

# 华友钴业 (603799)

## 2022 年三季度报点评: 受钴跌价影响, 业绩低于市场预期

买入 (维持)

2022 年 10 月 31 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009  
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	35,317	66,766	95,993	118,625
同比	67%	89%	44%	24%
归属母公司净利润 (百万元)	3,898	4,030	8,082	12,140
同比	235%	3%	101%	50%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.44	2.52	5.06	7.60
P/E (现价&最新股本摊薄)	22.60	21.86	10.90	7.25

#业绩不及预期

### 投资要点

- **2022 年 Q3 公司实现归母净利润 7.52 亿元, 环降 28.3%, 低于市场预期。**2022 年前三季度公司营收 487.12 亿元, 同增 113.69%; 归母净利润 30.08 亿元, 同增 26.98%。2022 年 Q3 公司营收 176.94 亿元, 同增 108.1%, 环降 0.63%; 归母净利润 7.52 亿元, 同降 16.44%, 环降 28.3%。
- **三元前驱体 Q3 出货量约 2.8 万吨, 环增近 30%, 全年出货预计 10 万吨, 同增 70%。**公司前三季度前驱体出货量 6.5 万吨左右 (含内部自供), 同增近 50%, 其中 Q3 出货预计 2.8 万吨, 环增近 30%, Q4 排产持续向上, 我们预计 Q4 出货环增 25%左右, 2022 年全年出货预期维持 10 万吨, 同增 70%。我们预计 23 年前驱体出货 20 万吨, 同比翻倍增长。盈利方面, 若不计上游一体化利润, 我们预计公司三元前驱体盈利维持稳定, Q3 预计贡献 1-1.5 亿利润, 全年预计贡献 5 亿左右利润。
- **正极材料 Q3 出货量约 2.4 万吨, 环增 20%+, 一体化布局进一步完善。**公司前三季度正极材料出货 6.28 万吨, 其中 Q3 出货 2.4 万吨+, 环增 20%+, 我们预计 Q4 出货环增 15-20%达 2.8 万吨左右, 2022 年全年出货 9 万吨以上, 同比增长 65%左右, 23 年出货预计达 15 万吨, 同增近 70%。盈利方面, 我们预计 Q3 正极材料盈利基本维持稳定, 考虑股权比例, 我们预计 Q3 贡献 0.5-1 亿利润, 全年预计贡献 3 亿归母盈利。
- **镍湿法冶炼项目进展顺利, 利润确认具有一定滞后性, 预计 23 年增量明显。**公司前三季度镍产品出货约 3.6 万吨 (含受托加工和内部自供), 我们预计 Q3 出货 2 万吨+, 环增 65%+, 其中我们预计印尼镍冶炼项目确认出货 0.7-0.8 万吨, 环增明显, 但增量局限于印尼镍产能和国内硫酸镍产能不匹配性, 硫酸镍项目滞后一个季度, MHP 存货有一部分积压, 23 年随着存货的确认及镍冶炼产能释放, 我们预计利润增量明显; 产能方面, 华越 6 万吨已达产, 华科 4.5 万吨正在建设转炉产线, 第一台 10 月点火, 华飞 12 万吨预计 23 年上半年具备投料条件, 我们预计 23 年镍冶炼出货有望达 13-15 万金吨 (权益 8-9 万金吨)。
- **盈利预测与投资评级:** 由于 Q3 业绩受钴跌价影响, 我们下修公司 2022-2024 年归母净利润至 40/81/121 亿元 (原预期 59.24/104.11/130.43 亿元), 同比增长 3%/101%/50%, 对应 PE 为 22x/11x/7x, 考虑公司此后钴跌价影响减弱, 新能源业务稳健发展, 给予 2023 年 18xPE, 对应目标价 91 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	55.12
一年最低/最高价	54.68/142.30
市净率(倍)	3.80
流通 A 股市值(百万元)	87,055.27
总市值(百万元)	88,077.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.52
资产负债率(% ,LF)	69.85
总股本(百万股)	1,597.92
流通 A 股(百万股)	1,579.38

