业绩高速增长，“两新三化”持续推进

--2020 年年报点评

增持 ——首次

日期：2021 年 04 月 13 日

行业：电气设备和新能源

分析师： 孙克遥
Tel： 021-53686135
E-mail： sunkeyao@shzq.com
SAC 证书编号：S0870520010001

基本数据（2021 年 03 月 29 日）

报告日股价（元）	69.82
12mth A 股价格区间（元）	28.35-116.52
总股本（百万股）	1212.90
无限售 A 股/总股本	94.09%
流通市值（百万元）	79682.88
每股净资产（元）	8.69

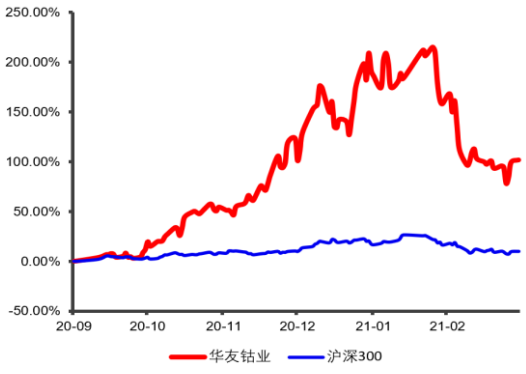
主要股东（2021-02-09）

浙江华友控股集团	16.51%
大山私人股份	12.81%

收入结构（2020A）

钴产品	23.98%
铜产品	14.22%
三元	11.95%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：

首次报告日期：

相关报告：

■ 公司动态事项

公司发布2020年年报。2020年全年公司实现营业收入211.87亿元，同比增长12.38%；实现归母净利润11.65亿元，同比增长874.48%；扣非后净利润11.24亿元，同比增长1549.03%。加权平均ROE达12.73%，同比提升11.17个百分点。公司拟每10股派发现金股利2.00元。

■ 事项点评

经营层面向好，各业务产销稳步增长

公司全年营业收入 211.87 亿元，同比增 12%，全年业务毛利率 15.66%，同比提升 4.5 个百分点；费用率 7.60%，同比小幅增加 0.57 个百分点。受益于市场价格回升契机，公司减值情况改善，20 年计提减值约 1.05 亿元，同比显著减少。20 年公司主营条线稳步推进，全年共生产钴产品 33,364 吨（含受托加工 7,180 吨），同比增长 10.63%；生产前驱体 34,710 吨，同比增长 163.67%；生产铜产品 98,633 吨（含受托加工 15,414 吨），同比增长 38.19%。全年公司共销售前驱体 33,320 吨，同比增长 136.13%；销售钴产品 22,631 吨，同比有所下降 8.19%（因部分市场需求转为受托加工业务）；销售铜产品 78,315 吨，同比增长 18.01%。

三元材料绑定主流客户，板块业绩增长提速

公司新能源板块主要包括新能源衢州、华海新能源、与 POSCO 合资的华友浦项和与 LG 化学合资的华金公司的三元前驱体业务。同时公司还参股了浦华公司、乐友公司开展正极材料业务。公司前驱体产品已大批量应用于国际高端品牌汽车产业链及国际储能市场，已经进入到 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。2020 年，公司三元前驱体业务收入 25.32 亿元，同比增长 120%，业务毛利率 17.29%，同比提升 1.38 个百分点。全年前驱体出货 3.33 万吨，同比增长 136.13%。截至 20 年底，公司自有三元前驱体产能 5.5 万吨，合资项目产能 2.5 万吨，华金项目剩余 2 万吨产能预计 21 年下半年逐步放量，华浦项目二期预计 22 年逐步达产。公司新产能有的放矢，20 年与 POSCO 及其关联企业签订了合计约 9 万吨的长期供货合同。我们预计 21 年公司有效权益产能有望达 7.5 万吨左右，全年出货有望超 6 万吨，同比增超 80%。公司募投项目年产 5 万吨高镍型动力电池用三元前驱体已开工建设，预计 22 年底-23 年逐步建成投产，将进一步提升公司锂电材料市占率。

横向拓展布局镍资源，一体化持续深入

随着动力电池高镍化的推进，镍在电池中的占比逐渐提高，硫酸镍在不同型号的三元前驱体成本占比为 31-66%，其中高镍 NCM811 中硫酸镍成本可达到 60%以上。公司镍业务集中于印度尼西亚，年产 6 万吨粗制氢氧化镍钴湿法冶炼项目已于 2020 年初开工建设，预计 2021 年底建成试产，该项目通过湿法冶炼的工艺生产粗制氢氧化镍钴；公司此次定增募投项目 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目前期工作有序推进，预计 2021 年上半年开工建设，该项目通过火法 RKEF+转炉硫化的方式生产高冰镍。公司积极布局金属镍资源，深度打通产业链上下游，有望显著增厚公司利润。

铜钴传统业务回暖，持续稳定贡献

2020 年公司钴产品收入 50.81 亿元，同比下滑 10.55%个百分点，子公司 CDM 净利润 1.74 亿元。全年钴业务毛利率 21.05%，同比提升 9.82 个百分点，在单吨售价同比小幅下滑的情况下，单吨毛利达 4.73 万元，同比增长 82.65%。据百川数据，电钴价格从 20Q4 约 27 万元/吨上升至 21Q1 约 35-37 万元/吨，公司钴业务盈利将持续改善。20 年公司铜产品收入 30.14 亿元，同比增 14.46%，业务毛利率 44.97%，同比提升 12.5 个百分点。公司非洲区鲁库尼年产 3 万吨电积铜技改、MIKAS 湿法厂三期扩产改造项目完成建设，合计产能提升至 11 万吨。21 年铜价有望高位运行，业务盈利持续增长。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司2021年、2022年和2023年营业收入分别为301.66亿元、348.92亿元和431.25亿元，增速分别为42.38%、15.67%和23.60%；归属于母公司股东净利润分别为24.27亿元、31.14亿元和39.93亿元，增速分别为108.38%、28.30%和28.23%；全面摊薄每股EPS分别为2.00元、2.57元和3.29元，对应PE为34.89倍、27.19倍和21.21倍。**公司经营战略明确，横向拓展、纵向延申，产业链布局进一步深入，成长性显著增强。未来六个月内，我们首次给予公司“增持”评级。**

■ 风险提示

公司新增产能投放不及预期，行业需求不及预期等。

■ 数据预测与估值：

单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21186.84	30166.14	34891.98	43125.02
增长率(%)	12.38%	42.38%	15.67%	23.60%
归属母公司股东净利润	1164.84	2427.35	3114.24	3993.32
增长率(%)	874.48%	108.38%	28.30%	28.23%
每股收益(元)	0.96	2.00	2.57	3.29
市盈率(X)	72.70	34.89	27.19	21.21

数据来源：Wind 上海证券研究所 （2021 年 03 月 29 日收盘价）

■ 附表

资产负债表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2334	9050	10468	12937
应收和预付款项	1921	2810	3178	3961
存货	4069	5585	6435	7919
其他流动资产	1471	1548	1589	1659
长期股权投资	2078	2078	2078	2078
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	11710	18375	26693	35169
无形资产和开发支出	802	855	892	938
商誉	95	95	95	95
其他非流动资产	5566	7269	9237	10601
资产总计	26945	42978	54109	67546
短期借款	5862	8695	11681	14586
应付和预收款项	2878	4345	4961	5947
长期借款	1422	1422	1422	1422
其他负债	1013	1013	1013	1013
负债合计	14494	19122	23059	27675
股本	1141	1213	1213	1213
资本公积	3880	9826	9826	9826
留存收益	4808	10004	16990	25471
归属母公司股东权益	9922	21501	28954	38034
少数股东权益	2530	2420	2236	2052
股东权益合计	12452	23921	31190	40086
负债和股东权益合计	26945	42978	54109	67546

现金流量表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动产生现金流量	2998	-1606	8458	8067
投资活动产生现金流量	-3988	-6326	-3996	-3820
融资活动产生现金流量	1662	9461	-588	-636
现金流量净额	337	1529	3874	3610

利润表（单位：百万元）

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	21187	30166	34892	43125
营业成本	17870	24527	28257	34777
营业税金及附加	194	347	397	461
营业费用	172	244	283	349
管理费用	665	1074	1169	1402
财务费用	403	82	62	-25
研发费用	371	583	594	774
资产减值损失	-46	-55	-55	-55
投资收益	73	90	157	237
其他收益	63	60	70	86
营业利润	1515	3080	3886	5041
营业外收支净额	-36	-36	-36	-36
利润总额	1479	3044	3850	5004
所得税	353	727	919	1195
净利润	1126	2317	2931	3809
少数股东损益	-39	-110	-184	-184
归属母公司股东净利润	1165	2427	3114	3993

财务比率分析

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
毛利率	15.66%	18.69%	19.02%	19.36%
EBIT/销售收入	35.97	22.89	19.04	15.13
销售净利率	5.31%	7.68%	8.40%	8.83%
ROE	11.74%	11.29%	10.76%	10.50%
资产负债率	62%	64%	63%	66%
流动比率	0.82	1.14	1.06	1.05
速动比率	0.41	0.73	0.68	0.67
总资产周转率	0.79	0.73	0.93	0.90
应收账款周转率	18.58	3.43	4.75	4.34
存货周转率	4.39	4.39	4.39	4.39

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师声明

孙克遥

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。