

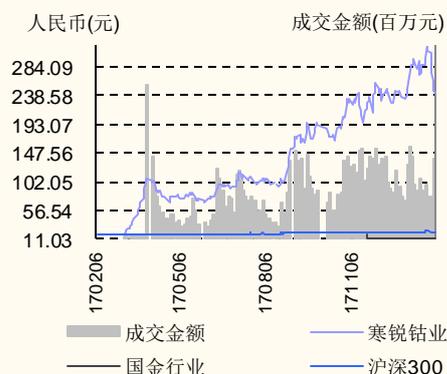
寒锐钴业 (300618.SZ) 买入 (首次评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 243.00 元
 目标价格 (人民币): 300.00-305.00 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股) 30.00
 总市值 (百万元) 29,160.00
 年内股价最高最低 (元) 318.58/17.93
 沪深 300 指数 4271.23



类资源属性的钴业扩张龙头

公司基本情况 (人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益 (元)	0.315	0.740	3.688	9.923	15.075
每股净资产 (元)	3.20	4.15	8.97	17.89	31.76
每股经营性现金流 (元)	1.03	1.64	0.08	4.70	14.43
市盈率 (倍)	0.00	0.00	63.92	23.76	15.64
行业优化市盈率 (倍)	0.00	0.00	22.95	22.95	22.95
净利润增长率 (%)	-5.91%	134.50%	564.83%	169.03%	51.92%
净资产收益率 (%)	9.87%	17.81%	41.14%	55.47%	47.46%
总股本 (百万股)	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 钴行业供需状况有望持续改善, 钴价格有望继续上涨。供给端: 增量不确定性较大。2018 年, 新增矿山产量或仅有 3000 吨。泛手抓矿供应链存在较多变量, 由于当地的基础设施较差, 能源不足, 政府相对腐败, 刚果粗钴冶炼厂存在延期投产的可能性。同时, 在大赦国际等人权组织的压力下, 刚果手抓矿存在较大的下降空间。需求端: 新能源汽车和智能手机双轮驱动, 2018-2020 年, 全球需求分别为 12.93、14.04、15.7 万吨; 供需状况有望持续改善, 在金融属性的推动下, 价格有望在继续上涨。
- 公司在粗制氢氧化钴和钴粉的领域高速扩张。2018 年, 公司在刚果拥有 7000 吨的收矿能力, 并有望于 2019 年增加到 1.2 万吨。另外, 公司还在当地拥有电解铜产能 10000 吨。2018 年, 国内钴粉产能有望增加至 2000 吨, 2019 年有望增加到 4500 吨。公司快速扩产的战略, 契合新能源汽车高速增长的需求, 有望享受景气周期的“量价齐升”红利;
- 深耕刚果, 凸显“类资源”属性。公司原材料来源渠道分为两部分: 70%来自租赁矿山开采, 30%采购自中间商的零散矿石。回溯过去 20 年的历史价格走势, 可推断出, 刚果低品位矿的密集成本区为 5-20 万/吨 (不含税), 且上涨速度远低于 MB 和钴盐涨速。公司通过刚果迈特子公司, 直接在刚果当地开采和采购钴矿, 有望持续享受低价原材料红利, 凸显“类资源”属性。

投资建议

- 我们看好公司布局刚果而带来的成本优势, 以及粗制氢氧化钴以及钴粉的产能快速释放将持续增厚公司业绩。2017-2019 年, 预计公司 EPS 分别为 3.688/9.923/15.075, 同比增速分别为 564.83%/169.03%/51.92%, 对应目前股价 PE 分别为 63.92/23.76/15.64。结合 PB 和 PE 法: 我们给予公司目标价 304.44 元, 增长空间 25.28%, 首次覆盖我们给予买入评级。

风险

- 刚果 (金) 政局变动, 导致公司当地项目未能按期达成的风险。
- 公司存货大幅度增加, 若钴价大幅下行, 公司业绩有亏损的风险;
- 新能源汽车补贴政策大幅低于预期的风险。
- 宏观经济增长乏力导致的需求下滑, 导致钴在其他领域的需求量下行。

廖滢

分析师 SAC 执业编号: S1130517020001
 (8675583830558)
 liaogan@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)60230213
 zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

一、钴行业供需格局有望持续改善.....	4
供给端：矿山复产和泛手抓矿供应的不确定性较大.....	4
需求端：新能源汽车和智能手机双轮驱动.....	6
2018年，钴供需状况有望进一步改善.....	8
二、金融属性有望继续放大钴价弹性.....	9
三、寒锐钴业：粗钴钴粉，双轮驱动.....	12
四、深耕刚果，为业绩增长再添引擎.....	13
耕耘刚果十余载，类“资源”储备深厚。.....	13
持续加大粗钴产能，迎合市场需求.....	14
扩大钴粉优势，强化龙头地位。.....	15
五、盈利预测与评级.....	16
关键假设及预测.....	16
估值评级——目标价 304.44 元.....	17
六、风险提示.....	17

图表目录

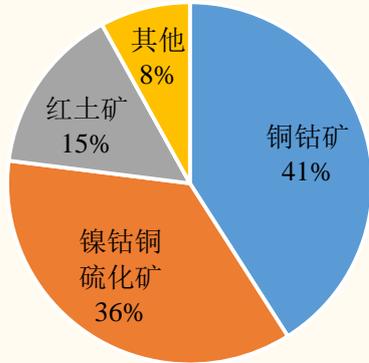
图表 1：2017 年，矿山钴资源以铜钴、镍钴伴生矿为主.....	4
图表 2：2017 年，矿山钴的产出以伴生矿形式为主.....	4
图表 3：成熟矿山产量相对稳定.....	4
图表 4：2018 年，新增矿山产量或只有 3000 吨.....	5
图表 5：泛手抓矿产业链示意图.....	5
图表 6：2018-2020 年，预计投产的粗钴冶炼厂.....	5
图表 7：近期打击手抓矿事件一览.....	6
图表 8：刚果（金）手抓矿产量存在被打压的空间.....	6
图表 9：2017-2020 年，新能源汽车的钴需求年均增速超过 50%.....	7
图表 10：2017-2020 年，智能手机的钴需求年均增速约为 10%.....	8
图表 11：2017-2020 年，钴需求分别为 12.09、12.93、14.04、15.7 万吨.....	8
图表 12：2018 年，供需状况或进一步改善.....	8
图表 13：钴产业链运作模式一览.....	9
图表 14：原料采购长单定价围绕 mb 展开.....	9
图表 15：电钴现货供需决定整个钴产业的定价.....	10
图表 16：从供应格局来看，定价市场上，嘉能可处于单寡头的定位.....	10
图表 17：cobalt 27 与 pala 等商品基金有着千丝万缕的关系.....	11
图表 18：以 cobalt 27 为代表的商品基金将钴的金融属性发挥到极致.....	11
图表 19：cobalt 27 从 18 家供应商处收购 2157 吨金属钴.....	12

图表 20: cobalt 27 有望持续囤积金属钴	12
图表 21: 公司主要产品和生产主体	12
图表 22: 2016 年主营收入构成	13
图表 23: 2017 年上半年, 主营收入构成	13
图表 24: 公司粗钴产能建设周期远短于同行	13
图表 25: 刚果低品位矿的密集成本区在 5-20 万/吨 (不含税)	14
图表 26: 公司钴矿处理流程	14
图表 27: 2018 年, 公司在刚果 (金) 拥有 7000 吨收矿能力	14
图表 28: 公司通过更替部分 IPO 项目, 以快速扩张粗钴产能	15
图表 29: 2017 年二季度和三季度, 公司存货价值涨幅明显大于 MB 价格涨幅	15
图表 30: 钴粉的制作过程	15
图表 31: 公司钴粉产量占有率首屈一指	16
图表 32: 钴粉与钴产品价格	16
图表 33: 钴粉盈利能力居首	16
图表 34: 公司通过更替部分 IPO 项目, 进一步强化钴粉优势	16
图表 35: 可比公司盈利和估值水平预测	17

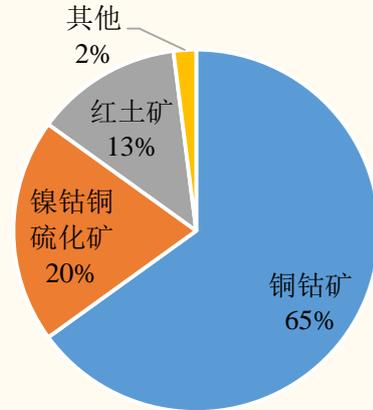
一、钴行业供需格局有望持续改善

- 钴矿一般以铜钴或镍钴形式伴生存在，因此，成熟钴矿的供应弹性较小。

图表 1：2017 年，矿山钴资源以铜钴、镍钴伴生矿为主



图表 2：2017 年，矿山钴的产出以伴生矿形式为主



来源：USGS，国金证券研究所

来源：USGS，国金证券研究所

- 在产成熟矿山供应相对稳定。出于品位波动、刚果降雨影响等原因，成熟矿山的产量一般在 10%之内波动。2016-2017 年，前 10 大成熟矿山没有扩产，产量相对稳定。

图表 3：成熟矿山产量相对稳定

国家	矿山	公司	类型	2014 年	2015 年	2016 年	2017E
刚果（金）	Mutanda	Glencore	铜钴	14,400	16,500	24,500	22,933
刚果（金）	Tenke Fungurume	洛阳钼业	铜钴	13,330	15,880	16,074	15,433
古巴	Moa Bay	Sherritt & General Nickel	镍钴	3,200	3,700	3,692	3,563
刚果（金）	Ruashi Mining	Metorex	铜钴	3,350	4,300	3,391	4,010
马达加斯加	Ambatovy	Sherritt & Sumitomo	镍钴	2,800	3,400	3,273	3,093
新喀里多尼亚	Goro (VNC)	Vale	镍钴	1,200	2,150	3,188	2,752
澳大利亚	Murrin Murrin	Glencore	镍钴	2,700	2,800	2,800	2,667

来源：公司公告，国金证券研究所

供给端：矿山复产和泛手抓矿供应的不确定性较大

- 2018 年，新增矿山产量或仅有 3000 吨。确定性增量来源，目前仅有 kambove 和 PE527，合计约 3000 吨。嘉能可旗下的 Katanga 矿山，虽然给出了 2018 年的产量指引，但考虑到寡头定价属性，公司或为控量保价，因此，Katanga 的具体产量仍需要跟踪。

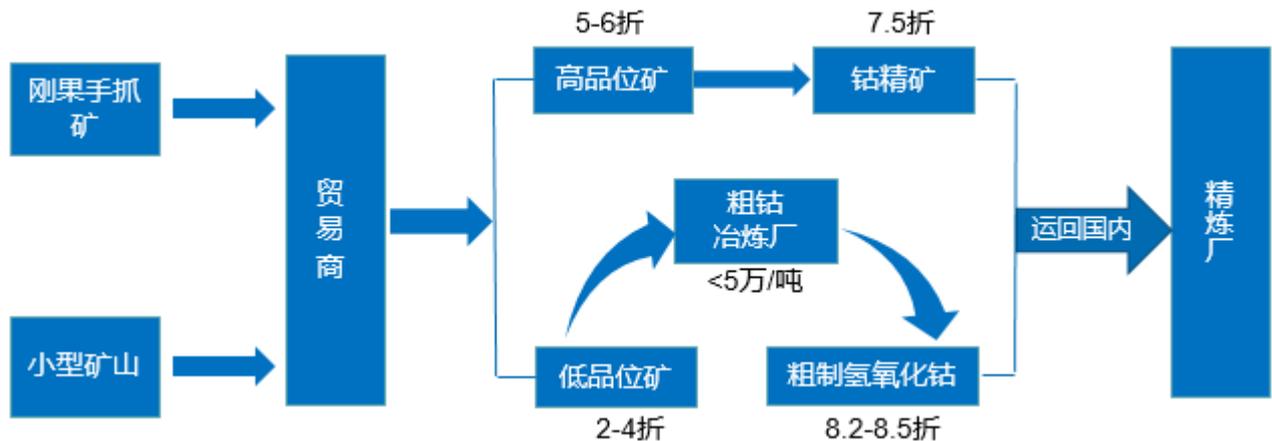
图表 4：2018 年，新增矿山产量或只有 3000 吨

国家	矿山	公司	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	如期投产/复产概率
刚果(金)	SHALINA	CHEMAF	0	0	0	3000	3000	3000	3000	已投产
刚果(金)	万宝	KOMICA	0	0	0	3000	3000	3000	3000	已投产
刚果(金)	kambove	华友钴业	1000	1000	300	0	1300	1500	1500	如期投产
刚果(金)	PE527		0	0	0	0	1700	3500	3500	如期投产
刚果(金)	katanga	嘉能可	2800	2900	0	0	?	?	?	需要跟踪
刚果(金)	RTR	欧亚资源	0	0	0	0	0	7000	14000	需要跟踪
增量合计						6000	3000	9000	7000	

来源：公司公告，国金证券研究所

- 泛手抓矿供应链存在较多变量。虽然大量企业前往刚果兴建粗钴冶炼厂，但由于当地的基础设施较差，能源不足，政府相对腐败，普遍存在投产延期可能性。

图表 5：泛手抓矿产业链示意图



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：2018-2020 年，预计投产的粗钴冶炼厂

国家	公司	新增产能（粗制氢氧化钴）			投产时间	如期投产概率
		2018E	2019E	2020E		
刚果(金)	华友钴业	2000	-	-	18 年	大概率
刚果(金)	寒锐钴业	3000	-	-	17 年底	大概率
刚果(金)	佳远钴业	2000	-	-	预计 18 年 4 月	中等
刚果(金)	盛屯矿业	3500	-	-	18 年 7-8 月	中等
刚果(金)	腾远钴业	-	2000	-	预计 18 年底或 19 年初	中等
刚果(金)	鹏欣资源	-	3000	-	预计 18 年四季度建成	中等
赞比亚	合纵科技	-	3000	6000	一期最快 18 年 10 月份完成，二期预计 19 年底完成	有延期可能
刚果(金)	银禧科技	-	-	-	-	未知

来源：公司公告，国金证券研究所

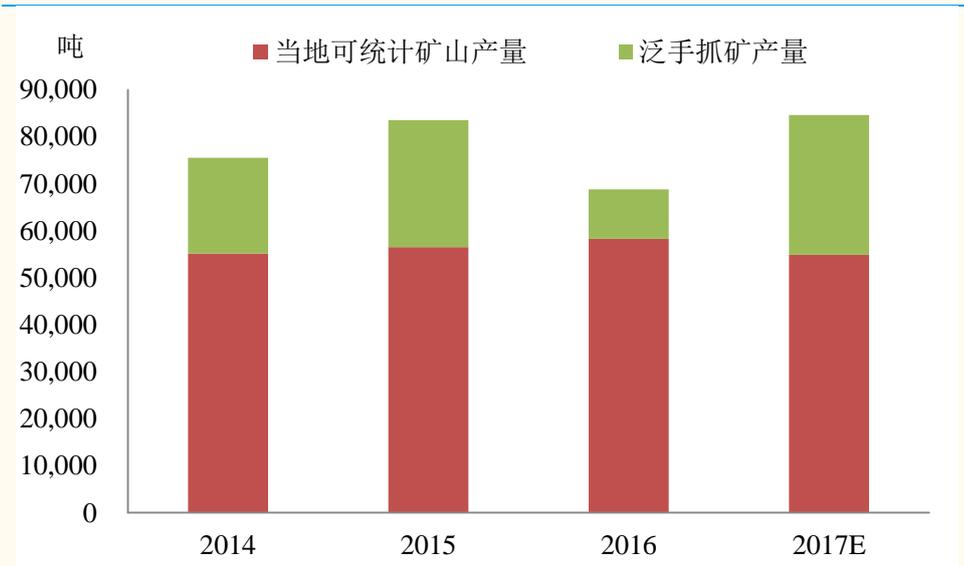
- 近期在大赦国际引导的国际舆论压力下，中游冶炼企业和下游应用企业组织建立“负责任的供应链认证体系”，不少冶炼厂均受到下游采购商压力，要求明确原料来源。此举或将有效的削减手抓矿产量。

图表 7：近期打击手抓矿事件一览

时间	事件
2016/1/28	大赦国际发表第一份报告，描述了在刚果民主共和国手工钴业侵犯人权的情况。事后包括嘉能可、自由港在内的矿业公司探索帮助手抓矿工人的方法,并表示它们正在努力为该国的手工采矿提供替代方法，不与手工采矿者做商业交易
2016/5/22	江西贵金属公司（中国大型 DRC cobalt-进口商）回应大赦国际报告：支持独立钴供应链审计
2017/11/14	大赦国际发表第二份报告，根据下游巨头企业（如苹果、三星、宝马等）开展调查钴供应链的行动做出评级，包含“不采取行动”、“最低限度”、“温和”或“适当”的评级。对积极去调查自家公司钴来源的企业提出表扬以及指出调查工作的不足之处，对依然没有调查供应链的公司提出抨击和质疑，并呼吁其做出行动。
2017/11/23	LME 就供应源头涉嫌动用童工展开调查
2017/11/30	责任钴业倡议在香港注册成为法律实体,构建可持续钴供应链

来源：大赦国际报告，国金证券研究所

图表 8：刚果（金）手抓矿产量存在被打压的空间



来源：刚果（金）央行，公司公告，国金证券研究所

需求端：新能源汽车和智能手机双轮驱动

- 新能源汽车是钴需求增长的绝对主力。我们认为，2017-2020 年，国内新能源汽车，预测销量分别为 73/99/135/197 万辆，伴随着三元电池渗透率的持续提升，且以 523/622 型号的正极材料为主，则对应全球钴需求分别为 7319/12386/19186/31000 吨，复合增速超过 50%。

图表 9：2017-2020 年，新能源汽车的钴需求年均增速超过 50%

项目	车型分类	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
EV 产量	乘用车	150000	246000	450800	658000	987000	1529800
	客车	88900	118200	88200	99200	107200	115700
	专用车	48000	61000	109000	153000	199000	239000
PHEV 产量	乘用车	63800	74200	103100	147400	221100	342800
	客车	24000	19600	18100	20200	21210	22300
车总产量		374700	519000	769200	1077800	1535510	2249600
EV 平均电池容量 /kwh	乘用车	22.25	30.94	27.85	29.79	31.88	34.11
	客车	92.00	152.63	145.00	145.00	147.90	149.38
	专用车	39.98	55.94	47.55	49.93	52.42	55.04
PHEV 平均电池容量/kwh	乘用车	13.66	14.00	14.70	15.44	16.21	17.02
	客车	13.26	25.32	26.58	27.91	29.31	30.77
EV 电池用量/Gwh	乘用车	3.34	7.61	12.55	19.60	31.47	52.18
	客车	8.18	18.04	12.79	14.38	15.85	17.28
	专用车	1.92	3.41	5.18	7.64	10.43	13.16
PHEV 电池用量 /Gwh	乘用车	0.87	1.04	1.52	2.28	3.58	5.83
	客车	0.32	0.50	0.48	0.56	0.62	0.69
合计(Gwh)		14.63	30.60	32.52	44.47	61.96	89.14
动力三元占比	EV 乘用车	0.54	0.62	0.70	0.75	0.80	0.85
	EV 客车	0.11	0.15	0.20	0.30	0.40	0.50
	EV 专用车	0.51	0.55	0.60	0.70	0.80	0.85
	PHEV 乘用车	0.03	0.22	0.40	0.55	0.60	0.70
	PHEV 客车	0.46	0.55	0.60	0.65	0.70	0.80
动力三元(GWH)		4	10	15	26	42	69
NCM333 占比		35%	30%	25%	25%	20%	20%
钴消耗量/吨		505	1107	1441	2440	3188	5169
NCM523 占比		50%	45%	40%	35%	30%	25%
钴消耗量/吨		408	939	1303	1931	2703	3652
NCM622 占比		10%	15%	20%	25%	30%	35%
钴消耗量/吨		81	310	646	1368	2681	5071
NCM811 占比		3%	5%	5%	5%	5%	5%
钴消耗量/吨		9	44	68	116	189	306
NCA 占比		3%	5%	10%	10%	15%	15%
钴消耗量/吨		13	64	201	339	832	1348
中国新能源车 (合计)		1015	2465	3660	6193	9593	15546
全球新能源车 (合计)		2031	4929	7319	12386	19186	31092
增量			2898	2390	5066	6800	11906
增速				48%	69%	55%	62%

来源：真锂研究，国金证券研究所

- 智能手机领域的钴需求保持 10% 的增速。**根据 IDC 和 Gartner 的统计，2017 年前三季度，智能手机的销量增速约为 4%。据我们统计，2017 年前三季度，智能手机电池电量从 3008mAh 增长到 3120mAh 左右，增长约 3.5%。2017-2020 年，预计智能手机电池电量增速在 5% 左右。因此，2017-2020 年，智能手机的钴需求预计分别为 2.04、2.23、2.48、2.76 万吨，增速分别为 10.17%、9.2%、11.3%、11.3%。

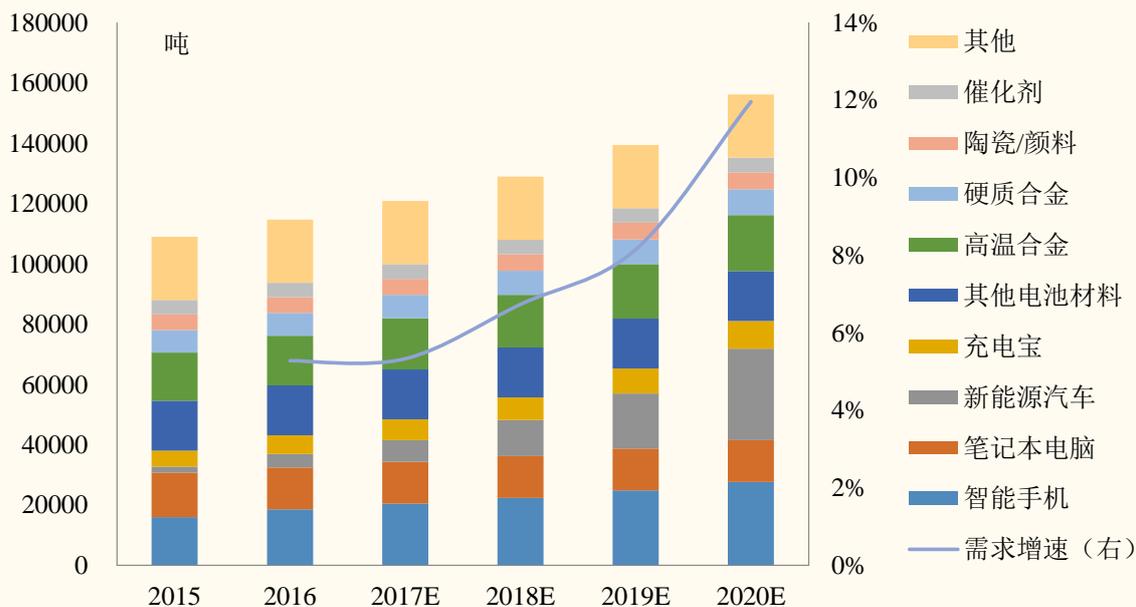
图表 10: 2017-2020 年, 智能手机的钴需求年均增速约为 10%



来源: IDC, 中关村在线, 国金证券研究所

- 我们预计, 2017-2020 年, 全球钴需求量分别为 12.09、12.93、14.04、15.7 万吨, 增速分别为 5.4%、7%、8.5%和 11.8%。

