

华友钴业（603799.SH）-2022年中报业绩点评

增持
锂电材料业务高速增长，产能扩张有序推进

核心观点

2022H1 公司盈利 22.56 亿元，同比增长 54%。公司 2022H1 实现营收 310.18 亿元，同比+117%；其中 Q2 实现营收 178.06 亿元，同比+127%、环比+35%。公司 2022H1 实现归母净利润 22.56 亿元，同比+54%；其中 Q2 实现归母净利润 10.49 亿元，同比+29%、环比-13%。公司 2022H1 毛利率为 19.22%，同比-1.34pct；净利率为 9.75%，同比-0.96pct。

公司三元前驱体及正极业务快速增长，产品结构持续优化。2022H1 公司三元前驱体出货 3.69 万吨，同比+26%。2022H1 公司三元前驱体单吨净利约 0.55 万元，较 2021 年提升超 0.2 万元。高镍三元前驱体占比逐步提升，叠加客户结构持续优化，推动盈利能力改善。2022H1 公司正极材料出货量为 3.83 万吨，其中三元正极出货量 3.32 万吨，同比+52%；高镍三元正极材料出货量约 2.64 万吨，占三元材料出货量的 80%。2022H1 公司正极材料单吨净利超 0.85 万元，伴随资源端项目推进，原材料自供率有望稳步提升，盈利将持续优化。公司新产品进展迅速，9 系超高镍 NCM 正极 2022H1 销量超万吨。

镍钴铜业务发展稳健，公司针对金属价格波动充分计提。2022H1 公司钴产品出货约 1.85 万吨，同比+3%；镍产品出货 1.60 万吨，同比+126%；铜产品出货 4.96 万吨，同比略有增长。2022Q2 镍钴铜价格快速下行，价格跌幅分别达到 16/32/11%。金属价格下跌导致公司部分原材料及未售产品出现一定减值，2022H1 公司计提存货减值准备 5.37 亿元，其中 Q2 计提 5.34 亿元。

公司项目建设快速有序推进。华越湿法 6 万吨项目于 2022 年 4 月达产；华科火法 4.5 万吨项目在 6 月底 4 台电炉进入试产，全流程预计下半年建成；华飞湿法 12 万吨项目预计 2023H1 投料试产。定增募投 5 万吨前驱体项目已建成试产，可转债募投 5 万吨前驱体项目有序建设，华金与华浦积极推进量产认证，2022 年底公司前驱体权益产能有望超 15 万吨。正极方面，成都巴莫三期 5 万吨项目建成试运营，广西 5 万吨正极项目预计 2023H1 建成投产。

风险提示：电动车销量不及预期；投产进度不及预期；金属价格大幅波动。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。公司镍项目快速放量贡献可观利润，锂电正极及前驱体业务加速推进。基于公司产品结构优化和一体化布局带来的盈利能力改善，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润为 53.64/83.89/108.57 亿元（原预测 2022-2023 年为 39.86/56.46 亿元），同比增速为 38/56/29%，摊薄 EPS 为 3.36/5.25/6.79 元，当前股价对应 PE 分别为 24/15/12 倍，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,187	35,317	65,147	87,146	98,255
(+/-%)	12.4%	66.7%	84.5%	33.8%	12.7%
净利润(百万元)	1165	3898	5364	8389	10857
(+/-%)	874.5%	234.6%	37.6%	56.4%	29.4%
每股收益(元)	1.02	3.19	3.36	5.25	6.79
EBIT Margin	9.0%	13.7%	12.0%	12.4%	16.3%
净资产收益率 (ROE)	9.4%	16.3%	17.7%	21.1%	20.5%
市盈率 (PE)	77.7	24.8	23.6	15.1	11.7
EV/EBITDA	39.5	22.1	18.4	14.2	9.7
市净率 (PB)	7.27	4.05	4.19	3.18	2.39

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·电池

证券分析师：王蔚祺 联系人：李全

010-88005313

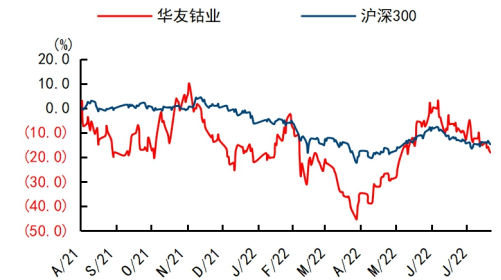
wangweiqi2@guosen.com.cn liquan2@guosen.com.cn

S0980520080003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	79.27 元
总市值/流通市值	126673/125167 百万元
52 周最高价/最低价	147.05/68.01 元
近 3 个月日均成交额	2457.31 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华友钴业-603799-2021 年中报点评：上半年业绩超预期，锂电一体化加速布局》——2021-08-17
- 《华友钴业-603799-2020 年年报点评：协同效应突出，再迎涨价周期》——2021-04-01
- 《国信证券-华友钴业-603799-2020 年三季报点评：业绩超预期，产能扩张有序》——2020-10-30
- 《华友钴业-603799-20 年一季报点评：业绩复合预期，产能扩张有序》——2020-04-16
- 《国信证券-华友钴业-603799-公司深度报告-内生外延，钴业龙头再扩版图》——2019-12-27

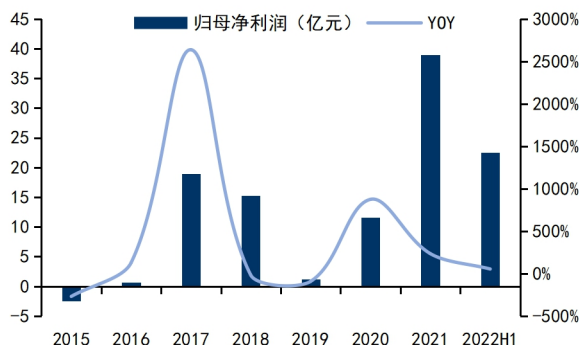
公司 2022H1 实现营收 310.18 亿元，同比+117%；其中 Q2 实现营收 178.06 亿元，同比+127%、环比+35%。公司 2022H1 实现归母净利润 22.56 亿元，同比+54%；其中 Q2 实现归母净利润 10.49 亿元，同比+29%、环比-13%。公司 2022H1 毛利率为 19.22%，同比-1.34pct；净利率为 9.75%，同比-0.96pct。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



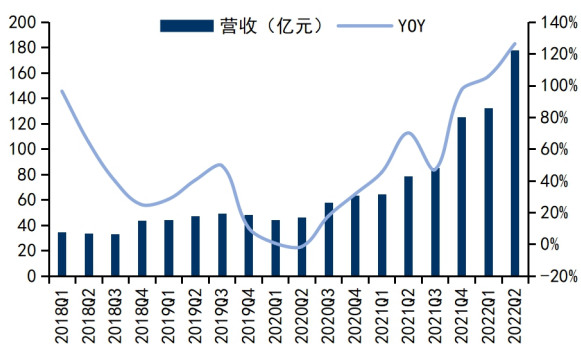
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



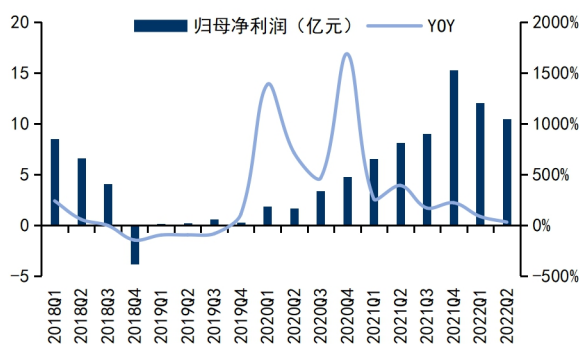
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

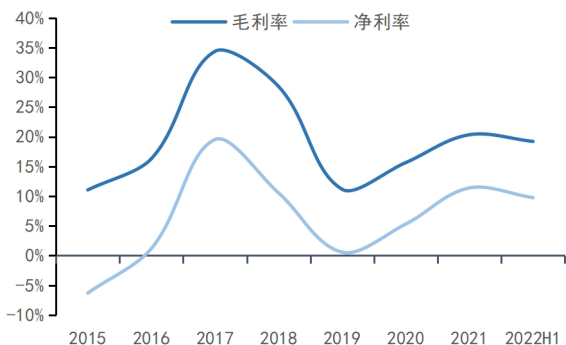
图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

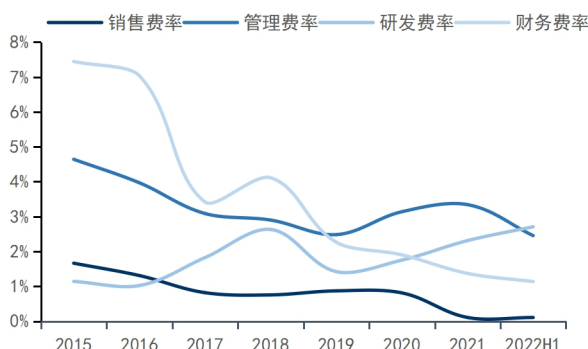
公司期间费用率显著下降。2022H1 公司期间费用率为 6.40%，同比-0.69pct；销售/管理/研发/财务费率分别为 0.11%（-0.63pct）、2.45%（-0.36pct）、2.71%（+0.74pct）、1.14%（-0.43pct）。2022H1 公司计提资产减值损失 5.37 亿元，计提信用减值损失 2.18 亿元。

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

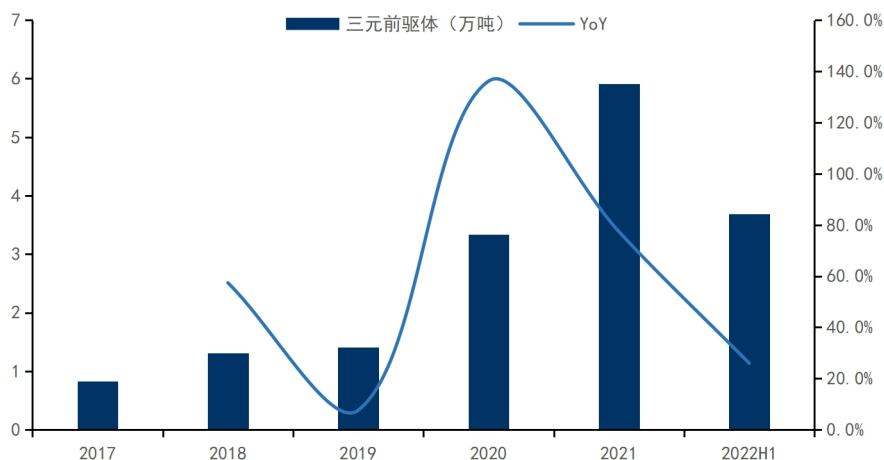
图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司三元前驱体业务稳步增长。2022H1 公司三元前驱体出货 3.69 万吨, 同比+26%, 预计 Q2 出货量超 2.2 万吨, 环比增长超 50%。公司前驱体业务主要子公司华友新能源衢州 2022H1 实现净利润 2.04 亿元, 对应三元前驱体单吨净利约 0.55 万元, 较 2021 年提升超 0.2 万元。三元前驱体中高镍产品占比逐步提升, 叠加客户结构持续优化, 推动盈利能力改善。

图7: 公司前驱体销量 (万吨、%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

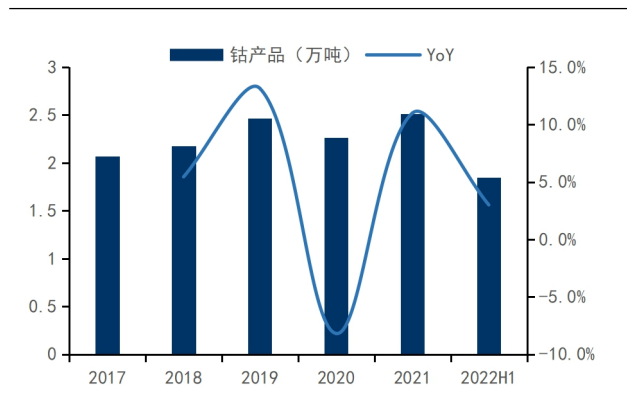
公司正极业务增长明显, 产品结构持续优化。2022H1 公司正极材料出货量为 3.83 万吨, 其中三元正极出货量为 3.32 万吨, 同比+52%, 钴酸锂出货量为 0.51 万吨, 在消费电子整体需求下滑下, 实现逆势增长。公司 2022H1 高镍三元正极材料出货量约为 2.64 万吨, 占三元材料总出货量的 80%。展望全年, 公司正极材料销量有望超 8 万吨。

2022H1 公司正极主要子公司成都巴莫实现净利润 3.25 亿元, 对应正极材料单吨净利超 0.85 万元, 盈利能力稳步提升。伴随公司资源端项目持续推进, 正极原材料自供率有望稳步提升, 盈利能力将持续优化。

镍钴铜业务发展稳健，公司针对金属价格波动充分计提。2022H1 公司钴产品出货量约 1.85 万吨，同比+3%；镍产品出货量 1.60 万吨，同比+126%；铜产品出货量 4.96 万吨，同比略有增长。2022Q2 镍钴铜价格快速下行，价格跌幅分别达到 16%/32%/11%。金属价格下跌导致公司部分原材料及未售产品出现一定减值，因而 2022H1 公司共计提存货减值准备 5.37 亿元，其中 Q2 计提 5.34 亿元。

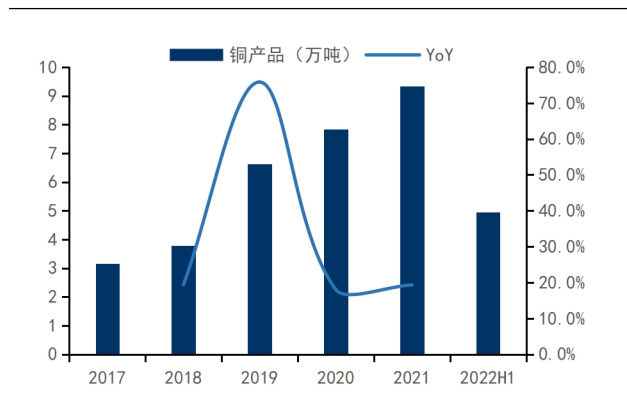
公司镍期货套期保值受伦敦镍事件影响不大。公司针对镍产品持有部分卖镍期货合约进行套期保值，无效套保造成损失为 671 万元，其中 449 万元计入当期公允价值变动收益项目。截止 2022H1 末，公司镍期货合约持仓浮盈为 6.20 亿元，计入衍生金融资产，衍生金融负债科目清零。

图8：公司钴产品销量（万吨、%）



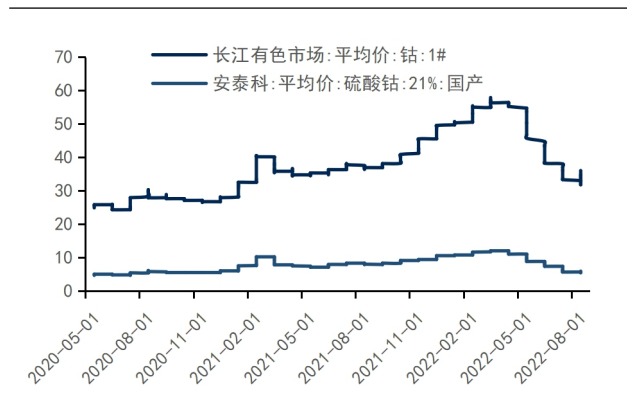
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：公司铜产品销量（万吨、%）



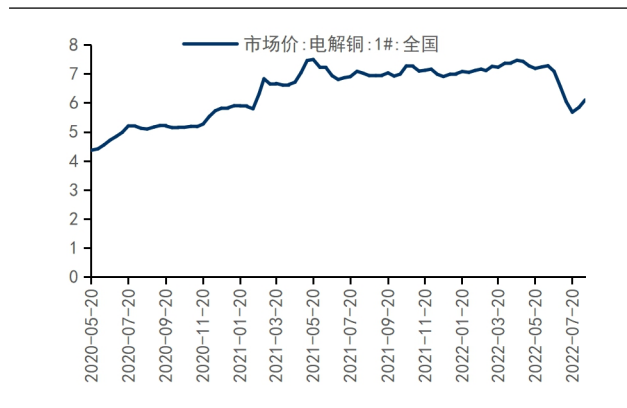
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：钴相关产品价格（万元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：铜相关产品价格（万元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

其他业务板块及投资收益：2022H1 公司全资子公司衢州华友资源再生积极参与并承接退役电池再生处理，回收出一定数量锂盐及其他产品，2022H1 实现净利润 4.08 亿元。2022H1 公司投资净收益达到 5.71 亿元，其中对联营企业和合营企业投资收益为 6.52 亿元。其中新越科技、乐友新材料分别贡献 2.94/2.76 亿元。

公司项目建设快速推进，华越湿法 6 万吨项目已于 2022 年 4 月达产；华科火法 4.5 万吨项目在 6 月底 4 台电炉进入试产，全流程预计下半年建成；华飞湿法 12 万吨项目预计 2023H1 投料试产；华山 12 万吨项目正式启动。此外公司与大众&青山、福特&淡水河谷各有 12 万吨镍项目已达成合作意向，目前公司已公告镍项目产能超 58.5 万吨。

前驱体项目建设方面，定增募投 5 万吨前驱体项目已经建成试产，可转债募投 5 万吨前驱体项目有序建设，华金与华浦积极推进量产认证，2022 年底公司前驱体权益产能有望超 15 万吨。正极方面，成都巴莫三期 5 万吨项目建成试运营，广西巴莫 5 万吨正极项目预计在 2023H1 建成投产。

公司重视科技研发，新产品持续取得新突破。2022H1 公司高镍大颗粒前驱体极窄分布关键技术取得重要进展，高镍小颗粒前驱体超低钠硫控制技术取得新突破。公司第二款 9 系超高镍 NCMA 正极在 2022H1 量产，目前超高镍 9 系材料月产量超 3000 吨，2022H1 合计销量超万吨。同时，公司积极改善科研设施，新增 40 条前驱体研发通道计划于年内建成，四钴、三元前驱体、三元正极等数十款新产品加紧研发。

投资建议：上调盈利预测，维持“增持”评级。

公司资源端布局持续完善，镍项目有望快速放量贡献可观利润；锂电正极及前驱体业务加速推进，一体化优势逐步夯实。基于公司一体化布局和产品结构优化带来的盈利能力改善，我们上调原有盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润为 53.64/83.89/108.57 亿元（原预测 2022-2023 年为 39.86/56.46 亿元），同比增速为 38%/56%/29%，摊薄 EPS 为 3.36/5.25/6.79 元，当前股价对应 PE 分别为 24/15/12 倍，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表（2022 年 8 月 20 日）

代码	公司简称	股价	总市值				EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
			亿元	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E			
603799	华友钴业	79.27	1,266.84	3.19	3.36	5.25	6.79	24.84	23.62	15.10	11.67	17.49	0.29	增持			
688005	容百科技	109.40	493.52	2.03	4.65	7.21	9.50	53.80	23.53	15.18	11.52	4.85	0.11	买入			
300073	当升科技	85.03	430.68	2.15	4.84	6.19	7.80	39.48	17.57	13.73	10.91	11.97	0.13	买入			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理与预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	2334	9769	8000	8000	8000	营业收入	21187	35317	65147	87146	98255
应收款项	1141	4384	5355	7163	8076	营业成本	17870	28131	53464	71531	77114
存货净额	4069	9035	15171	20294	22881	营业税金及附加	194	304	586	784	884
其他流动资产	1471	2421	4544	6080	6555	销售费用	172	38	72	87	88
流动资产合计	9826	26991	35483	44650	48819	管理费用	665	1180	1498	1830	1965
固定资产	11710	21945	26754	36677	43951	研发费用	371	816	1694	2091	2162
无形资产及其他	802	1192	1144	1096	1049	财务费用	403	484	525	899	1130
其他长期资产	2529	4433	7818	10457	11791	投资收益	73	636	700	2820	2529
长期股权投资	2078	3428	3428	3428	3428	资产减值及公允价值变动	(106)	(131)	(800)	(200)	(50)
资产总计	26945	57989	74626	96309	109037	其他收入	140	164	1100	200	50
短期借款及交易性金融						营业利润	1515	4901	7507	12542	17391
负债	7310	10720	22750	30445	28792	营业外净收支	(36)	(73)	5	0	0
应付款项	2865	11044	7124	9520	10186	利润总额	1479	4828	7512	12542	17391
其他流动负债	1543	3075	5358	7141	7641	所得税费用	353	805	1127	1881	2609
流动负债合计	11991	25562	35883	47977	47602	少数股东损益	(39)	126	1021	2272	3925
长期借款及应付债券	1422	6738	6738	6738	6738	归属于母公司净利润	1165	3898	5364	8389	10857
其他长期负债	1081	1788	1761	1761	1761	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
长期负债合计	2503	8526	8499	8499	8499	净利润	1165	3898	5364	8389	10857
负债合计	14494	34088	44383	56477	56102	资产减值准备	(46)	(48)	(600)	(200)	(50)
少数股东权益	2530	4517	5538	7810	11735	折旧摊销	743	1071	1457	2036	2754
股东权益	9922	19384	24705	32022	41200	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
负债和股东权益总计	26945	57989	74626	96309	109037	财务费用	403	484	525	899	1130
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(494)	735	(11970)	(4767)	(2892)
每股收益	1.02	3.19	3.36	5.25	6.79	其它	492	(5717)	1420	551	2577
每股红利	0.21	0.34	0.67	1.05	1.36	经营活动现金流	1860	(62)	(4330)	6009	13245
每股净资产	10.91	19.57	18.92	24.92	33.12	资本开支	(3640)	(6847)	(6218)	(11912)	(9980)
ROIC	10%	17%	18%	18%	20%	其它投资现金流	(289)	(1913)	(2684)	180	1195
ROE	9%	16%	18%	21%	21%	投资活动现金流	(3929)	(8761)	(8902)	(11731)	(8785)
毛利率	16%	20%	18%	18%	22%	权益性融资	1010	5807	377	0	0
EBIT Margin	9%	14%	12%	12%	16%	负债净变化	852	8199	12030	7695	(1653)
EBITDA Margin	13%	17%	14%	15%	19%	支付股利、利息	0	(243)	(419)	(1073)	(1678)
收入增长	12%	67%	84%	34%	13%	其它融资现金流	483	2883	12030	7695	(1653)
净利润增长率	874%	235%	38%	56%	29%	融资活动现金流	1459	13278	11463	5723	(4461)
资产负债率	54%	59%	59%	59%	51%	现金净变动	(611)	4456	(1769)	0	0
息率	0.3%	0.4%	0.8%	1.3%	1.7%	货币资金的期初余额	2886	2334	9769	8000	8000
P/E	77.7	24.8	23.6	15.1	11.7	货币资金的期末余额	2334	9769	8000	8000	8000
P/B	7.3	4.1	4.2	3.2	2.4	企业自由现金流	(1933)	(1002)	(10074)	(5445)	3518
EV/EBITDA	39.5	22.1	18.4	14.2	9.7	权益自由现金流	(1387)	6793	1510	1485	904

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032