

## 专注三元一体化布局，钴镍产品盈利能力提升

### 投资要点

- 事件：**公司发布2022年度半年度业绩预增公告，2022年半年度实现归母净利润为22.0-26.0亿元，同比增加50%-77%；对应22Q2实现归母净利润约9.9-13.9亿元，同比增加22%-71%，环比变化-18%-16%；2022年半年度实现扣非归母净利润21.1-25.1亿元，同比增长49%-77%；对应2022年半年度非经常性损益约为0.9亿元，22Q2为经常性损益约为0.7亿元；对应22Q2实现扣非归母净利润9.2-13.2亿元，同比增长40-100%，环比变化-23%-11%。
- 钴镍产品盈利能力提升。**22Q2，期货LME3个月镍呈下跌趋势，由季度初的3.3万美元/吨高位降至2.3万美元/吨，但仍高于2021年最高价格水平。公司华越项目全线6万吨已全部投产，预计出货1.5万吨；华科4.5万吨镍金属量高冰镍项目也于季度末实现全线成功出铁，预计将于22H2集中贡献收益。经测算，2021年公司镍产品成本约为9000美元/吨，考虑22Q2镍盐价格维持较高水平，公司相关业务预计贡献利润约3.5亿元。22Q2，MB钴价格虽有下调但仍维持在30美元/磅以上的历史高位，钴盐水涨船高，撑大公司利润空间，经测算，钴业务预计贡献利润接近5亿元。
- 终止磷酸铁锂路线布局，专注三元一体化。**公司6月15日发布公告，拟终止在磷酸铁锂材料领域的布局，即终止通过子公司巴莫科技收购剩饭科技100%股权事宜，并决定集中优势资源，提高资金使用效率，聚焦三元材料产业链。公司目前拥有三元前驱体年产能约10万吨，预计22Q2出货达2.5万吨，考虑公司产品高端化，因此假设前驱体业务盈利能力较2021年改善，提升至0.6万元/吨，那么前驱体+正极业务预计贡献利润约2亿元。
- 定增完善资源端布局，镍锂版图日益完善。**报告期内，公司发布非公开发行A股股票，拟募集资金177亿元，主要用于“印尼华山镍钴公司年产12万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法项目”及“广西华友锂业公司年产5万吨电池级锂盐项目”。华山镍钴项目拟与青山集团合作，采用湿法高压酸浸冶炼工艺，公司持股68%，青山通过Glaucous持股32%，双方按照持股比例包销。华山镍钴项目建设周期约为3年，即2025年之前，公司镍项目权益产量将超过17万吨。华友锂业项目公司拟通过全资子公司华友国际矿业与TIMGO合资建设前景锂矿Arcadia锂矿开发项目，年产23万吨透锂长石精矿和29.7万吨锂辉石精矿，前景锂矿拟由华友国际矿业持股90%，TIMGO持股10%，该项目建设周期约为1年。广西华友项目建设周期2年，建成后将产出电池级碳酸锂2.8万吨/年、电池级单水氢氧化锂2.5万吨/年及部分副产品。
- 盈利预测与投资建议。**预计随着疫情影响消除，22H2需求端逐步修复，镍产品价格仍能够维持较高水平；叠加公司前驱体+负极产品高端化，单吨盈利能力持续提升，单业务利润有望超预期。预计公司2022-2024年EPS分别为3.92元、5.43元、6.89元，未来三年归母净利润将保持41%的复合增长率。考虑到公司正极业务一体化布局逐步完善，盈利能力有望持续提升，维持“买入”评级。
- 风险提示：**公司产能未能如期释放；汇兑风险；铜、钴等产品价格波动风险；下游需求不及预期风险。

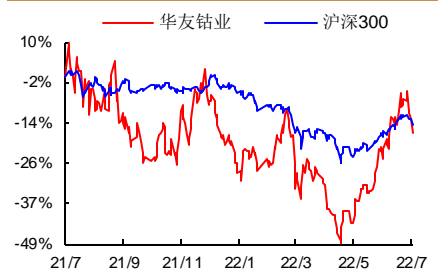
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	35316.55	58690.68	80262.90	100847.83
增长率	66.69%	66.18%	36.76%	25.65%
归属母公司净利润(百万元)	3897.50	6268.19	8676.86	11015.63
增长率	234.59%	60.83%	38.43%	26.95%
每股收益EPS(元)	2.44	3.92	5.43	6.89
净资产收益率ROE	16.83%	21.83%	24.14%	24.57%
PE	36	22	16	13
PB	7.17	5.50	4.25	3.31

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：韩晨  
执业证号：S1250520100002  
电话：021-58351923  
邮箱：hch@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	15.98
流通A股(亿股)	15.77
52周内股价区间(元)	68.94-149.59
总市值(亿元)	1,390.70
总资产(亿元)	490.03
每股净资产(元)	14.70

### 相关研究

- 华友钴业(603799)：盈利能力稳固，股权激励+员工持股指引长期成长 (2022-05-05)
- 华友钴业(603799)：业绩超预期，一体化布局愈发完善 (2022-01-12)
- 华友钴业(603799)：业绩符合预期，未来重点关注一体化进程 (2021-11-01)
- 华友钴业(603799)：正极材料一体化布局，先行者撑起利润空间 (2021-08-17)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	35316.55	58690.68	80262.90	100847.83	净利润	4023.64	6568.19	9176.86	11815.63
营业成本	28131.07	45491.51	63328.29	79222.61	折旧与摊销	1099.67	1156.61	1156.61	1156.61
营业税金及附加	303.96	528.22	722.37	907.63	财务费用	484.34	880.36	1203.94	1512.72
销售费用	37.95	176.07	240.79	302.54	资产减值损失	-47.85	-100.00	-100.00	-100.00
管理费用	1179.66	2934.53	4013.15	5042.39	经营营运资本变动	730.66	-3150.84	-1150.76	-1128.83
财务费用	484.34	880.36	1203.94	1512.72	其他	-6352.16	1098.38	100.00	100.00
资产减值损失	-47.85	-100.00	-100.00	-100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	-61.71	6452.70	10386.65	13356.12
投资收益	635.96	-1000.00	0.00	0.00	资本支出	-10512.85	-1000.00	-1000.00	-1000.00
公允价值变动损益	-14.59	0.00	0.00	0.00	其他	1752.29	-1000.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-8760.56	-2000.00	-1000.00	-1000.00
<b>营业利润</b>	4901.30	7780.00	10854.37	13959.94	短期借款	2221.34	-4460.01	-3623.77	0.00
其他非经营损益	-73.02	-52.72	-58.06	-59.20	长期借款	5316.26	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	4828.28	7727.28	10796.31	13900.74	股权融资	6418.56	0.00	0.00	0.00
所得税	804.64	1159.09	1619.45	2085.11	支付股利	-242.58	-779.50	-1253.64	-1735.37
净利润	4023.64	6568.19	9176.86	11815.63	其他	-435.12	-3113.60	-1203.94	-1512.72
少数股东损益	126.14	300.00	500.00	800.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	13278.46	-8353.12	-6081.35	-3248.09
归属母公司股东净利润	3897.50	6268.19	8676.86	11015.63	<b>现金流量净额</b>	4618.91	-3900.42	3305.30	9108.03
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9769.48	5869.07	9174.37	18282.40	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5668.70	7401.97	10621.42	13629.18	销售收入增长率	66.69%	66.18%	36.76%	25.65%
存货	9034.96	14644.15	20405.58	25539.58	营业利润增长率	223.48%	58.73%	39.52%	28.61%
其他流动资产	2518.25	1772.70	2301.97	2807.01	净利润增长率	257.45%	63.24%	39.72%	28.75%
长期股权投资	3427.75	3427.75	3427.75	3427.75	EBITDA 增长率	140.56%	51.37%	34.61%	25.84%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	21231.68	21232.75	21233.82	21234.88	毛利率	20.35%	22.49%	21.10%	21.44%
无形资产和开发支出	1652.30	1504.50	1356.70	1208.90	三费率	6.64%	6.80%	6.80%	6.80%
其他非流动资产	4685.94	4676.06	4666.19	4656.32	净利率	11.39%	11.19%	11.43%	11.72%
<b>资产总计</b>	57989.06	60528.95	73187.80	90786.02	ROE	16.83%	21.83%	24.14%	24.57%
短期借款	8083.78	3623.77	0.00	0.00	ROA	6.94%	10.85%	12.54%	13.01%
应付和预收款项	13219.50	15959.65	23406.56	30111.42	ROIC	20.98%	25.00%	30.42%	35.74%
长期借款	6738.26	6738.26	6738.26	6738.26	EBITDA/销售收入	18.36%	16.73%	16.46%	16.49%
其他负债	6046.84	4115.20	5027.67	5840.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	34088.38	30436.87	35172.49	42690.46	总资产周转率	0.83	0.99	1.20	1.23
股本	1221.23	1598.13	1598.13	1598.13	固定资产周转率	3.45	5.05	7.55	10.48
资本公积	10218.30	9841.39	9841.39	9841.39	应收账款周转率	12.79	12.32	12.63	11.63
留存收益	8686.01	14174.70	21597.93	30878.18	存货周转率	4.27	3.83	3.60	3.44
归属母公司股东权益	19383.59	25274.99	32698.22	41978.47	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.94%	—	—	—
少数股东权益	4517.09	4817.09	5317.09	6117.09	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	23900.68	30092.08	38015.30	48095.56	资产负债率	58.78%	50.28%	48.06%	47.02%
负债和股东权益合计	57989.06	60528.95	73187.80	90786.02	带息债务/总负债	43.48%	34.04%	19.16%	15.78%
					流动比率	1.06	1.35	1.60	1.76
					速动比率	0.70	0.69	0.83	1.02
					股利支付率	6.22%	12.44%	14.45%	15.75%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	6485.31	9816.96	13214.92	16629.26	每股收益	2.44	3.92	5.43	6.89
PE	35.68	22.19	16.03	12.62	每股净资产	12.13	15.82	20.46	26.27
PB	7.17	5.50	4.25	3.31	每股经营现金	-0.04	4.04	6.50	8.36
PS	3.94	2.37	1.73	1.38	每股股利	0.15	0.49	0.78	1.09
EV/EBITDA	16.81	14.12	9.97	7.37					
股息率	0.17%	0.56%	0.90%	1.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn