

2017年08月27日

华友钴业 (603799.SH)

中报大超预期，尽显龙头气象

■ **公司半年报业绩大超市场预期。**8月26日，公司发布2017年半年报，实现营业收入37.88亿，同增75%；归属母公司净利润6.75亿，同增2257%，其中二季度单季实现归母净利润4.2亿，创公司成立以来单季度最佳表现，远超市场预期。

■ **产品量价齐升，优化下游结构，受益低价库存。****第一，钴产品量价齐升。**销量方面，上半年公司各类钴产品销售收入规模占比达73%，销量超过19,000吨，折合金属量8,930吨，同增7%，其中用于生产三元材料的硫酸钴产品销量超6000吨，同增47%；价格方面，上半年国内金属钴价格由年初27.5万/吨上升至6月底41.4万/吨，实现均价36.6万/吨，较去年同期均价20.1万/吨同比增长82%。**第二，产品结构优化。**上半年公司硫酸钴等钴盐产品比例提升，而国内钴盐因下游动力电池、3C等领域景气度提升，售价与电钴均价比值持续上升(历史比值通常为钴盐所含钴金属量)，这意味着公司钴产品吨金属售价较电钴存在更大涨幅。**第三，受益低价库存。**公司前期具备充足原料备货，同时钴原料从刚果采购并运输到国内至少需3个月的时间周期，在钴价大涨过程中能够实现持续的库存重估。

■ **立足中游，拓展两头，向全球钴行业一体化龙头进军。**公司通过上游控制资源，中游做强钴盐冶炼，下游拓展三元材料前驱体领域，已成功打造高效一体化运作的钴材料全产业链，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。上游端，钴精矿产能4,100吨(其中PE527项目3,100吨钴金属/年预计年底实现试生产，MIKAS1,000吨钴金属/年升级改造项预计明年上半年投产)；中游端，具备钴盐产能2.4万吨；下游端，拥有三元材料前驱体产能2万吨，产量质量逐月提高；资源回收端，完成对韩国TMC公司70%的股权的收购，同时投资收购台湾碧伦生科技股份有限公司，开启了境外锂电资源循环回收利用的布局。

■ **战略投资AVZ，横向布局上游锂矿资源。**8月13日，公司公告拟通过子公司以1302万澳元(折合人民币约6842万元)认购澳大利亚AVZ公司增发的1.86亿股股份，占AVZ公司增发完成后总股本的11.2%。AVZ公司拥有刚果(金)Manono锂矿项目60%权益，该矿初探矿石资源量4-8亿吨，氧化锂品位为1%-1.5%。目前该矿处于前期勘探阶段，若开发成功将为华友拓展锂电新材料提供可靠的锂资源保障。

■ **继续旗帜鲜明看涨钴价。**我们前期实地调研了刚果(金)11家相关矿企，并对钴供需平衡表进行了重估，结论如下：1) 2017-2019年供需仍将维持紧平衡；2) 钴价有望持续走强。一是人权组织对手抓矿调查山雨欲来，二是需求端持续向好，三是前期去库存缓解供应压力，四是供给集中度高的小金属具有存货调整容易被操控，一致预期形成后容易自我加强等特性。近期国内外钴价差缩窄，表明国内钴原料库存正在加速去化，我们认为在此背景下国内外钴价均将易涨难跌。

■ **华友钴业充分受益于钴价上涨，业绩弹性大。**一是钴盐加工费会随钴价同步上涨；二是钴精矿自产比例持续提高；三是常备库存量巨大，充分受益于存货升值，上半年存货增14亿元。

■ **不可忽视的铜产品涨价弹性。**今年以来铜价持续上涨，主要受益于全球范围的铜矿供应收缩以及欧美需求引领的需求复苏，长周期拐点已现。2016年公司实现铜产品实物吨销量2.99万吨，预计PE527的投产将带来新增铜金属量1.43万吨，充分受益铜价上涨。

■ **投资建议：买入-A 投资评级，6个月目标价100元。**我们预计公司2017年-2019年公司EPS分别为2.60元、3.98元、5.13元；考虑到钴的涨价弹性与需求远景，以及公司在此背景下对低成本资源的获取与产品结构优化能力，加之公司大股东丰富的锂电产业资源，给予买入-A的投资评级，6个月目标价为100元，相当于2018年25x的动态市盈率。

公司快报

证券研究报告

镍钴

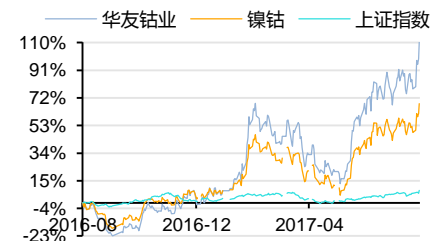
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**100.00元**
股价(2017-08-25) **74.76元**

交易数据

总市值(百万元)	44,308.51
流通市值(百万元)	20,280.29
总股本(百万股)	592.68
流通股本(百万股)	271.27
12个月价格区间	27.42/74.76元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	17.96	64.11	82.26
绝对收益	20.54	71.23	90.77

齐丁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

衡昆 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020004
hengkun@essence.com.cn
010-83321058

蔡宇杰 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050004
caiyj@essence.com.cn
010-83321070

张欣星 报告联系人
zhangxx1@essence.com.cn

相关报告

华友钴业：钴盐龙头，钴价上涨业绩弹性大/齐丁 2017-02-22

■ 风险提示：1) 新能源汽车需求不及预期；2) 供给增速超预期；

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,029.3	4,889.4	11,436.2	13,862.0	15,926.0
净利润	-246.0	69.2	1,539.4	2,356.0	3,041.4
每股收益(元)	-0.42	0.12	2.60	3.98	5.13
每股净资产(元)	4.03	7.34	10.22	13.00	16.59

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	-180.1	639.9	28.8	18.8	14.6
市净率(倍)	18.6	10.2	7.3	5.8	4.5
净利润率	-6.1%	1.4%	13.5%	17.0%	19.1%
净资产收益率	-10.5%	1.3%	25.0%	30.2%	30.6%
股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-0.4%	4.9%	29.4%	31.8%	39.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,029.3	4,889.4	11,436.2	13,862.0	15,926.0	成长性					
减:营业成本	3,584.1	4,091.6	8,422.9	9,764.5	10,944.8	营业收入增长率	-7.4%	21.3%	133.9%	21.2%	14.9%
营业税费	46.1	40.0	114.1	138.4	159.0	营业利润增长率	-255.1%	-123.3%	2309.4%	53.2%	29.1%
销售费用	66.6	63.6	148.3	179.9	206.7	净利润增长率	-269.2%	-128.1%	2123.3%	53.0%	29.1%
管理费用	232.8	244.1	570.6	691.8	795.0	EBITDA 增长率	-69.4%	277.9%	272.0%	37.8%	22.2%
财务费用	300.2	343.9	351.6	287.8	205.9	EBIT 增长率	-105.8%	-1796.2	419.3%	41.7%	23.8%
资产减值损失	121.6	7.7	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	-107.4%	-1463.9	535.8%	42.7%	24.3%
加:公允价值变动收益	-11.2	25.6	-0.5	-0.5	-0.5	投资资本增长率	19.8%	6.1%	32.2%	-0.6%	-3.2%
投资和汇兑收益	8.3	-48.1	20.0	21.0	22.0	净资产增长率	5.7%	81.3%	40.8%	26.8%	27.3%
营业利润	-325.0	75.9	1,828.2	2,800.2	3,616.0	利润率					
加:营业外净收支	22.0	10.3	2.0	2.0	2.0	毛利率	11.0%	16.3%	26.3%	29.6%	31.3%
利润总额	-303.0	86.2	1,830.2	2,802.2	3,618.0	营业利润率	-8.1%	1.6%	16.0%	20.2%	22.7%
减:所得税	-48.9	28.1	292.8	448.2	578.6	净利润率	-6.1%	1.4%	13.5%	17.0%	19.1%
净利润	-246.0	69.2	1,539.4	2,356.0	3,041.4	EBITDA/营业收入	4.2%	13.2%	21.0%	23.9%	25.4%
						EBIT/营业收入	-0.6%	8.6%	19.1%	22.3%	24.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	239	229	104	89	75
						流动资产周转天数	164	137	71	74	67
						流动营业资本周转天数	411	392	210	212	209
						流动资产周转天数	28	29	24	30	31
						应收帐款周转天数	222	169	85	88	76
						存货周转天数	780	743	374	351	323
						总资产周转天数	472	437	224	209	179
						投资回报率					
						ROE	-10.5%	1.3%	25.0%	30.2%	30.6%
						ROA	-2.7%	0.5%	11.7%	17.0%	20.6%
						ROIC	-0.4%	4.9%	29.4%	31.8%	39.7%
						费用率					
						销售费用率	1.7%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
						管理费用率	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
						财务费用率	7.5%	7.0%	3.1%	2.1%	1.3%
						三费/营业收入	14.9%	13.3%	9.4%	8.4%	7.6%
						偿债能力					
						资产负债率	74.8%	58.8%	54.2%	44.9%	34.1%
						负债权益比	296.9%	142.5%	118.5%	81.6%	51.8%
						流动比率	0.81	1.00	1.12	1.44	2.04
						速动比率	0.40	0.64	0.63	0.87	1.36
						利息保障倍数	-0.08	1.22	6.20	10.73	18.56
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	-	-	-
						分红比率			0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率			0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-254.1	58.1	1,539.4	2,356.0	3,041.4	EPS(元)	-0.42	0.12	2.60	3.98	5.13
加:折旧和摊销	201.7	230.8	225.1	225.1	225.1	BVPS(元)	4.03	7.34	10.22	13.00	16.59
资产减值准备	121.6	7.7	20.0	20.0	20.0	PE(X)	-180.1	639.9	28.8	18.8	14.6
公允价值变动损失	11.2	-25.6	-0.5	-0.5	-0.5	PB(X)	18.6	10.2	7.3	5.8	4.5
财务费用	265.4	303.2	351.6	287.8	205.9	P/FCF	247.5	-34.1	-209.8	39.4	24.9
投资损失	-8.3	48.1	-20.0	-20.0	-20.0	P/S	11.0	9.1	3.9	3.2	2.8
少数股东损益	-8.1	-11.1	-2.0	-2.0	-2.0	EV/EBITDA	101.6	35.0	19.3	13.5	10.4
营运资金的变动	-435.2	-251.4	-906.8	-218.0	-2.8	CAGR(%)	-310.0%	274.0%	121.5%	-310.0%	274.0%
经营活动产生现金流量	-451.7	972.5	1,206.8	2,648.3	3,467.1	PEG	0.6	2.3	0.2	-0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-863.6	-257.4	-80.9	40.5	47.2	ROIC/WACC	-0.0	0.4	2.4	2.6	3.2
融资活动产生现金流量	1,580.9	235.6	-1,995.7	-2,368.0	-204.9	REP	-85.8	9.2	2.4	2.1	1.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

齐丁、衡昆、蔡宇杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034