

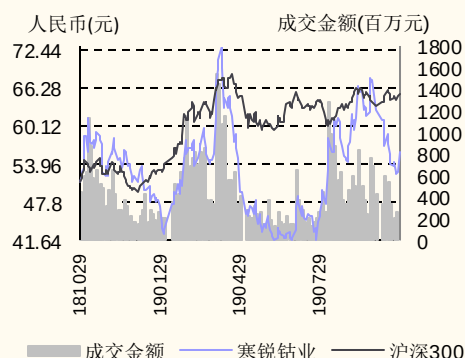
寒锐钴业 (300618.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 56.11 元

盈利迎来拐点, 新产能稳步推进**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	2.69
已上市流通 A 股(亿股)	1.60
总市值(亿元)	150.83
年内股价最高最低(元)	62.70/52.57
沪深 300 指数	3927

**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	0.190	0.928	1.379
每股净资产(元)	9.28	9.90	10.85	11.77	13.15
每股经营性现金流(元)	-0.78	1.51	0.65	0.09	0.07
市盈率(倍)	62.96	20.10	295.88	60.43	40.70
净利润增长率(%)	575.04%	57.46%	-94.85%	389.60%	48.49%
净资产收益率(%)	40.35%	37.24%	1.75%	7.89%	10.48%
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

- 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营业收入 12.43 亿元, 同比下降 42.41%, 归母净利润-4030 万元, 同比下降 105.75%。

经营分析

- **钴价大幅下挫导致亏损, Q3 业绩扭亏为盈。**1) 业绩与此前所预告的亏损 3800-4200 万元相符, Q3 业绩环比扭亏为盈。公司 2019 年前三季度实现营业收入 12.43 亿元, 同比-42.4%; 归母净利/扣非净利分别为-4030/-4402 万元, 同比下降 105.8%/106.3%。其中 Q3 单季度实现营收 3.21 亿元, 同比-51.1%, 环比-20.4%; 归母净利 3623 万元, 同比-79.0%, 相较于 Q1/Q2 亏损 5532/2121 万元有明显好转。2) 钴价同比大幅回落系业绩下滑主因。钴相关产品是公司最重要的利润来源。根据 SMM 报价, 2019 年前三季度钴粉均价为 28.93 万元/吨, 相较去年同期下滑 55.6%; 2019 年 1-9 月 MB 均价同比下降 57%至 16.8\$/lb。3) 钴价中枢抬升导致毛利率回升。公司 3Q19 毛利率较二季度提升 16.5pct 至 18.3%, 毛利率改善主要原因是钴价于 7 月末开始大幅反弹, Q3 季度末钴粉价格较 7 月底上涨 33%。
- **钴行业供需格局边际改善, 公司 Q4 业绩有望继续好转。**嘉能可 2019 年产量较之前预期减少 1.4 万吨, 且 Mutanda 矿将于 2020-21 年停产导致供给减少 2.5 万吨左右。受此刺激, Q3 季度末中间体价格自 8 月初上涨 51%。我们认为, 虽然钴行业供给过剩局面尚未扭转, 但考虑钴价在 22 万元/吨以下大量手抓矿停产导致供给短缺, 而价格超过 30 万元/吨停产产能又将充分复工, 因此我们判断 2020 年钴价可能在 22-30 万元/吨之间震荡。考虑行业供需格局边际改善, 钴价中枢抬升, 预计公司 Q4 业绩将继续好转。
- **铜钴产线有望明年建成, 料将提升公司竞争优势。**公司有望于 2020 年 6 月末建成科卢韦齐 2 万吨电积铜及 5000 吨电积钴项目。该项目若顺利投产, 公司将形成 5000 吨的电积钴、3 万吨的电积铜产能。新项目成本优势明显, 有效解决产品较为单一的问题, 有助于提升公司竞争力以及经济效益。

盈利调整及投资建议

- 由于公司钴产品量价齐跌幅度较大, 我们分别对公司 2019-2021 年盈利预测下调 63%/46%/47%至 0.36/1.78/2.65 亿元, 对应 EPS 为 0.19/0.93/1.38 元。考虑钴行业边际改善, 我们维持公司“增持”评级。

风险提示

- 公司 2020 年 3 月有 1.09 亿股限售股解禁, 约占总股本 40.6%;
- 刚果(金)政局变动导致公司当地项目未能按期达产风险。

相关报告

- 1.《钴价回落拖累业绩, 盈利有望环比改善-寒锐钴业 19 中报点评》, 2019.8.25
- 2.《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
- 3.《市场趋冷, 寒风中成长-寒锐钴业三季报点评》, 2018.10.30

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

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

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)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	743	1,465	2,782	1,711	2,641	3,599	货币资金	96	597	748	494	484	597
增长率		97.2%	89.9%	-38.5%	54.4%	36.3%	应收账款	128	259	459	370	433	541
主营业务成本	-571	-749	-1,522	-1,415	-1,954	-2,640	存货	267	916	1,313	1,173	1,486	1,790
%销售收入	76.8%	51.1%	54.7%	82.7%	74.0%	73.3%	其他流动资产	39	98	163	464	109	99
毛利	172	716	1,260	296	687	960	流动资产	531	1,870	2,683	2,501	2,512	3,028
%销售收入	23.2%	48.9%	45.3%	17.3%	26.0%	26.7%	%总资产	66.0%	86.0%	77.8%	71.1%	67.8%	70.2%
营业税金及附加	-9	-19	-74	-55	-74	-90	长期投资	0	0	230	280	280	280
%销售收入	1.2%	1.3%	2.7%	3.2%	2.8%	2.5%	固定资产	234	237	359	445	534	532
营业费用	-8	-10	-21	-14	-26	-36	%总资产	29.1%	10.9%	10.4%	12.7%	14.4%	12.3%
%销售收入	1.1%	0.7%	0.8%	0.8%	1.0%	1.0%	无形资产	14	33	42	96	146	201
管理费用	-47	-71	-125	-86	-132	-180	非流动资产	273	304	767	1,017	1,195	1,288
%销售收入	6.3%	4.8%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%	%总资产	34.0%	14.0%	22.2%	28.9%	32.2%	29.8%
息税前利润 (EBIT)	109	616	1,039	142	455	654	资产总计	803	2,174	3,451	3,517	3,707	4,316
%销售收入	14.7%	42.1%	37.4%	8.3%	17.2%	18.2%	短期借款	206	582	550	310	150	344
财务费用	-23	-15	-79	-98	-228	-309	应付款项	162	261	162	277	337	383
%销售收入	3.1%	1.0%	2.9%	5.7%	8.6%	8.6%	其他流动负债	23	54	113	19	39	56
资产减值损失	-1	-4	-10	-9	-4	-5	流动负债	390	897	825	606	526	783
公允价值变动收益	0	0	-1	0	0	0	长期贷款	0	0	79	79	79	79
投资收益	0	2	5	10	10	10	其他长期负债	39	163	647	751	842	929
%税前利润	0.0%	0.3%	0.6%	21.2%	4.2%	2.8%	负债	430	1,060	1,551	1,436	1,447	1,791
营业利润	85	602	957	44	232	350	普通股股东权益	374	1,114	1,900	2,082	2,261	2,525
营业利润率	11.5%	41.1%	34.4%	2.6%	8.8%	9.7%	少数股东权益	0	0	-1	-1	-1	-1
营业外收支	2	-4	1	3	3	3	负债股东权益合计	803	2,174	3,451	3,517	3,707	4,316
税前利润	87	598	957	47	235	353	比率分析						
利润率	11.7%	40.8%	34.4%	2.8%	8.9%	9.8%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-20	-148	-253	-11	-57	-88	每股指标						
所得税率	23.4%	24.8%	26.4%	22.8%	24.3%	25.0%	每股收益	0.740	3.745	3.686	0.190	0.928	1.379
净利润	67	449	704	36	178	265	每股净资产	4.153	9.282	9.898	10.845	11.774	13.152
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0	每股经营现金净流	1.650	-0.784	1.515	0.654	0.091	0.069
归属于母公司的净利润	67	449	708	36	178	265	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
净利率	9.0%	30.7%	25.4%	2.1%	6.7%	7.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	17.81%	40.35%	37.24%	1.75%	7.89%	10.48%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	8.29%	20.67%	20.51%	1.04%	4.81%	6.13%
净利润	67	449	704	36	178	265	投入资本收益率	13.57%	24.98%	24.14%	3.41%	10.39%	12.73%
少数股东损益	0	0	-3	0	0	0	增长率						
非现金支出	27	32	39	44	46	54	主营业务收入增长率	-20.24%	97.16%	89.94%	-38.52%	54.39%	36.28%
非经营收益	31	113	199	92	82	83	EBIT增长率	40.26%	466.01%	68.60%	-86.36%	220.70%	43.76%
营运资金变动	24	-688	-651	-47	-289	-388	净利润增长率	134.50%	575.04%	57.46%	-94.85%	389.60%	48.49%
经营活动现金净流	149	-94	291	125	17	13	总资产增长率	1.40%	170.56%	58.73%	1.93%	5.40%	16.42%
资本开支	-66	-52	-265	-195	-197	-124	资产管理能力						
投资	0	-50	-130	0	350	50	应收账款周转天数	34.8	27.2	30.9	60.0	45.0	40.0
其他	0	0	-48	10	10	10	存货周转天数	182.5	288.4	267.3	305.0	280.0	250.0
投资活动现金净流	-66	-102	-443	-185	163	-64	应付账款周转天数	60.1	42.8	25.8	40.0	35.0	25.0
股权募资	0	341	0	-124	0	0	固定资产周转天数	105.2	58.2	33.5	51.4	31.7	22.1
债权募资	-78	385	437	-248	-160	195	偿债能力						
其他	-26	-40	-93	179	-30	-31	净负债/股东权益	29.35%	-1.35%	9.77%	9.55%	2.15%	5.17%
筹资活动现金净流	-103	686	345	-194	-190	163	EBIT利息保障倍数	4.7	41.6	13.1	1.4	2.0	2.1
现金净流量	-21	490	193	-254	-10	113	资产负债率	53.49%	48.76%	44.96%	40.83%	39.05%	41.51%

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
买入	0	0	3	8	13
增持	0	1	4	7	9
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.57	1.47	1.48

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
6	2019-08-25	增持	56.80	N/A

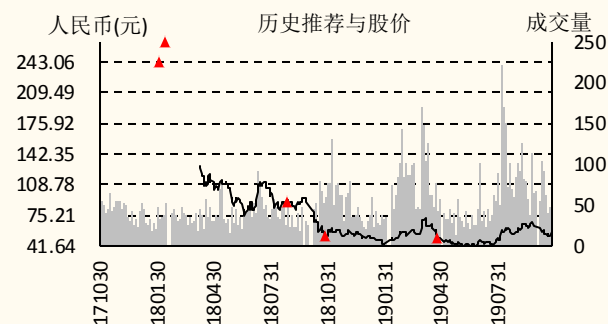
来源：国金证券研究所

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