

➤ **事件：10 月 29 日公司发布 2022 年三季报。**2022 年前三季度，公司实现营业收入 487.12 亿元，同比增长 114%，归母净利润 30.08 亿元，同比增长 27%，扣非归母净利润 29.19 亿元，同比增长 26%。

➤ **分析与判断：铜钴价格下滑业绩承压，资产减值金额较大。**2022Q3 公司实现营业收入 176.94 亿元，同比增长 108%，环比降低 1%；归母净利润 7.52 亿元，同比降低 17%，环比降低 28%；扣非归母净利润 7.27 亿元，同比降低 19%，环比降低 27%。（1）铜：LME 铜价格环比下跌较多，22Q3 均价为 7724 美元/吨，环比下滑约 19%致公司铜板块业绩承压；（2）钴：据亚洲金属网，22Q3 金属钴均价 34.2 万元/吨，环比下滑约 29%，同时因为公司钴原料生产及采购位于非洲、但是生产加工位于中国国内，整体运输周期较长，因此钴价格下跌过程中在途原料等库存平均成本可能会高于现货价格，因此公司在审慎估算 Q4 钴价基础上对存货计提了约 3.3 亿元减值，是拖累公司业绩的主要原因。但是我们认为公司本次减值计提充分，且我们预计未来钴价格向下空间有限，未来减值风险降低；同时本次减值仅为短期业绩扰动，不改公司长期成长逻辑。（3）镍：公司华越项目已经实现达产，华科项目于 6 月实现电炉点火、后续静待转炉安装，Q3 镍价格仍然维持高位，我们预计镍产能的投产及产量释放为公司贡献可观利润。

➤ **GDR 发行方案公布，公司资金压力有望缓解。**公司公告拟通过 GDR 在境外上市，募集资金将用于扩充境内外新能源电池材料产能及补充公司运营资金，GDR 发行周期相对较短，同时公司在建和规划产能较多，未来整体资本开支数额较大、现金流压力较大，本次 GDR 发行将有助于快速缓解公司资金压力。

➤ **镍精炼项目产能大幅扩张，一体化布局逐渐补齐短板。**公司公告今年在衢州新增规划 10 万吨镍精炼产能，包括 5 万吨（金属量）高纯镍项目、3 万吨/年硫酸镍及 2 万吨/年电解镍产能，目前公司规划未来名义镍产能达 64.5 万吨，本次镍精炼项目将有助于为公司未来上游镍产能未来快速放量做好准备。

➤ **资源布局完善，深度绑定全球龙头保障未来业绩释放。**（1）从上游资源保障来看，公司是全球少数实现锂镍钴铜等资源全覆盖的正极材料公司。（2）从下游锂电材料及合作伙伴来看，公司远期锂电材料规划产能可观，且目前公司已经深度绑定包括 LG、POSCO、特斯拉、大众、福特、宝马、容百、当升、孚能等国内外下游龙头企业，未来有望在竞争中脱颖而出。

➤ **投资建议：**公司上游资源布局完善，下游锂电材料扩产推进顺利有望快速放量，且与国际资源和汽车巨头深度绑定，成长确定性高、护城河深厚。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 44.36、90.64、132.08 亿元，以 2022 年 10 月 31 日收盘价为基准，PE 分别为 20X、10X、7X，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格大幅下跌，募投项目进展不及预期和需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	35,317	59,097	88,991	108,365
增长率 (%)	66.7	67.3	50.6	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,898	4,436	9,064	13,208
增长率 (%)	234.6	13.8	104.3	45.7
每股收益 (元)	2.44	2.78	5.67	8.26
PE	22	20	10	7
PB	4.5	3.6	2.7	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
55.12 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

- 1.华友钴业 (603799.SH) 2022 年半年度业绩点评：减值释放风险，镍与正极盈利高增、一体化效果初成-2022/08/21
- 2.华友钴业 (603799.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩符合预期，期待材料一体化布局下利润释放-2022/07/13
- 3.华友钴业 (603799.SH) 事件点评：镍资源布局再下一城，锂电材料一体化龙头放量可期-2022/05/11
- 4.华友钴业 (603799.SH) 事件点评：强化与淡水河谷合作，技术与资源完美结合-2022/05/10
- 5.华友钴业 (603799.SH) 事件点评：激励计划深度绑定，资源+锂电材料布局再加码-2022/04/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	35,317	59,097	88,991	108,365
营业成本	28,131	46,856	68,550	81,786
营业税金及附加	304	502	1,068	1,300
销售费用	38	118	267	325
管理费用	1,180	1,773	2,314	2,817
研发费用	816	1,537	2,225	2,709
EBIT	4,800	8,311	14,568	19,427
财务费用	484	721	954	1,025
资产减值损失	-48	-1,085	0	0
投资收益	636	805	907	999
营业利润	4,901	7,352	14,571	19,469
营业外收支	-73	-5	-7	-9
利润总额	4,828	7,347	14,564	19,460
所得税	805	1,176	2,330	3,114
净利润	4,024	6,172	12,234	16,346
归属于母公司净利润	3,898	4,436	9,064	13,208
EBITDA	5,921	10,691	18,015	23,938

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,769	8,879	3,373	4,222
应收账款及票据	4,384	2,874	4,359	5,314
预付款项	1,050	1,874	3,427	4,089
存货	9,035	14,182	22,016	26,267
其他流动资产	2,753	3,566	4,862	5,772
流动资产合计	26,991	31,375	38,037	45,665
长期股权投资	3,428	4,178	4,378	4,578
固定资产	12,124	24,340	37,525	50,372
无形资产	1,192	4,142	4,167	4,192
非流动资产合计	30,998	52,357	68,170	82,919
资产合计	57,989	83,732	106,207	128,584
短期借款	8,084	8,084	8,084	8,084
应付账款及票据	11,044	18,395	26,912	32,108
其他流动负债	6,434	8,948	11,920	13,789
流动负债合计	25,562	35,427	46,916	53,980
长期借款	6,738	8,338	7,838	7,338
其他长期负债	1,788	9,388	9,388	9,388
非流动负债合计	8,526	17,726	17,226	16,726
负债合计	34,088	53,153	64,142	70,707
股本	1,221	1,598	1,598	1,598
少数股东权益	4,517	6,253	9,423	12,561
股东权益合计	23,901	30,579	42,065	57,877
负债和股东权益合计	57,989	83,732	106,207	128,584

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	66.69	67.33	50.59	21.77
EBIT 增长率	154.19	73.15	75.30	33.35
净利润增长率	234.59	13.82	104.32	45.71
盈利能力 (%)				
毛利率	20.35	20.71	22.97	24.53
净利润率	11.39	10.44	13.75	15.08
总资产收益率 ROA	6.72	5.30	8.53	10.27
净资产收益率 ROE	20.11	18.24	27.77	29.15
偿债能力				
流动比率	1.06	0.89	0.81	0.85
速动比率	0.66	0.43	0.27	0.28
现金比率	0.38	0.25	0.07	0.08
资产负债率 (%)	58.78	63.48	60.39	54.99
经营效率				
应收账款周转天数	45.31	18.00	18.00	18.00
存货周转天数	117.23	117.23	117.23	117.23
总资产周转率	0.61	0.71	0.84	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	2.44	2.78	5.67	8.26
每股净资产	12.13	15.22	20.43	28.36
每股经营现金流	-0.04	8.42	9.52	13.30
每股股利	0.30	0.26	0.47	0.33
估值分析				
PE	22	20	10	7
PB	4.5	3.6	2.7	1.9
EV/EBITDA	16.01	9.81	6.10	4.53
股息收益率 (%)	0.55	0.48	0.86	0.61

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,024	6,172	12,234	16,346
折旧和摊销	1,122	2,381	3,447	4,511
营运资金变动	-5,176	3,683	-708	256
经营活动现金流	-62	13,458	15,221	21,248
资本开支	-6,845	-23,011	-19,091	-19,095
投资	-1,861	-755	-205	-205
投资活动现金流	-8,761	-22,946	-18,369	-18,281
股权募资	6,597	706	0	0
债务募资	7,524	9,200	-500	-500
筹资活动现金流	13,278	8,597	-2,358	-2,118
现金净流量	4,619	-891	-5,506	849

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026