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

买入（维持）

2020年05月31日

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	18853	21582	26161	31547
同比（%）	30%	14%	21%	21%
归母净利润（百万元）	120	858	1404	2007
同比（%）	-92%	618%	64%	43%
每股收益（元/股）	0.10	0.75	1.23	1.76
P/E（倍）	310.00	43.21	26.40	18.46

投资要点

- **印尼4.5万吨高冰镍项目，提升镍资源保障能力：**投资5.16亿美元（约36亿人民币）建设4.5万吨高冰镍项目，实施主体为华科镍业印尼有限公司（公司持股70%），与青山集团合作。项目建设周期2年，产出高冰镍产品5.77万吨/年，含镍金属量4.5万吨。项目单吨投资额8.14万元/吨，对比盛屯矿业的印尼3.4万吨项目，单吨投资额低3.3%。未来三年公司预计自身（含独资和合资）所需镍金属含量在10万吨/年，本次募集扩产是为了更好保证前驱体的镍供应。

- **再扩三元前驱体，彰显下游布局决心：**投资15.3亿元建设5万吨高镍全驱体项目，实施主体为华友新能源（全资子公司），建设期为2年。项目产品包括NCM8系2.5万吨、NCM9系1.25万吨、NCMA四元前驱体1.25万吨。公司已投产和在建三元前驱体产能合计10万吨/年，其中全资三元前驱体产能5.5万吨/年，均已投产；另与LG化学和POSCO合资建设的三元前驱体产能合计4.5万吨/年，该等产能目前正在建设或已进入产线调试、试生产阶段。未来三年，公司规划前驱体产能提升至独资15万吨/年+合资13万吨/年。单吨投资额对比来看，公司三元前驱体项目较格林美高10.6%。

- **拟设第一期员工持股计划，核心高管认购占50%：**第一期员工持股计划拟筹集2.32亿，股票来源为认购公司非公开发行的股票。总人数不超过400人，其中董事、监事和高级管理人员合计14人，合计认购本员工持股计划份额不超过11,700万份，占本员工持股计划份额总数的50.4%。存续期共48个月，其中前36个月为锁定期，后12个月为解锁期。

- **钴价处于底部，下半年需求回升有望反弹，带动盈利改善。**目前钴价处于底部震荡，国内钴价25.5万/吨，MB钴价15美元/磅，基本接近今年低位。国内电动车预计三季度加速回暖，中游排产5月环比持平，预计6月同环比将有明显拐点；海外车企陆续完成复工，大众MEB平台首款ID3将在6月如期交付，海外下半年反转信号明确。下半年产业链整体需求上行，有望带动钴价回升，改善公司盈利水平。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司20-22年净利润8.58/14.04/20.07亿，同比增长618%/64%/43%，对应PE为43x/26x/18x，考虑到公司为钴行业龙头，下半年需求恢复有望带动钴价提升，目标价上调，给予21年35倍PE，对应目标价43元，维持“买入”评级。

- **风险提示：**下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

股价走势

市场数据

收盘价(元)	32.47
一年最低/最高价	19.65/58.61
市净率(倍)	4.31
流通A股市值(百万元)	35024.46

基础数据

每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	57.62
总股本(百万股)	1141.26
流通A股(百万股)	1078.67

相关研究

1、《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
2、《华友钴业（603799）业绩预告点评：符合预期，业绩有望持续修复》2020-01-23
3、《华友钴业（603799）中报点评：钴价低迷拖累业绩，盈利拐点将至》2019-09-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：1）拟非公开发行不超过 3.42 亿股，不超过发行前 30%，**拟募集 62.5 亿元，**分别用于**4.5 万吨火法高冰镍项目**（需 36.63 亿元，募集资金投入 30 亿元）、**5 万吨高镍型动力电池前驱体项目**（需 15.26 亿元，募集资金投入 13 亿元）、总部研究院项目（需 3.5 亿元，募集资金投入 3 亿元）和补充流动资金（16.5 亿元）。发行对象为公司第一期员工持股计划和实际控制人之一陈雪华以及不超过 33 名特定对象。

2）第一期员工持股计划，拟筹集 2.32 亿，总人数不超过 400 人，锁定期为 36 个月。其中董事、监事和高级管理人员合计 14 人，合计认购本员工持股计划份额不超过 11,700 万份，占本员工持股计划份额总数的 50.4%。

图 1：华友钴业本次投资项目情况（亿元）

序号	募集资金投资项目	项目投资总额	募集资金拟投入额
1	年产4.5万吨镍金属量高冰镍项目	36.63	30.00
2	年产5万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料项目	15.26	13.00
3	华友总部研究院建设项目	3.50	3.00
4	补充流动资金	16.50	16.50
	合计	**71.89**	**62.50**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

印尼 4.5 万吨高冰镍项目，提升镍资源保障能力：投资 5.16 亿美元（约 36 亿人民币）建设 4.5 万吨高冰镍项目，实施主体为华科镍业印尼有限公司（公司持股 70%），与青山集团合作。项目建设周期 2 年，产出高冰镍产品 5.77 万吨/年，含镍金属量 4.5 万吨。项目单吨投资额 8.14 万元/吨，对比盛屯矿业的印尼 3.4 万吨项目，单吨投资额低 3.3%。未来三年公司预计自身（含独资和合资）所需镍金属含量在 10 万吨/年，本次募集扩产是为了更好保证前驱体的镍供应。

图 2：高冰镍项目投资额对比

项目对比	募集资金投资项目	年产量（吨）	项目投资总额（亿元）	单吨投资额（万元/吨）	内部收益率	投资回收期
华友钴业	年产4.5万吨镍金属量高冰镍项目	4.5	36.63	8.14	18.8%	6.78
盛屯（20年2月）	印尼3.4万吨高冰镍项目	3.4	28.64	8.42		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

再扩三元前驱体，彰显下游布局决心：投资 15.3 亿元建设 5 万吨高镍全躯体项目，实施主体为华友新能源（全资子公司），建设期为 2 年。项目产品包括 NCM8 系 2.5 万吨、

NCM9 系 1.25 万吨、NCMA 四元前驱体 1.25 万吨。公司已投产和在建三元前驱体产能合计 10 万吨/年，其中全资三元前驱体产能 5.5 万吨/年，均已投产；另与 LG 化学和 POSCO 合资建设的三元前驱体产能合计 4.5 万吨/年，该等产能目前正在建设或已进入产线调试、试生产阶段。未来三年，公司规划前驱体产能提升至独资 15 万吨/年+合资 13 万吨/年。单吨投资额对比来看，公司三元前驱体项目较格林美高 10.6%。

图 3：三元前驱体项目投资额对比

项目对比	募集资金投资项目	年产量(吨)	项目投资总额(亿元)	单吨投资额(万元/吨)	内部收益率	投资回收期
华友钴业	年产5万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料项目	5	15.26	3.05	17.5%	6.36
格林美	3万吨三元前驱体项目	3	8.60	2.87		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拟设第一期员工持股计划，核心高管认购占 50%：第一期员工持股计划拟筹集 2.32 亿，股票来源为认购公司非公开发行的股票。总人数不超过 400 人，其中董事、监事和高级管理人员合计 14 人，合计认购本员工持股计划份额不超过 11,700 万份，占本员工持股计划份额总数的 50.4%。存续期共 48 个月，其中前 36 个月为锁定期，后 12 个月为解锁期。

钴价处于底部，下半年需求回升有望反弹，带动盈利改善。目前钴价处于底部震荡，国内钴价 25.5 万/吨，MB 钴价 15 美元/磅，基本接近今年低位。国内电动车预计三季度加速回暖，中游排产 5 月环比持平，预计 6 月同环比将有明显拐点；海外车企陆续完成复工，大众 MEB 平台首款 ID3 将在 6 月如期交付，海外下半年反转信号明确。下半年产业链整体需求上行，有望带动钴价回升，改善公司盈利水平。

投资建议：我们预计公司 20-22 年净利润 8.58/14.04/20.07 亿，同比增长 618%/64%/43%，对应 PE 为 43x/26x/18x，考虑到公司为钴行业龙头，下半年需求恢复有望带动钴价提升，目标价上调，给予 21 年 35 倍 PE，对应目标价 43 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

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	10,792	25,361	29,941
现金	2,886	3,237	3,924	4,732
应收账款	868	1,375	1,666	2,009
存货	3,390	3,741	13,103	15,451
其他流动资产	1,069	1,069	5,082	5,909
非流动资产	13,817	13,724	13,961	14,063
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	5,347	5,692	5,987
资产总计	23,267	24,516	39,322	44,004
流动负债	11,299	12,092	25,847	29,063
短期借款	7,126	7,462	20,483	22,828
应付账款	1,458	1,644	1,942	2,295
其他流动负债	2,715	2,986	3,422	3,940
非流动负债	1,877	1,877	1,877	1,877
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	13,969	27,724	30,941
少数股东权益	2,343	2,343	2,343	2,343
归属母公司股东权益	7,748	8,204	9,254	10,720
负债和股东权益	23,267	24,516	39,322	44,004

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,600	1,318	-10,418	803
投资活动现金流	-5,086	-526	-890	-790
筹资活动现金流	2,568	-440	11,995	795
现金净增加额	82	352	687	808
折旧和摊销	614	630	663	698
资本开支	2,641	800	900	800
营运资本变动	1,104	-673	-13,269	-3,027

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,853	21,582	26,161	31,547
减:营业成本	16,748	18,885	22,308	26,370
营业税金及附加	254	216	262	315
营业费用	164	177	209	252
管理费用	735	820	968	1,136
财务费用	427	374	673	1,009
资产减值损失	366	139	122	126
加:投资净收益	-46	10	10	10
其他收益	0	0	0	0
营业利润	161	1,021	1,669	2,389
加:营业外净收支	-1	0	2	1
利润总额	159	1,021	1,671	2,390
减:所得税费用	51	163	267	382
少数股东损益	-11	0	0	0
归属母公司净利润	120	858	1,404	2,007
EBITDA	1,202	2,025	3,005	4,095

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.10	0.75	1.23	1.76
每股净资产(元)	7.18	7.19	8.11	9.39
发行在外股份(百万股)	1,079	1,141	1,141	1,141
ROIC(%)	2.3%	6.2%	6.0%	7.7%
ROE(%)	1.5%	10.5%	15.2%	18.7%
毛利率(%)	11.2%	12.5%	14.7%	16.4%
销售净利率(%)	0.6%	4.0%	5.4%	6.4%
资产负债率(%)	56.6%	57.0%	70.5%	70.3%
收入增长率(%)	30%	14%	21%	21%
净利润增长率(%)	-92%	618%	64%	43%
P/E	310.00	43.21	26.40	18.46
P/B	4.78	4.52	4.00	3.46
EV/EBITDA	40	23	16	12

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

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