

华友钴业 (603799) 研究简报

一 “钴” 作气，高速成长

买入 (首次)

2017 年 04 月 16 日

投资要点:

■ **16 年实现扭亏，17Q1 业绩超市场预期:** 公司发布 2016 年报，实现营业收入 48.89 亿元，同比增长 21.35%，归属母公司净利润 6924 万元，同比增长 128.14%，EPS 为 0.13 元。其中 4 季度实现营业收入 14.01 亿元，归属母公司净利润 5806 万元，同比扭亏为盈。同时，公司预告 2017 年一季度盈利 22,000 万元到 26,000 万元，同比大幅扭亏，超市场预期。

■ **全球钴产品龙头，受益量价齐升弹性最大:** 公司主导产品为四氧化三钴、氢氧化钴和硫酸钴等钴产品以及锂电正极材料三元前驱体产品，2016 年钴产品总量超过 39000 吨 (折合金属量约 20000 吨)，同比增长 66%，实现营业收入为 33.31 亿元，同比增长 46.29%，毛利率 17.68%，同比提升 4 个百分点。

根据安泰科测算的 2016 年钴消费量情况，公司钴产品销量约占国内消费量的 41%，占全球消费量的 20%，国内、国际市场的占有率同比均有增长，公司在钴行业的领先优势愈加突出。

因新能源汽车三元电池带动，上游钴需求明显提升，2016 年全球电池行业钴消费量为 4.95 万吨，占比达到 52.1%，消耗量同比大幅增长 20.73%。我们认为，2017 年新能源汽车动力电池用钴需求量将持续提升，目前金属钴价格超过 40 万元/吨，自 1 月以来上涨接近 50%。我们认为，在量价齐升的趋势下，公司钴产品业务最为受益，同时 CDM 公司钴扩产项目稳定运行，原料结构得到进一步优化，业绩弹性也最大。

■ **三元前驱体即将放量，抢占核心环节:** 2016 年公司年产 2 万吨三元前驱体二期产线基本建成，该业务实现收入 1.34 亿元，同比增长 3 倍，毛利率为 2.9%，同比增加 3.78 个百分点，毛利率较低的原因主要系产能利用率仍较低。

公司三元前驱体产品含 523、622、811 多种型号，部分产品已经实现量产，成功进入三星 SDI、LGC 等国际知名电池企业供应链，另外，公司电池级磷酸铁项目已建成投产，进一步丰富了锂电池正极材料前驱体品种。公司现已经成为国内锂电新能源领域原材料龙头供应商，产业地位得到进一步巩固提升。

根据我们的测算，受益钴价上涨，钴盐和三元前驱体的吨盈利均有明显提升，公司目前在材料端布局产能较大，预计 2017 年公司电池材料业务利润将显著增长。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 11.43、20.10、23.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.93 元、3.39 元和 3.89 元，业绩增速分别高达 1550.96%、75.80%和 14.83%，对应 PE 分别为 27.75 倍、15.79 倍和 13.75 倍。给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 67.55 元，首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。

■ **风险提示:** 布局存在试错风险，推进或不达预期，金属钴价格低于预期。

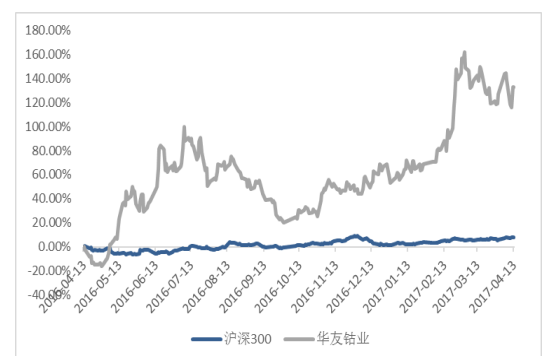
首席证券分析师 曾朵红

执业资格证书号码: S0600516080001

0512-62938661

zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 收盘价 (元) | 53.54 |
| 一年最低/最高价 | 61.88/18.83 |
| 市净率 (倍) | 7.30 |
| 流通市值 (百万) | 31,706.68 |

基础数据

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产 (元) | 7.34 |
| 资本负债率 (%) | 58.77 |
| 总股本 (万元股) | 59,267.66 |
| 流通 A 股 (百万股) | 271.27 |

相关研究

一、钴稀缺性强，量价齐升带来业绩弹性

安泰科数据显示 2016 年全球钴需求 9.5 万吨，同比增长 2.37%，可见需求端还尚未爆发，但从 2016 年四季度开始，嘉能可、自由港等巨头均开始减产，刚果(金)央行数据显示钴矿 2016 年产量同比下滑 7.35%，而且刚果(金)自 2017 年开始实施铜钴矿出口禁令，供给端明显收缩。

我们预计到 2020 年全球钴消费量超过 14 万吨，其中动力三元钴需求相比 2015 年增长了 7 倍，需求侧的爆发将带动钴价继续强势。钴的稀缺性强于锂，目前几乎没有新产能，钴属于小金属，全球经济、供需关系、市场预期、投机炒作等因素都将对钴价产生影响，历史上 2008 年钴价最高涨至近 90 万元/吨。

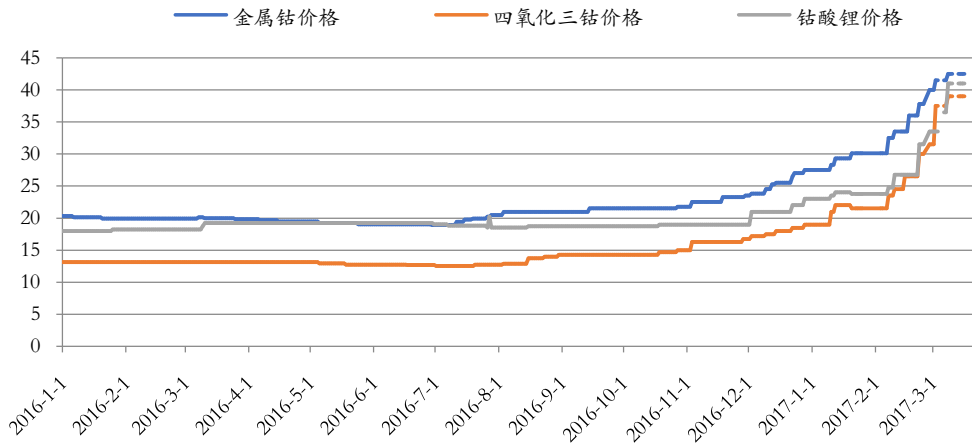
图表 1：全球钴需求测算

| 地区 | 指标测算 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------|-----------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 国内 市场 | 国内新能源车产量 (万辆) | 37.90 | 51.7 | 74.9 | 103.1 | 143.1 | 199.9 |
| | 国内三元动力电池 (GWh) | 4.68 | 6.78 | 14.72 | 25.37 | 41.19 | 66.45 |
| | 国内动力三元钴金属 (万吨) | 0.19 | 0.25 | 0.50 | 0.78 | 1.15 | 1.69 |
| | 国内钴金属总需求 (万吨) | 4.18 | 4.59 | 5.20 | 5.88 | 6.71 | 7.80 |
| | 国内动力三元钴金属占比 | 4.61% | 5.54% | 9.58% | 13.19% | 17.14% | 21.66% |
| 全球 市场 | 全球新能源车销量假设 (万辆) | 54.90 | 75.00 | 108.00 | 150.00 | 210.00 | 300.00 |
| | 全球三元动力电池 (GWh) | 9.88 | 15.48 | 29.16 | 45.90 | 76.44 | 124.02 |
| | 全球动力三元钴金属 (万吨) | 0.35 | 0.51 | 0.90 | 1.29 | 1.91 | 2.85 |
| | 全球钴金属总需求 (万吨) | 9.28 | 9.50 | 10.40 | 11.35 | 12.58 | 14.17 |
| | 全球动力三元钴金属占比 | 3.73% | 5.38% | 8.70% | 11.32% | 15.19% | 20.13% |

资料来源：东吴证券研究所

自 2016 年 7 月以来，钴价从最低 19 万元/吨涨至目前 40 万元/吨左右，主要是因为供给端收缩及中间商囤货所致。未来随需求的增长，钴价有望继续上涨，量价齐升为相关龙头企业带来业绩弹性。

图表 2：钴及钴产品价格走势图（单位：万元/吨）



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

二、三元前驱体助力抢占锂电新能源材料制高点

华友钴业成立于 2002 年，总部位于浙江桐乡经济开发区，是一家专注于钴新材料深加工以及钴、铜、镍有色金属采、选、冶的高新技术企业。公司主要产品为锂电正极材料前驱体、钴的化学品以及铜镍金属。钴产品的产能规模世界第一。在锂电正极材料前驱体、钴铜湿法工艺、钴新材料、环境保护领域拥有了国内一流的自主核心技术。华友钴业经过十多年的发展积淀，完成了总部在桐乡、资源保障在非洲、制造基地在衢州、市场在全球的空间布局。形成了自有矿产资源为保障，钴新材料为核心，铜、镍产品为辅助，集采、选、冶、新材料深加工于一体的纵向一体化产业结构。

2016 年，公司各类锂离子电池原材料产品销量 35000 多吨，较上年同期增长约 89%，已经成为国内锂电新能源领域重要原材料供应商，公司在锂电新能源产业链中地位得到进一步巩固提升。

图表 3：公司主要下游客户情况

| 企业名称 | 对应产品及产能 |
|--------------------|---|
| 锂电正极材料厂商 | 天津巴莫，北大先行，当升科技，湖南杉杉科技，中信国安盟固利，韩国 L&F，韩国 COSMO 等 |
| 硬质合金厂商 | 株洲硬质合金集团，株洲鼎力等 |
| 橡胶及催化剂厂商 | DIC 株式会社，韩国泰光产业株式会社，山东阳谷福泰等 |
| 色釉料及磁性材料厂商 | ITACA, Ferro Spain, 江苏拜富，佛山大宇，天通股份等 |
| 国际大宗商品贸易商或国内铜材生产厂商 | 荷兰托克，吴江盛昌等 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司在“十三五”规划中提出，坚持以锂电新能源材料产业发展为核心，围绕上控资源、下拓市场，中提能力，全面实施“两新、三化”战略，加快培育钴高温合金材料产业，将公司的钴行业领先者转型发展

成为全球锂电新能源材料行业领导者。

1、钴产品

公司主导产品为四氧化三钴、氢氧化钴和硫酸钴等钴产品以及锂电正极材料三元前驱体产品，2016 年钴产品总量超过 39000 吨（折合金属量约 20000 吨），同比增长 66%，实现营业收入为 33.31 亿元，同比增长 46.29%，毛利率 17.68%，同比提升 4 个百分点。

根据安泰科测算的 2016 年钴消费量情况，公司钴产品销量约占国内消费量的 41%，占全球消费量的 20%，国内、国际市场的占有率同比均有增长，公司在钴行业的领先优势愈加突出。

2、三元前驱体

旗下华友新能源公司主要根据产能和市场需求情况制定三元前驱体产品生产计划，主要通过合成、洗涤、干燥等工艺来制备三元前驱体。新能源板块业务积极跟进当前世界最前沿的三元材料和在这个领域相对领先的国际客户实施高端化突破，研发了 523、622、811、333 等多种型号的三元前驱体产品，部分产品已经实现量产，产量、质量稳步提高，成功进入三星 SDI、LGC 等国际知名电池企业供应链，电池级磷酸铁项目建成投产，进一步丰富了锂电池正极材料前驱体品种。

2016 年公司年产 2 万吨三元前驱体二期产线基本建成，大幅提升公司三元动力电池材料产品的产能规模，三元前驱体是制造三元材料的主要原材料，生产三元材料需要使用等量的三元前驱体，三元前驱体目前约占三元材料成本的 55%。

图表 4：公司及其主要子公司资源产能

| 企业名称 | 与公司关系 | 所在地 | 对应产品及产能 |
|--------|-------|-------|---|
| 力科钴镍 | 子公司 | 浙江桐乡 | 生产四氧化三钴、氧化钴等产品，和本部四氧化三钴合计产能为 4500 吨/年 |
| 华友衢州 | 子公司 | 浙江衢州 | 年产 1 万吨（金属量）钴产品，年产 2 万吨三元前驱体 |
| MIKAS | 子公司 | 刚果（金） | 拥有 KAMBOVE 尾矿，主要从事铜钴矿采选，铜钴精矿产能 11.8 万吨/年（含铜金属 1 万吨、钴金属量 1000 吨） |
| CDM 公司 | 子公司 | 刚果（金） | 粗铜 3.7 万吨/年，电积铜 1.2 万吨/年，氢氧化钴 1000 吨/年，同时从事钴矿料收购及加工业务，为公司提供钴原料 |
| COMMUS | 已处置 | 刚果（金） | 拥有 KOLWEZI 铜钴矿，铜资源储量 193.4 万吨，钴资源储量 1.71 万吨，已转让 51% 股权给紫金矿业，剩余 21% 股权于 2016 年第三季度处置完毕 |
| 华刚公司 | 参股子公司 | 刚果（金） | 主要运营 SICOMINES 等铜钴矿项目，目前所拥有的资源包括铜金属量 855 万吨、钴金属量 51 万吨，最终计划形成年产 25 万吨金属铜、6000 吨氢氧化钴及 20 万吨硫酸的综合冶炼生产能力 |

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

三、铜镍业务大幅收缩

2016 年铜业务收入 8.37 亿元，同比下滑 29.02%，毛利率为 15.81%，

同比减少 1.15 个百分点；镍业务收入 8893 万元，同比下滑 62.06%，毛利率为 9.57%，同比增加 46.92 个百分点。铜镍业务因受原料供给及价格因素影响，导致销售量均大幅收缩。据公开资料显示，公司二股东华友投资与沃特玛合资成立铜箔厂（华友投资持股 94.99%），我们认为将有助于拉动公司铜产品的销量。

四、投资建议与风险提示

投资建议：我们预计公司 2017-2019 年的净利润分别为 11.43、20.10、23.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.93 元、3.39 元和 3.89 元，业绩增速分别高达 1550.96%、75.80%和 14.83%，对应 PE 分别为 27.75 倍、15.79 倍和 13.75 倍。给予公司 2017 年 35 倍 PE，对应目标价 67.55 元，首次覆盖给予公司“买入”的投资评级。

风险提示：布局存在试错风险，推进或不达预期，金属钴价格低于预期。

图表 5：华友钴业三大财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|----------|----------|----------|----------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 流动资产 | 5666.54 | 6875.10 | 9615.72 | 11050.46 | 营业收入 | 4889.39 | 10502.19 | 14785.41 | 16854.61 |
| 现金 | 1784.70 | 2093.93 | 4439.74 | 5822.00 | 营业成本 | 4091.58 | 8215.20 | 11296.32 | 13041.26 |
| 应收账款 | 435.19 | 892.69 | 1182.83 | 1264.10 | 营业税金及附加 | 40.01 | 84.02 | 118.28 | 134.84 |
| 其它应收款 | 16.13 | 92.06 | 47.27 | 101.80 | 营业费用 | 63.63 | 131.28 | 174.47 | 185.40 |
| 预付账款 | 330.48 | 248.69 | 255.89 | 278.35 | 管理费用 | 244.09 | 451.59 | 591.42 | 606.77 |
| 存货 | 2032.66 | 2330.45 | 2304.61 | 2222.57 | 财务费用 | 343.90 | 284.90 | 260.31 | 204.12 |
| 其他 | 1067.37 | 1217.29 | 1385.38 | 1361.65 | 资产减值损失 | 7.75 | 8.40 | 7.39 | 3.37 |
| 非流动资产 | 4938.77 | 5093.45 | 5272.07 | 5408.38 | 公允价值变动收益 | 25.59 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 99.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资净收益 | -48.14 | 5.00 | 10.00 | 15.00 |
| 固定资产 | 3134.53 | 3095.18 | 3051.93 | 3003.86 | 营业利润 | 75.88 | 1331.80 | 2347.22 | 2693.86 |
| 无形资产 | 632.09 | 650.05 | 669.53 | 690.56 | 营业外收入 | 16.67 | 20.00 | 25.00 | 30.00 |
| 其他 | 1072.63 | 1348.22 | 1550.61 | 1713.96 | 营业外支出 | 6.38 | 7.00 | 8.00 | 9.00 |
| 资产总计 | 10605.31 | 11968.54 | 14887.80 | 16458.84 | 利润总额 | 86.17 | 1344.80 | 2364.22 | 2714.86 |
| 流动负债 | 5675.02 | 5942.15 | 6831.77 | 6092.89 | 所得税 | 28.07 | 201.72 | 354.63 | 407.23 |
| 短期借款 | 3090.79 | 2500.00 | 2000.00 | 1500.00 | 净利润 | 58.11 | 1143.08 | 2009.59 | 2307.63 |
| 应付账款 | 578.41 | 1202.67 | 1677.50 | 1931.82 | 少数股东损益 | -11.13 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 2005.81 | 2239.48 | 3154.27 | 2661.07 | 归属母公司净利润 | 69.24 | 1143.08 | 2009.59 | 2307.63 |
| 非流动负债 | 557.84 | 510.86 | 530.90 | 533.20 | EBITDA | 490.63 | 1761.08 | 2746.28 | 3058.68 |
| 长期借款 | 306.22 | 306.22 | 306.22 | 306.22 | EPS (摊薄) | 0.13 | 1.93 | 3.39 | 3.89 |
| 其他 | 251.62 | 204.64 | 224.69 | 226.99 | | | | | |
| 负债合计 | 6232.86 | 6453.01 | 7362.68 | 6626.09 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 22.93 | 22.93 | 22.93 | 22.93 | 会计年度 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 归属母公司股东权益 | 4349.52 | 5492.60 | 7502.19 | 9809.81 | 成长能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 10605.31 | 11968.54 | 14887.80 | 16458.84 | 营业收入增长率 | 21.35% | 114.80% | 40.78% | 13.99% |
| | | | | | 营业利润增长率 | 123.35% | 1655.19% | 76.24% | 14.77% |
| | | | | | 归属于母公司净利润增长率 | - | 1550.96% | 75.80% | 14.83% |
| | | | | | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 16.32% | 21.78% | 23.60% | 22.62% |
| | | | | | 净利率 | 1.19% | 10.88% | 13.59% | 13.69% |
| | | | | | ROE | 2.04% | 23.12% | 30.82% | 26.59% |
| | | | | | ROIC | 2.08% | 14.84% | 20.56% | 19.48% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 58.77% | 53.92% | 49.45% | 40.26% |
| | | | | | 净负债比率 | 63.09% | 48.91% | 36.50% | 33.63% |
| | | | | | 流动比率 | 1.00 | 1.16 | 1.41 | 1.81 |
| | | | | | 速动比率 | 0.64 | 0.76 | 1.07 | 1.45 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.48 | 0.93 | 1.10 | 1.08 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 12.82 | 15.82 | 14.25 | 13.78 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 8.32 | 9.22 | 7.84 | 7.23 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 0.13 | 1.93 | 3.39 | 3.89 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 1.64 | 2.96 | 5.85 | 4.13 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 7.34 | 9.27 | 12.66 | 16.55 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 411.85 | 27.75 | 15.79 | 13.75 |
| | | | | | P/B | 7.30 | 5.78 | 4.23 | 3.23 |
| | | | | | EV/EBITDA | 13.32 | 18.39 | 10.77 | 9.07 |

资料来源：东吴证券研究所

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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

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>

