

公司研究/中报点评

2017年08月27日

有色金属/稀有金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 74.76
合理价格区间(元): 81.45~90.50

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

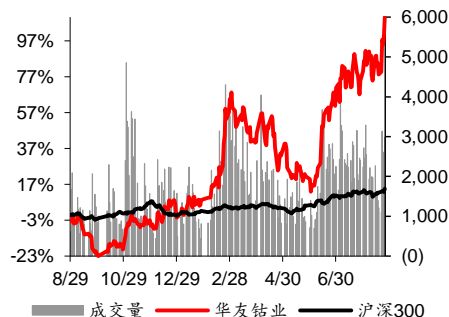
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1 《华友钴业(603799,增持): 钴产能持续释放, 一季度盈利大增》2017.04
- 2 《华友钴业(603799,增持): 价量齐涨, 钴业务盈利持续增强》2017.04
- 3 《华友钴业(603799,增持): 2016 年业绩预计同比扭亏》2017.01

股价走势图



资料来源: Wind

业绩持续高增长, 上下游产业布局中

华友钴业(603799)

发布 17 年中报, 业绩继续大幅增长

公司发布 17 年半年报, 报告期内业绩较去年同期实现扭亏为盈, 并有大幅增长。上半年公司实现营业收入 37.88 亿元, 同比增长 74.92%; 实现归属于上市公司股东的净利润 6.75 亿元, 同比增长 2257.15%。公司二季度单季营收 20.41 亿元, 实现归属母公司股东净利润 4.23 亿元, 同比增长 11596%, 环比增长 67.86%。公司业绩略超此前市场预期。

钴及锂电产品价格量增, 行业优势地位进一步巩固

今年 1-6 月份海外 MB 钴金属价格涨幅达 92.8%, 上半年均价同比增长 114.58%。公司上半年各类钴产品总销量超过 1.9 万吨, 同比增长约 27%; 折合钴金属量 8930 吨金属量, 同比增长约 7%。公司各类锂离子电池正极材料产品销量超过 1.5 万吨, 同比增长约 20%; 用于生产三元材料的硫酸钴产品销售超过 6000 吨, 同比增长 47%。上半年钴产品销售收入占总收入比例约为 73%, 同比增加 13 个百分点; 主营毛利率为 33.03%, 同比增长 143%。公司在钴行业和新能源产业链中的地位得到进一步巩固提升。

矿山及锂电项目有序推进, 产业链上下游全面布局中

公司于报告期内加快产业上下游布局, 多个项目持续推进。上游资源端, PE527 矿权开发项目于上半年开工建设, 预计年底试生产; MIKAS 升级改造项目预计 18 年上半年投产; CDM 湿法钴扩产项目和湿法硫化矿应用技改项目等按计划推进。公司同时还投资澳大利亚 AVZ 公司, 布局锂资源开发; 通过投资 TMC 公司、设立衢州资源循环回收利用项目等途径, 布局锂电资源回收业务。下游锂电新能源领域, 公司 2 万吨三元前驱体项目试生产工作稳步推进, 产量和质量稳定提升, 具备稳定量产多款产品的能力。

钴行业供需格局改善, 公司有望持续受益

根据 USGS 和我们的初步测算, 17 年钴供需处在偏过剩阶段, 而 2019 年前钴钢新增产能有限, 且当前 3C 智能化已成趋势, 双电芯和多电芯应用已经启程; 三元动力电池和储能两个产业未来有望长期增长, 3C(电池扩容)、新能源和储能有望保证 17-19 年需求增速 6% 以上。2017-2019 年钴供需格局有望持续改善, 钴行业高景气环境下, 公司作为产业链完善、规模领先行业的龙头企业有望继续受益。

钴价提升增厚业绩, 维持“增持”评级

由于二季度钴价持续高位, 公司产销持续增长, 假设全年钴金属产量超过 2 万吨, 上调 17-19 年钴均价假设至 40 万元/吨, 上调 17 年净利润预测幅度为 77%。预计 2017~2019 年公司主营业务收入分别为 90.91、108.80、125.87 亿元, 归属于母公司股东的净利润分别为 10.71、13.26、19.38 亿元, EPS 分别为 1.81、2.24、3.27 元, 对应当前的 PE 为 41、33、23 倍。参考可比公司 45 倍左右的平均 PE 估值水平, 给予公司 17 年估值 45-50 倍, 对应上调目标价至为 81.45-90.50 元, 维持“增持”评级。

风险提示: 钴铜等产品价格下跌; 项目建设不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	592.68
流通 A 股(百万股)	271.27
52 周内股价区间(元)	27.42-74.76
总市值(百万元)	44,309
总资产(百万元)	12,743
每股净资产(元)	8.41

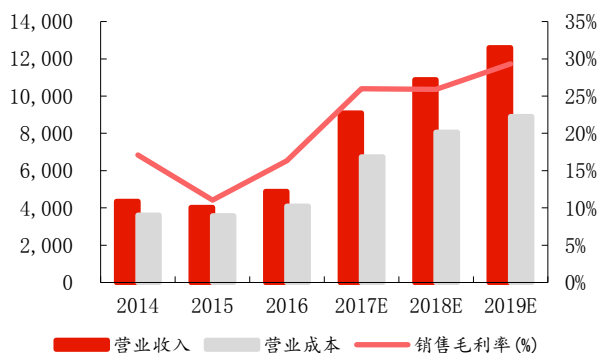
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,029	4,889	9,091	10,880	12,587
+/-%	(7.44)	21.35	85.94	19.68	15.68
归属母公司净利润(百万元)	(246.00)	69.24	1,071	1,326	1,938
+/-%	(269.22)	128.14	1,446	23.84	46.13
EPS(元, 最新摊薄)	(0.42)	0.12	1.81	2.24	3.27
PE(倍)	(180.11)	639.95	41.38	33.42	22.87

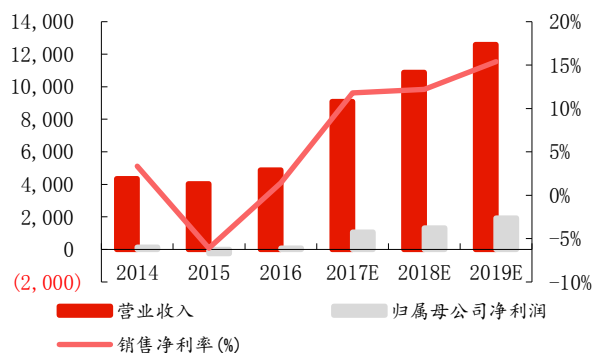
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司主营及成本 (百万元)



资料来源: wind, 华泰证券研究所

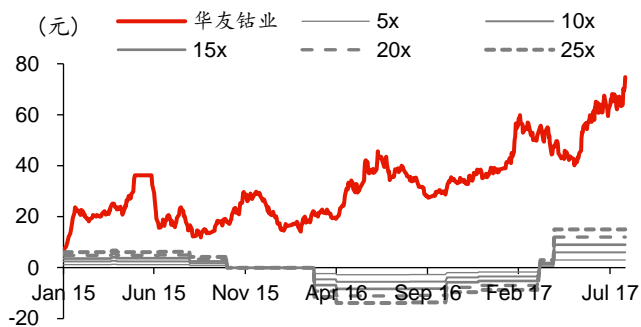
图表2: 公司收入及归属于母公司净利润 (百万元)



资料来源: wind, 华泰证券研究所

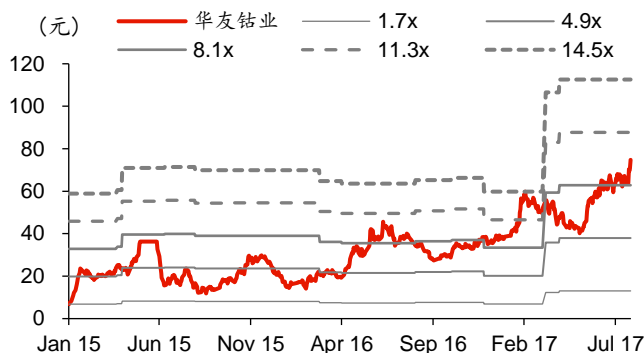
PE/PB - Bands

图表3: 华友钴业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 华友钴业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,983	5,667	7,785	8,948	9,898
现金	1,058	1,785	1,344	1,443	1,467
应收账款	327.88	435.19	738.20	912.56	1,055
其他应收账款	19.82	16.13	37.25	42.35	48.82
预付账款	188.51	330.48	460.24	563.35	633.45
存货	2,551	2,033	3,840	4,403	4,932
其他流动资产	838.00	1,067	1,366	1,584	1,762
非流动资产	4,589	4,939	4,769	4,612	4,426
长期投资	9.30	99.51	69.44	79.46	76.12
固定投资	3,085	3,135	3,285	3,252	3,148
无形资产	605.91	632.09	622.09	613.11	604.57
其他非流动资产	888.81	1,073	792.62	667.48	597.15
资产总计	9,572	10,605	12,554	13,560	14,323
流动负债	6,128	5,675	6,570	6,251	5,075
短期借款	3,876	3,091	3,378	2,733	1,230
应付账款	405.30	578.41	906.43	1,075	1,202
其他流动负债	1,847	2,006	2,285	2,443	2,642
非流动负债	1,033	557.84	548.80	552.31	550.32
长期借款	814.97	306.22	306.22	306.22	306.22
其他非流动负债	217.80	251.62	242.58	246.09	244.10
负债合计	7,160	6,233	7,119	6,803	5,625
少数股东权益	25.26	22.93	37.21	54.89	80.72
股本	535.19	592.68	592.68	592.68	592.68
资本公积	1,217	2,962	2,962	2,962	2,962
留存公积	633.18	702.41	1,866	3,192	5,129
归属母公司股	2,387	4,350	5,398	6,702	8,618
负债和股东权益	9,572	10,605	12,554	13,560	14,323

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(451.66)	972.52	(330.62)	1,010	1,716
净利润	(254.06)	58.11	1,085	1,344	1,963
折旧摊销	201.69	230.78	211.27	225.81	234.07
财务费用	300.24	343.90	242.76	236.46	153.70
投资损失	(8.31)	48.14	(30.65)	(20.00)	(10.00)
营运资金变动	(711.99)	366.94	(1,926)	(746.78)	(628.08)
其他经营现金	20.77	(75.34)	87.08	(28.73)	3.00
投资活动现金	(863.58)	(257.40)	(26.08)	(51.29)	(46.50)
资本支出	870.93	323.49	96.25	54.12	54.12
长期投资	9.44	(47.04)	(30.07)	10.02	(3.34)
其他投资现金	16.80	19.06	40.09	12.85	4.29
筹资活动现金	1,581	235.57	(84.19)	(859.68)	(1,646)
短期借款	1,125	(784.81)	287.21	(645.04)	(1,503)
长期借款	250.17	(508.75)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	91.00	57.49	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	278.46	1,744	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(163.93)	(272.62)	(371.40)	(214.64)	(143.09)
现金净增加额	294.97	886.34	(440.90)	99.39	23.79

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,029	4,889	9,091	10,880	12,587
营业成本	3,584	4,092	6,728	8,060	8,896
营业税金及附加	46.08	40.01	84.25	96.89	113.61
营业费用	66.58	63.63	118.31	141.59	163.79
管理费用	232.77	244.09	453.87	543.19	628.38
财务费用	300.24	343.90	242.76	236.46	153.70
资产减值损失	121.58	7.75	45.69	33.04	37.26
公允价值变动收益	(11.21)	25.59	(22.00)	(22.00)	(22.00)
投资净收益	8.31	(48.14)	30.65	20.00	10.00
营业利润	(324.98)	75.88	1,427	1,767	2,582
营业外收入	27.15	16.67	10.00	10.00	10.00
营业外支出	5.13	6.38	9.00	9.00	9.00
利润总额	(302.97)	86.17	1,428	1,768	2,583
所得税	(48.90)	28.07	342.62	424.29	620.01
净利润	(254.06)	58.11	1,085	1,344	1,963
少数股东损益	(8.06)	(11.13)	14.28	17.68	25.83
归属母公司净利润	(246.00)	69.24	1,071	1,326	1,938
EBITDA	176.94	650.56	1,881	2,229	2,970
EPS (元)	(0.46)	0.12	1.81	2.24	3.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(7.44)	21.35	85.94	19.68	15.68
营业利润	(255.08)	123.35	1,780	23.85	46.15
归属母公司净利润	(269.22)	128.14	1,446	23.84	46.13
获利能力 (%)					
毛利率	11.05	16.32	25.99	25.92	29.33
净利率	(6.11)	1.42	11.78	12.19	15.39
ROE	(10.31)	1.59	19.83	19.78	22.48
ROIC	(0.34)	4.44	15.66	17.55	22.87
偿债能力					
资产负债率 (%)	74.80	58.77	56.70	50.17	39.27
净负债比率 (%)	69.12	63.09	57.32	50.84	34.98
流动比率	0.81	1.00	1.19	1.43	1.95
速动比率	0.38	0.64	0.59	0.72	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.48	0.79	0.83	0.90
应收账款周转率	13.00	11.95	14.47	12.30	11.94
应付账款周转率	7.35	8.32	9.06	8.14	7.81
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.42)	0.12	1.81	2.24	3.27
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.76)	1.64	(0.56)	1.70	2.90
每股净资产(最新摊薄)	4.03	7.34	9.11	11.31	14.54
估值比率					
PE (倍)	(180.11)	639.95	41.38	33.42	22.87
PB (倍)	18.56	10.19	8.21	6.61	5.14
EV_EBITDA (倍)	261.88	71.23	24.64	20.79	15.60

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com