

投资评级：推荐（首次）

分析师

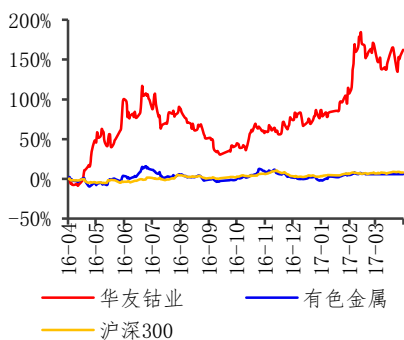
 杨超 0755-83663214
 Email:yichao@cgws.com
 执业证书编号:S1070512070001

市场数据

目前股价	55.12
总市值(亿元)	326.68
流通市值(亿元)	149.53
总股本(万股)	59,268
流通股本(万股)	27,127
12个月最高/最低	61.88/18.83

盈利预测

	2017E	2018E	2019E
营业收入	7843	8556	9422
(+/-%)	60.4%	9.1%	10.1%
净利润	625	708	712
(+/-%)	899.8%	10.1%	4.9%
摊薄 EPS	1.05	1.19	1.20
PE	52.28	46.15	45.89

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

矿石自给率稳步提升 三元前驱体逐步放量

——华友钴业（603799）公司调研简报

投资建议

华友钴业（603799）实现从上游钴矿到下游三元前驱体的全产业链布局，公司刚果（金）PE527矿2018年有望达产，同时三元前驱体项目2017年底有望完全投产。由于未来两年新增钴精矿有限，同时新能源汽车带动上游钴需求量大增，钴价有望延续上涨趋势，公司未来两年主营产品或将迎来量价齐升。我们预计公司2017-2019年归母净利润有望实现6.25亿、7.08亿、7.12亿。对应PE52.3X、46.2X、45.9X，给予增持评级。

投资要点

- 未来两年供需缺口明确 钴价有望保持上涨趋势：**受制于铜价长期低迷，未来大型矿山复产有限，我们预计2017年前全球新增钴精矿5000吨左右，2018年预计6000吨左右。随着新版新能源汽车补贴政策的出台和客车用三元材料解禁，我国未来两年三元渗透率有望大幅提升。以NCM532三元材料为例，每GWH三元电池需要约320吨钴金属量，我们预计2017年全球动力电池钴需求量约2万吨，2018年有望达到2.4万吨。同时未来智能手机或将采用双电芯技术路线，有望新增7000吨钴需求量。我们预计2017年全球钴总需求量约在11.5万吨左右，2018年有望达到12.2万吨，未来两年钴供需缺口明确，价格有望持续上涨。
- PE527矿2018年有望达产 公司矿石自给率稳步提升：**公司建立了自有矿、当地贸易系统以及大宗贸易商直接采购（如嘉能可等）三大原矿供应体系，上游资源供应得到有效保障。公司通过收购刚果（金）PE527矿布局上游资源，该项目预计2018年达产。同时公司旗下MIKAS尾矿回收率今年有望从40%提升至70%，公司矿石自给率稳步提升。预计2017年公司自产矿有望达到4000-4500吨，自给率达50%，公司将充分受益钴价上涨。
- 三元前驱体项目年底达产 产品绑定国外高端客户：**公司年产20000吨三元前驱体项目有望今年年底达产，预计今年三元前驱体产量达18000吨，目前公司三元前驱体主要以111型、523型为主，622型正在送检。公司目前产品已进去三星SDI、LG等国外高端客户，由于三元前驱体认证周期较长，客户黏性较高，未来有望持续贡献利润。
- 立足循环利用体系 公司环保优势明显：**公司立足循环利用体系，通过在废水中提取硫酸铵，基本实现生产废水零排放，相对于国内外其他钴生产企业，环保优势明显。公司平均生产1吨钴产品，可提取5吨左右

的硫酸铵。硫酸铵作为化肥原料向国外出口，目前销售情况良好，每吨硫酸铵售价可达 550 元。

- **风险提示：**新能源汽车销量不达预期

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4029	4889	7843	8556	9422	成长性					
营业成本	3584	4092	5835	6280	6850	营业收入增长	-7.4%	21.3%	60.4%	9.1%	10.1%
销售费用	67	64	94	103	124	营业成本增长	-0.7%	14.2%	42.6%	7.6%	9.1%
管理费用	233	244	369	419	462	营业利润增长	-255.1%	-123.3%	1018.3%	10.0%	5.2%
财务费用	300	344	598	730	899	利润总额增长	-240.2%	-128.4%	899.8%	10.1%	4.9%
投资净收益	8	-48	-8	6	15	净利润增长	-279.6%	-122.9%	971.2%	13.5%	0.5%
营业利润	-325	76	849	933	981	盈利能力					
营业外收支	22	10	13	15	13	毛利率	11.0%	16.3%	25.6%	26.6%	27.3%
利润总额	-303	86	862	948	994	销售净利率	-6.1%	1.4%	8.0%	8.3%	7.6%
所得税	-49	28	239	242	284	ROE	-10.8%	1.7%	12.8%	11.9%	9.7%
少数股东损益	-8	-11	-2	-1	-2	ROIC	2.6%	-3.5%	12.9%	13.2%	12.2%
净利润	-246	69	625	708	712	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	1.7%	1.3%	1.2%	1.2%	1.3%
					(百万)	管理费用/营业收入	5.8%	5.0%	4.7%	4.9%	4.9%
流动资产	4983	5667	7864	8831	10372	财务费用/营业收入	7.5%	7.0%	7.6%	8.5%	9.5%
货币资金	1060	1814	2490	2674	3879	投资收益/营业利润	0.2%	-1.0%	-0.1%	0.1%	0.2%
应收账款	328	435	598	703	777	所得税/利润总额	16.1%	32.6%	27.8%	25.5%	28.6%
应收票据	340	546	673	804	916	应收账款周转率	13.85	12.82	15.18	13.15	12.73
存货	2551	2033	2626	3140	3425	存货周转率	1.45	1.79	2.51	2.18	2.09
非流动资产	4589	4939	5627	6171	6554	流动资产周转率	0.88	0.92	1.16	1.03	0.94
固定资产	3085	3135	3686	4089	4418	总资产周转率	0.46	0.48	0.65	0.60	0.57
资产总计	9572	10605	13488	15006	16890	偿债能力					
流动负债	6128	5675	7960	8439	8835	资产负债率	74.8%	58.8%	60.5%	56.9%	52.9%
短期借款	3876	3091	3291	3491	3691	流动比率	0.81	1.00	0.99	1.05	1.17
应付款项	862	1044	1460	1562	1722	速动比率	0.40	0.64	0.63	0.66	0.79
非流动负债	1033	558	206	106	106	每股指标 (元)					
长期借款	815	306	206	106	106	EPS	-0.46	0.12	1.05	1.19	1.20
负债合计	7160	6233	8166	8545	8942	每股净资产	4.51	7.38	9.02	11.05	13.72
股东权益	2412	4372	5348	6549	8132	每股经营现金流	-0.84	1.64	0.13	1.52	2.91
股本	1753	3554	4527	5575	6849	每股经营现金/EPS	1.84	14.05	0.16	0.97	1.74
留存收益	633	702	801	955	1266	估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	25	23	20	19	17	PE	-119.92	471.83	52.28	46.15	45.89
负债和权益总计	9572	10605	13488	15006	16890	PEG	0.43	-3.84	0.05	3.42	96.61
现金流量表					(百万)	PB	0.12	0.07	0.06	0.05	0.04
经营活动现金流	-452	973	78	900	1725	EV/EBITDA	0.00	9.65	5.87	3.82	3.53
其中营运资本减少	-200	405	-768	-654	48	EV/SALES	1.71	1.41	0.88	0.80	0.76
投资活动现金流	-864	-257	-190	-218	-134	EV/IC	0.91	0.80	0.72	0.63	0.55
其中资本支出	-1039	-731	-160	-222	-148	ROIC/WACC	0.25	-0.33	1.22	1.24	1.16
融资活动现金流	1581	234	475	-491	-420	REP	3.67	-2.42	0.94	0.57	0.57
净现金总变化	265	950	675	184	1205						

研究员介绍及承诺

杨超: 2006-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编: 200126 传真: 021-31829681
网址: <http://www.cgws.com>