

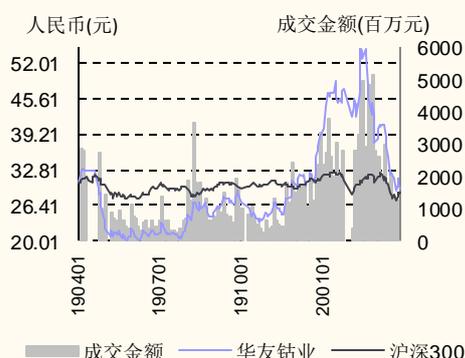
# 华友钴业 (603799.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 29.46 元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	11.13
已上市流通 A 股(亿股)	10.79
总市值(亿元)	327.83
年内股价最高最低(元)	41.06/29.14
沪深 300 指数	3710
上证指数	2772



## 相关报告

- 《深度布局三元材料，一体化产业链显现-华友钴业跟踪报告》，2019.12.31
- 《钴价下挫影响业绩，产业链布局不断完善-华友一季报点评》，2019.4.29
- 《并购巴莫和华友衢州，加速布局全产业链-华友事件点评》，2019.4.22
- 《完善锂电布局，提升盈利能力-华友钴业重大资产重组点评》，2019.4.10

## 公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	1.842	0.111	0.575	1.046	1.727
每股净资产(元)	9.16	7.18	7.52	8.17	9.24
每股经营性现金流(元)	2.20	2.38	0.87	1.48	2.48
市盈率(倍)	16.35	355.45	51.22	28.17	17.06
净利润增长率(%)	-19.38%	-92.18%	435.46%	81.83%	65.14%
净资产收益率(%)	20.10%	1.54%	7.89%	13.21%	19.29%
总股本(百万股)	829.75	1,078.67	1,112.78	1,112.78	1,112.78

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2019 年报，全年营收 188.5 亿元，同比+30.46%，归母净利润 1.2 亿元，同比-92.18%。与此前预告的盈利 0.76-2.29 亿元相符。

## 经营分析

- 钴价下挫拖累利润，库存水平大幅降低。** 1) 贸易业务助推营收高增，钴价快速回落影响利润。公司 19 年贸易及其他收入同比大增 415%至 86.3 亿元，收入占比达 46%，对营收增长贡献率为 158%。但 19 年钴价大幅下挫，全年 MB 钴低品级均价 15.6\$/lb，同比-56%，导致公司钴产品毛利率下降 23.5pct 至 11.2%，全年录得综合毛利率 11.2%，同比-17.3pct；2) 资产及信用减值导致 Q4 利润环比下滑。钴价从 9 月末的 29 万元/吨跌至 12 月底的 26.3 万元/吨。受此影响，公司 4Q 计提资产及信用减值损失 1.1 亿元，导致归母净利环比-55%至 0.27 亿元；3) 主要产品销量齐增，库存水平大幅降低。刚果(金)新增 4.5 万吨电积铜产能释放，带动铜产品出货量增长 76%至 6.6 万吨。钴/三元产品销量稳定增长 13%/7.6%至 2.4/1.4 万吨。截止 19 年末，公司钴/三元产品库存为 1587/971 吨，同比-22.7%/-48.3%。
- 持续加码三元项目，有望充分受益于电动车渗透率提升。** 1) 三元前驱体迎来高速放量期，绑定高端客户有效保障新增产能释放。公司与 LG、浦项合作的前驱体项目陆续投产，20 年底产能或达 11 万吨，同比+83%。公司宣布与浦项签订长期购销合同，20-22 年锁定前驱体出货量 7.6 万吨。2) 围绕锂电材料主线完善产业链布局。上游印尼镍矿项目预计 22 年投产，中游拟新建 3 万吨硫酸镍产能。我们认为，加大电动车产业链的布局或改变公司的估值体系，即减少钴价的周期影响，增加电动车的成长性因子。
- 钴行业：短期受疫情影响较大；中长期基本面改善，价格料上涨。** 短期，疫情蔓延背景下，终端需求较差，6-7 月份非洲钴原料进口或受影响。供需两弱，钴价承压，但继续下跌空间有限；中期，预计 2020-21 年过剩 0.6/0.3 万吨，较此前预期大幅减少；长期，矿山品位下降导致供给收缩，电动车渗透提升带动需求上行，行业供需格局料进一步优化，钴价有望持续上涨。

## 盈利调整和投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.4/11.6/19.2 亿元，同比+435%/+82%/+65%。当前股价对应 PE 为 51 倍，考虑钴行业基本面持续改善，且公司有望充分受益于电动车渗透率的提升，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 供给超预期风险；政策及库存等因素变化的风险；疫情影响超预期的风险。

曾智勤 联系人  
zengzhiqin@gjzq.com.cn

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002  
dingshitao@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 贸易业务助推营收高增，钴价快速回落影响利润.....	3
1.1 全年业绩符合指引，资产及信用减值拖累 Q4 业绩.....	3
1.2 主要产品销量齐增，库存水平大幅降低.....	5
2. 持续加码三元项目，有望充分受益于电动车渗透率提升 .....	6
2.1 三元产能有序释放，进入高端供应链彰显实力 .....	6
2.2 上中下游齐头并进，垂直产业链版图显现.....	7
3. 钴行业：短期受疫情影响较大；中长期基本面改善，价格有望上涨.....	8
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图表 1：2019 年营收同比上升 30%.....	3
图表 2：2019 年归母净利同比下降 92%.....	3
图表 3：华友新加坡 2019 年实现营收 78.99 亿元，同比+837%.....	3
图表 4：贸易及其他业务 2019 年收入占比约为 46%.....	3
图表 5：贸易业务对营收增长贡献率达 158%.....	3
图表 6：2019 年 MB 钴价同比下跌 56%.....	4
图表 7：钴产品单吨毛利 19 年下滑 83%至 2.6 万元.....	4
图表 8：公司钴/三元产品毛利率 19 年下降 24/6pct.....	4
图表 9：4Q19 营收 48 亿元，同比+103%，环比-1.8%.....	5
图表 10：4Q19 归母净利环比下降 55%至 2677 万元.....	5
图表 11：公司主要产品销量于 2019 年再创新高.....	5
图表 12：2018 年铜产品毛利润占比 9%.....	5
图表 13：2019 年铜产品毛利润占比大幅提升至 41%.....	5
图表 14：公司原材料库存同比下降 44.8%.....	6
图表 15：钴相关产品库存大幅减少.....	6
图表 16：公司三元材料产能持续提升.....	6
图表 17：公司将于未来三年内向浦项供应 N65 前驱体 7.63 万吨.....	6
图表 18：公司三元产品成功进入全球知名电池/汽车企业供应链.....	7
图表 19：建造硫酸镍产线进一步保障三元原材料的稳定供应.....	7
图表 20：公司紧紧围绕锂电新材料打造垂直产业链版图，料充分受益于电动车渗透率的快速提升.....	8
图表 21：欧美已成为此次疫情重灾区.....	8
图表 22：钴价短期因终端需求较差而受到压制.....	9
图表 23：全球 72%的钴原料产自刚果（金）.....	9
图表 24：南非港口对非洲钴原料的运输至关重要.....	9

## 1. 贸易业务助推营收高增，钴价快速回落影响利润

### 1.1 全年业绩符合指引，资产及信用减值拖累 Q4 业绩

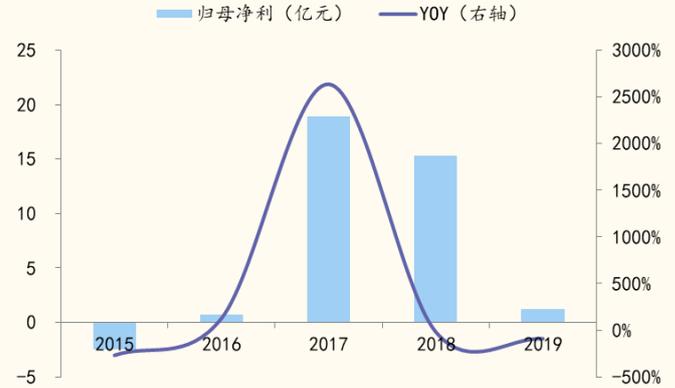
**2019 年业绩符合预期。**公司 19 年实现营收 188.5 亿元，同比+30.46%；归母净利润 1.2 亿元，同比-92.18%，与此前预告的盈利 0.76-2.29 亿元相符；扣非净利润 6816 万元，同比-95.31%。

图表 1：2019 年营收同比上升 30%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：2019 年归母净利润同比下降 92%



来源：Wind，国金证券研究所

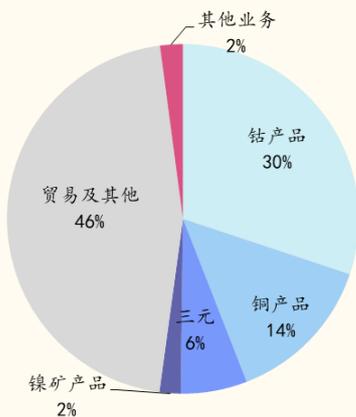
**贸易业务高增系营收增长主因。**公司于 2018 年 9 月设立华友新加坡公司（参股 70%），主营铜钴镍等产品的贸易业务。华友新加坡 19 年实现营收 78.99 亿元，同比+837%，带动公司贸易及其他收入同比大增 415%至 86.3 亿元，成为营收占比最高的板块，占比达 46%，对营收增长贡献率为 158%。

图表 3：华友新加坡 2019 年实现营收 78.99 亿元，同比+837%

	单位	2019	2018	同比
营业收入	亿元	78.99	8.43	837%
净利润	亿元	0.11	-0.01	扭亏为盈

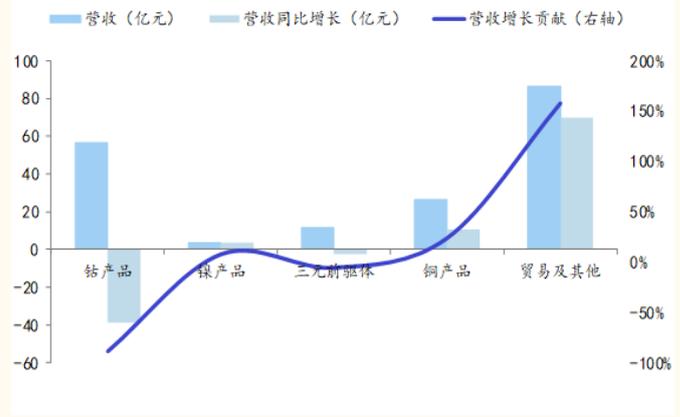
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：贸易及其他业务 2019 年收入占比约为 46%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：贸易业务对营收增长贡献率达 158%



来源：Wind，国金证券研究所

**钴价快速回落导致利润下滑。**2019 年 MB 钴低品级均价为 15.6\$/lb，同比下跌 56%。钴价大幅下跌导致公司钴产品/三元产品单吨毛利跌至 2.6/1.3 万元，毛利率分别同比下降 23.5/6pct 至 11.2%/15.9%，全年录得综合毛利率 11.2%，

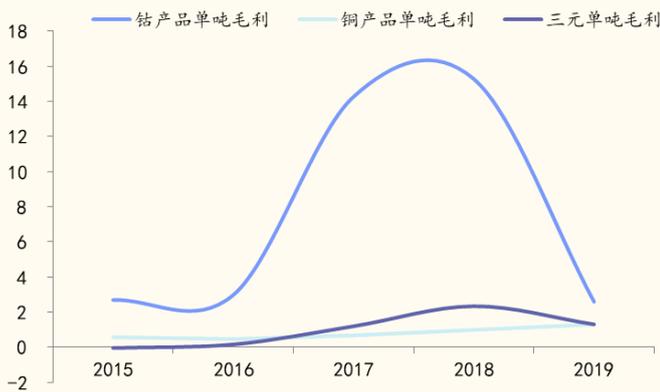
同比-17.3pct。此外，公司 19 年共计提存货跌价损失 3.28 亿元，进一步影响利润。

图表 6：2019 年 MB 钴价同比下跌 56%



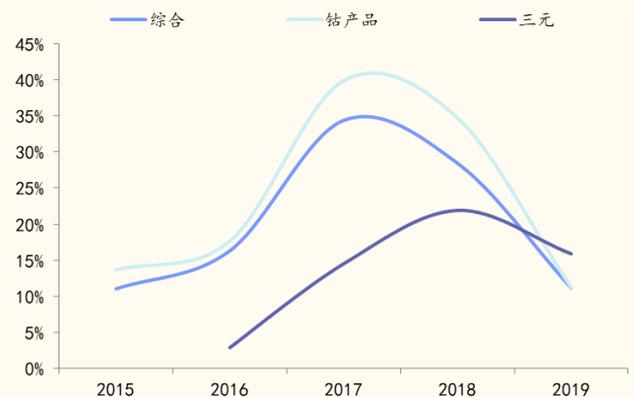
来源：Metal Bulletin, 国金证券研究所

图表 7：钴产品单吨毛利 19 年下滑 83% 至 2.6 万元



来源：Wind, 国金证券研究所

图表 8：公司钴/三元产品毛利率 19 年下降 24/6pct



来源：Wind, 国金证券研究所

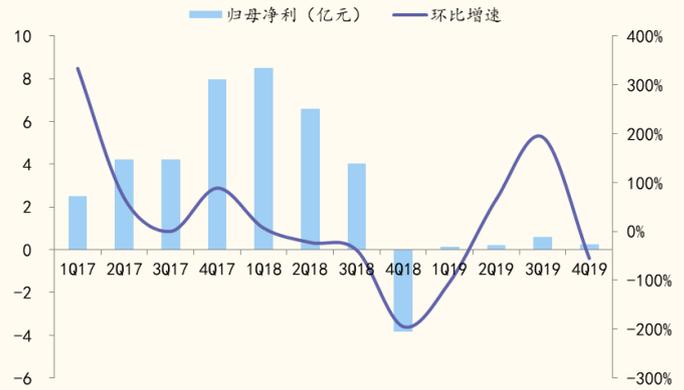
**资产减值+信用减值拖累 4Q19 业绩。**公司 4Q19 实现营收 48.3 亿元，同比+103%，环比-1.80%；归母净利润 2677 万元，同比+107%，环比-55.33%；录得综合毛利率 11.7%，环比提升 3pct。但 4Q19 资产减值损失与信用减值损失分别为 7068/3718 万元，主要原因为钴价从 9 月末的 29 万元/吨跌至 12 月底的 26.3 万元/吨，期间最低点为 25.8 万元/吨。

图表 9: 4Q19 营收 48 亿元, 同比+103%, 环比-1.8%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 4Q19 归母净利环比下降 55% 至 2677 万元



来源: Wind, 国金证券研究所

### 1.2 主要产品销量齐增, 库存水平大幅降低

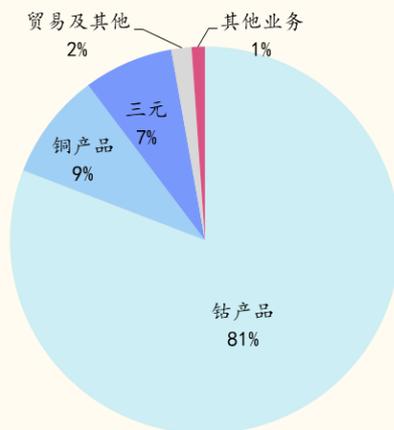
公司主要产品销量实现增长, 其中铜产品出货量同比+76%。公司 2019 年钴产品/三元出货量稳定增长, 全年分别实现销量 2.4/1.4 万吨, 同比+13.1%/+7.6%。铜产品销量大增, 毛利润占比显著增加。CDM 3 万吨电积铜及 MIKAS 1.5 万吨电积铜项目均于 19 年投产, 带动铜产品出货量大幅增长 76% 至 6.6 万吨, 全年贡献 41% 的毛利润, 较 18 年提升 32pct。

图表 11: 公司主要产品销量于 2019 年再创新高

主要产品	单位	2019 产量	同比	2019 销量	同比	期末库存	同比
钴产品	金属吨	28305	16.2%	24651	13.1%	1587	-22.7%
铜产品	金属吨	71376	83.7%	66361	75.8%	3224	70.6%
三元	吨	13164	2.6%	14111	7.6%	971	-48.3%

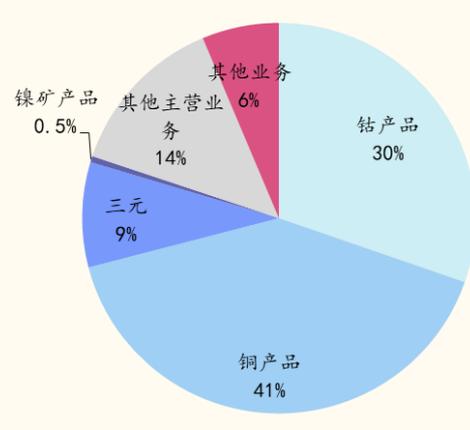
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 12: 2018 年铜产品毛利润占比 9%



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 2019 年铜产品毛利润占比大幅提升至 41%



来源: Wind, 国金证券研究所

新能源汽车产业降库明显, 铜库存合理增长。1) 公司积极去库, 原材料及产品库存均得到有效管控, 截止 2019 年末, 原材料价值 21.9 亿元, 同比-44.8%。2) 19 年电动车补贴大幅退坡导致钴相关需求低于预期, 在 Mutanda 关停之前, 行业整体过剩严重。在行业景气度快速下降的背景之下, 公司积极去库, 钴产品库存量同比下降 22.7% 至 1587 吨, 三元产品库存量为 971 吨, 同比-48.3%。3) 铜库存量同比+70.6% 至 3324 金属吨。我们认为, 铜库存增

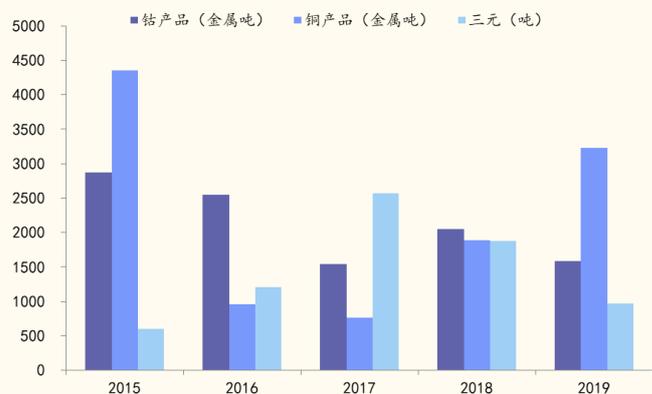
长在合理范围之内。一方面，公司 19 年铜产能增长了 131.5%；另一方面，铜单价较低，铜库存价值仅为 8637 万元（按公司 19 年铜产品平均成本计量）。

图表 14：公司原材料库存同比下降 44.8%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：钴相关产品库存大幅减少



来源：Wind，国金证券研究所

## 2. 持续加码三元项目，有望充分受益于电动车渗透率提升

### 2.1 三元产能有序释放，进入高端供应链彰显实力

三大扩产项目有序推进，未来两年三元前驱体产能进入高速释放期。据公司公告，华海新能源以及与 LG、浦项合作的三元前驱体项目已陆续投产，2020 年底产能或达 11 万吨，同比增幅 83%，有望推动出货量大幅上升，料将增厚公司未来业绩。

图表 16：公司三元材料产能持续提升

产品	权益	2019	2020E	2021E	备注
<b>三元前驱体</b>		<b>60000</b>	<b>110000</b>	<b>135000</b>	
华友新能源衢州	100%	15000	15000	15000	
华海新能源	100%	20000	50000	50000	一期 2 万吨/年于 2019 年中投产，二期 3 万吨年于目前处于调试阶段
华金公司 (LG 合资)	60%	20000	40000	40000	其中 2 万吨/年预于 2019 年下半年投产，剩余 2 万吨预计 20 年 6 月底前投产。日后可扩至 10 万吨/年
华友浦项 (浦项合资)	51%	5000	5000	30000	一期 5000 吨/年预计于 2019 年下半年投产，二期将扩产至 3 万吨/年
<b>三元材料</b>		<b>0</b>	<b>45000</b>	<b>70000</b>	
乐友公司	40%	0	40000	40000	一期 4 万吨/年预计于 2020 年上半年投产，日后可扩大到 10 万吨/年
浦项华友	49%	0	5000	30000	一期 5000 吨/年预计于 2019 年下半年投产，二期将扩产至 3 万吨/年

来源：公司公告，国金证券研究所

三元产品进入高端供应链。公司部分前驱体产品已通过认证，成功进入三星 SDI、LGC、大众、特斯拉等国际主流电池/汽车企业供应链。公司于 3 月 27 日宣布与浦项化学签订长期购销合同，将于未来三年内向浦项供应 N65 前驱体 7.63 万吨，预计合同金额达 72-76 亿元。我们认为，进入高端供应链一方面能有效消化公司未来产能增量，另一方面折射出公司前驱体产品在全球范围具备强大竞争力。

图表 17：公司将于未来三年内向浦项供应 N65 前驱体 7.63 万吨

项目	采购期限	采购量 (吨)
N65 前驱体	2020 年 3 月-2020 年 12 月	≥(17850±15%)

项目	采购期限	采购量(吨)
N65 前驱体	2021 年 1 月-2021 年 12 月	≥(29200±15%)
N65 前驱体	2022 年 1 月-2022 年 12 月	≥(29200±15%)
合计		≥(76250±15%)

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 18：公司三元产品成功进入全球知名电池/汽车企业供应链



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2.2 上中下游齐头并进，垂直产业链版图显现

上游积极增加钴镍资源，充分保障原料供应。公司拟在印尼建设红土镍矿湿法冶炼项目，年产能 6 万吨镍金属量（含钴 0.78 万吨），计划于 2022 年投产，公司有权包销全部产品的 59%，有效保障三元正极镍供应，料将充分受益于高镍三元电池渗透率的提升。

中游拟新建硫酸镍冶炼产能，进一步夯实锂电新材料前端原料保障。公司于 19 年 12 月发布增发预案，拟募集资金 7.8 亿元投资建设年产 3 万吨（金属量）高纯三元动力电池级硫酸镍项目。项目建设期 2 年，建设完成后，公司将拥有硫酸镍产能共 4 万吨。

图表 19：建造硫酸镍产线进一步保障三元原材料的稳定供应

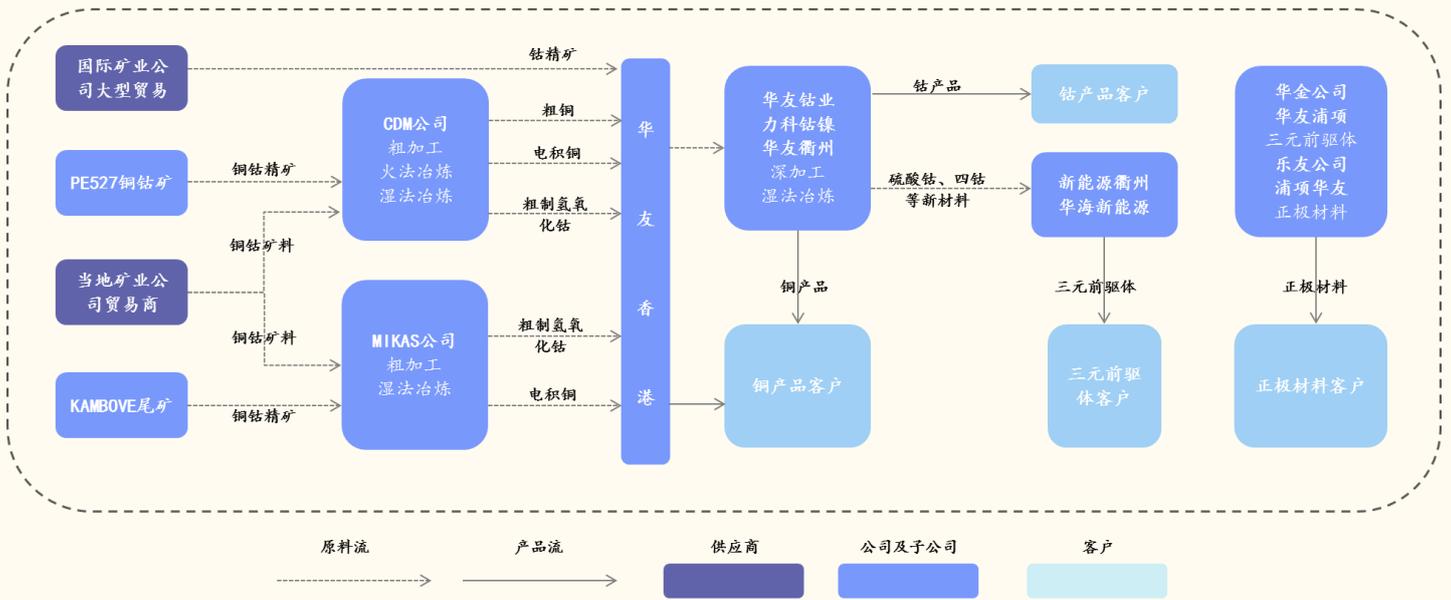
项目名称	投资总额	拟使用募集资金	实施主体	建设期
年产 3 万吨（金属量）高纯三元动力电池级硫酸镍项目	9.6 亿元	7.8 亿元	华友衢州	2 年

来源：公司公告，国金证券研究所

垂直产业链版图显现，深度受益新能源汽车高成长性的行业红利。公司紧紧围绕锂电新材料这一主线完善产业链布局，“钴镍资源-钴新材料冶炼加工-三元前驱体-锂电正极材料-资源回收利用”的垂直生态链版图显现。各业务板块协同效应增强，料将充分受益于电动车渗透率的快速提升。

我们认为，加大电动车产业链的布局料将降低钴价对公司业绩的影响，公司未来的盈利将进一步受益于新能源汽车渗透率的提升。而公司的估值体系或将改变，即减少钴价的周期影响，增加电动车的成长性因子。

图表 20：公司紧紧围绕锂电新材料打造垂直产业链版图，料充分受益于电动车渗透率的快速提升

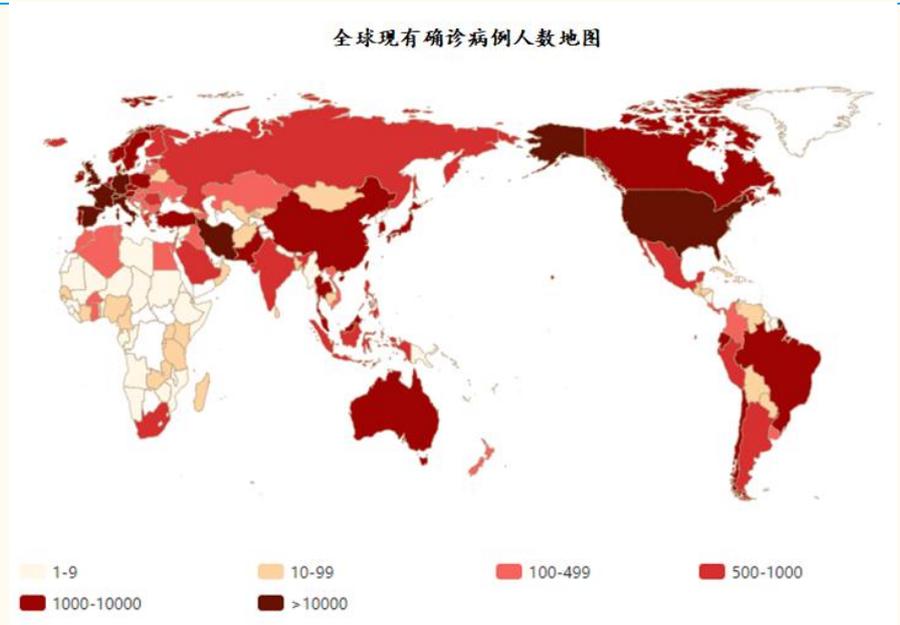


来源：公司公告，国金证券研究所

### 3. 钴行业：短期受疫情影响较大；中长期基本面改善，价格有望上涨

国内 2 月份新能源汽车产销量大幅下降；海外疫情蔓延加剧导致部分车企停产。1) 据中汽协数据，2 月新能源汽车产销分别完成 9951 辆和 12908 辆，同比分别下降 82.9%和 75.2%。2) 随着海外疫情蔓延，戴姆勒、大众、沃尔沃、特斯拉等龙头车企于近期宣布关停部分工厂，停产时间 10 天至半月不等，具体复产时间仍需观察后续疫情控制情况。

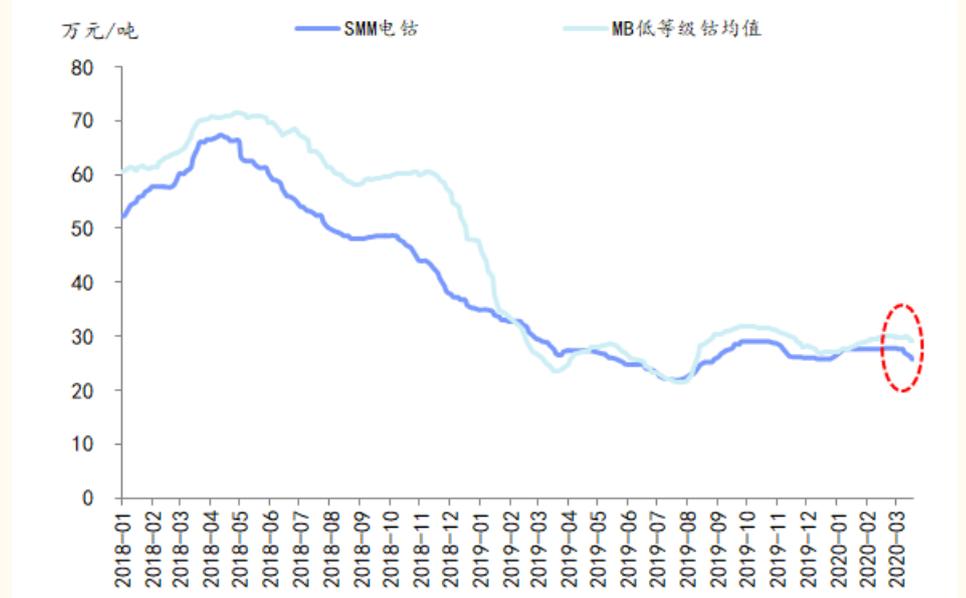
图表 21：欧美已成为此次疫情重灾区



来源：Wind，国金证券研究所

钴价受需求较差影响走低。在需求预期较弱的背景下，国内外钴价均出现回落。3月初至今，国内电钴下跌 11.6%至 24.5 万元/吨，而硫酸钴/三氧化二钴/氯化钴跌幅分别为 20%/8.3%/15.3%。近期海外疫情爆发使得 MB 钴均价下降 5%至 16.35 美元/磅。

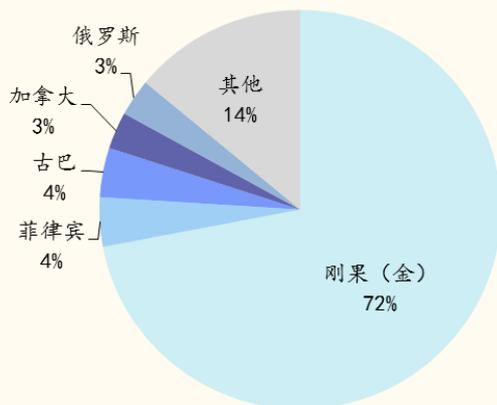
图表 22：钴价短期因终端需求较差而受到压制



来源：SMM, Metal Bulletin, 国金证券研究所

非洲疫情或影响 6-7 月份钴原料进口。3月 24 日，刚果（金）宣布国家进入紧急状态，且将在周日对加丹加省实行 48 小时的封锁；南非宣布自 3 月 26 日起开始封国，为期 21 天；赞比亚 Lusaka 市宣布从 3 月 27 日起所有跨境货物运输暂停。据 Darton 及 SMM，刚果（金）钴产量占全球供给约 72%，而非洲 80%以上的钴原料需经赞比亚中转然后于南非德班港装船运往目的地。国内钴盐厂目前开工率约 7-8 成，原料可用至 5 月下旬，因此非洲疫情加剧或将造成 6-7 月钴原料短缺。

图表 23：全球 72%的钴原料产自刚果（金）



来源：Darton, 国金证券研究所

图表 24：南非港口对非洲钴原料的运输至关重要



来源：Darton, 国金证券研究所

钴价继续下跌空间较为有限。我们认为，在政策有望加大力度背景之下，疫情或不影响全年需求总量，电动车等消费全年可能呈前低后高趋势。当前时

点，行业处于最悲观时刻，钴价已经跌破大部分中小矿山及手抓矿现金成本，一定程度上已脱离基本面定价，继续下跌空间较为有限。

中长期，行业供需格局料将进一步优化，价格有望持续上涨。中期，因矿山减产/停产，供给收缩明显，我们预计 2020-21 年钴行业分别过剩 0.6/0.3 万吨，较此前预期大幅减少。长期，随着矿山品位下降、可开采资源减少，供给料将持续收缩；而电动车渗透率的提升有望带动钴需求不断增长。行业供需格局料将进一步优化，钴价有望持续上涨。

#### 4. 风险提示

**供给超预期风险：**如果矿山等供应产能释放超预期，可能会导致供给过剩，造成价格下跌。

**政策及库存等因素变化的风险：**新能源汽车等领域受政策影响较大，如果政策变化较大，或者库存超过预期水平，可能会导致有色金属价格较大幅度的波动，从而影响相关公司的盈利水平。

**疫情影响超预期的风险：**钴的下游需求分散在新能源汽车、3C 产品等，如果下游需求量受疫情影响不及预期，可能会造成需求下滑、价格下跌，影响公司的利润。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	9,653	14,451	18,853	21,044	24,775	29,199	货币资金	1,753	2,324	2,886	3,032	3,536	4,091
增长率		49.7%	30.5%	11.6%	17.7%	17.9%	应收账款	3,065	1,597	1,518	2,463	2,866	3,338
主营业务成本	-6,333	-10,337	-16,748	-18,143	-20,993	-24,110	存货	4,833	5,488	3,390	4,228	4,650	5,278
%销售收入	65.6%	71.5%	88.8%	86.2%	84.7%	82.6%	其他流动资产	1,066	1,483	1,656	2,555	2,783	2,832
毛利	3,320	4,114	2,105	2,901	3,782	5,089	流动资产	10,717	10,892	9,450	12,278	13,835	15,539
%销售收入	34.4%	28.5%	11.2%	13.8%	15.3%	17.4%	%总资产	64.5%	57.1%	40.6%	49.0%	50.2%	51.5%
营业税金及附加	-85	-172	-254	-337	-396	-467	长期投资	438	716	1,624	1,924	2,024	2,104
%销售收入	0.9%	1.2%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	4,536	6,226	9,623	9,695	10,534	11,301
销售费用	-79	-109	-164	-210	-248	-292	%总资产	27.3%	32.7%	41.4%	38.7%	38.2%	37.4%
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	708	717	936	948	958	975
管理费用	-474	-419	-468	-547	-644	-759	非流动资产	5,901	8,168	13,817	12,762	13,750	14,654
%销售收入	4.9%	2.9%	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	%总资产	35.5%	42.9%	59.4%	51.0%	49.8%	48.5%
研发费用	0	-380	-268	-278	-327	-385	<b>资产总计</b>	<b>16,618</b>	<b>19,060</b>	<b>23,267</b>	<b>25,040</b>	<b>27,585</b>	<b>30,193</b>
%销售收入	0.0%	2.6%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%	短期借款	5,796	5,681	7,126	7,444	8,884	9,707
息税前利润 (EBIT)	2,682	3,033	952	1,529	2,166	3,185	应付款项	3,698	2,494	3,842	5,128	5,557	6,140
%销售收入	27.8%	21.0%	5.0%	7.3%	8.7%	10.9%	其他流动负债	380	802	331	152	214	298
财务费用	-330	-594	-427	-521	-749	-894	流动负债	9,874	8,978	11,299	12,723	14,655	16,145
%销售收入	3.4%	4.1%	2.3%	2.5%	3.0%	3.1%	长期贷款	343	266	1,053	1,053	1,053	1,053
资产减值损失	-129	-704	-329	-256	-52	-42	其他长期负债	323	1,406	824	816	729	690
公允价值变动收益	-20	17	-37	-6	1	3	<b>负债</b>	<b>10,541</b>	<b>10,650</b>	<b>13,176</b>	<b>14,592</b>	<b>16,437</b>	<b>17,888</b>
投资收益	35	-19	-46	5	8	11	普通股股东权益	<b>6,025</b>	<b>7,601</b>	<b>7,748</b>	<b>8,111</b>	<b>8,809</b>	<b>9,962</b>
%税前利润	1.6%	n.a	n.a	0.7%	0.6%	0.5%	其中：股本	593	830	1,079	1,079	1,079	1,079
营业利润	2,252	1,777	161	750	1,374	2,263	未分配利润	2,452	3,647	3,679	4,063	4,761	5,914
营业利润率	23.3%	12.3%	0.9%	3.6%	5.5%	7.8%	少数股东权益	53	810	2,343	2,337	2,339	2,343
营业外收支	-42	-12	-2	-5	-2	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>16,618</b>	<b>19,060</b>	<b>23,267</b>	<b>25,040</b>	<b>27,585</b>	<b>30,193</b>
税前利润	2,209	1,765	159	745	1,372	2,266	<b>比率分析</b>						
利润率	22.9%	12.2%	0.8%	3.5%	5.5%	7.8%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-324	-240	-51	-112	-206	-340	<b>每股指标</b>						
所得税率	14.6%	13.6%	32.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	3.198	1.842	0.111	0.575	1.046	1.727
净利润	1,886	1,525	108	634	1,166	1,926	每股净资产	10.165	9.160	7.183	7.519	8.167	9.236
少数股东损益	-10	-3	-11	-7	2	4	每股经营现金净流	-3.028	2.197	2.375	0.874	1.477	2.479
归属于母公司的净利润	<b>1,896</b>	<b>1,528</b>	<b>120</b>	<b>640</b>	<b>1,164</b>	<b>1,922</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.237	0.432	0.713
净利率	19.6%	10.6%	0.6%	3.0%	4.7%	6.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	31.46%	20.10%	1.54%	7.89%	13.21%	19.29%
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	总资产收益率	11.41%	8.02%	0.51%	2.56%	4.22%	6.37%
净利润	1,886	1,525	108	634	1,166	1,926	投入资本收益率	18.74%	17.35%	3.53%	6.84%	8.72%	11.72%
少数股东损益	-10	-3	-11	-7	2	4	<b>增长率</b>						
非现金支出	446	1,124	943	932	764	828	主营业务收入增长率	97.43%	49.70%	30.46%	11.62%	17.73%	17.86%
非经营收益	231	414	378	715	578	645	EBIT增长率	495.87%	13.09%	-68.62%	60.60%	41.72%	47.02%
营运资金变动	-4,358	-1,240	1,133	-1,338	-914	-725	净利润增长率	2637.70%	-19.38%	-92.18%	435.46%	81.83%	65.14%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-1,795</b>	<b>1,823</b>	<b>2,562</b>	<b>943</b>	<b>1,594</b>	<b>2,674</b>	总资产增长率	56.70%	14.69%	22.07%	7.62%	10.17%	9.45%
资本开支	-638	-1,369	-2,641	478	-1,582	-1,592	<b>资产管理能力</b>						
投资	-491	-342	-1,499	-806	201	123	应收账款周转天数	33.8	28.6	17.3	18.0	17.5	17.0
其他	-61	19	-945	5	8	11	存货周转天数	197.8	182.2	96.7	90.0	86.0	85.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,190</b>	<b>-1,692</b>	<b>-5,086</b>	<b>-324</b>	<b>-1,373</b>	<b>-1,459</b>	应付账款周转天数	54.4	42.8	28.1	35.0	32.0	30.0
股权募资	0	222	1,564	0	0	0	固定资产周转天数	127.2	117.4	124.7	104.3	86.2	76.5
债权募资	1,873	1,021	400	316	1,358	791	<b>偿债能力</b>						
其他	1,052	-1,027	677	-789	-1,075	-1,452	净负债/股东权益	71.92%	51.40%	51.43%	51.31%	56.49%	53.36%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>686</b>	<b>345</b>	<b>-81</b>	<b>947</b>	<b>-87</b>	<b>-632</b>	EBIT利息保障倍数	41.6	13.1	0.0	2.8	2.4	2.9
<b>现金净流量</b>	<b>490</b>	<b>193</b>	<b>-479</b>	<b>385</b>	<b>176</b>	<b>25</b>	资产负债率	48.76%	44.96%	49.26%	62.87%	60.40%	52.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	5	10
增持	0	0	3	9	20
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.75	1.64	1.67

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-06-20	买入	88.31	106.74~106.74
2	2018-08-28	买入	52.04	N/A
3	2018-10-30	买入	31.91	N/A
4	2019-04-10	买入	42.44	N/A
5	2019-04-22	买入	42.44	N/A
6	2019-04-29	买入	34.27	N/A
7	2019-12-31	买入	39.39	46.00~46.00

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH