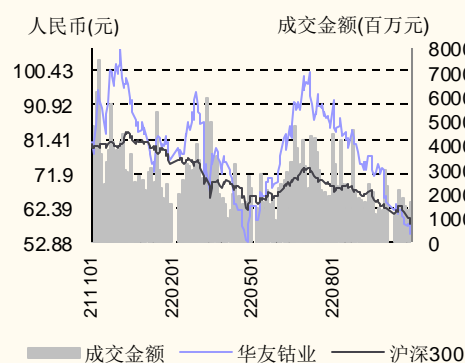


市场价格 (人民币): 55.12 元

减值拖累业绩，环比增量可期

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	15.98
已上市流通 A 股(亿股)	15.79
总市值(亿元)	880.78
年内股价最高最低(元)	106.54/52.88
沪深 300 指数	3541
上证指数	2916



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	21,187	35,317	56,197	70,780	75,216
营业收入增长率	12.38%	66.69%	59.12%	25.95%	6.27%
归母净利润(百万元)	1,165	3,898	4,495	7,690	10,474
归母净利润增长率	874.48%	234.59%	15.32%	71.09%	36.19%
摊薄每股收益(元)	1.021	3.191	2.813	4.812	6.554
每股经营性现金流净额	1.63	-0.05	6.16	8.63	9.24
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.74%	20.11%	18.05%	24.16%	25.39%
P/E	77.69	34.56	19.60	11.45	8.41
P/B	9.12	6.95	3.54	2.77	2.14

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简述

- 22年10月28日公司发布三季报，前三季度公司实现归母净利润30.1亿元，同比+26.98%。Q3单季实现归母净利润7.5亿元，同比-16.44%。

经营分析

- 铜钴:** 钴减值拖累业绩，风险基本出清。1) 铜: LME铜均价自Q2的9513美元/吨下降至Q3的7745美元/吨，预计铜板块利润环比减少。但因公司自有矿比例相对较高，Q3铜板块或仍贡献较好盈利。2) 钴: 因公司钴产品原料采购及运输周期较长，预计前期购入的钴原料库存平均成本高于当前现货价格。在审慎估算Q4钴价基础上，公司对钴存货计提约3.3亿元减值，对盈利形成较大拖累。Q3以来钴价走势持稳，钴板块亏损风险已基本出清。
- 镍:** 华越MHP并表利润有待提高，华科尚未贡献盈利。Q3华越项目继续保持满产，预计产量约1.6-1.7万吨。因公司自有硫酸镍产能尚未完全匹配华越产量，华越产MHP在Q3转化为硫酸镍并进一步制成锂电材料外销的数量较少，影响华越利润并表。预计华越单体Q3继续实现较好盈利(少数股东损益达到9.4亿元，我们判断除巴莫外，主要为华越项目贡献)。2) 华科: 因公司镍铁-高冰镍的转炉尚未建成，而Q3单镍铁生产环节盈利能力较差，公司镍铁产销量较少，对盈利未形成明显贡献。
- 锂电:** 持续贡献业绩增量。前驱体/正极出货量环比继续实现高增，预计Q3分别为约2.8/2.4万吨，对业绩形成较好补充。
- 发行GDR补充项目建设资金。** 公司计划在全球范围发售GDR，对应新增A股股票不超过本次发行前公司普通股总股本的10%，继续拓展资本金来源。
- 新建硫酸镍与纯镍项目，中间品产能得到进一步匹配。** 公司拟通过全资子公司华友衢州投资建设5万金吨高纯镍，包括3万金吨硫酸镍与2万吨电解镍，项目总投资为14.9亿元，建设周期约1年。新建硫酸镍产能可更好匹配公司在印尼不断增长的中间品产能。

盈利预测和投资建议

- 下调22-24年归母净利至45.0/76.9/104.7亿元，同增15.3%/71.1%/36.2%，实现EPS为2.81/4.81/6.55元，对应PE20/11/8倍。维持“买入”评级。

