据

| | |
|---|---|
| 52 周股价区间（元） | 151.00-33.78 |
| 总市值（亿元） | 1534.43 |
| 流通市值（亿元） | 1534.43 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 121,973/121,076 |
| 流通 B 股/H 股（万股） | / |
| 52 周日均换手率 | 3.22 |

### 52 周股价走势图




*资料来源：wind，东兴证券研究所*

**分析师：张天丰**

021-25102914 zhang_tf@dxzq.net.cn

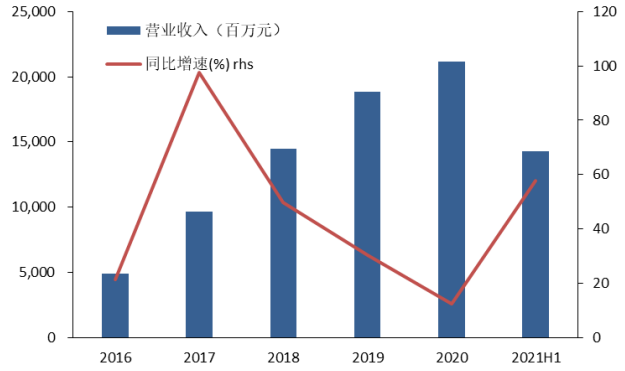
执业证书编号: S1480520100001

**分析师：胡道恒**

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

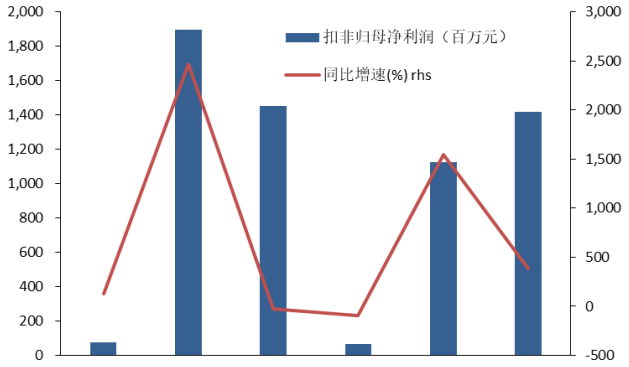
执业证书编号: S1480519080001

**图1：营收及同比增速（2016-2021H1）**



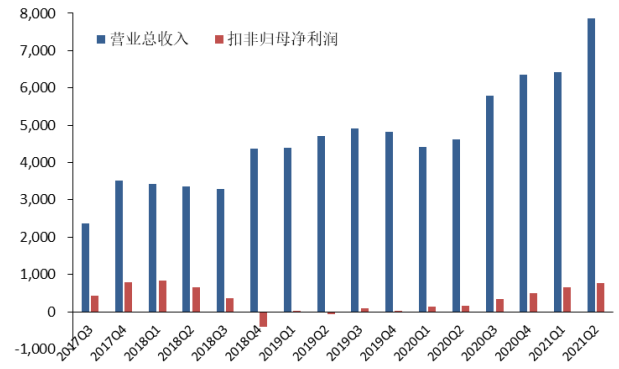

*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

**图2：归母净利润及同比增速（2016-2021H1）**



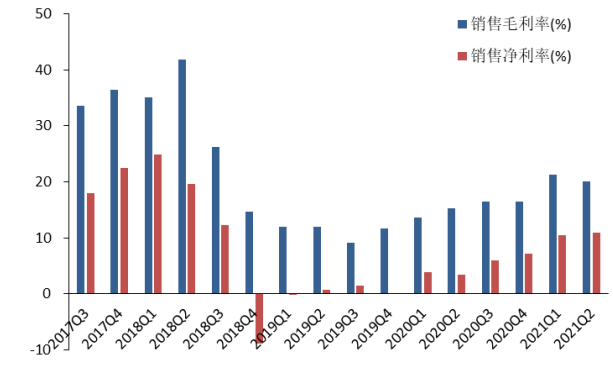

*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

**图3：单季度营收及扣非净利变化（2017Q3-2021H1）**



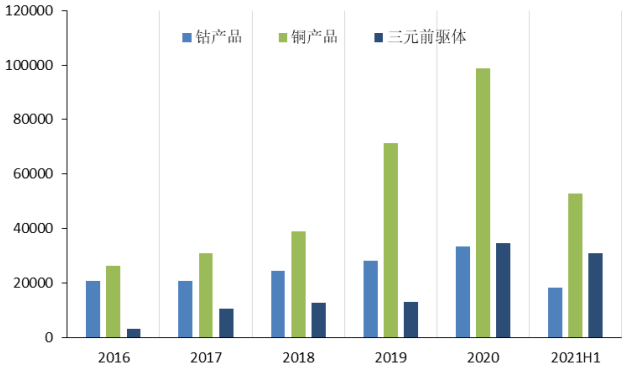

*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

**图4：单季度毛利率及净利率变化（2017Q3-2021H1）**



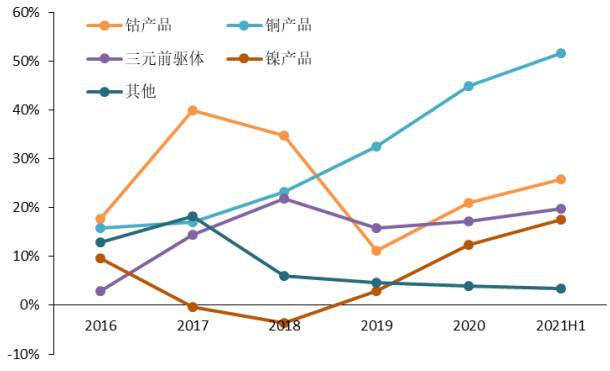

*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

**图5：各产品产量（2016-2021H1）**



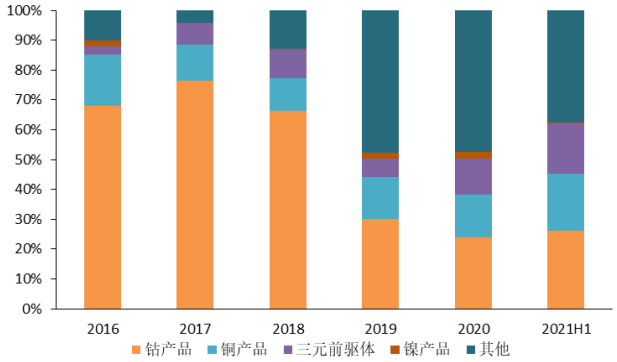

*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

**图6：分产品毛利率变动（2016-2021H1）**



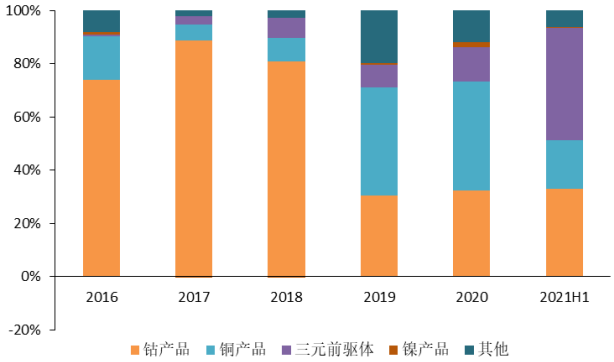

*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

**图7：分产品营收结构（2016-2021H1）**




*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

**图8：分产品毛利结构（2016-2021H1）**




*资料来源：公司公告，东兴证券研究所*

## 附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 | | 利润表 | | | | 单位:百万元 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| **流动资产合计** | 9450 | 9826 | 15123 | 17515 | 21987 | **营业收入** | 18853 | 21187 | 32498 | 37193 | 46585 |
| 货币资金 | 2886 | 2334 | 4875 | 5579 | 6988 | **营业成本** | 16748 | 17870 | 25158 | 28799 | 36202 |
| 应收账款 | 868 | 1141 | 1781 | 2038 | 2553 | 营业税金及附加 | 254 | 194 | 325 | 372 | 466 |
| 其他应收款 | 189 | 182 | 279 | 319 | 400 | 营业费用 | 164 | 172 | 244 | 279 | 349 |
| 预付款项 | 1048 | 781 | 1032 | 1320 | 1682 | 管理费用 | 468 | 665 | 1300 | 1488 | 1863 |
