

业绩高速增长，产能持续扩张

投资要点

- **事件：**公司发布 2018 年半年报，2018 年上半年实现营业收入 15 亿元，同比增长 204%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.3 亿元，同比增长 289%。
- **钴价格大幅上升提振上半年业绩。**2018 年 H1，钴价维持高位，MB 钴均价约 43.0 美元/磅，同比增 66.2%。虽受国际形势影响 Q2 钴价有所回落，但其价格仍处于高位，均价环比增 10.5%。受价格提振，公司上半年钴产品销售收入均大增。其中，钴粉销售收入同比增长 82%，钴精矿产品销售收入同比增长 196.7%，钴盐产品销售收入增长 1090%。
- **Q2 公司盈利能力提升。**受益于公司低成本原料库存，Q2 公司营业成本环比降 9.9%，营收环比增 3.8%，公司销售毛利率上升至 56.3%，环比增 5.9%，盈利能力呈现持续增强的态势。
- **钴、铜产能持续扩张，未来业绩可期。**截至 2017 年，公司钴粉、氢氧化钴、电解铜产能分别为 1500 吨/年、5000 吨/年、10000 吨/年。目前，公司在建项目“安徽滁州年产 3000 吨金属量钴粉生产线和技术中心建设项目”，将于 2018 年底投入试生产；“刚果科卢韦齐 5000 金属吨粗制氢钴和 20000 吨电积铜项目”，将于 2019 年中建成投产。预期 2019 年底公司钴粉、氢氧化钴、电解铜产能分别可达 4500 吨/年、10000 吨/年、30000 吨/年。
- **向新能源材料加工延伸，布局三元前驱体。**全资子公司赣州寒锐拟投资 19.1 亿元分两期建设“江西赣州 10000 金属吨钴新材料和 26000 吨三元前驱体项目”。一期钴冶炼生产线计划于 2019 年底前完成。
- **9 月钴价有望企稳反弹。**8 月底海外夏休结束，MB 钴价有望止跌企稳。随着 9 月需求旺季来临，国内钴盐销量有望持续攀升，国内钴价有望反弹逐步缩小与 MB 价差。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 6.03 元、8.28 元、10.35 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 12 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**钴矿项目进度或不及预期，钴金属价格或大幅下跌的风险。

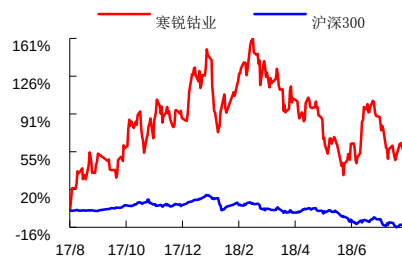
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1464.90	3774.70	5215.68	6593.63
增长率	97.16%	157.68%	38.17%	26.42%
归属母公司净利润（百万元）	449.40	1156.87	1589.03	1987.07
增长率	575.04%	157.42%	37.36%	25.05%
每股收益 EPS（元）	2.34	6.03	8.28	10.35
净资产收益率 ROE	40.35%	52.66%	44.70%	38.04%
PE	55	21	16	12
PB	22.24	11.27	6.97	4.74

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘岗
 执业证号：S1250517100001
 电话：010-57631191
 邮箱：lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

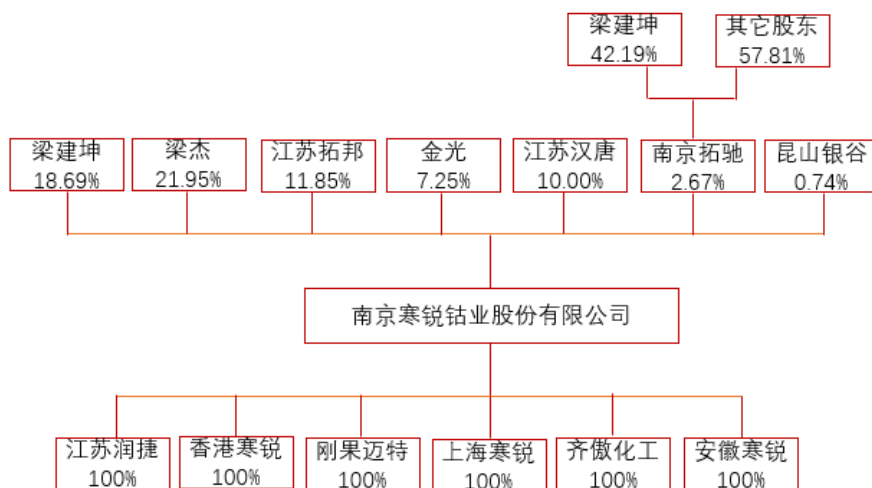
总股本(亿股)	1.92
流通 A 股(亿股)	1.14
52 周内股价区间(元)	105.23-331.5
总市值(亿元)	247.68
总资产(亿元)	30.24
每股净资产(元)	8.13