风险提示

- 新能源需求不及预期、铜钴镍价格下跌、汇兑风险、项目进度不及预期。

相关报告

- 《充分减值出清包袱，锂电板块表现亮眼-华友钴业中报点评》，2022.8.20
- 《镍+锂增量贡献可期-华友钴业中报预告点评》，2022.7.11
- 《完善镍锂布局，三元一体化逻辑持续兑现-华友钴业定增点评》，2022.6.20
- 《周期+成长逻辑持续兑现-华友钴业一季报点评》，2022.4.27
- 《景气周期+锂电放量，高利润延续-华友钴业年报点评》，2022.4.23

苏晨 分析师 SAC 执业编号: S1130522010001
suchen@gjzq.com.cn

陈凯丽 联系人
chenkaili@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	18,853	21,187	35,317	56,197	70,780	75,216	货币资金	2,886	2,334	9,769	11,874	11,719	11,822
增长率		12.4%	66.7%	59.1%	26.0%	6.3%	应收款项	1,518	2,085	5,938	9,573	11,961	12,711
主营业务成本	-16,748	-17,870	-28,131	-44,008	-54,172	-54,414	存货	3,390	4,069	9,035	13,514	15,510	16,995
%销售收入	88.8%	84.3%	79.7%	78.3%	76.5%	72.3%	其他流动资产	1,656	1,338	2,249	2,703	2,610	2,619
毛利	2,105	3,317	7,185	12,188	16,608	20,802	流动资产	9,450	9,826	26,991	37,664	41,799	44,147
%销售收入	11.2%	15.7%	20.3%	21.7%	23.5%	27.7%	%总资产	40.6%	36.5%	46.5%	46.2%	42.1%	38.6%
营业税金及附加	-254	-194	-304	-562	-708	-752	长期投资	1,624	2,435	3,805	8,305	10,905	13,505
%销售收入	1.3%	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	9,623	11,710	21,945	33,432	44,320	54,608
销售费用	-164	-172	-38	-84	-106	-113	%总资产	41.4%	43.5%	37.8%	41.0%	44.7%	47.7%
%销售收入	0.9%	0.8%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	无形资产	936	1,023	1,751	2,099	2,143	2,185
管理费用	-468	-665	-1,180	-1,686	-2,123	-2,256	非流动资产	13,817	17,119	30,998	43,898	57,425	70,352
%销售收入	2.5%	3.1%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%	%总资产	59.4%	63.5%	53.5%	53.8%	57.9%	61.4%
研发费用	-268	-371	-816	-1,574	-1,770	-1,880	资产总计	23,267	26,945	57,989	81,562	99,225	114,500
%销售收入	1.4%	1.8%	2.3%	2.8%	2.5%	2.5%	短期借款	7,126	7,310	10,720	4,912	6,607	8,327
息税前利润 (EBIT)	952	1,916	4,848	8,283	11,901	15,800	应付款项	3,792	3,634	12,479	22,753	28,003	28,137
%销售收入	5.0%	9.0%	13.7%	14.7%	16.8%	21.0%	其他流动负债	381	1,046	2,364	1,833	2,621	3,116
财务费用	-427	-403	-484	-879	-1,186	-1,252	流动负债	11,299	11,991	25,562	29,497	37,231	39,580
%销售收入	2.3%	1.9%	1.4%	1.6%	1.7%	1.7%	长期贷款	1,053	1,422	6,738	13,215	13,215	13,215
资产减值损失	-366	-106	-131	-1,263	-38	-109	其他长期负债	824	1,081	1,788	7,425	7,433	7,432
公允价值变动收益	-37	-29	-15	-200	100	100	负债	13,176	14,494	34,088	50,137	57,879	60,228
投资收益	-58	69	624	1,500	1,600	1,700	普通股股东权益	7,748	9,922	19,384	24,907	31,829	41,255
%税前利润	n.a	4.7%	12.9%	19.6%	12.7%	10.3%	其中：股本	1,079	1,141	1,221	1,598	1,598	1,598
营业利润	161	1,515	4,901	7,641	12,577	16,439	未分配利润	3,679	4,808	8,376	12,422	19,343	28,769
营业利润率	0.9%	7.2%	13.9%	13.6%	17.8%	21.9%	少数股东权益	2,343	2,530	4,517	6,517	9,517	13,017
营业外收支	-2	-36	-73	0	0	0	负债股东权益合计	23,267	26,945	57,989	81,562	99,225	114,500
税前利润	159	1,479	4,828	7,641	12,577	16,439	比率分析						
利润率	0.8%	7.0%	13.7%	13.6%	17.8%	21.9%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-51	-353	-805	-1,146	-1,887	-2,466	每股指标						
所得税率	32.1%	23.9%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.111	1.021	3.191	2.813	4.812	6.554
净利润	108	1,126	4,024	6,495	10,690	13,974	每股净资产	7.183	8.694	15.872	15.585	19.916	25.814
少数股东损益	-11	-39	126	2,000	3,000	3,500	每股经营现金净流	2.410	1.630	-0.051	6.158	8.629	9.240
归属于母公司的净利润	120	1,165	3,898	4,495	7,690	10,474	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.281	0.481	0.655
净利率	0.6%	5.5%	11.0%	8.0%	10.9%	13.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	1.54%	11.74%	20.11%	18.05%	24.16%	25.39%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	0.51%	4.32%	6.72%	5.51%	7.75%	9.15%
净利润	108	1,126	4,024	6,495	10,690	13,974	投入资本收益率	3.53%	6.86%	9.73%	12.62%	15.01%	16.37%
少数股东损益	-11	-39	126	2,000	3,000	3,500	增长率						
非现金支出	981	884	1,253	2,830	2,211	2,881	主营业务收入增长率	30.46%	12.38%	66.69%	59.12%	25.95%	6.27%
非经营收益	378	378	-162	-36	-337	-371	EBIT增长率	-68.62%	101.27%	153.05%	70.86%	43.69%	32.76%
营运资金变动	1,133	-528	-5,176	552	1,224	-1,719	净利润增长率	-92.18%	874.48%	234.59%	15.32%	71.09%	36.19%
经营活动现金净流	2,600	1,860	-62	9,840	13,788	14,764	总资产增长率	22.07%	15.81%	115.21%	40.65%	21.66%	15.39%
资本开支	-2,641	-3,625	-6,845	-10,338	-13,100	-13,100	资产管理能力						
投资	-1,499	31	-1,861	-5,310	-2,000	-2,500	应收账款周转天数	17.3	17.3	28.5	50.0	50.0	50.0
其他	-945	-335	-54	1,500	1,600	1,700	存货周转天数	96.7	76.2	85.0	120.0	110.0	120.0
投资活动现金净流	-5,086	-3,929	-8,761	-14,148	-13,500	-13,900	应付账款周转天数	28.1	33.2	52.0	100.0	100.0	100.0
股权募资	1,564	1,205	6,597	1,495	0	0	固定资产周转天数	124.7	143.4	125.3	107.9	105.7	115.4
债权募资	400	887	7,524	6,434	1,695	1,720	偿债能力						
其他	605	-633	-842	-1,507	-2,132	-2,476	净负债/股东权益	51.43%	51.14%	30.78%	38.36%	33.63%	28.60%
筹资活动现金净流	2,568	1,459	13,278	6,421	-437	-756	EBIT利息保障倍数	2.2	4.8	10.0	9.4	10.0	12.6
现金净流量	155	-495	4,619	2,114	-148	108	资产负债率	56.63%	53.79%	58.78%	61.47%	58.33%	52.60%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	2	11	33	88
增持	0	2	7	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.50	1.39	1.28	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

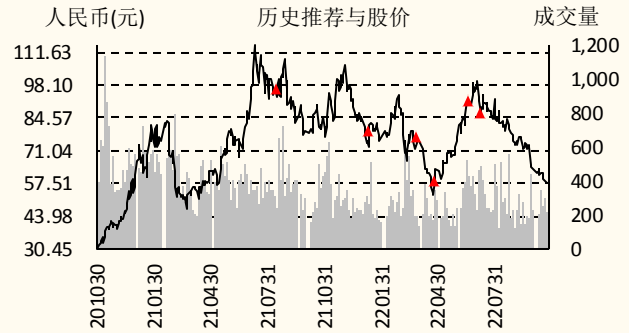
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-17	买入	121.70	N/A
2	2022-01-12	买入	94.29	N/A
3	2022-03-30	买入	96.84	134.85 ~ 134.85
4	2022-04-23	买入	73.49	129.90
5	2022-04-27	买入	68.94	128.20
6	2022-06-20	买入	91.49	N/A
7	2022-07-11	买入	91.18	N/A
8	2022-08-20	买入	79.27	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402