

华友钴业（603799）/稀有金属

证券研究报告/公司点评

2024年8月29日

评级：买入（维持）

市场价格：22.68

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：安永超

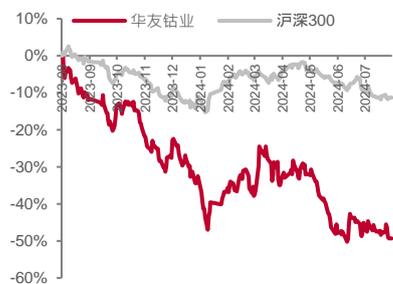
执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,697
流通股本(百万股)	1,686
市价(元)	22.68
市值(百万元)	38,493
流通市值(百万元)	38,246

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	63,034	66,304	75,224	83,526	89,654
增长率 yoy%	78%	5%	13%	11%	7%
净利润(百万元)	3,910	3,351	3,176	3,329	3,837
增长率 yoy%	0%	-14%	-5%	5%	15%
每股收益(元)	2.30	1.97	1.87	1.96	2.26
每股现金流量	1.72	2.05	4.28	5.35	5.61
净资产收益率	12%	7%	7%	6%	7%
P/E	9.8	11.5	12.1	11.6	10.0
P/B	1.5	1.1	1.1	1.0	0.9

备注：股价选取 2024 年 8 月 29 日收盘价

投资要点

- 事件：**24 年 H1 公司实现营业收入 300.50 亿元，同比-9.88%；实现净利润 16.71 亿元，同比-19.87%；实现扣非净利润 17.52 亿元，同比-4.74%。其中 24Q2 单季度实现营业收入 150.88 亿元，同比+5.99%，环比+0.84%；实现归母净利润 11.48 亿元，同比+8.23%，环比+119.81%。位于业绩预告偏上限，符合市场预期。
- 镍：产能稳定放量，盈利向好：**
 - 1) 价：**24 年上半年 LME 镍均价为 17806 美元/吨（同比-26%）、MHP 均价为 13763 美元/吨（同比-20%）、硫酸镍均价为 2.96 万元/吨（同比-18.51%）；其中单季度来看，24Q2 LME 镍价为 18712 美元/吨（环比+11%，同比-16%）、硫酸镍均价为 3.11 万元/吨（环比+11%，同比-8%）、MHP 均价为 14786 美元/吨（环比+16%，同比-7%）。
 - 2) 量：**华飞 12 万吨镍金属量湿法冶炼项目于一季度末实现达产，华越 6 万吨镍金属量湿法冶炼项目稳产超产，24H1 镍中间品出货量合计约 11.2 万吨，同比增长超 90%。
 - 3) 盈利：**华越 24H1 实现净利润 6.90 亿元，净利率为 20%（同比下降 2pcts）；华科实现净利润 4.68 亿元，净利率为 17%（同比下降 4pcts）；华飞实现净利润 4.46 亿元，净利率为 12%。
- 继续加码镍资源。**当前公司印尼规划镍产能达到 66.9 万吨，其中已经建成产能 24.9 万吨，在建及规划中的项目产能达到 42 万吨，包含华山 12 万吨、淡水河谷 Pomalaa 矿山合资项目 12 万吨、淡水河谷 Sorowako 矿山合资项目 6 万吨、大众合资项目 12 万吨等。24 年 H1 公司通过参股 WKM 等矿山项目进一步增强镍矿资源储备。
- 锂电下游环节：加速海外布局。**1) 出货量稳中有增：锂电正极前驱体出货量 6.7 万吨（含三元前驱体和四氧化三钴，包括内部自供），同比增长约 11%；正极材料出货量 5.3 万吨（含内部自供及参股公司权益量），同比略有下滑，但二季度环比增长超 20%。2) 海外布局：印尼华能年产 5 万吨三元前驱体项目开工建设，韩国公司与 LG 合作的龟尾正极项目部分产线投产，欧洲匈牙利正极材料一期 2.5 万吨项目开工建设。
- 锂项目进展顺利。**津巴布韦 Arcadia 锂矿项目运营有序，广西配套年产 5 万吨电池级锂盐项目碳酸锂产线达产达标，已形成从锂矿到锂盐的一体化产业体系，24 年

H1 锂板块实现营业收入 16.51 亿元，毛利率为 4.6%。

- **盈利预测及投资建议：**假设 24-26 年镍均价分别为 17000、17000、17000 美元/吨，下调公司锂销售均价分别为 8.5、7.0、7.0 万元/吨，预计公司 24-26 年归母净利润分别为 31.76、33.29 和 38.37 亿元（24-25 年净利润前值为 63.40 和 75.12 亿元），按照 8 月 29 日收盘 385 亿元市值计算，对应 PE 分别为 12.1、11.6、10.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**主营产品价格波动风险；项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后；核心假设条件变动造成盈利预测不及预期；研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

图表 1: 公司主要财务指标 (单位: 亿元)

	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比 指标变动原因
营业收入	142.35	149.63	150.88	0.84%	5.99%	333.46	300.50	-9.88% 金属价格波动导致营业收入规模下降
营业成本	123.61	131.53	119.19	-9.38%	-3.57%	283.72	250.72	-11.6% 原料价格波动导致营业成本同步下降
毛利	18.74	18.10	31.68	75.06%	69.07%	49.73	49.78	0.1%
毛利率	13.16%	12.10%	21.00%	8.90%	7.83%	15%	17%	1.7%
销售费用	0.35	0.32	0.33	3.42%	-6.56%	0.64	0.64	0.3% 职工薪酬增加
销售费用率	0.25%	0.21%	0.22%	0.01%	-0.03%	0.19%	0.21%	0.02%
管理费用	5.49	5.10	4.40	-13.76%	-19.92%	11.16	9.50	-14.9% 职工薪酬、股份支付费用降低
管理费用率	3.86%	3.41%	2.91%	-0.49%	-0.94%	3.35%	3.16%	-0.19%
财务费用	-2.08	5.33	5.37	0.87%	-358.93%	5.39	10.70	98.64% 本期汇兑收益减少
财务费用率	-1.46%	3.56%	3.56%	0.00%	5.02%	1.62%	3.56%	1.95%
研发费用	3.52	2.43	4.44	82.44%	25.99%	7.60	6.87	-9.6% 材料耗用减少
研发费用率	2.47%	1.63%	2.94%	1.32%	0.47%	2.28%	2.29%	0.01%
期间费用	7.29	13.18	14.54	10.33%	99.43%	24.78	27.71	11.8%
期间费用率	5.12%	8.81%	9.64%	0.83%	4.51%	7.43%	9.22%	1.79%
投资收益	3.63	1.86	2.49	62.76%	-113.74%	7.89	4.35	-353.8%
资产减值损失	-0.20	0.13	-0.61	-583.50%	-206.20%	-0.20	-0.48	-142.9%
营业利润	15.37	6.35	18.82	196.42%	22.49%	32.57	25.17	-22.7%
利润总额	15.29	6.26	18.62	197.60%	21.74%	32.37	24.88	-23.1%
所得税费用	0.99	0.36	0.82	130.81%	-17.38%	2.90	1.18	-59.4%
归母净利润	10.61	5.22	11.48	119.81%	8.23%	20.85	16.71	-19.87%
扣非净利润	8.44	5.68	11.84	108.53%	40.38%	18.39	17.52	-4.74%
经营活动产生的现金流量净额	9.82	9.29	18.35	97.46%	86.89%	17.94	27.64	-46.0% 主要是存货规模、经营性应收项目减少
投资活动产生的现金流量净额	-38.94	-31.32	-15.32	-51.09%	-60.66%	-89.38	-46.64	-47.8% 主要是在建项目投资规模比上年减少
筹资活动产生的现金流量净额	19.34	35.78	15.17	-57.61%	-21.55%	78.05	50.95	-34.7% 主要是本期偿还债务及利润分配支付的现金增加

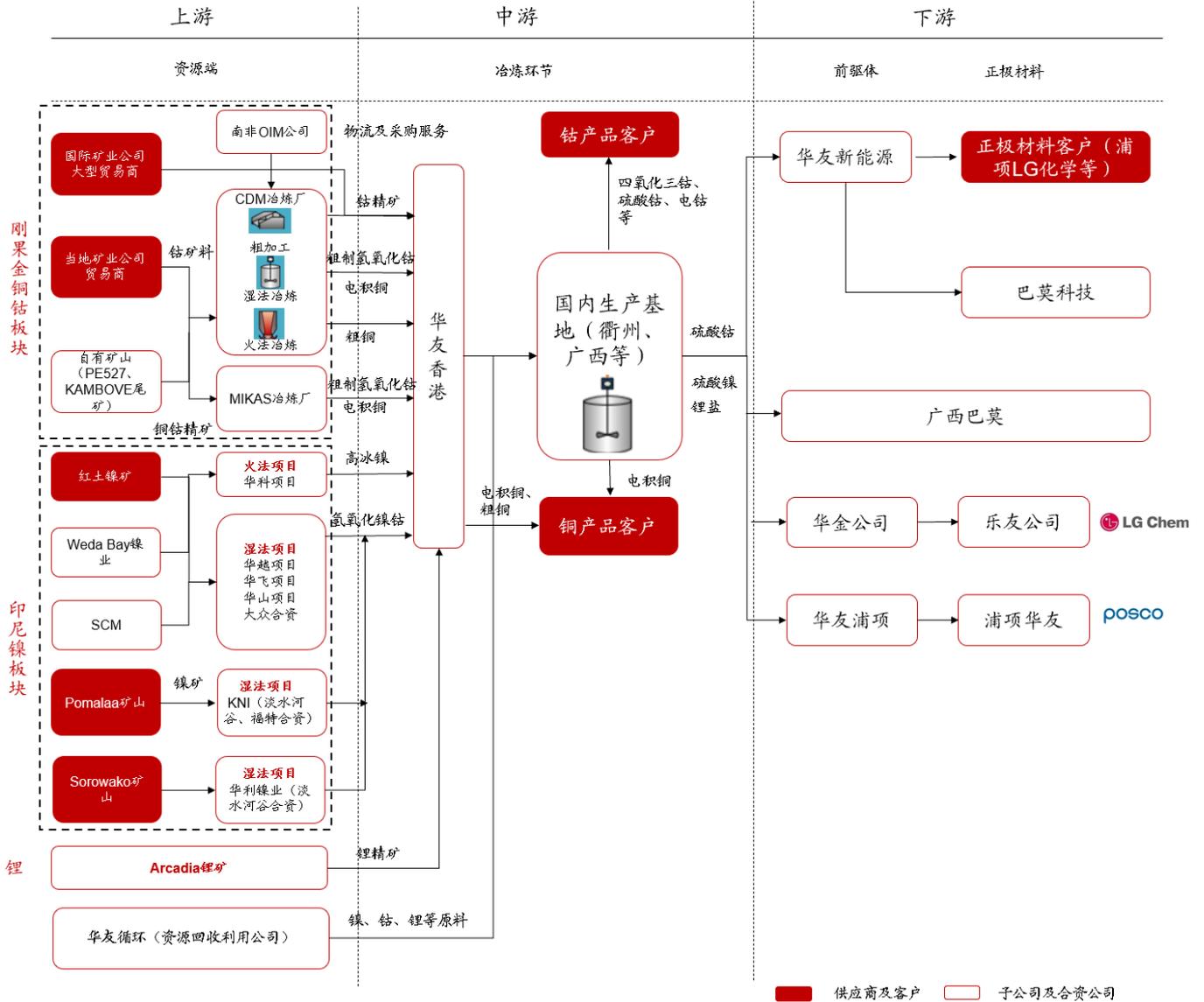
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司主要产品价格变化

	单位	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比
SHFE 铜	元/吨	67091	69467	80080	15.28%	19.36%	67849	74819	10.27%
LME 铜	美元/吨	8455	8321	9277	11.48%	9.72%	8702	8803	1.17%
MB 钴	美元/磅	14.98	13.51	12.94	-4.25%	-13.66%	16.01	13.22	-17.39%
金属钴	万元/吨	26.84	22.23	22.28	0.23%	-16.99%	28.76	22.26	-22.62%
硫酸钴	万元/吨	3.74	3.25	3.13	-3.94%	-16.47%	3.98	3.19	-19.78%
LME 镍	美元/吨	22268	16884	18712	10.82%	-15.97%	24100	17806	-26.12%
硫酸镍	万元/吨	3.40	2.80	3.11	10.95%	-8.47%	3.63	2.96	-18.51%
MHP	美元/吨	15839	12722	14786	16.22%	-6.65%	17165	13763	-19.82%
高冰镍	美元/吨	17714	13370	15258	14.12%	-13.87%	18842	14322	-23.99%

来源: 百川资讯、Wind、Mysteel 等, 中泰证券研究所

图表 3: 公司产业链布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,260	22,222	34,027	45,268	营业收入	66,304	75,224	83,526	89,654
应收票据	0	0	0	0	营业成本	56,949	65,017	71,125	75,839
应收账款	7,977	8,598	8,811	9,218	税金及附加	368	580	614	631
预付账款	1,811	1,951	2,134	2,275	销售费用	150	150	167	179
存货	15,763	18,420	20,845	22,967	管理费用	2,117	2,407	2,673	2,690
合同资产	0	0	0	0	研发费用	1,441	1,634	1,838	1,972
其他流动资产	8,320	9,320	10,307	11,036	财务费用	1,478	1,469	2,349	2,844
流动资产合计	49,132	60,510	76,123	90,765	信用减值损失	-42	0	0	0
其他长期投资	504	572	635	682	资产减值损失	-371	0	0	0
长期股权投资	9,713	9,713	9,713	9,713	公允价值变动收益	219	0	0	0
固定资产	46,339	43,123	40,219	37,602	投资收益	857	935	1,036	1,043
在建工程	10,438	13,138	16,788	21,388	其他收益	320	200	200	200
无形资产	3,914	4,763	5,782	6,202	营业利润	4,815	5,130	6,026	6,771
其他非流动资产	5,480	5,495	5,490	5,489	营业外收入	21	21	21	21
非流动资产合计	76,389	76,805	78,627	81,076	营业外支出	62	0	0	0
资产合计	125,520	137,316	154,751	171,841	利润总额	4,774	5,151	6,047	6,792
短期借款	15,049	10,000	10,000	10,000	所得税	269	773	907	1,019
应付票据	8,019	9,753	10,669	11,376	净利润	4,505	4,378	5,140	5,773
应付账款	12,003	13,003	14,225	15,168	少数股东损益	1,154	1,203	1,811	1,936
预收款项	0	502	684	508	归属母公司净利润	3,351	3,176	3,329	3,837
合同负债	431	752	835	897	NOPLAT	5,900	5,627	7,136	8,190
其他应付款	2,680	2,680	2,680	2,680	EPS (按最新股本摊薄)	1.97	1.87	1.96	2.26
一年内到期的非流动负债	8,156	8,156	8,156	8,156					
其他流动负债	2,530	2,822	3,057	3,180	主要财务比率				
流动负债合计	48,867	47,668	50,305	51,965	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	18,900	28,900	38,900	48,900	成长能力				
应付债券	6,632	6,632	6,632	6,632	营业收入增长率	5.2%	13.5%	11.0%	7.3%
其他非流动负债	6,388	6,388	6,388	6,388	EBIT增长率	-15.0%	5.9%	26.8%	14.8%
非流动负债合计	31,920	41,920	51,920	61,920	归母公司净利润增长率	-14.3%	-5.2%	4.8%	15.3%
负债合计	80,787	89,588	102,225	113,885	获利能力				
归属母公司所有者权益	34,278	36,070	39,057	42,552	毛利率	14.1%	13.6%	14.8%	15.4%
少数股东权益	10,456	11,658	13,469	15,404	净利率	6.8%	5.8%	6.2%	6.4%
所有者权益合计	44,733	47,728	52,526	57,956	ROE	7.5%	6.7%	6.3%	6.6%
负债和股东权益	125,520	137,316	154,751	171,841	ROIC	7.5%	7.1%	7.8%	7.8%
					偿债能力				
					资产负债率	64.4%	65.2%	66.1%	66.3%
					债务权益比	123.2%	125.9%	133.4%	138.2%
					流动比率	1.0	1.3	1.5	1.7
					速动比率	0.7	0.9	1.1	1.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	43	40	38	36
					应付账款周转天数	84	69	69	70
					存货周转天数	106	95	99	104
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.97	1.87	1.96	2.26
					每股经营现金流	2.05	4.28	5.35	5.61
					每股净资产	20.20	21.25	23.01	25.07
					估值比率				
					P/E	11	12	12	10
					P/B	1	1	1	1
					EV/EBITDA	14	13	11	10

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,486	7,266	9,087	9,529
现金收益	9,257	9,880	11,358	12,359
存货影响	1,929	-2,656	-2,425	-2,122
经营性应收影响	254	-761	-396	-548
经营性应付影响	-7,796	3,236	2,319	1,474
其他影响	-157	-2,433	-1,769	-1,634
投资活动现金流	-16,551	-3,445	-4,591	-5,101
资本支出	-19,702	-4,366	-5,633	-6,146
股权投资	-1,798	0	0	0
其他长期资产变化	4,949	921	1,042	1,045
融资活动现金流	15,103	3,141	7,309	6,814
借款增加	12,707	4,951	10,000	10,000
股利及利息支付	-2,996	-2,515	-3,092	-3,756
股东融资	8,718	0	0	0
其他影响	-3,326	705	401	570

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。