东兴证券 DONGXING SECURITIES

华友钴业（603799）：电解铜产量超预期，前驱体渐成业务第三极

2020 年 08 月 31 日

推荐/维持

华友钴业 | 公司报告

- **事件：**公司发布 2020 中报。公司上半年实现营业收入 90.52 亿元，同比-0.57%；归母净利润 3.50 亿元，同比+965.28%；归母扣非净利润 2.95 亿元，同比+816.52%;基本每股收益 0.31 元。Q2 单季实现营业收入 46.28 亿元，同比-1.60%；归母扣非净利润 1.63 亿元，同比+381.28%。
- **钴产品业绩受销量下滑拖累，毛利率则企稳回升：**国内长江钴 H1 均价 26.28 万元/吨，同比/环比-9%/-2.4%；公司钴产品实现产销 13510/10360 吨，同比+6.8%/-19.3%，销量下滑主因部分市场需求转为受托加工业务。钴产品营收 22.6 亿元，同比-25%；毛利 3.31 亿元，同比-4%；毛利率提升 3.2pct 至 14.62%，主因营业成本下降。
- **矿冶一体化优势尽显，铜产品盈利能力节节攀升：**非洲鲁库尼 3 万吨电积铜项目于 2019 年底正式投产，上半年公司电积铜产量 42704 吨，同比+49.54%。铜产品营收 16.0 亿元，同比+21.2%;毛利 6.79 亿元，同比+33.9%，占总毛利比重达到 51.6%；毛利率提升 4.03pct 至 42.41%，处于 2015 年以来最高水平，矿冶一体化优势尽显。
- **三元前驱体开始放量，业务第三极逐步成型：**受益于全资/合资产能的陆续释放，公司三元前驱体逐步放量。公司 H1 三元前驱体产销 13004/12745 吨，同比+95.47%/+87.92%，其中不包括合资公司的直接出口海外产品销售 6578 吨，同比+215.64%。前驱体业务板块 H1 营收 9.57 亿元，同比+73.3%，占总营收比重 10.6%；毛利 1.35 亿元，同比+263.7%；毛利率提升 7.4pct 至 14.1%。
- **项目建设有序推进：**公司印尼华越湿法项目、非洲区 MIKAS 湿法三期扩建改造项目继续推进；衢州华友 3 万吨高纯三元动力电池级硫酸镍项目于 7 月中旬正式开工；新能源板块，华浦、华金项目预计 2021H1 完成，浦华、乐友项目预计 2020H2 完成。另外，年产 5 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料、印尼区年产 4.5 万吨高冰镍等项目前期工作也已展开。
- **下半年钴或呈供需错配格局，价格中枢将抬升：**8 月国内长江钴一度触及 30 万元/吨关口，主因原料供给减少叠加中游低库存带来的补库预期。上半年全球主要钴矿企业产量同比出现下滑，“刚果金-南非-中国”供应链受疫情扰动，冶炼厂原料库存较为紧张。需求方面，下游 3C 及合金领域 9 月将迎来传统旺季；动力电池方面，欧洲新能源汽车产销保持高增长，国内动力电池排产环比改善。供需共振情形下，钴价中枢或将显著抬升。
- **盈利预测及投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年营收为 217.52 /250.14 /283.18 亿元，归母净利润分别为 6.88 /8.88 /12.38 亿元，对应 EPS 为 0.64 /0.82 /1.15 元，当前股价对应 PE 分别为 63.0 /48.8 /35.0 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格下跌；3C 及新能源汽车对钴需求不及预期；项目投产进度不及预期；资源国政治及政策风险；运输风险。

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14,450.7	18,852.8	21,751.7	25,014.3	28,318.0
增长率（%）	49.70%	30.46%	15.38%	15.00%	13.21%
归母净利润（百万元）	1,528.10	119.53	687.55	888.45	1,237.52
增长率（%）	-19.14%	-92.91%	535.89%	29.22%	39.29%
净资产收益率（%）	20.10%	1.54%	8.20%	9.63%	11.90%
每股收益	1.84	0.11	0.64	0.82	1.15
PE	21.83	365.09	63.01	48.76	35.00
PB	4.38	5.59	5.17	4.70	4.17

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

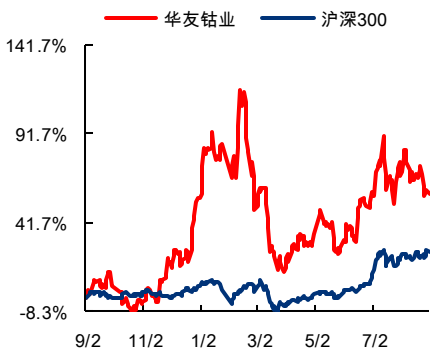
公司简介：

公司是一家专注于钴、铜有色金属冶炼及钴新材料产品深加工的高新技术企业，产品主要用于锂离子电池正极材料、航空航天高温合金、硬质合金、色釉料、磁性材料、橡胶粘合剂和石化催化剂等领域。

交易数据

52 周股价区间（元）	40.16-25.4
总市值（亿元）	458.33
流通市值（亿元）	433.19
总股本/流通 A 股（万股）	114126/107867
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	3.98

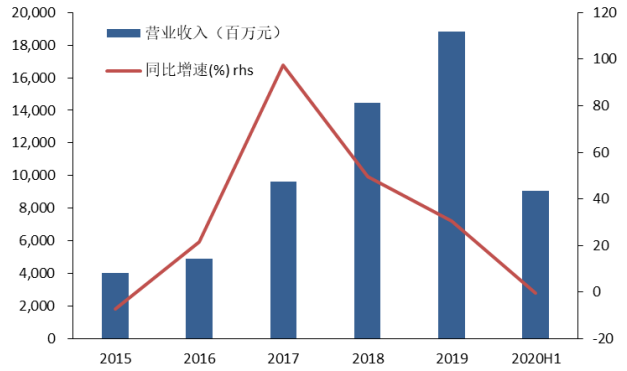
52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

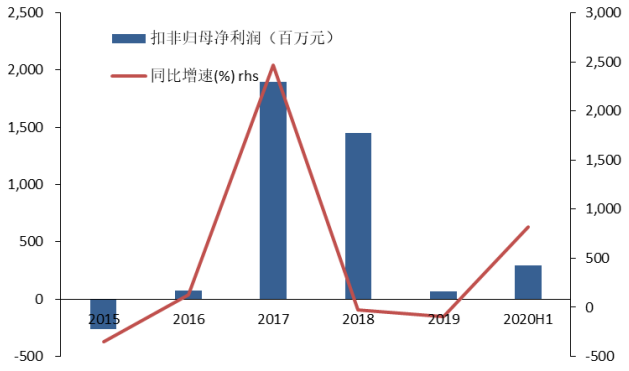
分析师：郑闵钢
010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com
执业证书编号: S1480510120012
分析师：胡道恒
021-25102923 hudh@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519080001
研究助理：张天丰
021-25102914 tfzhang901@126.com
执业证书编号: S1480118100014

图1：营收及同比增速（2015-2020H1）



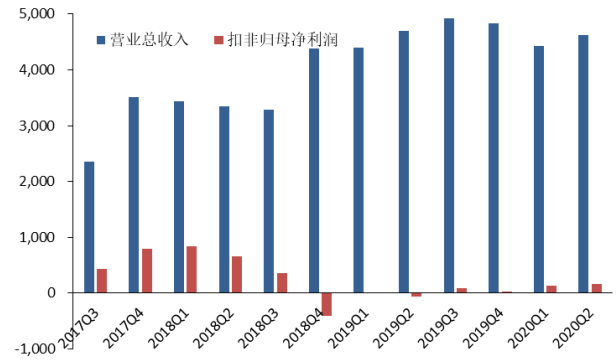
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：归母净利润及同比增速（2015-2020H1）



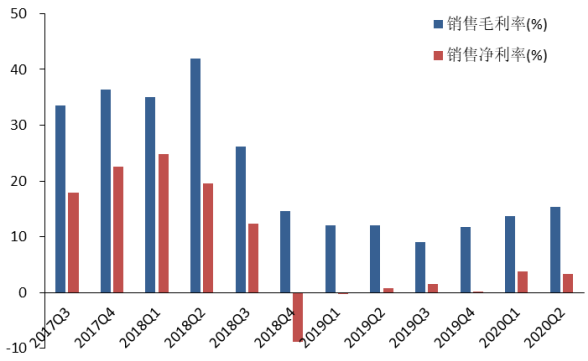
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图3：单季度营收及扣非净利变化（2017Q3-2020Q2）



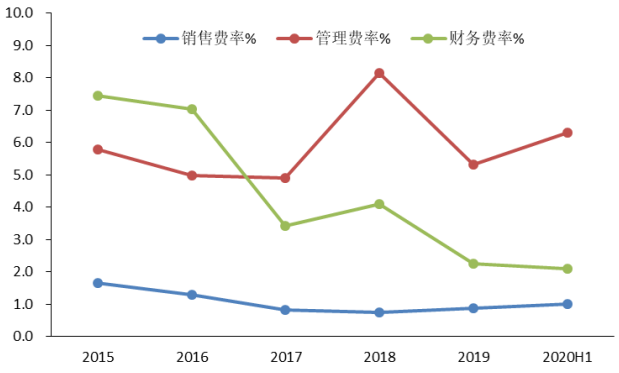
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：单季度毛利率及净利率变化（2017Q3-2020Q2）



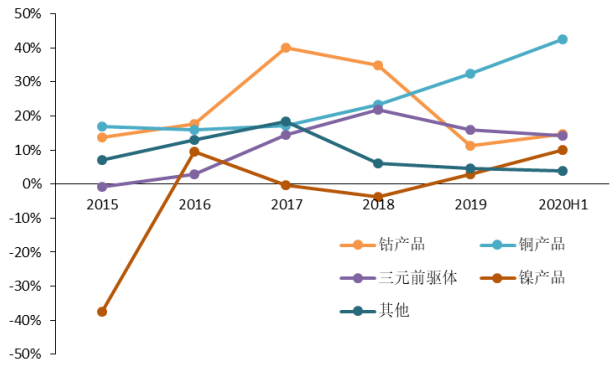
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5：期间费率变动（2015-2020H1）



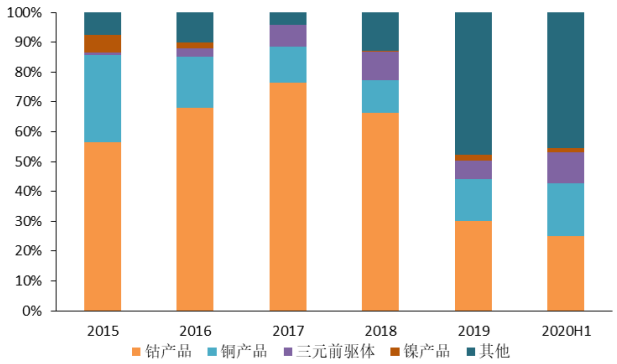
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：分产品毛利率变动（2015-2020H1）



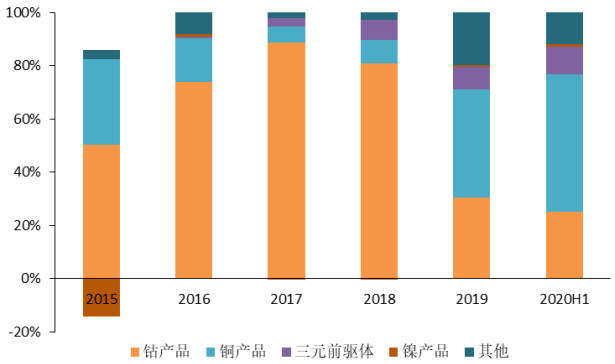
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图7：分产品营收结构（2015-2020H1）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：分产品毛利结构（2015-2020H1）



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	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	10892	9450	12484	14561	16708	**营业收入**	14451	18853	21752	25014	28318
货币资金	2324	2886	3263	3752	4248	**营业成本**	10337	16748	18641	21175	23648
应收账款	915	868	1192	1371	1552	营业税金及附加	172	254	261	300	340
其他应收款	91	189	218	251	284	营业费用	109	164	174	200	227
预付款项	967	1048	1421	1844	2317	管理费用	419	468	870	1001	1133
存货	5488	3390	5107	5801	6479	财务费用	594	427	646	879	1003
其他流动资产	501	505	519	535	552	研发费用	380	268	283	325	368
非流动资产合计	8168	13817	14768	16209	17201	资产减值损失	704.04	-328.85	30.00	40.00	40.00
长期股权投资	544	1331	1358	1385	1413	公允价值变动收益	16.76	-37.13	0.00	0.00	0.00
固定资产	4646	6439	6895	9253	11310	**投资净收益**	-18.99	-46.41	0.00	0.00	0.00
无形资产	695	780	867	998	1118	加：其他收益	40.62	86.30	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	247	1373	400	400	400	营业利润	1777	161	907	1175	1640
资产总计	19060	23267	27253	30770	33908	**营业外收入**	1.16	9.71	30.00	30.00	30.00
流动负债合计	8978	11299	14698	16871	18334	营业外支出	13.12	11.43	20.00	20.00	20.00
短期借款	5122	5915	9484	11084	11957	**利润总额**	1765	159	917	1185	1650
应付账款	1119	1458	1788	2030	2268	所得税	240	51	229	296	413
预收款项	252	49	158	283	425	净利润	1525	108	688	888	1238
一年内到期的非流	559	1211	650	600	550	少数股东损益	-3	-11	0	0	0
非流动负债合计	1672	1877	1831	2331	2831	归属母公司净利润	1528	120	688	888	1238
长期借款	266	1053	1553	2053	2553	**主要财务比率**					
应付债券	716	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	10650	13176	16529	19202	21166	**成长能力**					
少数股东权益	810	2343	2343	2343	2343	营业收入增长	49.70%	30.46%	15.38%	15.00%	13.21%
实收资本（或股本）	830	1079	1079	1079	1079	营业利润增长	-21.08%	-90.94%	463.25%	29.54%	39.62%
资本公积	2847	2607	2607	2607	2607	归属于母公司净利	-19.38%	-92.18%	475.19%	29.22%	39.29%
未分配利润	3647	3679	4311	5129	6267	**获利能力**					
归属母公司股东权	7601	7748	8380	9224	10400	毛利率(%)	28.47%	11.16%	14.30%	15.35%	16.49%
负债和所有者权益	19060	23267	27253	30770	33908	净利率(%)	10.55%	0.57%	3.16%	3.55%	4.37%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润（%）		8.02%	0.51%	2.52%	2.89%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	20.10%	1.54%	8.20%	9.63%	11.90%
经营活动现金流	1823	2600	-170	1791	2537	**偿债能力**					
净利润	1525	108	688	888	1238	资产负债率(%)	56%	57%	61%	62%	62%
折旧摊销	419.94	614.24	731.62	947.76	1267.62	流动比率	1.21	0.84	0.85	0.86	0.91
财务费用	594	427	646	879	1003	速动比率	0.60	0.54	0.50	0.52	0.56
应收账款减少	435	48	-324	-179	-181	**营运能力**					
预收帐款增加	173	-203	109	125	142	总资产周转率	0.81	0.89	0.86	0.86	0.88
投资活动现金流	-1692	-5086	-2252	-2428	-2300	应收账款周转率	13	21	21	20	19
公允价值变动收益	17	-37	0	0	0	应付账款周转率	11.91	14.64	13.40	13.10	13.18
长期投资减少	0	0	-27	-27	-28	**每股指标（元）**					
投资收益	-19	-46	0	0	0	每股收益(最新摊	1.84	0.11	0.64	0.82	1.15
筹资活动现金流	273	2568	2799	1127	258	每股净现金流(最	0.49	0.08	0.35	0.45	0.46
应付债券增加	716	-716	0	0	0	每股净资产(最新	9.16	7.18	7.77	8.55	9.64
长期借款增加	-78	788	500	500	500	**估值比率**					
普通股增加	237	249	0	0	0	P/E	21.83	365.09	63.01	48.76	35.00
资本公积增加	-34	-240	0	0	0	P/B	4.38	5.59	5.17	4.70	4.17
现金净增加额	403	82	377	489	496	EV/EBITDA	13.53	41.03	22.70	17.80	13.87

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财金嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。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仿真大赛三等奖，中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 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。