### 相关研究

《华友钴业(603799): 2022 年半年报点评: 业绩符合市场预期, 镍冶炼产能释放预计贡献新增量》

2022-08-22

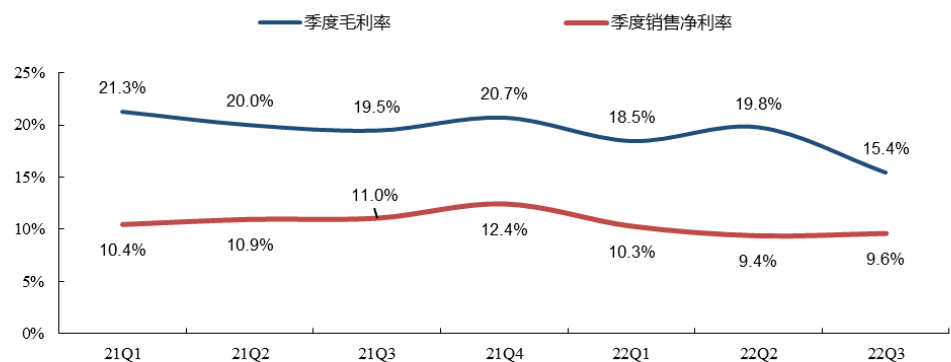
**2022Q3 归母净利润 7.52 亿元，环比降低 28.3%，低于市场预期。**2022 年前三季度公司营收 487.12 亿元，同比增长 113.69%；归母净利润 30.08 亿元，同比增长 26.98%；扣非净利润 29.19 亿元，同比增长 25.91%；毛利率为 17.84%，同比-2.31pct；净利率为 9.69%，同比-1.15pct。2022 年 Q3 公司实现营收 176.94 亿元，同比增加 108.1%，环比-0.63%；归母净利润 7.52 亿元，同比-16.44%，环比-28.3%，扣非归母净利润 7.27 亿元，同比-19.41%，环比-27.5%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 15.44%，同比-4.02pct，环比-4.33pct；归母净利率 4.25%，同比-6.34pct，环比-1.64pct；Q3 扣非净利率 4.11%，同比-6.5pct，环比-1.52pct。公司 Q3 业绩低于预期，主要系钴价下跌，形成高价库存损失所致。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万)	17,693.7	17,806.3	13,212.0	12,520.4	8,502.5	7,869.5	6,424.1
-同比	108.10%	126.27%	105.66%	97.23%	46.93%	70.05%	45.20%
毛利率	15.44%	19.77%	18.47%	20.70%	19.46%	19.99%	21.26%
归母净利润(百万)	752.3	1,049.2	1206.3	1528.8	900.3	814.2	654.2
-同比	-16.44%	28.86%	84.40%	219.72%	167.16%	389.94%	256.50%
归母净利率	4.25%	5.89%	9.13%	12.21%	10.59%	10.35%	10.18%
扣非归母净利润(百万)	726.7	1,002.5	1,189.83	1,535.22	901.77	757.68	658.81
-同比	-19.41%	32.31%	80.60%	209.70%	170.42%	366.00%	398.35%
扣非归母净利率	4.11%	5.63%	9.01%	12.26%	10.61%	9.63%	10.26%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司分季度盈利情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

三元前驱体 Q3 出货量约 2.8 万吨，环增近 30%，全年出货预计 10 万吨，同增 70%。公司前三季度前驱体出货量 6.5 万吨左右（含内部自供），同比增长近 50%，其中 Q3 出

货预计 2.8 万吨，环增近 30%，Q4 排产持续向上，我们预计 Q4 出货环增 25%左右，2022 年全年出货预期维持 10 万吨左右，同增 70%，看 23 年，公司现有前驱体产能 15 万吨，其中衢州定增 5 万吨项目 Q3 末已达产，此外可转债 5 万吨项目预计 23 年 Q1 达产，广西 10 万吨前驱体预计 23 年 Q1 建成，随着产能爬坡，我们预计 23 年前驱体出货 20 万吨，同比翻倍增长。盈利方面，若不计上游一体化利润，我们预计公司三元前驱体盈利维持稳定，Q3 预计贡献 1-1.5 亿利润，全年预计贡献 5 亿左右利润。

**正极材料 Q3 出货量约 2.4 万吨，环增 20%+，一体化布局进一步完善。**公司前三季度正极材料出货量 6.28 万吨，其中 Q3 出货 2.4 万吨+，环增 20%+，我们预计 Q4 出货环增 15-20%达 2.8 万吨左右，2022 年全年出货 9 万吨以上，同比增长 65%左右，看 23 年，目前天津巴莫具备 10 万吨产能，广西 5 万吨项目预计 23 年 Q1 建成，将达到 15 万吨正极产能，23 年出货预计达 15 万吨左右，同比增长近 70%。盈利方面，我们预计 Q3 正极材料盈利基本维持稳定，考虑股权比例，我们预计 Q3 贡献 0.5-1 亿利润，2022 年全年预计贡献 3 亿左右归母盈利。