图表 11: 2017-2020 年, 钴需求分别为 12.09、12.93、14.04、15.7 万吨



来源: IDC, 中关村在线, darton, 国金证券研究所

2018 年, 钴供需状况有望进一步改善

- 相比于 2017 年, 2018 年, 钴的过剩幅度有望继续缩小。

图表 12: 2018 年, 供需状况或进一步改善

单位: 吨	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018E
钴矿产量	109727	120906	105135	128091	136449
钴矿实际利用率 (*0.9)	98754	108815	94621	115282	122804
再生钴	9070	9524	10000	13000	11000
钴矿供应量	107825	118339	104621	128282	133804
同比增速 (%)	-	9.8%	-11.6%	22.6%	4.3%

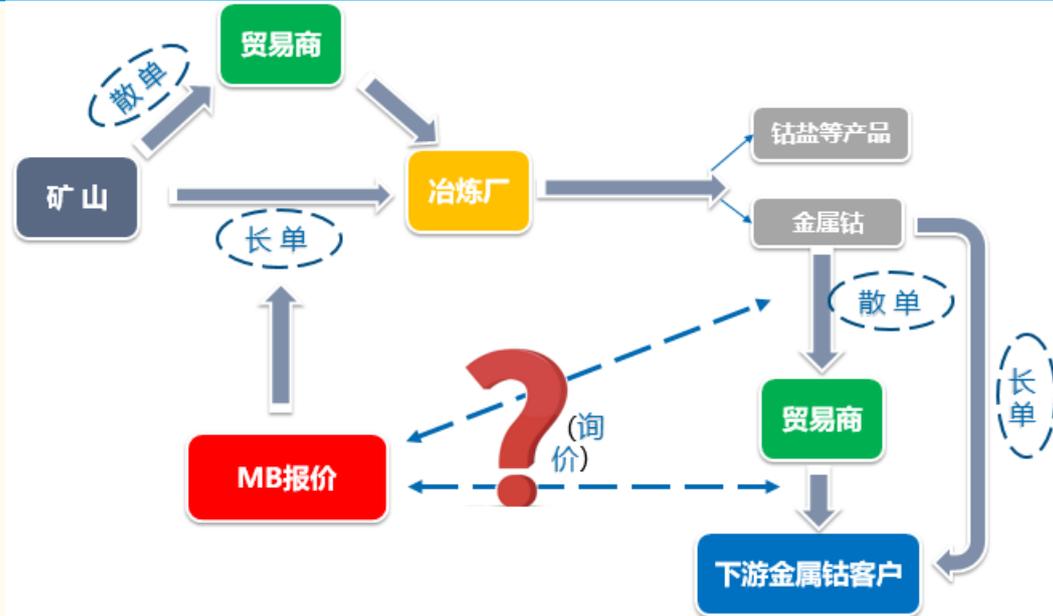
精炼钴需求	103667	109887	115641	120901	129324
同比增速 (%)	-	6.0%	5.2%	5.3%	6.7%
过剩 (+/-) 短缺	4157	8452	(11020)	7381	4480

来源: USGS, darton, 国金证券研究所

二、金融属性有望继续放大钴价弹性

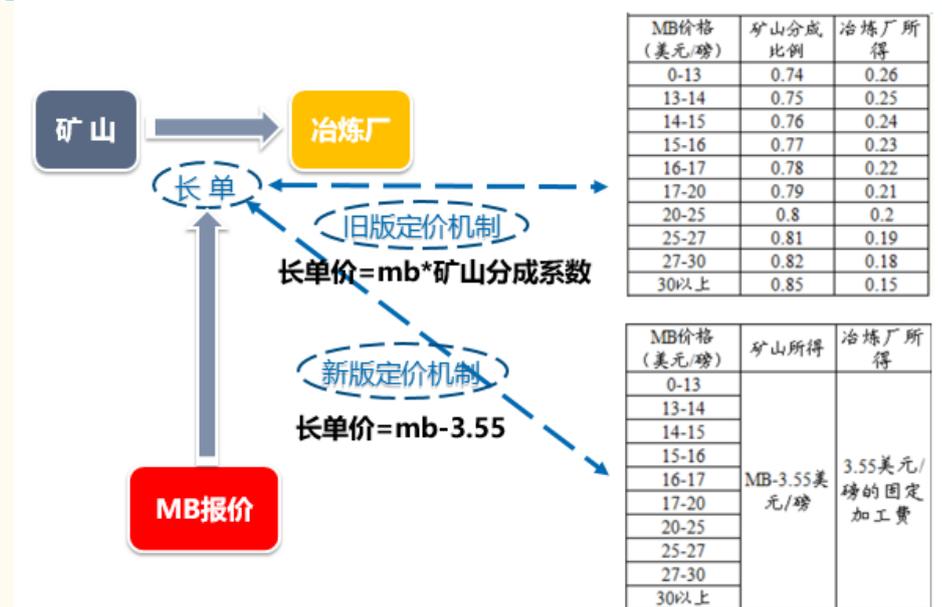
- 精炼钴冶炼厂跟矿山之间的采购协议是围绕 MB 报价来展开的, 而 mb 报价又只反映了国际电钴现货的供需, 所以, 6000-7000 吨电钴的供需情况将决定整个钴产业的定价。

图表 13: 钴产业链运作模式一览



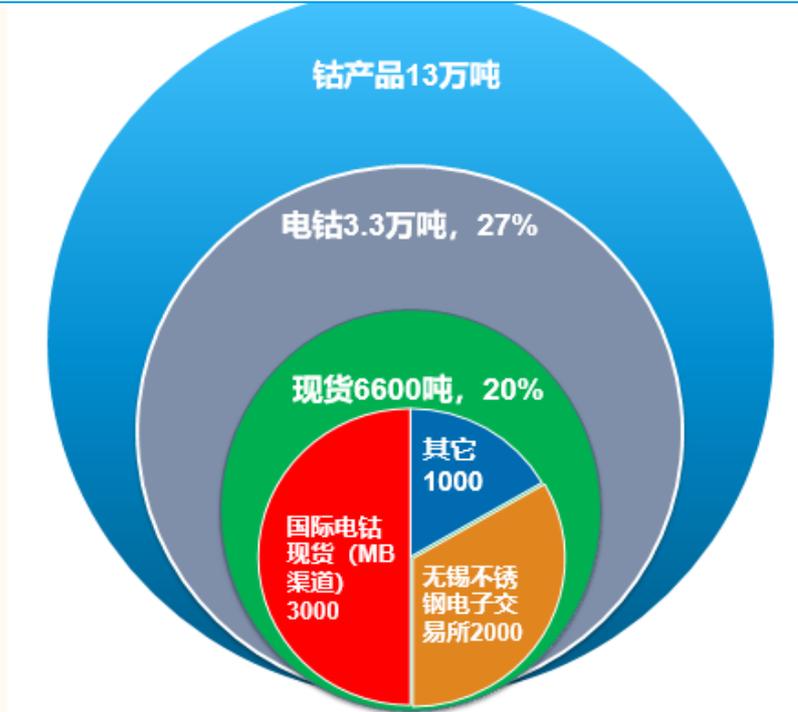
来源: mb, 国金证券研究所

图表 14: 原料采购长单定价围绕 mb 展开



来源: mb, 国金证券研究所

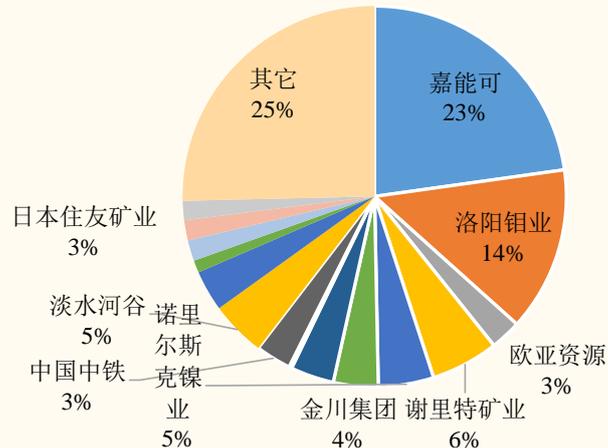
图表 15: 电钴现货供需决定整个钴产业的定价



来源: mb, 无锡不锈钢交易所, 国金证券研究所

- 2017 年, 嘉能可占全球钴供应量的 23% (27000 吨), 在定价市场享受单寡头的地位, 因此, 对于嘉能可来说, 购入 1 吨电钴, 可以让 5 吨原料的卖到更高的价位。目前市场预期乐观, 嘉能可有充分动机, 借力 cobalt 27 等基金公司, 将钴的金融属性演绎到极致。

图表 16: 从供应格局来看, 定价市场上, 嘉能可处于单寡头的定位



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- Cobalt 27 像是一个钴产品的 ETF 基金, 也像是 pala 等商品基金的“白手套”, 与 pala 等基金公司有着千丝万缕的关系。Cobalt 27 首批供货商中包含了 pala 基金, 而 cobalt 27 的 Chairman, CEO & Director, Anthony Milewski, 同时也是 pala 投资基金的投资组的一位成员。cobalt 27 的成立, 将原本隐蔽的囤货行为转变为上市类的 ETF 产品, 将大幅拓宽社会资金介入钴行业的渠道, 也有利于点燃炒作氛围, 在钴价上涨的过程中起到了推波助澜的作用。

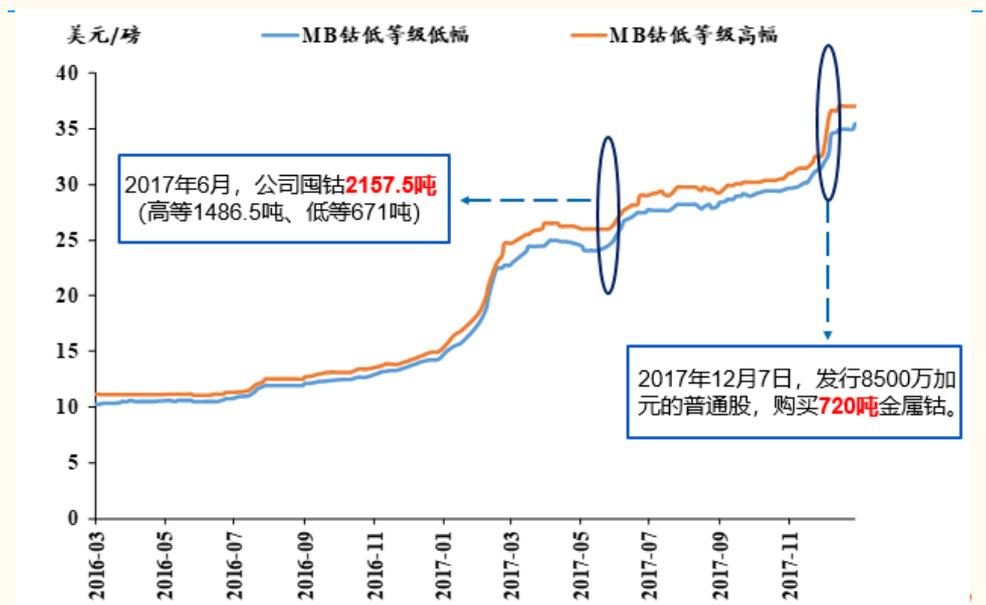
图表 17: cobalt 27 与 pala 等商品基金有着千丝万缕的关系



来源: 国金证券研究所

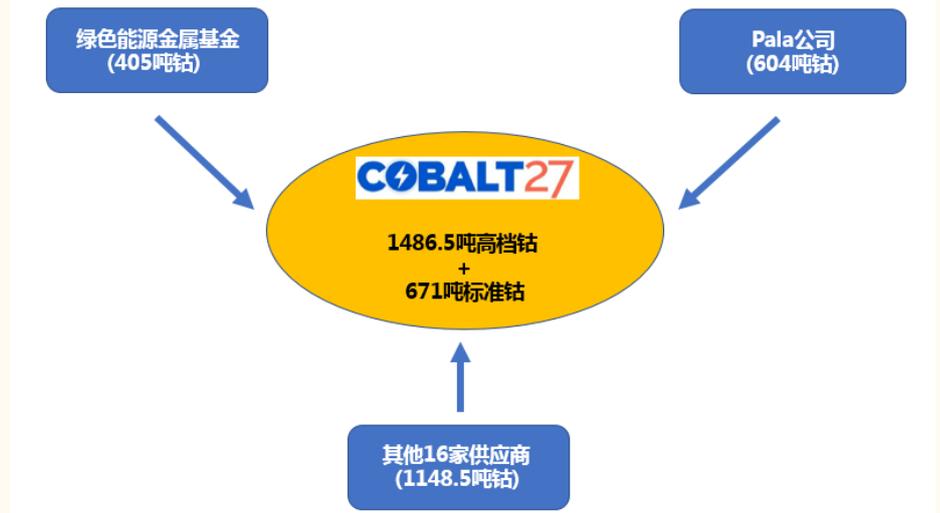
- 从长期看好钴价上涨和自身获利的角度来看, Cobalt 27 或持续囤积电钴。Cobalt 27 有着 pala 等基金公司的支持, 同时又在上市后解决了资金来源问题。继续囤积电钴, 持续加强价格趋势, 似乎已成为 cobalt 27 的必然选择。另外, IPO 的招股说明书中, 公司预算了未来三年的管理费(到 2020 年 7 月), 由此可以推断, 该项目的运作将至少持续到 2020 年前后。

图表 18: 以 cobalt 27 为代表的商品基金将钴的金融属性发挥到极致



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 19: cobalt 27 从 18 家供应商处收购 2157 吨金属钴



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 20: cobalt 27 有望持续囤积金属钴



来源：公司公告，国金证券研究所

三、寒锐钴业：粗钴钴粉，双轮驱动

- 公司具备从原材料钴矿石的开发、收购，到加工、冶炼，直至钴中间产品和钴粉的完整产业流程的国内少数企业之一。其产品以钴粉为核心，其他钴产品为补充。

图表 21: 公司主要产品和生产主体

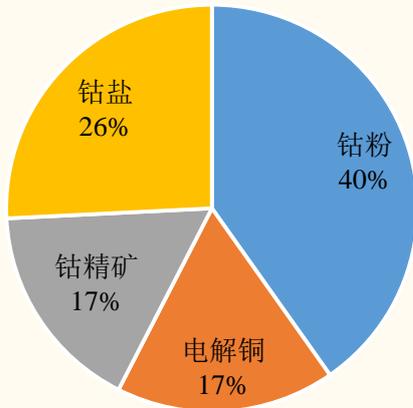
产品名称	生产主体	主要用途	原材料
钴粉	寒锐钴业	用于硬质合金、金刚石工具、磁性材料等领域	碳酸钴、草酸钴等钴盐
电解铜	刚果迈特	铜下游需求行业	铜矿石
钴精矿、氢氧化钴	刚果迈特	用于深加工制备钴盐	钴矿石
钴盐（碳酸钴、草酸钴、氯化钴等）	江苏润捷	用于深加工制备钴粉等	钴矿石

来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

- 公司是粗制氢氧化钴和钴粉的领军企业。2018 年，公司在刚果拥有 7000 吨的收矿能力（粗钴产能 5000 吨，钴精矿产能 2000 吨），并有望于 2019 年增加到 1.2 万吨（粗钴产能 1 万吨，钴精矿产能 2000 吨）。另外，公司还在当地拥有电解铜产能 10000 吨。2018 年，国内钴粉产能有望增加至

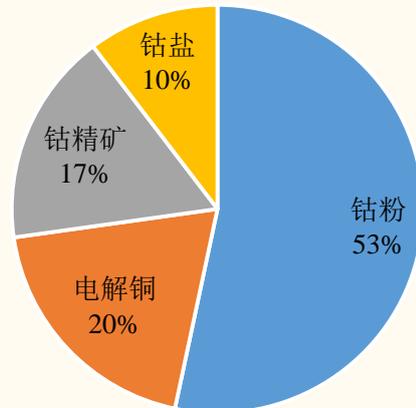
2000 吨，2019 年有望增加到 4500 吨。2017 年上半年，主营业务中，钴粉收入占比过半，钴盐、钴精矿和电解铜占比分别为 10%、17%、20%。

图表 22：2016 年主营收入构成



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 23：2017 年上半年，主营收入构成



来源：公司年报，国金证券研究所

四、深耕刚果，为业绩增长再添引擎

耕耘刚果十余载，类“资源”储备深厚。

- 公司在 2007 年开始布局刚果。在当地建立迈特子公司，负责原料采购和加工。公司“类资源”优势凸显：一方面，经过十余年的发展，公司在刚果的冶炼厂区建立了完备的基础设施，水电资源得到保障，为日后产能实现快速扩张奠定基础。此外，公司在当地兴建学校和农场，为当地人权保护做出杰出贡献，获得当地政府的认可。另一方面，公司与当地政府以及贸易商关系密切，拥有刚果（金）矿石收购许可证和出口许可证，收矿渠道丰富，成本优势明显。

图表 24：公司粗钴产能建设周期远短于同行

公司	产能建设 (金属吨)	产能建设时间	产线建成时间	建设周期
寒锐钴业	3000	2017 年初	2017 年 9 月	9 个月
盛屯矿业	3500	2017 年初	2018 年 8 月	20 个月
鹏欣资源	3000	2017 年初	2019 年初	24 个月

来源：公司公告，国金证券研究所

- 刚果低品位矿价格低廉，公司拥有“类资源”属性。公司原材料来源渠道分为两部分：70%来自租赁矿山开采，30%采购自中间商的零散矿石。通过刚果迈特子公司直接在刚果当地开采和采购钴矿，原料保障度高。回溯过去 20 年的历史价格走势，可以看出，钴价绝大部分时间是在 10-20 美元/磅之间徘徊，核心供给变量即是刚果低品位矿。由此推断，刚果低品位矿的密集成本区为 5-20 万/吨（不含税），且上涨速度远低于 MB 和钴盐增速。

图表 25: 刚果低品位矿的密集成本区在 5-20 万/吨 (不含税)

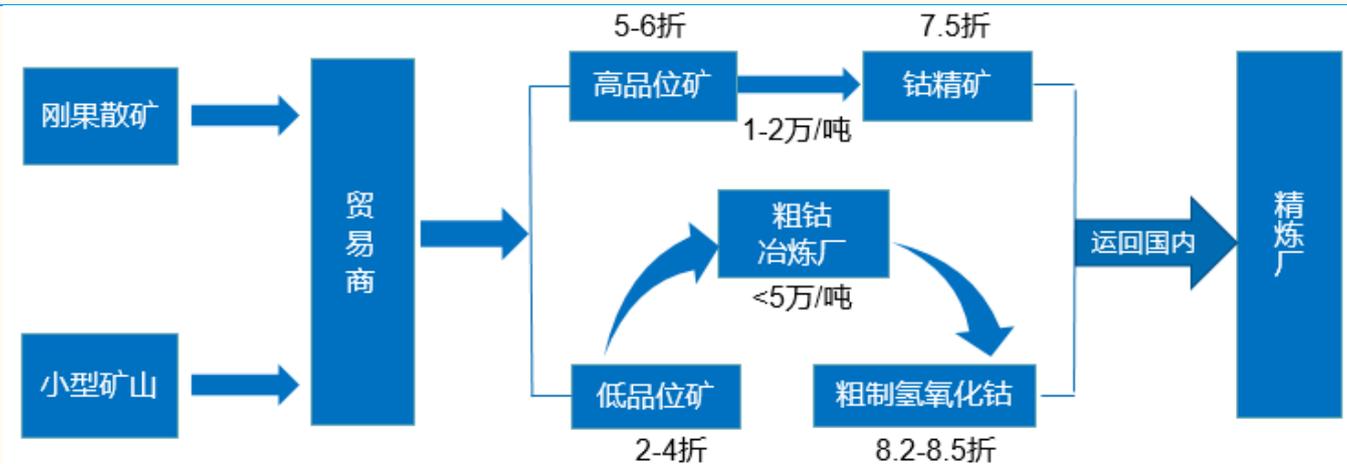


来源: Metal Bulletin, 国金证券研究所

持续加大粗钴产能, 迎合市场需求

- 提前布局上游粗钴产线, 把握新的业绩增长点。2016 年, 公司就开始在刚果建立粗钴产线, 为后续产能扩充奠定基础。公司具备粗钴冶炼持续扩张的能力, 明年将释放 5000 吨粗钴产能, 未来公司业绩有望保持强劲增长。

图表 26: 公司钴矿处理流程



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2018 年, 公司在刚果拥有 7000 吨的收矿能力 (粗钴产能 5000 吨, 钴精矿产能 2000 吨), 并有望于 2019 年增加到 1.2 万吨 (粗钴产能 1 万吨, 钴精矿产能 2000 吨)。另外, 公司还在当地拥有电解铜产能 10000 吨, 并有望于 2019 年增加到 30000 吨。

图表 27: 2018 年, 公司在刚果 (金) 拥有 7000 吨收矿能力

主要产品	产能	扩产规划
粗钴	5000 吨	在建 5000 吨粗钴产能, 预计于 2019 年初投产
电解铜	10000 吨	在建 2 万吨电解铜产能, 预计于 2019 年初投产
钴精矿	2000 吨	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

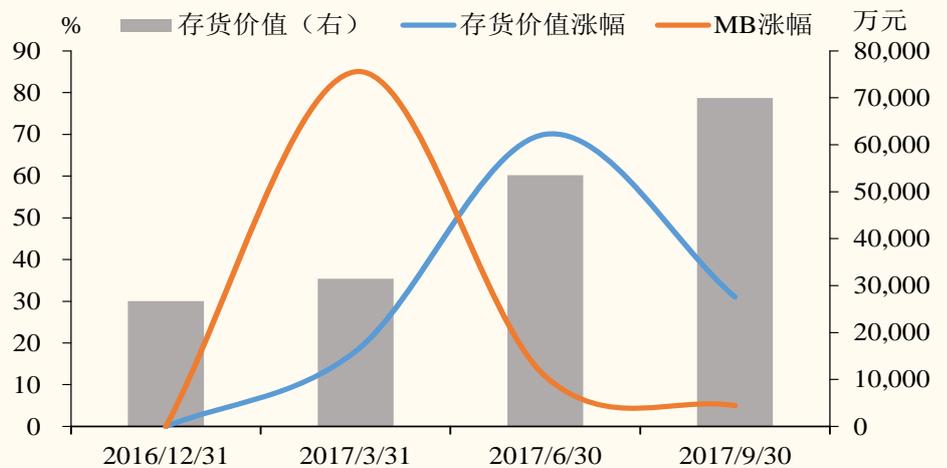
图表 28: 公司通过更替部分 IPO 项目, 以快速扩张粗钴产能

变更后项目	实施主体	募集资金金额 (万元)	建设期	项目建设原因
建设 2 万吨电解铜和 5000 吨氢氧化钴项目	拟在刚果(金)科卢韦齐市设立的子公司	5,852.87	12 个月	1) 扩大氢氧化钴产品产能, 以更好适应市场需求 2) 科卢韦齐市更靠近钴、铜矿石产区, 交通便利, 能保证项目稳定的原料供应

来源: 招股说明书, 公司公告, 国金证券研究所

- 充分看好钴金属价格, 积极扩充原料库存。2017 年二季度和第三季度的 MB 价格分别上涨 12% 和 5%, 而存货价值上涨 70% 和 31%, 由此可看出公司是在不断增加库存。基于钴价和公司库存的增长趋势, 未来公司业绩或持续超预期增长。

图表 29: 2017 年二季度和三季度, 公司存货价值涨幅明显大于 MB 价格涨幅

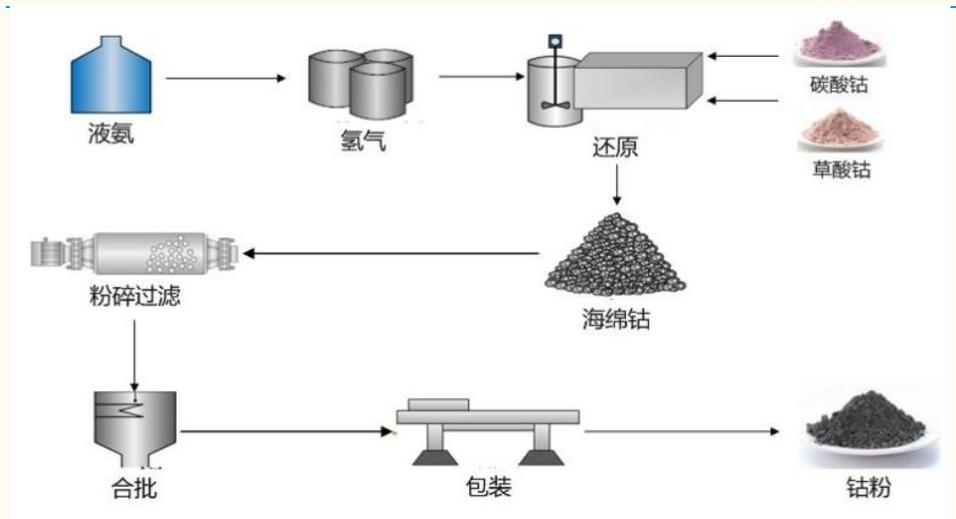


来源: 公司公告, 国金证券研究所

扩大钴粉优势, 强化龙头地位。

- 钴粉生产的规模效应显现。钴粉是由碳酸钴、草酸钴等钴盐制备而成, 制作工艺繁琐且技术壁垒较高, 其主要用于硬质合金、金刚石工具、磁性材料等领域, 需求稳定。公司自成立以来一直深耕于钴粉领域, 制作工艺成熟, 总部拥有 1500 吨钴粉产能, 规模效应凸显。

图表 30: 钴粉的制作过程



来源：公司公告，国金证券研究所

- **钴粉市场霸主。**公司作为钴粉行业多年的领军企业，2013-2016年，公司钴粉在国内市场的占用率始终维持在30%，占国内厂家出口比率50%以上。

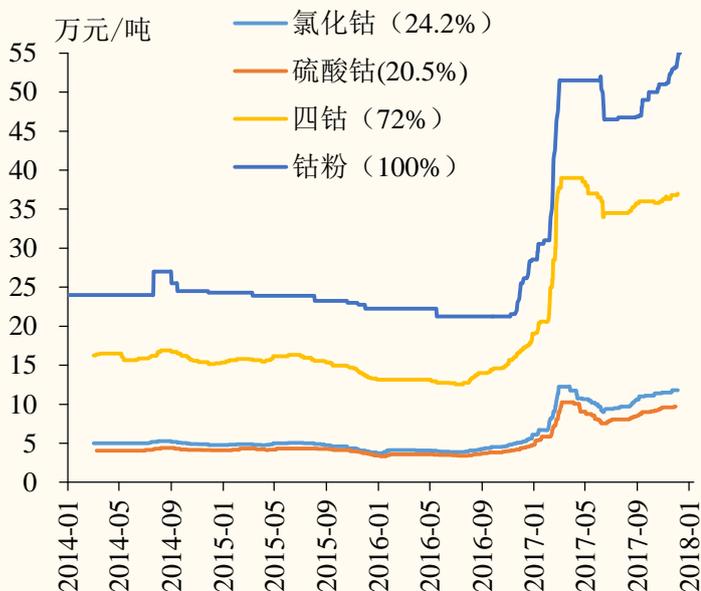
图表 31：公司钴粉产量占有率首屈一指

项目	2016年	2015年	2014年	2013年
国内钴粉产量(吨)	4600	4750	4500	4300
公司钴粉产量(吨)	1599.3	1394.6	1281.47	1417.59
国内钴粉占有率	34.77%	29.36%	28.48%	32.97%
中国钴粉出口量(吨)	-	720	723	741
公司钴粉出口量(吨)	-	366.4	446.47	413.08
国内品牌出口占有率	-	50.89%	61.75%	55.75%

来源：公司公告，国金证券研究所

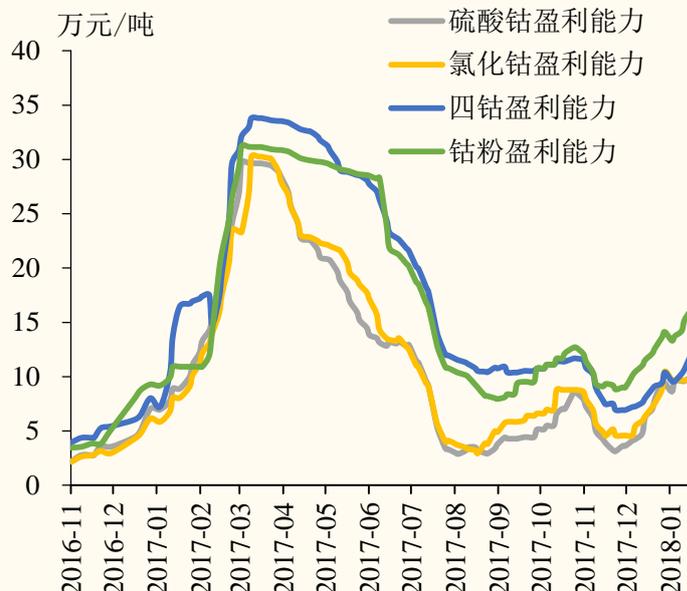
- **钴粉盈利能力首屈一指。**由于钴粉制作流程复杂，技术设备要求高，所以其盈利能力比其他钴产品的要高，叠加17年末钴粉价格加速上涨，钴粉盈利优势逐渐拉大。

图表 32：钴粉与钴产品价格



来源：公司年报，国金证券研究所

图表 33：钴粉盈利能力居首



来源：公司年报，国金证券研究所

- **为进一步强化钴粉优势，提高毛利，**公司在安徽新建3000吨的钴粉产线并提升生产技术水平，预计19年，公司将拥有钴粉4500吨，所占国内钴粉市场份额增大，钴粉龙头地位得到进一步强化。

图表 34：公司通过更替部分IPO项目，进一步强化钴粉优势

变更后项目	实施主体	募集资金金额(万元)	建设期	项目建设原因
年产3000吨金属量钴粉生产线和技术中心建设项目	安徽寒锐	17,541.03	16个月	1) 进一步提升公司钴粉生产规模及生产线的技术水平 2) 生产线转型升级需要

来源：招股说明书，公司公告，国金证券研究所

五、盈利预测与评级

关键假设及预测

- 关键假设如下：
 - 假设 2018 年全年 MB 钴价为 37 美元/磅，2019 年增长 20%至 44.4 美元/磅。
 - 假设 2018 年钴粉价格为 63 万元/吨，2019 年增长 20%至 75.6 万元/吨。
- 我们看好公司布局刚果而带来的成本优势，粗制氢氧化钴以及钴粉的产能释放将持续增厚公司业绩，行业景气增厚主营利润。2017-2019 年，预计公司 EPS 分别为 3.688/9.923/15.075，同比增速分别为 564.83%/169.03%/51.92%，对应目前股价 PE 分别为 63.92/23.76/15.64。

估值评级——目标价 304.44 元

- **PE 法：**我们选择钴矿领域的相关个股为可比公司，可比公司 2018 年 PE 预测均值为 30.68 倍，按照 2018 年 EPS 预测值 9.923，给予 30.68 倍 PE，则对应公司股价为 304.44 元。
- **PB 法：**我们选择钴矿领域的相关个股为可比公司，可比公司 2018 年 PB 预测均值为 6.38 倍，按照 2018 年 EPS 预测值 17.89，给予 6.38 倍 PB，则对应公司股价为 114.14 元。
- **结合 PB 和 PE 法：**我们给予公司目标价 304.44 元（两种估值下的最大值），对应空间 25.28%，首次覆盖我们给予买入评级。

图表 35：可比公司盈利和估值水平预测

股票	当前股价	EPS 预测			PE 预测			PB
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	
洛阳钼业	7.85	0.13	0.2	0.24	58.93	39.81	32.98	4.55
华友钴业	100.63	2.61	4.04	4.97	38.59	24.89	20.24	11.28
格林美	6.36	0.16	0.23	0.32	39.58	27.34	19.08	3.31
均值	-	-	-	-	45.7	30.68	24.1	6.38
寒锐钴业	243	3.688	9.923	15.075	63.92	23.76	15.64	29.4

来源：Wind，国金证券研究所

六、风险提示

- 刚果（金）政局变动，导致公司当地项目未能按期达成的风险。若刚果（金）政局发生动荡，恐将影响公司当地项目的开发进展和钴原料供应。导致公司盈利水平远低于预期，甚至出现亏损。
- 囤货行为不再持续，导致钴价下滑的风险。Cobalt 27 不再囤钴或反手卖出所存的 3000 吨电钴，电钴价格或将出现大幅度回落。若钴价出现较大幅度回落，业内公司的盈利水平将出现较大下滑，甚至亏损。
- 新能源汽车补贴政策大幅低于预期的风险。若新能源汽车补贴政策大幅低于预期，新能源汽车增长速度将受到抑制，三元材料业务发展也将达不到预期，从而抑制钴的需求增长，进而影响钴的价格。若钴价出现较大幅度回落，业内公司的盈利水平将出现较大下滑，甚至亏损。
- 宏观经济增长乏力导致的需求下滑，导致钴在其他领域的需求量下行。除新能源汽车以外，钴的需求还分布在 3C、高温合金、硬质合金等领域。若宏观经济增长乏力，这些领域的钴需求将受到抑制，进而影响钴的价格。
- 2017 年二季度和三季度，公司库存大幅度增加，若钴价大幅下行，有产生亏损的风险。2017 年二季度和三季度，公司的库存价值均出现了较大幅度的增长，据推测，或是增加了较多的原料库存。未来若钴价格大幅下行，且销量不畅，公司将面临业绩亏损的风险。

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)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	765	932	743	1,345	5,447	10,627	货币资金	126	108	96	307	345	1,754
增长率		21.9%	-20.2%	81.0%	305.0%	95.1%	应收账款	103	108	128	210	654	1,125
主营业务成本	-633	-787	-571	-659	-3,659	-7,879	存货	284	304	267	784	1,403	1,684
%销售收入	82.8%	84.5%	76.8%	49.0%	67.2%	74.1%	其他流动资产	50	42	39	130	285	467
毛利	132	145	172	685	1,788	2,748	流动资产	563	562	531	1,431	2,687	5,030
%销售收入	17.2%	15.5%	23.2%	51.0%	32.8%	25.9%	%总资产	73.5%	70.9%	66.0%	83.3%	88.0%	91.7%
营业税金及附加	-8	-9	-9	-13	-54	-106	长期投资	0	0	0	11	11	11
%销售收入	1.0%	0.9%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	176	207	234	222	293	371
营业费用	-7	-11	-8	-15	-60	-117	%总资产	23.0%	26.1%	29.1%	12.9%	9.6%	6.8%
%销售收入	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	无形资产	9	10	14	23	33	42
管理费用	-49	-47	-47	-62	-88	-138	非流动资产	203	231	273	286	367	453
%销售收入	6.3%	5.1%	6.3%	4.6%	1.6%	1.3%	%总资产	26.5%	29.1%	34.0%	16.7%	12.0%	8.3%
息税前利润 (EBIT)	68	78	109	595	1,585	2,387	资产总计	766	792	803	1,717	3,054	5,483
%销售收入	8.9%	8.3%	14.7%	44.3%	29.1%	22.5%	短期借款	324	285	206	241	0	0
财务费用	-28	-34	-23	-10	-1	22	应付账款	157	168	162	222	478	927
%销售收入	3.6%	3.7%	3.1%	0.8%	0.0%	-0.2%	其他流动负债	14	19	23	40	209	494
资产减值损失	0	0	-1	-1	-3	-3	流动负债	495	472	390	503	687	1,422
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5	其他长期负债	25	33	39	138	220	249
%税前利润	n.a	0.9%	0.0%	0.8%	0.3%	0.2%	负债	520	505	430	641	907	1,671
营业利润	40	44	85	589	1,586	2,411	普通股股东权益	246	288	374	1,076	2,147	3,812
营业利润率	5.2%	4.7%	11.5%	43.8%	29.1%	22.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	3	2	2	2	2	负债股东权益合计	766	792	803	1,717	3,054	5,483
税前利润	42	47	87	590	1,588	2,412	比率分析						
利润率	5.5%	5.1%	11.7%	43.9%	29.1%	22.7%		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税	-12	-19	-20	-148	-397	-603	每股指标						
所得税率	28.5%	39.7%	23.4%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.335	0.315	0.740	3.688	9.923	15.075
净利润	30	28	67	443	1,191	1,809	每股净资产	2.735	3.196	4.153	8.966	17.889	31.764
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.653	1.029	1.645	0.079	4.702	14.427
归属于母公司的净利润	30	28	67	443	1,191	1,809	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.800	1.000	1.200
净利率	3.9%	3.0%	9.0%	32.9%	21.9%	17.0%	回报率						
							净资产收益率	12.26%	9.87%	17.81%	41.14%	55.47%	47.46%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	3.94%	3.58%	8.29%	25.78%	38.99%	33.00%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	投入资本收益率	8.24%	7.78%	13.57%	30.76%	50.36%	44.17%
净利润	30	28	67	443	1,191	1,809	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	33.40%	21.86%	-20.24%	80.99%	305.02%	95.11%
非现金支出	18	21	27	28	37	50	EBIT增长率	51.48%	14.07%	40.26%	446.48%	166.34%	50.56%
非经营收益	29	31	31	101	81	21	净利润增长率	93.14%	-5.91%	134.50%	564.83%	169.03%	51.92%
营运资金变动	-18	12	24	-562	-744	-150	总资产增长率	25.30%	3.48%	1.40%	113.68%	77.89%	79.52%
经营活动现金净流	59	93	148	10	564	1,731	资产管理能力						
资本开支	-18	-44	-66	-22	-112	-133	应收账款周转天数	37.1	29.8	34.8	30.0	30.0	30.0
投资	-1	0	0	-62	-50	-50	存货周转天数	135.6	136.2	182.5	460.0	140.0	78.0
其他	0	0	0	5	5	5	应付账款周转天数	47.9	54.7	60.1	63.0	19.5	17.0
投资活动现金净流	-20	-43	-66	-79	-157	-178	固定资产周转天数	80.2	77.9	105.2	54.9	18.0	11.7
股权募资	0	0	0	356	0	0	偿债能力						
债权募资	44	-44	-78	36	-241	0	净负债/股东权益	80.70%	61.39%	29.35%	-10.75%	-20.71%	-49.95%
其他	-32	-36	-26	-111	-128	-144	EBIT利息保障倍数	2.5	2.3	4.7	56.7	1,343.6	-109.9
筹资活动现金净流	12	-80	-103	281	-369	-144	资产负债率	67.85%	63.70%	53.49%	37.33%	29.71%	30.48%
现金净流量	51	-31	-21	211	38	1,410							

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
	1	3	3	4	15
	0	1	3	4	15
	0	0	1	1	4
	0	0	0	0	0
	1.00	1.25	1.71	1.67	1.68

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

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，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业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。国金证券建议客户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的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业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