Q3 业绩超预期，一体化优势显现

2024 年 10 月 20 日

推荐 维持评级

当前价格： 28.95 元

分析师 邱祖学
执业证书：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@mszq.com
分析师 李挺
执业证书：S0100523090006
邮箱：liting@mszq.com

相关研究

1.华友钴业（603799.SH）2024 年半年报点评：华飞镍产品放量，助推业绩环比显著增长-2024/08/24

2.华友钴业（603799.SH）2023 年年报及 2024 年一季报点评：价格下行拖累业绩，一体化优势待显-2024/04/26

3.华友钴业（603799.SH）2023 年三季报点评：扣非利润超预期，行业低点已过-2023/10/26

4.华友钴业（603799.SH）2023 年半年报点评：业绩符合预期，锂电材料出货量同比大幅增长-2023/08/28

5.华友钴业（603799.SH）2022 年年报及 2023 年一季报点评：23Q1 业绩靓丽，锂电材料闭环优势凸显-2023/05/05

➢ **事件：公司发布 2024 年三季报。**2024 年前三季度，公司实现营收 454.88 亿元，同比-10.97%；实现归母净利润 30.20 亿元，同比+0.24%；实现扣非归母净利润为 30.41 亿元，同比+11.56%。2024Q3，公司实现营收 154.38 亿元，同比-13.00%，环比+2.32%；实现归母净利润为 13.50 亿元，同比+45.32%，环比+17.53%；实现扣非归母净利润为 12.89 亿元，同比+45.35%，环比+8.90%，业绩超我们预期。

➢ **量&价：上游镍资源华飞项目持续放量，产业一体化经营战略成效逐步显现。24 年前三季度镍产品呈现持续增量趋势，**主要系华飞 12 万吨镍金属量湿法冶炼项目于 2024 年一季度末基本实现达产后呈现持续放量趋势。**2024Q3，公司主要产品价格环比呈现下行趋势，**主要产品 LME 铜/MB 钴/LME 镍/碳酸锂/三元前驱体（622）/三元正极材料等价格分别为 9337.35 美元/吨、11.54 美元/磅、16517.15 美元/吨、79977.19 元/吨、7.50 万元/吨、12.18 万元/吨，同比分别变动+11.15%/-27.47%/-66.76%/-19.91%/-19.65%/-44.41%，环比分别变动-5.52%/-10.70%/-24.46%/-11.58%/-6.13%/-9.10%。

➢ **环比来看：归母净利润环比增加 2.01 亿元，主要系镍价环比下行导致海外子公司盈利下行带来少数股东损益减少。**增利项主要包括：公允价值变动损益（+0.83 亿元）、营业外收支（+0.03 亿元）、所得税（+0.27 亿元）、少数股东损益（+5.68 亿元）；减利项主要包括：毛利（-1.71 亿元）、费用及税金（-1.65 亿元，主要系美元汇率环比下行汇兑损失增加）、其他收益等（-1.37 亿元）、减值损失（-0.07 亿元）。

➢ **同比来看：归母净利润环比增加 4.22 亿元，主要系华飞项目投产镍产品出货量同比显著提升带动毛利增加。**增利项主要包括：毛利（+3.63 亿元）、公允价值变动损益（+1.25 亿元）、所得税（+0.96 亿元）、少数股东损益（+1.08 亿元）；减利项主要包括：费用及税金（-1.70 亿元）、其他收益等（-0.27 亿元）、减值损失（-0.65 亿元）、营业外收支（-0.09 亿元）。

➢ **项目进展：**（1）公司拟将“综合循环建设项目”和“绿色循环利用项目”变更为“高纯电镍建设项目”，该项目新增 7 万吨高纯电镍产能，预计 2025 年 12 月正常投产，总投资 155,848.07 万元，拟以募集资金投入金额为 56,318.69 万元。（2）华友钴业“年产 5 万吨高镍动力电池三元前驱体材料项目”一期主体竣工并投产，作为集团首个海外前驱体产能，华能项目具备从资源到材料无缝衔接、园区公辅全面配套的一体化产业链竞争优势。

➢ **核心看点：锂电材料产能扩张稳步推进，一体化布局护城河深厚。**公司上游资源端镍锂产品产能达产有望持续贡献增量，前驱体及正极材料产能规模庞大，优质客户助推持续放量，正极材料龙头天津巴莫进一步巩固技术优势。在深厚的资源和成本优势加持下，公司未来有望在激烈的竞争中凭借一体化的成本优势及技术积淀脱颖而出，增长可期。

➢ **投资建议：**公司上游资源布局完善，下游锂电材料有望快速放量，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 2024-2026 年归母净利润预测为 38.12、45.24、53.87 亿元，以 2024 年 10 月 18 日收盘价为基准，PE 分别为 13X、11X、9X，维持公司 “推荐”评级。

➢ **风险提示：**产品价格大幅下跌、项目进展不及预期、需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	66,304	71,359	81,141	89,573
增长率（%）	5.2	7.6	13.7	10.4
归属母公司股东净利润（百万元）	3,351	3,812	4,524	5,387
增长率（%）	-14.2	13.8	18.7	19.1
每股收益（元）	1.97	2.25	2.67	3.17
PE	15	13	11	9
PB	1.4	1.4	1.3	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 18 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	**66,304**	**71,359**	**81,141**	**89,573**
营业成本	56,949	61,930	69,909	76,434
营业税金及附加	368	392	446	493
销售费用	150	128	146	161
管理费用	2,117	1,784	2,029	2,239
研发费用	1,441	1,356	1,542	1,702
EBIT	5,190	6,111	7,458	8,974
财务费用	1,478	2,123	2,390	2,567
资产减值损失	-371	-1	0	0
投资收益	857	856	974	1,075
营业利润	**4,815**	**4,843**	**6,042**	**7,481**
营业外收支	-41	0	0	0
利润总额	**4,774**	**4,843**	**6,042**	**7,481**
所得税	269	194	242	299
净利润	4,505	4,649	5,800	7,182
归属于母公司净利润	**3,351**	**3,812**	**4,524**	**5,387**
EBITDA	8,527	9,750	11,557	13,476

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	15,260	12,461	14,969	18,150
应收账款及票据	7,977	8,211	9,337	10,307
预付款项	1,811	3,716	3,845	4,204
存货	15,763	17,815	19,153	20,941
其他流动资产	8,320	8,817	9,247	9,618
流动资产合计	**49,132**	**51,021**	**56,551**	**63,220**
长期股权投资	9,713	10,569	11,543	12,618
固定资产	46,339	51,679	55,881	60,092
无形资产	3,914	3,879	3,851	3,820
非流动资产合计	**76,389**	**80,744**	**83,259**	**85,930**
资产合计	**125,520**	**131,765**	**139,810**	**149,150**
短期借款	15,049	18,049	21,049	24,049
应付账款及票据	20,022	19,512	19,536	19,894
其他流动负债	13,797	15,136	15,284	15,517
流动负债合计	**48,867**	**52,696**	**55,869**	**59,460**
长期借款	18,900	20,041	21,041	21,841
其他长期负债	13,020	11,766	11,744	11,773
非流动负债合计	**31,920**	**31,807**	**32,786**	**33,614**
负债合计	**80,787**	**84,503**	**88,654**	**93,074**
股本	1,710	1,710	1,710	1,710
少数股东权益	10,456	11,333	12,609	14,405
股东权益合计	**44,733**	**47,262**	**51,156**	**56,076**
负债和股东权益合计	**125,520**	**131,765**	**139,810**	**149,150**

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力（%）				
营业收入增长率	5.19	7.62	13.71	10.39
EBIT 增长率	-16.13	17.74	22.05	20.32
净利润增长率	-14.25	13.77	18.67	19.06
盈利能力（%）				
毛利率	14.11	13.21	13.84	14.67
净利润率	5.05	5.34	5.58	6.01
总资产收益率 ROA	2.67	2.89	3.24	3.61
净资产收益率 ROE	9.78	10.61	11.74	12.93
偿债能力				
流动比率	1.01	0.97	1.01	1.06
速动比率	0.57	0.49	0.53	0.57
现金比率	0.31	0.24	0.27	0.31
资产负债率（%）	64.36	64.13	63.41	62.40
经营效率				
应收账款周转天数	43.91	42.00	42.00	42.00
存货周转天数	101.03	105.00	100.00	100.00
总资产周转率	0.56	0.55	0.60	0.62
每股指标（元）				
每股收益	1.97	2.25	2.67	3.17
每股净资产	20.20	21.17	22.71	24.55
每股经营现金流	2.05	3.73	5.10	6.19
每股股利	1.00	1.12	1.33	1.59
估值分析				
PE	15	13	11	9
PB	1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	10.26	8.97	7.57	6.49
股息收益率（%）	3.45	3.88	4.60	5.48

现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,505	4,649	5,800	7,182
折旧和摊销	3,337	3,640	4,099	4,503
营运资金变动	-5,466	-3,226	-2,851	-2,897
经营活动现金流	**3,486**	**6,332**	**8,651**	**10,505**
资本开支	-16,817	-6,631	-5,576	-6,014
投资	-1,445	-104	0	0
投资活动现金流	**-16,551**	**-6,800**	**-5,576**	**-6,014**
股权募资	8,718	40	0	0
债务募资	11,947	2,138	4,000	3,800
筹资活动现金流	**15,103**	**-2,330**	**-568**	**-1,310**
现金净流量	**1,947**	**-2,799**	**2,508**	**3,181**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

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。	公司评级	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