相关研究

1 公司概况：钴行业的领跑者

公司于 1997 年成立，2017 年在深交所创业板成功上市。公司拥有全资子公司 8 家，其中包括 4 家制造业子公司（赣州寒锐新能源科技、安徽寒锐新材料、江苏润捷和刚果迈特矿业）、3 家贸易子公司和 1 家投资子公司。

图 1：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要产品为钴粉、钴精矿、氢氧化钴、电解铜。钴粉是高温合金、硬质合金、金刚石工具、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、陶瓷等领域，公司钴粉产品除了国内销售外，还出口国外市场，公司已经成为中国和世界钴粉产品的主要供应商之一；钴精矿是生产钴粉、钴盐的原料，也是新能源动力电池的基础原材料；氢氧化钴可用于生产其他钴盐、含钴电池原料等；形成了从原材料钴矿石的开发、收购，到钴矿石的加工、冶炼，直至钴中间产品和钴粉的完整产业流程，是国内少数拥有有色金属钴完整产业链的企业之一。

表 1：公司产能情况

产品	已有产能	规划产能	合计产能
钴粉	1500	3000	4500
钴盐	5000	5000	10000
电解铜	10000	20000	30000

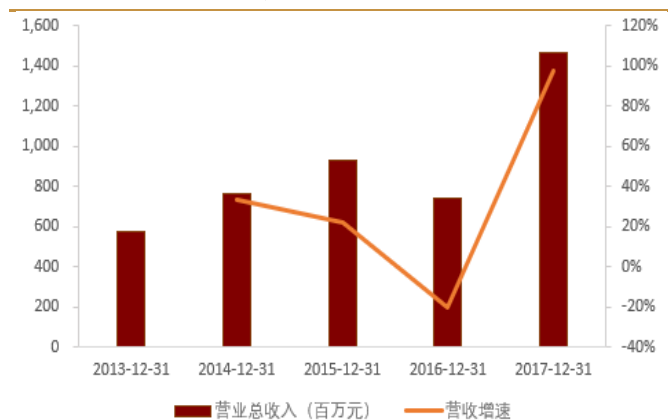
数据来源：公司年报，西南证券整理

2 公司业绩：盈利能力快速提升

2013-2015 年间，公司营收稳步增长，复合增速达到 27.5%。主要原因是 2014 年以来，下游电动汽车行业的快速发展使得电池材料等领域对钴产品的需求提升，因此公司加大了钴精矿产品的对外销售。公司钴精矿收入快速增长，进而带动公司整体营收增长。2016 年，公司营收同比降 20.2%，主要原因是子公司刚果迈特 2000 吨氢氧化钴产能投产，公司调整了产品结构，公司钴精矿销量下降所致。

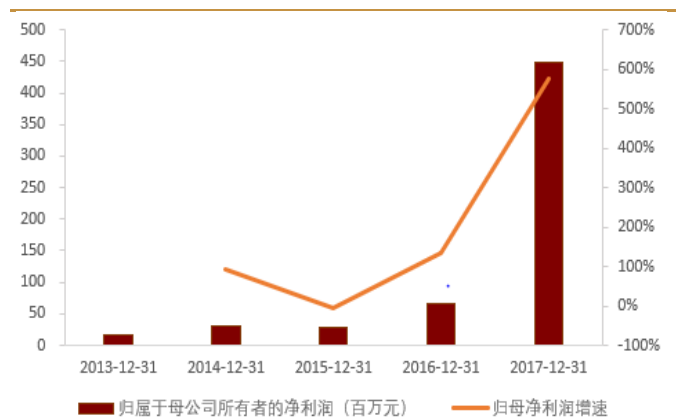
2017 年以来，新能源电池产业发展旺盛，市场对钴需求量持续加大，同时国际市场钴价格持续走高。因此公司 2017 年业绩大增。其中，2017 年公司营收同比增长 97.16%；归属于母公司净利润同比增长 575.04%。

图 2：公司 2013-2017 年营收情况



数据来源：WIND，西南证券整理

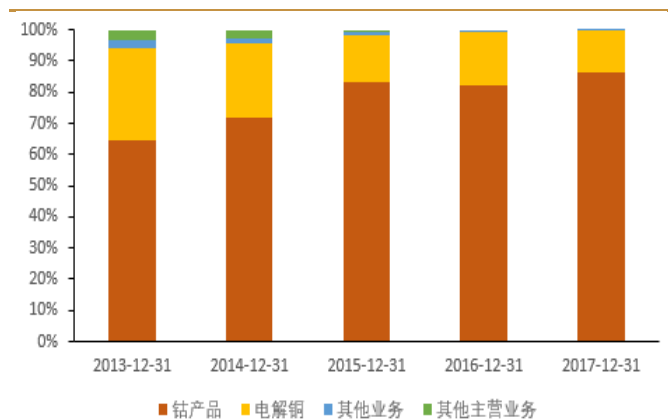
图 3：公司 2013-2017 归母净利润情况



数据来源：WIND，西南证券整理

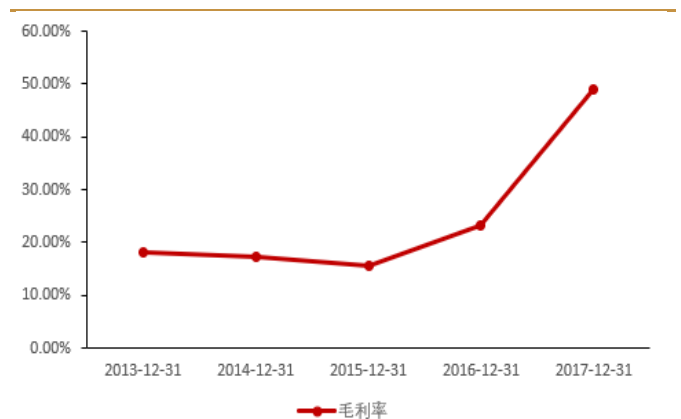
公司钴产品是公司营收占比最高的业务板块，2017 年钴产品营收占公司总营收比重为 86.5%。因此，公司的业绩受钴价波动影响极大。随着钴价上行，公司 2016、2017 毛利率快速增长，2017 年钴产品毛利率同比增 110.8%。

图 4：公司 2013-2017 年主营业务占比情况



数据来源：WIND，西南证券整理

图 5：公司 2017 年盈利占比情况



数据来源：WIND，西南证券整理

3 上半年业绩分析：主营产品价格上升提振上半年业绩

2018 年上半年公司实现营业收入 15.0 亿元，同比增长 204.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.3 亿元，同比增长 289.0%。

2018 年 H1，钴价维持高位，MB 钴均价约 43.0 美元/磅，同比增 66.2%。虽受国际形势影响 Q2 钴价有所回落，但其价格仍处于高位，均价环比增 10.5%。受价格提振，公司上半年钴产品销售收入均大增。其中，钴粉销售收入同比增长 82.3%，钴精矿产品销售收入同比增长 196.7%，钴盐产品销售收入增长 1090.4%。

图 6：公司 2017-2018 上半年钴价格



数据来源：WIND，西南证券整理

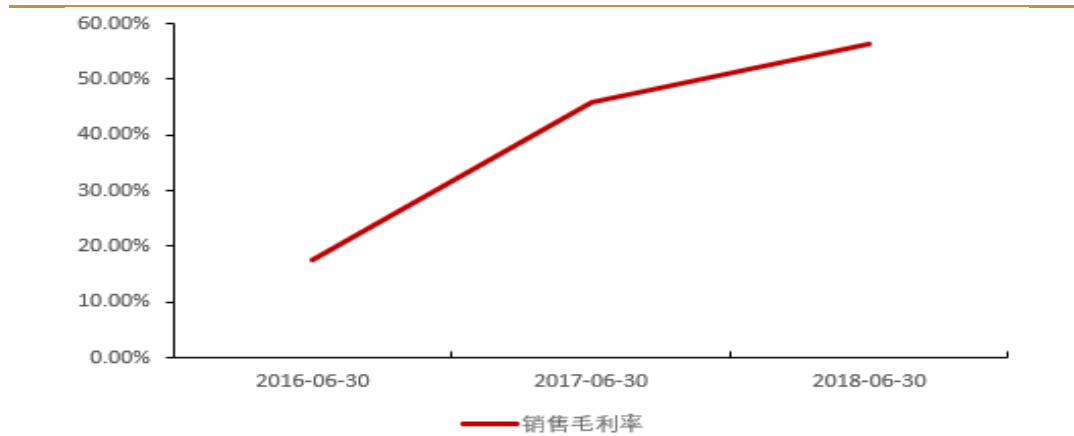
图 7：2017-2018 上半年长江有色金属铜价格



数据来源：WIND，西南证券整理

此外，受益于公司低成本原料库存，Q2 公司营业成本环比降 9.9%，营收环比增 3.8%，公司销售毛利率上升至 56.3%，盈利能力呈现持续增强的态势。

图 8：公司销售毛利率趋势



数据来源：WIND，西南证券整理

截至 2017 年，公司钴粉、氢氧化钴、电解铜产能分别为 1500 吨/年、5000 吨/年、10000 吨/年。目前，公司在建项目“安徽滁州年产 3000 吨金属量钴粉生产线和技术中心建设项目”，将于 2018 年底投入试生产；“刚果科卢韦齐 5000 金属吨粗制氢钴和 20000 吨电积铜项目”，将于 2019 年中建成投产；“江西赣州 10000 金属吨钴新材料和 26000 吨三元前驱体项目”正在规划筹建中，一期钴冶炼生产线计划于 2019 年底前完成。产能的逐步释放为公司未来业绩提供了保障。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019 年底公司钴粉、氢氧化钴、电解铜产能分别可达 4500 吨/年、10000 吨/年、30000 吨/年。

假设 2：全球除 Cobre Panama 铜矿（产能 32 万吨/年）会在 2018 年投产外，2020 年之前基本没有新的大矿山项目投产。铜供应增加放缓，铜下游需求则呈现稳定格局，新能源汽车用铜量大增，有望成为下游需求新增长点。铜价中枢有望进一步上行。因此预期电解铜毛利率 2018-2020 小幅上升，分别为 34.0%、34.5%、35.0%。

假设 3：2018-2020 年，金属钴年均价格分别为 55 万/吨、50 万/吨、45 万/吨。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
钴产品	收入	1,266.7	3420.0	4719.6	5899.5
	增速	107.4%	170.0%	38.0%	25.0%
	毛利率	51.3%	55.0%	54.0%	53.0%
电解铜	收入	196.6	353.9	495.5	693.6
	增速	54.6%	80.0%	40.0%	40.0%
	毛利率	33.7%	34.0%	34.5%	35.0%
其他业务	收入	1.63	0.8	0.7	0.5
	增速	-67.5%	-50.0%	-20.0%	-20.0%
	毛利率	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
合计	收入	1464.9	3774.7	5215.7	6593.6
	增速	97.2%	157.7%	38.2%	26.4%
	毛利率	48.9%	53.0%	52.1%	51.1%

数据来源：Wind，西南证券

根据以上说明和假设，我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 37.7 亿元、52.2 亿元和 65.9 亿元，归母净利润分别为 11.6 亿元、15.9 亿元和 19.9 亿元，EPS 分别为 6.03 元、8.28 元、10.35 元，对应 PE 分别为 21 倍、16 倍和 12 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 3：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
603993.SH	洛阳钼业	4.90	0.26	0.30	0.33	19.22	16.60	14.84
603799.SH	华友钴业	51.57	3.88	4.75	5.51	13.29	10.86	9.37
平均值						16.25	13.73	12.10
300618.SZ	寒锐钴业	129	6.03	8.28	10.35	21	16	12

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1464.90	3774.70	5215.68	6593.63	净利润	449.40	1156.87	1589.03	1987.07
营业成本	748.60	1773.35	2496.15	3224.12	折旧与摊销	27.79	19.04	19.04	19.04
营业税金及附加	18.54	46.83	65.14	82.17	财务费用	14.81	92.66	117.33	130.24
销售费用	10.37	34.12	45.15	56.18	资产减值损失	3.91	3.91	3.91	3.91
管理费用	70.92	202.38	278.57	347.13	经营营运资本变动	-701.40	-1464.12	-944.60	-939.03
财务费用	14.81	92.66	117.33	130.24	其他	111.37	6.73	-2.11	-4.79
资产减值损失	3.91	3.91	3.91	3.91	经营活动现金流净额	-94.11	-184.90	782.61	1196.44
投资收益	1.72	1.72	1.72	1.72	资本支出	-22.15	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-79.76	2.70	1.72	1.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-101.91	2.70	1.72	1.72
营业利润	602.12	1623.17	2211.15	2751.61	短期借款	376.41	129.41	-291.52	-419.44
其他非经营损益	-4.39	-2.37	-3.04	-2.82	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	597.72	1620.80	2208.11	2748.79	股权融资	328.25	0.00	0.00	0.00
所得税	148.32	463.93	619.08	761.72	支付股利	0.00	-89.88	-231.37	-317.81
净利润	449.40	1156.87	1589.03	1987.07	其他	-11.40	-76.82	-117.33	-130.24
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	693.25	-37.29	-640.23	-867.48
归属母公司股东净利润	449.40	1156.87	1589.03	1987.07	现金流量净额	490.12	-219.49	144.10	330.68
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	596.96	377.47	521.57	852.25	成长能力				
应收和预付款项	281.74	712.08	999.19	1258.79	销售收入增长率	97.16%	157.68%	38.17%	26.42%
存货	915.94	2169.57	3052.13	3943.76	营业利润增长率	606.49%	169.58%	36.22%	24.44%
其他流动资产	74.97	190.66	263.44	333.04	净利润增长率	575.04%	157.42%	37.36%	25.05%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	377.63%	169.09%	35.31%	23.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	237.05	221.41	205.76	190.12	毛利率	48.90%	53.02%	52.14%	51.10%
无形资产和开发支出	30.29	27.15	24.00	20.86	三费率	6.56%	8.72%	8.46%	8.09%
其他非流动资产	36.90	36.65	36.40	36.15	净利率	30.68%	30.65%	30.47%	30.14%
资产总计	2173.87	3734.98	5102.49	6634.96	ROE	40.35%	52.66%	44.70%	38.04%
短期借款	581.55	710.96	419.44	0.00	ROA	20.67%	30.97%	31.14%	29.95%
应付和预收款项	313.26	659.94	959.77	1240.84	ROIC	53.25%	59.98%	49.18%	46.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	44.01%	45.96%	45.01%	44.00%
其他负债	165.28	167.09	168.64	170.20	营运能力				
负债合计	1060.08	1537.98	1547.84	1411.04	总资产周转率	0.98	1.28	1.18	1.12
股本	120.00	192.00	192.00	192.00	固定资产周转率	6.54	16.71	24.81	33.89
资本公积	432.78	360.78	360.78	360.78	应收账款周转率	13.18	14.89	11.85	11.37
留存收益	577.22	1644.21	3001.87	4671.14	存货周转率	1.27	1.15	0.96	0.92
归属母公司股东权益	1113.78	2197.00	3554.65	5223.92	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1113.78	2197.00	3554.65	5223.92	资产负债率	48.76%	41.18%	30.33%	21.27%
负债和股东权益合计	2173.87	3734.98	5102.49	6634.96	带息债务/总负债	54.86%	46.23%	27.10%	0.00%
					流动比率	2.08	2.51	3.49	5.12
					速动比率	1.06	0.93	1.29	1.96
					股利支付率	0.00%	7.77%	14.56%	15.99%
					每股指标				
					每股收益	2.34	6.03	8.28	10.35
					每股净资产	5.80	11.44	18.51	27.21
					每股经营现金	-0.49	-0.96	4.08	6.23
					每股股利	0.00	0.47	1.21	1.66
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	644.72	1734.87	2347.53	2900.89					
PE	55.11	21.41	15.59	12.46					
PB	22.24	11.27	6.97	4.74					
PS	16.91	6.56	4.75	3.76					
EV/EBITDA	23.93	14.45	10.49	8.23					
股息率	0.00%	0.36%	0.93%	1.28%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn