

深耕钴业数十载 下游爆发乘风来

——寒锐钴业（300618）深度报告

2017年07月02日

强烈推荐/首次

寒锐钴业 深度报告

报告摘要:

产品以钴粉、钴盐、钴精矿和电解铜为主，形成一条完整产业链。寒锐钴业创立于1997年，公司经过近二十年的跨越式发展，如今成长为拥有三家实业公司、两家国际贸易公司的跨国企业集团。公司主要从事钴、铜矿资源的开发和产品深加工，形成了从矿产开发、冶炼，直至钴中间产品和钴粉生产的完整产业链。

公司受益于价格上涨和产能增长。价格方面，公司钴类产品价格2017年上半年比2016年上涨一倍以上，预计未来价格仍有较大的上升空间，我们看好钴价格未来几年的上涨态势。从产能来看，随着募投项目的实施，未来两到三年是公司产能集中释放的阶段，随着募投项目的完成，公司在行业中的地位将明显提升，公司将成为全球最重要的钴粉及其他钴制品公司。

投资项目带动公司快速腾飞。公司募集资金将全部用于钴粉生产线技改和扩建工程项目、刚果迈特矿业有限公司建设年产5,000吨电解钴生产线项目和钴粉及钴基粉体研发项目等三个项目。项目全部完成后预计将增加销售收入14.18亿元，年增加净利润1.4亿元。

盈利预测及投资评级。我们预测公司2016-2018收入分别为25.81亿元、39.6亿元、53.3亿元，净利润分别为3.24亿、5.05亿、6.86，EPS分别为2.70、4.21、5.72，对应的PE分别为34.9倍，22.4倍，16.5倍。首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

风险提示。钴、铜价格波动风险、刚果（金）政局不稳风险、募投项目不达预期风险。

财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入(百万元)	931.60	743.01	2,581.5	3,960.0	5,336.0
增长率(%)	21.86%	-20.24%	247.44%	53.40%	34.75%
净利润(百万元)	28.39	66.57	323.89	504.87	685.75
增长率(%)	-5.91%	134.50%	386.50%	55.88%	35.83%
净资产收益率(%)	9.87%	17.81%	50.49%	48.30%	43.02%
每股收益(元)	0.320	0.740	2.699	4.207	5.715
PE	294.69	127.43	34.94	22.41	16.50
PB	29.51	22.71	17.64	10.83	7.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

林阳

021-65465035

liny ang@dxzq.net.c

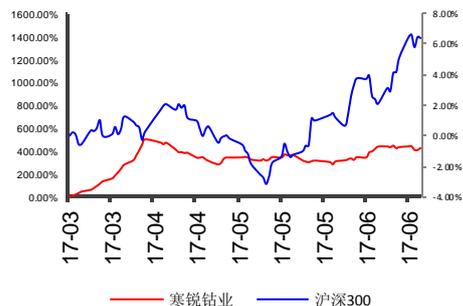
执业证书编号:

S14805101200

交易数据

52周股价区间(元)	68.63-109.7
总市值(亿元)	113
流通市值(亿元)	28.29
总股本/流通A股(万股)	12000/3000
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	9.22

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 深耕钴市场，打通产业链上下游	4
1.1 公司简介以及股权结构.....	4
1.2 受益于公司产品结构不断完善，公司净利润大增.....	6
1.3 公司毛利率行业领先.....	8
1.4 出口市场享有声誉，海外布局稳定原料供应.....	9
2. 上市提升综合竞争力，打开二次腾飞空间	10
2.1 募投项目基本情况.....	10
2.2 项目建成后，公司业绩将得到大幅提升.....	11
3. 行业空间广阔，公司成长潜力巨大	12
3.1 供需持续偏紧，钴价上升空间大.....	12
3.2 半导体设备巨头以钴代铜，钴概念股龙头迎来利好.....	17
3.3 强劲需求的推动下，精炼铜产业保持较快增长.....	18
4. 业绩预测及估值	21
5. 风险提示	22

表格目录

表 1：公司发展历程.....	4
表 2：行业可比公司间综合毛利率（%）情况.....	9
表 3：募集资金使用情况.....	11

插图目录

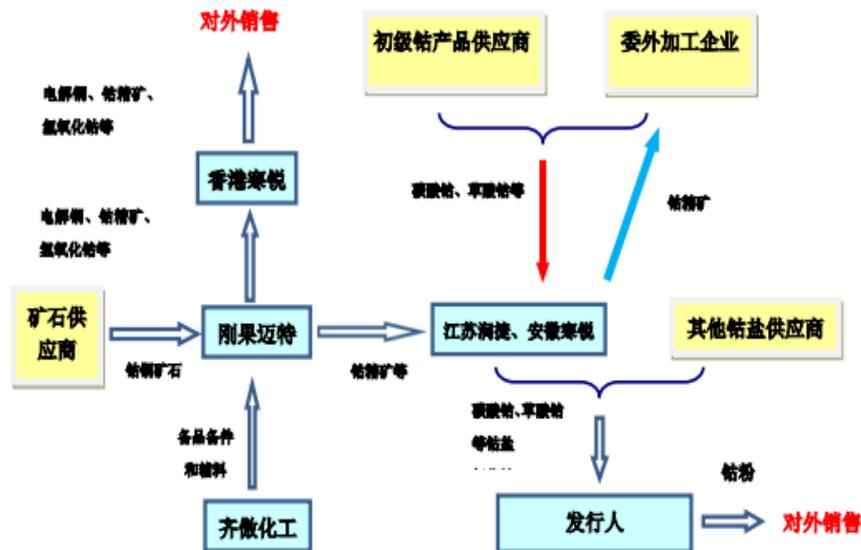
图 1 各子公司业务与发行人主要业务的关系图.....	4
图 2 公司股权结构（2017）.....	5
图 3 公司主营业务收入(万元)构成.....	6
图 4 钴价持续上涨（美元/磅）.....	7
图 5 LME 铜价走势图.....	7
图 6 各板块毛利率明显提升.....	8
图 7 净利润实现快速增长.....	8
图 8 项目工艺流程.....	11
图 9 项目技术工艺及流程.....	12
图 10 2016 世界钴资源主要分布情况.....	13
图 11 全球和中国精炼钴产量.....	14
图 12 全球钴供需平衡状况将不断改善.....	14
图 13 2016 年全球钴消费结构.....	15
图 14 2016 年中国钴消费结构.....	15
图 15 全球锂电池需求量保持稳健增长.....	16
图 16 中国锂离子电池保持稳健增长.....	16
图 17 中国新能源汽车产量（万吨）飞速增长.....	17
图 18 高温合金的应用领域.....	17
图 19 公司钴粉产量及出口情况.....	9
图 20 公司钴粉产量占国内产量的占比及出口占国内出口的占比情况.....	10
图 21 世界铜储量主要分布情况.....	18
图 22 世界主要国家铜消费量情况.....	19
图 23 全球精炼铜消费量（万吨）.....	19
图 24 中国精炼铜产量与消费量（万吨）.....	20
图 25 我国铜消费领域分布情况.....	20

1. 深耕钴市场，打通产业链上下游

1.1 公司简介以及股权结构

寒锐钴业创立于 1997 年，总部位于南京市江宁开发区。公司经过近二十年的跨越式发展，如今成长为拥有三家实业公司、两家国际贸易公司的跨国企业集团。寒锐钴业旗下拥有南京寒锐钴业股份有限公司、刚果迈特矿业有限公司、江苏润捷新材料有限公司构成了寒锐的生产主体，寒锐钴业（香港）有限公司和南京齐傲化工有限公司构成了寒锐综合贸易的主体。

图 1 各子公司业务与发行人主要业务的关系图



资料来源：招股说明书，东兴证券

公司业务涵盖钴铜矿开采、冶炼、钴粉及其他钴基粉体研发、生产和销售，是具有自主研发和创新能力，并持有自主品牌的高新技术企业。2007 年在非洲刚果（金）投资设立了迈特矿业子公司，从事钴、铜矿资源的开发和产品深加工，形成了从矿产开发、冶炼，直至钴中间产品和钴粉生产的完整产业链，提高了资源保障能力。

表 1：公司发展历程

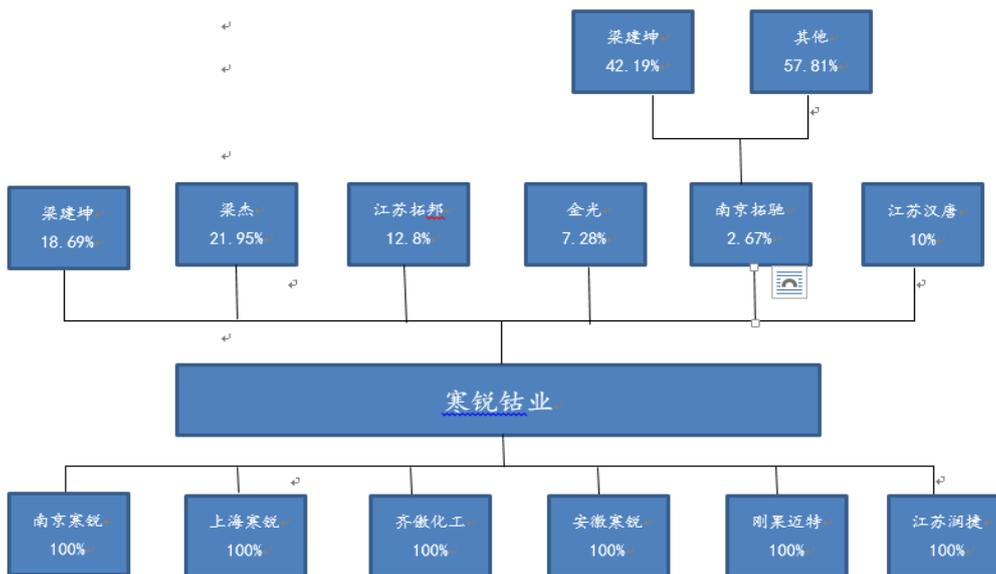
时间	内容
1997	1997 年 5 月 12 日南京寒锐钴业有限公司成立
2007	2007 年 12 月成立刚果迈特矿业公司，保证了钴资源的稳定供应

2008	2008年2月成立南京寒锐钴业(香港)有限公司
2009	2009年6月成立江苏润捷新材料有限公司
2011	2011年8月寒锐完成股份制改革,公司更名为南京寒锐钴业股份有限公司
2014	2014年12月收购齐傲化工100%股权,从事钴产品的综合交易
2015	2015年2月寒锐钴业通过首次公开发行A股并在创业板上市的议案
2017	2017年3月成功上市

资料来源: 公司官网, 东兴证券

公司实际控制人为梁建坤先生和梁杰先生父子。目前梁建坤、梁杰合计直接持有发行人 5056.8 万股, 占发行后总股本的 42.14%。梁建坤通过南京拓驰间接持有发行人 137 万股, 占本次发行后总股本的 1.14%。公司旗下有六家子公司, 其中南京寒锐、刚果迈特、江苏润捷则为生产主体, 上海寒锐、齐傲化工、安徽寒锐为综合贸易服务平台。

图 2 公司股权结构 (2017)



资料来源: 公司报表, 东兴证券

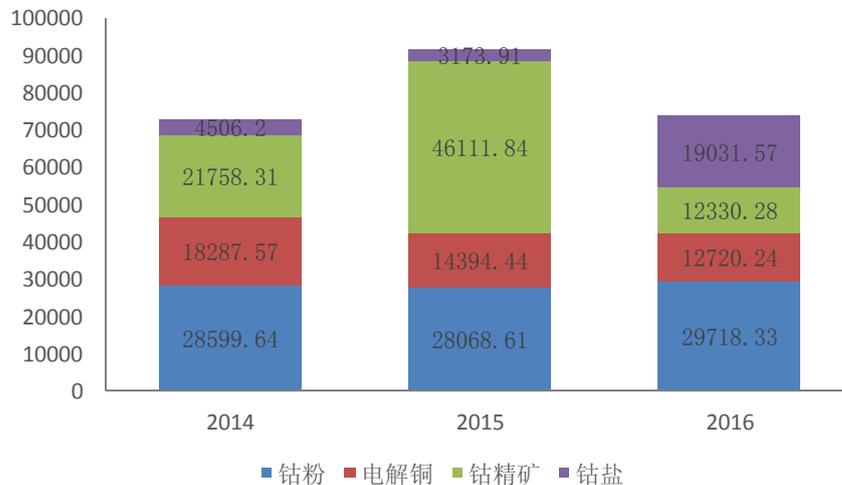
公司拥有优质的下游客户。客户包括韩国 TaeguTec、德国 Betek-Simon、日本东芝、以色列 Iscar、德国 E6、IMC 国际金融 (大连)、厦门春宝森拉天时、自贡硬质合金、厦门钨业等中外一流企业在内的下游客户群。

1.2 受益于公司产品结构不断完善，公司净利润大增

公司生产规模逐渐扩大，主营结构不断改善，业绩稳定增长。2014-2016 年，公司营业收入分别为 76450.86 万、93160.1 万和 74301.35 万元。2015 公司营收同比增长了 21.86%，主要是由于 2015 年新能源汽车行业持续向好发展，各地纷纷出台支持新能源汽车发展的新政策，动力锂离子电池的需求持续上升，其对钴金属的需求也持续上升，公司紧跟市场趋势，继续加大钴精矿产品的销售，导致 2015 年营业收入同比增幅较大。2016 年公司营收同比下降了 20.24%，主要是由于 2016 年钴精矿销售收入的下降所致。2016 年，刚果迈特年产 2,000 吨氢氧化钴生产线建成投产，公司调整了刚果迈特的钴产品结构，加大了高含钴率氢氧化钴产品的生产（含钴率在 35%以上），使得 2016 年公司钴盐总收入比上年同期增加了 15,857.66 万元，增幅为 499.63%；同时，2015 年下半年钴金属价格下降幅度较大，市场对钴含量较低的钴精矿（含钴率一般在 10%左右）需求不足，销售量下降，从而导致 2016 年钴精矿销售收入比上年同期减少了 33,781.56 万元，降幅为 73.26%。

2017 年上半年公司业绩高速增长，预计公司上半年盈利：13431.82--13967.87 万元，比上年同期增长：652%-682%，主要原因是，公司钴产品随着锂离子电池材料以及新能源汽车动力电池材料对钴需求的增长影响，产品价格有较大幅度回升；公司 IPO 募投项目产能进一步释放，钴产品产销量稳步增长，运营成本下降，产品盈利能力持续提高；铜钴生产线持续性技改，增加了铜钴产品产量，降低了加工成本，提高了铜钴产品盈利能力。

图 3 公司主营业务收入(万元)构成

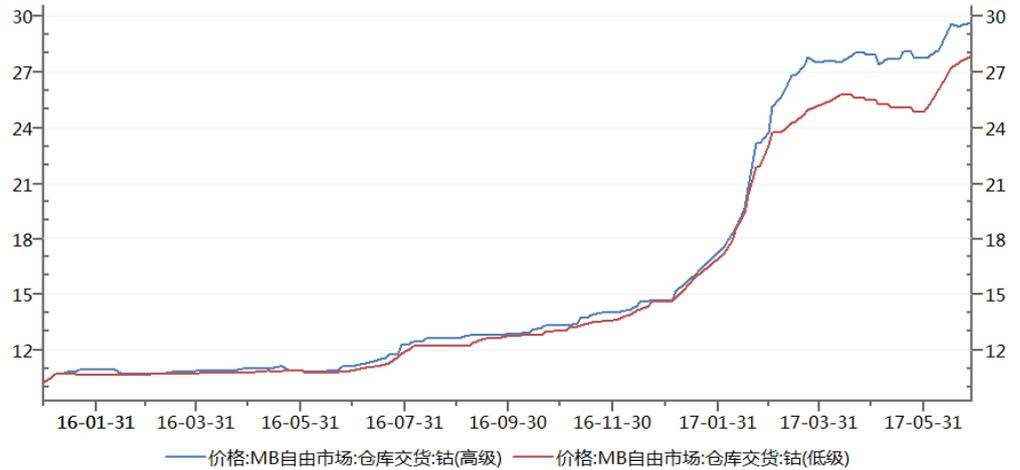


资料来源：wind，东兴证券

在钴价持续上涨的影响下，公司毛利增加，业绩增厚明显。2016 年以来钴价持续上涨，MB（高级）报价累计底部以来涨幅已达 180%，低级涨幅也超过 150%。钴行业未来几年可能长期出现供不应求的局面，受此因素影响国内各类钴价将一直会维持在一

个较高的位置，公司的毛利将获得大幅提升。

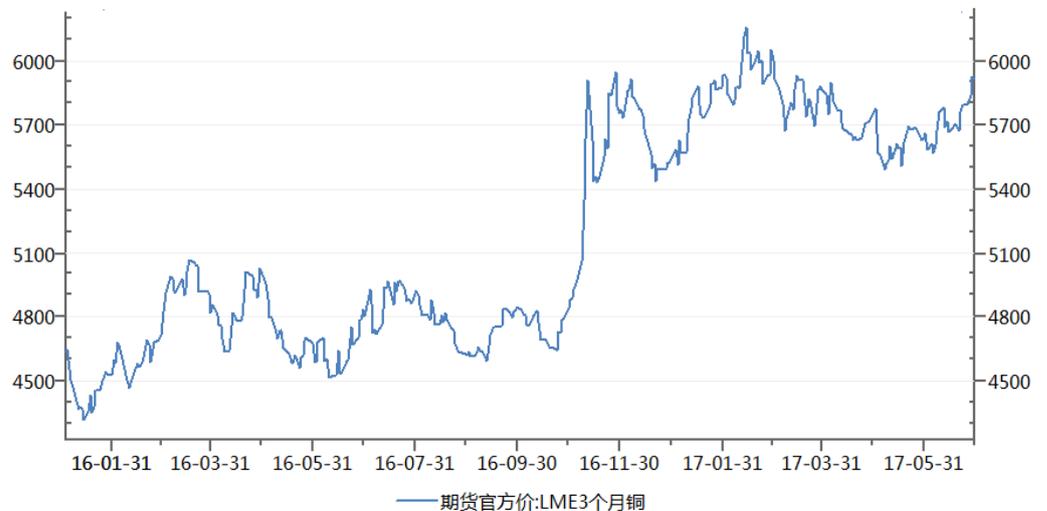
图 4 钴价持续上涨（美元/磅）



资料来源：wind，东兴证券

铜价的回暖，拉动公司毛利增长。自 2015 年以来，随着国内供给侧改革的力度不断加强，在供给端短期内出现供应大幅消减的现象，在需求端，随着新一届政府大力推进城镇化建设，以及中国主导的亚洲基础设施银行的成立和“一带一路”推进的影响，全球还需要进行大量的基础设施建设，铜消费需求仍然强劲。因此我们预测未来几年铜价也将维持在较高的位置，受铜价的影响，公司电解铜业务毛利率将保持高水平。

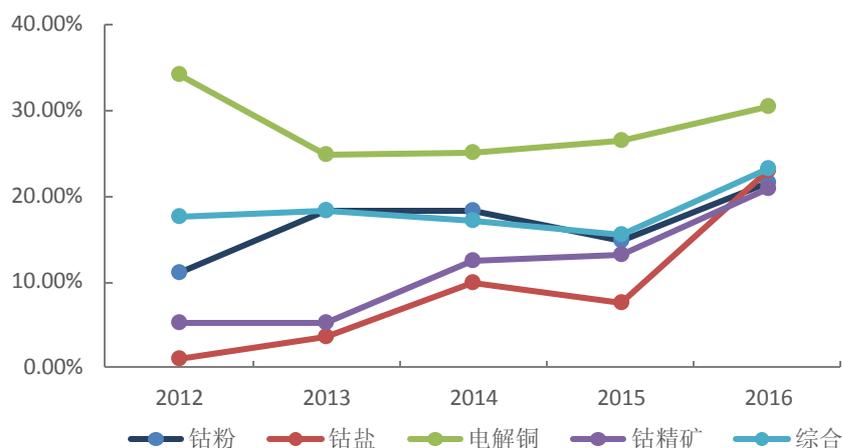
图 5 LME 铜价走势图



资料来源：wind，东兴证券

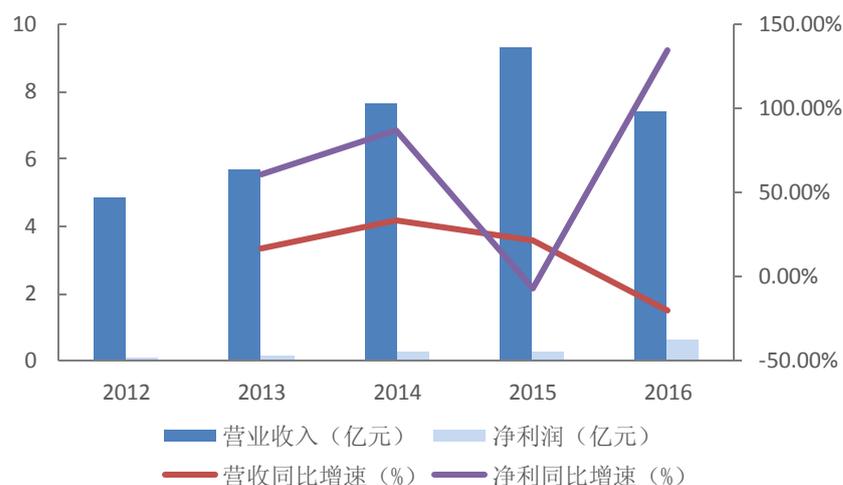
2016 年毛利率大增，净利润实现快速增长。2014-2016 年，公司综合毛利率分别为 17.24%、15.52%和 23.20%，2015 年由于毛利率较低的钴精矿产品销售占比大幅上升，导致公司综合毛利率降为 15.52%。2016 年，公司钴精矿产品销售占比下降，同时公司子公司刚果迈特氢氧化钴生产线建成投产，氢氧化钴产品含钴率和毛利率较高，公司综合毛利率上升至 23.20%。受综合毛利率的上升的影响，2016 年公司净利润为 6657.50 万元，同比增长 134.5%。

图 6 各板块毛利率明显提升



资料来源：wind，东兴证券整理

图 7 净利润实现快速增长



资料来源：wind，东兴证券

1.3 公司毛利率行业领先

2014-2016 年，同行业可比上市公司平均毛分别为 17.86%、14.09%和 14.50%，公司毛利率分别为 17.24%、15.52 和 17.52%。

表 2：行业可比公司间综合毛利率（%）情况

公司名称	2016	2015	2014
格林美	15.71	17.12	18.63
华友钴业	16.35	11.05	17.09
行业平均	16.03	14.09	17.86
寒锐钴业	23.20	15.52	17.24

资料来源：招股说明书、东兴证券

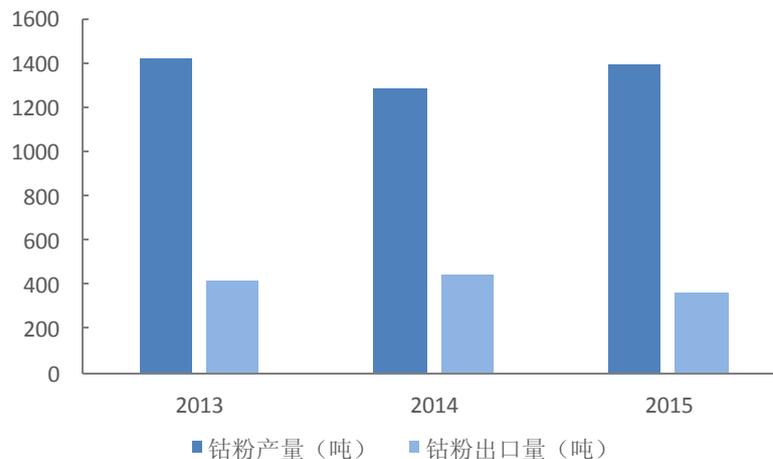
由表 2 可以看出公司毛利率 2014 年与可比上市公司行业平均毛利率基本相当，2015 年和 2016 年高于同行业上市公司平均水平。由于同行业上市公司格林美和华友钴业经营规模和品种超过本公司，与同行业上市公司分类产品进行毛利率比较更具有可比性。公司主要业务是钴粉等钴产品的生产销售，与格林美的钴产品经营相近，2016 年格林美钴产品毛利率为 15.71%，公司毛利率略高于格林美钴产品的毛利率。

1.4 出口市场享有声誉，海外布局稳定原料供应

钴粉产量市场占有率接近国内市场的三分之一，出口稳居国内第一

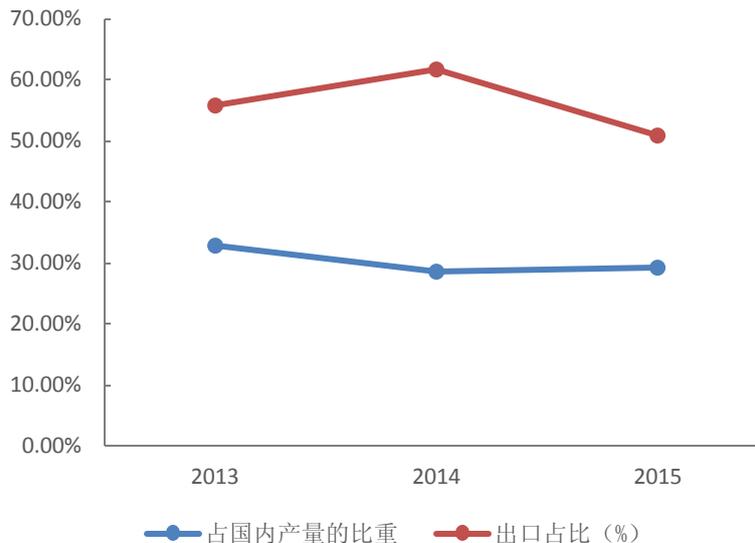
2013-2015 年公司的钴粉产量市场占有率接近国内市场的三分之一，公司钴行业龙头的名分名副其实。另外公司是中国钴粉产品的主要出口企业，近三年的公司钴粉出口量占中国钴粉总出口量的比例分别为 55.75%、61.75%和 50.89%，稳居国内钴粉市场出口量第一位，未来公司的钴粉消费量不仅依靠国内的市场，国际市场的需求量对公司的业绩也会产生巨大的影响。

图 8 公司钴粉产量及出口情况



资料来源：招股说明书、东兴证券

图 9 公司钴粉产量占国内产量的占比及出口占国内出口的占比情况



资料来源：招股说明书，东兴证券

布局刚果（金），享受成本优势

在于同行业的竞争中能够享受成本优势很重要，公司通过以下方法降低了成本：1. 公司在刚果（金）设立了子公司刚果迈特，通过子公司在当地采购的钴、铜矿石价格相对较低，降低了采购成本。2. 刚果（金）钴、铜矿的伴生属性，因此公司能够对矿石中的钴、铜金属综合利用，降低原材料成本。3. 公司的选矿、粗冶炼、电解铜生产线都设在刚果（金），当地的劳动力成本较低，未来公司的电解钴生产线在刚果（金）投产后，将有力的降低公司的人工成本。4. 刚果（金）的募投项目电解钴投产后，公司钴粉的前道工序也主要在刚果（金）完成，现在公司是将钴金属含量 10%左右的钴精矿运回国内，未来将是将钴金属含量接近 100%的电解钴运回国内，将降低近 90%的运费成本。

2. 上市提升综合竞争力，打开二次腾飞空间

2.1 募投项目基本情况

募投资金的主要用途。公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 3000 万股（A 股），占发行后总股本的 25%，募集资金将全部用于钴粉生产线技改和扩建工程项目、刚果迈特矿业有限公司建设年产 5,000 吨电解钴生产线项目和钴粉及钴基粉体研发项目等三个项目，总投资 46,839.80 万元。

募集资金运用紧密围绕公司主营业务进行，有利于优化产业链，丰富产品结构，扩大生产规模，增强盈利能力，巩固和提高市场地位，推动可持续发展，为投资者带来更丰厚的回报。

表 3 募集资金使用情况

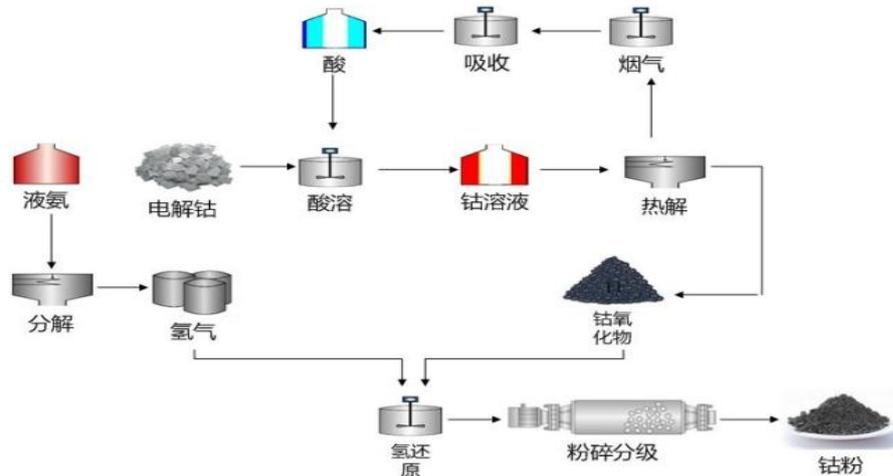
序号	项目名称	投资总额（万元）	募投资金投入额（万元）	建设期（年）
1	钴粉生产线和扩建工程	17644	17644	1.5
2	刚果迈特矿业 5000 吨 电解钴生产项目	18964.80（3058.84 美元）	14912.42	3
3	钴粉及钴基粉研发项目	10231	-	2

资料来源：招股说明书，东兴证券

2.2 项目建成后，公司业绩将得到大幅提升

钴粉生产线技改和扩建工程项目

从全球市场的钴粉需求看，全球的钴粉需求量有望达到 1.87 万吨，世界钴粉市场处于一个供不应求的局面。该项目以电解钴为原材料制备出硫酸钴溶液，然后用液相还原新工艺生产 500 吨超细球形钴粉和超粗球形钴粉。项目投产以后公司的钴粉产能将从目前的 1,500 吨提高到 3,000 吨，有助于进一步提高公司钴粉产品的市场占有率，强化公司在钴粉行业的市场地位。

图 10 项目工艺流程


资料来源：招股说明书，东兴证券

项目建成后将对增厚公司业绩产生重大影响。本项目建设期为 1.5 年，项目建成后，第一年生产能力为设计产能的 80%，第二年达到设计产能的 100%。项目达产后，预计每年销售收入为 6.4 亿元，每年增加税后净利润总额为 5,031 万元。

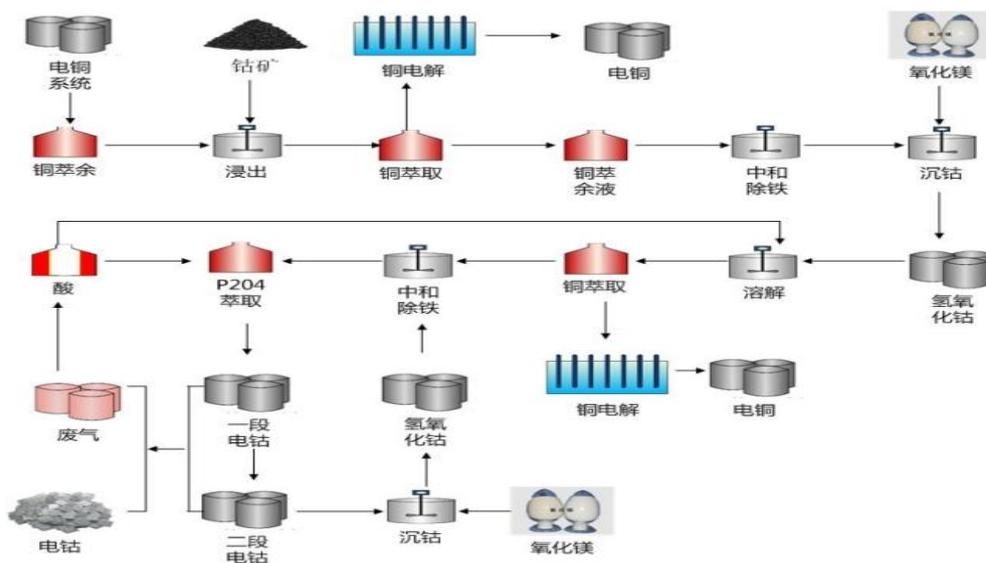
刚果迈特矿业 5000 吨电解钴生产线项目

近年来，新能源汽车行业发展迅速，拉动了电池产业的飞速发展。根据国家工业及信息化部预计，到 2020 年，全球动力电池产值将超过 280 亿美元，市场规模巨大，未来将推动钴需求大幅增长。刚果迈特所处的刚果(金)钴、铜资源丰富，其中钴资源储量占到全世界的 48.57%，世界第一位，可以为本项目提供稳定充足的钴矿石。目前刚果迈特拥有一条年产 5,250 吨电解铜的生产线，每年生产电解铜的铜萃余液中，

大约有 150 吨金属量钴和 1,300 吨硫酸未被回收利用。公司本次募投实施的电解钴项目拟采用新技术、新工艺对上述资源进行综合利用，**提高钴矿资源的利用率**。另外本募投项目投产后，刚果迈特生产的电解钴纯度高达 98% 以上，运回国内减少了将近 90% 的运费量，**可大幅降低运费成本**。

该项目总投资约 18,964.80 万元，分两期投资建设，其中一期生产 2,000 吨电解钴，一期已于 2015 年下半年开始启动，2016 年投资 8,670.51 万元，二期生产 3,000 吨电解钴，投资 10,294.29 万元。项目建成后，第一年生产能力为设计产能的 80%，第二年达到设计产能的 100%。

图 11 项目技术工艺及流程



资料来源：招股说明书，东兴证券

项目建成将使得公司净利润得到大幅提升。2016 年，刚果迈特氢氧化钴一期项目生产线建成投产，年产能 2000 吨，项目建成后，氢氧化钴成为公司新生产的产品，公司钴盐产品中氢氧化钴的销售收入大幅增加。待项目全部达产后，**预计年增加销售收入 77,825 万元，年增加净利润 8,975 万元**。

钴粉及钴基粉体研发项目

为了满足公司发展战略和持续发展的需要，公司募集资金投资与该项目，本项目的建设符合公司的发展战略，项目的实施将使公司的综合实力得到进一步提升，提高公司的盈利能力，巩固和提高公司市场领先地位，推动公司可持续发展，为投资者带来更丰厚的回报。

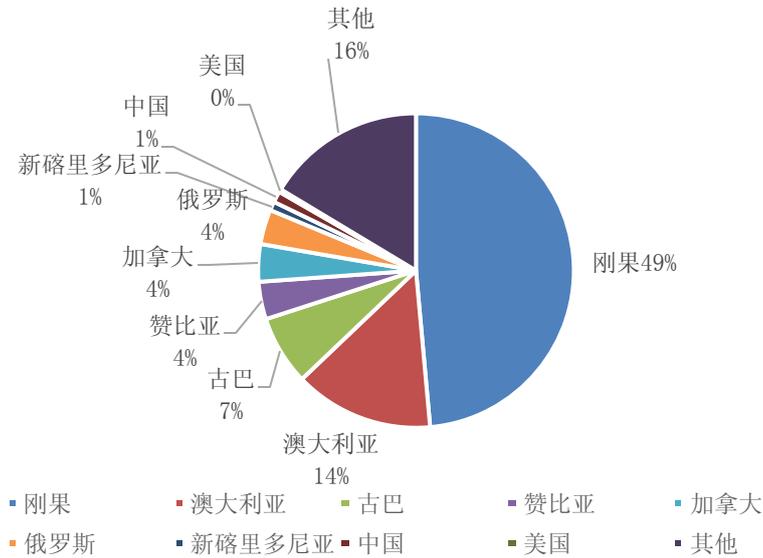
3. 行业空间广阔，公司成长潜力巨大

3.1 供需持续偏紧，钴价上升空间大

钴是制造高温合金、硬质合金、金刚石工具、电池材料、防腐材料、磁性材料等的重要原料，广泛应用于航空、航天、电子电器、机械制造、汽车、化工、农业和陶瓷等领域。公司已经在国内外拥有多家一流的下游客户。

世界金属钴的储量分布很不均衡，主要集中在刚果（金）、澳大利亚等少数国家。据美国地质调查局统计数据 displays，2016 年世界钴储量为 700 万吨金属量。世界钴储量主要集中在分布在刚果（金）、澳大利亚，这两个国家的钴资源储量约占世界钴总储量的 62.86%。其中，刚果（金）的钴资源最为丰富，占世界储量的 48.57%，世界第一，中国的钴资源储量为 8 万吨，仅占全球钴资源总储量的 1.14%。

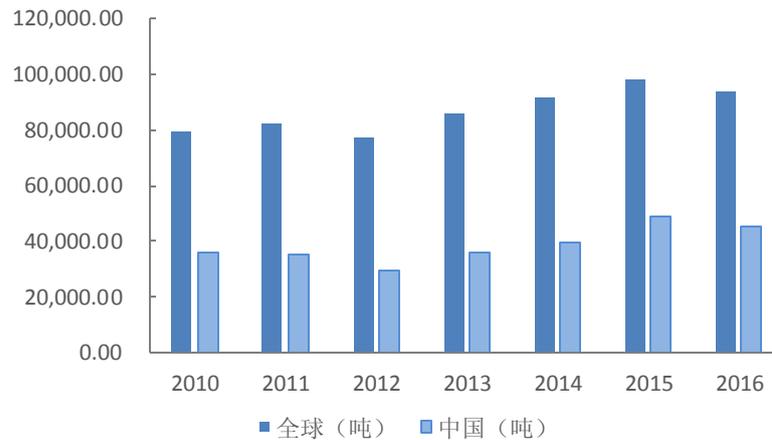
图 12 2016 世界钴资源主要分布情况



资料来源: wind, 东兴证券

钴主要为铜、镍矿产伴生资源，50%钴的来源于镍的副产品，44%的钴来自于铜及其他金属的副产品，只有 6%的钴来自于原生钴矿，其生产规模在很大程度上受铜、镍矿产开发影响。目前世界精炼钴生产主要集中在刚果（金）、加拿大、赞比亚、澳大利亚、俄罗斯、中国等国家。

图 13 全球和中国精炼钴产量

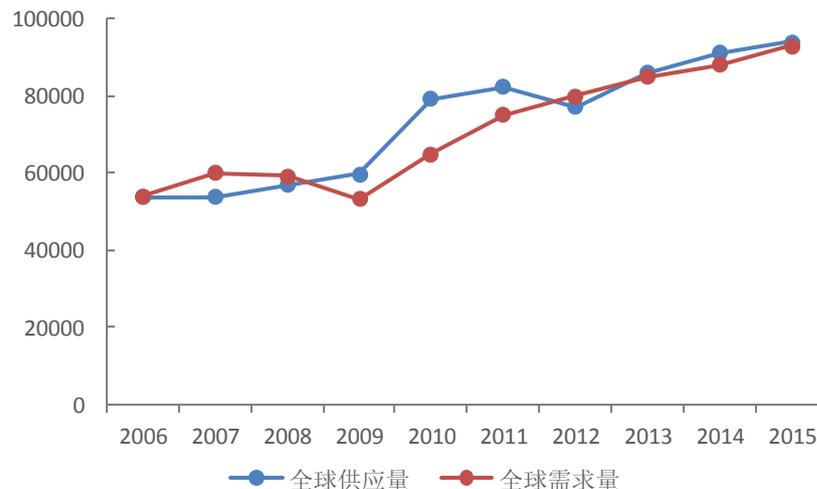


资料来源：wind, 东兴证券

全球精炼钴的产量总体上呈现平稳增长的态势，但 2016 年，全球钴产品产量略微下降一点，但已达到了 9.39 万吨。中国精炼钴的走势与全球精炼钴走势保持一致，2016 年中国精炼钴产量达 4.5 万吨，占全球总量 47.92%，中国钴行业的市场地位不断提升，对全球的钴行业发展的影响越来越大。

在 21 世纪初，在中国需求及 3C 用锂电池需求快速增长的带动下，钴需求快速释放，使得钴在 2006-2008 年连年供应紧缺。但在 2008 年的金融危机冲击下，钴价大幅下挫，而随着 2009 年钴产能的集中投放，世界钴的供需平衡出现了严重的过剩。但是在近几年全球钴的供应量逐渐出现供需平衡的趋势，我们预测 2016 年将出现供不应求的局面，并在 2020 年出现供给端 6000 万吨的缺口。

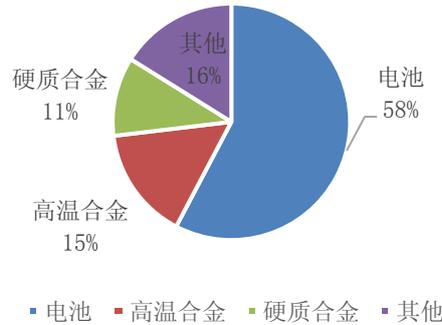
图 14 全球钴供需平衡状况将不断改善



资料来源：wind, 东兴证券

2016 年全球钴消费量约 10.38 万吨，同比增加 4.3%，全球钴下游需求中，电池及工业需求占比分别为 54%和 46%。电池领域主要为 3C 电池、动力电池和储能电池，其中 3C 电池需求占比达到 87%左右，动力电池占比为 12%，储能电池占比相对较少。工业需求领域则主要分为高温合金、硬质合金、陶瓷等。

图 15 2016 年全球钴消费结构

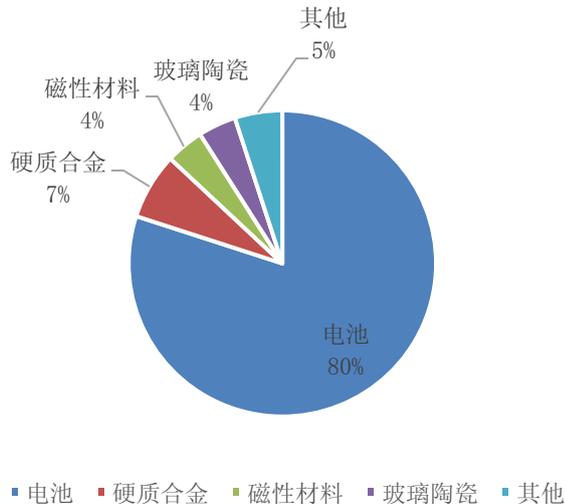


资料来源：中国产业发展研究网，东兴证券

全球钴产品的消费结构中，电池、高温合金以及硬质合金居钴产品消费的前三位，占比为 84%

2016 年中国钴消费占比全球约 45%。2016 年中国动力电池产量达到 29.39GWH，超过 3C 电池产量，成为最大的消费端，动力电池将是中国锂电池未来 3 年最大的驱动引擎，市场重心向动力应用转移。电池材料需求占比 2016 年全国钴需求近 80%，其次为硬质合金、磁性材料、玻璃陶瓷，占比分别为 7%、4%、4%。

图 16 2016 年中国钴消费结构



资料来源：中国产业发展研究网，东兴证券

我国钴产品消费的增长主要是由于电池领域快速增长拉动的影响。

受新能源汽车的快速增长影响，钴需求将大幅增长，未来前景非常广阔

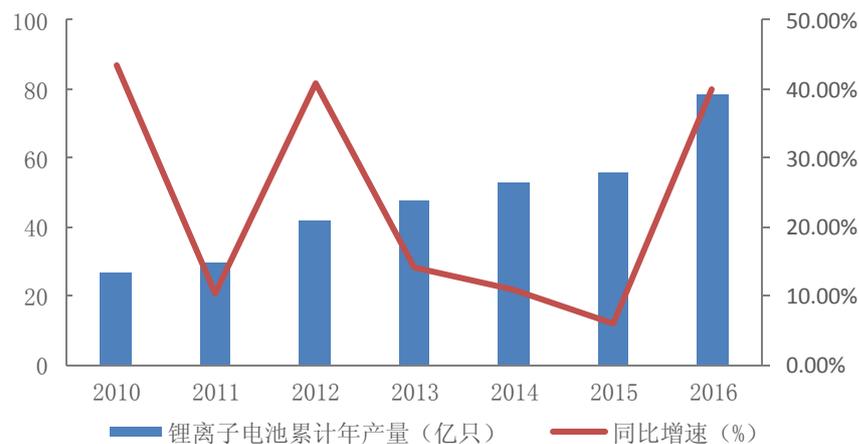
自 2006 年以来，电池行业一直为全球最大的钴消费领域。钴在电池行业的大量应用主要是由于锂离子电池的快速增长，最近 10 年间，全球锂离子电池行业保持年 20% 以上的增长速度。目前，锂离子电池广泛应用于手机、笔记本电脑、平板电脑等众多电子产品。随着新能源汽车进入实质性快速增长期，汽车动力电池将是未来钴在电池领域消费的最大增长点，将推动钴需求大幅增长，未来前景非常广阔。

图 17 全球锂电池需求量保持稳健增长



资料来源：中国产业信息网，东兴证券

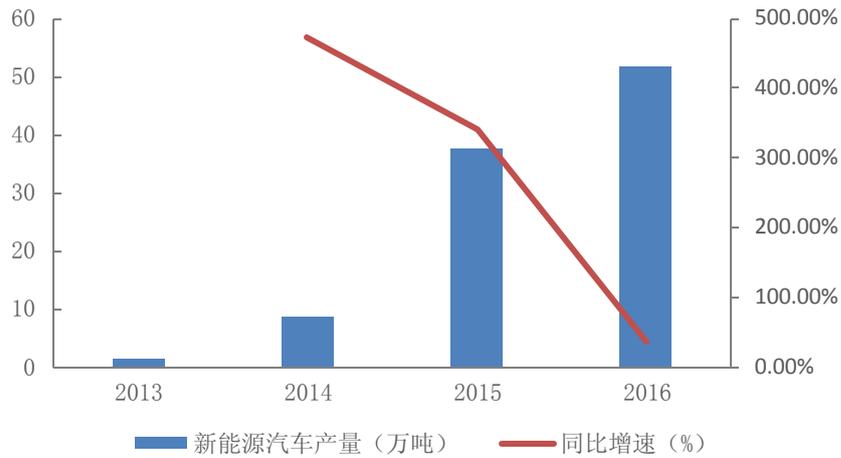
图 18 中国锂离子电池保持稳健增长



资料来源：中国产业发展研究网，东兴证券

电动汽车用锂离子电池是未来钴在电池领域消费的最大增长点，发达国家和中国的新能源汽车进程都已经开启。作为电动汽车电池的重要原材料，钴将迎来快速增长。

图 19 中国新能源汽车产量 (万吨) 飞速增长



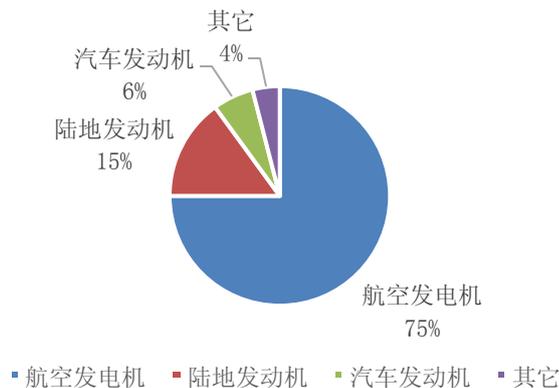
资料来源：中国产业发展研究网，东兴证券

在高温合金领域对钴的消费量占比小，将为我国钴消费提供新的增长点

2015 年高温合金用钴量达 1.46 万吨，占全球钴消费的 15.70%。高温合金的主要使用领域是发动机，其中航空发动机约占 75%，陆地发动机约 15%，汽车发动机约占 6%，其余在油气工业和工具行业约占 4%。2015 年，作为全球第二大消费领域的高温合金对钴的消费量为 1.46 万吨，而中国的高温合金领域对钴产品的消费量仅为 1,200 吨，为全球消费水平的约 8%。

随着全球航空工业的发展，尤其是中国军工产品的高速发展以及设备国产化的趋势加快，为高温合金行业带来了广阔的发展空间。

图 20 高温合金的应用领域



资料来源：招股说明书，东兴证券

3.2 半导体设备巨头以钴代铜

据台湾媒体 2017 年 5 月 18 日报道，全球最大半导体设备厂应用材料公司宣布，将以

钴金属全面取代铜作为导线材料。此举将提升导电性、降低功耗并大幅减少芯片体积，使芯片效果更优越。这将进一步延续摩尔定律，助力台积电等半导体大厂继续发展个位数纳米先进制程。台积电 7 纳米制程今年 4 月开始试产，明年量产。三星 7 纳米制程计划在今年量产。

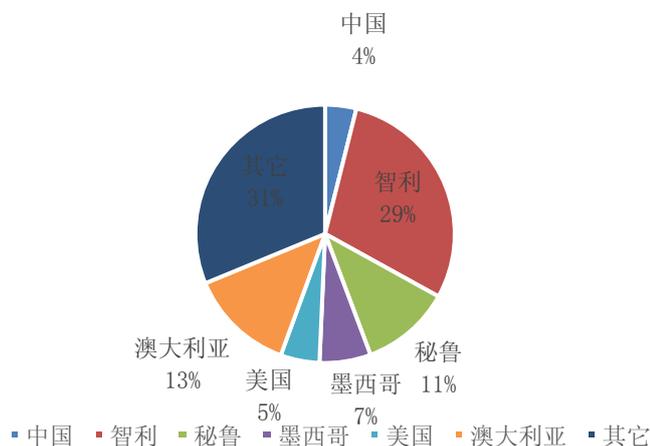
我们认为，7 纳米制程相较当前的 10 纳米，运算速度快约 25%，功耗降低约 35%，为芯片带来全面升级，获得苹果、高通、联发科和海思等科技巨头追捧，争相采用。台积电、三星等半导体行业巨头也将个位数纳米制程作为抢占市场份额的重磅武器。随着个位数纳米制程的加速应用，钴作为关键导线材料将全面替代铜，需求有望迎来明显增长。

3.3 强劲需求的推动下，精炼铜产业保持较快增长

铜作为一种基础金属，目前是全球使用最广泛、最重要的金属之一。目前，铜被广泛应用于电气、电子、机械制造、建筑、国防等工业领域，其中，铜在电气、电子工业领域应用最广、用量最大。

根据美国地质调查局资料，2016 年世界铜的储量为 7.2 亿吨金属量，铜矿资源相对集中，主要分布于智利、澳大利亚、秘鲁、墨西哥、美国等国，这些国家铜储量总和约占世界总储量的 68.75%。其中，智利、澳大利亚、秘鲁三国的铜储量之和约占全球铜储量的 53.61%。

图 21 世界铜储量主要分布情况

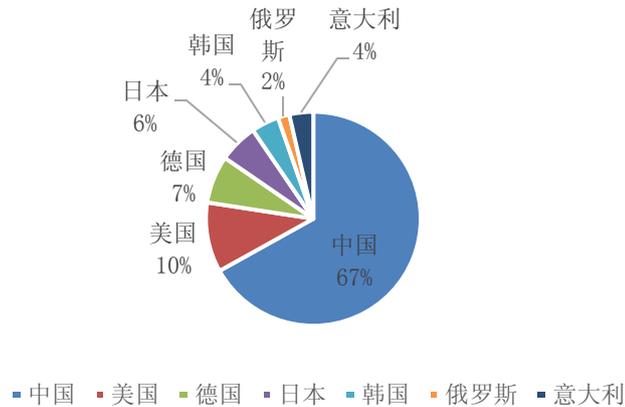


资料来源：wind，东兴证券

中国铜储量为 2800 万吨，约占全球铜储量的 3.89%，列全球第六。但是，由于我国铜矿的品位较低，大型铜矿缺乏，可开采能力相对较低，加之我国人口众多，因此我国铜资源相对而言也较为贫乏。

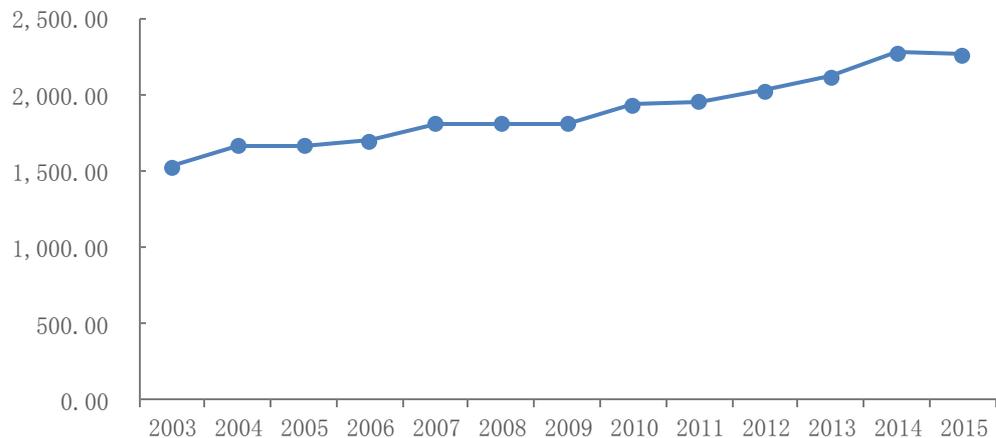
铜金属作为一种基本金属和全球大宗金属，2006 年以来，一直保持了平稳增长的态势，年均消费量超过 1,700 万吨，2015 年全球铜消费量已超过 2,262.02 万吨，较 2014 年 2279.13 万吨，略微下降一些。

图 22 世界主要国家铜消费量情况



资料来源: wind, 东兴证券

图 23 全球精炼铜消费量 (万吨)

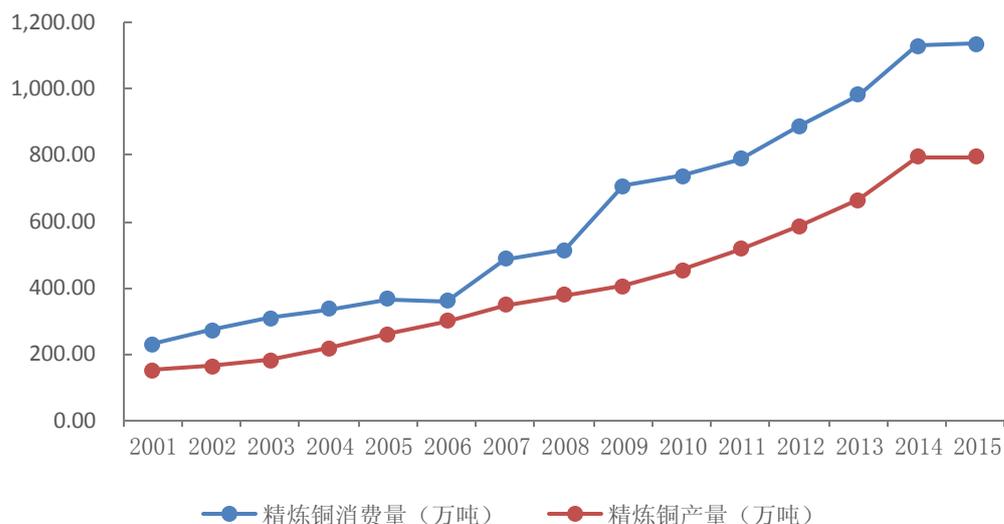


资料来源: wind, 东兴证券

欧美等发达国家是全球铜消费的主要国家,最近 20 年铜消费量基本保持稳定。但是随着中国等新兴经济体成为了铜消费的主要增长点,使得欧美等国铜消费占比逐年递减。

自改革开放以来,受益于我国经济连续多年保持高速发展,大规模的基础设施建设以及中国制造业的崛起,引起的用铜量大幅增加,导致我国铜消费量增长迅速。目前,我国已发展成为全球最大的铜消费国。近些年来,中国精炼铜产销保持稳定增长,2015 年中国精炼消费量为 1135.31 万吨,产量为 796.36 万吨。

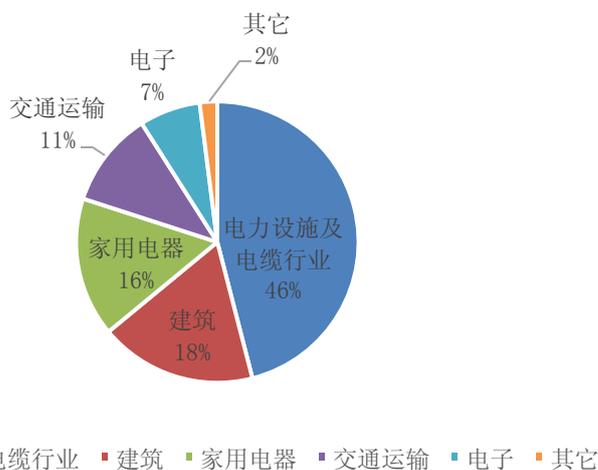
图 24 中国精炼铜产量与消费量（万吨）



资料来源：wind, 东兴证券

与欧美等发达国家的铜消费结构不同，我国铜产品消费量较大的行业主要有：电力电缆、电子通讯、家用电器、机械制造、建筑工业、交通运输、国防等。其中，电力设施及电缆行业约占我国铜消费的46%，建筑18%，家用电器约占16%，交通运输约占11%，电子约占7%。

图 25 我国铜消费领域分布情况



资料来源：招股说明书，东兴证券

目前，随着新一届政府大力推进城镇化建设，以及中国主导的亚洲基础设施银行的成立和“一带一路”推进的影响，全球还需要进行大量的基础设施建设，铜消费需求还有较大的发展空间。

随着公司业务结构的不断调整以及全球市场对铜消费的强烈需求,我们预计未来三年公司的电解铜业务将保持 5%-10%的稳定增长。

4. 业绩预测及估值

公司未来两年的主要看点是价格上涨和产能提升。

价格方面,公司钴类产品价格 2017 年上半年比 2016 年上涨一倍左右,预计未来价格仍有较大的上升空间,我们看好钴价格未来几年的上涨态势。

从产能来看,随着募投项目的实施,未来两到三年是公司产能集中释放的阶段,随着募投项目的完成,公司在行业中的地位将明显提升,公司将成为全球最重要的钴粉及其他制品公司。

我们预测公司 2016-2018 收入分别为 25.81 亿元、39.6 亿元、53.3 亿元,净利润分别为 3.24 亿、5.05 亿、6.86 亿, EPS 分别为 2.70、4.21、5.72,对应的 PE 分别为 34.9 倍, 22.4 倍, 16.5 倍。首次评级给予公司“强烈推荐”评级。

表 4: 收入预测假设

业务分类	指标	2016	2017E	2018E	2019E
钴粉	价格(万/吨)	18.58	50.00	60.00	70.00
	数量(吨)	1500.00	2,300.00	2,700.00	3,000.00
	收入		1,150.00	1,620.00	2,100.00
钴盐	价格(万/吨)	12.45	20.00	25.00	30.00
	数量(吨)	1528.00	2,500.00	2,000.00	1,500.00
	收入		500.00	500.00	450.00
钴精矿	价格(万/吨)	11.42	28.00	30.00	33.00
	数量(吨)		2,000.00	2,000.00	2,000.00

	收入		560.00	600.00	660.00
	价格（万/吨）	20.00	40.00	50.00	60.00
电钴	数量（吨）		400.00	2,000.00	3,500.00
	收入		160.00	1,000.00	2,100.00
	价格（万/吨）	2.96	4.70	5.00	5.20
电解铜	数量（吨）	4300.00	4,500.00	4,800.00	500.00
	收入		211.50	240.00	26.00

资料来源：东兴证券

5. 风险提示

- 1、钴、铜价格波动风险
- 2、刚果（金）政局不稳风险
- 3、募投项目不达预期风险

利润表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
营业收入	931.60	743.01	2,581.50	247.44%	3,960.	53.40%	5,336.00	34.75%
营业成本	787.01	570.67	1,967.02	244.69%	3,003.	52.70%	4,049.94	34.84%
营业费用	10.85	7.93	27.55	247.44%	42.27	53.40%	56.95	34.75%
管理费用	47.41	46.65	162.07	247.44%	248.62	53.40%	335.01	34.75%
财务费用	34.26	23.18	22.87	-1.33%	38.95	70.31%	42.98	10.37%
投资收益	0.43	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	43.72	85.23	379.05	344.75%	591.96	56.17%	804.77	35.95%
利润总额	47.12	86.91	381.05	338.42%	593.96	55.88%	806.77	35.83%
所得税	18.73	20.34	57.16	181.03%	89.09	55.88%	121.02	35.83%
净利润	28.39	66.57	323.89	386.50%	504.87	55.88%	685.75	35.83%
归属母公司所有者的净利润	28.39	66.57	323.89	386.50%	504.87	55.88%	685.75	35.83%
NOPLAT	46.98	83.04	341.63	311.42%	536.27	56.98%	720.59	34.37%
资产负债表 (百万元)	2014A	2015A	2016E	增长率%	2017E	增长率%	2018E	增长率%
货币资金	108.49	95.84	77.45	-19.20%	118.80	53.40%	160.08	34.75%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	64.96	76.74	212.18	176.48%	325.48	53.40%	438.58	34.75%
预付款项	17.41	14.96	14.96	0.00%	14.96	0.00%	14.96	0.00%
存货	303.59	266.94	862.26	223.02%	1,316.62	52.70%	1,775.31	34.84%
流动资产合计	561.73	530.51	1,361.12	156.57%	2,061.35	51.45%	2,765.45	34.16%
非流动资产	230.62	272.95	324.35	18.83%	414.13	27.68%	477.41	15.28%
资产总计	792.35	803.46	1,685.47	109.78%	2,475.48	46.87%	3,242.86	31.00%
短期借款	284.68	205.14	586.00	185.66%	744.93	27.12%	734.37	-1.42%

应付帐款	123.57	64.26	215.56	235.47%	329.16	52.70%	443.83	34.84%
预收款项	8.53	8.88	8.88	0.00%	8.88	0.00%	8.88	0.00%
流动负债合计	472.21	390.44	1,039.01	166.11%	1,425.12	37.16%	1,643.90	15.35%
非流动负债	32.51	39.29	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
母公司股东权益	287.63	373.73	641.46	71.64%	1,045.36	62.96%	1,593.96	52.48%
净营运资本	89.51	140.06	322.11	129.97%	636.23	97.52%	1,121.55	76.28%
投入资本 IC	464.20	483.40	1,150.02	137.90%	1,671.49	45.34%	2,168.25	29.72%
现金流量表 (百万元)								
净利润	28.39	66.57	323.89	386.50%	504.87	55.88%	685.75	35.83%
折旧摊销	20.98	26.06	0.00	N/A	30.22	N/A	36.72	21.51%
净营运资金增加	21.23	50.55	182.05	260.11%	314.11	72.55%	485.32	54.51%
经营活动产生现金流	92.74	148.54	(241.06)	N/A	143.34	N/A	332.98	132.29%
投资活动产生现金流	(43.28)	(66.12)	(99.96)	N/A	(121.00)	N/A	(101.00)	N/A
融资活动产生现金流	(82.92)	(105.10)	322.62	N/A	19.01	-94.11%	(190.70)	N/A
现金净增 (减)	(33.46)	(22.68)	(18.40)	N/A	41.36	N/A	41.28	-0.18%

分析师简介

林阳

中国社科院经济学硕士，有色金属行业首席研究员，研究所上海团队负责人。
单击此处输入文字。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。