

强烈推荐-A (维持)

华友钴业 603799.SH

目标估值: 65.00-78.00 元  
 当前股价: 56.67 元  
 2017年03月20日

华友钴业的钴价弹性有多大?

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	59268
已上市流通股(万股)	27127
总市值(亿元)	336
流通市值(亿元)	154
每股净资产(MRQ)	4.1
ROE(TTM)	-8.4
资产负债率	74.0%
主要股东	大山私人股份有限公司
主要股东持股比例	26.16%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	35	76	205
相对表现	33	69	193

资料来源: 贝格数据、招商证券

卢平  
 021-68407841  
 luping@cmschina.com.cn  
 S1090511040008  
 研究助理  
 黄昱颖  
 huangyuying@cmschina.com.cn  
 研究助理  
 陈颖  
 chenying12@cmschina.com.cn

本篇报告测算在钴价上涨背景下华友钴业的业绩弹性

- 国内最大钴产品供应商。华友钴业集钴采选、冶炼、深加工于一体,是国内最大的钴产品供应商,基本涵盖所有钴产品类型。2015年钴产品产量达2.66万吨、销量2.33万吨(折合金属量约1.23万吨),占公司营业收入约60%。随着衢州项目扩产达标及2000吨金属钴项目推进,钴产品产能进一步释放,预计2017年钴产品产能达2万吨金属量。
- 公司原材料来源主要由三部分组成:自有矿山、刚果(金)当地贸易系统和国际贸易商,其中大部分通过刚果(金)子公司供给,成本比较贸易商采购低10%左右;2015年自供比例约70%,其余30%主要来自国际大型贸易商(产能扩张,原料采购总量增加,自供比例相对下滑)。库存以原材料为主,产成品相对较少,约5000吨水平(原料采购在途库存较大,刚果(金)当地贸易系统采购周期约3-4个月,贸易商约2个多月)。
- 目前,公司自有矿产资源为MIKAS公司KAMBOVE尾矿,产品为铜钴精矿,拥有钴资源量1.63万金属吨,产能约1000吨。2016年增发收购刚果(金)PE527铜钴矿(铜36.37万吨+钴5.41万吨),控制钴资源储量提升至7.17万金属吨,预计2018年上半年投产,投产后年产钴3100吨。
- 钴原料通常以钴价乘折算系数计价,公司作为钴冶炼企业享受钴价弹性,同时加码上游资源,坐享库存重估。基于钴金属量1.8万吨,库存5000吨,考虑原料来源影响取折算系数0.74(目前市场水平为0.78,历史曾高达0.9),并以钴价40万元/吨进行测算:1)仅考虑钴价变动,折算系数0.74时,钴价每上涨10万元/吨,预计增加净利润5.4亿元;2)同时考虑钴价变动和钴矿折价系数变动,如折算系数从0.74变为0.76时,钴价上涨10万元/吨,预计可增加净利润4.5亿元。
- 由于原尾矿部分约1000吨今年停产,预计明年逐步复产,同时考虑募投项目投产,按50%达产率,预计2018年自产矿贡献约2000吨;按折价系数1,钴价每上涨10万元/吨,预计可增加净利润1.28亿元。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	4353	4029	5710	7362	9284
同比增长	21%	-7%	42%	29%	26%
营业利润(百万元)	210	(325)	325	1208	1565
同比增长	24%	-255%	-200%	272%	30%
净利润(百万元)	145	(246)	282	1009	1302
同比增长	19%	-269%	-215%	258%	29%
每股收益(元)	0.33	(0.46)	0.48	1.70	2.20
PE	173.2	-123.3	119.1	33.3	25.8
PB	11.2	12.7	7.6	6.3	5.3

资料来源: 公司数据、招商证券

附表：

表 1：华友钴业钴产品产销及库存情况

	2014	2015	2016H1
钴产品产量 (吨)	16,925	26,572	
钴产品销量 (吨)	16,217	23,250	15,000
钴产品库存 (吨)	1,451	5,138	
销量折合金属量 (吨)	10,143	12,256	8,530

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：华友钴业对钴价的业绩弹性测算—仅考虑钴价变动

钴金属量 (万吨)	1.8													
钴价 (万元/吨)	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80	
价格变动 (万元/吨)	-20	-15	-10	-5	0	5	10	15	20	25	30	35	40	
业绩弹性(亿元):0.74	-10.7	-8.1	-5.4	-2.7	0	2.7	5.4	8.1	10.7	13.4	16.1	18.8	21.5	
业绩弹性(亿元):0.76	-10.4	-7.8	-5.2	-2.6	0	2.6	5.2	7.8	10.4	13.0	15.6	18.2	20.8	
业绩弹性(亿元):0.78	-10.1	-7.6	-5.0	-2.5	0	2.5	5.0	7.6	10.1	12.6	15.1	17.6	20.2	
业绩弹性(亿元):0.80	-9.7	-7.3	-4.9	-2.4	0	2.4	4.9	7.3	9.7	12.2	14.6	17.1	19.5	
业绩弹性(亿元):0.82	-9.4	-7.1	-4.7	-2.4	0	2.4	4.7	7.1	9.4	11.8	14.1	16.5	18.8	
业绩弹性(亿元):0.84	-9.1	-6.8	-4.5	-2.3	0	2.3	4.5	6.8	9.1	11.3	13.6	15.9	18.2	
业绩弹性(亿元):0.86	-8.7	-6.6	-4.4	-2.2	0	2.2	4.4	6.6	8.7	10.9	13.1	15.3	17.5	
业绩弹性(亿元):0.88	-8.4	-6.3	-4.2	-2.1	0	2.1	4.2	6.3	8.4	10.5	12.6	14.7	16.8	
业绩弹性(亿元):0.90	-8.1	-6.1	-4.0	-2.0	0	2.0	4.0	6.1	8.1	10.1	12.1	14.1	16.2	

资料来源：招商证券（基于钴价 40 万元/吨进行测算）

表 3：华友钴业对钴价的业绩弹性测算—同时考虑钴价和折算系数变动

钴金属量 (万吨)	1.8													
钴价 (万元/吨)	20	25	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80	
价格变动 (万元/吨)	-20	-15	-10	-5	0	5	10	15	20	25	30	35	40	
业绩弹性(亿元):0.74	-10.7	-8.1	-5.4	-2.7	0	2.7	5.4	8.1	10.7	13.4	16.1	18.8	21.5	
业绩弹性(亿元):0.76	-11.1	-8.5	-5.9	-3.3	-0.7	1.9	4.5	7.1	9.7	12.3	14.9	17.6	20.2	
业绩弹性(亿元):0.78	-11.4	-8.9	-6.4	-3.9	-1.3	1.2	3.7	6.2	8.7	11.3	13.8	16.3	18.8	
业绩弹性(亿元):0.80	-11.7	-9.3	-6.9	-4.4	-2.0	0.4	2.9	5.3	7.7	10.2	12.6	15.1	17.5	
业绩弹性(亿元):0.82	-12.1	-9.7	-7.4	-5.0	-2.7	-0.3	2.0	4.4	6.7	9.1	11.4	13.8	16.2	
业绩弹性(亿元):0.84	-12.4	-10.1	-7.9	-5.6	-3.3	-1.1	1.2	3.5	5.7	8.0	10.3	12.6	14.8	
业绩弹性(亿元):0.86	-12.7	-10.6	-8.4	-6.2	-4.0	-1.8	0.4	2.6	4.7	6.9	9.1	11.3	13.5	
业绩弹性(亿元):0.88	-13.1	-11.0	-8.9	-6.8	-4.7	-2.6	-0.5	1.6	3.7	5.8	7.9	10.1	12.2	
业绩弹性(亿元):0.90	-13.4	-11.4	-9.4	-7.4	-5.3	-3.3	-1.3	0.7	2.7	4.8	6.8	8.8	10.8	

资料来源：招商证券（基于钴价 40 万元/吨进行测算）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4218	4983	6108	7012	8529
现金	592	1058	1078	1026	965
交易性投资	0	2	2	2	2
应收票据	267	340	457	589	743
应收款项	254	328	398	514	648
其它应收款	27	20	28	36	46
存货	2408	2551	3196	3656	4626
其他	669	685	950	1189	1500
<b>非流动资产</b>	3667	4589	5126	5429	5612
长期股权投资	0	9	9	9	9
固定资产	2265	3085	3676	4027	4255
无形资产	276	606	555	509	467
其他	1126	889	886	883	881
<b>资产总计</b>	<b>7884</b>	<b>9572</b>	<b>11235</b>	<b>12440</b>	<b>14141</b>
<b>流动负债</b>	4893	6128	5759	6008	6666
短期借款	2750	3876	3270	3215	3231
应付账款	570	405	529	606	766
预收账款	55	43	56	64	81
其他	1517	1804	1904	2124	2587
<b>长期负债</b>	709	1033	1033	1033	1033
长期借款	565	815	815	815	815
其他	145	218	218	218	218
<b>负债合计</b>	<b>5602</b>	<b>7160</b>	<b>6792</b>	<b>7041</b>	<b>7699</b>
股本	444	535	593	593	593
资本公积金	872	1213	2949	2949	2949
留存收益	933	638	867	1791	2791
少数股东权益	32	25	34	68	110
归属于母公司所有者权益	2249	2387	4408	5332	6332
<b>负债及权益合计</b>	<b>7884</b>	<b>9572</b>	<b>11235</b>	<b>12440</b>	<b>14141</b>

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	(720)	(452)	219	934	969
净利润	145	(246)	282	1009	1302
折旧摊销	139	202	262	297	316
财务费用	179	265	278	249	248
投资收益	(107)	(8)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	(1067)	(669)	(643)	(679)	(989)
其它	(8)	5	43	62	95
<b>投资活动现金流</b>	(452)	(864)	(800)	(600)	(500)
资本支出	(948)	(871)	(800)	(600)	(500)
其他投资	496	7	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	1140	1581	601	(385)	(530)
借款变动	827	773	(864)	(55)	17
普通股增加	0	91	57	0	0
资本公积增加	(67)	341	1736	0	0
股利分配	0	0	(54)	(85)	(303)
其他	381	376	(275)	(245)	(245)
<b>现金净增加额</b>	<b>(31)</b>	<b>266</b>	<b>19</b>	<b>(51)</b>	<b>(61)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	4353	4029	5710	7362	9284
营业成本	3609	3584	4682	5357	6778
营业税金及附加	54	46	57	74	93
营业费用	87	67	86	110	139
管理费用	240	233	286	368	464
财务费用	216	300	278	249	248
资产减值损失	30	122	0	0	0
公允价值变动收益	(14)	(11)	(11)	(11)	(11)
投资收益	107	8	15	15	15
<b>营业利润</b>	210	(325)	325	1208	1565
营业外收入	13	27	20	20	20
营业外支出	7	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	216	(303)	340	1223	1580
所得税	75	(49)	49	181	235
<b>净利润</b>	141	(254)	291	1042	1345
少数股东损益	(4)	(8)	9	33	43
<b>归属于母公司净利润</b>	145	(246)	282	1009	1302
<b>EPS (元)</b>	0.33	(0.46)	0.48	1.70	2.20

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>年成长率</b>					
营业收入	21%	-7%	42%	29%	26%
营业利润	24%	-255%	-200%	272%	30%
净利润	19%	-269%	-215%	258%	29%
<b>获利能力</b>					
毛利率	17.1%	11.0%	18.0%	27.2%	27.0%
净利率	3.3%	-6.1%	4.9%	13.7%	14.0%
ROE	6.5%	-10.3%	6.4%	18.9%	20.6%
ROIC	2.3%	-0.3%	6.0%	13.1%	14.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.1%	74.8%	60.5%	56.6%	54.4%
净负债比率	45.3%	51.7%	36.4%	32.4%	28.6%
流动比率	0.9	0.8	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.6	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.9	1.4	1.6	1.6	1.6
应收帐款周转率	20.7	13.9	15.7	16.1	16.0
应付帐款周转率	7.4	7.3	10.0	9.4	9.9
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	0.33	-0.46	0.48	1.70	2.20
每股经营现金	-1.62	-0.84	0.37	1.58	1.64
每股净资产	5.06	4.46	7.44	9.00	10.68
每股股利	0.00	0.10	0.14	0.51	0.66
<b>估值比率</b>					
PE	173.2	-123.3	119.1	33.3	25.8
PB	11.2	12.7	7.6	6.3	5.3
EV/EBITDA	23.7	82.6	14.9	7.3	6.0

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**黄昱颖：**清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

**陈颖：**厦门大学会计系学士、硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。