

2019年09月23日

证券研究报告·公司研究报告

寒锐钴业 (300618) 有色金属

增持 (首次)

当前价: 61.93 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

钴价反弹，业绩拐点将至

投资要点

- **看好钴价长期走牛。**2018年Q2以来，钴价格持续下滑，一度跌到了22万元/吨的低价，几乎所有的钴矿山、冶炼企业面临亏损、盈利恶化的局面，同时下游3C领域由于智能手机消费萎缩，需求下降，导致对钴需求的增速小于钴矿供给增速，从2018年下半年到2019年上半年整个行业处于去库存阶段，待扩或新增产能面临延后或者关停。我们判断钴行业经过1-2年的寻底去库阶段，到2020-2021年后，5G商用大范围的铺开，5G手机换机潮的来临，将拉动数码3C电池对钴的需求，同时随着动力电池体量在新能源汽车的高速发展下不断加大，到2021年全球新能源汽车拉动钴的消费量将达到4.3万吨，相比2018年的1.7万吨，将增长150%。叠加钴矿供给层面的收缩：嘉能可宣布关停全球产量最大的Mutunda钴矿山以及下调产量指引，供需格局有望逐步扭转，到2021年将出现钴矿供应的缺口，推动钴价逐步走高。
- **全球钴矿石供给增速低于下游需求增速。**根据我们的梳理，2019-2021年主要的矿山增量项目有嘉能可旗下的KCC、欧亚资源的RTR、Chemaf旗下的Etoile以及中色集团旗下的Deziwa，其他有部分产能释放的有中矿资源和万宝矿业。按照嘉能可2019年半年报的产量指引，同时考虑到Mutanda矿2020-2021年停产，我们预计2019-2021年全球钴矿山产量年均增速为4.6%。而钴下游需求在3C电池稳定增长和以及动力电池高速增长的拉动下，2019-2021年的年均复合增速将达到9%，供需格局将逐步改善。
- **公司的盈利模式最受益于钴价反弹，业绩拐点将至。**以低至MB钴2-4折的价格购买钴原料，以7折的价格销售产成品是公司除去赚取基本的加工费以外重要的盈利模式，2019年8月份以来伴随着MB钴价的持续上涨，公司有望迎来业绩拐点，同时随着公司今年3000吨钴粉产能的投产以及2020年6月份科卢韦齐5000吨电积钴和20000吨电极铜的投产，公司盈利规模将达到新的高度。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2019-2021年的营业收入分别为18.4亿元、26.4亿元和38.9亿元，归母净利润分别为1.0亿元、4.1亿元和7.5亿元，对应PE分别为165倍、40倍和22倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**钴价格大幅波动风险、新能源汽车销量不及预期风险、新增产能达产进度不及预期风险、5G商用进展或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2782.47	1835.50	2636.92	3892.09
增长率	89.94%	-34.03%	43.66%	47.60%
归属母公司净利润(百万元)	707.63	100.71	413.44	754.63
增长率	57.46%	-85.77%	310.51%	82.53%
每股收益EPS(元)	2.63	0.37	1.54	2.81
净资产收益率ROE	37.08%	6.01%	19.98%	27.53%
PE	24	165	40	22
PB	8.76	9.93	8.04	6.07

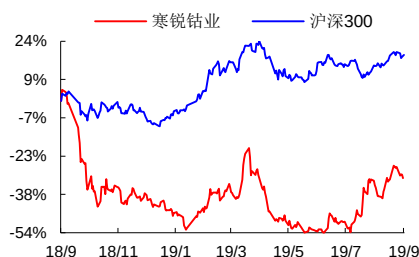
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟尧
执业证号: S1250519060005
电话: 010-58251916
邮箱: lml@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-58251918
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)	2.69
流通A股(亿股)	1.60
52周内股价区间(元)	41.73-134.63
总市值(亿元)	166.47
总资产(亿元)	32.19
每股净资产(元)	5.66

相关研究

目 录

1 公司概况：布局全产业链的钴粉龙头	1
2 行业分析：供需格局边际改善，看好中长期钴价走势	3
2.1 钴资源分布高度集中，矿产巨头拥有定价权	3
2.2 全球产量最大钴矿山停产或致供给大幅收缩	4
2.3 动力电池需求稳定高增长，数码电子消费待回暖	6
2.4 供需格局或将在 2021 年扭转，看好钴价长期走牛	8
3 公司分析：受益于钴价反弹，业绩拐点将至	9
3.1 盈利模式：较低折扣采购，较高折扣销售	9
3.2 产能增扩大盈利规模，下延产业链布局电池材料业务	10
3.3 钴价反弹，业绩拐点将至	11
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司 2019 年上半年主营业务结构情况	1
图 3: 公司 2019 年上半年主营业务毛利情况 (万元)	1
图 4: 公司股权结构稳定	2
图 5: 公司主要控股参股公司	2
图 6: 公司 2015 年以来营业收入及增速	3
图 7: 公司 2015 年以来归母净利润及增速	3
图 8: 2006 年以来金属钴价格变动情况	5
图 9: 全球 2018 年钴消费分布情况	6
图 10: 2015 年-2018 年全球钴下游消费量及增速	6
图 11: 公司钴精矿、电解铜、粗制钴中间品	9
图 12: 公司钴粉生产工艺流程图	9
图 13: 2016-2018 年公司铜、钴产品生产量	10
图 14: 2016-2018 年公司铜、钴产品营收	10
图 15: 钴产业链全景图	11
图 16: MB 钴 99.3% (标准级) 价格走势 (美元/磅)	11

表 目 录

表 1: 全球储量占比前三的国家	3
表 2: 全球钴储量占比前四的企业	4
表 3: 全球钴矿供应情况 (单位: 吨)	5
表 4: 3C 消费类电池领域对钴需求预测表	7
表 5: 动力电池领域对钴消耗预测表	7
表 6: 钴下游需求预测汇总表 (单位: 万吨)	8
表 7: 动力电池领域对钴消耗预测表 (单位: 万吨)	9
表 8: 公司产能情况 (单位: 吨)	10
表 9: 分业务收入及毛利率	12
表 10: 可比上市公司估值情况	12
附表: 财务预测与估值	13

1 公司概况：布局全产业链的钴粉龙头

南京寒锐钴业股份有限公司（以下简称“寒锐钴业”或公司），于 1997 年成立，2011 完成股份制改制，并于 2017 年 3 月在创业板上市。公司业务主要包括钴铜矿开采、冶炼、钴粉及其他钴基粉体研发、生产和销售。自 2007 年在非洲刚果（金）投资设立了从事钴、铜矿资源的开发和产品深加工的迈特矿业子公司之后，寒锐钴业形成了从矿产开发、冶炼，直至钴中间产品和钴粉生产的完整产业链。2019 年公司具备的钴粉产能为 4500 吨，钴精矿产能 4000 吨，钴盐产能 5800 吨（其中粗制氢氧化钴 5000 吨），电解铜产能 10000 吨，硫酸产能 12000 吨。

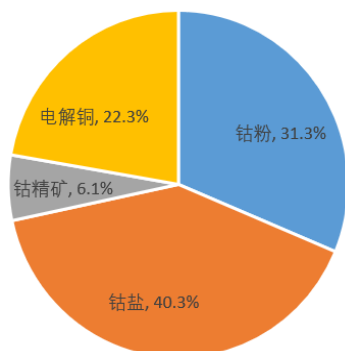
图 1：公司发展历程

◆ 1997年5月 南京寒锐钴业有限公司成立。	◆ 2007年12月 成立刚果迈特矿业公司。
◆ 2008年2月 成立南京寒锐钴业(香港)有限公司。	◆ 2009年6月 成立江苏润捷新材料有限公司。
◆ 2011年8月 完成股份制改革，公司名称变更为南京寒锐钴业股份有限公司。	◆ 2014年12月 收购齐傲化工100%股权从事钴产品的综合贸易。
◆ 2015年2月 寒锐钴业董事会会议通过了公司首次公开发行普通股(A股)并在创业板上市议案。	◆ 2016年10月 安徽寒锐新材料有限公司成立。
◆ 2017年3月 寒锐钴业成功登陆创业板，股票代码为300618。	◆ 2017年8月 寒锐投资南京有限公司成立。
◆ 2017年11月 赣州寒锐新能源科技有限公司成立。	◆ 2018年4月 寒锐金属(刚果)有限公司成立。

数据来源：公司公告，西南证券整理

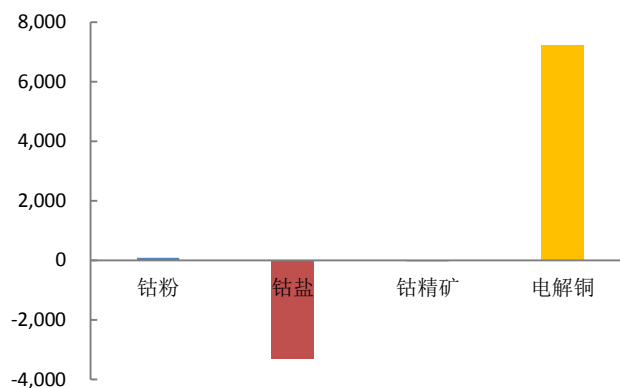
公司主营业务结构：2019 年上半年，公司收入主要来自钴粉、钴盐和钴精矿三类钴产品，占比达 77.7%，电解铜业务占比 22.3%；由于钴价格持续下跌导致钴产品盈利恶化，电解铜贡献了几乎全部的毛利，钴盐和钴精矿均亏损。

图 2：公司 2019 年上半年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

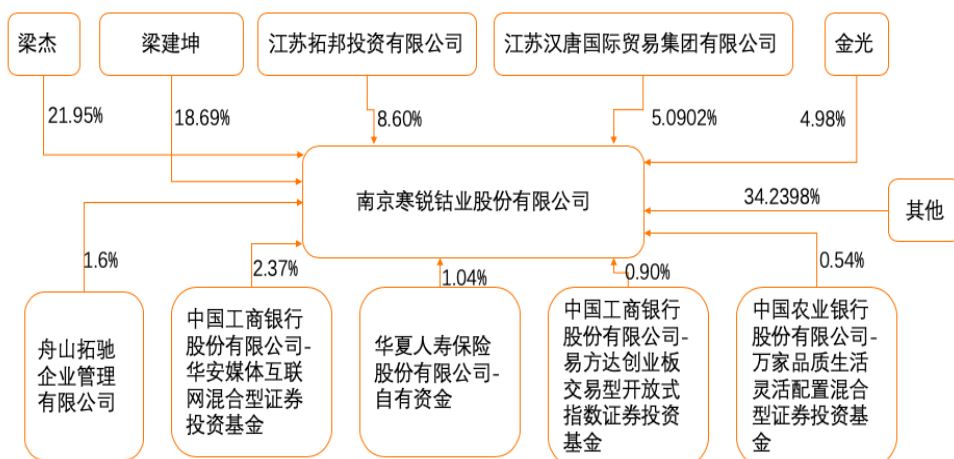
图 3：公司 2019 年上半年主营业务毛利情况（万元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权控制结构：公司实际控制人为梁建坤先生和梁杰先生父子，截止到 2019 年 9 月，合计持有 1.09 亿股，占公司股份比例为 40.64%。据中登披露的全部质押数据统计，公司股权质押总量为 4766.32 万股，占公司总股本的比例为 17.73%，质押率较低。

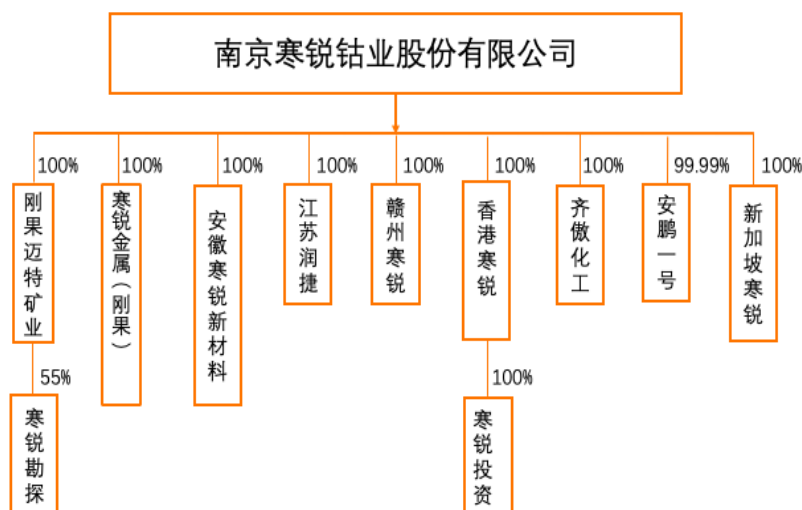
图 4：公司股权结构稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

截止 2018 年年报，公司拥有纳入合并报表范围的子公司共 10 家，其中江苏润捷主要从事碳酸钴和草酸钴等钴盐的生产与销售，刚果迈特从事矿产勘探、开采、加工和销售，寒锐金属（刚果）从事矿石采购、初加工和出口及进口生产设备和辅助材料，安徽寒锐从事钴粉、钴盐等生产和销售，赣州寒锐从事锂电池材料等生产和销售，南京齐傲化工、香港寒锐主要从事贸易业务。

图 5：公司主要控股参股公司

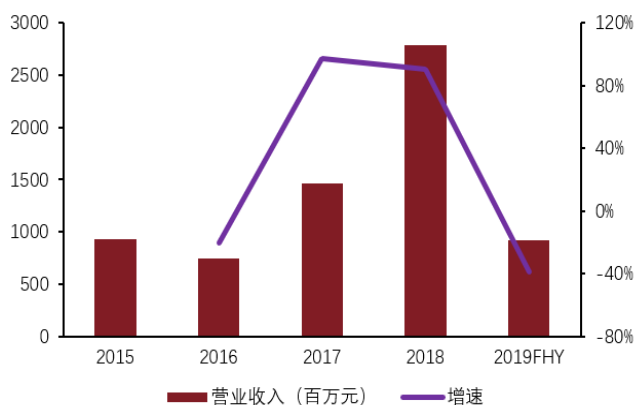


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况: 公司年报数据显示, 2018 年公司实现营收 27.8 亿元, 同比增长 89.9%, 归母净利润 7.1 亿元, 同比增长 57.5%。公司 2018 年业绩大幅增长主要源于量价齐升: 2018 年安泰科金属钴均价 53.6 万元/吨, 较 2017 年的 43.8 万元/吨上涨了 22%, 同时公司铜、钴销售量分别为 7860 吨和 5826 吨, 同比增长 46% 和 47%。

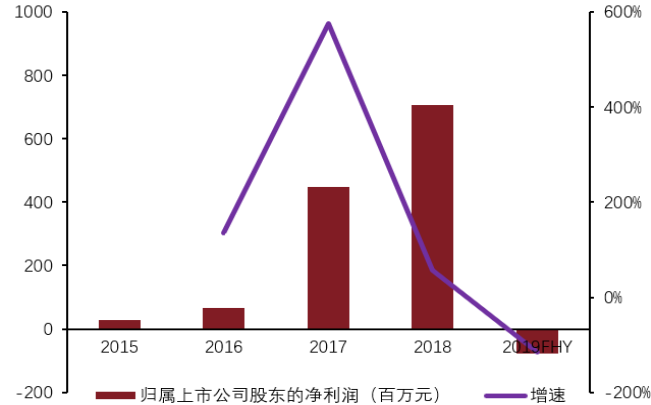
公司近期发布了 2019 年半年报, 上半年实现营收 9.22 亿元, 同比减少 38.6%, 亏损 7653 万元, 同比减少 114.5%, 钴价格持续走低, 导致公司盈利恶化: 2019 年上半年安泰科金属钴均价 27.8 万元/吨, 较 2018 年上半年的 61.9 万元/吨下跌了 55%。随着钴产品价格的下滑, 公司上半年计提存货跌价准备 4729 万元。2019 年上半年公司钴产品实现营收 7.16 亿元, 同比减少 46%, 毛利率 -4.54%, 同比下滑 64 个百分点; 铜产品实现营收 2.05 亿元, 同比增长 21%, 毛利率 35.22%, 同比提升 4.5 个百分点, 铜产品的盈利能力提升明显。

图 6: 公司 2015 年以来营业收入及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司 2015 年以来归母净利润及增速



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 行业分析: 供需格局边际改善, 看好中长期钴价走势

2.1 钴资源分布高度集中, 矿产巨头拥有定价权

根据美国地质调查局 (USGS) 的数据, 2018 年全球钴矿储量为 690 万公吨, 其中储量占比最大的国家为刚果 (金), 占比高达 49%, 第二为澳大利亚, 储量 120 万公吨, 占比为 17.4%, 第三为古巴, 储量 50 万公吨, 占比 7.2%。我国钴资源贫乏, 储量仅 8 万公吨, 占比仅为 1.2%。

表 1: 全球储量占比前三的国家

国家/地区	储量 (万公吨)	占比	资源类型
刚果 (金)	340	49.3%	砂岩型铜钴矿
澳大利亚	120	17.4%	岩浆型铜镍硫化物矿
古巴	50	7.2%	红土型镍钴矿
全球	690	100%	

数据来源: 美国地质调查局, 西南证券整理

矿产巨头嘉能可拥有绝对的定价权。钴市场的全球定价基准是海外 MB 报价：海外金属钴的贸易商现货报价。全球约 12 万吨的钴市场，金属钴约占 30% 以上，而其中有 80% 左右被长单锁定，现货交易只剩不足 1 万吨，MB 现货成交量将更少。而海外金属钴生产商主要集中在嘉能可、住友金属、谢里特、欧亚资源等少数矿产巨头手中，国内金属钴产量最大的金川具备规模出口能力，但是大部分都是长单锁价，对 MB 报价影响有限。

同时很多矿山都配套自有冶炼厂，矿石并不进入市场交易，通过统计后发现，除去自有冶炼厂用掉的钴矿石，剩余市场上可交易的矿石量约占钴矿供应总量的一半，而嘉能可钴矿石的供应量占可交易矿石量超过 50%，毋庸置疑，嘉能可对全球钴价格拥有绝对的定价权。

根据嘉能可公告的数据，其控制的钴矿山储量为 166 万吨，占全球储量的比重高达 24%，控制着全球钴矿储量占比前四的企业 CR4=45%。

表 2：全球钴储量占比前四的企业

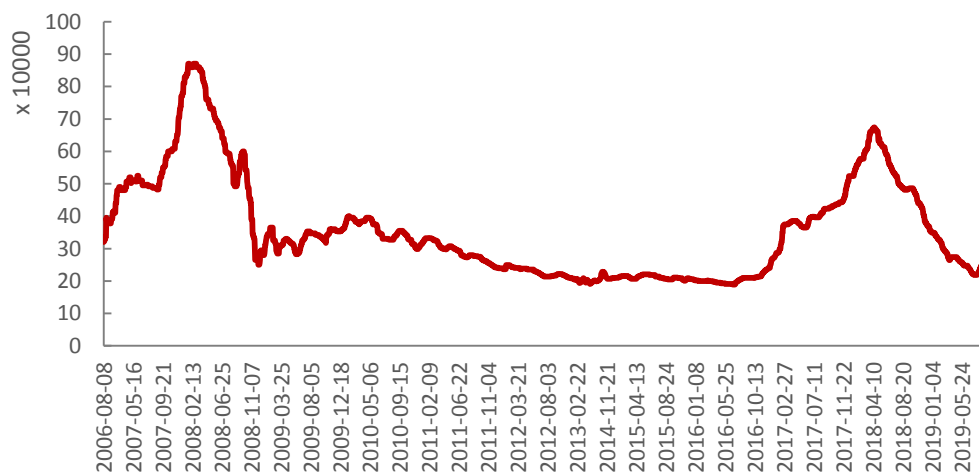
公司	矿山	储量 (万吨)	地区
嘉能可	Muntanda	87.12	刚果 (金)
	Katanga	69.16	刚果 (金)
	其他	9.736	
	合计	166	
洛阳钼业	TFM 铜钴矿	58.64	刚果 (金)
欧亚资源	Boss Mining	41.2	刚果 (金)
	Comide	10.6	刚果 (金)
金川集团	Ruashi Mine	33	刚果 (金)
合计		309.44	CR4=45%

数据来源：各公司公告，西南证券整理

2.2 全球产量最大钴矿山停产或致供给大幅收缩

钴价格的大幅下跌导致供给释放减缓。国内金属钴的价格自 2018 年 4 月份的高点 67 万元/吨一度跌到了今年 7 月份的 21.9 万元/吨，跌幅高达 67%，直接导致大部分钴生产企业亏损，盈利迅速恶化。钴价格的持续低迷导致部分矿山产量缩减，冶炼企业减产，行业进入去库存阶段。除了嘉能可发布减产停产的公告以外，全球第二大钴生产商洛阳钼业也预计在 2019 年钴产量下降 6.7% 左右。同时钴价的下跌也导致从刚果 (金) 当地收集手采矿的商家锐减，导致手采矿的产量大幅下降。

图 8：2006 年以来金属钴价格变动情况



数据来源：Wind，西南证券整理

全球钴产量最大的矿山为嘉能可的 Mutanda 矿山，2018 年的钴金属产量为 2.73 万吨，占全球产量约 20%。根据嘉能可 2019 年中报显示，公司因为钴价格低于盈利可行性范围，计划在年底前关闭 Mutanda 铜钴矿，同时下修 Mutanda 今年的产量指引从 2.7 万吨调整到 2.5 万吨。下修 Katanga (KCC 矿) 2019-2021 年的产量指引分别为 1.4 万吨、2.7 万吨和 3.1 万吨，分别下调了 1.2 万吨、0.5 万吨和 0.7 万吨。

矿山巨头停产及下修产量指引导致供给大幅收缩。根据我们的梳理，2019-2021 年主要的矿山增量项目有嘉能可旗下的 KCC、欧亚资源的 RTR、Chemaf 旗下的 Etoile 以及中色集团旗下的 Deziwa，其他有部分产能释放的有中铁资源和万宝矿业。按照嘉能可 2019 年半年报的产量指引，同时考虑到 Mutanda 矿 2020-2021 年停产，我们预计 2019 年-2021 年钴矿山产量年均增速为 4.6%。

表 3：全球钴矿供应情况（单位：吨）

企业	矿山	2017 年产量	2018 年产量	2019E	2020E	2021E
Glencore 嘉能可	Mutanda Mining	23900	27300	25000	0	0
	Katanga Mining/KCC	0	11100	14000	27000	31000
	Minara Resources	2700	2900	3000	3000	3000
	Sudbury/Raglan	800	900	1000	1000	1000
	Mopani	0	0	0	0	0
嘉能可合计		27400	42200	43000	31000	35000
洛阳钼业	TFM 铜钴矿	16419	18747	17500	17500	17500
Vale 淡水河谷	Sudbury/Voisey's Bay	2200	2422	2422	2422	2422
	Thompson+other	600	600	600	600	600
	Vale New Caledonia (VNC)	2800	2104	2104	2104	2104
华友钴业	PE527	0	1500	3100	3100	3100
	Mikas	3000	3000	3000	3000	3000
金川集团	Ruashi Mine	4600	4600	4600	4600	4600
	自有矿山	1000	1000	1000	1000	1000

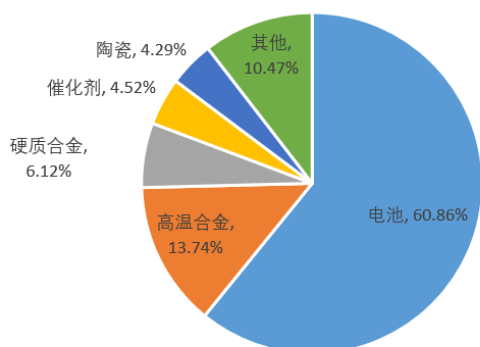
企业	矿山	2017 年产量	2018 年产量	2019E	2020E	2021E
Chemaf(Shalina 集团)		5160	6000	7000	8000	9000
欧亚资源	Boss Mining	2500	2500	1500	1000	0
	RTR	0	0	3500	7000	11000
住友金属	Coral Bay/Taganito	4100	4100	4100	4100	4100
Sheritt 谢里特	Moa Nickel	3200	3200	3200	3200	3200
	Ambatovy	3053	3000	3000	3500	3500
万宝矿业	Kamoya+Pumpi	3200	3200	3200	4500	6000
中铁资源		2000	2000	3000	4000	5000
中冶瑞木	Ramu NiCo	3200	3200	3200	3200	3200
古巴镍业	Cuba	2200	2200	2200	2200	2200
诺里尔克斯镍业	Kole MMC/Polar Division	2000	2000	2000	2000	2000
Somika SPRL	Somika	2290	2000	2000	2000	2000
CTT	Bou Azzer	1620	1428	1400	1400	1400
GTL	Big Hill	2600	0	0	0	0
韦丹塔资源集团	Konkola Copper Mines	900	900	900	900	900
第一量子矿业	Ravensthorpe	950	950	950	950	950
非洲彩虹矿业	Nkomali	800	800	800	800	800
中色集团	Deziwa 铜钴	0	0	0	2000	4000
手采矿	刚果(金)	20000	20000	15000	17000	18000
其他		3000	3000	5000	10000	10000
合计		120792	136651	139276	143076	156576

数据来源：安泰科，smm，各公司公告，西南证券整理

2.3 动力电池需求稳定高增长，数码电子消费待回暖

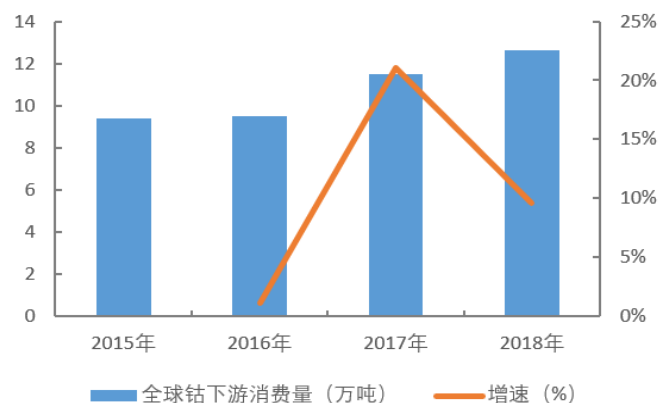
从钴的下游来看，钴产品主要应用于锂电池、高温合金、硬质合金、催化剂、陶瓷等领域，根据安泰科的数据，2018 年锂电池对钴的消耗占比已经超过 60%，主要集中在 3C 消费类电子和动力电池领域。

图 9：全球 2018 年钴消费分布情况



数据来源：安泰科，西南证券整理

图 10：2015 年-2018 年全球钴下游消费量及增速



数据来源：安泰科，西南证券整理

3C 电子消费低迷，期待 5G 换机潮到来。由于 3C 消费类电子产品市场趋于饱和，出货量增速放缓，2018 年以来以智能手机为代表的 3C 类电子消费疲软，导致钴下游消费领域占比最大的数码 3C 电池对钴的需求增速降低。根据 IDC 数据显示，2018 年全球智能手机出货量为 14 亿部，同比减少 4.8%，2019 年预计持续低迷。2019 年底，5G 将逐步进入商用阶段，未来 2 年随着 5G 商业化的逐步推进，5G 手机的消费将加速，我们看好 5G 换机潮拉动数码 3C 电池对钴的消费。

表 4：3C 消费类电池领域对钴需求预测表

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
智能手机出货量（百万部）	1473	1465.5	1394.9	1390	1425	1509
YOY	2.49%	-0.51%	-4.82%	-0.35%	2.52%	5.89%
单机带电量（Wh）	9.9	11	12.2	12.6	13	14.8
笔记本电脑（百万部）	157	158	158	158	159	160
单机带电量（Wh）	42	50	54	55	56	58
平板电脑（百万部）	175	164	140	135	135	135
单机带电量（Wh）	30	40	42	43	45	45
可穿戴设备（万部）	10050	11500	14000	15000	16000	17000
单机带电量（Wh）	0.95	1.1	1.13	1.15	1.18	1.2
数码相机（百万部）	25	25	24	20	19	18
单机带电量（Wh）	6	6.5	6.7	6.8	6.9	7
其它电池（GWh）	4	5	3	3	2	1
总 3C 电池（GWh）	40.12	48.39	50.41	52.40	54.52	59.21
对应钴需求量（万吨）	4.57	5.52	5.75	5.97	6.21	6.75

数据来源：IDC，高工锂电，西南证券整理

新能源汽车发展是大势所趋，动力电池对钴需求占比不断提升。根据《汽车产业中长期发展规划》要求，到 2020 年我国新能源汽车年产销要达到 200 万辆，而 2018 年我国新能源汽车销量为 125.6 万辆，工信部预计 2019 年新能源汽车销量将达到 150 万辆，我们预计 2020 年 200 万辆的目标将会顺利完成。从全球范围来看，各国也争相发布燃油车禁售时间表，新能源汽车在全球的渗透率将逐步加大，到 2021 年，新能源汽车消耗钴金属量将达到 4.3 万吨，相比 2018 年的 1.7 万吨，增长了 150%。

表 5：动力电池领域对钴消耗预测表

中国	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
新能源车销量（万辆）	50.7	77.7	125.6	150	200	270
动力电池（GWh）	28.04	36.9	56.98	79.772	103	140
三元装机量（GWh）	6.29	16.26	30.7	49.12	64	90
NCM111 占比	13.0%	8.0%	4.0%	1.0%	0.0%	0.0%
NCM523 占比	76.0%	70.0%	67.0%	60.0%	55.0%	50.0%
NCM622 占比	10.0%	20.0%	26.5%	35.0%	34.0%	32.0%
NCM811 占比	0.0%	1.0%	1.5%	2.0%	7.0%	12.0%
NCA 占比	1.0%	1.0%	1.0%	2.0%	4.0%	6.0%
钴消耗合计（吨）	1518	3730	6768	10417	12928	17451

全球	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
新能源车销量 (万辆)	77.36	122.41	200	300	400	550
动力电池 (GWh)	40.52	62.35	96	146	218	306
三元装机量 (GWh)	18.16	40.9	79	124	170	243
NCM111 占比	23.9%	14.4%	9.0%	0.0%	0.0%	0.0%
NCM523 占比	50.3%	58.5%	56.0%	57.0%	48.0%	42.0%
NCM622 占比	8.0%	10.0%	14.5%	18.0%	20.0%	18.0%
NCM811 占比	0.0%	1.0%	0.5%	1.0%	5.0%	10.0%
NCA 占比	17.8%	16.1%	20.0%	24.0%	27.0%	30.0%
钴消耗合计 (吨)	4462	9332	16957	23957	31425	42719

数据来源：中汽协，高工锂电，西南证券整理

钴在合金及其他领域需求平稳，增长有限。钴是高温合金的主要合金化元素之一，铁、镍基高温合金中含钴量高达 10-20% 左右，特别是广泛用于燃气涡轮热部件的镍基高温合金都有相当的含钴量。而硬质合金领域钴消费主要应用在硬质合金、硬面材料以及硬质合金混合料等产品，当前硬质合金各型号的含钴量基本在 6-12% 之间，其下游用途广泛，与汽车工业、房地产以及勘探开采业等宏观经济息息相关。整体上来看，钴金属在合金领域需求平稳，增长有限，我们预计未来三年合金领域对钴消费的年均增速不到 2%。

钴下游需求在 3C 电池稳定增长和以及动力电池高速增长的拉动下，2019-2021 年的年均复合增速将达到 9%。

表 6：钴下游需求预测汇总表（单位：万吨）

年份	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
3C 电池	4.57	5.52	5.75	5.97	6.21	6.75
动力电池	0.45	0.93	1.7	2.40	3.14	4.27
高温合金	1.59	1.74	1.77	1.80	1.83	1.87
硬质合金	0.72	0.82	0.85	0.86	0.88	0.89
催化剂	0.51	0.59	0.61	0.62	0.63	0.64
陶瓷及其他	1.66	1.9	1.92	1.93	1.91	1.90
全球	9.5	11.50	12.6	13.58	14.60	16.32

数据来源：安泰科，西南证券整理

2.4 供需格局或将在 2021 年扭转，看好钴价长期走牛

供需格局或将在 2021 年扭转。2018 年 Q2 以来，钴价格持续下滑，一度跌到了 22 万元/吨的低价，几乎所有的钴的矿山、冶炼企业面临亏损、盈利恶化的局面，同时下游 3C 领域由于智能手机消费萎缩，需求下降，导致对钴需求的增速小于钴矿供给增速，从 2018 年下半年到 2019 年上半年整个行业处于去库存阶段，待扩产或新增产能面临延后或者关停。

我们判断钴行业经过 1-2 年的寻底去库阶段，到 2020-2021 年后，5G 商用大范围的铺开，5G 手机换机潮的来临，将拉动数码 3C 电池对钴的需求，同时随着动力电池稳定的高增长，三元电池对钴的需求体量也会逐步加大，同时在嘉能可宣布关停全球最大 Mutunda 钴矿

山以及下调产量指引后，供需格局有望逐步扭转，到 2021 年将出现钴供应的缺口，推动钴价逐步走高。

表 7：动力电池领域对钴消耗预测表（单位：万吨）

年份	2017	2018	2019E	2020E	2021E
全球钴矿供应	12.08	13.67	13.93	14.31	15.66
损耗（10%）	1.21	1.37	1.39	1.43	1.57
回收钴	0.90	1.40	1.60	1.80	2.10
下游需求量	11.50	12.60	13.58	14.60	16.32
供需缺口	0.27	1.10	0.56	0.08	(0.13)

数据来源：安泰科，西南证券整理

3 公司分析：受益于钴价反弹，业绩拐点将至

3.1 盈利模式：较低折扣采购，较高折扣销售

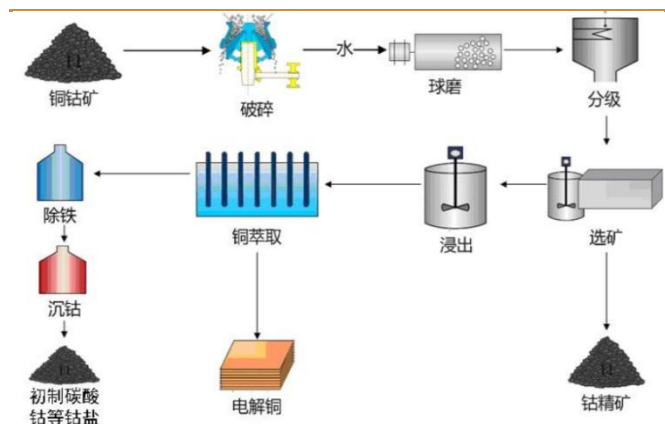
耕耘刚果（金）十余载，构建低成本原料门槛。公司子公司刚果迈特于 2007 年在刚果金成立，十余年来积极地参与当地政府的公益活动，如资助当地政府多项学校、医院、道路、水井等公益项目，从而建立了与刚果（金）各级政府部门良好的关系，并在当地建立了良好的经营口碑。

十余年稳定的经营给刚果迈特带来了稳定的购矿渠道，获得了当地人的信任，也给公司带来了巨大的成本优势。刚果迈特采购来源都是当地知名矿区，经矿业部批准的手工和半机械化开采区域，选择钴矿石品位在 3-12% 之间。

较低折扣采购，较高折扣销售。基于公司长期刚果（金）经营的优势，公司从当地采购钴矿石相对于 MB 钴的计价系数低至 2-4 折，而对外销售钴精矿或者粗制氢氧化钴产品的折扣系数一般为市场价，大约相当于 MB 钴的 7 折左右，购买钴原料与销售产成品之间的折扣差是公司除去赚取基本的加工费以外重要的盈利模式。

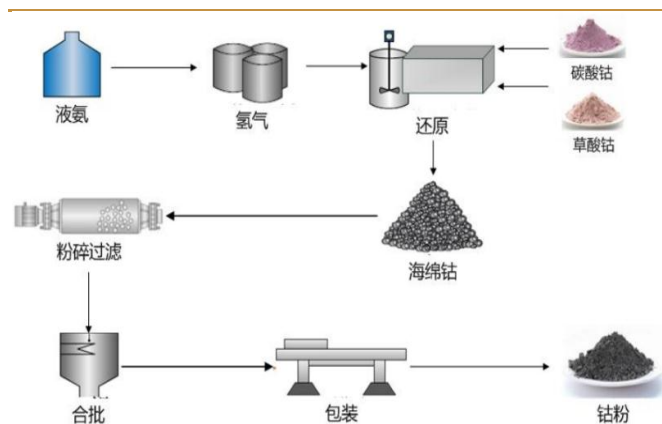
刚果迈特在刚果（金）当地收购钴矿石，加工成钴精矿（含钴量一般在 10% 左右）后运回国内，委托加工成草酸钴、碳酸钴等钴中间品，再由公司生产钴粉产品。

图 11：公司钴精矿、电解铜、粗制钴中间品



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 12：公司钴粉生产工艺流程图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.2 产能增扩大盈利规模，下延产业链布局电池材料业务

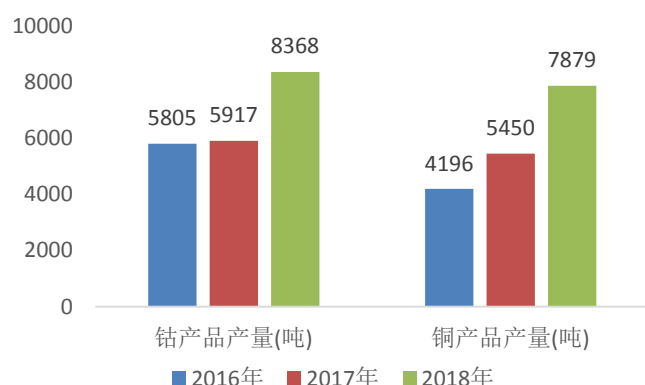
公司 3000 吨金属量的钴粉生产线于今年 8 月份投产并进行试生产，随着钴粉产能的扩张并逐步达产，将进一步奠定公司在国内钴粉行业的龙头地位，市占率有望超过 30% 以上。到 2020 年 6 月，公司在科卢韦齐投资建设的 2 万吨电积铜和 5000 吨电积钴项目将投入使用，随着公司铜产品、钴产品产能规模的不断扩大，公司的盈利能力有望达到新的高度。

表 8：公司产能情况（单位：吨）

产品类别	2018 年产能	2019 年产能	2020 年产能
钴粉	1500	4500	4500
钴精矿	4000	4000	4000
钴盐	5800	5800	5800
电积钴	0	0	5000
电解铜	10000	10000	30000
硫酸	12000	12000	12000

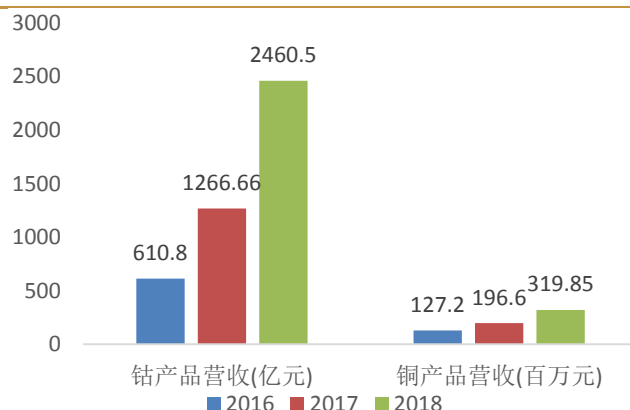
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 13：2016-2018 年公司铜、钴产品生产量



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 14：2016-2018 年公司铜、钴产品营收



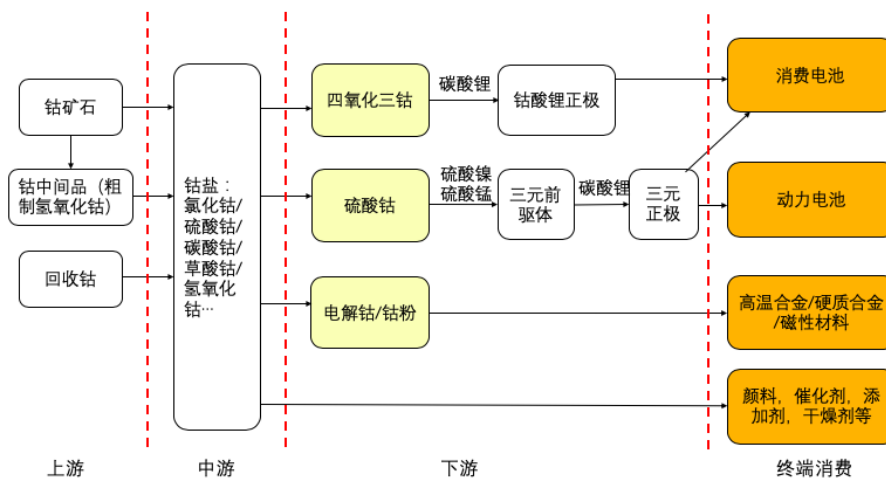
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

下延产业链，布局电池材料业务。公司 2018 年 3 月份公告拟投资 19.1 亿元用于建设年产 10000 吨金属钴新材料（一期项目）以及年产 26000 吨三元前驱体（二期项目）。其中 1 万吨钴新材料包括 6000 吨金属量硫酸钴结晶、1000 吨金属量氯化钴结晶、2800 吨金属量碳酸钴结晶、200 吨金属量草酸钴结晶等。

目前公司钴粉生产所需的碳酸钴、草酸钴等钴盐需要委托国内湿法冶金企业加工，不利于公司产能扩大和品质提升。通过建设湿法冶炼生产线，替代了公司钴中间品的委外加工，有利于进一步完善公司完整产业链布局，提高公司盈利能力。

另外由于本项目以三元电池废料以及钴的湿法冶炼中间品为原料，公司依托本项目进入新能源产业链的废料回收领域，有利于开发锂离子电池再生资源的综合利用，使其不但成为一项重要的原料来源，还能够充分发挥寒锐钴业产业优势和制造平台优势，实现钴产业链的绿色循环制造。

图 15: 钴产业链全景图

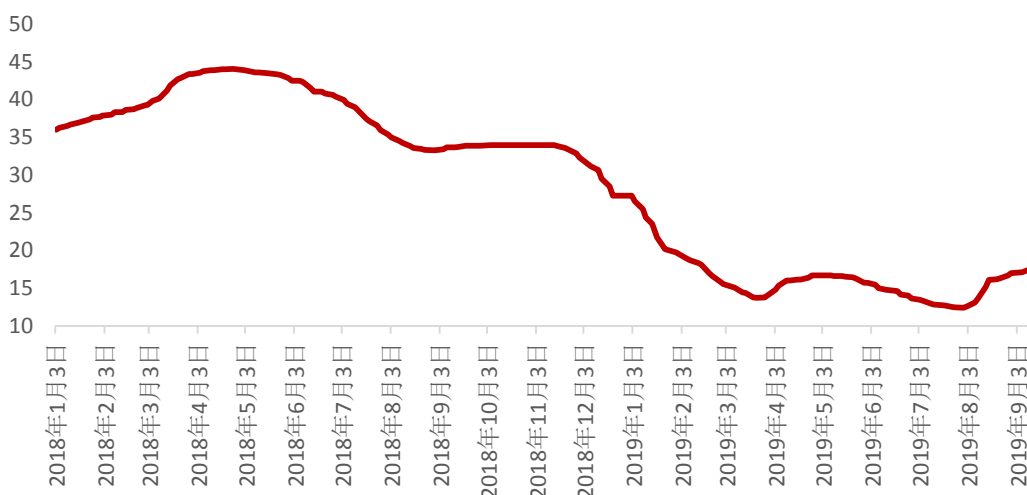


数据来源: Wind, 西南证券整理

3.3 钴价反弹，业绩拐点将至

2019H1 或成为公司的业绩底部，随着海外 MB 钴价格的持续反弹，公司业绩有望迎来拐点。今年 8 月份以来，海外 MB 钴价持续上涨，截止到 2019 年 9 月 18 日，9 月份 MB 标准级钴均价为 16 美元/磅，环比 7 月均价 12.8 美元/磅上涨了 25%。公司 2019 年 H1 的业绩为亏损 7653 万元，按照我们的测算，2019 年 Q4 季度 MB 钴价格只要维持在目前 17 美元/磅以上的价格，公司下半年业绩将转正。

图 16: MB 钴 99.3% (标准级) 价格走势图 (美元/磅)



数据来源: Wind, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 2019-2021 年海外 MB 钴价格分别为 17.5、18 和 20 美元/磅;

假设 2: 2019-2021 年 LME 铜价格分别为 6100、6200 和 6300 美元/吨;

假设 3: 2019-2021 年公司钴粉销量分别为 2000、3000 和 4000 吨;

假设 4: 2019-2021 年氢氧化钴销量分别为 4400、4800 和 5000 吨;

假设 5: 2019-2021 年电解铜销量分别为 10000、15000 和 20000 吨。

基于以上假设, 我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表:

表 9: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
钴产品	收入	2460.5	1412.5	1983.8	3008.0
	增速	94.3%	-42.6%	40.4%	51.6%
	毛利率	47.7%	12.8%	27.6%	31.8%
铜产品	收入	319.8	420.9	651.0	882.0
	增速	62.7%	31.6%	54.7%	35.5%
	毛利率	27.1%	37.0%	38.9%	39.9%
其他业务收入	收入	2.1	2.1	2.1	2.1
	增速	29.6%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	-1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
合计	收入	2782.5	1835.5	2636.9	3892.1
	增速	89.9%	-34.0%	43.7%	47.6%
	毛利率	45.3%	18.3%	30.3%	33.6%

数据来源: Wind, 西南证券

根据以上说明和假设, 我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 18.4 亿元、26.4 亿元和 38.9 亿元, 归母净利润分别为 1.0 亿元、4.1 亿元和 7.5 亿元, EPS 分别为 0.37 元、1.54 元和 2.81 元, 对应 PE 分别为 165 倍、40 倍和 22 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 10: 可比上市公司估值情况

证券代码	证券名称	股价 (元) 9 月 20 日	EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
603799.SH	华友钴业	26.97	1.84	0.42	0.95	1.3	16	64	28	21
603993.SZ	洛阳钼业	3.73	0.21	0.13	0.15	0.18	18	30	24	20
300618.SZ	寒锐钴业	61.93	2.63	0.37	1.54	2.81	24	165	40	22

数据来源: Wind, 西南证券整理。备注: 华友钴业和洛阳钼业的 EPS 来自 Wind 一致预期。

5 风险提示

钴价格大幅波动风险、新能源汽车销量不及预期风险、新增产能达产进度不及预期风险、5G 商用进展或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2782.47	1835.50	2636.92	3892.09	净利润	704.16	100.71	413.44	754.63
营业成本	1522.02	1498.69	1836.82	2584.55	折旧与摊销	28.76	22.31	22.31	22.31
营业税金及附加	74.33	32.66	49.72	75.85	财务费用	79.32	40.11	60.66	60.05
销售费用	21.40	13.74	20.30	29.69	资产减值损失	10.01	40.00	0.00	0.00
管理费用	84.46	76.68	118.66	136.22	经营营运资本变动	-710.10	344.36	-385.80	-749.03
财务费用	79.32	40.11	60.66	60.05	其他	178.65	-38.07	1.44	0.01
资产减值损失	10.01	40.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	290.80	509.42	112.05	87.96
投资收益	5.28	0.00	0.00	0.00	资本支出	-99.98	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.74	0.00	0.00	0.00	其他	-342.99	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-442.97	0.00	0.00	0.00
营业利润	956.57	133.61	550.76	1005.73	短期借款	-60.79	-520.76	0.00	70.18
其他非经营损益	0.71	0.68	0.49	0.45	长期借款	79.20	0.00	0.00	0.00
利润总额	957.28	134.28	551.25	1006.17	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	253.12	33.57	137.81	251.54	支付股利	-120.00	-141.53	-20.14	-82.69
净利润	704.16	100.71	413.44	754.63	其他	426.89	-252.50	-60.66	-60.05
少数股东损益	-3.47	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	325.30	-914.79	-80.80	-72.55
归属母公司股东净利润	707.63	100.71	413.44	754.63	现金流量净额	192.69	-405.37	31.25	15.41
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	747.93	342.56	373.80	389.21	成长能力				
应收和预付款项	543.53	357.05	505.79	741.70	销售收入增长率	89.94%	-34.03%	43.66%	47.60%
存货	1313.01	1292.88	1582.58	2228.63	营业利润增长率	58.87%	-86.03%	312.23%	82.61%
其他流动资产	78.83	52.00	74.70	110.26	净利润增长率	56.69%	-85.70%	310.51%	82.53%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	65.13%	-81.59%	223.28%	71.70%
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	317.29	299.32	281.35	263.39	毛利率	45.30%	18.35%	30.34%	33.59%
无形资产和开发支出	32.73	29.27	25.80	22.34	三费率	6.66%	7.11%	7.57%	5.81%
其他非流动资产	417.24	416.35	415.47	414.59	净利率	25.31%	5.49%	15.68%	19.39%
资产总计	3450.55	2789.43	3259.51	4170.12	ROE	37.08%	6.01%	19.98%	27.53%
短期借款	520.76	0.00	0.00	70.18	ROA	20.41%	3.61%	12.68%	18.10%
应付和预收款项	269.57	382.49	458.13	624.06	ROIC	48.16%	7.56%	26.76%	33.84%
长期借款	79.20	79.20	79.20	79.20	EBITDA/销售收入	38.26%	10.68%	24.03%	27.96%
其他负债	681.80	652.02	653.18	655.73	营运能力				
负债合计	1551.34	1113.72	1190.50	1429.17	总资产周转率	0.99	0.59	0.87	1.05
股本	192.00	268.80	268.80	268.80	固定资产周转率	11.38	7.45	11.54	18.49
资本公积	360.78	283.98	283.98	283.98	应收账款周转率	11.82	6.92	10.72	10.74
留存收益	1164.85	1124.04	1517.33	2189.27	存货周转率	1.37	1.15	1.28	1.36
归属母公司股东权益	1900.32	1676.82	2070.11	2742.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.34%	—	—	—
少数股东权益	-1.11	-1.11	-1.11	-1.11	资本结构				
股东权益合计	1899.21	1675.71	2069.00	2740.95	资产负债率	44.96%	39.93%	36.52%	34.27%
负债和股东权益合计	3450.55	2789.43	3259.51	4170.12	带息债务/总负债	58.26%	34.40%	32.18%	31.71%
					流动比率	3.25	5.27	5.46	4.94
					速动比率	1.66	1.94	2.05	1.77
					股利支付率	16.96%	140.52%	4.87%	10.96%
					每股指标				
					每股收益	2.63	0.37	1.54	2.81
					每股净资产	7.07	6.24	7.70	10.20
					每股经营现金	1.08	1.90	0.42	0.33
					每股股利	0.45	0.53	0.07	0.31
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1064.65	196.03	633.73	1088.08					
PE	23.52	165.29	40.26	22.06					
PB	8.76	9.93	8.04	6.07					
PS	5.98	9.07	6.31	4.28					
EV/EBITDA	10.96	83.04	25.64	14.98					
股息率	0.72%	0.85%	0.12%	0.50%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn