

华友钴业 (603799)

2023 年中报点评: Q2 业绩符合市场预期, 2H 镍锂逐步起量贡献盈利

买入 (维持)

2023 年 08 月 27 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

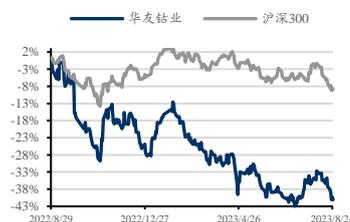
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	63,034	83,457	107,969	139,981
同比	78%	32%	29%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	3,910	5,538	7,505	10,106
同比	0.32%	42%	36%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.30	3.26	4.42	5.95
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.77	13.96	10.30	7.65

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **2023 年 H1 公司实现归母净利润 20.85 亿元, 同比下降 7.56%, 业绩符合市场预期。** 2023 年 H1 公司营收 333.46 亿元, 同比增长 7.5%; 归母净利润 20.85 亿元, 同比下降 7.56%; 扣非净利润 18.39 亿元, 同比下降 16.11%。2023 年 Q2 公司实现营收 142.35 亿元, 同比下降 20.05%, 环比下降 25.51%; 归母净利润 10.61 亿元, 同比增长 1.12%, 环比增长 3.6%。
- **前驱体 Q2 出货 3 万吨, 市占率逐步提升。** 公司上半年前驱体出货 5.3 万吨 (含内部自供), 同比增长 42%, 其中 Q2 出货 3 万吨左右, 环比增长 30% 以上; 公司前驱体业务市占率提升明显, 同比增速好于行业, 我们预计公司 23 年前驱体出货 15 万吨, 同比增长 76%。盈利方面, 公司 23H1 子公司华友新能源衢州净利润 2.5 亿元, 其中 Q2 预计贡献 1.2 亿元左右利润, 公司硫酸镍还未实现完全自供, 随着后续一体化比例逐渐提升, 公司前驱体单位净利有望进一步提升。
- **正极材料 Q2 出货 2.6 万吨, 终端需求稳定。** 公司上半年正极材料出货 4.6 万吨, 三元正极出货 4.1 万吨, 同比增长 23%; 其中 Q2 正极材料出货 2.6 万吨, 环比增长 30%, 我们预计 23 年正极出货 12 万吨左右, 同比增长 30%+。盈利方面, 23H1 成都巴莫净利润 3.87 亿元, 对应三元正极单吨净利 0.94 万元/吨, 天津巴莫净利-0.5 亿元, 主要系钴酸锂需求减弱所致。后续巴莫收入改为仅计入加工费, 原材料波动对公司影响较小, 预计盈利基本可维持稳定。
- **镍冶炼项目开始放量, Q2 电解镍出货增加增厚利润。** 镍产品上半年出货 5.37 万吨, 同比增长 237%, 我们预计 23 年镍冶炼出货有望达 13-15 万金吨 (权益 8-9 万金吨)。公司 23H1 华越公司净利润 8.3 亿元 (权益 4.7 亿元), 华科公司净利润 5.6 亿元 (权益 3.9 亿元), 合计 8.6 亿元归母净利润。
- **锂盐厂实现投产, 铜业务贡献稳定利润。** 上半年锂产品贡献 6.6 亿元收入, 津巴布韦 Arcadia 锂矿项目 3 月底投料并产出锂精矿, 广西锂盐厂 5 万吨项目 7 月实现首批锂盐产品下线, 23 年下半年我们预计出货 2 万吨以上 LCE, 全成本 13 万元左右, Q3 起开始贡献利润。铜产品 Q2 出货我们预计 2 万吨, 单吨毛利预计 4000 美金, Q2 贡献 5-6 亿元毛利。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑铜、镍等金属价格下跌, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 55/75/101 亿元 (原预期为 66/86/112 亿元), 同比增长 42%/36%/35%, 对应 PE 为 14x/10x/8x, 考虑公司一体化优势显著, 给予 2023 年 22xPE, 对应目标价 71.7 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	45.49
一年最低/最高价	43.84/79.60
市净率(倍)	2.68
流通 A 股市值(百万元)	76,711.29
总市值(百万元)	77,308.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.97
资产负债率(% ,LF)	68.41
总股本(百万股)	1,699.47
流通 A 股(百万股)	1,686.33

相关研究

《华友钴业(603799): Q1 业绩略好于市场预期, 镍冶炼逐步贡献利润增量》

2023-05-21

《华友钴业(603799): 与浦华、浦项化学签订 17.5 万吨协议, 支撑销量高增长》

2023-01-06

2023年H1公司实现归母净利润20.85亿元,同比下降7.56%,业绩符合市场预期。2023年H1公司营收333.46亿元,同比增长7.5%;归母净利润20.85亿元,同比下降7.56%;扣非净利润18.39亿元,同比下降16.11%;23H1毛利率为14.91%,同比下降4.3pct;销售净利率为8.84%,同比下降0.91pct。

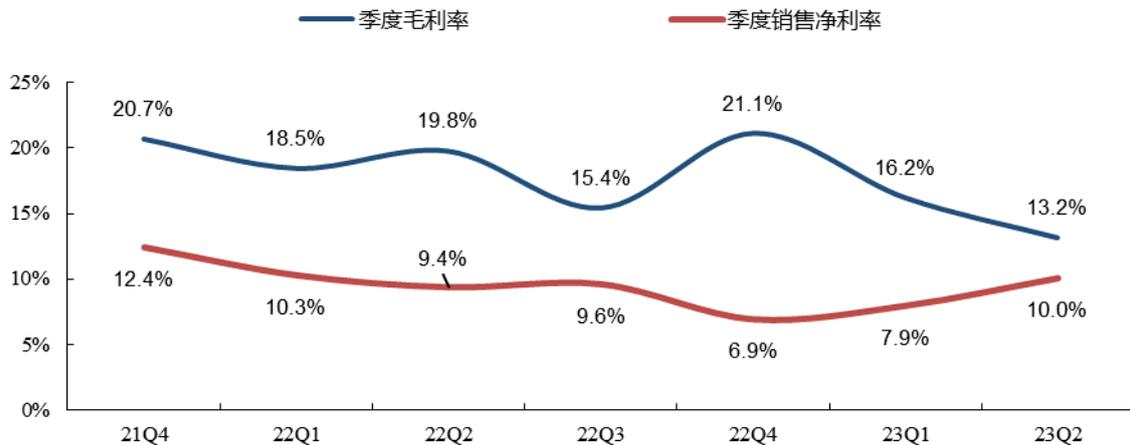
2023年Q2归母净利润10.61亿元,同比增长1.12%,业绩符合市场预期。2023年Q2公司实现营收142.35亿元,同比下降20.05%,环比下降25.51%,主要系会计准则调整所致(巴莫代工部分收入由正极总价改为加工费);归母净利润10.61亿元,同比增长1.12%,环比增长3.6%,扣非归母净利润8.44亿元,同比下降15.86%,环比下降15.28%。盈利能力方面,23Q2毛利率为13.16%,同比下降6.61pct,环比下降3.05pct;归母净利率7.45%,同比增长1.56pct,环比增长2.09pct;扣非净利率5.93%,同比提升0.3pct,环比提升0.72pct。

图1: 公司季度经营情况(百万元)

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	14,235.3	19,110.3	14,321.8	17,693.7	17,806.3	13,212.0
-同比	-20.05%	44.64%	14.39%	108.10%	126.27%	105.66%
毛利率	13.16%	16.22%	21.14%	15.44%	19.77%	18.47%
归母净利润(百万)	1,061.0	1,024.1	902.1	752.3	1,049.2	1,206.3
-同比	1.12%	-15.10%	-40.99%	-16.44%	28.86%	84.40%
归母净利率	7.45%	5.36%	6.30%	4.25%	5.89%	9.13%
扣非归母净利润(百万)	843.5	995.7	1,061.33	726.75	1,002.46	1,189.83
-同比	-15.86%	-16.32%	-30.87%	-19.41%	32.31%	80.60%
扣非归母净利率	5.93%	5.21%	7.41%	4.11%	5.63%	9.01%

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力(%)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

分业务看，镍产品同比高增长，钴产品受跌价影响盈利下滑：1) 钴产品 2023 年 H1 营收 23.19 亿元，同比下降 58.04%； 2) 铜产品 2023 年 H1 营收 25.19 亿元，同比上升 1.37%； 3) 镍产品 2023 年 H1 营收 31.32 亿元，同比大幅上升 354.57%； 4) 三元前驱体 2023 年 H1 营收 49.82 亿元，同比上升 20.05%； 5) 正极材料 2023 年 H1 营收 107.20 亿元，同比下降 2.94%； 6) 镍中间品 2023 年 H1 营收 38.20 亿元； 7) 锂产品 2023 年 H1 营收 6.59 亿元； 8) 贸易及其他 2023 年 H1 营收 51.89 亿元，同比下降 17.21%。

图3：公司分业务拆分情况

	2023H1		2022年		2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	同比
钴产品	23.19	-58.04%	85.55	26.30%	30.28	-34.97%	55.27	47.15%
铜产品	25.19	1.37%	43.99	36.10%	19.14	-35.56%	24.85	3.15%
镍产品	31.32	354.57%	27.46	18.00%	20.57	835%	6.89	#####
三元前驱体	49.82	20.05%	99.29	20.60%	57.79	89.10%	41.5	53.37%
正极材料	107.20	-2.94%	228.02	13.29%	117.57	146.79%	110.45	-
镍中间品	38.20	-	27.14	38.05%	-	-	-	-
锂产品	6.59	-	13.50	46.25%	-	-	-	-
贸易及其他	51.89	-17.21%	91.81	3.88%	29.13	-37.76%	62.68	-32.98%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图4：公司控股子公司拆分情况

	2023H1				2022年		2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
华友香港	84.34	1.71%	12.34	318.31%	151.07	11.25	68.15	8.3	82.92	2.95
华友衢州	116.60	34.01%	1.75	-59.11%	216.82	1.22	129.81	-3.06	87.01	4.28
华友矿业香港	—	—	0.63	-201.61%	—	1.89	—	2.51	—	-0.62
华友新能源	52.58	26.30%	2.47	21.08%	81.14	3.27	39.51	1.23	41.63	2.04
华友新加坡	41.73	-2.61%	0.94	18.99%	90.94	0.28	48.09	-0.51	42.85	0.79
华越镍钴	37.34	47.53%	8.30	-38.52%	65.68	22.62	40.37	9.12	25.31	13.50
成都巴莫	141.45	32.42%	34.93	974.77%	209.65	13.17	102.83	9.92	106.82	3.25
华飞镍钴	109.95	—	38.65	—	—	0.0034	—	—	—	—

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5：公司非全资子公司拆分情况

	2023H1				2022年		2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
华金公司	15.31	37.43%	0.23	-42.50%	31.79	-1.03	20.65	-1.43	11.14	0.40
华友浦项	0.54	8.00%	0.56	1020.00%	2.16	-0.42	1.66	-0.47	0.50	0.05
华越公司	37.34	47.53%	13.56	0.44%	65.68	25.09	40.37	11.59	25.31	13.50
天津巴莫	14.78	-25.13%	-0.03	-102.19%	233.86	14.53	214.12	13.16	19.74	1.37

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

前驱体 Q2 出货 3 万吨，市占率逐步提升。公司上半年前驱体出货 5.3 万吨（含内部自供），同比增长 42%，均价 9.4 万元/吨，其中 Q2 出货 3 万吨左右，环比增长 30% 以上；公司前驱体业务市占率提升明显，同比增速好于行业，我们预计公司 23 年前驱体出货 15 万吨，同比增长 76%。盈利方面，公司 23H1 子公司华友新能源衢州净利润 2.5 亿元，持股比例 84%，其中 Q2 预计贡献 1.2 亿元左右利润，公司硫酸镍还未实现完全自供，随着后续一体化比例逐渐提升，公司前驱体单位净利有望进一步提升。

正极材料 Q2 出货 2.6 万吨，终端需求稳定。公司上半年正极材料出货 4.6 万吨，三元正极出货 4.1 万吨，同比增长 23%，高镍出货 3.4 万吨，占比 83%，超高镍出货 1.8 万吨；其中 Q2 正极材料出货 2.6 万吨，环比增长 30%，我们预计 23 年正极出货 12 万吨左右，同比增长 30%+。盈利方面，23H1 成都巴莫净利润 3.87 亿元，对应三元正极单吨净利 0.94 万元/吨左右，天津巴莫净利-0.5 亿元，主要系钴酸锂需求减弱所致。公司为头部车企代工，下游需求稳定，后续巴莫收入改为仅计入加工费，原材料波动对公司影响较小，预计盈利基本可维持稳定。

镍冶炼项目开始放量，Q2 电解镍出货增加增厚利润。镍产品上半年出货 5.37 万吨，同比增长 237%，其中华越 6 万吨满产，我们预计出货 3-3.5 万吨左右（权益 2 万吨），华科 4.5 万吨火法项目 Q1 未达产，我们预计出货 2 万吨左右（权益 1.4 万吨），华飞 12 万吨湿法项目于 6 月投料试产，23 年预计贡献 3 万吨以上，我们预计 23 年镍冶炼出货有望达 13-15 万金吨（权益 8-9 万金吨）。公司 23H1 华越公司净利润 8.3 亿元（权益 4.7 亿元），华科公司净利润 5.6 亿元（权益 3.9 亿元），合计 8.6 亿元归母净利润。

锂盐厂实现投产，铜业务贡献稳定利润。上半年锂产品贡献 6.6 亿元收入，津巴布韦 Arcadia 锂矿项目 3 月底投料并产出锂精矿，广西锂盐厂 5 万吨项目 7 月实现首批锂盐产品下线，23 年下半年我们预计出货 2 万吨以上 LCE，全成本 13 万元左右，我们预计 Q3 起开始贡献利润增量。铜产品 Q2 出货我们预计 2 万吨，单吨毛利预计 4000 美金，Q2 贡献 5-6 亿元毛利，钴产品上半年出货 2.05 万吨（含受托加工和内部自供），同比增长 11%，其中 Q2 出货 1 万吨左右，钴价格逐步企稳，预计 Q2 实现盈亏平衡。

公司期间费用控制良好，Q2 汇兑收益推动财务费用下降。2023 年 H1 公司期间费用合计 24.78 亿元，同比增长 24.77%，费用率为 7.43%，同比增长 1.03pct。公司 2023 年 H1 计提资产减值损失 0.2 亿元；计提信用减值损失 0.71 亿元。2023Q2 期间费用合计 7.29 亿元，同比降 40.99%，环比降 58.33%，期间费用率为 5.12%，同比降 1.82pct，环比降 4.03pct；销售费用 0.35 亿元，销售费用率 0.25%，同比增 0.13pct，环比增 0.09pct；管理费用 5.49 亿元，管理费用率 3.86%，同比增 1.71pct，环比增 0.89pct；财务费用-2.08 亿元，财务费用率-1.46%，同比降 2.65pct，环比降 5.36pct，主要系汇兑损益影响，上半年汇兑收益 4.4 亿；研发费用 3.52 亿元，研发费用率 2.47%，同比降 1pct，环比增 0.34pct。公司 2023Q2 计提资产减值损失 0.2 亿元；计提信用减值损失 0.06 亿元。

图6: 公司费用率情况

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	12.44	20.82	27.97	15.14	29.21	35.09
-销售费用率	0.09%	0.12%	0.16%	0.11%	0.15%	0.25%
管理费用	378.74	382.22	587.96	613.63	566.58	549.11
-管理费用率	2.87%	2.15%	3.32%	4.28%	2.96%	3.86%
研发费用	220.24	619.49	367.48	501.40	407.45	352.29
-研发费用率	1.67%	3.48%	2.08%	3.50%	2.13%	2.47%
财务费用	139.62	212.82	379.13	594.37	746.24	-207.53
-财务费用率	1.06%	1.20%	2.14%	4.15%	3.90%	-1.46%
期间费用	751.04	1,235.35	1,362.54	1,724.53	1,749.49	728.96
-期间费用率	5.68%	6.94%	7.70%	12.04%	9.15%	5.12%
资产减值损失	-2.57	-534.43	-329.89	-425.41	0.00	-19.82
信用减值损失	-33.57	-184.77	13.20	-4.67	-64.74	-6.34

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

经营性现金流同比高增, 存货较 Q1 末上升。2023 年 H1 末公司存货为 176.64 亿元, 较年初下降 0.16%, 较 Q1 末上升 7%; 应收账款 88.11 亿元较年初增长 9.64%; 期末公司合同负债 22.41 亿元, 较年初下降 5.02%。23H1 公司经营活动净现金流净额为 17.94 亿元, 同比上升 269.7%; 投资活动净现金流净额为 -89.38 亿元, 同比上升 25.98%; 资本开支为 37.39 亿元, 同比上升 6.19%; 账面现金为 154.31 亿元, 较年初下降 0.03%, 短期借款 149.12 亿元, 较年初增长 24.06%。

投资建议: 考虑铜、镍等金属价格下跌, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 55/75/101 亿元(原预期为 66/86/112 亿元), 同比增长 42%/36%/35%, 对应 PE 为 14x/10x/8x, 考虑公司一体化优势显著, 给予 2023 年 22xPE, 对应目标价 71.7 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

华友钴业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	49,570	58,066	76,474	94,854	营业总收入	63,034	83,457	107,969	139,981
货币资金及交易性金融资产	15,688	16,943	27,254	35,267	营业成本(含金融类)	51,314	70,662	89,972	116,676
经营性应收款项	12,110	15,825	20,419	26,474	税金及附加	476	630	815	1,056
存货	17,692	21,295	24,650	28,769	销售费用	76	551	713	812
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,963	2,504	3,023	3,639
其他流动资产	4,080	4,003	4,151	4,344	研发费用	1,709	2,086	2,591	3,080
非流动资产	61,022	68,222	75,064	77,184	财务费用	1,326	491	1,014	881
长期股权投资	7,915	8,215	8,515	8,815	加:其他收益	191	250	324	420
固定资产及使用权资产	26,339	30,536	35,379	38,200	投资净收益	1,360	2,086	2,159	2,800
在建工程	14,282	16,282	17,282	16,282	公允价值变动	(148)	0	10	10
无形资产	4,067	4,767	5,467	5,467	减值损失	(1,502)	(502)	(607)	(512)
商誉	458	458	458	458	资产处置收益	2	1	1	1
长期待摊费用	79	81	81	80	营业利润	6,075	8,370	11,729	16,556
其他非流动资产	7,882	7,882	7,882	7,882	营业外净收支	(44)	(42)	(42)	(42)
资产总计	110,592	126,288	151,537	172,038	利润总额	6,031	8,328	11,687	16,514
流动负债	53,450	62,486	77,657	84,204	减:所得税	324	416	935	1,651
短期借款及一年内到期的非流动负债	17,778	18,661	22,264	12,844	净利润	5,707	7,911	10,752	14,862
经营性应付款项	25,885	35,619	45,366	58,831	减:少数股东损益	1,797	2,373	3,247	4,756
合同负债	2,359	1,413	1,799	2,334	归属母公司净利润	3,910	5,538	7,505	10,106
其他流动负债	7,428	6,793	8,227	10,195	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.30	3.26	4.42	5.95
非流动负债	24,460	24,460	24,460	24,460	EBIT	7,497	7,025	10,856	14,718
长期借款	11,928	11,928	11,928	11,928	EBITDA	9,441	11,138	16,323	21,208
应付债券	6,324	6,324	6,324	6,324	毛利率(%)	18.59	15.33	16.67	16.65
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	6.20	6.64	6.95	7.22
其他非流动负债	6,151	6,151	6,151	6,151	收入增长率(%)	78.48	32.40	29.37	29.65
负债合计	77,910	86,946	102,117	108,663	归母净利润增长率(%)	0.32	41.64	35.51	34.67
归属母公司股东权益	25,893	30,180	37,011	46,210					
少数股东权益	6,789	9,163	12,410	17,166					
所有者权益合计	32,682	39,342	49,421	63,375					
负债和股东权益	110,592	126,288	151,537	172,038					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,914	12,264	19,088	25,620	每股净资产(元)	15.27	17.95	22.23	27.99
投资活动现金流	(24,356)	(9,267)	(10,192)	(5,851)	最新发行在外股份(百万股)	1,699	1,699	1,699	1,699
筹资活动现金流	23,702	(1,742)	1,404	(11,766)	ROIC(%)	12.88	9.20	12.01	14.36
现金净增加额	2,471	1,256	10,301	8,003	ROE-摊薄(%)	15.10	18.35	20.28	21.87
折旧和摊销	1,944	4,113	5,468	6,490	资产负债率(%)	70.45	68.85	67.39	63.16
资本开支	(16,198)	(11,051)	(12,051)	(8,351)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.77	13.96	10.30	7.65
营运资本变动	(6,380)	969	1,580	3,314	P/B(现价)	2.98	2.53	2.05	1.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>