

2019年05月15日

# 华友钴业 (603799.SH)

## 公司分析

### 钴价已在底部区域，资源龙头加速锂电材料布局

#### 投资要点

- ◆ **事件：**公司 2018 年实现营业收入 144.5 亿元，同比增加 49.7%；归母净利润为 15.3 亿元，同比减少 19.4%。2019Q1 实现营业收入 44.0 亿元，同比增加 28.3%；归母净利润 0.12 亿元，同比减少 98.6%。公司 2018Q4 出现业绩亏损，2019Q1 业绩同比大幅下滑，主要原因是公司钴产品价格出现快速下跌，并且公司计提了较多的存货跌价损失。
- ◆ **钴产品出货量有望持续增长，铜镍资源开发有序推进：**2018 年公司钴产品营业收入 95.8 亿元，同比增加 29.7%，占比营业收入 66.3%，毛利率 34.7%，同比减少 5.15pct。2018 年钴产品销量约 2.18 万吨，同比增长 5.45%，吨售价约 44 万元，同比上升 8.3 万元，吨毛利约 15.3 万元，同比上升约 1 万元，吨毛利上升幅度远小于售价上升幅度，导致毛利率下行。2018 年公司铜产品营业收入 15.75 亿元，同比增加 34.5%，毛利率 23.27%，同比增加 6.22pct。2018 年铜产品销量为 3.77 万吨，同比增长 21.4%，吨售价约 4.2 万元，同比上升约 0.4 万元，吨毛利约 1 万元，同比上升约 0.4 万元。整体来看，2019 年公司钴产品均价和吨毛利将大幅下行，而铜产品价格稳中有升，吨毛利有望达 2000 美金左右。
- ◆ **钴铜产能方面，公司 PE527 矿权鲁苏西矿开发项目 2018 年已实现达产，设计产能年产铜钴精矿含铜 1.43 万吨、含钴 3100 吨。PE527 新增的 3 万吨/年电积铜项目已完成初步设计并开工建设，公司预计于今年 9 月底建成投产。此外，MIKAS 升级改造项目（一期）也已实现达产，设计年产能 4000 吨粗制氢氧化钴、1 万吨电积铜。MIKAS 扩建 1.5 万吨电积铜、9000 吨粗制氢氧化钴项目（二期）项目已于 2018 年底建成试产。我们预计公司 2019 年钴产品出货有望达 2.4 万金吨，铜产品出货有望达 6 万金吨。镍资源方面，18 年公司于印尼启动年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，预计将于 2021 年投产。**
- ◆ **三元材料业务收入高增长，加速向锂电材料产业转型升级：**2018 年公司三元材料营业收入 13.95 亿元，同比增加 104.0%，销量达 1.31 万吨，同比增长 57.39%，吨售价约 10.6 万元，吨毛利约 2.4 万元，同比提升 1.2 万元。公司已有年产 2 万吨三元前驱体产能。公司远期规划投资 63.7 亿元，在桐乡建设年产 15 万吨锂电动力三元前驱体新材料项目，预计于 2020 年分批调试投产。此外，公司与浦项 POSCO、LG 化学合作建设正极材料和三元前驱体项目。其中华友浦项一期规划 5000 吨前驱体、浦项华友一期规划 5000 吨正极材料，有望于今年三季度投产。华友与 LG 的华金一期规划 4 万吨前驱体，乐友一期规划 4 万吨正极材料，预计于 2019 年下半年到 2020 年上半年陆续投产。公司凭借资源优势绑定了全球领先的锂电材料和锂电池公司，加快推进公司向三元锂电材料业务的转型升级。
- ◆ **收购巴莫科技与华友衢州股权，致力于新能源锂电材料产业链一体化布局：**2019 年 4 月 20 日，公司宣布拟收购巴莫科技 100% 股权。巴莫科技是国内锂电正极材料龙头之一，拥有包括宁德时代、比亚迪、三星、LG 等优质企业在内的客户。若此次收购成功，公司将实现“锂电资源+锂电前驱体+锂电材料”的产业链的一体化布局，未来有

有色金属 | 镍钴 III

投资评级

**买入-B(维持)**

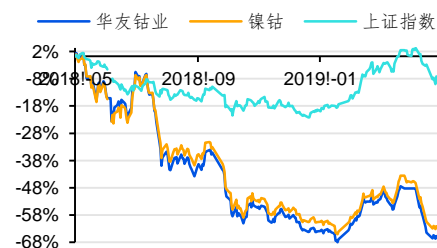
股价(2019-05-14)

27.53 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	23,299.30
流通市值（百万元）	23,022.26
总股本（百万股）	829.75
流通股本（百万股）	819.88
12 个月价格区间	0.00/120.28 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-24.9	-18.38	-56.03
绝对收益	-33.84	-11.67	-64.23

#### 分析师

肖索  
SAC 执业证书编号：S09105180070004  
xiaosuo@huajinsec.cn  
021-20377056

#### 分析师

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

#### 相关报告

华友钴业：三季报不及预期，钴价或继续寻底 2018-10-30

华友钴业：钴价持续上涨，业绩持续兑现 2018-05-04

华友钴业：钴价再创新高，自有矿山投产有望持续超预期 2017-12-04

华友钴业：业绩增长超预期，受益于金属钴价上涨 2017-08-28

华友钴业：钴价进入上升通道，钴龙头持续受益 2016-12-26

望成为国内乃至全球的新能源汽车中上游龙头。

◆ **投资建议：**今年年初至今 MB 钴价最低点 13.3 美金/磅，目前反弹至 16.25 美元/磅-18.00 美元/磅，较去年高点下滑约 60%，处于历史底部区域。在假设 2019 年-2021 年 MB 钴均价分别为 19 美元/磅-22 美金/磅的情况下，我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.47 元、1.35 元、4.08 元。净资产收益率分别为 5.0%、12.6%和 28.1%，维持“买入-B”的投资评级。

◆ **风险提示：**铜钴产品价格大幅下跌；新增产能释放不及预期；新能源车产销量不及预期

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	9,653.2	14,450.8	14,418.6	18,177.4	24,307.2
同比增长(%)	97.4%	49.7%	-0.2%	26.1%	33.7%
营业利润(百万元)	2,251.6	1,777.0	467.3	1,323.3	3,962.7
同比增长(%)	2867.4%	-21.1%	-73.7%	183.2%	199.4%
净利润(百万元)	1,895.5	1,528.1	390.0	1,116.0	3,386.9
同比增长(%)	2637.7%	-19.4%	-74.5%	186.2%	203.5%
每股收益(元)	2.28	1.84	0.47	1.35	4.08
PE	12.3	15.2	59.7	20.9	6.9
PB	3.9	3.1	3.0	2.6	1.9

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2018 年钴价先涨后跌，计提存货减值导致亏损 .....	4
(二) 2019Q1 利润同比大幅下滑，未来有望改善.....	6
二、经营状况分析.....	7
(一) 钴产品生产规模行业领先，铜镍资源开发布局有序推进.....	7
(二) 三元材料业务占比持续提升，产销水平增长.....	8
(三) 未来发展战略及经营计划：“上控资源、下拓市场、中提能力”，转型新能源锂电材料领先企业 .....	9
三、盈利预测及投资建议.....	10
(一) 盈利预测 .....	10
(二) 投资建议 .....	11
四、风险提示.....	11

## 图表目录

图 1：过往 3 年营业收入及增长率 .....	4
图 2：过往 3 年归母净利润及增长率 .....	4
图 3：过往 3 年主要盈利能力比率 .....	5
图 4：过往 3 年主要费用率变动 .....	5
图 5：过往 3 年运营效率 .....	5
图 6：过往 3 年主要回报率 .....	5
图 7：过往 13 个季度营业收入及增长率 .....	6
图 8：过往 13 个季度归母净利润及增长率 .....	6
图 9：过往 13 个季度盈利能力 .....	6
图 10：过往 13 个季度主要费用率 .....	6
图 11：过往 3 年钴产品销量及吨毛利 .....	7
图 12：过往 3 年铜产品销量及吨毛利 .....	7
图 13：过往 3 年镍产品产量（吨） .....	8
图 14：过往 3 年镍产品销量（吨） .....	8
图 15：过往 3 年三元产品产量 .....	9
图 16：过往 3 年三元产品销量 .....	9
表 1：公司铜钴产能（金属吨） .....	8
表 2：分业务收入及毛利率预测 .....	10

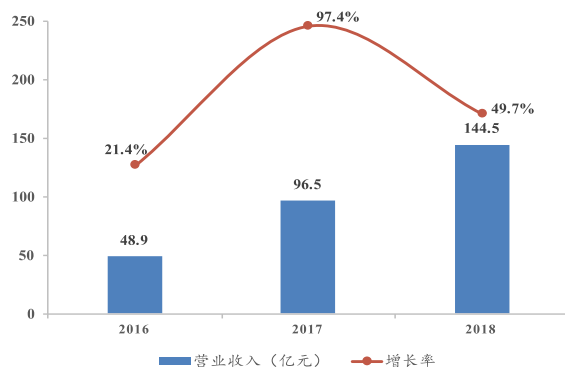
## 一、财务数据分析

公司 2018 年实现营业收入 144.51 亿元，同比增加 49.7%；归母净利润为 15.28 亿元，同比减少 19.4%；扣非归母净利润 14.53 亿元，同比减少 98.0%；每股收益 1.84 元，同比减少 19.3%。2019Q1 实现营业收入 44.01 亿元，同比增加 28.3%；归母净利润 0.12 亿元，同比减少 98.6%。

### （一）2018 年钴价先涨后跌，计提存货减值导致亏损

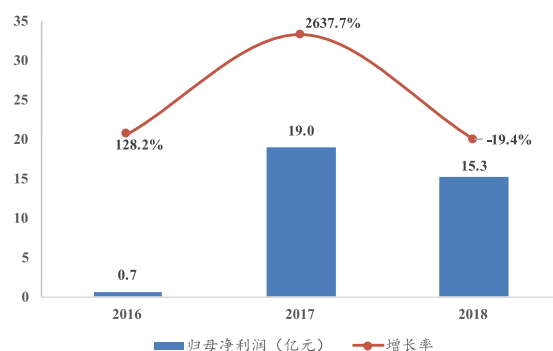
2018 年公司营业收入同比上升，主要因为公司各产品销量均同比上涨，各项产品单位销售均价上涨。2018 年四季度公司出现业绩亏损拖累全年业绩负增长，主要是因为 2018 年下半年开始国内钴产品价格快速下跌，削弱了钴产品的盈利能力，公司同时大幅计提了库存减值。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

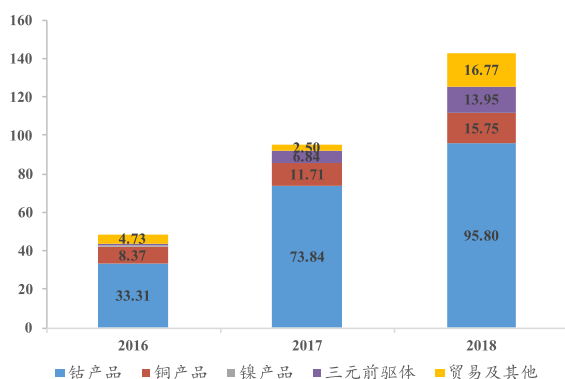
图 2：过往 3 年归母净利润及增长率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

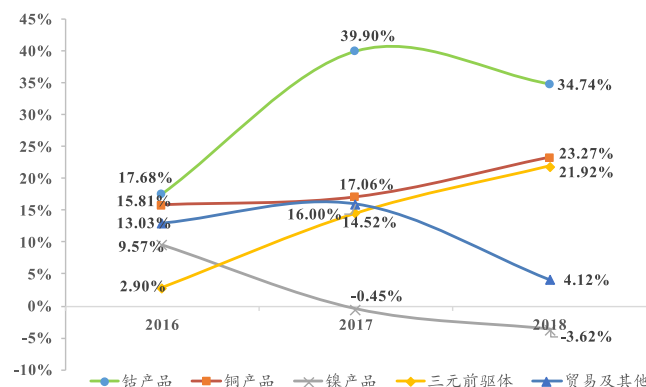
分业务来看，钴产品营业收入 95.80 亿元，同比增加 29.73%，占营业收入比重 66.3%，毛利率 34.74%，同比减少 5.15pct；铜产品营业收入 15.75 亿元，同比增加 34.5%，占营业收入比重 10.9%，毛利率 23.27%，同比增加 6.22pct；镍产品营业收入 0.21 亿元，同比增加 521.2%，占营业收入比重 0.2%，毛利率 -3.62%，同比减少 3.18pct；三元前驱体营业收入 13.95 亿元，同比增加 104.0%，占营业收入比重 9.7%，毛利率 21.92%，同比增加 7.40pct；贸易及其他业务营业收入 16.77 亿元，同比增加 570.9%，占营业收入比重 11.6%，毛利率 4.12%，同比减少 11.89pct。

图 7：过往 3 年公司分业务收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：过往 3 年公司分业务毛利率

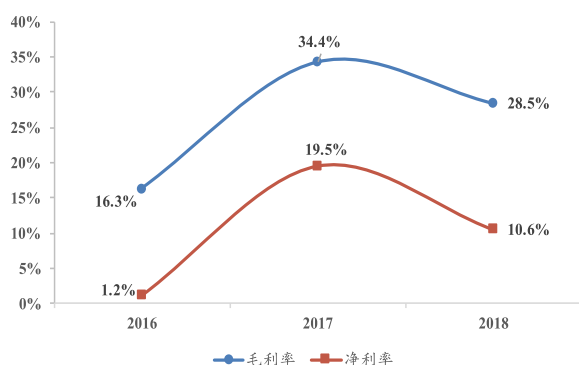


资料来源：公司公告，华金证券研究所

三费相对稳定,财务费率上升销售费率下降: 2018 年公司净利率为 10.6%, 同比下降 8.9pct; 综合毛利率 28.5%, 同比下降 5.9pct, 主要系钴产品吨毛利上涨小于吨产品售价的上涨。

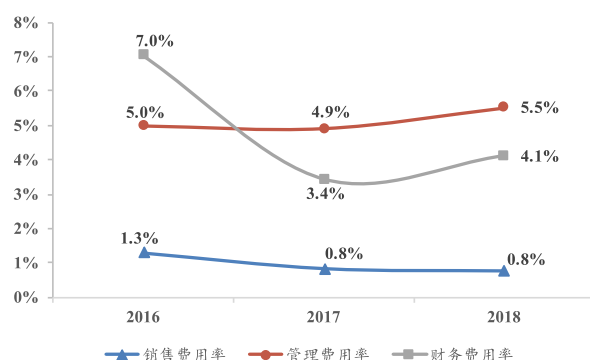
公司 2018 年三费费率 10.4%, 同比上升 1.3pct; 其中, 管理费费率 5.5% (包括研发 2.6%), 同比上升 0.6pct, 主要由于研发费用大幅增加; 销售费率 0.8%, 与去年持平; 财务费率 4.1%, 同比上升 0.7pct, 主要因为利息支出增加。

图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

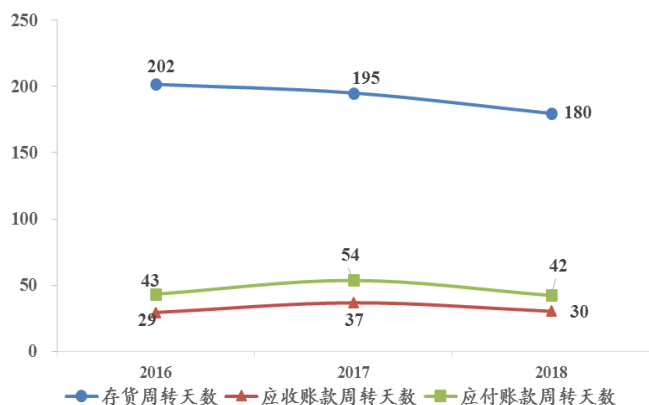
图 4: 过往 3 年主要费用率变动



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

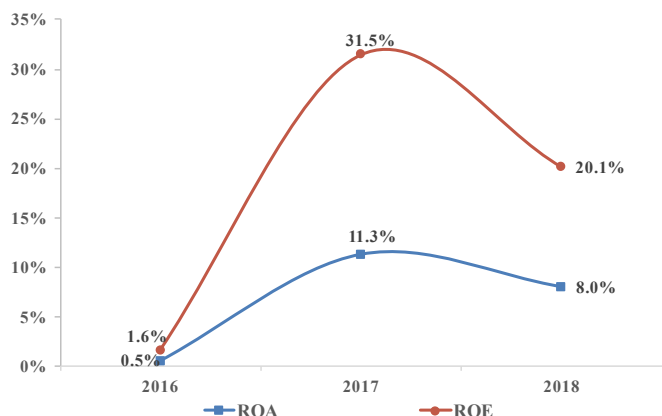
2018 年公司应收账款周转天数为 30 天, 应付账款周转天数为 42 天, 存货周转天数为 180 天, 应收账款、应付账款和存货周转天数均有下降, 主要由于产品单价上涨, 公司库存和账期控制的较好。公司 2018 年 ROE 为 20.1%, 同比下降 11.4pct; ROA 为 8.0%, 同比下降 3.3pct。

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 过往 3 年主要回报率



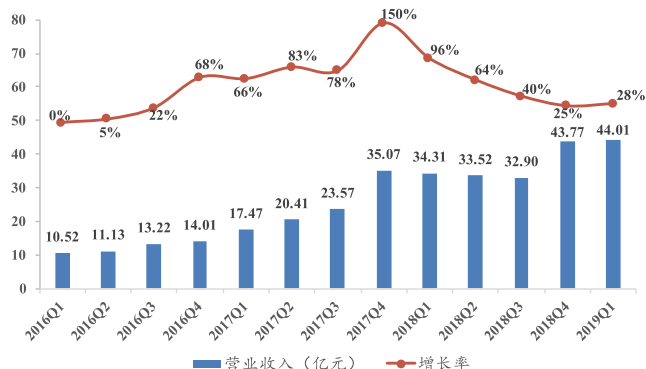
资料来源: Wind, 华金证券研究所

## （二）2019Q1 利润同比大幅下滑，未来有望改善

2019Q1 公司实现营业收入 44.01 亿元，同比增加 28.3%，环比增长 0.5%，主要因为贸易类收入和铜产品收入增加；归母净利润 0.12 亿元，同比下降 98.6%，主要由于 2019 年 Q1 钴产品价格延续 2018 年下半年大幅度下降的态势，公司继续计提了钴产品存货减值 1.6 亿元。此外由于海外矿税的增加，导致公司营业税金同比增长约 0.65 亿元。

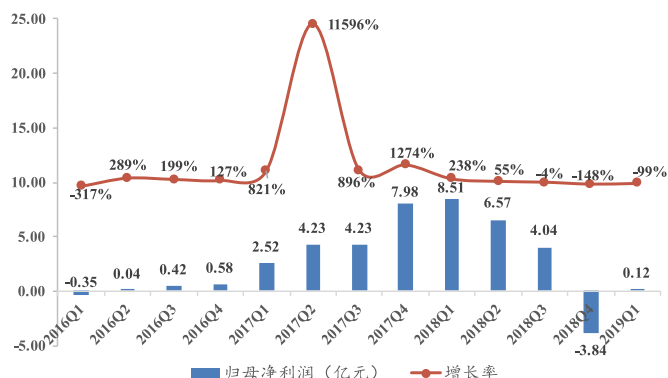
2019 年 3 月底国内外钴价止跌反弹，如果钴价不出现继续大幅下行，公司接下来的季度业绩环比有望改善。

图 7：过往 13 个季度营业收入及增长率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：过往 13 个季度归母净利润及增长率

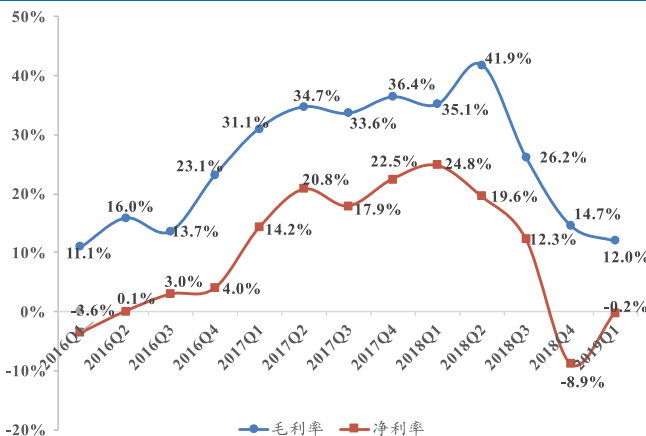


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2019Q1 公司净利率-0.2%，同比下降 24.6pct，环比提升 9.1pct；毛利率为 12.0%，同比下降 23.1pct，环比下降 2.7pct，利率同比下滑，主要由于 Q1 钴价继续下跌导致产品售价下跌。净利率环比回升，主要由于期间费用环比下降。

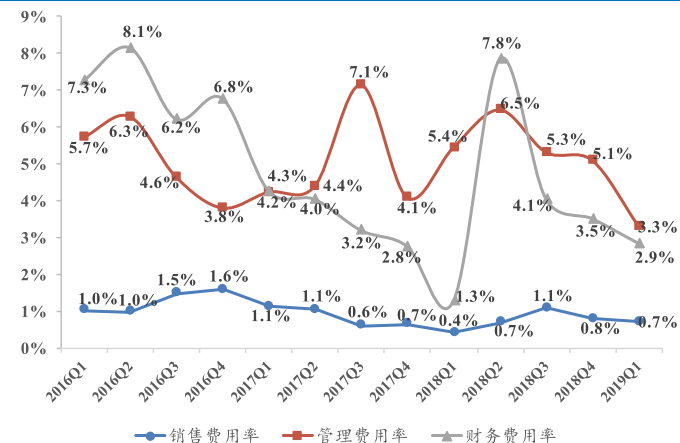
从费用率来看，2019Q1 公司三费费率 6.9%，同比下降 0.2pct，其中，管理费率 3.3%，同比下降 2.1pct；销售费率 0.7%，同比上升 0.4pct；财务费率 2.9%，同比上升 1.6pct，主要由于汇兑损失。

图 9：过往 13 个季度盈利能力



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：过往 13 个季度主要费用率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 二、经营状况分析

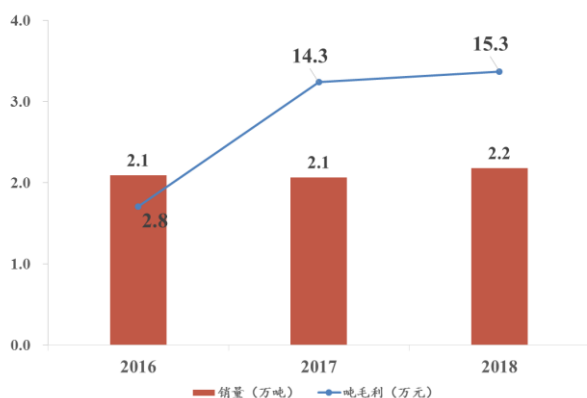
公司作为国内最大的钴产品供应商，产销规模与技术水平全球领先。公司以钴系产品为核心，铜镍产品为辅，积极进行业务开拓，对正极材料和三元前驱体项目进行持续扩产，致力于向新能源锂电材料行业转型升级。

### （一）钴产品生产规模行业领先，铜镍资源开发布局有序推进

**钴产品：**2018 年，钴产品营业收入 95.80 亿元，同比增加 29.73%，占营业收入比重 66.3%，毛利率 34.74%，同比减少 5.15pct，主要受到钴产品价格大幅下跌的影响。2018 年公司钴产品产量为 2.44 万金属吨，同比减少 1.82%，销量为 2.18 万金属吨，同比增长 5.45%，生产规模继续保持全球领先。

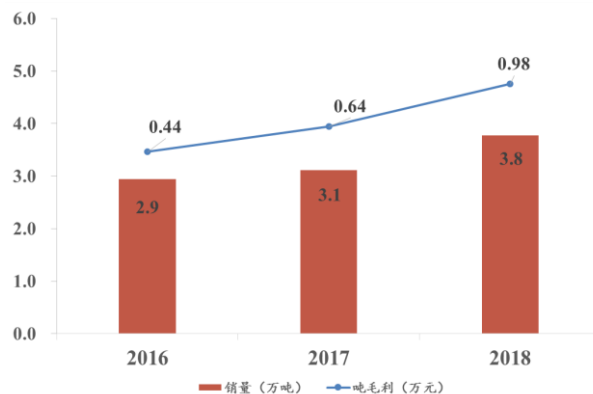
**铜产品：**2018 年铜产品营业收入 15.75 亿元，同比增加 34.5%，占营业收入比重 10.9%，毛利率 23.27%，同比增加 6.22pct。2018 年公司铜产品产量为 3.88 万金属吨，同比增加 28.1%，销量为 3.77 万金属吨，同比增长 21.4%。

图 11：过往 3 年钴产品销量及吨毛利



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：过往 3 年铜产品销量及吨毛利



资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司当前控制 PE527 矿权和 MIKAS 进行矿山资源开发。其中，刚果（金）PE527 矿权鲁苏西矿开发项目 2018 年已实现达产，设计产能年产铜钴精矿含铜 1.43 万吨、含钴 3100 吨。MIKAS 升级改造项目（一期）目前也已实现达产，设计产能年产 4000 吨粗制氢氧化钴、1 万吨电积铜。同时，MIKAS 扩建 1.5 万吨电积铜、9000 吨粗制氢氧化钴项目（二期）项目已于 2018 年年底建成试产。截至 2018 年底，钴产能方面，公司已有约 4500 吨钴矿产能，CDM 约 1.4 万吨吨粗钴，MIKAS 约 1.3 万吨粗钴冶炼产能；铜产能方面，公司已有 1.43 万吨铜矿产能，3.7 万吨火法粗铜产能以及 3.7 万吨电积铜产能。

此外，CDM 公司投资的 PE527 矿权鲁库尼矿 3 万吨/年电积铜项目已开工建设，预计将于 2019 年 9 月底建成投产。以上项目的推进将进一步提升公司钴产品与铜产品产能，加强公司资源控制和保障的能力。



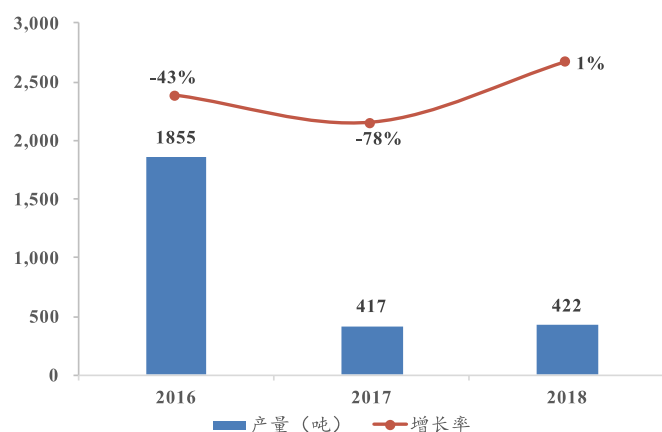
表 1：公司铜钴产能（金属吨）

项目		钴矿	铜矿	粗钴	火法粗铜	电积铜
MIKAS	KAMBOVE 尾矿	1000				
	MIKAS（一期）	-	-	4000	-	10000
	MIKAS（二期）	-	-	9000		15000
CDM	PE527	3500	14300	-	-	-
	PE527（待建）	-	-	-	-	30000
	CDM 冶炼	-	-	14000（金属）	37000	12000
合计		4500	14300	-	37000	67000

资料来源：公司公告，华金证券研究所

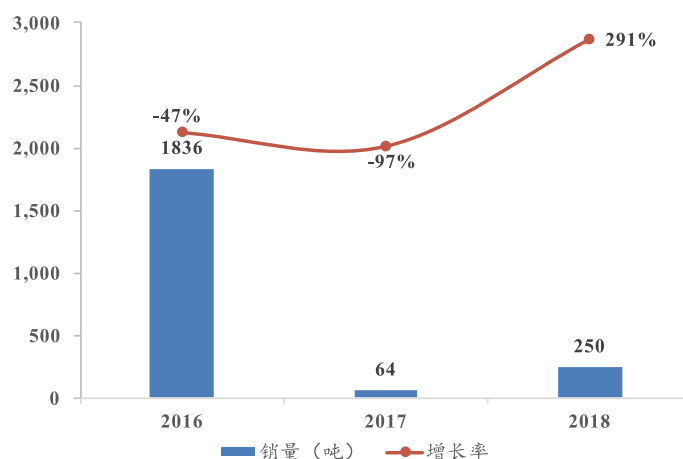
**镍产品：**2018 年镍产品营业收入 0.21 亿元，同比增加 521.2%，占营业收入比重 0.2%。去年公司开启印尼镍资源开发布局，与青山钢铁集团合作，于印尼启动年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，分两期建成，每期各实现 3 万吨产能。高镍三元锂电池具备更高的能量密度，是未来动力电池的发展方向，提前在印尼布局镍矿资源有利于提升公司对新能源锂电材料资源端的控制能力。

图 13：过往 3 年镍产品产量（吨）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：过往 3 年镍产品销量（吨）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （二）三元材料业务占比持续提升，产销水平增长

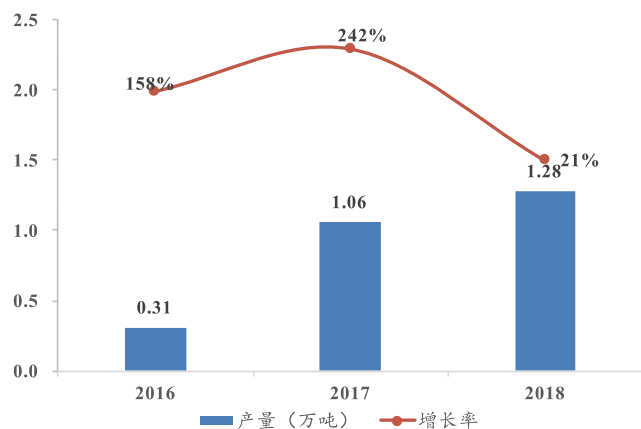
2018 年，公司三元材料营业收入 13.95 亿元，同比增加 104.0%，占营业收入比重 9.7%，同比增加 2.6pct。2018 年公司三元产品产量达 1.28 万吨，同比增长 20.24%，销量达 1.31 万吨，同比增长 57.39%。目前，公司华友衢州年产 2 万吨的三元前驱体产能已全部释放，生产能力的扩大使公司三元产品产销水平均获得提升。

公司计划进一步提升三元材料产能，拟投资 63.7 亿元在桐乡建设年产 15 万吨锂电动力三元前驱体新材料项目，预计于 2020 年逐步投产。此外，公司先后与业内优质企业 POSCO、LG 化学合作成立 4 家合资企业，从事锂电相关正极材料和三元前驱体的研发、生产和销售。目前，四家合资公司分布于衢州、桐乡、无锡等地的正极材料和三元前驱体项目已全面展开，其中华友浦项一期规划 5000 吨前驱体、浦项华友一期规划 5000 吨正极材料，华金一期规划 4 万吨前驱体，乐



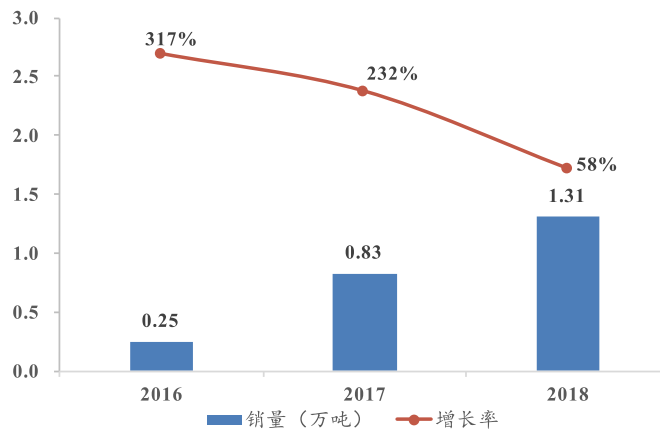
友一期规划 4 万吨正极材料，预计将在 2019 年下半年到 2020 年上半年陆续投产。随着三元材料业务的不断扩张，公司未来将进一步加速向锂电材料产业转型升级。

图 15：过往 3 年三元产品产量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：过往 3 年三元产品销量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （三）未来发展战略及经营计划：“上控资源、下拓市场、中提能力”， 转型新能源锂电材料领先企业

收购巴莫科技与华友衢州股权，致力于新能源锂电材料产业链一体化布局。2019 年 4 月 20 日，公司宣布拟通过发行股份方式收购巴莫科技 100% 股权，以及华友衢州 15.68% 股权，交易完成后，将持有两家公司 100% 的股权。杭州鸿源承诺巴莫 2019 年-2021 年税后净利润分别不低于 2.15 亿元、2.8 亿元、3.63 亿元。

巴莫科技是锂电正极材料制造商，国内正极材料的龙头企业之一，拥有包括宁德时代、比亚迪、三星、LG 等优质企业在内的客户。巴莫拥有 2.5 万吨正极材料产能，2018 年出货量 1.55 万吨，市占率约 5.6%。预计今年底产能 3.5 万吨，出货 2.8 万吨、明年的产能 5.5 万吨，远期规划年产能 10 万吨。公司产品研发能力强，正在生产毛利较高的高镍产品，有利于公司开拓下游市场。此次收购成功，将进一步推动公司完成对新能源锂电材料产业链的一体化布局，降低运营成本，增强盈利能力。

大力推进项目建设，提升产能，推动转型升级。公司将重点推进当前与 POSCO、LG 化学四个合资公司的正极材料和三元前驱体项目，参股的华海产业基金投资的三元前驱体项目，PE527 鲁库尼矿 3 万吨电积铜项目，印尼 Morowali 年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法项目等项目，将实现更大比例的资源自主供给，促进公司稳步发展，加快实现未来转型升级的目标。

### 三、盈利预测及投资建议

#### (一) 盈利预测

盈利预测主要基于如下假设：

1) 假设 2019 年-2021 年，MB 钴均价分别为 19 美元/磅-22 美金/磅。公司钴产品出货量分别为 2.4 万吨、2.6 万吨、2.9 万吨。

2) 假设铜产品 2019 年-2021 年出货量分别为 6 万吨、7.5 万吨、9 万吨，产品吨毛利约 2000 美金。

3) 假设三元锂前驱体出货量分别为 2.5 万吨、5 万吨、7.5 万吨，产品价格参考 MB 钴价变化。

表 2：分业务收入及毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
钴产品	73.8	95.8	78.9	86.8	110.5
YoY	121.6%	29.8%	-17.6%	10.0%	27.3%
毛利率	39.9%	34.7%	15.8%	15.8%	27.3%
铜产品	11.7	15.7	25.8	33.0	40.5
YoY	39.3%	34.2%	64.3%	27.9%	22.7%
毛利率	17.1%	23.3%	25.4%	26.0%	26.5%
三元材料	6.8	13.9	22.5	45.0	74.3
YoY	423.1%	104.4%	61.9%	100.0%	65.0%
毛利率	14.5%	21.9%	16.7%	17.8%	23.2%
镍矿产品	0	0.2	0.2	0.2	1.0
YoY			0.0%	0.0%	400.0%
毛利率	0.0%	-3.6%	3.0%	3.0%	10.0%
其他业务	2.5	16.8	16.8	16.8	16.8
YoY	-46.8%	572.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	16.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
营业收入	96.5	144.5	144.2	181.8	243.1
YoY	0.0%	49.7%	-0.2%	26.1%	33.7%
综合毛利率	34.5%	28.5%	16.3%	17.0%	24.2%

资料来源：Wind，华金证券研究所

## （二）投资建议

今年年初至今 MB 钴价低点 13.3 美金/磅，目前反弹至 16.25 美元/磅-18.00 美元/磅，较去年高点下滑约 60%，处于历史底部区域。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.47 元、1.35 元、4.08 元。净资产收益率分别为 5.0%、12.6%和 28.1%，维持“买入-B”的投资评级。

## 四、风险提示

- 1、铜钴产品价格大幅下跌；
- 2、新增产能释放不及预期；
- 3、新能源车产销量不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 利润表

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,653.2	14,450.8	14,418.6	18,177.4	24,307.2
减:营业成本	6,333.3	10,337.0	12,071.8	15,079.4	18,414.1
营业税费	84.8	172.4	274.0	272.7	364.6
销售费用	79.3	109.1	108.1	145.4	194.5
管理费用	474.0	419.2	576.7	708.9	850.8
财务费用	329.7	593.9	538.9	469.2	410.1
资产减值损失	129.3	704.0	500.0	150.0	150.0
加:公允价值变动收益	-19.7	16.8	88.3	-58.4	9.5
投资和汇兑收益	34.9	-19.0	30.0	30.0	30.0
营业利润	2,251.6	1,777.0	467.3	1,323.3	3,962.7
加:营业外净收支	-42.4	-12.0	-14.7	-23.0	-16.6
利润总额	2,209.2	1,765.0	452.6	1,300.3	3,946.1
减:所得税	323.5	240.4	63.4	182.0	552.5
净利润	1,895.5	1,528.1	390.0	1,116.0	3,386.9

## 资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,752.9	2,324.2	3,318.6	1,817.7	2,430.7
交易性金融资产	15.9	15.3	100.0	43.7	53.0
应收帐款	1,517.4	915.5	1,487.6	1,541.9	2,509.3
应收票据	1,547.8	591.0	1,411.5	1,113.1	2,262.9
预付帐款	578.4	966.6	911.3	1,602.0	1,467.0
存货	4,832.6	5,487.8	5,913.3	8,747.3	9,666.8
其他流动资产	472.1	591.7	518.4	527.4	545.8
可供出售金融资产	76.2	63.2	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	257.5	543.5	643.5	643.5	643.5
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,363.3	4,646.2	5,813.4	5,983.9	5,815.3
在建工程	979.2	1,580.1	1,351.0	1,015.7	892.6
无形资产	688.4	695.1	723.4	699.7	674.1
其他非流动资产	536.3	639.7	453.4	476.8	515.9
资产总额	16,618.0	19,059.8	22,645.5	24,212.9	27,477.0
短期债务	5,556.2	5,122.0	5,500.0	6,933.5	4,086.2
应付帐款	3,074.5	1,118.5	5,276.6	3,606.4	6,526.7
应付票据	526.7	762.0	914.6	1,197.5	1,279.9
其他流动负债	477.0	1,975.3	1,231.7	1,377.8	1,587.2
长期借款	343.2	265.7	500.0	700.7	200.0
其他非流动负债	147.4	1,406.0	601.7	718.4	908.7
负债总额	10,125.0	10,649.5	14,024.6	14,534.3	14,588.7
少数股东权益	52.7	809.5	808.8	811.0	817.8
股本	592.7	829.7	829.7	829.7	829.7
留存收益	5,479.1	6,676.8	6,982.4	8,037.8	11,240.8
股东权益	6,077.2	8,410.3	8,620.9	9,678.6	12,888.3

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,885.6	1,524.7	390.0	1,116.0	3,386.9
加:折旧和摊销	317.1	419.9	463.5	518.5	547.4
资产减值准备	129.3	704.0	-	-	-
公允价值变动损失	19.7	-16.8	88.3	-58.4	9.5
财务费用	243.3	457.1	538.9	469.2	410.1
投资损失	-34.9	19.0	-30.0	-30.0	-30.0
少数股东损益	-9.9	-3.4	-0.8	2.2	6.8
营运资金的变动	-4,131.2	-348.8	1,742.3	-4,334.6	213.6
经营活动产生现金流量	-1,794.5	1,822.6	3,192.3	-2,317.1	4,544.3
投资活动产生现金流量	-1,189.5	-1,692.4	-1,606.2	-187.5	-218.6
融资活动产生现金流量	2,941.2	273.2	-591.6	1,003.7	-3,712.8

## 财务指标

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	97.4%	49.7%	-0.2%	26.1%	33.7%
营业利润增长率	2867.4	-21.1%	-73.7%	183.2%	199.4%
净利润增长率	2637.7	-19.4%	-74.5%	186.2%	203.5%
EBITDA 增长率	344.7%	8.5%	-52.9%	57.2%	112.9%
EBIT 增长率	511.7%	5.4%	-62.8%	78.1%	143.9%
NOPLAT 增长率	678.4%	-7.0%	-57.7%	78.1%	143.9%
投资资本增长率	60.0%	22.9%	-4.1%	35.8%	-3.6%
净资产增长率	39.0%	38.4%	2.5%	12.3%	33.2%
盈利能力					
毛利率	34.4%	28.5%	16.3%	17.0%	24.2%
营业利润率	23.3%	12.3%	3.2%	7.3%	16.3%
净利率	19.6%	10.6%	2.7%	6.1%	13.9%
EBITDA/营业收入	29.8%	21.6%	10.2%	12.7%	20.2%
EBIT/营业收入	26.6%	18.7%	7.0%	9.9%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	60.9%	55.9%	61.9%	60.0%	53.1%
负债权益比	166.6%	126.6%	162.7%	150.2%	113.2%
流动比率	1.11	1.21	1.06	1.17	1.40
速动比率	0.61	0.60	0.60	0.51	0.69
利息保障倍数	7.79	4.56	1.87	3.82	10.66
营运能力					
固定资产周转天数	121	100	131	117	87
流动营业资本周转天数	124	126	108	110	113
流动资产周转天数	305	269	307	288	254
应收帐款周转天数	37	30	30	30	30
存货周转天数	128	129	142	145	136
总资产周转天数	508	444	521	464	383
投资资本周转天数	297	272	294	269	228
费用率					
销售费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用率	4.9%	2.9%	4.0%	3.9%	3.5%
财务费用率	3.4%	4.1%	3.7%	2.6%	1.7%
三费/营业收入	9.1%	7.8%	8.5%	7.3%	6.0%
投资回报率					
ROE	31.5%	20.1%	5.0%	12.6%	28.1%
ROA	11.3%	8.0%	1.7%	4.6%	12.4%
ROIC	36.0%	20.9%	7.2%	13.4%	24.0%
分红指标					
DPS(元)	0.36	0.10	0.03	0.07	0.22
分红比率	15.6%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
股息收益率	1.3%	0.4%	0.1%	0.3%	0.8%

## 业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	2.28	1.84	0.47	1.35	4.08
BVPS(元)	7.26	9.16	9.42	10.69	14.55
PE(X)	12.3	15.2	59.7	20.9	6.9
PB(X)	3.9	3.1	3.0	2.6	1.9
P/FCF	-103.2	50.1	23.1	-15.8	27.8
P/S	2.4	1.6	1.6	1.3	1.0
EV/EBITDA	7.1	8.9	18.4	13.0	5.3
CAGR(%)	-16.0%	30.6%	88.5%	-16.0%	30.6%
PEG	-0.8	0.5	0.7	-1.3	0.2
ROIC/WACC	3.8	2.2	0.8	1.4	2.5

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

肖索、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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)