

华友钴业 (603799.SH)

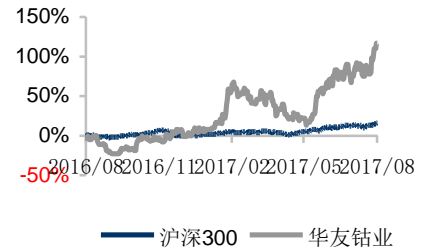
中报业绩亮眼超预期，手握资源共享全球电动化

买入 (维持)

2017年8月29日

证券分析师 曾朵红
 执业证号: S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
 021-60199798

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4889	9014	12199	15415
同比 (%)	21%	84%	35%	26%
归母净利润 (百万元)	69	1323	2033	2646
同比 (%)	-128%	1811%	54%	30%
毛利率 (%)	16.3%	28.0%	28.0%	27.9%
ROE (%)	1.6%	25.2%	30.1%	30.5%
每股收益 (元)	0.12	2.23	3.43	4.47
P/E	656.98	34.38	22.38	17.19
P/B	10.46	8.67	6.73	5.23



投资要点

- 2017年上半年公司实现营业收入37.88亿元，同比增长75%，实现归母净利润6.75亿元，同比增长2257%，量价双升，公司业绩爆发性增长，超市场预期。一季度公司营收17.47亿元，同比增长66%，净利润2.52亿元，同比增长821%；二季度营收20.41亿元，同比增长83%，净利润4.23亿元，同比增长11596%。上半年业绩增长主要金属钴及钴产品价格的暴涨以及销量的增长，一是钴产品价格超额上涨，二是金属钴周转4-6月，在价格上行通道中获得库存收益。另外，铜价格较去年有所回升，毛利率也随之提升；三元材料渐成规模，营收与毛利率均有提升。预计下半年，电动车与消费类电子旺季来临，钴价有望进一步上扬，且公司加强对上游锂、钴资源布局，拓展下游锂电材料，强化中游钴产品生产，转型升级锂电新材料领先公司，预计未来持续增长潜力大。

图表 1: 华友钴业 2016-2017 年分季度经营情况

	2017Q2	2017Q1	2016Q4	2016Q3	2016Q2	2016Q1
营业总收入 (万元)	204130.14	174717.63	140110.39	132248.2	111331.68	105248.24
同比	83.35%	66.01%	68.05%	22.24%	4.99%	-0.77%
销售毛利率	34.72%	31.05%	23.08%	13.65%	15.95%	11.06%
归母净利润 (万元)	42324.89	251.6614	5806.15	4246.32	361.87	-3490.59
同比	11596.10%	820.97%	126.74%	198.62%	288.98%	-316.51%

资料来源: 公司 2017 年半年报, 东吴证券研究所

- 分业务看, 公司各项业务向好, 钴产品最为亮眼。1) 上半年钴产品收入 27.73 亿元, 占营业总收入的 73%, 销售额同比去年上升 114%, 毛利率 38.3%, 比 16 年同期上升 25 个百分点, MB99.3% 低钴价由年初 14.3 美元/磅上涨至 6 月底的 27.5 美元/磅, 上涨 92.3%, 并且由于金属钴涨价带动钴产品价格超额上涨, 四氧化三钴价格涨幅超过 90%, 达到 36 万/吨左右, 硫酸钴价格涨幅超过 60%, 价格达到 9 万/吨左右, 因此公司盈利能力大幅提升。上半年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 27%, 因此公司上半年金属钴均价为 36 万 (含税), 价格翻翻 (2016 年上半年

市场数据

收盘价 (元)	76.75
年最低/最高价	26.99/80.30
市净率 (倍)	9.12
流通 A 股市值 (百万元)	20820.13

基础数据

每股净资产 (元)	8.41
资本负债率 (%)	60.23
总股本 (百万股)	592.68
流通 A 股 (百万股)	271.27

相关研究

1. 华友钴业: 一“钴”作气, 高速增长 2017-04-17

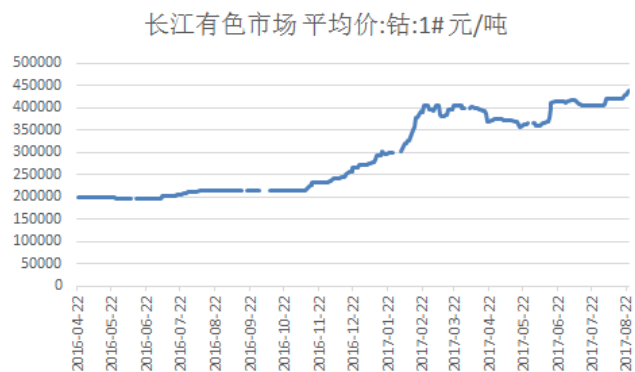
为 17.8 万/吨)。2) 上半年铜产品收入 6.62 亿元，占营业总收入 17.48%，同比增长 49%，毛利率 20%，比 16 年提高 5.6 个百分点，主要由于铜价自去年 10 月回升以来，一直保持在 5400 美元/吨以上。3) 上半年三元产品收入 1.58 亿元，占营业总收入的 4.17%，营业收入同比上升 293%，毛利率 14.48%，增加 8 个点，公司三元前驱体 2 万吨产能基本建成，逐步投放，因此上半年三元业务规模大幅扩大。

图表 2：华友钴业分业务经营情况

报告期	2017H1		2016H2		2016H1	
	收入(万元)	毛利率	收入(万元)	毛利率	收入(万元)	毛利率
钴产品	277,280.31	38%	203,572.02	20.19%	129,483.53	13.74%
铜产品	66,208.67	20%	39,219.57	17.44%	44,508.57	14.38%
三元	15,789.74	14%	9,374.52	0.83%	4,015.32	7.73%
镍矿产品	36.33	-268%	1,912.55	-8.26%	6,980.32	14.55%

销量	2017H1	同比2016H1	2016年度	2016H1
钴产品(吨)	19,000	26.67%	39,726	15,000
约合金属钴(吨)	8,930	-	20,916	8,530

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所



数据来源：WIND，东吴证券研究所

- 费用率整体有所下降，销售、管理费率保持稳定，财务费率下降明显，盈利能力改善明显。2017 年上半年公司毛利率 33.03%，同比上升 19.46 个百分点，大幅提升，主要系钴产品价格上涨及下游动力锂电产业高景气度带来的销量提升。上半年净利率 17.77%，去年同期为亏损 1.68%，公司实现扭亏为盈并实现大幅度盈利。上半年公司费用同比增长 13.55%至 3.61 亿元，费用率下降 5.17 个百分点至 9.53%。其中，由于销售规模扩大，销售费用同比增长 91.76%至 0.41 亿元，费用率上升 0.09 个百分点至 1.09%；管理费用同比增长 25.64%至 1.63 亿元，主要系研发投入费用及职工薪酬增加所致，费用率为 4.30%，费用率下降 1.69 个百分点；财务费用为 1.57 亿元，同比下降 5.98%，费用率 4.14%，下降 3.57 个百分点。

图表 3：华友钴业 2017 年上半年费用率

科目	规模(亿元)	规模同比	费用率	费用率同比
销售费用	0.41	91.76%	1.09%	0.09%
管理费用	1.63	25.64%	4.30%	-1.69%
财务费用	1.57	-5.98%	4.14%	-3.57%

资料来源：公司 2017 年半年报，东吴证券研究所

- **材料价格提升、收入确认集中二季度，公司现金流略有下降：**公司 2017 年上半年度**应收账款余额为 8.74 亿元**，比上期末增加 4.39 亿元，上升幅度为 101%，主要原因系：一是占公司营收 73%的钴产品价格大幅提高，导致营收账款余额提升；二是公司给予客户一定信用期，二季度营业收入 20.4 亿元，大部分营业收入未到账期导致营收账款余额高企。报告期末公司存货为 34.47 亿，同比增长 70%。现金流方面，公司报告期内**经营活动净现金流为-6.2 亿元**，主要原因是公司存货比期初增加 14.14 亿元，原材料价格上涨导致资金占用增加。**投资活动净现金流为-6.57 亿**，主要由于公司增加了暂时闲置定增募集资金用于现金管理，以及公司股权收购、项目投资支出增加所致。通过借款等方式，报告期内公司筹资活动净现金流为 9.18 亿，期末短期借款为 44.08 亿，较年初增长 43%，期末现金为 11.89 亿，较年初下降 22.9%。
- **手握钴矿战略资源，布局锂资源，全力转型升级锂电新材料领先企业。**公司目前钴金属以进口为主，自有**钴资源**产能 1000 吨，年底将达到 4500 吨（全球钴金属需求 10 万吨），包括公司增资 **MIKAS 公司** 6516 万美元（持有 MIKAS 公司 72%股权），用于 4000 吨粗制氢氧化钴、1 万吨电积铜项目。**锂矿方面**，公司以 6842 万元认购澳大利亚 AVZ 公司股权，完成后持有 **AVZ 公司** 11.2%的股权，AVZ 持有 Manono60%股权，Manono 具备锂资源找矿能力。同时，公司拟以 1844 万元收购**碧伦生物技术股份有限公司** 100%股权，碧伦目前具备锂金属回收 70-100 吨/月的能力。**正极材料方面**，**2 万吨三元前驱体**项目试生产工作稳步推进，产线得到优化，产量质量逐月提高，具备稳定量产多款产品的能力；同时公司第二大股东拟收购天津巴莫 42%股权，**天津巴莫**为钴酸锂正极龙头企业，并积极拓展三元正极领域，是公司的重要客户，收购完成后，有利于双方加强合作。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2017-2019 年归属母公司股东净利润为 13.23 亿、20.33 亿、26.46 亿元，EPS 为 2.23/3.43/4.47 元，同比增长 1811/54/30%，对应 PE 为 34x/22x/17x，由于公司转型升级为新能源锂电材料公司，成长潜力大，因此给以目标价 96 元，对应 2018 年 28 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国家对新能源车政策支持不及预期，新能源车销量下降；公司产销不达预期；钴价格不达预期。

华友钴业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5,667	8,024	10,230	12,817	营业收入	4,889	9,014	12,199	15,415
现金	1,785	1,352	1,830	2,312	营业成本	4,092	6,490	8,778	11,115
应收账款	435	919	1,274	1,650	营业税金及附加	40	72	98	123
其他应收款	16	16	16	16	销售费用	64	108	122	154
预付账款	330	524	709	898	管理费用	244	406	476	555
存货	2,033	3,224	4,209	5,309	财务费用	344	216	211	218
其他	1,067	1,989	2,192	2,633	资产减值损失	8	39	27	48
非流动资产	4,939	4,894	5,003	5,082	公允价值变动收益	26	0	0	0
长期投资	100	100	100	100	投资净收益	-48	-40	5	10
固定资产	3,135	3,328	3,493	3,677	营业利润	76	1,643	2,493	3,211
无形资产	632	628	723	718	营业外收入	17	18	25	25
其他	1,073	839	688	587	营业外支出	6	7	8	9
资产总计	10,605	12,919	15,233	17,899	利润总额	86	1,654	2,510	3,227
流动负债	5,675	7,089	7,894	8,628	所得税	28	331	477	581
短期借款	3,626	4,260	4,347	4,350	净利润	58	1,323	2,033	2,646
应付账款	578	917	1,241	1,571	少数股东损益	-11	0	0	0
其他	1,470	1,911	2,306	2,707	归属母公司净利润	69	1,323	2,033	2,646
非流动负债	558	558	558	558	EBITDA	651	2,122	2,995	3,750
长期借款	306	306	306	306	EPS (元)	0.12	2.23	3.43	4.47
其他	252	252	252	252					
负债合计	6,233	7,647	8,452	9,185					
少数股东权益	23	23	23	23					
股本	593	593	593	593					
资本公积	2,962	2,988	3,014	3,014					
留存收益	702	1,668	3,152	5,084					
归属母公司股东权益	4,350	5,249	6,759	8,691					
负债和股东权益	10,605	12,919	15,233	17,899					

主要财务比率				
	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入	21.3%	84.4%	35.3%	26.4%
营业利润	-	2065.4%	51.7%	28.8%
归属于母公司净利润	-	1811.2%	53.6%	30.2%
获利能力				
毛利率(%)	16.3%	28.0%	28.0%	27.9%
净利率(%)	7.3%	1.2%	14.7%	16.7%
ROE(%)	1.6%	25.2%	30.1%	30.5%
ROIC(%)	4.1%	15.2%	19.2%	21.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	58.8%	59.2%	55.5%	51.3%
净负债比率	63.1%	59.7%	55.1%	50.7%
流动比率	1.00	1.13	1.30	1.49
速动比率	0.64	0.68	0.76	0.87
营运能力				
总资产周转率(次)	0.46	0.70	0.70	0.80
应收账款周转率(次)	10	9	9	9
应付账款周转率(次)	7.07	7.07	7.07	7.07
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.12	2.23	3.43	4.47
每股经营现金流(最新摊薄)	1.64	-0.28	2.56	3.04
每股净资产(最新摊薄)	7.34	8.86	11.40	14.66
估值比率				
P/E	656.98	34.38	22.38	17.19
P/B	10.46	8.67	6.73	5.23
EV/EBITDA	76	23	17	13

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 公司报表

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

