

华友钴业(603799)/稀有金属

钴业龙头再转型, 锂电材料争上游

评级: 买入(维持)

市场价格: 74.76

目标价格: 98

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

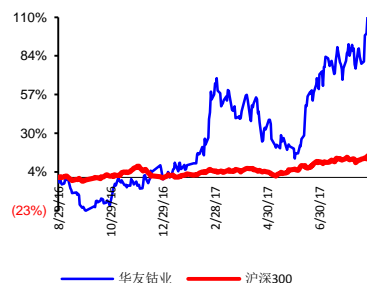
执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	593
流通股本(百万股)	271
市价(元)	74.76
市值(百万元)	44,309
流通市值(百万元)	20,280

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 一家拥有钴资源的前驱体公司
- 2 三大锂电材料, 布局“旺季”行情 2017.08.22

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,029.26	4,889.39	9,807.54	13,041.30	15,103.42
增长率 yoy%	-7.44%	21.35%	100.59%	32.97%	15.81%
净利润	-246.00	69.24	1,212.40	1,686.40	2,065.79
增长率 yoy%	-269.22%	128.14%	1651.07%	39.10%	22.50%
每股收益(元)	-0.46	0.12	2.05	2.85	3.49
每股现金流量	-0.84	1.64	-0.25	2.73	3.48
净资产收益率	-10.31%	1.59%	22.52%	24.47%	23.53%
P/E	—	301	37	26	21
PEG	—	2.35	0.02	0.67	0.95
P/B	5.87	4.79	8.23	6.43	5.05

备注:

投资要点

■ **事件:** 公司披露 2017 年半年度业绩报告。公司上半年实现营业收入 37.88 亿元, 较去年同期增长 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%; 实现基本每股收益 1.14 元, 较上年同期增长 2047.91%。公司业绩大幅度提升, 为创立以来最佳水平, 主要受益于钴的量价齐升和新能源汽车行业的快速发展。

■ **公司业绩表现靓丽。** 今年上半年, 公司业绩表现抢眼, 特别是第二季度公司实现营收 20.41 亿, 实现归母净利润 4.23 亿, 均创公司有史以来的新高。

■ **钴业务量价齐升, 是公司业绩增长的核心动力。** 报告期内, 公司钴产品销售收入同比增长 114%, 达到 27.73 亿, 毛利同比增长近 5 倍, 达到 10.62 亿; 产品毛利率达到了 38.30%, 较去年同期增加了 24.55%; 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, 而钴产品的毛利贡献占到了整个公司的 85%。钴业务毛利的显著增长, 主要源自于该业务的量价齐升:

在产销量方面, 报告期, 公司各类钴产品销量总计超过 19000 吨(折合金属量 8930 吨), 较上年同期增长约 27%(金属量增长约 7%); 其中用于生产三元材料的硫酸钴产品销售超过 6000 吨, 较上年同期增长 47%。公司各类锂离子电池正极原材料产品销量 15000 多吨, 较上年同期增长约 20%, 公司在锂电新能源产业链中地位得到进一步巩固提升。

在价格方面, 今年以来钴价显著上涨: 如 MB99.3% 低幅钴价从 2017 年 1 月 4 日 14.3 美元/磅, 上涨到 6 月底的 27.5 美元/磅, 涨幅 92.3%。

■ **三元前驱体业务取得突破, 成功进入特斯拉储能等产业链。** 报告期, 公司三元前驱体业务收入达 1.58 亿, 同比增长近 3 倍, 毛利率达到了 14.48%(上年同期, 三元业务的毛利为负, 2016 年其毛利率不到 3%)。公司部分高端三元前驱体产品通过 BASF、LGC、当升、杉杉等知名企业的认证, 并进入世界知名品牌汽车和特斯拉储能产业链。

■ **钴矿即将投产, 强化公司钴价弹性。** 定增募投项目 PE527 矿权开发项目于上半年开工建设, 预计年底能投入试生产; MIKAS 升级改造项预计明年上半年能投产; 两大资源开发利用项目合计产能约 4500 吨钴金属量/年。此外, 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。这些项目的实施将进一步提升公司的资源自给率, 增强公司资源保障能力。

■ **资源循环布局逐步成形。** 报告期, 公司完成了对韩国 TMC 公司 70% 股权的收购(该公司 95% 以上的原料来自 LG 系的钴镍废料, 2015 年 Co 相关产品占其总产品的 86%, 占其销售收入的 78%)。2016 财年营收近 9000 万, 净利润约 480 万, 开启了境外锂电资源循环回收利用的布局; 今年 8 月, 公司投资收购台湾碧伦生科技股份有限公司, 进一步强化了境外资源循环业务布局; 在国内, 公司设立了衢州华友资源再生科技有限公司, 衢州资源循环回收项目已获备案, 项目用地的准备和技术、设备的咨询基本完成。

■ **库存显著增长, 为公司业务发展提供坚实基础。** 2017 年上半年, 在钴价上涨的背景下, 公司库存价值显著上升, 特别是原材料的库存金额达到了 22.35 亿, 较 2016 年末的 13.87 亿, 显著上升。

■ **入股 AVZ, 为向锂电新能源材料行业领导者转型升级提供锂资源保障。** 目前公司已是钴行业的领先企业, 但仍在致力于向锂电新能源材料行业转型升级, 力争成为全球锂电新能源行业领导者。今年 8 月份, 公司决定投资入股澳大利

亚 AVZ 公司，积极布局锂资源开发，进一步推进非洲资源开发战略，为锂电新能源材料业务的发展提供可靠的资源保障。

AVZ 公司拥有刚果（金）Manono 项目 60% 的权益，Manono 项目为勘探权项目，此前该项目已有所探获得，目前勘探工作仍在推进，存在一定的锂资源找矿潜力。

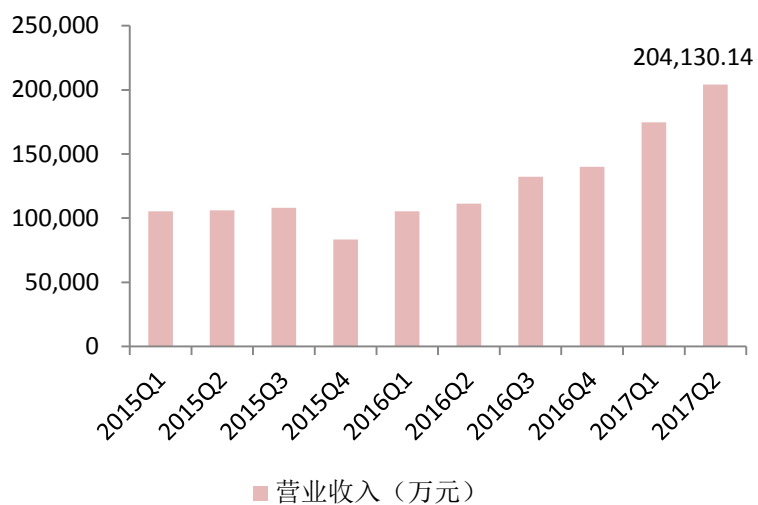
此前，公司以 1302 万澳元（折合人民币约 6842 万元）认购澳大利亚 AVZ 公司增发的 1.86 亿股股份，占 AVZ 公司本次增发完成后总股本的 11.2%，并获得了 1.86 亿股期权，期权自发行之日起 20 个月后届满可行权，行权价为 0.10 澳元。

- **钴供需紧张局面持续，钴价有望走高。**根据我们的预测，在新能源汽车的驱动之下，伴随着钴囤积与备库需求的提升，全球钴供需在 2016 年已趋于紧张，2017 年有望出现基于需求的供需短缺，此后，随着新能源汽车用钴需求的爆发，钴供需短缺将更为严重。这将推动钴价进一步上涨。

从短期来看，钴市即将结束夏休的低迷期，海外高温合金等需求即将回暖；而从 9 月份开始的 3、4 季度，既是 3C 用钴的消费旺季，也是新能源汽车的消费旺季。旺季来临，钴价有望上涨。

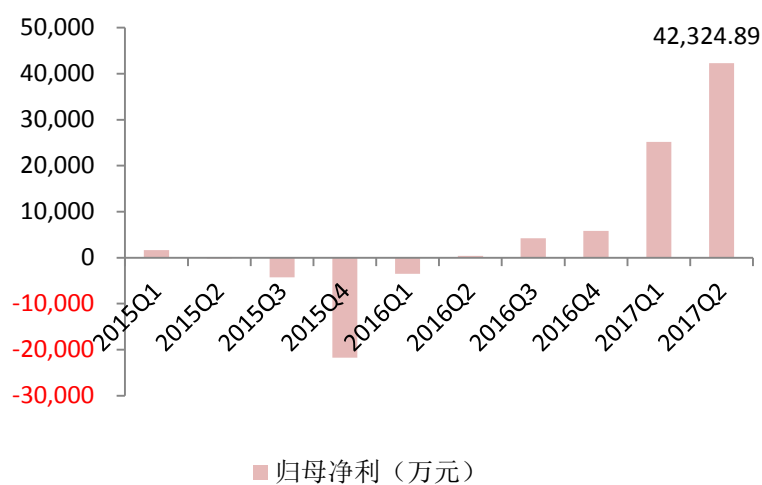
- **战略进军锂电材料。**公司是钴产品龙头企业，近年来积极向电池材料延伸，三元前驱体及正极材料布局为公司打开发展空间。近期对上游资源回收以及锂资源的战略布局将进一步保障后续电池材料业务发展，提高综合竞争力。未来公司有望成为具备强资源保障的锂电材料优质企业。
- **盈利预测：**我们预估公司 2017 年和 2018 年归属母公司净利润分别为 12.12 亿元和 16.86 亿元，对应当前公司股价的 PE 水平为 37 倍和 26 倍。公司作为国内钴业龙头，将充分收益钴的持续短缺和新能源汽车的快速增长所带来的量价齐升，我们继续给予公司“买入”评级。
- **风险提示事件：**钴价波动，新能源汽车销量不及预期等。

图表 1： 2015-2017 年公司季度营业收入



数据来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2： 2015-2017 年公司归母公司净利润



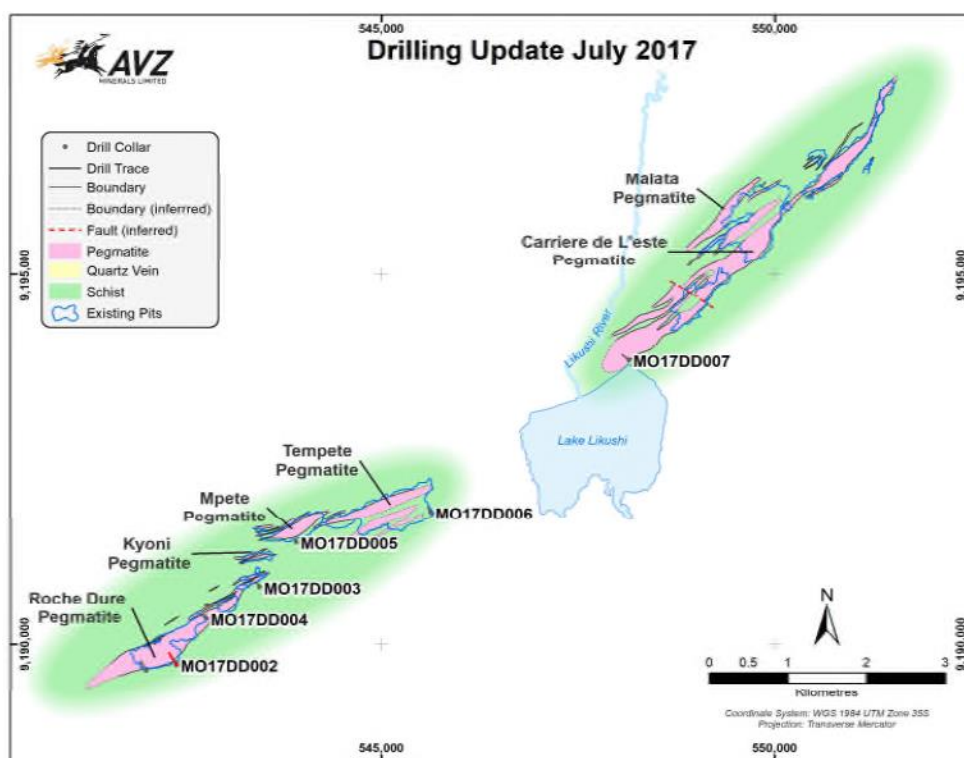
数据来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 2015-2017 年公司的存货结构

存货项目(万元)	2017H1	2016	2015 (帐面金额)
库存商品	83,792.35	35,125.45	67,085.15
委托加工物资	13,837.88	988.84	981.19
消耗性生物资产	71.22	64.95	60.8
原材料	223,530.01	138,722.46	180,360.51
在产品	23,480.49	28,364.74	17,491.87

数据来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: AVZ 公司在刚果(金) Manono 项目分布图



资料来源: AVZ 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5： 公司财务报表及预测
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,353	4,029	4,889	9,808	13,041	15,103
增长率	21.42%	-7.4%	21.3%	100.6%	33.0%	15.8%
营业成本	-3,609	-3,584	-4,092	-7,431	-9,964	-11,551
% 销售收入	82.9%	89.0%	83.7%	75.8%	76.4%	76.5%
毛利	744	445	798	2,376	3,077	3,553
% 销售收入	17.1%	11.0%	16.3%	24.2%	23.6%	23.5%
营业税金及附加	-54	-46	-40	-78	-104	-121
% 销售收入	1.2%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-87	-67	-64	-98	-130	-151
% 销售收入	2.0%	1.7%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-240	-233	-244	-343	-391	-423
% 销售收入	5.5%	5.8%	5.0%	3.5%	3.0%	2.8%
息税前利润 (EBIT)	363	100	450	1,857	2,451	2,858
% 销售收入	8.3%	2.5%	9.2%	18.9%	18.8%	18.9%
财务费用	-216	-300	-344	-299	-330	-264
% 销售收入	5.0%	7.5%	7.0%	3.1%	2.5%	1.7%
资产减值损失	-30	-122	-8	-30	-30	-30
公允价值变动收益	-14	-11	26	-28	0	0
投资收益	107	8	-48	11	12	13
% 税前利润	49.5%	-2.7%	—	0.7%	0.6%	0.5%
营业利润	210	-325	76	1,510	2,103	2,577
营业利润率	4.8%	-8.1%	1.6%	15.4%	16.1%	17.1%
营业外收支	7	22	10	5	5	5
税前利润	216	-303	86	1,515	2,108	2,582
利润率	5.0%	-7.5%	1.8%	15.5%	16.2%	17.1%
所得税	-75	49	-28	-303	-422	-516
所得税率	34.6%	16.1%	32.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	141	-254	58	1,212	1,686	2,066
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	141	-254	58	1,212	1,686	2,066
净利率	3.3%	-6.1%	1.4%	12.4%	12.9%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	141	-254	58	1,212	1,686	2,066
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	168	323	239	289	296	310
非经营收益	61	187	305	258	252	188
营运资金变动	-1,091	-707	370	-1,905	-617	-500
经营活动现金净流	-720	-452	973	-145	1,618	2,064
资本开支	948	870	318	241	339	114
投资	452	-9	47	-162	-50	-50
其他	44	16	14	-17	12	13
投资活动现金净流	-452	-864	-257	-420	-377	-151
股权募资	0	389	1,800	0	0	0
债权募资	796	1,707	-1,685	1,362	-612	-1,498
其他	347	-486	57	-246	-447	-384
筹资活动现金净流	1,143	1,610	171	1,116	-1,059	-1,882
现金净流量	-28	295	886	550	182	31

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	592	1,058	1,785	2,334	2,516	2,547
应收款项	549	687	998	1,640	1,983	2,217
存货	2,408	2,551	2,033	3,665	4,095	4,430
其他流动资产	669	679	851	1,162	1,290	1,417
流动资产	4,218	4,975	5,667	8,801	9,884	10,611
% 总资产	53.5%	52.0%	53.4%	63.4%	65.6%	67.8%
长期投资	363	383	294	484	534	584
固定资产	2,940	3,436	3,833	3,798	3,784	3,557
% 总资产	37.3%	35.9%	36.1%	27.3%	25.1%	22.7%
无形资产	300	622	647	639	701	737
非流动资产	3,667	4,589	4,939	5,086	5,184	5,043
% 总资产	46.5%	47.9%	46.6%	36.6%	34.4%	32.2%
资产总计	7,884	9,572	10,605	13,887	15,068	15,655
短期借款	3,005	4,134	3,626	4,965	4,353	2,854
应付款项	1,497	1,237	1,933	2,534	2,806	2,970
其他流动负债	391	756	115	384	396	429
流动负债	4,893	6,128	5,675	7,883	7,555	6,253
长期贷款	565	815	306	346	346	346
其他长期负债	21	94	131	131	131	131
负债	5,602	7,160	6,233	8,480	8,153	6,851
普通股股东权益	2,249	2,387	4,350	5,384	6,893	8,781
少数股东权益	32	25	23	23	23	23
负债股东权益合计	7,884	9,572	10,605	13,887	15,068	15,655

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.327	-0.460	0.117	2.046	2.845	3.486
每股净资产 (元)	5.064	4.460	7.339	9.084	11.630	14.815
每股经营现金净流 (元)	-1.620	-0.844	1.641	-0.245	2.730	3.482
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	6.46%	-10.31%	1.59%	22.52%	24.47%	23.53%
总资产收益率	1.84%	-2.57%	0.65%	8.73%	11.19%	13.20%
投入资本收益率	4.84%	1.41%	4.89%	18.79%	22.89%	25.76%
增长率						
营业总收入增长率	21.42%	-7.44%	21.35%	100.59%	32.97%	15.81%
EBIT 增长率	25.57%	-72.55%	351.27%	312.52%	32.02%	16.60%
净利润增长率	18.51%	-269.22%	128.14%	1651.07%	39.10%	22.50%
总资产增长率	31.63%	21.41%	10.79%	30.95%	8.50%	3.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.6	26.4	28.5	34.0	32.0	32.0
存货周转天数	193.1	252.5	204.4	180.0	150.0	140.0
应付账款周转天数	49.5	49.7	43.9	55.0	45.0	40.0
固定资产周转天数	141.7	242.3	232.2	116.9	87.4	72.8
偿债能力						
净负债/股东权益	130.79%	161.99%	48.82%	55.02%	31.54%	7.40%
EBIT 利息保障倍数	1.7	0.3	1.3	6.2	7.4	10.8
资产负债率	71.06%	74.80%	58.77%	61.07%	54.10%	43.76%

来源: WIND, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。