| 存货 | 3390 | 4069 | 5514 | 6312 | 7935 | 财务费用 | 427 | 403 | 566 | 580 | 529 |
| 其他流动资产 | 505 | 527 | 583 | 607 | 654 | 资产减值损失 | 268 | 371 | 650 | 744 | 932 |
| **非流动资产合计** | 13817 | 17119 | 16911 | 17832 | 18553 | 公允价值变动收益 | -328.85 | -46.35 | 30.00 | 40.00 | 40.00 |
| 长期股权投资 | 1331 | 2078 | 2120 | 2162 | 2206 | 投资净收益 | -37.13 | -28.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 6439 | 8321 | 9740 | 10691 | 11322 | **营业利润** | -46.41 | 72.83 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 780 | 802 | 887 | 1016 | 1135 | 营业外收入 | 86.30 | 62.97 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 1373 | 1694 | 400 | 400 | 400 | 营业外支出 | 161 | 1515 | 4286 | 4972 | 6285 |
| **资产总计** | 23267 | 26945 | 32034 | 35346 | 40540 | **利润总额** | 9.71 | 2.58 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| **流动负债合计** | 11299 | 11991 | 14370 | 14507 | 15688 | 所得税 | 11.43 | 39.06 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| 短期借款 | 5915 | 5862 | 7594 | 7038 | 6834 | **净利润** | 159 | 1479 | 4296 | 4982 | 6295 |
| 应付账款 | 1458 | 1789 | 2412 | 2762 | 3471 | 少数股东损益 | 51 | 353 | 1074 | 1245 | 1574 |
| 预收款项 | 49 | 13 | 46 | 83 | 129 | 归属母公司净利润 | 108 | 1126 | 3222 | 3736 | 4721 |
| 一年内到期的非流动 | 1211 | 1448 | 650 | 600 | 550 | EBITDA | -11 | -39 | 0 | 0 | 0 |
| **非流动负债合计** | 1877 | 2503 | 2489 | 2489 | 2489 | **EPS（元）** | 120 | 1165 | 3222 | 3736 | 4721 |
| 长期借款 | 1053 | 1422 | 1422 | 1422 | 1422 | **主要财务比率** | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| **负债合计** | 13176 | 14494 | 16859 | 16996 | 18177 | **成长能力** | | | | | |
| 少数股东权益 | 2343 | 2530 | 2530 | 2530 | 2530 | 营业收入增长 | 30.46% | 12.38% | 53.39% | 14.45% | 25.25% |
| 收资本（或股本） | 1079 | 1141 | 1141 | 1141 | 1141 | 营业利润增长 | -90.94% | 841.22% | 182.85% | 16.00% | 26.41% |
| 资本公积 | 2607 | 3880 | 3880 | 3880 | 3880 | 归属于母公司净利润 | -92.18% | 874.48% | 176.59% | 15.96% | 26.36% |
| 未分配利润 | 3679 | 4808 | 7450 | 10513 | 14384 | **获利能力** | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 7748 | 9922 | 12645 | 15820 | 19833 | 毛利率(%) | 11.16% | 15.66% | 22.59% | 22.57% | 22.29% |
