

2017年08月28日

华友钴业 (603799.SH)

公司快报

业绩增长超预期，受益于金属钴价上涨

投资要点

- ◆ **事件**：8月25日，华友钴业公布2017年半年报，公司上半年实现营业收入37.88亿元，同比增长74.92%；实现归母净利润6.75亿元，同比增长2257.15%，超市场预期。17Q2实现归母净利润4.23亿元，环比增长68%。各类锂电正极材料销售1.5万多吨，同比增长约20%。
- ◆ **钴产品量价齐升，17年供给切换到紧缺状态**：公司钴产品17H1实现收入27.73亿元，同比增长114%，毛利率38.3%，较同期增长24.56pct。17H1公司钴产品销量总计超过1.9万吨（折合金属量8930吨），同比增长约27%（金属量增长约7%）；根据安泰科数据，2017年上半年我国钴消费量约2.5万吨，同比增加13.6%，其中电池材料钴消费约为2.33万吨，同比增加22%，用于生产三元材料的钴产品销售超6000吨，同比增长47%。由于刚果金政局不稳定钴矿供给受阻，钴市场已从2016年供给过剩向2017年供应紧缺切换。再加上海外钴业巨头嘉能可对钴价的影响，17H1金属钴呈现大幅上涨的态势，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，涨幅高达92.3%。下半年进入新能源车产销旺季，三元锂对钴产品的需求持续增长，钴产品供需或进一步偏紧，钴价格有望高位维持，并不排除继续上涨的可能。
- ◆ **三元前驱体定位高端用户，产能逐步释放业绩大幅增长**：17H1公司三元前驱体材料实现营收1.58亿元，同比增长295%，毛利率14.48%，较去年同期增长6.75pct。公司衢州子公司募投三元前驱体规划2万吨产能，目前项目试生产工作稳步推进，产量质量逐月提高，具备稳定量产多款产品的能力。公司三元前驱体定位高端用户，部分产品已通过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。公司三元前驱体产品将持续受益于三元锂电池对磷酸铁锂的电池的替代过程。
- ◆ **拟收购巴莫科技42%股权，业务外延至正极材料市场**：公司6月28日公告称拟收购天津巴莫科技42%股权。巴莫科技是公司的客户之一，主要生产锂电正极材料，公司2016年正极材料出货量全球第六，预计至2017年末将具备年产25000吨的正极材料产能。巴莫2016年度实现营业收入12.04亿元，实现净利润3683.64万元，公司收购完成之后，有望获得丰厚的投资收益。
- ◆ **海外布局多处矿产，原材料供应无忧**：刚果金PE527矿产已变更至子公司CDM名下，并于17H1开始建设，预计年底投产。公司增资的MIKAS升级改造已进入土建施工，建设年产4000吨粗制氢氧化钴、10000吨电积铜项目，预计18H1投产。此外，8月14日公司公告以6842万元认购了AVZ公司1.86亿股，布局非洲有色金属开发。交易完成后，华友国际矿业将获得占AVZ公司本次增发完成后总股本的11.2%。AVZ公司主营非洲地区的矿产勘探，包括对铜、钒、铅、锌、锂、锡、金矿的勘探。AVZ公司拥有刚果(金)Manono项目60%的权益（Manono项目为勘探权项目，存在一定的锂资源找矿潜力）。
- ◆ **投资建议**：公司是我国最大的钴产品加工企业之一，受益于金属钴价上涨。我们上

有色金属 | 镍钴 III

投资评级	增持-A(维持)
6个月目标价	86.00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	26.99/77.35元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

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

分析师

林帆
 SAC 执业证书编号：S0910516040001
 linfan@huajinsec.cn
 021-20377188

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20377056

相关报告

华友钴业：钴价进入上升通道，钴龙头持续受益 2016-12-26

调了公司 2017-2019 年每股收益分别至 2.12 元、2.73 元、3.36 元，维持“增持-A”的投资评级，6 个月目标价上调至 86.00 元，相当于 2018 年 31.5 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示**：金属钴价格大幅下滑，新能源汽车推广不及预期，刚果（金）政治风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4,029.3	4,889.4	7,974.6	9,976.2	12,081.2
同比增长(%)	-7.4%	21.3%	63.1%	25.1%	21.1%
营业利润(百万元)	-325.0	75.9	1,742.5	2,302.6	2,835.2
同比增长(%)	-255.1%	-123.3%	2196.5%	32.1%	23.1%
净利润(百万元)	-246.0	69.2	1,258.5	1,618.7	1,989.0
同比增长(%)	-269.2%	-128.1%	1717.7%	28.6%	22.9%
每股收益(元)	-0.42	0.12	2.12	2.73	3.36
PE	-180.1	639.9	35.2	27.4	22.3
PB	18.6	10.2	7.9	6.1	4.8

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

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	7,974.6	9,976.2	12,081.2	年增长率					
减:营业成本	3,584.1	4,091.6	5,303.1	6,674.1	8,203.1	营业收入增长率	-7.4%	21.3%	63.1%	25.1%	21.1%
营业税费	46.1	40.0	85.0	100.7	116.5	营业利润增长率	-255.1	-123.3	2196.5	32.1%	23.1%
销售费用	66.6	63.6	131.4	153.0	180.5	净利润增长率	-269.2	-128.1	1717.7	28.6%	22.9%
管理费用	232.8	244.1	433.1	538.7	637.2	EBITDA 增长率	-69.4%	277.9%	238.8%	23.0%	16.5%
财务费用	300.2	343.9	223.1	166.9	79.6	EBIT 增长率	-105.8	-1796.2	368.3%	25.6%	18.0%
资产减值损失	121.6	7.7	34.5	46.2	32.3	NOPLAT 增长率	-107.4	-1463.9	413.9%	22.2%	18.0%
加:公允价值变动收益	-11.2	25.6	-21.9	6.0	3.3	投资资本增长率	19.8%	6.1%	29.5%	4.0%	8.8%
投资和汇兑收益	8.3	-48.1	-	-	-	净资产增长率	5.7%	81.3%	30.3%	28.9%	27.5%
营业利润	-325.0	75.9	1,742.5	2,302.6	2,835.2	盈利能力					
加:营业外净收支	22.0	10.3	13.0	15.1	12.8	毛利率	11.0%	16.3%	33.5%	33.1%	32.1%
利润总额	-303.0	86.2	1,755.5	2,317.7	2,848.0	营业利润率	-8.1%	1.6%	21.9%	23.1%	23.5%
减:所得税	-48.9	28.1	456.4	649.0	797.4	净利润率	-6.1%	1.4%	15.8%	16.2%	16.5%
净利润	-246.0	69.2	1,258.5	1,618.7	1,989.0	EBITDA/营业收入	4.2%	13.2%	27.5%	27.0%	26.0%
						EBIT/营业收入	-0.6%	8.6%	24.6%	24.8%	24.1%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	74.8%	58.8%	50.2%	45.1%	32.1%
货币资金	1,058.3	1,784.7	638.0	798.1	966.5	负债权益比	296.9%	142.5%	100.8%	82.1%	47.4%
交易性金融资产	2.0	29.6	10.5	14.1	18.1	流动比率	0.81	1.00	1.20	1.52	2.26
应收帐款	347.7	451.3	434.7	1,671.3	879.1	速动比率	0.40	0.64	0.43	0.84	0.90
应收票据	339.6	546.4	561.2	1,378.7	970.5	利息保障倍数	-0.08	1.22	8.81	14.79	36.62
预付帐款	188.5	330.5	272.3	520.7	461.9	营运能力					
存货	2,550.7	2,032.7	4,263.8	3,947.6	5,726.2	固定资产周转天数	239	229	137	101	77
其他流动资产	496.4	491.3	476.5	488.1	485.3	流动营业资本周转天数	164	137	126	147	144
可供出售金融资产	193.0	12.6	132.9	112.8	86.1	流动资产周转天数	411	392	278	279	273
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	28	29	20	38	38
长期股权投资	9.3	99.5	99.5	99.5	99.5	存货周转天数	222	169	142	148	144
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	780	743	498	448	405
固定资产	3,085.0	3,134.5	2,913.9	2,693.3	2,472.7	投资资本周转天数	472	437	317	292	256
在建工程	135.5	500.9	500.9	500.9	500.9	费用率					
无形资产	605.9	632.1	627.6	623.2	618.7	销售费用率	1.7%	1.3%	1.6%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	560.3	559.1	511.4	530.7	526.0	管理费用率	5.8%	5.0%	5.4%	5.4%	5.3%
资产总额	9,572.3	10,605.3	11,443.3	13,378.9	13,811.4	财务费用率	7.5%	7.0%	2.8%	1.7%	0.7%
短期债务	3,875.6	3,090.8	2,964.9	1,767.7	566.2	三费/营业收入	14.9%	13.3%	9.9%	8.6%	7.4%
应付帐款	737.7	1,344.4	1,193.2	2,138.3	1,926.6	投资回报率					
应付票据	456.9	465.4	509.9	902.1	795.7	ROE	-10.3%	1.6%	22.3%	22.4%	21.6%
其他流动负债	1,057.3	774.4	871.6	998.5	924.4	ROA	-2.7%	0.5%	11.4%	12.5%	14.8%
长期借款	815.0	306.2	-	-	-	ROIC	-0.4%	4.9%	23.8%	22.5%	25.5%
其他非流动负债	217.8	251.6	204.6	224.7	227.0	分红指标					
负债总额	7,160.3	6,232.9	5,744.3	6,031.2	4,439.9	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	25.3	22.9	63.5	113.5	175.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	535.2	592.7	592.7	592.7	592.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,850.5	3,664.0	5,042.9	6,641.5	8,603.8						
股东权益	2,412.0	4,372.4	5,699.0	7,347.7	9,371.5						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-254.1	58.1	1,258.5	1,618.7	1,989.0	EPS(元)	-0.42	0.12	2.12	2.73	3.36
加:折旧和摊销	201.7	230.8	225.1	225.1	225.1	BVPS(元)	4.03	7.34	9.51	12.21	15.52
资产减值准备	121.6	7.7	-	-	-	PE(X)	-180.1	639.9	35.2	27.4	22.3
公允价值变动损失	11.2	-25.6	-21.9	6.0	3.3	PB(X)	18.6	10.2	7.9	6.1	4.8
财务费用	265.4	303.2	223.1	166.9	79.6	P/FCF	247.6	-34.1	-38.2	333.6	417.1
投资损失	-8.3	48.1	-	-	-	P/S	11.0	9.1	5.6	4.4	3.7
少数股东损益	-8.1	-11.1	40.5	50.1	61.5	EV/EBITDA	253.6	71.3	21.3	16.8	14.0
营运资金的变动	-435.1	-251.3	-1,976.5	-567.0	-941.9	CAGR(%)	-287.3	228.0%	109.4%	-287.3	228.0%
经营活动产生现金流量	-451.7	972.5	-251.0	1,499.8	1,416.6	PEG	0.6	2.8	0.3	-0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-863.6	-257.4	-82.1	13.0	18.7	ROIC/WACC	-0.0	0.5	2.3	2.2	2.5
融资活动产生现金流量	1,580.9	235.6	-813.6	-1,352.7	-1,266.9						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

林帆声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn