



# 华友钴业 (603799.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 量增驱动营收，一体化布局日渐完善

### 事件

10月24日，公司公布23三季报，1-3Q23实现营收510.91亿元，同比+4.88%；归母净利30.13亿元，同比+0.18%；扣非归母净利27.26亿元，同比-6.60%。3Q23实现营收177.46亿元，环比+24.66%；归母净利9.28亿元，环比-12.53%；扣非归母净利8.87亿元，环比+5.17%。

### 点评

**产品销量增长驱动营收规模扩张。**3Q23 LME 铜均价 8401 美元/吨，环比-0.93%，电池级硫酸镍均价 3.23 万元/吨，环比-4.60%，硫酸钴均价 4 万元/吨，环比+6.95%，三元前驱体 523 均价 8.27 万元/吨，环比-3.92%，三元正极 811 均价 24.31 万元/吨，环比-12.18%。3Q23 公司营收环比+24.66%，同比+0.29%，营收规模的增长主要由产品销量增长驱动，受益于销量的提升，规模效应优势凸显，盈利能力增强，3Q23 公司综合毛利率环比提升 1.68 个百分点至 14.84%。Q3 营业毛利为 26.34 亿元，环比增加 7.6 亿元，但由于 Q3 财务费用 4.93 亿元，环比增加 7 亿元，同时投资收益环比缩减，导致净利率环比降低 3.85 个百分点至 6.20%。

**减值边际改善，业绩压力有所缓解。**3Q23 公司资产减值损失 0.18 亿元，环比-8.92%，我们认为或因钴产品价格企稳回升，减值损失对业绩产生的压力有所缓解。

**项目建设稳步推进，资源一体化布局日渐完善。**公司印尼镍项目有序推进，华越项目连续超产，9月华越项目产量突破7100吨(氢氧化镍钴镍金属量)，单月产能超设计产能40%以上；华飞12万吨湿法治炼项目于6月投料试产，预计年内将全部投产；华山12万吨湿法治炼项目和Pomalaa湿法治炼项目前期准备工作有序展开。非洲Arcadia锂矿于3月底正式投料试产并实现产出，9月到港1万吨锂精矿原料，预计广西配套锂盐工厂Q4将实现锂盐产品出货。随着公司印尼镍项目、前驱体和正极项目、锂项目逐步建设完成，公司镍钴锂资源开发到锂电材料制造一体化产业链将日渐完善，实现规模效应，增强核心竞争力。

### 盈利预测&投资评级

预计公司23-25年营收分别为803/926/1004亿元，预计实现归母净利润分别为46.30/73.53/85.58亿元，EPS分别为2.71/4.30/5.00元，对应PE分别为12.59/7.93/6.81倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

项目进度不及预期；产品价格大幅波动；人民币汇率波动。

### 金属材料组

分析师：李超 (执业 S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

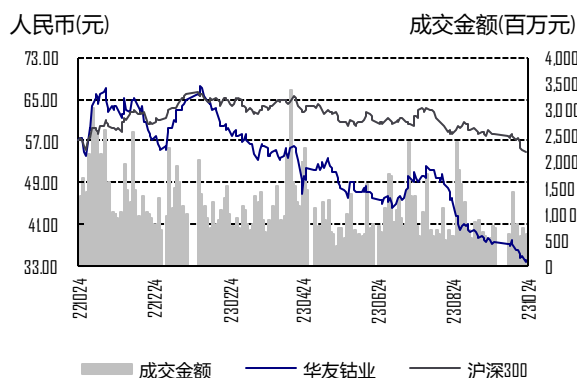
分析师：宋洋 (执业 S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：34.09 元

### 相关报告：

1. 《减值拖累业绩，环比增量可期-华友钴业三季报点评》，2022.10.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	35,317	63,034	80,284	92,638	100,414
营业收入增长率	66.69%	78.48%	27.37%	15.39%	8.39%
归母净利润(百万元)	3,898	3,910	4,630	7,353	8,558
归母净利润增长率	234.59%	0.32%	18.43%	58.80%	16.38%
摊薄每股收益(元)	3.19	2.45	2.71	4.30	5.00
每股经营性现金流净额	-0.05	1.82	3.73	7.74	8.63
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.11%	15.10%	16.14%	20.59%	19.48%
P/E	34.56	22.74	12.59	7.93	6.81
P/B	6.95	3.43	2.03	1.63	1.33

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	21,187	35,317	63,034	80,284	92,638	100,414
增长率	66.7%	78.5%	27.4%	15.4%	8.4%	
主营业务成本	-17,870	-28,131	-51,314	-67,903	-75,908	-82,051
%销售收入	84.3%	79.7%	81.4%	84.6%	81.9%	81.7%
毛利	3,317	7,185	11,720	12,381	16,730	18,363
%销售收入	15.7%	20.3%	18.6%	15.4%	18.1%	18.3%
营业税金及附加	-194	-304	-476	-648	-748	-811
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-172	-38	-76	-97	-112	-122
%销售收入	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-665	-1,180	-1,963	-2,591	-2,989	-3,240
%销售收入	3.1%	3.3%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
研发费用	-371	-816	-1,709	-2,176	-2,511	-2,722
%销售收入	1.8%	2.3%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
息税前利润 (EBIT)	1,916	4,848	7,497	6,869	10,370	11,469
%销售收入	9.0%	13.7%	11.9%	8.6%	11.2%	11.4%
财务费用	-403	-484	-1,326	-1,092	-1,214	-1,223
%销售收入	1.9%	1.4%	2.1%	1.4%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-106	-131	-1,502	-136	-168	-142
公允价值变动收益	-29	-15	-148	100	0	0
投资收益	69	624	1,342	1,000	1,000	1,000
%税前利润	4.7%	12.9%	22.3%	14.9%	10.1%	9.0%
营业利润	1,515	4,901	6,075	6,740	9,988	11,104
营业利润率	7.2%	13.9%	9.6%	8.4%	10.8%	11.1%
营业外收支	-36	-73	-44	-40	-40	-40
税前利润	1,479	4,828	6,031	6,700	9,948	11,064
利润率	7.0%	13.7%	9.6%	8.3%	10.7%	11.0%
所得税	-353	-805	-324	-670	-995	-1,106
所得税率	23.9%	16.7%	5.4%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	1,126	4,024	5,707	6,030	8,953	9,958
少数股东损益	-39	126	1,797	1,400	1,600	1,400
归属于母公司的净利润	1,165	3,898	3,910	4,630	7,353	8,558
净利率	5.5%	11.0%	6.2%	5.8%	7.9%	8.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,126	4,024	5,707	6,030	8,953	9,958
少数股东损益	-39	126	1,797	1,400	1,600	1,400
非现金支出	884	1,253	3,446	2,758	3,243	3,760
非经营收益	378	-162	-256	511	769	817
营运资金变动	-528	-5,176	-5,984	-2,922	266	224
经营活动现金净流	1,860	-62	2,914	6,377	13,232	14,758
资本开支	-3,625	-6,845	-16,198	-7,535	-11,130	-13,130
投资	31	-1,861	-6,423	-2,300	0	0
其他	-335	-54	-1,734	960	1,000	1,000
投资活动现金净流	-3,929	-8,761	-24,356	-8,875	-10,130	-12,130
股权募资	1,205	6,597	1,583	-1,457	0	0
债权募资	887	7,524	19,561	8,316	1,151	1,052
其他	-633	-842	2,558	-1,930	-2,071	-2,119
筹资活动现金净流	1,459	13,278	23,702	4,929	-921	-1,067
现金净流量	-495	4,619	2,471	2,432	2,181	1,561

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,334	9,769	15,436	17,867	20,048	21,610
应收款项	2,085	5,938	11,056	12,709	14,664	15,895
存货	4,069	9,035	17,692	19,246	21,363	22,975
其他流动资产	1,338	2,249	5,387	6,455	6,725	6,932
流动资产	9,826	26,991	49,570	56,277	62,801	67,412
%总资产	36.5%	46.5%	44.8%	45.3%	45.2%	44.1%
长期投资	2,435	3,805	8,971	11,011	11,011	11,011
固定资产	11,710	21,945	40,499	46,937	54,925	64,373
%总资产	43.5%	37.8%	36.6%	37.8%	39.6%	42.1%
无形资产	1,023	1,751	4,605	4,641	4,673	4,703
非流动资产	17,119	30,998	61,022	68,005	76,020	85,491
%总资产	63.5%	53.5%	55.2%	54.7%	54.8%	55.9%
资产总计	26,945	57,989	110,592	124,282	138,820	152,904
短期借款	7,310	10,720	17,778	26,042	27,193	28,245
应付款项	3,634	12,479	30,006	33,569	37,541	40,581
其他流动负债	1,046	2,364	5,667	3,193	3,991	4,362
流动负债	11,991	25,562	53,450	62,804	68,725	73,188
长期贷款	1,422	6,738	11,928	11,928	11,928	11,928
其他长期负债	1,081	1,788	12,532	12,664	12,671	12,675
其他	14,494	34,088	77,910	87,395	93,323	97,791
普通股股东权益	9,922	19,384	25,893	28,697	35,708	43,923
其中：股本	1,141	1,221	1,600	1,710	1,710	1,710
未分配利润	4,808	8,376	11,904	16,192	23,203	31,419
少数股东权益	2,530	4,517	6,789	8,189	9,789	11,189
负债股东权益合计	26,945	57,989	110,592	124,282	138,820	152,904

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.021	3.191	2.447	2.708	4.300	5.004
每股净资产	8.694	15.872	16.204	16.781	20.881	25.685
每股经营现金净流	1.630	-0.051	1.823	3.729	7.736	8.629
每股股利	0.200	0.300	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	11.74%	20.11%	15.10%	16.14%	20.59%	19.48%
总资产收益率	4.32%	6.72%	3.54%	3.73%	5.30%	5.60%
投入资本收益率	6.86%	9.73%	10.27%	7.57%	10.21%	10.11%
增长率						
主营业务收入增长率	12.38%	66.69%	78.48%	27.37%	15.39%	8.39%
EBIT增长率	101.27%	153.05%	54.65%	-8.38%	50.97%	10.60%
净利润增长率	874.48%	234.59%	0.32%	18.43%	58.80%	16.38%
总资产增长率	15.81%	115.21%	90.71%	12.38%	11.70%	10.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.3	28.5	36.0	46.9	46.9	46.9
存货周转天数	76.2	85.0	95.1	104.2	104.2	104.2
应付账款周转天数	33.2	52.0	74.1	88.2	88.2	88.2
固定资产周转天数	143.4	125.3	151.8	128.0	120.7	122.1
偿债能力						
净负债/股东权益	51.14%	30.78%	60.38%	68.23%	53.05%	42.87%
EBIT利息保障倍数	4.8	10.0	5.7	6.3	8.5	9.4
资产负债率	53.79%	58.78%	70.45%	70.32%	67.23%	63.96%

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

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-12	买入	94.29	N/A
2	2022-03-30	买入	96.84	134.85~134.85
3	2022-04-23	买入	73.49	129.90
4	2022-04-27	买入	68.94	128.20
5	2022-06-20	买入	91.49	N/A
6	2022-07-11	买入	91.18	N/A
7	2022-08-20	买入	79.27	N/A
8	2022-10-30	买入	55.12	N/A

来源：国金证券研究所

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



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。

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，而不应视本报告为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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究