| 债和所有者权益 | 23267 | 26945 | 32034 | 35346 | 40540 | 净利率(%) | 0.57% | 5.31% | 9.91% | 10.05% | 10.13% |
| **现金流量表** | | | | 单位:百万元 | | 资产净利润（%） | 0.51% | 4.32% | 4.52% | 10.06% | 10.57% |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | ROE(%) | 1.54% | 11.74% | 25.48% | 23.62% | 23.80% |
| **经营活动现金流** | 2600 | 1860 | 3578 | 4602 | 5053 | **偿债能力** | | | | | |
| 净利润 | 108 | 1126 | 3222 | 3736 | 4721 | 资产负债率(%) | 57% | 54% | 53% | 48% | 45% |
| 折旧摊销 | 614.24 | 778.23 | 973.61 | 1190.66 | 1392.51 | 流动比率 | 0.84 | 0.82 | 1.05 | 1.21 | 1.40 |
| 财务费用 | 427 | 403 | 566 | 580 | 529 | 速动比率 | 0.54 | 0.48 | 0.67 | 0.77 | 0.90 |
| 应收账款减少 | 48 | -273 | -640 | -257 | -515 | **营运能力** | | | | | |
| 预收帐款增加 | -203 | -36 | 32 | 37 | 47 | 总资产周转率 | 0.89 | 0.84 | 1.10 | 1.10 | 1.23 |
| **投资活动现金流** | -5086 | -3929 | -868 | -2151 | -2154 | 应收账款周转率 | 21 | 21 | 22 | 19 | 20 |
| 公允价值变动收益 | -37 | -29 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 14.64 | 13.05 | 15.47 | 14.38 | 14.95 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | -42 | -42 | -43 | **每股指标（元）** | | | | | |
| 投资收益 | -46 | 73 | 0 | 0 | 0 | 股收益(最新摊薄) | 0.11 | 1.03 | 2.82 | 3.27 | 4.14 |
| **筹资活动现金流** | 2568 | 1459 | -169 | -1746 | -1491 | 每股净现金流(最新摊 | 0.08 | -0.54 | 2.23 | 0.62 | 1.23 |
| 应付债券增加 | -716 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 7.18 | 8.69 | 11.08 | 13.86 | 17.38 |
| 长期借款增加 | 788 | 369 | 0 | 0 | 0 | **估值比率** | | | | | |
| 普通股增加 | 249 | 63 | 0 | 0 | 0 | P/E | 644.55 | 68.83 | 44.78 | 38.61 | 30.56 |
| 资本公积增加 | -240 | 1273 | 0 | 0 | 0 | P/B | 9.87 | 8.16 | 11.41 | 9.12 | 7.27 |
| **现金净增加额** | 82 | -611 | 2540 | 704 | 1409 | EV/EBITDA | 69.02 | 32.81 | 25.63 | 21.95 | 17.83 |

*资料来源：公司财报、东兴证券研究所*

## 分析师简介

**张天丰**

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

**胡道恒**

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 4 年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

## 东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526