**镍湿法冶炼项目进展顺利，利润确认具有一定滞后性，预计 23 年增量明显。**公司前三季度镍产品出货量约 3.6 万吨左右（含受托加工业务和内部自供），我们预计 Q3 出货 2 万吨+，环增 65%+，其中我们预计印尼镍冶炼项目确认出货 0.7-0.8 万吨，环比增长明显，但增量局限于印尼镍产能和国内硫酸镍产能不匹配性，硫酸镍项目滞后一个季度，MHP 存货有一部分积压，23 年随着存货的确认及镍冶炼产能释放，我们预计利润增量明显；产能方面，华越 6 万吨湿法镍冶炼项目于 22 年 4 月达产，华科 4.5 万吨镍铁产能已建成，目前正在建设转炉生产线，第一台 10 月点火，11 月开始产出高冰镍；华飞 12 万吨湿法项目预计 23 年上半年具备投料条件，我们预计 23 年镍冶炼出货有望达 13-15 万金吨（权益 8-9 万金吨）。

**钴产品受价格跌价影响预计亏损，铜产品产量维持稳定，锂资源布局预计 23 年贡献盈利。**钴产品前三季度出货量约 2.9 万吨，同比增长 7%，其中 Q3 出货 1 万吨，环增 10%+，Q3 钴价格下跌，存货跌价和前期约定合同的执行对盈利造成影响，此外公司由于钴价持续下跌，公司依据 Q4 预估价格计提 3 亿+减值准备，考虑减值准备影响，我们预计钴产品 Q3 仍形成较大幅度亏损。铜产品前三季度出货量 7 万吨+，Q3 出货 2 万吨+，环比持平，由于铜价下跌，我们预计铜产品贡献利润 1 亿元+，环比下降明显。此外，公司以 4.22 亿美元收购津巴布韦前景锂矿公司，津巴布韦 Arcadia 锂矿项目 4 月启动建设，预计 23 年 Q1 5 万吨锂精矿产能投产，一体化布局将进一步完善。

**公司 Q3 期间费用率基本稳定，计提资产减值损失 3.3 亿元。**2022Q3 期间费用合计 13.63 亿元，同比增长 104.45%，环比增 10.3%，期间费用率为 7.7%，同比-0.14pct，环比增 0.76pct；其中销售费用率 0.16%，同比-0.48pct，环比增 0.04pct；管理费用率 3.32%，同比增 0.36pct，环比增 1.18pct，主要系确认限制性股权激励费用 1 亿元，以及员工薪酬调整；财务费用率 2.14%，同比增 1.09pct，环比增 0.95pct；研发费用率 2.08%，同比

-1.11pct, 环比-1.4pct。公司 2022Q3 计提资产减值损失 3.3 亿元, 主要系钴价格均有下滑, 对库存计提资产减值损失; 转回信用减值损失 0.13 亿元; 所得税-2.22 亿元, 主要系大量未实现利润计提递延所得税资产, 以及钴业务上有一定亏损。

图3: 公司费用情况

单位: 百万元	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	54.50	-121.64	12.44	20.82	27.97
-销售费用率	0.64%	-0.97%	0.09%	0.12%	0.16%
管理费用	252.03	525.73	378.74	382.22	587.96
-管理费用率	2.96%	4.20%	2.87%	2.15%	3.32%
研发费用	270.64	263.97	220.24	619.49	367.48
-研发费用率	3.18%	2.11%	1.67%	3.48%	2.08%
财务费用	89.26	170.97	139.62	212.82	379.13
-财务费用率	1.05%	1.37%	1.06%	1.20%	2.14%
期间费用	666.44	839.03	751.04	1,235.35	1,362.54
-期间费用率	7.84%	6.70%	5.68%	6.94%	7.70%
资产减值损失	-3.71	-39.97	-2.57	-534.43	-329.89
信用减值损失	79.69	-107.85	-33.57	-184.77	13.20

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**经营活动现金流短期承压, 资本开支大幅增长。**2022 年三季度末公司存货为 146.62 亿元, 较年初增长 62.29%; 应收账款 79.97 亿元, 较年初增长 82.42%; 期末公司合同负债 6.72 亿元, 较年初增长 751.44%。2022 年 Q3 公司经营活动净现金流出 7.83 亿元, 同比由流入转流出, 环比增长 35.39%; 投资活动净现金流出 69.24 亿元, 同比上升 211.65%, 环比增长 19.29%; 资本开支 64.48 亿元, 同比增长 164.53%; 账面现金为 165.21 亿元, 较年初增长 69%, 短期借款 163.46 亿元, 较年初增长 52.48%。

**投资建议:** 由于 Q3 业绩受钴跌价影响, 我们下修公司 2022-2024 年归母净利润至 40/81/121 亿元 (原预期 59.24/104.11/130.43 亿元), 同比增长 3%/101%/50%, 对应 PE 为 22x/11x/7x, 考虑公司此后钴跌价影响减弱, 新能源业务稳健发展, 给予 2023 年 18xPE, 对应目标价 91 元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 上游原材料价格大幅波动, 电动车销量不及预期。

## 华友钴业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>26,991</b>	<b>45,179</b>	<b>66,203</b>	<b>78,261</b>	<b>营业总收入</b>	<b>35,317</b>	<b>66,766</b>	<b>95,993</b>	<b>118,625</b>
货币资金及交易性金融资产	10,102	13,686	24,341	30,009	营业成本(含金融类)	28,131	58,090	81,108	98,363
经营性应收款项	6,753	12,718	18,195	22,416	税金及附加	304	575	826	1,021
存货	9,035	17,506	22,221	24,254	销售费用	38	441	634	688
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,180	2,003	2,688	2,966
其他流动资产	1,102	1,269	1,445	1,581	研发费用	816	1,402	1,920	2,135
<b>非流动资产</b>	<b>30,998</b>	<b>38,480</b>	<b>45,605</b>	<b>48,008</b>	财务费用	484	634	827	797
长期股权投资	3,428	3,728	4,028	4,328	加:其他收益	51	2,003	2,400	2,728
固定资产及使用权资产	12,188	16,668	21,793	24,897	投资净收益	636	534	768	949
在建工程	9,820	11,820	12,820	11,820	公允价值变动	-15	0	10	10
无形资产	1,192	1,892	2,592	2,592	减值损失	-131	-952	-657	-402
商誉	460	460	460	460	资产处置收益	-3	1	1	1
长期待摊费用	99	101	101	100	<b>营业利润</b>	<b>4,901</b>	<b>5,207</b>	<b>10,512</b>	<b>15,941</b>
其他非流动资产	3,810	3,810	3,810	3,810	营业外净收支	-73	-42	-42	-42
<b>资产总计</b>	<b>57,989</b>	<b>83,658</b>	<b>111,808</b>	<b>126,268</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,828</b>	<b>5,165</b>	<b>10,470</b>	<b>15,899</b>
<b>流动负债</b>	<b>25,562</b>	<b>46,864</b>	<b>67,049</b>	<b>69,404</b>	减:所得税	805	878	1,780	2,703
短期借款及一年内到期的非流动负债	10,720	15,677	23,418	16,410	<b>净利润</b>	<b>4,024</b>	<b>4,287</b>	<b>8,690</b>	<b>13,196</b>
经营性应付款项	11,689	24,024	33,595	40,782	减:少数股东损益	126	257	608	1,056
合同负债	79	1,162	1,622	1,967	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,898</b>	<b>4,030</b>	<b>8,082</b>	<b>12,140</b>
其他流动负债	3,075	6,001	8,414	10,245	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.44	2.52	5.06	7.60
非流动负债	8,526	8,526	8,526	8,526	EBIT	4,800	4,256	8,817	13,451
长期借款	6,738	6,738	6,738	6,738	EBITDA	5,921	8,086	14,002	19,658
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.35	12.99	15.51	17.08
租赁负债	33	33	33	33	归母净利率(%)	11.04	6.04	8.42	10.23
其他非流动负债	1,755	1,755	1,755	1,755	收入增长率(%)	66.69	89.05	43.78	23.58
<b>负债合计</b>	<b>34,088</b>	<b>55,391</b>	<b>75,575</b>	<b>77,931</b>	归母净利润增长率(%)	234.59	3.40	100.53	50.22
归属母公司股东权益	19,384	23,493	30,850	41,899					
少数股东权益	4,517	4,774	5,383	6,438					
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,901</b>	<b>28,268</b>	<b>36,232</b>	<b>48,338</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>57,989</b>	<b>83,658</b>	<b>111,808</b>	<b>126,268</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-62	10,059	16,135	22,391	每股净资产(元)	15.87	19.24	25.26	34.31
投资活动现金流	-8,761	-10,819	-11,583	-7,702	最新发行在外股份(百万股)	1,598	1,598	1,598	1,598
筹资活动现金流	13,278	4,343	6,093	-9,032	ROIC(%)	12.78	7.67	12.49	16.19
现金净增加额	4,619	3,584	10,645	5,658	ROE-摊薄(%)	20.11	17.15	26.20	28.98
折旧和摊销	1,122	3,830	5,185	6,207	资产负债率(%)	58.78	66.21	67.59	61.72
资本开支	-6,845	-11,051	-12,051	-8,351	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.60	21.86	10.90	7.25
营运资本变动	-5,369	-1,968	-817	879	P/B(现价)	3.47	2.87	2.18	1.61

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

