

# 华友钴业 (603799)

## 2023 年三季度报点评: Q3 业绩符合预期, 2H 镍锂逐步起量贡献盈利

买入 (维持)

2023 年 10 月 25 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

研究助理 胡锦芸

执业证书: S0600123070110  
hujinyun@dwzq.com.cn

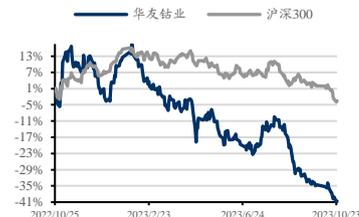
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	63,034	72,590	93,725	120,228
同比	78%	15%	29%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	3,910	4,211	5,696	7,574
同比	0.32%	8%	35%	33%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.29	2.46	3.33	4.43
P/E (现价&最新股本摊薄)	14.91	13.84	10.24	7.70

关键词: #一体化

### 投资要点

- **2023 年 Q3 公司实现归母净利润 9.28 亿元, 环比下降 12.53%, 符合市场预期。**2023 年前三季度公司营收 510.91 亿元, 同增 4.88%; 归母净利润 30.13 亿元, 同增 0.18%。23 年 Q3 实现营收 177.46 亿元, 同增 0.29%, 环增 24.66%; 归母净利润 9.28 亿元, 同增 23.37%, 环降 12.53%, 符合市场预期, 主要由于投资收益下降 (Q3 为 0.9 亿元, 环降 2.7 亿元) 及汇兑亏损 0.4 亿元+ (较 Q2 环降 5-6 亿元), 盈利质量较 Q2 提升。
- **前驱体 Q3 出货近 4 万吨, 市占率逐步提升。**公司前三季度前驱体出货 9.3 万吨左右 (含内部自供), 同增 40%+, 其中 Q3 出货近 4 万吨, 环增 30%+; 我们预计公司 23 年前驱体出货 13-15 万吨, 同增 60-70%, 24 年预计维持 50%以上增速, 公司前驱体业务市占率提升明显, 同比增速好于行业。盈利方面, 若考虑硫酸镍自供部分盈利, 我们估算 Q3 前驱体盈利仍保持较好水平, 后续前驱体加工环节利润预计可维持稳定, 硫酸镍自供环节受镍价影响波动。
- **正极材料 Q3 出货 2.5 万吨左右, 终端需求稳定。**公司前三季度正极材料出货 7.1 万吨左右, 同增 13%左右, 其中 Q3 正极材料出货 2.5 万吨左右, 环比基本持平, 预计 23 年正极出货 10 万吨左右, 同增 10%。盈利方面, 公司为头部车企代工, 加工费稳定, 原材料波动对公司影响较小, 我们预计 Q3 正极单吨净利维持 0.8-1 万元/吨左右, 后续单位净利预计可维持。
- **镍冶炼项目满产, 华飞项目开始出货, Q3 电解镍出货增厚利润。**镍冶炼 Q3 权益出货预计 2 万吨+, 其中中华越 6 万吨湿法项目满产, 华科 4.5 万吨火法项目超产, 华飞 12 万吨湿法项目于 6 月投料试产, Q3 也开始贡献出货, 我们预计 23 年镍冶炼出货有望达 12-13 万金吨 (权益 8 万金吨左右)。公司提升电解镍销售占比, Q3 销售 1.25 万吨左右, 对冲镍价下跌影响。
- **锂矿项目进度略低于预期, 铜业务贡献稳定利润。**津巴布韦 Arcadia 锂矿项目仍在爬坡阶段, 进度略低于预期, 预计年底达产, 24 年预计出货 3.5 万吨左右, 全成本 12 万左右。铜产品 Q3 出货预计 2 万吨, 单吨毛利预计近 3000 美金, 钴产品 Q3 出货 1 万吨左右, 预计 Q3 基本实现盈亏平衡。
- **盈利预测与投资评级:**考虑镍价格下跌及锂矿项目进度低于预期, 我们下修公司 23-25 年归母净利润至 42/57/76 亿元 (原预期为 55/75/101 亿元), 同比增长 8%/35%/33%, 对应 PE 为 14x/10x/8x, 考虑公司一体化优势显著, 给予 2024 年 15xPE, 对应目标价 50 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)	34.09
一年最低/最高价	33.56/69.50
市净率(倍)	1.82
流通 A 股市值(百万元)	57,487.10
总市值(百万元)	58,296.80

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	18.78
资产负债率(% ,LF)	66.78
总股本(百万股)	1,710.09
流通 A 股(百万股)	1,686.33

### 相关研究

《华友钴业(603799): 2023 年中报点评: Q2 业绩符合市场预期, 2H 镍锂逐步起量贡献盈利》

2023-08-28

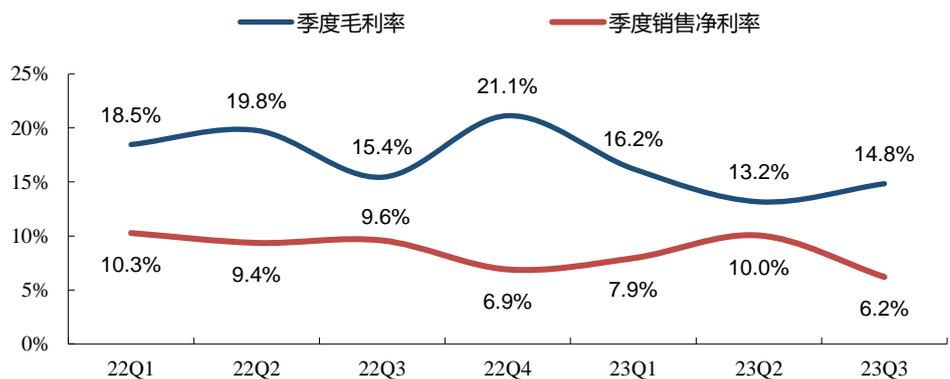
2023年Q3公司实现归母净利润9.28亿元，同比增长23.37%，环比下降12.53%，业绩符合市场预期。2023年前三季度公司营收510.91亿元，同比增长4.88%；归母净利润30.13亿元，同比增长0.18%；扣非净利润27.26亿元，同比下降6.6%。2023年Q3公司实现营收177.46亿元，同比增加0.29%，环比增长24.66%；归母净利润9.28亿元，同比增长23.37%，环比下降12.53%，扣非归母净利润8.87亿元，同比增长22.07%，环比增长5.17%。盈利能力方面，23Q3毛利率为14.84%，同比下降0.6pct，环比增长1.68pct；归母净利率5.23%，同比增长0.98pct，环比下降2.22pct；23Q3扣非净利率5%，同比提升0.89pct，环比下降0.93pct，业绩符合市场预期，主要由于投资收益下降（Q3为0.9亿元，环比下降2.7亿元）及汇兑亏损0.4亿元以上（较Q2环比下降5-6亿元），盈利质量较Q2提升。

图1：公司分季度经营情况（百万元）

	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	17,745.6	14,235.3	19,110.3	14,321.8	17,693.7	17,806.3	13,212.0
-同比	0.29%	-20.05%	44.64%	14.39%	108.10%	126.27%	105.66%
毛利率	14.84%	13.16%	16.22%	21.14%	15.44%	19.77%	18.47%
归母净利润(百万)	928.1	1061.0	1024.1	902.1	752.3	1049.2	1206.3
-同比	23.37%	1.12%	-15.10%	-40.99%	-16.44%	28.86%	84.40%
归母净利率	5.23%	7.45%	5.36%	6.30%	4.25%	5.89%	9.13%
扣非归母净利润(百万)	887.2	843.5	995.69	1,061.33	726.75	1,002.46	1,189.83
-同比	22.07%	-15.86%	-16.32%	-30.87%	-19.41%	32.31%	80.60%
扣非归母净利率	5.00%	5.93%	5.21%	7.41%	4.11%	5.63%	9.01%

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

前驱体 Q3 出货近 4 万吨，市占率逐步提升。公司前三季度前驱体出货 9.3 万吨左右（含内部自供），同增 40%+，其中 Q3 出货近 4 万吨，环增 30%+；我们预计公司 23 年前驱体出货 13-15 万吨，同增 60-70%，24 年预计维持 50%以上增速，公司前驱体业

务市占率提升明显，同比增速好于行业。盈利方面，若考虑硫酸镍自供部分盈利，我们估算 Q3 前驱体盈利仍保持较好水平，后续前驱体加工环节利润预计可维持稳定，硫酸镍自供环节受镍价影响波动。

**正极材料 Q3 出货 2.5 万吨左右，终端需求稳定。**公司前三季度正极材料出货 7.1 万吨左右，同增 13%左右，其中 Q3 正极材料出货 2.5 万吨左右，环比基本持平，预计 23 年正极出货 10 万吨左右，同增 10%。盈利方面，公司为头部车企代工，加工费稳定，原材料波动对公司影响较小，后续单位净利预计可维持。

**镍冶炼项目满产，华飞项目开始出货，Q3 电解镍出货增厚利润。**镍冶炼 Q3 权益出货预计 2 万吨+，其中华越 6 万吨湿法项目满产，华科 4.5 万吨火法项目超产，华飞 12 万吨湿法项目于 6 月投料试产，Q3 也开始贡献出货，我们预计 23 年镍冶炼出货有望达 12-13 万金吨(权益 8 万金吨左右)。公司提升电解镍销售占比，Q3 销售 1.25 万吨左右，对冲镍价下跌影响。

**锂矿项目进度略低于预期，铜业务贡献稳定利润。**津巴布韦 Arcadia 锂矿项目仍在爬坡阶段，进度略低于预期，预计年底达产，24 年预计出货 3.5 万吨左右，全成本 12 万左右。铜产品 Q3 出货预计 2 万吨，单吨毛利预计近 3000 美金，钴产品 Q3 出货 1 万吨左右，预计 Q3 基本实现盈亏平衡。

**Q3 期间费用率同环比提升。**2023Q3 期间费用合计 14.05 亿元，同比增长 3.1%，环比增 92.72%，期间费用率为 7.92%，同比增 0.22pct，环比增 2.8pct；销售费用 0.39 亿元，销售费用率 0.22%，同比增 0.06pct，环比降 0.03pct；管理费用 4.98 亿元，管理费用率 2.81%，同比降 0.52pct，环比降 1.05pct；财务费用 4.93 亿元，财务费用率 2.78%，同比增 0.63pct，环比增 4.23pct；研发费用 3.75 亿元，研发费用率 2.12%，同比增 0.04pct，环比降 0.36pct。公司 2023Q3 计提资产减值损失-0.18 亿元，计提信用减值损失 0.26 亿元。

图3: 公司费用情况

单位: 百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
销售费用	12.44	20.82	27.97	15.14	29.21	35.09	38.83
-销售费用率	0.09%	0.12%	0.16%	0.11%	0.15%	0.25%	0.22%
管理费用	378.74	382.22	587.96	613.63	566.58	549.11	497.99
-管理费用率	2.87%	2.15%	3.32%	4.28%	2.96%	3.86%	2.81%
研发费用	220.24	619.49	367.48	501.40	407.45	352.29	375.41
-研发费用率	1.67%	3.48%	2.08%	3.50%	2.13%	2.47%	2.12%
财务费用	139.62	212.82	379.13	594.37	746.24	-207.53	492.58
-财务费用率	1.06%	1.20%	2.14%	4.15%	3.90%	-1.46%	2.78%
期间费用	751.04	1,235.35	1,362.54	1,724.53	1,749.49	728.96	1,404.81
-期间费用率	5.68%	6.94%	7.70%	12.04%	9.15%	5.12%	7.92%
资产减值损失	-2.57	-534.43	-329.89	-425.41	0.00	-19.82	-18.05
信用减值损失	-33.57	-184.77	13.20	-4.67	-64.74	-6.34	25.79

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

**Q3 存货水平较 Q2 末下降，经营现金流环比下降。**截至 2022 年 Q3 期末，公司存货为 159.58 亿元，较年初下降 9.8%，较 Q2 末下降 9.7%；应收账款 80.13 亿元，较年初下降 0.3%；期末公司合同负债 13.44 亿元，较年初下降 43.05%。23 年前三季度公司经营净现金流净额为 24.83 亿元，同比增长 234.94%，环比增长 38.41%，Q3 经营性净现金流 6.9 亿元，环比下降 30%；前三季度投资活动净现金流净额为-109.83 亿元，同比上升 42.19%，资本开支为 110.12 亿元，同比下降 17.40%；Q3 末账面现金为 243.08 亿元，较年初增长 57.48%，短期借款 147.64 亿元，较年初增长 22.83%。

**投资建议：**考虑镍价格下跌及锂矿项目进度低于预期，我们下修公司 23-25 年归母净利润至 42/57/76 亿元（原预期为 55/75/101 亿元），同比增长 8%/35%/33%，对应 PE 为 14x/10x/8x，考虑公司一体化优势显著，给予 2024 年 15xPE，对应目标价 50 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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>49,570</b>	<b>50,991</b>	<b>67,299</b>	<b>82,432</b>	<b>营业总收入</b>	<b>63,034</b>	<b>72,590</b>	<b>93,725</b>	<b>120,228</b>
货币资金及交易性金融资产	15,688	14,770	23,693	30,329	营业成本(含金融类)	51,314	61,453	79,444	101,729
经营性应收款项	12,110	13,764	17,775	22,795	税金及附加	476	548	707	907
存货	17,692	18,520	21,766	25,084	销售费用	76	479	619	697
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,963	2,178	2,624	3,126
其他流动资产	4,080	3,937	4,065	4,225	研发费用	1,709	1,742	2,156	2,645
<b>非流动资产</b>	<b>61,022</b>	<b>68,222</b>	<b>75,064</b>	<b>77,184</b>	财务费用	1,326	1,305	1,470	1,411
长期股权投资	7,915	8,215	8,515	8,815	加:其他收益	191	363	469	601
固定资产及使用权资产	26,339	30,536	35,379	38,200	投资净收益	1,360	1,307	1,875	2,405
在建工程	14,282	16,282	17,282	16,282	公允价值变动	(148)	0	10	10
无形资产	4,067	4,767	5,467	5,467	减值损失	(1,502)	(302)	(407)	(312)
商誉	458	458	458	458	资产处置收益	2	1	1	1
长期待摊费用	79	81	81	80	<b>营业利润</b>	<b>6,075</b>	<b>6,253</b>	<b>8,652</b>	<b>12,418</b>
其他非流动资产	7,882	7,882	7,882	7,882	营业外净收支	(44)	(42)	(42)	(42)
<b>资产总计</b>	<b>110,592</b>	<b>119,213</b>	<b>142,362</b>	<b>159,616</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,031</b>	<b>6,211</b>	<b>8,610</b>	<b>12,376</b>
<b>流动负债</b>	<b>53,450</b>	<b>57,588</b>	<b>73,499</b>	<b>80,294</b>	减:所得税	324	596	861	1,238
短期借款及一年内到期的非流动负债	17,778	19,266	24,427	17,902	<b>净利润</b>	<b>5,707</b>	<b>5,615</b>	<b>7,749</b>	<b>11,138</b>
经营性应付款项	25,885	30,977	40,046	51,280	减:少数股东损益	1,797	1,404	2,054	3,564
合同负债	2,359	1,229	1,589	2,035	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,910</b>	<b>4,211</b>	<b>5,696</b>	<b>7,574</b>
其他流动负债	7,428	6,116	7,437	9,078	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.29	2.46	3.33	4.43
非流动负债	24,460	24,460	24,460	24,460	EBIT	6,188	6,190	8,176	11,124
长期借款	11,928	11,928	11,928	11,928	EBITDA	8,133	10,303	13,643	17,613
应付债券	6,324	6,324	6,324	6,324	毛利率(%)	18.59	15.34	15.24	15.39
租赁负债	57	57	57	57	归母净利率(%)	6.20	5.80	6.08	6.30
其他非流动负债	6,151	6,151	6,151	6,151	收入增长率(%)	78.48	15.16	29.12	28.28
<b>负债合计</b>	<b>77,910</b>	<b>82,048</b>	<b>97,959</b>	<b>104,754</b>	归母净利润增长率(%)	0.32	7.70	35.26	32.97
归属母公司股东权益	25,893	28,972	34,157	41,051					
少数股东权益	6,789	8,193	10,247	13,811					
<b>所有者权益合计</b>	<b>32,682</b>	<b>37,165</b>	<b>44,404</b>	<b>54,862</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>110,592</b>	<b>119,213</b>	<b>142,362</b>	<b>159,616</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,914	10,155	16,307	21,623	每股净资产(元)	15.27	17.20	20.44	24.76
投资活动现金流	(24,356)	(10,047)	(10,477)	(6,246)	最新发行在外股份(百万股)	1,710	1,710	1,710	1,710
筹资活动现金流	23,702	(1,026)	3,083	(8,752)	ROIC(%)	10.63	7.80	9.09	11.24
现金净增加额	2,471	(918)	8,913	6,626	ROE-摊薄(%)	15.10	14.53	16.68	18.45
折旧和摊销	1,944	4,113	5,468	6,490	资产负债率(%)	70.45	68.82	68.81	65.63
资本开支	(16,198)	(11,051)	(12,051)	(8,351)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.91	13.84	10.24	7.70
营运资本变动	(6,380)	1,180	1,766	3,033	P/B (现价)	2.23	1.98	1.67	1.38

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>