

## 公司研究

## 减值影响 Q2 业绩，镍板块利润下半年加速释放

——华友钴业（603799.SH）2022 年半年报点评

## 要点

**事件：**公司于8月19日盘后公告2022年半年报，营收310.2亿元，同比增长117%，归母净利润22.6亿元，同比增长54%。

## 点评：

**资产减值叠加研发费用大增拖累 Q2 利润。**Q2 实现营收178亿元，环比增长35%，归母净利润10.5亿元，环比下降13%。Q2 业绩环比下降主要系：1) 钴价下跌明显，MB 钴价由39.35美元/磅(2022/3/31)下降至32.25美元/磅(2022/6/30)，跌幅18%，Q2 合计计提资产减值损失5.3亿元；2) Q2 单季度研发费用增至6.2亿元，环比增长181%，主要系研发投入增加和巴莫科技并表；3) Q2 信用减值损失计提1.85亿元。

**新能源：上半年前驱体、正极收入合计已达49%。**上半年三元前驱体和正极材料收入合计152亿元，占总营收比重已达49%，远超2021年的30%。1) 上半年正极材料合计出货3.8万吨，其中三元正极出货量3.3万吨，同比增长约52%，高镍三元正极出货约2.6万吨，占三元材料出货量约80%。2) 三元前驱体出货量约3.7万吨（含内部自供），同比增长26%。超高镍NCMA正极材料月产能已达3000吨级以上，上半年销售9系超高镍NCMA正极材料超万吨。

**镍：利润下半年兑现。**上半年镍产品出货量约1.6万吨（含受托加工和内部自供），同比增长126%。华越湿法6万吨项目已于上半年全部达产；华科火法4.5万吨项目于6月底四台电炉均进入试产；华飞湿法12万吨项目计划2023年上半年具备投料条件。华越子公司利润将在下半年逐步并表。截至2022年7月底，公司镍项目规划已达58.5万吨（含华越和华科投产产能），仍是未来重要看点。

**锂电材料一体化布局持续被认可。**公司2022年上半年相继与大众（正极材料上下游合作，与青山三方合建12万吨湿法镍项目）、宝马（动力电池回收合作）、LG化学（正极材料、废旧电池利用合作）、福特（与淡水河谷三方合建湿法镍项目及供货）、特斯拉（三元前驱体供货）实现产业链上下游的合作和供货，说明公司锂电材料一体化的布局持续获得全球头部客户认可。

**盈利预测、估值与评级：**考虑下半年镍、前驱体和正极材料产能加速释放，公司业绩有望继续高速增长。维持前期盈利预测，预计2022-2024年归母净利润分别为58.0/75.2/99.5亿元，同比增长49%/30%/32%，当前股价对应PE分别为22/17/13X，维持“买入”评级。

**风险提示：**钴铜价格大幅波动，公司各投资项目进展不及预期，新能源汽车销量不及预期；高资本开支导致现金流恶化风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,187	35,317	52,041	71,002	98,700
营业收入增长率	12.38%	66.69%	47.36%	36.43%	39.01%
净利润(百万元)	1,165	3,898	5,800	7,522	9,955
净利润增长率	874.48%	234.59%	48.81%	29.69%	32.34%
EPS(元)	1.02	3.19	3.63	4.71	6.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.74%	20.11%	23.37%	23.71%	24.35%
P/E	78	25	22	17	13
P/B	9.1	5.0	5.1	4.0	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-08-19（公司最新股本为15.98亿股）

## 买入（维持）

当前价：79.27元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsec.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

021-52523823

fangyutao@ebsec.com

## 市场数据

总股本(亿股)	15.98
总市值(亿元)	1266.84
一年最低/最高(元)	52.17/112.80
近3月换手率	110.39%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.51	-16.71	-20.70
绝对	-9.52	11.71	-15.08

资料来源：Wind

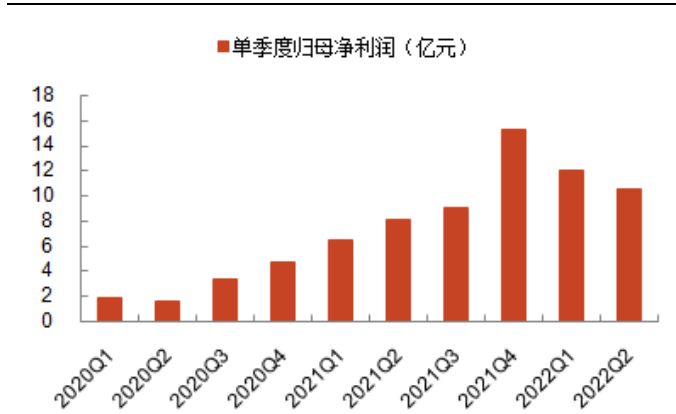
## 相关研报

正式供货特斯拉，锂电材料一体化优势再获认可——华友钴业（603799.SH）公告点评（2022-08-02）

业绩符合预期，继续看好下半年镍板块利润释放——华友钴业（603799.SH）公告点评（2022-07-12）

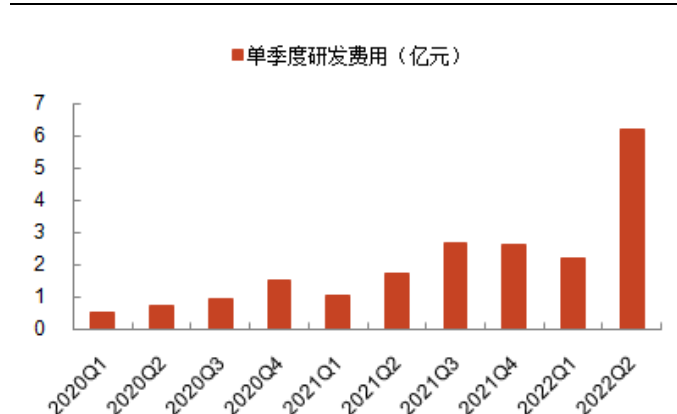
坚定三元布局，定增加码湿法镍冶炼和锂盐项目——华友钴业（603799.SH）公告点评（2022-06-20）

图 1: 公司各季度归母净利润走势



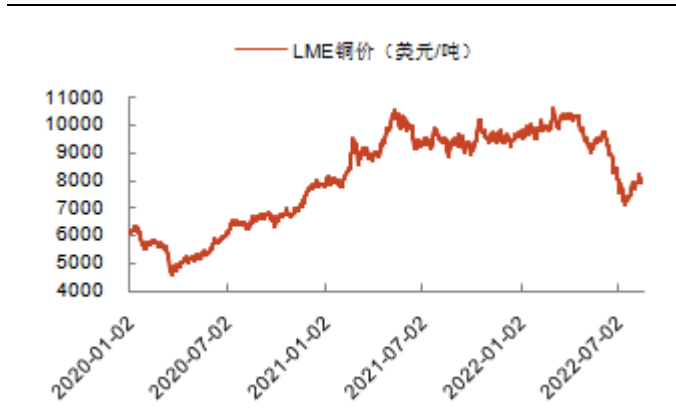
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: 公司 2022Q2 单季度研发费用创新高



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 铜价走势 (2020.1.2-2022.8.19)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: MB 钴价 (标准级) 均价 (2020.1.3-2022.8.19)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: LME 镍价走势 (2020.1.2-2022.8.19)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 2: 公司单季度主要财务指标

单位: 亿元	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
<b>主营业务收入</b>	46.28	57.87	63.48	64.24	78.69	85.02	125.20	132.12	178.06
同比增长率	41%	32%	31%	45%	70%	47%	97%	106%	126%
<b>毛利</b>	7.09	9.55	10.48	13.66	15.73	16.55	25.91	24.40	35.21
毛利率	15.33%	16.50%	16.50%	21.26%	19.99%	19.46%	20.70%	18.47%	19.77%
<b>销售费用</b>	0.50	0.43	0.38	0.46	0.59	0.55	-1.22	0.12	0.21
<b>财务费用</b>	0.76	0.75	1.39	0.98	1.26	0.89	1.71	1.40	2.13
<b>管理费用</b>	1.87	1.61	1.86	1.81	2.21	2.52	5.26	3.79	3.82
<b>研发费用</b>	0.75	0.94	1.51	1.07	1.75	2.71	2.64	2.20	6.19
期间费用率	8.37%	6.44%	8.09%	6.72%	7.39%	7.84%	6.70%	5.68%	6.94%
<b>资产减值损失</b>	-0.25	-0.17	0.29	0.02	-0.06	-0.04	-0.40	-0.03	-5.34
<b>投资净收益</b>	0.04	-0.33	0.74	0.37	1.75	1.53	2.71	1.76	3.95
<b>营业外收入</b>	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01	0.07	-0.06	0.03	0.04
<b>营业外支出</b>	0.10	0.02	0.26	0.16	0.16	0.36	0.08	0.03	0.00
<b>税前利润</b>	2.16	4.90	5.62	9.20	10.86	11.78	16.44	16.99	18.63
<b>归属母公司净利润</b>	1.66	3.37	4.78	6.54	8.14	9.00	15.29	12.06	10.49
净利率	3.59%	5.82%	7.53%	10.18%	10.35%	10.59%	12.21%	9.13%	5.89%
同比增长率	-59%	-	1686%	257%	390%	167%	220%	84%	29%
<b>扣非净利润</b>	1.63	3.33	4.96	6.59	7.58	9.02	15.35	11.90	10.02
<b>期末净资产</b>	119	122	125	192	197	224	239	267	288
ROE (摊薄)	1.83%	3.51%	4.88%	4.94%	4.86%	5.16%	8.19%	5.86%	4.68%
存货/销售收入	18.18%	14.49%	16.02%	15.48%	15.08%	21.33%	18.04%	22.81%	18.98%
<b>带息负债</b>	89.3	85.5	87.6	89.9	89.9	111.4	174.6	283.7	329.9
<b>货币资金</b>	31.7	21.3	23.3	82.5	64.3	86.2	97.7	188.2	181.4
资产负债率	54.48%	52.43%	53.79%	46.36%	47.68%	54.32%	58.78%	64.84%	68.21%
<b>存货金额</b>	33.7	33.5	40.7	39.8	47.5	72.5	90.3	120.5	135.2
<b>自由现金流</b>	(3.0)	(2.6)	(0.6)	(0.2)	(12.4)	(17.4)	(39.1)	(32.1)	(47.3)
<b>最新总股本(亿股)</b>	15.98	15.98	15.98	15.98	15.98	15.98	15.98	15.98	15.98
<b>摊薄 EPS (元/股)</b>	0.104	0.211	0.299	0.409	0.509	0.563	0.957	0.755	0.657

资料来源: Wind, 光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	21,187	35,317	52,041	71,002	98,700
营业成本	17,870	28,131	40,923	56,296	79,162
折旧和摊销	778	1,122	1,182	1,476	1,744
税金及附加	194	304	416	568	790
销售费用	172	38	52	71	99
管理费用	665	1,180	1,717	2,343	3,257
研发费用	371	816	1,197	1,633	2,270
财务费用	403	484	374	503	504
投资收益	73	636	135	108	97
营业利润	1,515	4,901	7,474	9,649	12,649
利润总额	1,479	4,828	7,465	9,640	12,640
所得税	353	805	1,269	1,639	2,149
净利润	1,126	4,024	6,196	8,001	10,491
少数股东损益	-39	126	397	480	537
归属母公司净利润	1,165	3,898	5,800	7,522	9,955
EPS(元)	1.02	3.19	3.63	4.71	6.23

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,860	-62	8,022	9,149	11,502
净利润	1,165	3,898	5,800	7,522	9,955
折旧摊销	778	1,122	1,182	1,476	1,744
净营运资金增加	1,171	3,198	4,749	6,143	9,010
其他	-1,255	-8,279	-3,709	-5,991	-9,206
投资活动产生现金流	-3,929	-8,761	-6,000	-4,017	-4,003
净资本支出	-3,625	-6,845	-5,050	-4,050	-4,050
长期投资变化	2,078	3,428	0	0	0
其他资产变化	-2,383	-5,343	-950	33	47
融资活动现金流	1,459	13,278	2,780	176	256
股本变化	63	80	377	0	0
债务净变化	553	8,726	3,520	1,298	1,561
无息负债变化	764	10,869	2,658	6,352	9,359
净现金流	-495	4,619	4,802	5,309	7,756

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	15.7%	20.3%	21.4%	20.7%	19.8%
EBITDA 率	13.2%	17.1%	17.3%	16.4%	15.2%
EBIT 率	9.6%	14.0%	15.0%	14.3%	13.4%
税前净利润率	7.0%	13.7%	14.3%	13.6%	12.8%
归母净利润率	5.5%	11.0%	11.1%	10.6%	10.1%
ROA	4.2%	6.9%	8.9%	9.4%	9.9%
ROE (摊薄)	11.7%	20.1%	23.4%	23.7%	24.4%
经营性 ROIC	6.8%	10.9%	13.8%	15.2%	16.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	54%	59%	58%	56%	56%
流动比率	0.82	1.06	1.20	1.40	1.56
速动比率	0.48	0.70	0.85	0.99	1.09
归母权益/有息债务	1.14	1.11	1.18	1.42	1.71
有形资产/有息债务	2.94	3.20	3.25	3.74	4.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	26,945	57,989	69,998	85,031	105,641
货币资金	2,334	9,769	14,572	19,881	27,636
交易性金融资产	30	333	333	233	133
应收账款	1,141	4,384	4,892	6,674	9,278
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	182	235	416	568	790
存货	4,069	9,035	10,169	14,012	19,729
其他流动资产	1,289	2,185	3,022	3,970	5,355
流动资产合计	9,826	26,991	34,691	47,086	65,355
其他权益工具	6	35	35	35	35
长期股权投资	2,078	3,428	3,428	3,428	3,428
固定资产	8,321	12,124	15,848	18,677	21,071
在建工程	2,839	9,107	8,705	8,029	7,522
无形资产	802	1,192	1,217	1,238	1,262
商誉	95	460	460	460	460
其他非流动资产	1,694	3,126	3,962	3,962	3,962
非流动资产合计	17,119	30,998	35,307	37,944	40,286
总负债	14,494	34,088	40,267	47,918	58,838
短期借款	5,862	8,084	8,604	6,903	5,964
应付账款	1,789	6,233	7,366	10,133	14,249
应付票据	1,075	4,811	6,138	8,444	11,874
预收账款	13	645	950	1,296	1,802
其他流动负债	5	4	4	4	4
流动负债合计	11,991	25,562	28,914	33,565	41,985
长期借款	1,422	6,738	9,738	12,738	15,238
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	424	578	578	578	578
非流动负债合计	2,503	8,526	11,380	14,380	16,880
股东权益	12,452	23,901	29,731	37,112	46,803
股本	1,141	1,221	1,598	1,598	1,598
公积金	4,103	10,528	10,640	10,640	10,640
未分配利润	4,808	8,376	13,320	20,222	29,377
归属母公司权益	9,922	19,384	24,817	31,719	40,874
少数股东权益	2,530	4,517	4,914	5,393	5,930

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.81%	0.11%	0.10%	0.10%	0.10%
管理费用率	3.14%	3.34%	3.30%	3.30%	3.30%
财务费用率	1.90%	1.37%	0.72%	0.71%	0.51%
研发费用率	1.75%	2.31%	2.30%	2.30%	2.30%
所得税率	24%	17%	17%	17%	17%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.20	0.30	0.39	0.50	0.66
每股经营现金流	1.63	-0.05	5.02	5.72	7.20
每股净资产	8.69	15.87	15.53	19.85	25.58
每股销售收入	18.56	28.92	32.56	44.43	61.76

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	78	25	22	17	13
PB	9.1	5.0	5.1	4.0	3.1
EV/EBITDA	37.7	19.7	17.1	13.4	10.6
股息率	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE