

新能源与汽车研究中心

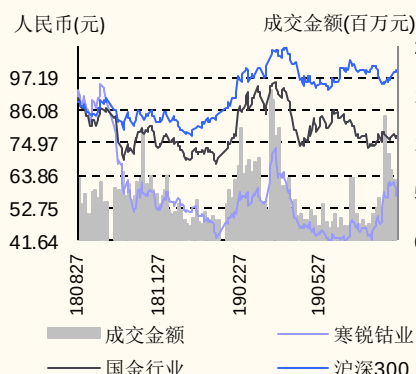
寒锐钴业 (300618.SZ) 增持 (下调评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 56.80 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	159.58
总市值(百万元)	15,267.86
年内股价最高最低(元)	61.53/41.73
沪深 300 指数	3820.86



相关报告

1. 《钴价下行影响业绩，长期成长可期-寒锐钴业年报及一季报点评》，2019.4.29
2. 《市场趋冷，寒风中成长-寒锐钴业三季报点评》，2018.10.30
3. 《钴业龙头高速增长-寒锐钴业中报点评》，2018.8.29

张帅

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
 (8621)61038279
 zhangshuai@gjzq.com.cn

曾智勤

 联系人
 zengzhiqin@gjzq.com.cn

钴价回落拖累业绩，盈利有望环比改善

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	3.745	3.686	0.508	1.704	2.608
每股净资产(元)	9.28	9.90	11.16	12.87	15.48
每股经营性现金流(元)	-0.78	1.51	-3.25	-2.37	-0.59
市盈率(倍)	62.96	20.10	111.84	33.33	21.78
净利润增长率(%)	575.04%	57.46%	-86.22%	235.52%	53.04%
净资产收益率(%)	40.35%	37.24%	4.55%	13.24%	16.85%
总股本(百万股)	120.00	192.00	192.00	192.00	192.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2019 年中报，实现营业收入 9.22 亿元，同比下降 38.62%，归母净利润-7653 万元，同比下降 114.47%。

经营分析

- **钴价快速回落导致业绩大幅下滑。**1) 业绩略低于预告亏损 0.6-0.65 亿元。公司 19H1 实现营收 9.22 亿元，同比-38.62%；归母净利/扣非净利分别为-7653/-7831 万元，同比-114.47%/-114.82%。分产品来看，钴产品营收 7.16 亿元，较去年同期下降 46.25%，毛利率同比下滑 64pct 至-4.5%；铜产品营收 2.05 亿元，同比+21.24%，毛利率上升 4.5pct 至 35.22%。2) 钴价同比大幅回落。2019H1 粗制氢氧化钴和钴粉均价分别为 11.61 美元/磅和 30.83 万/吨，同比下降 61.34%/55.30%。3) 部分存货跌价准备转回。19H1 资产减值损失为 0.47 亿元，其中二季度为-0.18 亿元。我们推测原因是行业龙头嘉能可产量减少导致钴价中枢抬升，公司部分减记金额恢复。
- **钴行业供需格局边际改善，铜价有望企稳回升，Q3 业绩料将环比增长。**嘉能可 8 月初公告旗下全球最大的钴矿 Mutanda 将于 2020-2021 年停产，供给减少 2.5 万吨左右。受此消息刺激，中间体价格自月初以来上涨 17%。我们认为，虽然钴行业供给过剩局面尚未扭转，但 Mutanda 停产使得行业边际改善，钴价中枢得以抬升；受大矿山产量下降以及赞比亚新税收政策等因素的影响，铜供给端有所收缩。根据国际铜业研究小组的预测，2019/2020 年全球精炼铜短缺为 18.9/25 万吨，铜价有望企稳回升。考虑钴价、铜价上行，我们预计公司 Q3 业绩将环比改善。
- **坚持投入铜钴产线，长期成长可期。**公司有望于 2019 年 8 月底完成 3000 吨钴粉项目；原“2 万吨电积铜及 5000 吨氢氧化钴项目”变更为“2 万吨电积铜及 5000 吨电积钴项目”，并于 2020 年 6 月末建成。新项目以电积钴取代氢氧化钴，实现产品深加工，可大幅减少物流成本，提升经济效益。作为钴行业龙头企业之一，公司料将长期受益于电动车行业的高速发展。

盈利调整及投资建议

- 考虑钴价上行、铜价有望企稳，我们维持公司 2019-2021 年归母净利为 0.98/3.27/5.01 亿元的预测，对应 EPS 分别为 0.51/1.70/2.61 元。由于当前股价已一定程度上反映了钴行业边际改善，我们下调公司至“增持”评级。

风险提示

- 钴价上行大量产能释放导致供给过剩大幅加剧风险；新能源汽车销量大幅低于预期风险；刚果(金)政局变动导致公司当地项目未能按期达产风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	743	1,465	2,782	2,245	3,286	4,887
增长率		97.2%	89.9%	-19.3%	46.4%	48.7%
主营业务成本	-571	-749	-1,522	-1,722	-2,404	-3,450
%销售收入	76.8%	51.1%	54.7%	76.7%	73.1%	70.6%
毛利	172	716	1,260	523	882	1,437
%销售收入	23.2%	48.9%	45.3%	23.3%	26.9%	29.4%
营业税金及附加	-9	-19	-74	-27	-39	-59
%销售收入	1.2%	1.3%	2.7%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-8	-10	-21	-45	-66	-98
%销售收入	1.1%	0.7%	0.8%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-47	-71	-125	-112	-164	-244
%销售收入	6.3%	4.8%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	109	616	1,039	339	613	1,036
%销售收入	14.7%	42.1%	37.4%	15.1%	18.7%	21.2%
财务费用	-23	-15	-79	-135	-325	-452
%销售收入	3.1%	1.0%	2.9%	6.0%	9.9%	9.3%
资产减值损失	-1	-4	-10	-102	84	-8
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0
投资收益	0	2	5	10	10	10
%税前利润	0.0%	0.3%	0.6%	8.7%	2.6%	1.7%
营业利润	85	602	957	112	382	586
营业利润率	11.5%	41.1%	34.4%	5.0%	11.6%	12.0%
营业外收支	2	-4	1	3	3	3
税前利润	87	598	957	115	385	589
利润率	11.7%	40.8%	34.4%	5.1%	11.7%	12.1%
所得税	-20	-148	-253	-17	-58	-88
所得税率	23.4%	24.8%	26.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	67	449	704	98	327	501
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
归属于母公司的净利润	67	449	708	98	327	501
净利率	9.0%	30.7%	25.4%	4.3%	10.0%	10.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	67	449	704	98	327	501
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0
非现金支出	27	32	39	126	-54	44
非经营收益	31	113	199	-305	99	157
营运资金变动	24	-688	-651	-543	-827	-815
经营活动现金净流	149	-94	291	-625	-455	-113
资本开支	-66	-52	-265	-195	-297	-314
投资	0	-50	-130	-100	300	200
其他	0	0	-48	10	10	10
投资活动现金净流	-66	-102	-443	-285	13	-104
股权募资	0	341	0	-124	0	0
债权募资	-78	385	437	748	828	783
其他	-26	-40	-93	141	-132	-185
筹资活动现金净流	-103	686	345	764	696	598
现金净流量	-21	490	193	-146	254	381

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	96	597	748	602	856	1,237
应收账款	128	259	459	277	406	604
存货	267	916	1,313	1,172	1,760	2,526
其他流动资产	39	98	163	1,060	1,084	921
流动资产	531	1,870	2,683	3,111	4,107	5,288
%总资产	66.0%	86.0%	77.8%	75.2%	75.7%	76.6%
长期投资	0	0	230	280	280	280
固定资产	234	237	359	456	656	857
%总资产	29.1%	10.9%	10.4%	11.0%	12.1%	12.4%
无形资产	14	33	42	96	146	201
非流动资产	273	304	767	1,028	1,318	1,613
%总资产	34.0%	14.0%	22.2%	24.8%	24.3%	23.4%
资产总计	803	2,174	3,451	4,139	5,424	6,902
短期借款	206	582	550	1,306	2,134	2,917
应付款项	162	261	162	269	376	541
其他流动负债	23	54	113	23	39	56
流动负债	390	897	825	1,598	2,549	3,514
长期贷款	0	0	79	79	79	79
其他长期负债	39	163	647	320	327	338
负债	430	1,060	1,551	1,997	2,955	3,932
普通股股东权益	374	1,114	1,900	2,143	2,471	2,971
少数股东权益	0	0	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	803	2,174	3,451	4,139	5,424	6,902

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.740	3.745	3.686	0.508	1.704	2.608
每股净资产	4.153	9.282	9.898	11.164	12.868	15.475
每股经营现金净流	1.650	-0.784	1.515	-3.254	-2.368	-0.589
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	17.81%	40.35%	37.24%	4.55%	13.24%	16.85%
总资产收益率	8.29%	20.67%	20.51%	2.36%	6.03%	7.25%
投入资本收益率	13.57%	24.98%	24.14%	7.52%	10.45%	14.05%
增长率						
主营业务收入增长率	-20.24%	97.16%	89.94%	-19.33%	46.40%	48.72%
EBIT增长率	40.26%	466.01%	68.60%	-67.40%	80.89%	69.07%
净利润增长率	134.50%	575.04%	57.46%	-86.22%	235.52%	53.04%
总资产增长率	1.40%	170.56%	58.73%	19.95%	31.05%	27.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.8	27.2	30.9	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	182.5	288.4	267.3	270.0	270.0	270.0
应付账款周转天数	60.1	42.8	25.8	25.0	25.0	25.0
固定资产周转天数	105.2	58.2	33.5	41.0	28.0	18.9
偿债能力						
净负债/股东权益	29.35%	-1.35%	9.77%	50.75%	67.26%	69.46%
EBIT利息保障倍数	4.7	41.6	13.1	2.5	1.9	2.3
资产负债率	53.49%	48.76%	44.96%	48.24%	54.47%	56.97%

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	1	3	6	6	13
增持	0	2	2	3	7
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.40	1.25	1.33	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-02-05	买入	243.00	300.00~305.00
2	2018-02-13	买入	265.00	385.00~390.00
3	2018-08-29	买入	131.99	N/A
4	2018-10-30	买入	72.86	N/A
5	2019-04-29	买入	78.17	N/A

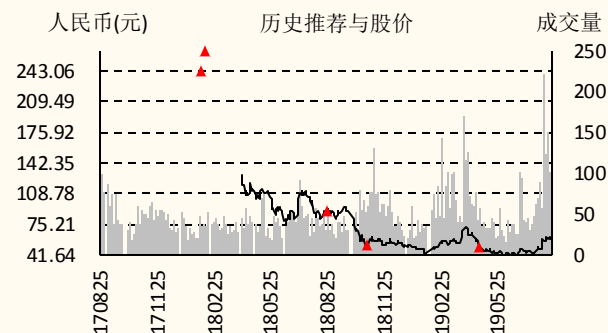
来源：国金证券研究所

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，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