万联证券 WANLIAN SECURITIES

铜钴与锂电材料相映，周期共增长齐飞

——华友钴业（603799 ）事项点评报告

增持（维持）

日期：2021 年 01 月 23 日

事件：

公司发布2020年年度业绩预增公告，预计实现归母净利润10.8-12.7亿元，同比增8.0-9.6倍；扣非归母10.6-12.6亿元，同比增14.6-17.5倍。

投资要点：

- **铜板块量价上行仍是最大增量，但三元前驱体财务贡献得以体现：**公司预计2020全年实现净利润高于我们三季报点评9.6亿元盈利预测，最主要原因为20Q4铜价环比上涨9.9%；我们报告虽然分析“铜价上涨弹性充分”，但在预测上保守按价稳进行。**从业绩分解来看，1）铜钴矿开发及冶炼依然贡献主要利润**，由于PE527鲁库尼矿年产3万吨电积铜项目全年贡献、加之铜价同比增3%，预计铜板块毛利占比约50%（vs 2019年约40.6%），钴量价平稳、预计毛利占比约25%；**2）但三元前驱体财务重要性得以体现，**公司20H1前驱体销量同比增87.9%，下半年随新能源汽车销量逐月提高，公司“新能源锂电材料需求快速增长”，“主要产品产销量增加，盈利能力大幅提升”，预计前驱体业务毛利占比超10%（vs 2019年8.7%）。
- **从钴铜采冶到三元前驱体，锂电材料平台初显：**前驱体业务具有一定资源属性，其格局、盈利和周期回升幅度好于三元正极材料，未来处于量高增、盈利能力稳升周期。公司已投产和在建三元前驱体产能合计10万吨（全资5.5+合作4.5），产品进入LG化学、SK、宁德时代、比亚迪等全球头部动力电池核心产业，未来三年规划产能升至全资15万吨、合资13万吨，已获核准定增预案即含5万吨高镍前驱体项目。
- **镍能源属性将凸显，公司镍业务预期明确、标的稀缺：**我们测算，新能源车渗透率加速加之续航里程提升的需要，将带动高镍三元更高增长，预计至22年新增13.2万吨用镍中，动力电池贡献过半，镍能源属性将凸显。公司参与的盛屯矿业集团年产3.4万吨高冰镍冶炼项目已于20Q4投产，印尼Morowali工业园区年产6万吨红土镍矿湿法冶炼项目预计2021年下半年投产（权益57%），同时拟定增募投印尼纬达贝4.5万吨高冰镍冶炼项目、以配套前驱体用镍需求，目前已获证监会核准；而国内上市公司整体缺乏镍板块业务，公司在镍业务方面既有明确预期、也属稀缺标的。
- **盈利预测与投资建议：**铜钴价格向上（盈利预测按现价），锂电材料销量高增、盈利能力上行，预计公司20-22年净利润12.3/30.5/31.7亿元，对应PE 89.2/36.1/34.6倍，看好公司从β到β+α，维持“增持”评级。
- **风险因素：**新项目拓展不及预期，前驱体及镍冶炼盈利能力不及预期

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	188.5	210.5	240.1	254.2
增长比率	30.5%	11.6%	14.1%	5.8%
归母净利润(亿元)	1.2	12.3	30.5	31.7
增长比率	-92.2%	930.0%	147.5%	4.1%
每股收益(元)	0.10	1.08	2.67	2.78
市盈率(倍)	919.2	89.2	36.1	34.6

资料来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	大山私人股份有限公司/26.16%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	1,141.26
流通A股（百万股）	1,107.15
收盘价（元）	96.28
总市值（亿元）	1,098.81
流通A股市值（亿元）	1,065.97

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2021 年 01 月 22 日

相关研究

万联证券研究所 20201029_公司三季报点评_钴、铜涨价增厚业绩，持续加码三元前驱体_华友钴业

分析师： 夏振荣
执业证书编号：S0270520090002
电话：01056508505
邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理： 阮鹏
电话：18275035519
邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

万联证券

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**9,450**	**10,667**	**11,043**	**11,499**
货币资金	2,886	2,105	1,921	2,542
应收票据及应收账款	868	1,151	1,537	1,451
其他应收款	189	236	220	258
预付账款	1,048	1,442	1,446	1,445
存货	3,390	4,665	4,851	4,735
其他流动资产	1,069	1,069	1,069	1,069
非流动资产	**13,817**	**16,855**	**20,316**	**24,200**
长期股权投资	1,331	1,331	1,331	1,331
固定资产	6,439	7,899	9,784	12,094
在建工程	3,184	4,684	6,184	7,684
无形资产	780	858	934	1,008
其他长期资产	2,083	2,083	2,083	2,083
资产总计	**23,267**	**27,522**	**31,360**	**35,699**
流动负债	**11,299**	**11,211**	**10,146**	**9,008**
短期借款	5,915	3,280	3,384	1,721
应付票据及应付账款	3,170	3,851	3,584	3,903
预收账款	49	199	236	185
其他流动负债	2,165	3,882	2,942	3,198
非流动负债	**1,877**	**2,165**	**2,165**	**2,165**
长期借款	1,053	1,053	1,053	1,053
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	824	1,112	1,112	1,112
负债合计	**13,176**	**13,376**	**12,311**	**11,173**
股本	1,079	1,141	1,141	1,141
资本公积	2,607	3,888	3,888	3,888
留存收益	3,866	6,578	11,480	16,958
归属母公司股东权益	7,748	11,803	16,705	22,183
少数股东权益	2,343	2,343	2,343	2,343
负债和股东权益	**23,267**	**27,522**	**31,360**	**35,699**

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2,600**	**2,852**	**2,165**	**4,674**
净利润	108	1,231	3,047	3,173
折旧摊销	614	467	494	521
营运资金变动	1,133	549	-1,729	690
其它	745	605	352	290
投资活动现金流	**-5,086**	**-2,145**	**-2,102**	**-2,102**
资本支出	-2,641	-2,112	-2,100	-2,100
投资变动	-1,499	0	0	0
其他	-945	-33	-2	-2
筹资活动现金流	**2,568**	**-1,488**	**-247**	**-1,952**
银行借款	10,969	-2,635	104	-1,663
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1,564	63	0	0
其他	-9,965	1,085	-351	-288
现金净增加额	**155**	**-781**	**-184**	**621**
期初现金余额	**1,830**	**2,886**	**2,105**	**1,921**
期末现金余额	**1,985**	**2,105**	**1,921**	**2,542**

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**18,853**	**21,047**	**24,014**	**25,417**
营业成本	16,748	17,484	18,181	19,301
营业税金及附加	254	267	314	328
销售费用	164	183	209	221
管理费用	468	679	685	725
研发费用	268	412	481	456
财务费用	427	377	290	222
资产减值损失	-329	-75	0	0
公允价值变动收益	-37	-31	0	0
投资净收益	-46	-2	-2	-2
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	**161**	**1,554**	**3,904**	**4,215**
营业外收入	10	1	0	0
营业外支出	11	13	0	0
利润总额	**159**	**1,541**	**3,904**	**4,215**
所得税	51	310	857	1,042
净利润	**108**	**1,231**	**3,047**	**3,173**
少数股东损益	-11	0	0	0
归属母公司净利润	**120**	**1,231**	**3,047**	**3,173**
EBITDA	1,566	2,489	4,638	4,908
EPS（元）	0.10	1.08	2.67	2.78

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	30.5%	11.6%	14.1%	5.8%
营业利润	-90.9%	865.1%	151.3%	8.0%
归属于母公司净利润	-92.2%	930.0%	147.5%	4.1%
获利能力				
毛利率	11.2%	16.9%	24.3%	24.1%
净利率	0.6%	5.8%	12.7%	12.5%
ROE	1.5%	10.4%	18.2%	14.3%
ROIC	3.5%	8.2%	13.1%	11.6%
偿债能力				
资产负债率	56.6%	48.6%	39.3%	31.3%
净负债比率	52.5%	24.3%	19.6%	5.9%
流动比率	0.84	0.95	1.09	1.28
速动比率	0.44	0.41	0.47	0.59
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.76	0.77	0.71
应收账款周转率	21.72	18.28	19.85	19.04
存货周转率	4.94	3.75	3.75	4.08
每股指标（元）				
每股收益	0.10	1.08	2.67	2.78
每股经营现金流	2.28	2.50	1.90	4.10
每股净资产	6.79	10.34	14.64	19.44
估值比率				
P/E	919.24	89.25	36.06	34.63
P/B	14.18	9.31	6.58	4.95
EV/EBITDA	3.38	37.74	20.32	18.73

资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场