华友钴业（603799）三季报点评

业绩持续向好，三元前驱体开始放量

买入（维持）

2020 年 10 月 31 日

盈利预测与估值	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	18853	22097	26925	32619
同比（%）	30%	17%	22%	21%
归母净利润（百万元）	120	1013	1517	2199
同比（%）	-92%	748%	50%	45%
每股收益（元/股）	0.10	0.89	1.33	1.93
P/E（倍）	379.79	44.81	29.92	20.64

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

投资要点

- **业绩大幅增长，好于预期。**2020 年前三季度公司营收 148.39 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润 6.87 亿元，同比增长 640.3%；扣非净利润 6.28 亿元，同比增长 1341.1%；20Q1-3 毛利率为 15.29%，同比增加 4.32pct；净利率为 4.53%，同比增加 3.81pct。

- **Q3 持续向好，盈利能力修复。**20Q3 公司实现营收 57.87 亿元，同比增加 17.64%，环比增长 25.05%；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 462.26%，环比增长 102.77%，扣非归母净利润 3.33 亿元，同比增长 293.53%，环比增长 105.09%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 16.5%，同比增长 7.42pct，环比增长 1.17pct；净利率 5.98%，同比增长 4.47pct，环比增长 2.56pct；Q3 扣非净利率 5.76%，同比提升 4.04pct，环比提升 2.25pct。

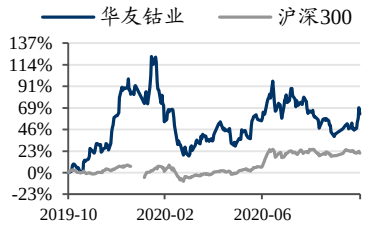
- **钴产品供需结构改善，量利齐升。**Q3 公司钴产品预计生产 7500 吨左右，其中预计销售 6k-6.6k 吨，委托加工 1000 吨，Q1-3 累计生产近 2.1 万吨。价格方面，长江有色钴均价 2019 年全年低位徘徊，20Q1-2 长江有色钴价均价约 27.3，25.1 万/吨，同比降幅 10-15%，Q3 起钴价开始小幅反弹，均价约 27.3 万/吨，最高价已突破 30 万/吨，同比+15%左右，环比+9%，小幅反弹，钴产品 20H1 单吨毛利润为 3.19 万元，我们预计 Q3 单吨毛利进一步提升至 4 万元左右，增厚公司利润。公司现有 3.5 万吨产能，全年预计生产 3 万吨，21 年没有供给增量，下游终端 5G 手机及新能源汽车行业需求持续高增，供需结构进一步改善，有望带动钴价持续回升，改善公司盈利水平。

- **三元前驱体快速放量，合资产能落地在即。**公司打造一体化锂电材料龙头，目前已有 5.5 万吨自营三元前驱体产能建成投产，公司 Q3 三元前驱体预计出货 8k-9k 吨，单月出货 3k-4k 吨，接近满产满销，Q1-3 累计出货 2.1 万吨（19 年全年 1.3 万吨），大幅增长，我们预计公司全年出货突破 3 万吨，快速抢占市场份额。此外公司还有 4.5 万吨合资产能已建成，由于疫情原因验厂推迟，预计于 21 年 Q1 开始放量，产能达 10 万吨。我们预计 21 年公司受益于国内市场需求恢复及 LG 持续高增，三元前驱体出货 6-7 万吨，同比翻番。此外公司募投项目布局 5 万吨高镍前驱体产能，预计将于 2023 年开始放量。

- **盈利预测：**预计公司 20-22 年归母净利润 10.1/15.2/22.0 亿，同比增长 748%/50%/45%，EPS 为 0.89/1.33/1.93 元，对应 PE 为 45x/30x/21x，给以 21 年 43 倍 PE，对应目标价 57.2 元，维持"买入"评级。

- **风险提示：**电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.78
一年最低/最高价	24.01/58.61
市净率(倍)	4.69
流通 A 股市值(百万元)	44042.48

基础数据

每股净资产(元)	8.48
资产负债率(%)	52.43
总股本(百万股)	1141.26
流通 A 股(百万股)	1107.15

相关研究

1、《华友钴业（603799）中报点评：钴产品盈利持续回升，前驱体开始放量》2020-09-01
2、《华友钴业（603799）事件点评：定增 62.5 亿扩建镍和前驱体，加码一体化》2020-05-31
3、《华友钴业（603799）年报点评：业绩低点已过，三元前驱体大额订单落地》2020-03-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业绩大幅增长，好于预期。2020 年前三季度公司营收 148.39 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润 6.87 亿元，同比增长 640.3%；扣非净利润 6.28 亿元，同比增长 1341.1%；20Q1-3 毛利率为 15.29%，同比增加 4.32pct；净利率为 4.53%，同比增加 3.81pct。

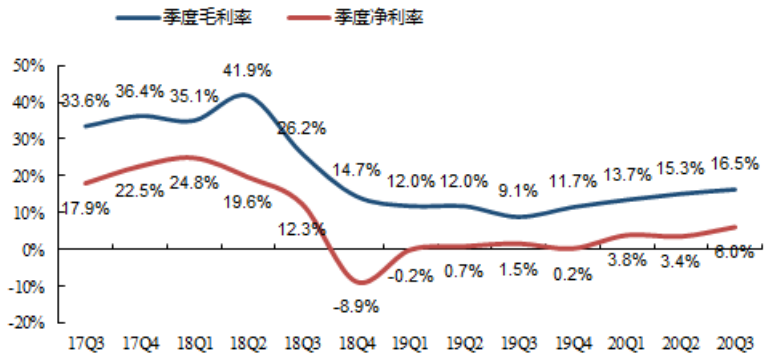
Q3 持续向好，盈利能力修复。20Q3 公司实现营收 57.87 亿元，同比增加 17.64%，环比增长 25.05%；归母净利润 3.37 亿元，同比增长 462.26%，环比增长 102.77%，扣非归母净利润 3.33 亿元，同比增长 293.53%，环比增长 105.09%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 16.5%，同比增长 7.42pct，环比增长 1.17pct；净利率 5.98%，同比增长 4.47pct，环比增长 2.56pct；Q3 扣非净利率 5.76%，同比提升 4.04pct，环比提升 2.25pct。

图 1：公司分季度经营情况

	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)	5,786.6	4,627.6	4,424.4	4,830.1	4,918.8	4,703.0	4,400.9
-同比	17.64%	-1.60%	0.53%	10.35%	49.49%	40.28%	28.28%
毛利率	16.50%	15.33%	13.68%	11.70%	9.08%	11.99%	12.02%
归母净利润(百万)	337.0	166.2	183.5	26.8	59.9	20.5	12.4
-同比	462.26%	711.87%	1385.10%	106.98%	-85.17%	-96.88%	-98.55%
净利率	5.98%	3.42%	3.79%	0.16%	1.51%	0.74%	-0.19%
扣非归母净利润（百万）	333.47	162.59	132.20	24.56	84.74	-57.80	16.66
-同比	293.53%	381.28%	693.42%	106.05%	-76.21%	-108.72%	-98.02%
扣非归母净利率	5.76%	3.51%	2.99%	0.51%	1.72%	-1.23%	0.38%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司分季度盈利能力

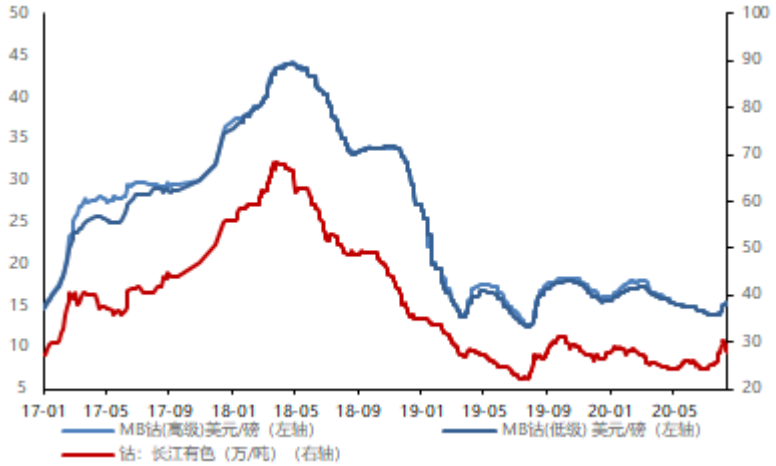


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

钴产品供需结构改善，量利齐升。Q3 公司钴产品预计生产 7500 吨左右，其中预计销售 6k-6.6k 吨，委托加工 1000 吨，Q1-3 累计生产近 2.1 万吨。价格方面，长江有色钴均价 2019 年全年低位徘徊，20Q1-2 长江有色钴价均价约 27.3，25.1 万/吨，同比降幅 10-15%，Q3 起钴价开始小幅反弹，均价约 27.3 万/吨，最高价已突破 30 万/吨，同比+15%左右，环比+9%，小幅反弹，钴产品 20H1 单吨毛利润为 3.19 万元，我们预计 Q3 单吨毛利进一步提升至 4 万元左右，增厚公司利润。公司现有 3.5 万吨产能，全年预计生产 3 万吨，21 年没有供给增量，下游终端 5G 手机及新能源汽车行业需求持续高增，供需结构进一步改善，有望带动钴价持续回升，改善公司盈利水平。

图 3：钴价格变动



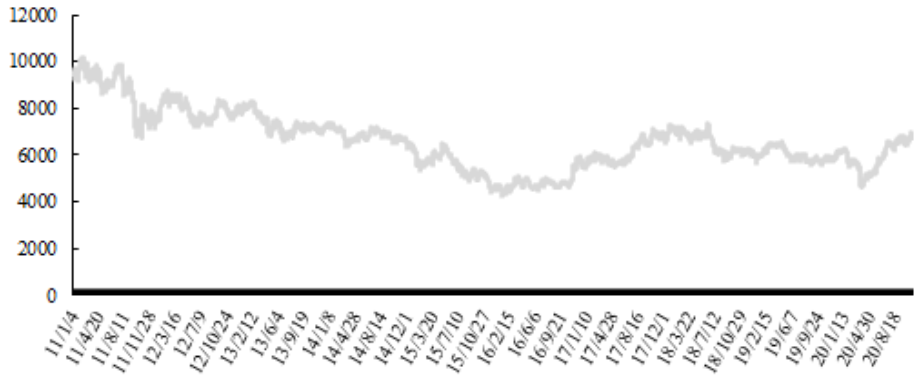
数据来源：物理化学协会，SMM

三元前驱体快速放量，合资产能落地在即。公司打造一体化锂电材料龙头，目前已有 5.5 万吨自营三元前驱体产能建成投产，公司 Q3 三元前驱体预计出货 8k-9k 吨，单月出货 3k-4k 吨，接近满产满销，Q1-3 累计出货 2.1 万吨（19 年全年 1.3 万吨），大幅增长，我们预计公司全年出货突破 3 万吨，快速抢占市场份额。此外公司还有 4.5 万吨合资产能已建成，由于疫情原因验厂推迟，预计于 21 年 Q1 开始放量，产能达 10 万吨。我们预计 21 年公司受益于国内市场需求恢复及 LG 持续高增，三元前驱体出货 6-7 万吨，同比翻番。此外公司募投项目布局 5 万吨高镍前驱体产能，预计将于 2023 年开始放量。

Mikas 电积铜价格回暖，带动业绩大超预期：Q3 预计生产铜产品 2.5-3 万吨左右，需求持续向好；1-3Q 预计生产 7 万吨左右，其中 6 万吨+为自主销售。20 年 Q3 铜价同环比上涨 12%+，带动毛利率大幅增长。19 年底 PE527 矿权鲁库尼矿年产 3 万吨电积铜项目建成投产，合计产能达到 11 万吨，预计 20 年铜产品出货接近 10 万吨，同比增长

50%，维持持续高增长态势。

图 4：铜期货价格变动（美元/吨）



数据来源：物理化学协会，SMM

氢氧化镍项目顺利，加强一体化布局。公司加强一体化布局，2018 年公司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，为公司目前的重点项目。此后购买华友衢州 15.88%股权实现全资控股，并募集 8 亿投建年产 3 万吨硫酸镍项目；公司还计划投资 5.16 亿美元，建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍等项目，为公司向新能源锂电材料转型升级奠定镍原料供应基础。

Q3 三费控制良好。2020 年前三季度公司三费（含研发费用）合计 10.96 亿元，同比增长 9.41%，费用率为 7.39%，同比增长 0.24pct。20Q3 销售费用 0.4 亿元，销售费用率 0.7%，同比下降 0.1pct；管理费用 1.6 亿元，管理费用率 2.8%，同比增 0.5pct；财务费用 0.8 亿元，财务费用率 1.3%，同比下降 1pct；研发费用 0.9 亿元，研发费用率 1.6%，同比增 0.4pct。公司前三季度计提资产减值损失 0.75 亿；计提信用减值损失 0.35 亿。20Q3 公司计提资产减值损失 0.17 亿；计提信用减值损失 0.04 亿。

图 5：公司分季度费用情况（百万）

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	31.53	46.42	41.59	44.23	40.25	49.93	43.28
-销售费用率	0.72%	0.99%	0.85%	0.92%	0.91%	1.08%	0.75%
管理费用	102.93	133.67	113.71	117.28	131.26	186.80	160.82
-管理费用率	2.34%	2.84%	2.31%	2.43%	2.97%	4.04%	2.78%
研发费用	42.35	77.66	59.90	87.70	51.36	74.69	93.77
-研发费用率	0.96%	1.65%	1.22%	1.82%	1.16%	1.61%	1.62%
财务费用	125.38	111.83	114.91	74.98	113.16	75.83	75.02
-财务费用率	2.85%	2.38%	2.34%	1.55%	2.56%	1.64%	1.30%
期间费用	302.19	369.58	330.11	324.20	336.04	387.25	372.90
-期间费用率	6.87%	7.86%	6.71%	6.71%	7.60%	8.37%	6.44%
资产减值损失	161.22	-164.94	67.99	-70.68	-32.48	-25.46	-17.18
信用减值损失	-7.93	-0.10	-8.28	-37.18	-17.55	-13.49	-3.90

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营性现金流明显改善。报告期末公司存货为 33.53 亿，较年初减少 1.08%，较二季度末微降；应收账款 10.1 亿，较年初增长 16.39%，较二季度末增长 27.97%；期末公司合同负债 3.06 亿元，较二季度末微降 5%。20Q3 单季度公司经营活动净现金流为 3.51 亿，同比增长 122.76%，环比增长 20.87%；资本开支为 6.15 亿，同比上升 13.7%。账面现金为 21.35 亿，较年初下降 26.02%，短期借款 60.88 亿元，较年初增长 2.93%。公司计划非公开发行股票募投 60.2 亿元，为后续资本开支提供保障。

盈利预测：预计公司 20-22 年归母净利润 10.1/15.2/22.0 亿，同比增长 748%/50%/45%，EPS 为 0.89/1.33/1.93 元，对应 PE 为 45x/30x/21x，给以 21 年 43 倍 PE，对应目标价 57.2 元，维持"买入"评级。

风险提示：电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

华友钴业三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	9,450	9,899	24,738	29,282
现金	2,886	2,210	2,692	3,262
应收账款	868	1,408	1,715	2,078
存货	3,390	3,819	13,504	15,975
其他流动资产	1,069	1,069	5,200	6,073
非流动资产	13,817	16,224	18,961	21,663
长期股权投资	1,331	1,331	1,331	1,331
固定资产	6,439	6,369	6,271	6,192
无形资产	780	676	666	552
其他非流动资产	5,267	7,847	10,692	13,587
资产总计	23,267	26,123	43,699	50,945
流动负债	11,299	13,595	30,052	35,714
短期借款	7,126	8,886	24,547	29,294
应付账款	7,126	8,886	24,547	29,294
其他流动负债	2,715	3,034	3,506	4,050
非流动负债	2,715	3,034	3,506	4,050
长期借款	1,053	1,053	1,053	1,053
其他非流动负债	824	824	824	824
负债合计	13,176	15,473	31,930	37,592
少数股东权益	2,343	2,333	2,318	2,296
归属母公司股东权益	7,748	8,317	9,451	11,057
负债和股东权益	23,267	26,123	43,699	50,945

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,600	1,361	-10,773	786
投资活动现金流	-5,086	-3,026	-3,390	-3,390
筹资活动现金流	2,568	989	14,646	3,173
现金净增加额	82	-676	483	569
折旧和摊销	614	630	663	698
资本开支	2,641	3,300	3,400	3,400
营运资本变动	1,104	-730	-13,683	-3,187

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,853	22,097	26,925	32,619
减：营业成本	16,748	19,257	22,973	27,239
营业税金及附加	254	221	269	326
营业费用	164	181	215	261
管理费用	735	840	996	1,174
财务费用	427	327	632	980
资产减值损失	366	141	123	127
加：投资净收益	-46	10	10	10
营业利润	161	1,180	1,766	2,561
加：营业外净收支	-1	0	2	1
利润总额	159	1,180	1,768	2,562
减：所得税费用	51	177	265	384
少数股东损益	-11	-10	-15	-22
归属母公司净利润	120	1,013	1,517	2,199
EBITDA	1,202	2,137	3,061	4,239

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.10	0.89	1.33	1.93
每股净资产(元)	7.18	7.29	8.28	9.69
发行在外股份(百万股)	1,079	1,141	1,141	1,141
ROIC(%)	2.3%	6.3%	5.5%	6.9%
ROE(%)	1.5%	12.2%	16.1%	19.9%
毛利率(%)	11.2%	12.9%	14.7%	16.5%
销售净利率(%)	0.6%	4.5%	5.6%	6.7%
资产负债率(%)	56.6%	59.2%	73.1%	73.8%
收入增长率(%)	30.5%	17.2%	21.8%	21.1%
净利润增长率(%)	-92.2%	747.6%	49.8%	44.9%
P/E	379.79	44.81	29.92	20.64
P/B	5.86	5.46	4.80	4.11
EV/EBITDA	47	26	18	13

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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