

2022年08月23日

# 华友钴业 (603799.SH)

## 公司快报

### 存货减值暂时性拖累公司业绩，新能源业务明显放量，一体化布局逐渐形成

有色金属 | 镍钴锡铟III

投资评级

**买入-B(维持)**

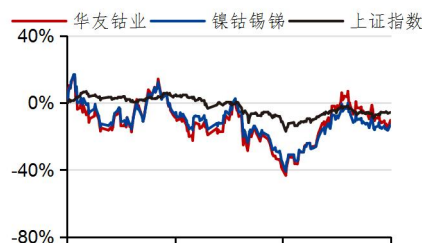
股价(2022-08-22)

83.64 元

#### 交易数据

|           |              |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元)  | 133,667.88   |
| 流通市值(百万元) | 132,098.00   |
| 总股本(百万股)  | 1,598.13     |
| 流通股本(百万股) | 1,579.36     |
| 12个月价格区间  | 136.60/71.35 |

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

|      |       |       |        |
|------|-------|-------|--------|
| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M    |
| 相对收益 | -6.1  | 13.97 | -6.84  |
| 绝对收益 | -5.86 | 18.14 | -11.21 |

分析师

刘荆

 SAC 执业证书编号: S0910520020001  
 liujing1@huajinsec.com

报告联系人

顾华昊

guhuahao@huajinsec.com

#### 相关报告

华友钴业：2022Q1 业绩同比高增，锂电业务放量将助力业绩提升-华友钴业一季报点评 2022.4.28

华友钴业：业绩符合预期，一体化战略稳步推进-华友钴业公司快报 2021.11.2

#### 投资要点

◆ **公司半年报业绩处于预告下限**：公司 2022H1 实现营收 310.18 亿元，同比+117.01%，归母净利润 22.56 亿元，同比+53.60%，处于业绩预告的下限。销售毛利率 19.22%，同比-1.34 pct，销售净利率 9.75%，同比-0.96 pct。其中 2022Q2 公司实现营收 178.06 亿元，同比+126.27%，归母净利润 10.49 亿元，同比+28.86%。销售毛利率 19.77%，同比-0.22 pct，环比+1.30 pct，销售净利率 9.36%，同比-1.57 pct，环比-0.91 pct。

◆ **新能源材料业务明显放量，一体化布局逐渐形成**：公司 2022H1 正极材料营收 110.45 亿元，正极出货量 3.83 万吨，其中三元正极出货量 3.32 万吨，同比+52%，占比 86.68%。高镍三元出货量 2.64 万吨，占三元材料总出货量的 79.52%。成都巴莫贡献营收 106.82 亿元，其净利润 3.25 亿元，我们测算其三元正极单吨净利润约 1 万元。

三元前驱体营收 41.50 亿元，出货量约 3.69 万吨（含自供），同比+26%。华友新能源衢州营收 41.62 亿元，净利润 2.04 亿元，我们测算其出货量约 3 万吨，单吨净利润约 6800 元。

镍产品营收 6.89 亿元，出货量约 1.60 万吨（含受托加工和自供），同比+126%。其出货量大规模增长得益于印尼华越 6 万吨氢氧化镍钴（MHP）的达产起量，项目进度超出预期。2022H1 华越营收 25.31 亿元，净利润 13.5 亿元，净利率高达 53.34%。此外，华科 4.5 万吨高冰镍于 2022 年 6 月底四台电炉进入试生产。公司镍产品有望在下半年大规模放量。长期来看，根据已有的公告，公司总共在印尼规划 6 个项目，合计产能 58.5 万镍金属吨，公司在镍产品的大力布局符合三元高镍正极的发展方向。

◆ **传统业务存货减值拖累公司业绩，但风险计提充分**：钴产品营收 55.27 亿元，出货量约 1.85 万吨（含受托加工和自供），同比+3%。铜产品营收 24.85 亿元，出货量约 4.96 万吨（含受托加工和自供），同比略有增长。2022Q2 铜价、钴价分别-20%和-18%，导致公司 2022Q2 存货减值 5.34 亿元，风险计提充分。

◆ **投资收益高增**：公司 2022H1 投资净收益 5.71 亿元，同比+169.34%。主要为联营公司乐友贡献 2.76 亿元，新越科技 2.94 亿元。乐友从事三元正极，新越科技的核心资产是纬达湾镍业权益。

◆ **套保策略有效**：公司 2022Q1 衍生金融负债 15.68 亿元，中报变成 6.20 亿元的衍生金融资产，这是由于 2022Q2 镍价格下跌，镍期货持仓浮盈所导致的。此外，根据半年报，公司在 2022H1 平仓镍期货合约形成损失 5.87 亿元，镍现货销售利得 5.80 亿元，无效套期损失仅为 0.067 亿元，套保锁定价格，策略有效。



- ◆ **投资建议：**我们调整公司 2022-2024 年归母净利润至 52.27、76.00 和 112.72 亿元，同比+34.1%、45.4%和 48.3%，当前股价对应 2022 年的 PE 为 26 倍，维持“买入-B”评级。
- ◆ **风险提示：**产品价格大幅下降、新能源车产销量不及预期、印尼镍矿冶炼产能释放不及预期、其他突发事件的风险。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 21,187 | 35,317 | 65,737 | 76,160 | 99,146 |
| YoY(%)    | 12.4   | 66.7   | 86.1   | 15.9   | 30.2   |
| 净利润(百万元)  | 1,165  | 3,898  | 5,227  | 7,600  | 11,272 |
| YoY(%)    | 874.5  | 234.6  | 34.1   | 45.4   | 48.3   |
| 毛利率(%)    | 15.7   | 20.3   | 21.2   | 23.0   | 23.3   |
| EPS(摊薄/元) | 0.73   | 2.44   | 3.27   | 4.76   | 7.05   |
| ROE(%)    | 9.0    | 16.8   | 22.6   | 24.7   | 25.8   |
| P/E(倍)    | 114.8  | 34.3   | 25.6   | 17.6   | 11.9   |
| P/B(倍)    | 13.5   | 6.9    | 5.4    | 4.2    | 3.1    |
| 净利率(%)    | 5.5    | 11.0   | 8.0    | 10.0   | 11.4   |

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元)     |       |       |       |       |        | 利润表(百万元)        |       |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E  | 会计年度            | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| <b>流动资产</b>    | 9826  | 26991 | 28806 | 29298 | 43021  | <b>营业收入</b>     | 21187 | 35317 | 65737 | 76160 | 99146 |
| 现金             | 2334  | 9769  | 5848  | 5948  | 8282   | 营业成本            | 17870 | 28131 | 51777 | 58666 | 76060 |
| 应收票据及应收账款      | 1141  | 4384  | 3377  | 6871  | 5598   | 营业税金及附加         | 194   | 304   | 584   | 666   | 874   |
| 预付账款           | 781   | 1050  | 3208  | 1177  | 4867   | 营业费用            | 172   | 38    | 302   | 216   | 368   |
| 存货             | 4069  | 9035  | 13762 | 12796 | 21158  | 管理费用            | 665   | 1180  | 2130  | 2506  | 3237  |
| 其他流动资产         | 1501  | 2753  | 2611  | 2505  | 3116   | 研发费用            | 371   | 816   | 1335  | 1653  | 2083  |
| <b>非流动资产</b>   | 17119 | 30998 | 48635 | 55853 | 69636  | 财务费用            | 403   | 484   | 1423  | 1726  | 1625  |
| 长期投资           | 2078  | 3428  | 5576  | 8360  | 11887  | 资产减值损失          | -46   | -48   | -550  | -47   | -47   |
| 固定资产           | 8321  | 12124 | 30065 | 36711 | 47157  | 公允价值变动收益        | -29   | -15   | -22   | -18   | -20   |
| 无形资产           | 802   | 1192  | 1287  | 1451  | 1549   | 投资净收益           | 73    | 636   | 1125  | 1616  | 2432  |
| 其他非流动资产        | 5918  | 14254 | 11706 | 9332  | 9043   | <b>营业利润</b>     | 1515  | 4901  | 8796  | 12329 | 17318 |
| <b>资产总计</b>    | 26945 | 57989 | 77441 | 85151 | 112657 | 营业外收入           | 3     | 3     | 3     | 3     | 3     |
| <b>流动负债</b>    | 11991 | 25562 | 37545 | 36645 | 51236  | 营业外支出           | 39    | 76    | 57    | 66    | 62    |
| 短期借款           | 5862  | 8084  | 21593 | 13746 | 26890  | <b>利润总额</b>     | 1479  | 4828  | 8742  | 12265 | 17259 |
| 应付票据及应付账款      | 2865  | 11044 | 9734  | 16256 | 15774  | 所得税             | 353   | 805   | 1772  | 2265  | 3343  |
| 其他流动负债         | 3263  | 6434  | 6218  | 6643  | 8571   | <b>税后利润</b>     | 1126  | 4024  | 6970  | 10000 | 13916 |
| <b>非流动负债</b>   | 2503  | 8526  | 8997  | 8033  | 7458   | 少数股东损益          | -39   | 126   | 1742  | 2400  | 2644  |
| 长期借款           | 1422  | 6738  | 7562  | 6422  | 5935   | <b>归属母公司净利润</b> | 1165  | 3898  | 5227  | 7600  | 11272 |
| 其他非流动负债        | 1081  | 1788  | 1434  | 1611  | 1523   | EBITDA          | 2636  | 6569  | 11507 | 16260 | 22138 |
| <b>负债合计</b>    | 14494 | 34088 | 46541 | 44678 | 58694  |                 |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 2530  | 4517  | 6259  | 8660  | 11303  | <b>主要财务比率</b>   |       |       |       |       |       |
| 股本             | 1141  | 1221  | 1598  | 1598  | 1598   | 会计年度            | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 资本公积           | 3880  | 10218 | 10183 | 10183 | 10183  | <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 留存收益           | 5031  | 8686  | 14645 | 23450 | 35526  | 营业收入(%)         | 12.4  | 66.7  | 86.1  | 15.9  | 30.2  |
| 归属母公司股东权益      | 9922  | 19384 | 24640 | 31814 | 42660  | 营业利润(%)         | 841.2 | 223.5 | 79.5  | 40.2  | 40.5  |
| <b>负债和股东权益</b> | 26945 | 57989 | 77441 | 85151 | 112657 | 归属于母公司净利润(%)    | 874.5 | 234.6 | 34.1  | 45.4  | 48.3  |
|                |       |       |       |       |        | <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | 毛利率(%)          | 15.7  | 20.3  | 21.2  | 23.0  | 23.3  |
|                |       |       |       |       |        | 净利率(%)          | 5.5   | 11.0  | 8.0   | 10.0  | 11.4  |
|                |       |       |       |       |        | ROE(%)          | 9.0   | 16.8  | 22.6  | 24.7  | 25.8  |
|                |       |       |       |       |        | ROIC(%)         | 7.3   | 12.0  | 13.9  | 20.2  | 19.1  |
|                |       |       |       |       |        | <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | 资产负债率(%)        | 53.8  | 58.8  | 60.1  | 52.5  | 52.1  |
|                |       |       |       |       |        | 流动比率            | 0.8   | 1.1   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |
|                |       |       |       |       |        | 速动比率            | 0.3   | 0.6   | 0.3   | 0.4   | 0.3   |
|                |       |       |       |       |        | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | 总资产周转率          | 0.8   | 0.8   | 1.0   | 0.9   | 1.0   |
|                |       |       |       |       |        | 应收账款周转率         | 21.1  | 12.8  | 16.9  | 14.9  | 15.9  |
|                |       |       |       |       |        | 应付账款周转率         | 5.9   | 4.0   | 5.0   | 4.5   | 4.7   |
|                |       |       |       |       |        | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
|                |       |       |       |       |        | P/E             | 114.8 | 34.3  | 25.6  | 17.6  | 11.9  |
|                |       |       |       |       |        | P/B             | 13.5  | 6.9   | 5.4   | 4.2   | 3.1   |
|                |       |       |       |       |        | EV/EBITDA       | 54.3  | 22.3  | 14.4  | 9.8   | 7.8   |

| 现金流量表(百万元)     |       |       |        |       |        |
|----------------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 会计年度           | 2020A | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 1860  | -62   | 2290   | 19229 | 6230   |
| 净利润            | 1126  | 4024  | 6970   | 10000 | 13916  |
| 折旧摊销           | 778   | 1100  | 1652   | 2662  | 3474   |
| 财务费用           | 403   | 484   | 1423   | 1726  | 1625   |
| 投资损失           | -73   | -636  | -1125  | -1616 | -2432  |
| 营运资金变动         | -558  | -5369 | -6668  | 6443  | -10378 |
| 其他经营现金流        | 184   | 336   | 39     | 12    | 26     |
| <b>投资活动现金流</b> | -3929 | -8761 | -18092 | -8333 | -14823 |
| <b>筹资活动现金流</b> | 1459  | 13278 | -2739  | -2394 | -2496  |

| 每股指标(元)       |      |       |       |       |       |
|---------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.73 | 2.44  | 3.27  | 4.76  | 7.05  |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 1.16 | -0.04 | 1.43  | 12.03 | 3.90  |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 6.21 | 12.13 | 15.38 | 19.89 | 26.67 |

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)