华友钴业（603799）/稀有金属　　2020H1 业绩大幅改善，产业链布局进一步深化

评级：买入（维持）

市场价格：40.62

分析师：谢鸿鹤
执业证书编号：S0740517080003
电话：021-20315185
Email：xiehh@r.qlzq.com.cn
研究助理：郭中伟
电话：0755-22660869
Email：guozw@r.qlzq.com

基本状况

总股本(百万股)	1141.26
流通股本(百万股)	1078.67
市价(元)	40.62
市值(百万元)	46358.04
流通市值(百万元)	43815.64

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14450.76	18852.83	23565.19	28414.75	35007.67
增长率 yoy%	49.70%	30.46%	25.00%	20.58%	23.20%
净利润	1528.10	119.53	1056.47	1421.62	1730.81
增长率 yoy%	-19.38%	-92.18%	783.82%	34.56%	21.75%
每股收益（元）	1.840	0.110	0.926	1.246	1.517
每股现金流量	1.674	2.340	-2.110	7.132	-0.385
净资产收益率	19.68%	-1.89%	12.00%	13.90%	14.48%
P/E	22.08	369.27	43.88	32.61	26.78
PEG	-13.12	2.89	N/A	N/A	N/A
P/B	6.10	5.98	5.27	4.53	3.88

备注：股价为 2020 年 8 月 28 日收盘价

投资要点

- **【事件】**：华友钴业于 2020 年 8 月 28 日披露 2020 年半年报，公司 2020 年上半年实现营业收入 90.52 亿元，同比下滑 0.57%，其中 Q2 实现营业收入 46.28 亿元，环比增长 4.59%，同比下滑 1.59%；上半年实现归属于上市公司股东的净利润 3.50 亿元，同比增长 965%，其中 Q2 实现归母净利润 1.66 亿元，环比下滑 9.44%，同比增长 730%。上半年实现扣非净利润 2.95 亿元，同比增长 816.52%。

- **成本管控助力钴板块毛利率进一步提升至 15%**。2020 年上半年，国内电解钴均价为 25.87 万元/吨（yoy-9.54%），公司共生产钴产品 13510 吨（含受托加工业务），较去年同期基本持平，销售钴产品 10360 吨（不含受托加工），较去年同期略有下降，因此钴板块 2020H1 实现营业收入 22.60 亿元，同比下滑 25%。受益于库存成本降低，钴板块营业成本为 19.30 亿元，同比大幅降低 28%，由此公司钴板块毛利率由 11%进一步提升至 15%。

- **铜板块成为公司盈利的“稳定器”**。2019 年公司非洲鲁库尼 3 万吨电积铜项目投产，逐渐进入爬坡期，公司铜冶炼产能提升至 11.1 万吨，2020H1 公司共生产电积铜 42704 吨，同比增长 49.54%，LME 铜均价为 5499.86 美元/吨，同比下滑 10.78%，产销规模的大幅提升带动公司铜板块 2020H1 实现营业收入 16 亿元，同比增长 21.21%，毛利率由 38%提升至 42%，占营收的比重由 15%提升至 18%。

- **三元前驱体项目进入放量期，收入占比大幅提升**。1）2020 年上半年公司共生产三元前驱体 13004 吨，同比增长 95.47%，销售三元前驱体 12745 吨，同比增长 87.92%，因此三元前驱体板块 2020H1 实现营业收入 9.57 亿元，同比增长 73.37%，毛利率由 7%提升至 14%；2）华海新能源 5 万吨前驱体项目于 2019 年下半年纳入公司合并报表，目前已经进入大批量供货，华金、华浦项目正在进行产线认证工作，预计明年上半年完成；3）2020 年 3 月，公司子公司华海新能源与浦项化学签订了 N65 前驱体长期购销合同，自 2020 年 3 月至 2022 年 12 月，合同合计产品数量约 9 万吨，通过 POSCO-LGC 电池产业链，应用于大众 MEB 平台、雷诺日产联盟、沃尔沃、福特等全球知名车企。

- **公司期间费用率维持稳定**。2020 年 H1 公司期间费用率为 7.99%，较去年同期略微增加 0.61pcts，具体来看，由于产品销量增加，销售费用同比增长 15.70%至 0.90 亿元，销售费用率由 0.86%→1.00%，增加 0.14pcts；由于本期

职工薪酬增加，上半年实现管理费用 3.18 亿元，同比增长 34.43%，管理费用率由 2.60%→3.51%，增加 0.91pcts；财务费用方面，由于本期利息和手续费的减少，公司 2020H1 财务费用共计 1.89 亿元，同比降 20.33%，财务费用率由 2.61%→2.09%，减少 0.52pcts。

- **公司上半年净利润大幅改善，主要原因系：**1）铜及三元前驱体项目进入放量期，成本管控助力成本下降，上半年实现毛利 13.15 亿元，同比增长 20.31%；2）由于 2019 年钴价大幅回落，存货减值成为了去年同期公司业绩的主要拖累因素，去年同期共计提资产减值损失 3.26 亿元，2020 年上半年，存货减值的拖累因素消除。

- **产业链布局进一步完善。**1）公司于 2020 年 5 月 22 日公布非公开发行股票预案，公司拟通过非公开发行股票的方式募集资金总额不超过 62.5 亿元，扣除发行费用后拟用于投资：年产 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目和年产 5 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料项目；2）前公司三元前驱体产能为 10 万吨（含合资项目），在建华浦二期 2.5 万吨三元前驱体产能，加上本次募投项目，目前规划总产能达到 17.5 万吨，按照公司的发展战略规划，未来三年，公司规划将全资拥有的三元前驱体产能提升至 15 万吨/年以上，合资建设的三元前驱体产能提升至 13 万吨/年以上；3）此前通过华越公司（持股 57%）在印尼规划 6 万金属吨红土镍矿湿法冶炼项目，衢州规划建设 3 万金属吨硫酸镍项目开工建设，所有项目建成投产后公司将形成 10.5 万吨原料+4 万吨硫酸镍冶炼产能，充分保障公司三元前驱体原料供应。

- **钴行业景气度上升方向不改。**7 月份至今金属钴涨幅达到 18%，向后看，疫情按照东亚-欧美-拉美非的路径进行扩散，消费国目前逐渐复工复产，需求端逐渐复苏，预计下半年新能源车和智能手机出现恢复性上涨，刚果（金）资源国疫情仍在继续发酵，供给端仍存在较大的不确定性，嘉能可关停 Mutanda 矿山以及企业资本开支的放缓也奠定了中期收缩的趋势，因此钴价面临的更多是上行风险。

- **盈利预测及投资建议：**假设 2020-2022 年国内电解钴（含税）销售均价为 30/32/35 万元/吨，铜销售均价（含税）为 5.0 万元/吨，公司 2020-2022 年归母净利润分别约为 10.56 亿、14.22 亿、17.31 亿，截止目前 464 亿市值，对应 PE 分别为 44/33/27X。维持公司“买入”评级。

- **风险提示事件：**项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；钴产能释放超预期；疫情风险。

图表1：公司分版块收入拆分（亿元）

	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2	2020H1
钴产品									
收入	12.95	20.36	27.73	46.11	47.86	47.94	30.12	26.69	22.60
成本	11.17	16.25	17.11	27.27	24.95	37.56	26.68	23.75	19.30
毛利	1.78	4.11	10.62	18.84	22.91	10.37	3.44	2.94	3.30
毛利率(%)	14%	20%	38%	41%	48%	22%	11%	11%	15%
业务收入比例(%)	60%	59%	73%	71%	71%	57%	33%	24%	26%
铜产品									
收入	4.45	8.37	6.62	11.71	7.37	15.75	13.20	26.33	16.00
成本	3.81	7.05	5.30	9.71	6.18	12.08	8.13	17.78	9.21
毛利	0.64	1.32	1.32	2.00	1.19	3.66	5.07	8.55	6.79
毛利率(%)	14%	16%	20%	17%	16%	23%	38%	32%	42%
业务收入比例(%)	21%	24%	17%	18%	11%	19%	15%	24%	18%
三元									
收入	0.40	0.94	1.58	5.26	7.19	6.76	5.52	5.99	9.57
成本	0.37	0.93	1.35	4.50	5.96	4.93	5.15	4.53	8.22
毛利	0.03	0.01	0.23	0.76	1.23	1.83	0.37	1.46	1.35
毛利率(%)	8%	1%	15%	14%	17%	27%	7%	11%	14%
业务收入比例(%)	2%	3%	4%	8%	11%	8%	6%	5%	11%
镍									
收入	0.70	0.19	0.00	0.03	0.04	0.17	1.35	2.30	1.25
成本	0.60	0.20	0.01	0.02	0.04	0.18	1.40	2.15	1.12
毛利	0.10	-0.01	-0.01	0.01	0.01	-0.02	-0.05	0.16	0.13
毛利率(%)	14%	-5%	0%	33%	25%	-12%	-4%	11%	10%
业务收入比例(%)	3%	1%	0%	0%	0%	0%	1%	2%	1%
贸易及其他									
收入	3.16	4.52	1.95	2.16	5.36	13.45	40.84	49.39	38.77
成本	0.42	3.93	1.60	1.76	4.61	13.05	38.74	47.31	38.15
毛利	0.04	0.60	0.35	0.40	0.75	0.39	2.10	2.08	0.62
毛利率(%)	1%	13%	18%	19%	14%	3%	5%	11%	2%
业务收入比例(%)	15%	13%	5%	3%	8%	16%	45%	45%	44%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表2：公司利润简表（亿元）

	2020Q1	2020Q2	环比	2019H1	2020H1	同比	指标变动原因
营业收入	44.24	46.28	4.59%	91.04	90.52	-0.57%	主要系钴产品销量及贸易收入下滑导致
营业成本	38.19	39.18	2.60%	80.11	77.37	-3.42%	
毛利	6.05	7.09	17.17%	10.93	13.15	20.31%	
毛利率	14%	15%	1.65%	12%	15%	2.52%	
销售费用	0.40	0.50	24.05%	0.78	0.90	15.70%	主要系产品销量增加所致
销售费用率	0.91%	1.08%	0.17%	0.86%	1.00%	0.14%	
管理费用	1.31	1.87	42.31%	2.37	3.18	34.43%	主要系本期职工薪酬增加所致
管理费用率	3%	4%	1.07%	3%	4%	0.91%	
财务费用	1.13	0.76	-32.99%	2.37	1.89	-20.33%	主要系本期利息及手续费的减少
财务费用率	3%	2%	-0.92%	3%	2%	-0.52%	
研发费用	0.51	0.75	45.41%	1.20	1.26	5.04%	
研发费用率	1%	2%	0.45%	1%	1%	0.07%	
期间费用	3.36	3.87	15.24%	6.72	7.23	7.67%	
期间费用率	8%	8%	0.77%	7%	8%	0.61%	
公允价值变动净收益	0.01	-0.21	-22.59%	0.40	-0.20	-60%	
资产减值损失	-0.32	-0.25	7.02%	-3.26	-0.58	268%	受钴价下跌影响计提的存货减值准备较本期多
信用减值损失	-0.18	-0.13	4.06%	0.08	-0.31	-39%	本期应收款项等计提的坏账准备增多
营业利润	2.11	2.26	7.32%	0.61	4.37	617%	
利润总额	2.10	2.16	2.92%	0.56	4.27	661%	
归母净利润	1.84	1.66	-9.44%	0.33	3.50	965%	
EPS	0.17	0.14	-17.65%	0.03	0.31	933%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：公司财务报表及预测

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9653.22	14450.76	18852.83	23565.19	28414.75	35007.67
减: 营业成本	6333.33	10337.00	16748.26	19855.43	23964.42	29673.86
营业税金及附加	84.76	172.40	253.77	291.40	351.37	432.89
营业费用	79.32	109.08	163.77	234.78	283.10	348.78
管理费用	473.96	419.15	467.60	828.00	852.44	875.19
财务费用	329.69	593.92	427.10	492.00	593.25	730.90
资产减值损失	129.31	704.04	-328.85	-100.00	0.00	0.00
加: 投资收益	34.88	-18.99	-46.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-19.67	16.76	-37.13	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-380.22	-962.95	0.00	0.00	0.00
营业利润	2238.06	1732.72	74.69	1963.59	2370.17	2946.04
加: 其他非经营损益	-42.44	-11.96	-1.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	2195.62	1720.76	72.97	1963.59	2370.17	2946.04
减: 所得税	319.57	228.32	-426.67	287.08	394.89	491.71
净利润	1876.05	1492.44	499.64	1676.50	1975.27	2454.34
减: 少数股东损益	-9.88	-3.43	-11.41	91.87	157.96	236.02
归属母公司股东净利润	1885.92	1495.87	-146.65	1056.47	1421.62	1730.81
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1400.39	1926.10	2536.86	9426.08	11365.90	14003.07
应收和预付款项	3643.59	2563.85	2105.31	3923.76	3349.18	5631.62
存货	4832.63	5487.84	3389.92	7134.86	5567.98	10161.27
其他流动资产	488.01	516.20	608.11	608.11	608.11	608.11
长期股权投资	257.47	543.54	1331.49	1331.49	1331.49	1331.49
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4535.60	6226.29	9623.10	13357.57	16494.83	18816.49
无形资产和开发支出	688.44	695.06	874.91	774.47	674.04	573.60
其他非流动资产	236.09	440.76	1697.37	1666.82	1636.26	1636.26
资产总计	16082.23	18399.65	22167.07	38223.14	41027.77	52761.89
短期借款	5556.19	5121.99	5914.98	20896.86	20731.22	30062.20
应付和预收款项	3680.73	2409.79	3839.81	3765.65	5156.35	5592.66
长期借款	343.16	981.32	1053.26	1053.26	1053.26	1053.26
其他负债	424.91	1476.26	1268.14	1205.55	1205.55	1205.55
负债合计	10004.99	9989.36	12076.18	26921.32	28146.37	37913.66
股本	592.68	829.75	1078.67	1141.26	1141.26	1141.26
资本公积	2881.17	2847.07	2606.66	2606.66	2606.66	2606.66
留存收益	2550.72	3923.94	4062.42	5118.89	6540.51	8271.32
归属母公司股东权益	6024.57	7600.75	7747.75	8866.81	10288.43	12019.24
少数股东权益	52.66	809.54	2343.14	2435.01	2592.97	2828.99
股东权益合计	6077.23	8410.30	10090.89	11301.82	12881.40	14848.23
负债和股东权益合计	16082.23	18399.65	22167.07	38223.14	41027.77	52761.89
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	-1757.99	1910.55	2670.90	-2407.96	8139.40	-439.42
投资性现金净流量	-1189.53	-1692.41	-5085.64	-4972.00	-4972.00	-4972.00
筹资性现金净流量	2941.21	273.24	2568.15	14269.18	-1227.58	8048.59
现金流量净额	-22.20	433.76	226.09	6889.22	1939.82	2637.17

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。