

2022 年三季报点评：受钴跌价影响，业绩低于市场预期

买入（维持）

2022 年 12 月 1 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

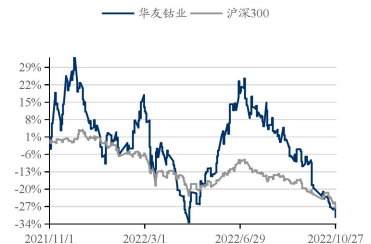
chenrobin@dwzq.com.hk

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）	26.17	25.34	12.62	8.40

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)	63.85
一年最低/最高价	54.68/142.30
市净率(倍)	4.40
流通 A 股市值(亿元)	1009
总市值(亿元)	1020

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

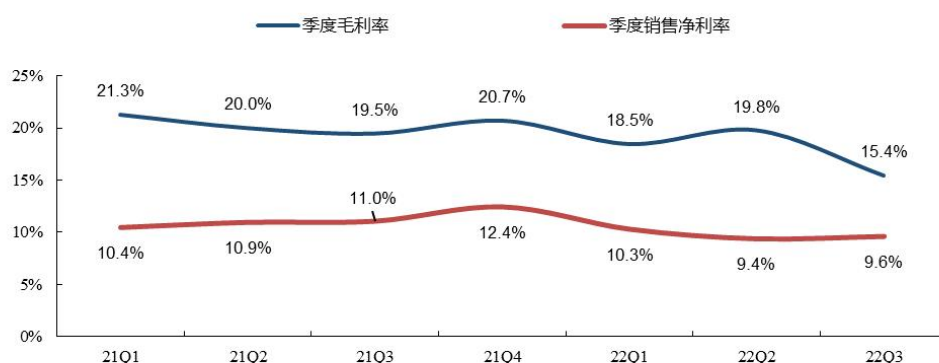
《华友钴业(603799)：2022 年半年报点评：业绩符合市场预期，镍冶炼产能释放预计贡献新增量》

2022-08-22

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢曾朵红、阮巧燕和岳斯瑶的指导。

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/归母净利润/扣非净利润为 487.12 亿元/30.08 亿元/29.19 亿元，分别同比增长 113.69%/26.98%/25.91%。毛利率/净利率为 17.84%/9.69%，分别同比-2.31pct/-1.15pct。2022 年 Q3 公司实现营收/归母净利润/扣非净利润 176.94 亿元/7.52 亿元/7.27 亿元，同比分别+108.1%/-16.44%/-19.41%，环比分别-0.63%/-28.3%/-27.5%。盈利能力方面，Q3 毛利率/归母净利率/扣非净利率为 15.44%/4.25%/4.11%，分别同比-4.02pct/-6.34pct/-6.5pct，环比-4.33pct/-1.64pct/-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：公司分季度盈利情况



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

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，同环比增长 104.45%/10.3%，期间费用率为 7.7%，同比-0.14pct，环比+0.76pct；其中销售费用率 0.16%，同比-0.48pct，环比+0.04pct；管理费用率 3.32%，同比+0.36pct，环比+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+1.09pct，环比+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。

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	
流动资产	26,991	45,179	66,203	78,261	营业总收入	35,317	66,766	95,993	118,625
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
非流动资产	30,998	38,480	45,605	48,008	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	营业利润	4,901	5,207	10,512	15,941
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
资产总计	57,989	83,658	111,808	126,268	利润总额	4,828	5,165	10,470	15,899
流动负债	25,562	46,864	67,049	69,404	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	净利润	4,024	4,287	8,690	13,196
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	归属母公司净利润	3,898	4,030	8,082	12,140
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
负债合计	34,088	55,391	75,575	77,931	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					
所有者权益合计	23,901	28,268	36,232	48,338					
负债和股东权益	57,989	83,658	111,808	126,268					

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(香港),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(香港)预测。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

