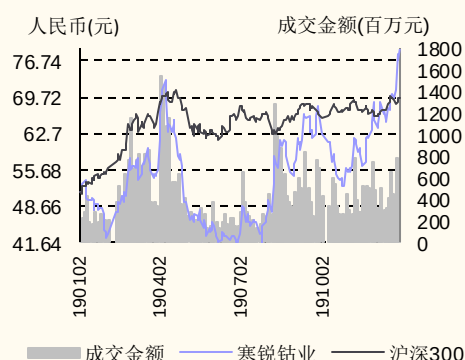


**寒锐钴业 (300618.SZ) 增持 (维持评级)****公司深度研究**

市场价格 (人民币): 79.14 元

**加码新能源汽车领域, 高速成长可期****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)       | 212.74      |
| 年内股价最高最低(元)   | 79.14/63.85 |
| 沪深 300 指数     | 4022        |
| 创业板指          | 1768        |

**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  | 0.135   | 0.657   | 1.032  |
| 每股净资产(元)    | 9.28    | 9.90   | 9.44    | 10.36   | 11.80  |
| 每股经营性现金流(元) | -0.78   | 1.51   | 2.16    | 1.97    | 1.12   |
| 市盈率(倍)      | 62.96   | 20.10  | 587.67  | 120.39  | 76.65  |
| 净利润增长率(%)   | 575.04% | 57.46% | -94.88% | 388.16% | 57.05% |
| 净资产收益率(%)   | 40.35%  | 37.24% | 2.00%   | 8.89%   | 12.25% |
| 总股本(百万股)    | 120.00  | 192.00 | 268.81  | 268.81  | 268.81 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

**投资逻辑**

- **行业供需格局: 供给较预期减少, 需求或显著回暖, 供需格局大幅改善。**供给端, 嘉能可旗下 KCC 采矿量不及此前预期并被动关停旗下全球最大钴矿 Mutanda 导致产量锐减, 而部分中小矿山及手抓矿因跌破现金成本停止生产; 需求端, 新能源汽车有望因海外高增、国内回暖而增速大幅上行, 3C 及其他储能随 5G 推进平稳增长。根据我们测算, 2019/2020 年钴行业分别过剩 1.3/0.9 万吨, 较此前预期的 2.1/4.0 万吨大幅减少, 供需格局优化。
- **行业周期研判: 1) 价格:** 我们判断钴价短期或因中游补库攀升, 中期可能于 22-30 万/吨震荡, 长期或因电动车渗透率提升, 矿山品位下降导致产量减少等因素逐渐上升。2) **周期:** 钴板块于 2019 年年中结束被动加库存后切换至主动去库存阶段, 过剩产能逐渐淘汰, 板块整体处于周期底部, 景气度持续回升。展望未来几年, 供给有望进一步收缩, 需求随电动车渗透率提升保持较好增长, 行业整体料将周期性削弱, 成长性增强。
- **类资源属性突出, 钴粉龙头地位稳固。**原料端, 公司深耕刚果(金)钴原料市场, 通过多种模式稳定地获取钴矿, 类资源属性突出; 冶炼端, 公司钴粉产能扩充至 4500 吨, 巩固全国龙头地位, 进一步缩小与全球龙头自由港的差距。另外, 公司拟新建冶炼产线以弥补钴粉前端钴盐产能的空白, 若顺利投产, 将形成原料-碳酸钴等钴盐-钴粉的完整产业链, 盈利能力料增强。
- **加码新能源汽车领域, 产业链布局进一步完善。**公司拟通过定增募资 19 亿元投资建设 1 万吨/年金属钴新材料及 2.6 万吨/年三元前驱体项目。公司目前钴相关产品以应用于传统行业的钴粉为主, 若项目顺利投产, 公司在新能源领域的布局进一步加大, 有望充分受益于电动车渗透率快速提升的行业红利。同时, 公司产业链生态系统逐渐完善, 各业务板块协同效应增强, 钴价涨跌导致的盈利周期性波动有望削弱。

**投资建议与估值**

- 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 16.7/26.0/34.5 亿元, 归母净利润分别为 0.36/1.78/2.78 亿元, 分别同比 -95%/+388%/+57%; EPS 分别为 0.14/0.66/1.03 元。当前股价对应 2020 年 EPS 估值为 120 倍, 但考虑钴行业供需格局大幅改善, 景气度持续回升, 且公司有望充分受益于新能源汽车行业的高增长, 我们维持公司“增持”评级。

**风险提示**

- 供给收缩不及预期风险; 库存大量抛售导致钴价承压风险; 新能源汽车销量不及预期风险; 刚果(金)政权及政策风险; 产能投放不及预期风险; 资产减值损失风险; 限售股解禁风险。

**相关报告**

1. 《盈利迎来拐点, 新产能稳步推进-寒锐钴业 19Q3 季报点评》, 2019.10.29
2. 《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
3. 《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

**曾智勤** 联系人  
zengzhiqin@gjzq.com.cn

**孙春旭** 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002  
sunchunxu@gjzq.com.cn

## 内容目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 1.核心观点：行业供需格局改善，加码新能源汽车领域料充分受益 | 4  |
| 2.钴行业：供需结构优化显著，成长性凸显           | 6  |
| 2.1 供给：寡头被动减产，过剩大幅减少           | 6  |
| 2.1 需求：新能源汽车恢复高增，钴需求回暖         | 7  |
| 2.3 供需：供需格局明显改善                | 11 |
| 2.4 价格：短期或因补库攀升，中长期震荡上行        | 11 |
| 3.钴粉龙头加大力度布局新能源汽车领域            | 12 |
| 3.1 深耕原料市场，钴矿供应保障度高，类资源属性突出    | 12 |
| 3.2 钴粉产能扩张，龙头地位稳固              | 13 |
| 3.2 加码新能源领域，产业链布局进一步完善         | 15 |
| 4.盈利预测与投资建议                    | 17 |
| 5.风险提示                         | 18 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1：钴行业供给过剩较预期大幅减少                      | 4  |
| 图表 2：公司钴粉龙头地位料进一步增强                      | 4  |
| 图表 3：行业供需格局大幅改善，公司有望充分受益于加码新能源领域         | 5  |
| 图表 4：嘉能可减产前钴产量占全球 30%左右                  | 6  |
| 图表 5：嘉能可 2019 钴产量指引由年初的 5.7 万吨下降至 4.3 万吨 | 6  |
| 图表 6：钴供给总量低于此前预期                         | 6  |
| 图表 7：欧洲将于 2020 年开始实施严格的碳排放规定             | 7  |
| 图表 8：欧洲各国纷纷出台新能源汽车补贴政策                   | 7  |
| 图表 9：传统车企积极发展电动车业务                       | 8  |
| 图表 10：2020 年欧洲市场新能源车销量增速有望达 60%          | 8  |
| 图表 11：预计 2020 年我国新能源汽车销量增速提升至 18%        | 9  |
| 图表 12：2020 年全球新能源车销量有望重回 30%的高增速         | 10 |
| 图表 13：2020 年新能源车领域用钴量有望增至 2.8 万金属吨       | 10 |
| 图表 14：预计 3C 及其他储能领域钴用量略涨至 6 万吨           | 11 |
| 图表 15：传统行业需求预计维持在 6 万吨左右                 | 11 |
| 图表 16：2020 年钴过剩降至 0.9 万吨，较预期大幅减少         | 11 |
| 图表 17：中期钴价将在 22-30 万元/吨之间震荡              | 12 |
| 图表 18：全球 72%的钴原料产自刚果（金）                  | 12 |
| 图表 19：巨头垄断大部分钴矿原料资源                      | 12 |
| 图表 20：公司通过多种模式保障钴原料供应，类资源属性突出            | 13 |
| 图表 21：钴粉生产流程复杂，技术要求较高                    | 13 |
| 图表 22：钴粉价格高于其他钴产品（万元/金属吨）                | 14 |
| 图表 23：钴粉盈利能力居首（万元/金属吨）                   | 14 |

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 图表 24：公司钴粉产量有望进一步提升.....                             | 14 |
| 图表 25：公司目前钴盐产品均通过委外加工方式获得.....                       | 15 |
| 图表 26：公司大力布局新能源汽车领域.....                             | 15 |
| 图表 27：公司积极布局新能源汽车中游钴盐及前驱体.....                       | 16 |
| 图表 28：公司产业链进一步完善.....                                | 17 |
| 图表 29：预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 16.7/26.0/34.5 亿元..... | 17 |
| 图表 30：寒锐钴业可比公司估值.....                                | 18 |
| 图表 31：公司 2020 年 3 月 6 日将解禁 1.09 亿股股份.....            | 19 |

## 1.核心观点：行业供需格局改善，加码新能源汽车领域料充分受益

- 我们认为除了行业供需格局大幅改善的亮点之外，公司在巩固已有业务龙头地位的同时积极加码新能源汽车领域，未来高速增长可期。
- **看点 1：钴行业供需格局大幅改善：**由于供给侧产量较预期降低，需求端受新能源汽车推动明显回暖，我们预计钴行业 2019/2020 分别过剩 1.3/0.9 万吨，较此前预期的 2.1/4.0 万吨大幅改善，供需格局优化显著。

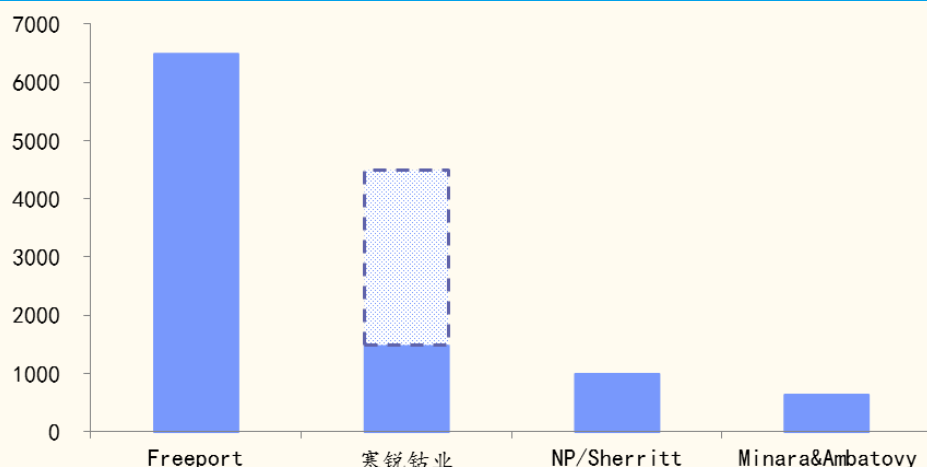
图表 1：钴行业供给过剩较预期大幅减少

| 项目        | 单位 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|----|------|-------|-------|-------|-------|
| 钴供应       | 万吨 | 15.0 | 14.8  | 15.5  | 16.4  | 18.4  |
| 钴需求       | 万吨 | 13.0 | 13.5  | 14.7  | 15.9  | 17.7  |
| 过剩（+/-）短缺 | 万吨 | 1.9  | 1.3   | 0.9   | 0.5   | 0.7   |
| 累计库存      | 万吨 | 2.3  | 3.7   | 4.5   | 5.0   | 5.7   |

来源：USGS, CDI, Darton, Roskill, 国金证券研究所

- **看点 2：钴粉龙头地位增强。**2019 年 8 月，公司新建的 3000 吨钴粉产线顺利投产，钴粉总产能达 4500 吨，位居全国第一，全球第二。同时，公司拟新建冶炼产线以填补钴粉前端钴盐产能的空白，若顺利投产，将形成原料-碳酸钴等钴盐-钴粉的完整产业链，盈利能力有望增强。

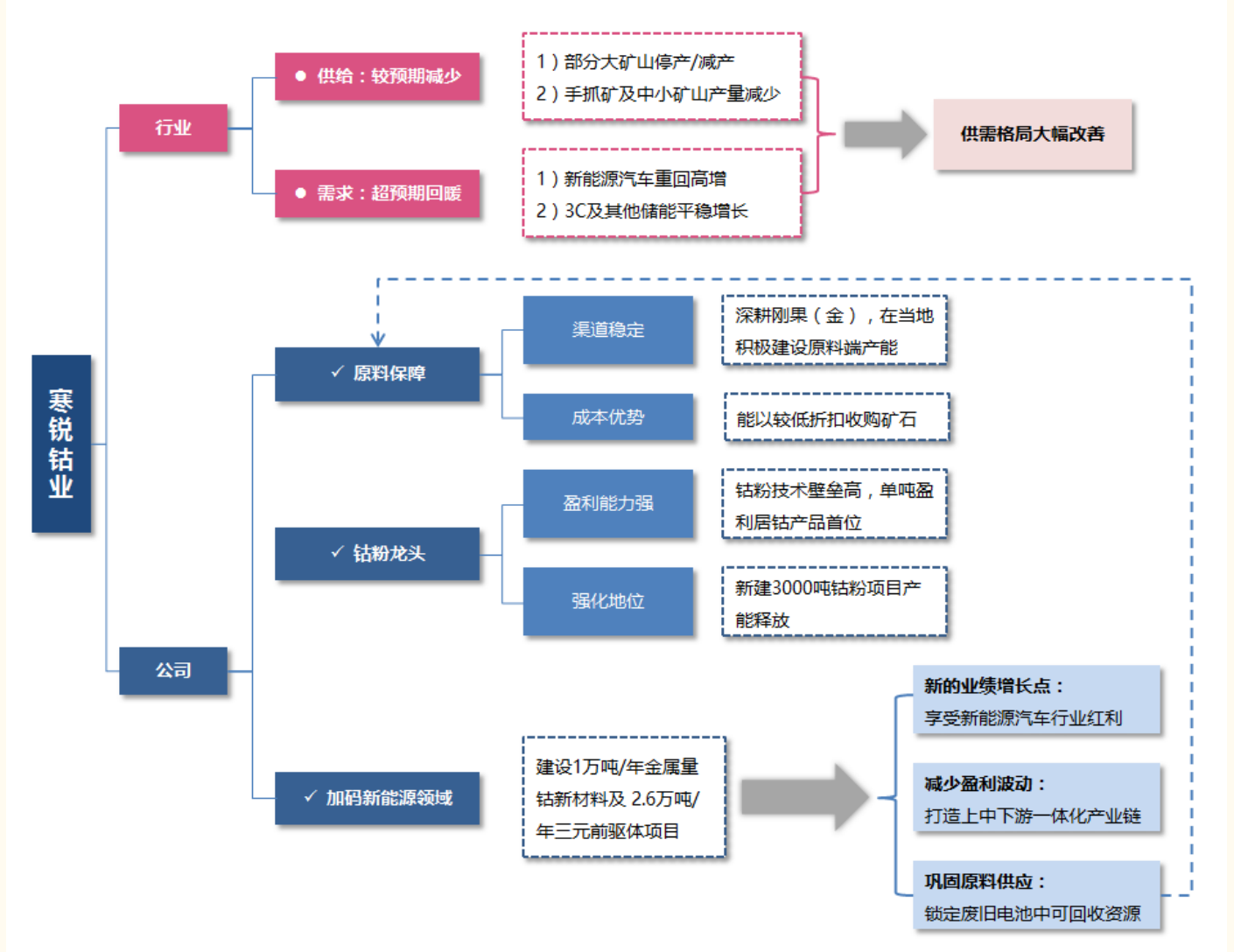
图表 2：公司钴粉龙头地位料进一步增强



来源：Wind, Darton, 国金证券研究所

- **看点 3：加码新能源汽车领域，产业链布局进一步完善。**公司拟通过定增募资 19 亿元投资建设 1 万吨/年金属钴新材料及 2.6 万吨/年三元前驱体项目。公司目前钴相关产品以应用于传统行业的钴粉为主，若项目顺利投产，公司在新能源领域的布局进一步加大，有望充分受益于电动车渗透率快速提升的行业红利。同时，公司产业链生态系统逐渐完善，各业务板块协同效应增强，钴价涨跌导致的盈利周期性波动有望削弱。

图表 3：行业供需格局大幅改善，公司有望充分受益于加码新能源领域



来源：公司公告，上海有色网，Darton，国金证券研究所

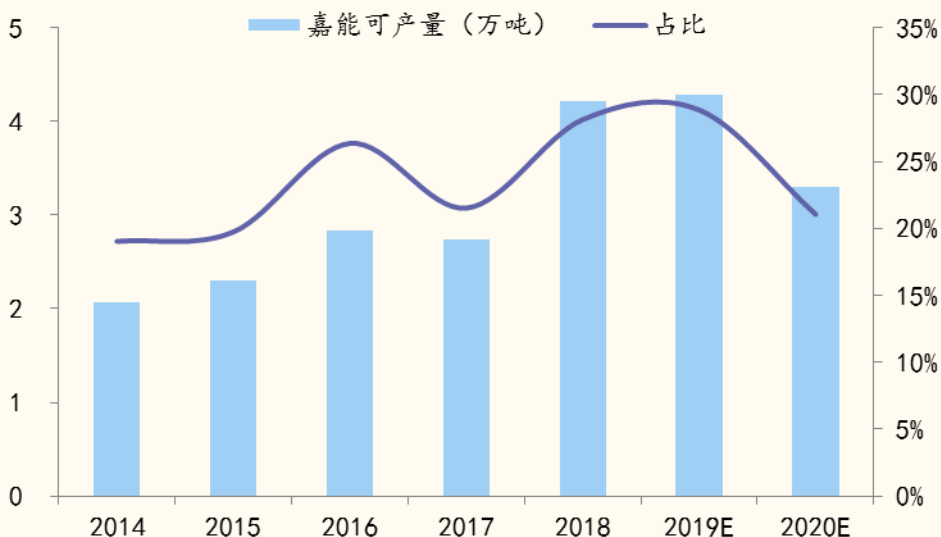
- **盈利预测及投资建议：**预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 16.7/26.0/34.5 亿元，归母净利润分别为 0.36/1.78/2.78 亿元，分别同比-95%/+388%/+57%；EPS 分别为 0.14/0.66/1.03 元。当前股价对应 2020 年 EPS 估值为 120 倍，但考虑钴行业供需格局大幅改善，景气度持续回升，且公司有望充分受益于新能源汽车行业的高增长，维持“增持”评级。

## 2. 钴行业：供需结构优化显著，成长性凸显

### 2.1 供给：寡头被动减产，过剩大幅减少

嘉能可减产导致行业供需格局大幅改善。作为钴行业寡头，嘉能可钴产量约占全球 30%，其生产活动对供给侧影响重大。公司于 8 月初发布公告，今年钴产量指引由年初的 5.7 万吨下降至 4.3 万吨，主要原因是 Katanga 矿进行检修导致产量大幅下降。同时，公司公告 2020-21 年，旗下全球最大的钴矿 Mutanda 将停产进行技改，影响产量约为 2.5 万吨，占全球供给 15% 左右。

图表 4：嘉能可减产前钴产量占全球 30% 左右



来源：Glencore 公告，国金证券研究所

图表 5：嘉能可 2019 钴产量指引由年初的 5.7 万吨下降至 4.3 万吨

| 项目      | 单位 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|----|------|-------|-------|-------|-------|
| Katanga | kt | 11   | 16    | 29    | 32    | 32    |
| Mutanda | kt | 27   | 23    | 0     | 0     | 20    |
| 其他矿山    | kt | 4    | 4     | 4     | 4     | 4     |
| 总产量     | kt | 42   | 43    | 33    | 36    | 56    |

来源：Glencore 公告，国金证券研究所

供给总量或低于市场预期。目前市价已跌破部分中小矿山和手抓矿的现金成本，因此相应产能被迫停产。我们预计 2019 年手抓矿产量较 2018 年减少约 1 万吨至 1.5 万吨左右。此外，大型矿山未来数年或将陆续迈入开发的中后期，品位发生不可逆转地降低，产量料将下降。以 Mutanda 为例，因其表面氧化矿资源基本被开采完毕，不得不转向品位更低的硫化矿，势必带来产量下降以及成本上升等问题。

根据我们测算，2020 年全球钴供应量约为 16.4 万金属吨，较此前所预计的 19.0 万金属吨下降 2.6 万吨。

图表 6：钴供给总量低于此前预期

| 项目      | 单位   | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 矿山      | 万金属吨 | 13.1  | 14.1  | 14.3  | 14.9  | 16.8  |
| 手抓矿&再生钴 | 万金属吨 | 3.6   | 2.4   | 2.9   | 3.3   | 3.7   |
| 钴供应     | 万金属吨 | 15.0  | 14.8  | 15.5  | 16.4  | 18.4  |
| YOY     | -    | 17.5% | -0.9% | 4.6%  | 5.5%  | 12.6% |

来源：USGS, CDI, Darton, Roskill, 国金证券研究所

## 2.1 需求：新能源汽车恢复高增，钴需求回暖

欧洲新能源汽车市场有望成增长亮点。1) 碳排放法规趋严。欧盟于 2019 年 4 月设定了最新的汽车减排目标，对未来 10 年汽车碳排放作出了严格的规定，并将于 2020 年开始实施。2) 欧洲各国纷纷出台补贴政策，扶持力度加大。以德国为例，其政府规定自 2020 年开始的五年内，将插电混动车补贴从 3000 欧元提升至 4500 欧元，针对价格高于 4 万欧元电动车的补贴增至 5000 欧元。3) 传统主流车企积极发展电动车业务。宝马、大众等欧洲传统车企今年纷纷披露新能源汽车发展规划，电动车销量占比或将高速提升。根据我们的不完全统计，至 2020 年欧洲几大传统车企将陆续推出超过 50 款新能源汽车新车型，多数产商电动车销量占比在 20% 以上。

图表 7：欧洲将于 2020 年开始实施严格的碳排放规定

| 年份   | 减排目标                                                         |
|------|--------------------------------------------------------------|
| 2021 | 乘用车、轻型商用车二氧化碳排放量分别不得高于 95g/km、147g/km。不达标部分将面临每辆车 95 欧元/克的罚款 |
| 2025 | 二氧化碳总排放量较 2021 年下降 15%                                       |
| 2030 | 乘用车、轻型商用车二氧化碳排放量较 2021 年分别减少 37.5%、31%                       |

来源：环球网，国金证券研究所

图表 8：欧洲各国纷纷出台新能源汽车补贴政策



瑞典：纯电电动车-4000 欧元/辆；CO<sub>2</sub>排放量≤50g/km 的插电电动车-2100 欧元/辆

挪威：购买新能源汽车可免除所有税费，此外无需缴纳城市通行费和公共停车场停车费

荷兰：特定城市 5000 欧元/辆，当地市政府或额外补贴 5000 欧元/辆。购买电动车可免除注册费、路政税等

德国：电动车-6000 欧元/辆；CO<sub>2</sub>排放量≤50g/km 的混合动力汽车-4500 欧元/辆。2022 年前提供 10 亿欧元支持电池研发及生产

法国：CO<sub>2</sub>排放量≤20g/km 的电动车-6300 欧元/辆；21g/km≤CO<sub>2</sub>排放量≤60g/km 的电动车-1000 欧元/辆；61g/km≤CO<sub>2</sub>排放量≤110g/km 的电动车-不超过 750 欧元/辆。柴油车用户置换纯电可获 6300 欧元，置换混动可获 2500 欧元

英国：CO<sub>2</sub>排放量≤50g/km 且续航高于 70 英里的新能源车-4500 欧元/辆（乘用车）或 8000 欧元/辆（卡货车）；50g/km≤CO<sub>2</sub>排放量≤75g/km 且续航少于 70 英里的插电电动车-2500 欧元/辆

西班牙：电动乘用车-5500 欧元/辆；电动卡车-8000 欧元/辆；电动巴士-20000 欧元/辆

葡萄牙：纯电电动车-2250 欧元/辆；插电电动车-1125 欧元/辆

意大利：CO<sub>2</sub>排放量≤20g/km 的电动车-6000 欧元/辆。若 CO<sub>2</sub>排放量>250g/km，需缴纳不超过 2500 欧元税费

来源：各国政府公告，国金证券研究所

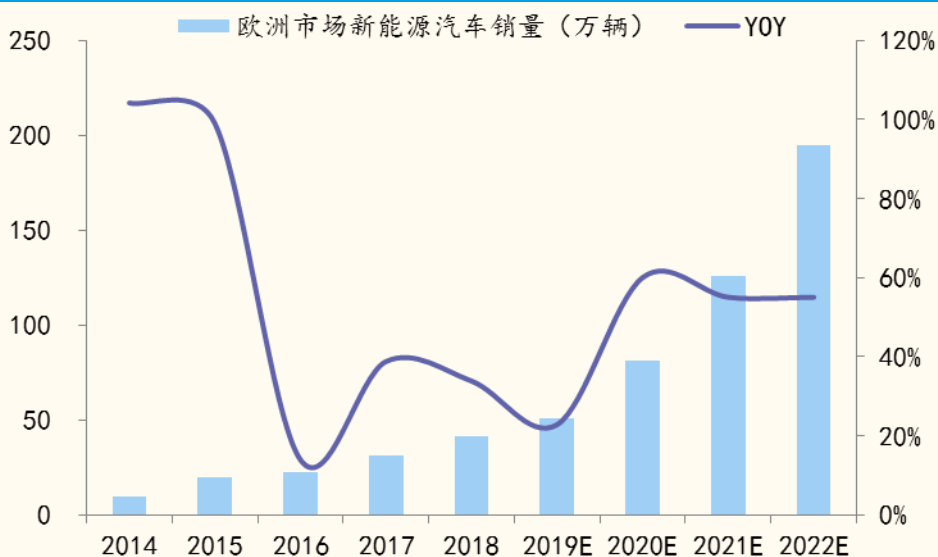
图表 9：传统车企积极发展电动车业务



来源：各公司公告，国金证券研究所

据国金汽车组预测，2020-2022 年欧洲市场新能源汽车销量为 81/125/195 万辆，增速高达 60%/55%/55%，分别占全球电动车销量 21%/25%/28%。

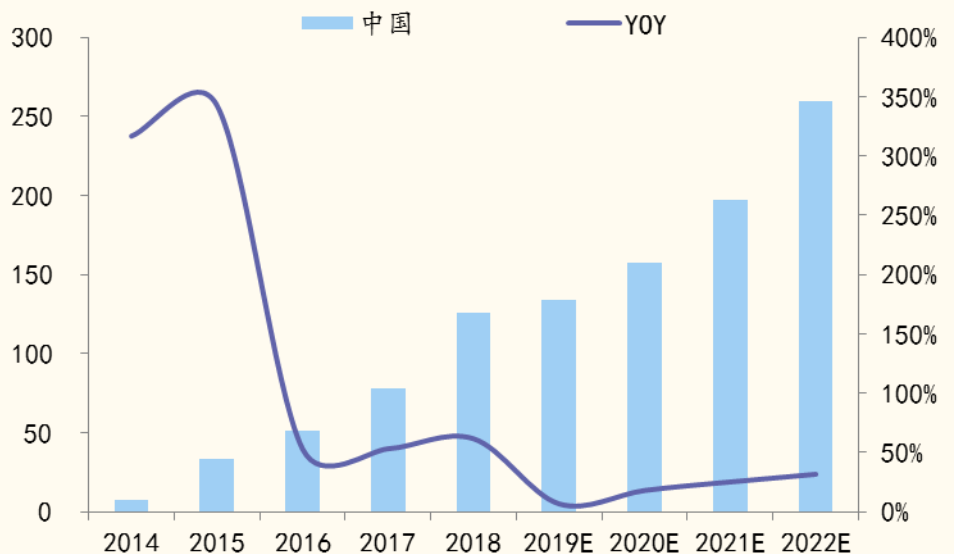
图表 10：2020 年欧洲市场新能源车销量增速有望达 60%



来源：Marklines, 国金证券研究所

**我国未来三年新能源汽车销量增速较 2019 年或有明显回升。**据国金汽车组，虽然目前整个电动车板块在补贴退出过程中确有阵痛，但后续有双积分等扶持政策加码、牌照指标持续引导、主打自发需求的车型百花齐放以及特斯拉及大众 MEB 等全球巨头入华产生“鲶鱼效应”，新能源汽车销量仍有望恢复高增。预计 2020 年产业链将实现逐步对补贴的“脱敏”，抢装效应消失，库存曲线将平滑，产销中枢区域稳定；2020 年之后切换至内生需求拉动增长。根据国金汽车组预测，2020-2022 年我国新能源车销量同比增速约为 18%/25%/32%，较 2019 年约 7% 的增长明显提速。

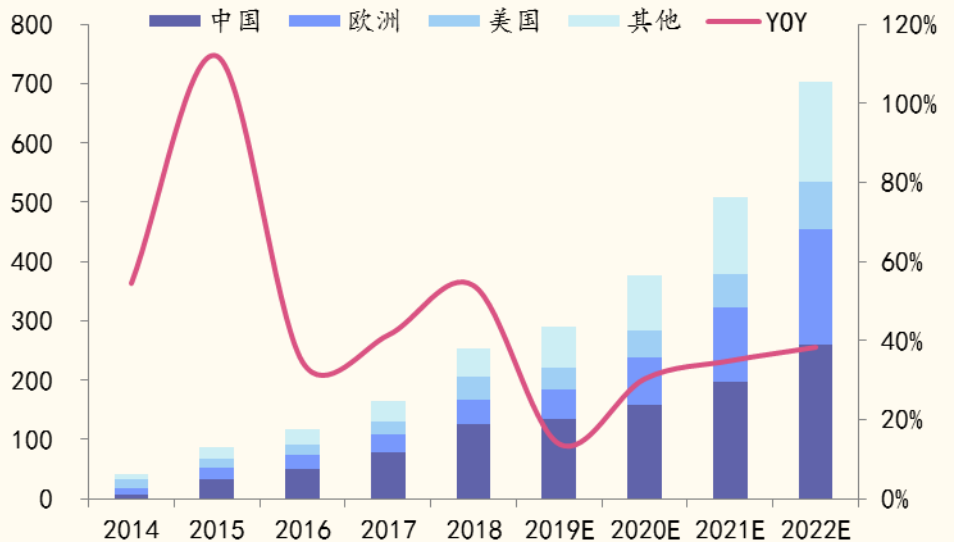
**图表 11：预计 2020 年我国新能源汽车销量增速提升至 18%**



来源：中汽协，国金证券研究所

**全球需求有望重回高增。**欧洲政策加码叠加传统车企积极布局新能源领域料将加速电动车渗透率，2020-2022 年新能源汽车海外市场销量增速提升至 41%/42%/42%；国内新能源汽车产业链在经历补贴退坡的阵痛后迈入“成熟期”，同比增速有望企稳回升。据国金汽车组预测，2020-2022 年，全球新能源汽车销量为 377/508/703 万辆，同比增速 30.3%/34.9%/38.3%，渗透率将分别提升至 3.9%/5.2%/7.1%。

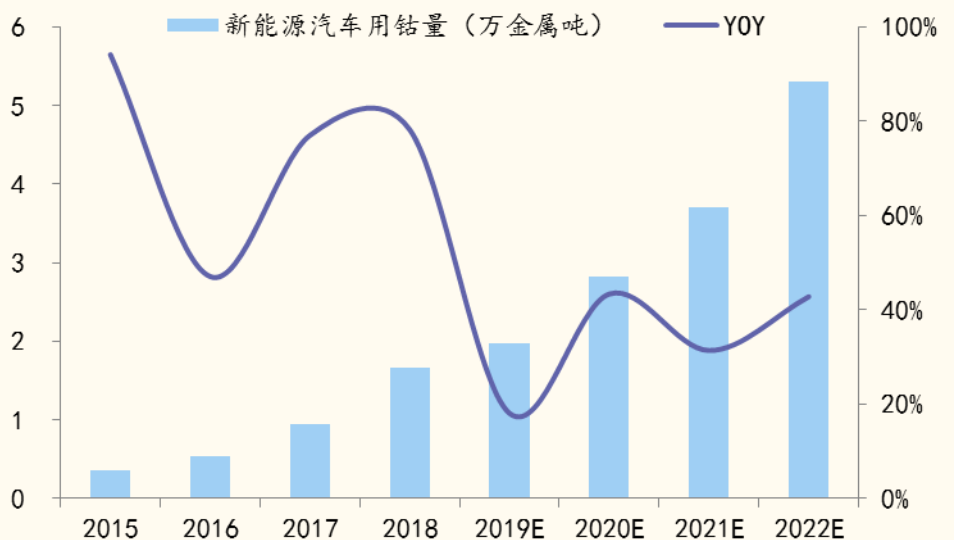
图表 12：2020 年全球新能源车销量有望重回 30% 的高增速



来源：中汽协，Marklines，国金证券研究所

新能源汽车领域钴需求加速上升。我们预计，受益于新能源汽车板块的回暖，2020-2022 年，全球新能源车用钴量将达 2.8/3.7/5.3 万金属吨，增速约为 43.4%/31.4%/42.8%。

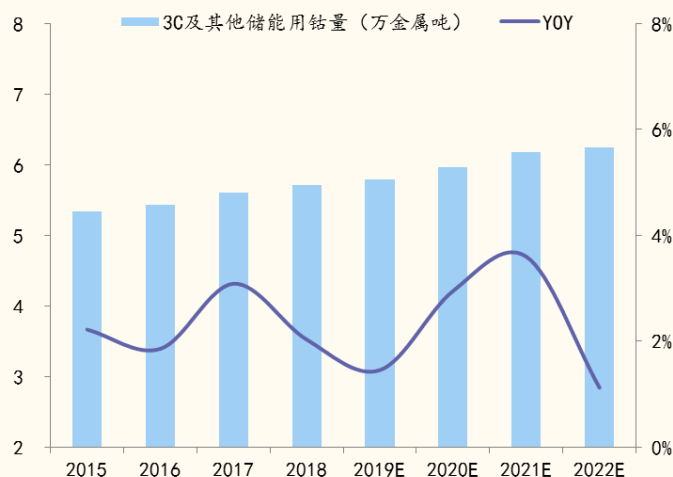
图表 13：2020 年新能源车领域用钴量有望增至 2.8 万金属吨



来源：中汽协，Marklines，国金证券研究所

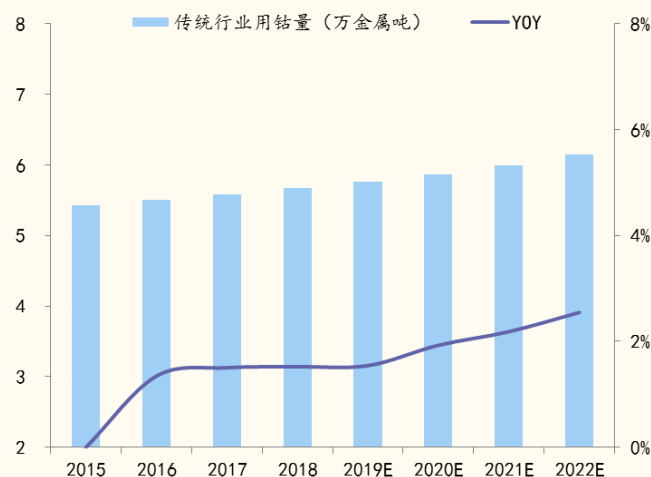
3C 及其他储能和传统行业钴需求平稳增长。受益于 5G 投资加速、TWS 放量等因素，3C 及其他储能领域钴需求增速回升。我们预计 2020-2022 年对应钴用量分别为 5.96/6.18/6.25 万金属吨，同比增加 2.9%/3.6%/1.1%；而传统行业的需求由于与宏观经济高度相关，增速较为平缓，预计未来几年将维持在 6 万金属吨左右。

图表 14：预计 3C 及其他储能领域钴用量略涨至 6 万吨



来源：Wind, IDC, signumBOX, 国金证券研究所

图表 15：传统行业需求预计维持在 6 万吨左右



来源：Darton, 国金证券研究所

## 2.3 供需：供需格局明显改善

由于供给侧产量较预期降低，需求端受新能源汽车推动明显回暖，我们预计钴行业 2019/2020 分别过剩 1.3/0.9 万吨，较此前预期的 2.1/4.0 万吨大幅改善，供需格局优化显著。

图表 16：2020 年钴过剩降至 0.9 万吨，较预期大幅减少

| 项目          | 单位 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|----|------|-------|-------|-------|-------|
| 钴供应         | 万吨 | 15.0 | 14.8  | 15.5  | 16.4  | 18.4  |
| 钴需求         | 万吨 | 13.0 | 13.5  | 14.7  | 15.9  | 17.7  |
| 过剩 (+/-) 短缺 | 万吨 | 1.9  | 1.3   | 0.9   | 0.5   | 0.7   |
| 累计库存        | 万吨 | 2.3  | 3.7   | 4.5   | 5.0   | 5.7   |

来源：USGS, CDI, Darton, Roskill, 国金证券研究所

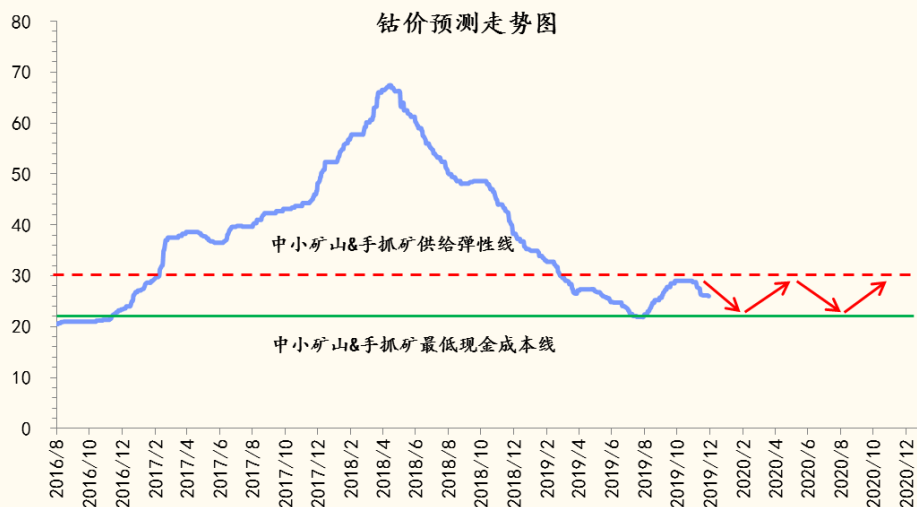
## 2.4 价格：短期或因补库攀升，中长期震荡上行

**短期，钴价或因中游补库快速攀升。**由于目前中游库存已降至历史较低水平，而上游原料主要集中在刚果（金），运输至国内并完成钴盐生产通常需要 2-4 个月，若需求端放量，中游或将进入补库小周期，钴价有望短期实现快速上涨。

**中期，价格将在 22-30 万元/吨之间震荡运行。**考虑价格跌至 22 万元/吨以下大量中小矿山及手抓矿停产导致供给短缺，而超过 30 万元/吨停产产能又将充分复工，因此我们认为，钴价明年可能于此区间内震荡。

**长期，价格料将逐渐上行。**我们认为，新能源汽车长期向好、3C 终端设备单机带电量持续上升等因素有望带动钴需求不断上升，而矿山品位下降、手抓矿管理趋严等因素造成供给增速低于需求增长，因此钴行业供需格局有望进一步优化，钴价中枢料将逐渐上行。

图表 17：中期钴价将在 22-30 万元/吨之间震荡



来源：亚洲金属网，国金证券研究所

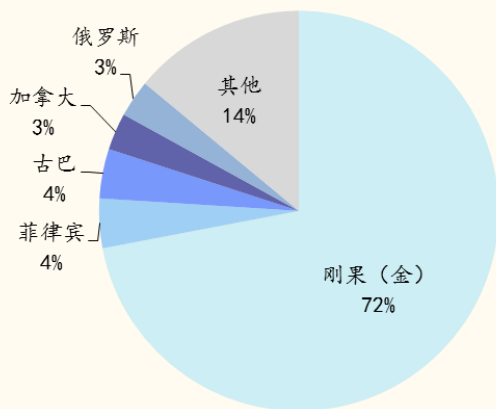
### 3. 钴粉龙头加大力度布局新能源汽车领域

#### 3.1 深耕原料市场，钴矿供应保障度高，类资源属性突出

虽然全球钴矿储量将近 700 万吨，但大约 72% 的产量集中在刚果（金），当地电力、交通等基础设施落后，且政治环境复杂，政局动荡不安，对钴供应造成较大的干扰，稳定性成行业桎梏。

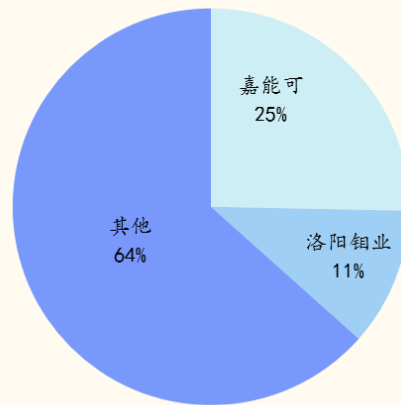
同时，目前满足开采条件且年产量 1 万吨以上的大矿山仅有 3 座。嘉能可与洛阳钼业垄断了大矿山资源，合计占全球钴产量 36%（2018 年口径），剩余的钴矿广泛来源于小矿山以及手抓矿。因此对于大多数钴业公司而言，钴矿相对稀缺，原料供应瓶颈明显。

图表 18：全球 72% 的钴原料产自刚果（金）



来源：Darton，国金证券研究所

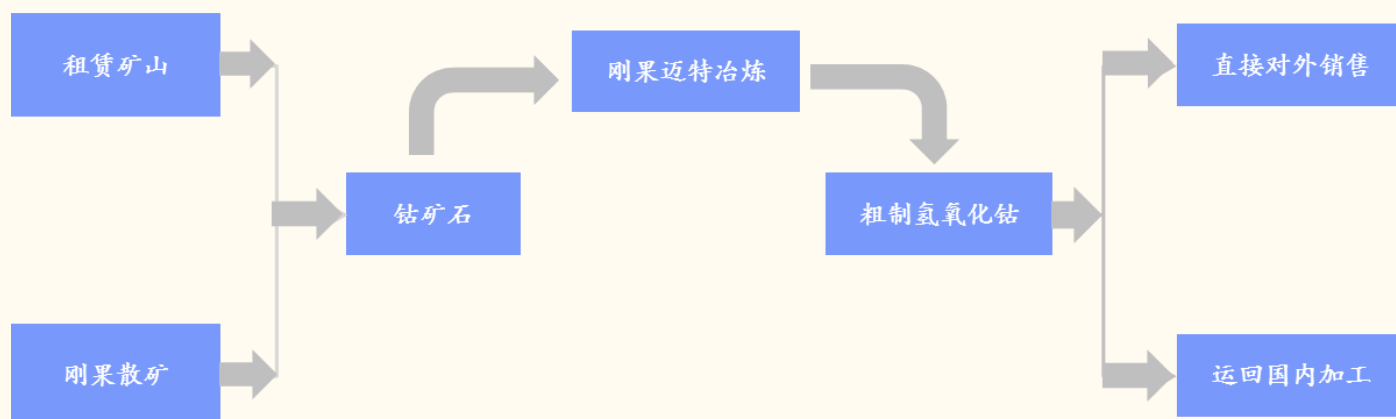
图表 19：巨头垄断大部分钴矿原料资源



来源：各公司公告，国金证券研究所

公司深耕刚果（金）原料市场十余载，钴矿来源渠道稳定，供应保障度较高。公司于 2007 年开始布局刚果（金）原料市场，通过多种模式获取充裕的原料供应。其中，矿山租赁为公司提供稳定的钴矿资源，其产量约占公司总产量 70%；同时，公司拥有刚果（金）矿石收购许可证，通常在 MB 价格的 2-4 折的地位采购矿石，为公司原料储备提供充足的弹性，类资源属性突出。

图表 20：公司通过多种模式保障钴原料供应，类资源属性突出

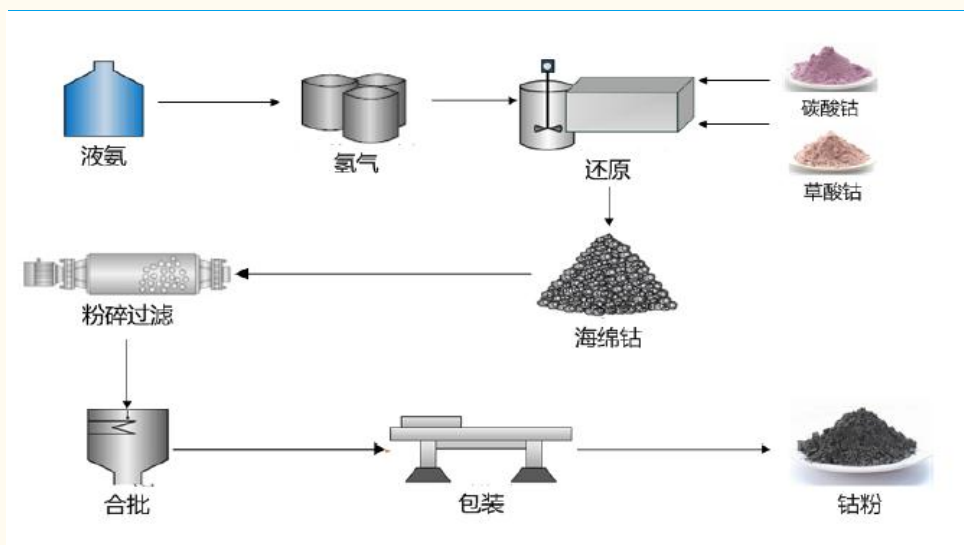


来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 钴粉产能扩张，龙头地位稳固

钴粉技术壁垒高，盈利能力强。钴粉广泛应用于航空发动机、叶轮和化工设备等各种高负荷的耐热部件以及化学和陶瓷工业中。由于下游不同的应用产品对钴粉钴粉的粒度、形貌、杂质、氧含量等指标有严格的要求，因此其生产流程复杂，技术含量较高。

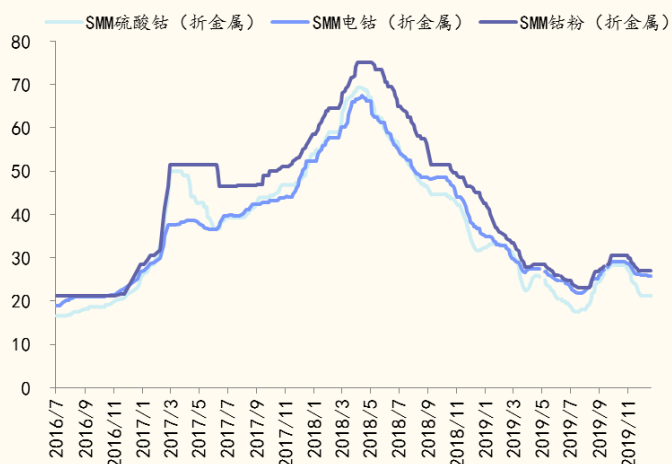
图表 21：钴粉生产流程复杂，技术要求较高



来源：公司公告，国金证券研究所

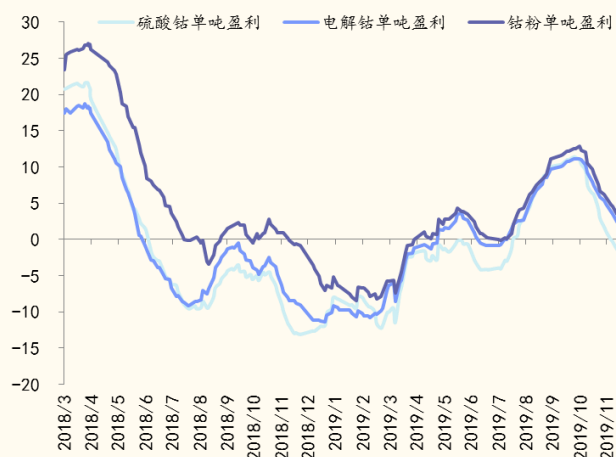
由于钴粉多用于添加剂以增强合金及陶瓷的性能，用量较少但技术要求高，因此下游一旦形成稳定供应不轻易更换供应商，且对价格敏感度较低。通常而言，钴粉的售价和利润率通常比电钴及其他钴盐产品高。根据 SMM 报价，年初至今，钴粉均价为 30.22 万元/吨，电钴价格为 28.45 万元/吨，硫酸钴折合金属吨价格为 25.87 万元/吨；根据我们测算，年初至今单吨钴粉盈利约为 1.35 万元，而单吨电钴和硫酸钴盈利约为-0.53/-2.07 万元。

图表 22：钴粉价格高于其他钴产品（万元/金属吨）



来源：SMM，国金证券研究所

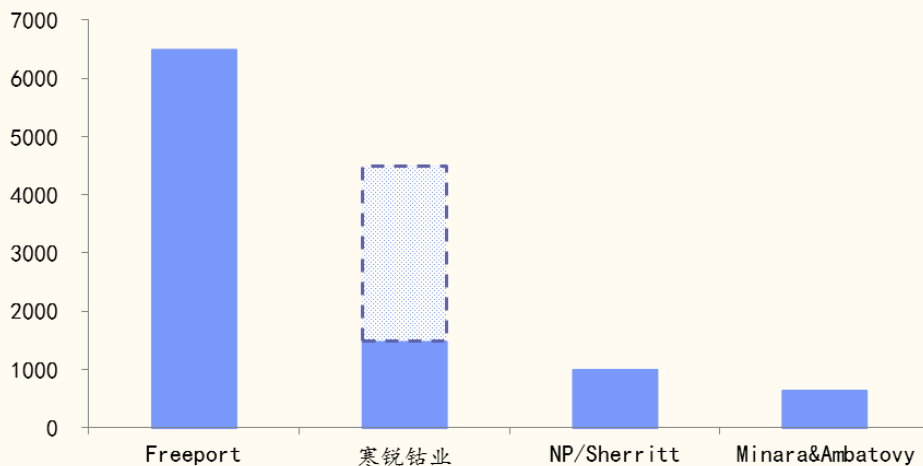
图表 23：钴粉盈利能力居首（万元/金属吨）



来源：SMM，国金证券研究所

钴粉龙头产能扩张，优势料进一步加强。公司自成立以来一直专注于钴粉领域的研发与生产，产业链完备，技术成熟，规模优势突出。目前，公司钴粉产量全国第一，全球第二，仅次于自由港。2019 年 8 月，公司新建的 3000 吨钴粉产线顺利投产，钴粉总产能达 4500 吨，公司在钴粉领域的竞争力料将随产量持续上升而进一步加强。

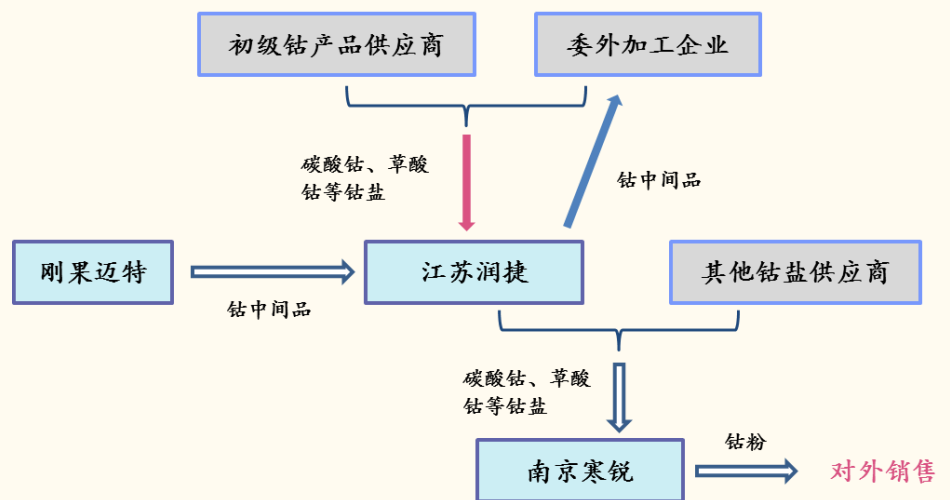
图表 24：公司钴粉产量有望进一步提升



来源：Wind，Darton，国金证券研究所

同时，公司填补钴粉前端产能，产业链进一步延伸。公司目前生产钴粉所用的碳酸钴、草酸钴等钴盐均通过委外加工方式获得。公司计划建设对应钴盐产线，填补钴粉前端产能空白，完成自给。在提供稳定、高质量钴盐的同时，还将降低成本，提升生产效率。

图表 25：公司目前钴盐产品均通过委外加工方式获得



来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 加码新能源领域，产业链布局进一步完善

2019 年 11 月，公司发布增发预案，拟募集资金 19 亿元投资建设 1 万吨/年金属钴新材料及 2.6 万吨/年三元前驱体项目。项目建设周期为 4 年，一期 1 万吨钴新材料预计于 2021 年投产，二期 2.6 万吨三元前驱体预计于 2023 年建成投产。

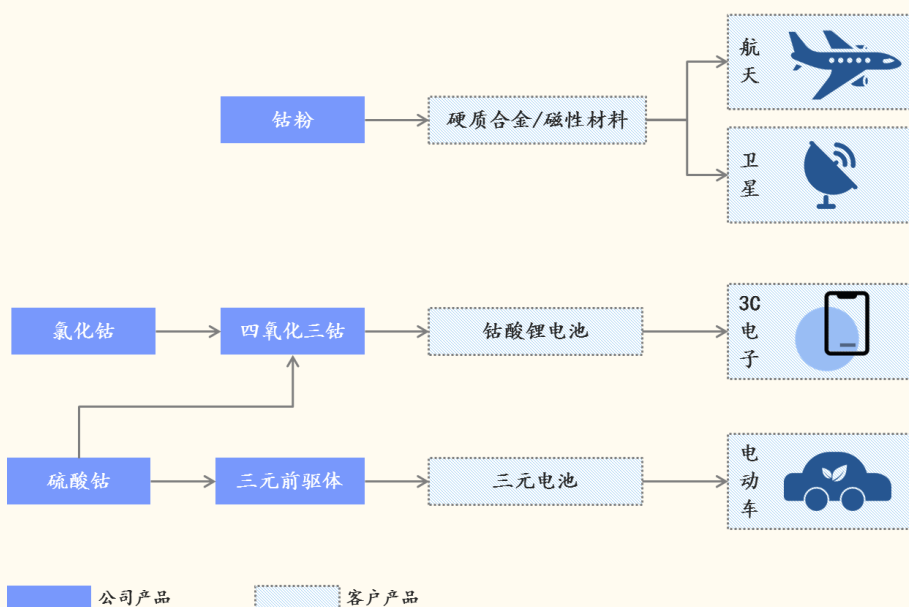
图表 26：公司大力布局新能源汽车领域

| 项目名称                              | 投资总额  | 拟使用募集资金 | 实施主体 | 建设期 |
|-----------------------------------|-------|---------|------|-----|
| 1 万吨/年金属量钴新材料及<br>2.6 万吨/年三元前驱体项目 | 19 亿元 | 19 亿元   | 赣州寒锐 | 4 年 |

来源：各公司公告，国金证券研究所

**加码新能源汽车，高速成长可期。**公司目前核心产品钴粉的下游应用领域主要为电机、陶瓷等传统领域，而四氧化三钴、硫酸钴等钴盐的终端应用集中在 3C 设备、电动车等新能源领域。在 3C 设备百花齐放、电动车渗透率提升确定性较高的背景下，公司充分利用上游资源优势积极向下游钴盐及前驱体蔓延。若项目顺利投产，公司将拥有年产硫酸钴 5400 吨、氯化钴 1600 吨、四氧化三钴 3000 吨的生产能力，以及 2.6 万吨前驱体产能。

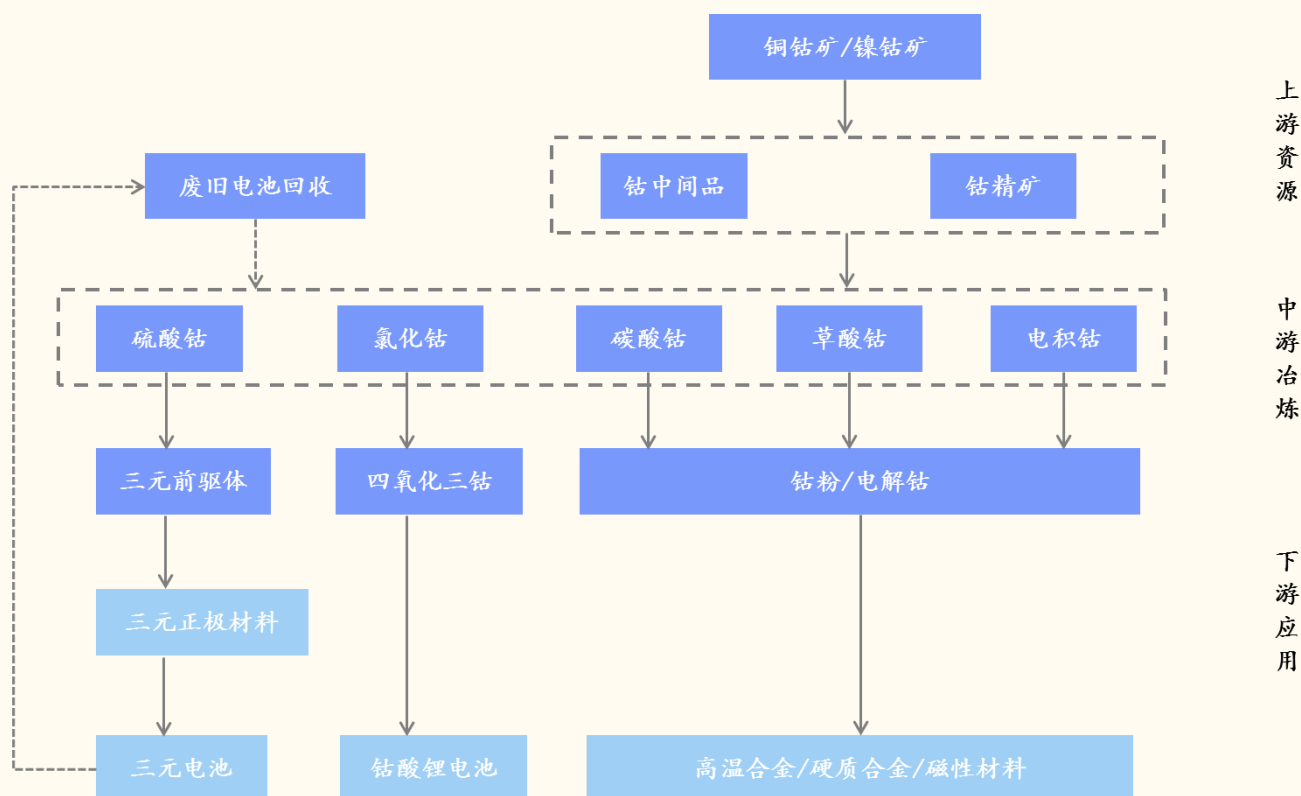
图表 27：公司积极布局新能源汽车中游钴盐及前驱体



来源：公司公告，国金证券研究所

**产业链进一步完善，盈利水平周期性削弱。**项目建设完成之后，公司将形成上游钴矿原料的采选收购，中游钴盐冶炼，蔓延至下游三元及电池回收领域，产业链生态系统逐渐完善。公司目前业务集中在上游原料及钴粉，业绩受钴价影响大。新项目投产有望使得公司各业务板块充分发挥协同效应，同时减少盈利周期波动性。

图表 28：公司产业链进一步完善



来源：公司公告，国金证券研究所

## 4.盈利预测与投资建议

### ■ 核心假设

- 1) 钴行业供需格局大幅改善，价格中枢抬升，预计未来三年逐渐上行，假设 2019-2021 年 MB 均价为 16.5/17.2/18.9\$/lb；铜供给收缩明显，下游需求改善，预计 2019-2021 年 LME 铜价为 2.95/3.25/3.50\$/lb。
- 2) 公司 2019-2021 年粗制氢氧化钴产量为 4000/4500/5000 金属吨；由于 3000 吨钴粉新产线已于今年投产，5000 吨电积钴项目预计于明年年中投产，即 2019/2020/2021 年年末钴粉+电钴产能为 4500/9500/9500 吨，我们预测公司 2019-2021 年钴粉+电积钴销量为 2125/4200/4750 吨。
- 3) 公司目前拥有电解铜产能 1 万吨，明年释放 2 万吨电积铜产能。假设公司 2019-2021 年铜产量分别为 0.8/1.0/1.5 万吨。

### ■ 盈利预测及投资建议

- 1) 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 16.7/26.0/34.5 亿元，分别同比-40%/+56%/+33%。

图表 29：预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 16.7/26.0/34.5 亿元

| 项目  | 单位  | 2016 | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----|-----|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 钴产品 |     |      |       |       |       |       |       |
| 收入  | 百万元 | 611  | 1,267 | 2,461 | 1,306 | 2,100 | 2,632 |
| 成本  | 百万元 | 477  | 617   | 1,287 | 1,076 | 1,568 | 1,881 |
| 毛利  | 百万元 | 134  | 650   | 1,174 | 230   | 532   | 752   |

| 项目         | 单位  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率        | %   | 21.9% | 51.3% | 47.7% | 17.6% | 25.3% | 28.5% |
| 业务收入占比     | %   | 40.0% | 42.7% | 28.2% | 33.6% | 44.7% | 42.3% |
| <b>铜产品</b> |     |       |       |       |       |       |       |
| 收入         | 百万元 | 127   | 197   | 320   | 360   | 497   | 811   |
| 成本         | 百万元 | 88    | 130   | 233   | 261   | 336   | 544   |
| 毛利         | 百万元 | 39    | 66    | 87    | 99    | 162   | 268   |
| 毛利率        | %   | 30.4% | 33.7% | 27.1% | 27.5% | 32.5% | 33.0% |
| 业务收入占比     | %   | 82.2% | 86.5% | 88.4% | 78.3% | 80.8% | 76.4% |
| <b>其他</b>  |     |       |       |       |       |       |       |
| 收入         | 百万元 | 5.0   | 1.6   | 2.1   | 2.4   | 2.6   | 2.7   |
| 成本         | 百万元 | 5.1   | 1.6   | 2.1   | 2.4   | 2.5   | 2.6   |
| 毛利         | 百万元 | -0.1  | 0.1   | -0.0  | -     | 0.1   | 0.1   |
| 毛利率        | %   | -1.2% | 4.9%  | -0.9% | 0.0%  | 5.0%  | 5.0%  |
| 业务收入占比     | %   | 0.7%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  | 0.1%  |
| <b>合计</b>  |     |       |       |       |       |       |       |
| 营收         | 百万元 | 743   | 1,465 | 2,782 | 1,668 | 2,600 | 3,446 |
| 成本         | 百万元 | 571   | 749   | 1,522 | 1,339 | 1,906 | 2,427 |
| 毛利         | 百万元 | 172   | 716   | 1,260 | 329   | 694   | 1,019 |
| 毛利率        | %   | 23.2% | 48.9% | 45.3% | 19.7% | 26.7% | 29.6% |

来源：Wind，国金证券研究所

- 2) 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 0.36/1.78/2.78 亿元，分别同比 -95%/+388%/+57%。
- 3) 公司 2019/2020 年 EPS 分别为 0.14/0.66 元，对应 P/E 为 588/120 倍。考虑钴行业供需格局大幅改善，行业景气度持续回升，且公司有望充分受益于新能源汽车行业的高增长，给予“增持”评级。

图表 30：寒锐钴业可比公司估值

| 证券简称 | 市值<br>(亿元) | 盈利预测 (亿元) |       | PE    |       |
|------|------------|-----------|-------|-------|-------|
|      |            | 2019E     | 2020E | 2019E | 2020E |
| 洛阳钼业 | 935        | 19.9      | 29.5  | 47    | 32    |
| 华友钴业 | 419        | 2.8       | 5.1   | 149   | 82    |
| 鹏欣资源 | 102        | 4.6       | 5.4   | 22    | 19    |
| 盛屯矿业 | 122        | 4.8       | 5.6   | 25    | 22    |
| 道氏技术 | 59         | 0.4       | 2.1   | 156   | 29    |
| 寒锐钴业 | 213        | 0.4       | 1.8   | 588   | 120   |

来源：Wind，国金证券研究所 注：鹏欣资源、盛屯矿业、道氏技术采用 Wind 一致预期值

## 5.风险提示

- **供给收缩不及预期风险：**嘉能可 2019-2021 年最新的产量指引较年初版本分别下调 1.4/3.4/3.6 万吨。除 Mutanda 停产影响较大之外，Katanga 2019-2021 年产量指引较年初版本分别下降 1.0/0.3/0.6 万吨。不排除 Mutanda 复产时间比预期早的可能性，而 Katanga 以及 Mopani 等矿山实际产量亦可能较最新指引高；同时，其他中小矿山及手抓矿亦可能产量高于预期。如果供给收缩不及预期，可能会导致钴原料过剩加剧，造成价格承压。
- **库存大量抛售导致钴价承压风险：**根据我们测算，钴行业库存超过 3 万金属吨，若嘉能可等企业大幅抛售库存，可能会导致钴价快速下跌。

- **新能源汽车销量不及预期风险：**新能源汽车是未来数年钴需求增长的主要领域，我们预计 2020/2021 年全球新能源汽车产量约为 380/500 万辆，对应全球汽车行业渗透率约为 3.9%/5.2%。当前阶段，电动车销量受政策影响较大，如果补贴大幅退坡，销量或将不及预期，从而导致钴行业供给过剩加剧。
- **刚果（金）政权及政策风险：**刚果（金）政局动荡，如果政权或政策发生巨大变化，可能会影响公司在刚果（金）的正常经营。
- **产能投放不及预期风险：**公司未来业绩增长受新产能投放影响较大，若定增募资不及预期或生产线建设滞后，可能会影响公司产能正常投放。
- **资产减值损失风险：**若钴价快速下跌，公司相应存货可能存在计提跌价准备从而影响利润的风险。
- **限售股解禁风险：**公司约有 1.09 亿股股份于 2020 年 3 月 6 日解禁，占解禁后流通股 40.6%，占总股本 40.6%，可能会造成股价承压。

**图表 31：公司 2020 年 3 月 6 日将解禁 1.09 亿股股份**

| 股东名称 | 职位   | 解禁数量（万股） | 占解禁后流通股 | 占总股本  |
|------|------|----------|---------|-------|
| 梁杰   | 副董事长 | 5,899    | 21.9%   | 21.9% |
| 梁建坤  | 董事长  | 5,023    | 18.7%   | 18.7% |
| 合计   |      | 10,922   | 40.6%   | 40.6% |

来源：Wind，国金证券研究所

**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         |
|---------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>743</b>   | <b>1,465</b> | <b>2,782</b>  | <b>1,668</b>  | <b>2,600</b>  | <b>3,446</b>  |
| 增长率                 |              | 97.2%        | 89.9%         | -40.1%        | 55.9%         | 32.6%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-571</b>  | <b>-749</b>  | <b>-1,522</b> | <b>-1,339</b> | <b>-1,906</b> | <b>-2,427</b> |
| <b>%销售收入</b>        | <b>76.8%</b> | <b>51.1%</b> | <b>54.7%</b>  | <b>80.3%</b>  | <b>73.3%</b>  | <b>70.4%</b>  |
| <b>毛利</b>           | <b>172</b>   | <b>716</b>   | <b>1,260</b>  | <b>329</b>    | <b>694</b>    | <b>1,019</b>  |
| %销售收入               | 23.2%        | 48.9%        | 45.3%         | 19.7%         | 26.7%         | 29.6%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-9</b>    | <b>-19</b>   | <b>-74</b>    | <b>-53</b>    | <b>-68</b>    | <b>-86</b>    |
| %销售收入               | 1.2%         | 1.3%         | 2.7%          | 3.2%          | 2.6%          | 2.5%          |
| <b>销售费用</b>         | <b>-8</b>    | <b>-10</b>   | <b>-21</b>    | <b>-13</b>    | <b>-21</b>    | <b>-28</b>    |
| %销售收入               | 1.1%         | 0.7%         | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          | 0.8%          |
| <b>管理费用</b>         | <b>-47</b>   | <b>-71</b>   | <b>-84</b>    | <b>-75</b>    | <b>-112</b>   | <b>-150</b>   |
| %销售收入               | 6.3%         | 4.8%         | 3.0%          | 4.5%          | 4.3%          | 4.3%          |
| <b>研发费用</b>         | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>-41</b>    | <b>-33</b>    | <b>-52</b>    | <b>-72</b>    |
| %销售收入               | 0.0%         | 0.0%         | 1.5%          | 2.0%          | 2.0%          | 2.1%          |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>109</b>   | <b>616</b>   | <b>1,039</b>  | <b>154</b>    | <b>442</b>    | <b>683</b>    |
| %销售收入               | 14.7%        | 42.1%        | 37.4%         | 9.2%          | 17.0%         | 19.8%         |
| <b>财务费用</b>         | <b>-23</b>   | <b>-15</b>   | <b>-79</b>    | <b>-95</b>    | <b>-222</b>   | <b>-298</b>   |
| %销售收入               | 3.1%         | 1.0%         | 2.9%          | 5.7%          | 8.5%          | 8.7%          |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>-1</b>    | <b>-4</b>    | <b>-10</b>    | <b>-11</b>    | <b>-1</b>     | <b>-7</b>     |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>-1</b>     | <b>1</b>      | <b>5</b>      | <b>-5</b>     |
| <b>投资收益</b>         | <b>0</b>     | <b>2</b>     | <b>5</b>      | <b>1</b>      | <b>8</b>      | <b>1</b>      |
| <b>%税前利润</b>        | <b>0.0%</b>  | <b>0.3%</b>  | <b>0.6%</b>   | <b>2.1%</b>   | <b>3.5%</b>   | <b>0.3%</b>   |
| <b>营业利润</b>         | <b>85</b>    | <b>602</b>   | <b>957</b>    | <b>49</b>     | <b>232</b>    | <b>374</b>    |
| %营业利润率              | 11.5%        | 41.1%        | 34.4%         | 3.0%          | 8.9%          | 10.9%         |
| <b>营业外收支</b>        | <b>2</b>     | <b>-4</b>    | <b>1</b>      | <b>-1</b>     | <b>4</b>      | <b>-4</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>87</b>    | <b>598</b>   | <b>957</b>    | <b>48</b>     | <b>236</b>    | <b>370</b>    |
| %利润率                | 11.7%        | 40.8%        | 34.4%         | 2.9%          | 9.1%          | 10.7%         |
| <b>所得税</b>          | <b>-20</b>   | <b>-148</b>  | <b>-253</b>   | <b>-12</b>    | <b>-59</b>    | <b>-93</b>    |
| %所得税率               | 23.4%        | 24.8%        | 26.4%         | 25.0%         | 25.0%         | 25.0%         |
| <b>净利润</b>          | <b>67</b>    | <b>449</b>   | <b>704</b>    | <b>36</b>     | <b>177</b>    | <b>278</b>    |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>-3</b>     | <b>0</b>      | <b>0</b>      | <b>0</b>      |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>67</b>    | <b>449</b>   | <b>708</b>    | <b>36</b>     | <b>177</b>    | <b>278</b>    |
| %净利率                | 9.0%         | 30.7%        | 25.4%         | 2.2%          | 6.8%          | 8.1%          |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2016        | 2017         | 2018        | 2019E         | 2020E       | 2021E         |
|-----------------|-------------|--------------|-------------|---------------|-------------|---------------|
| <b>净利润</b>      | <b>67</b>   | <b>449</b>   | <b>704</b>  | <b>36</b>     | <b>177</b>  | <b>278</b>    |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>     | <b>-3</b>   | <b>0</b>      | <b>0</b>    | <b>0</b>      |
| <b>非现金支出</b>    | <b>27</b>   | <b>32</b>    | <b>39</b>   | <b>46</b>     | <b>43</b>   | <b>56</b>     |
| <b>非经营收益</b>    | <b>31</b>   | <b>113</b>   | <b>199</b>  | <b>101</b>    | <b>73</b>   | <b>96</b>     |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>24</b>   | <b>-688</b>  | <b>-651</b> | <b>232</b>    | <b>86</b>   | <b>-214</b>   |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>149</b>  | <b>-94</b>   | <b>291</b>  | <b>415</b>    | <b>379</b>  | <b>215</b>    |
| <b>资本开支</b>     | <b>-66</b>  | <b>-52</b>   | <b>-265</b> | <b>-89</b>    | <b>-126</b> | <b>-169</b>   |
| <b>投资</b>       | <b>0</b>    | <b>-50</b>   | <b>-130</b> | <b>-99</b>    | <b>25</b>   | <b>55</b>     |
| <b>其他</b>       | <b>0</b>    | <b>0</b>     | <b>-48</b>  | <b>1</b>      | <b>8</b>    | <b>1</b>      |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-66</b>  | <b>-102</b>  | <b>-443</b> | <b>-187</b>   | <b>-93</b>  | <b>-114</b>   |
| <b>股权募资</b>     | <b>0</b>    | <b>341</b>   | <b>0</b>    | <b>-124</b>   | <b>0</b>    | <b>0</b>      |
| <b>债权募资</b>     | <b>-78</b>  | <b>385</b>   | <b>437</b>  | <b>-366</b>   | <b>-99</b>  | <b>13</b>     |
| <b>其他</b>       | <b>-26</b>  | <b>-40</b>   | <b>-93</b>  | <b>-38</b>    | <b>-25</b>  | <b>-23</b>    |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-384</b> | <b>7,953</b> | <b>378</b>  | <b>-1,439</b> | <b>-836</b> | <b>-1,367</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>657</b>  | <b>1,244</b> | <b>-462</b> | <b>1,273</b>  | <b>145</b>  | <b>859</b>    |

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        |
|-----------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>96</b>  | <b>597</b>   | <b>748</b>   | <b>447</b>   | <b>609</b>   | <b>702</b>   |
| <b>应收款项</b>     | <b>128</b> | <b>259</b>   | <b>459</b>   | <b>349</b>   | <b>414</b>   | <b>499</b>   |
| <b>存货</b>       | <b>267</b> | <b>916</b>   | <b>1,313</b> | <b>1,101</b> | <b>1,044</b> | <b>1,197</b> |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>39</b>  | <b>98</b>    | <b>163</b>   | <b>360</b>   | <b>337</b>   | <b>293</b>   |
| <b>流动资产</b>     | <b>531</b> | <b>1,870</b> | <b>2,683</b> | <b>2,258</b> | <b>2,405</b> | <b>2,691</b> |
| %总资产            | 66.0%      | 86.0%        | 77.8%        | 72.5%        | 71.4%        | 71.1%        |
| <b>长期投资</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>230</b>   | <b>230</b>   | <b>230</b>   | <b>230</b>   |
| <b>固定资产</b>     | <b>234</b> | <b>237</b>   | <b>359</b>   | <b>335</b>   | <b>354</b>   | <b>390</b>   |
| %总资产            | 29.1%      | 10.9%        | 10.4%        | 10.8%        | 10.5%        | 10.3%        |
| <b>无形资产</b>     | <b>14</b>  | <b>33</b>    | <b>42</b>    | <b>96</b>    | <b>146</b>   | <b>201</b>   |
| <b>非流动资产</b>    | <b>273</b> | <b>304</b>   | <b>767</b>   | <b>857</b>   | <b>965</b>   | <b>1,096</b> |
| %总资产            | 34.0%      | 14.0%        | 22.2%        | 27.5%        | 28.6%        | 28.9%        |
| <b>资产总计</b>     | <b>803</b> | <b>2,174</b> | <b>3,451</b> | <b>3,114</b> | <b>3,370</b> | <b>3,787</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>206</b> | <b>582</b>   | <b>550</b>   | <b>192</b>   | <b>93</b>    | <b>107</b>   |
| <b>应付款项</b>     | <b>162</b> | <b>263</b>   | <b>164</b>   | <b>262</b>   | <b>329</b>   | <b>353</b>   |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>23</b>  | <b>52</b>    | <b>110</b>   | <b>19</b>    | <b>39</b>    | <b>55</b>    |
| <b>流动负债</b>     | <b>390</b> | <b>897</b>   | <b>825</b>   | <b>473</b>   | <b>461</b>   | <b>514</b>   |
| <b>长期贷款</b>     | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>79</b>    | <b>79</b>    | <b>79</b>    | <b>79</b>    |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>39</b>  | <b>163</b>   | <b>647</b>   | <b>751</b>   | <b>842</b>   | <b>928</b>   |
| <b>负债</b>       | <b>430</b> | <b>1,060</b> | <b>1,551</b> | <b>1,303</b> | <b>1,383</b> | <b>1,522</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>374</b> | <b>1,114</b> | <b>1,900</b> | <b>1,812</b> | <b>1,989</b> | <b>2,266</b> |
| 其中：股本           | <b>90</b>  | <b>120</b>   | <b>192</b>   | <b>192</b>   | <b>192</b>   | <b>192</b>   |
| 未分配利润           | <b>126</b> | <b>562</b>   | <b>1,129</b> | <b>1,166</b> | <b>1,342</b> | <b>1,620</b> |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>0</b>   | <b>0</b>     | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    | <b>-1</b>    |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>803</b> | <b>2,174</b> | <b>3,451</b> | <b>3,114</b> | <b>3,370</b> | <b>3,787</b> |

**比率分析**

|               | 2016    | 2017    | 2018   | 2019E   | 2020E   | 2021E  |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |        |         |         |        |
| 每股收益          | 0.740   | 3.745   | 3.686  | 0.135   | 0.657   | 1.032  |
| 每股净资产         | 4.153   | 9.282   | 9.898  | 9.438   | 10.358  | 11.804 |
| 每股经营现金净流      | 1.650   | -0.784  | 1.515  | 2.161   | 1.973   | 1.122  |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000  | 0.000   | 0.000   | 0.000  |
| <b>回报率</b>    |         |         |        |         |         |        |
| 净资产收益率        | 17.81%  | 40.35%  | 37.24% | 2.00%   | 8.89%   | 12.25% |
| 总资产收益率        | 8.29%   | 20.67%  | 20.51% | 1.16%   | 5.24%   | 7.33%  |
| 投入资本收益率       | 13.57%  | 24.98%  | 24.14% | 4.08%   | 11.10%  | 15.28% |
| <b>增长率</b>    |         |         |        |         |         |        |
| 主营业务收入增长率     | -20.24% | 97.16%  | 89.94% | -40.06% | 55.89%  | 32.56% |
| EBIT增长率       | 40.26%  | 466.01% | 68.60% | -85.22% | 187.53% | 54.69% |
| 净利润增长率        | 134.50% | 575.04% | 57.46% | -94.88% | 388.16% | 57.05% |
| 总资产增长率        | 1.40%   | 170.56% | 58.73% | -9.75%  | 8.22%   | 12.36% |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |        |         |         |        |
| 应收账款周转天数      | 34.8    | 27.2    | 30.9   | 60.0    | 45.0    | 40.0   |
| 存货周转天数        | 182.5   | 288.4   | 267.3  | 300.0   | 200.0   | 180.0  |
| 应付账款周转天数      | 60.1    | 42.8    | 25.8   | 40.0    | 35.0    | 25.0   |
| 固定资产周转天数      | 105.2   | 58.2    | 33.5   | 49.5    | 31.6    | 22.3   |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |        |         |         |        |
| 净负债/股东权益      | 29.35%  | -1.35%  | 9.77%  | 7.07%   | -6.68%  | -9.36% |
| EBIT利息保障倍数    | 6.1     | 4.3     | 2.9    | 6.5     | 11.3    | 8.0    |
| 资产负债率         | 42.36%  | 59.23%  | 47.99% | 45.47%  | 39.99%  | 34.63% |

### 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    | 2    | 4    | 4    | 15   |
| 增持 | 0    | 0    | 6    | 7    | 13   |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.60 | 1.64 | 1.46 |

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 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           |
| 7 2019-10-29 | 增持 | 56.11  | N/A           |

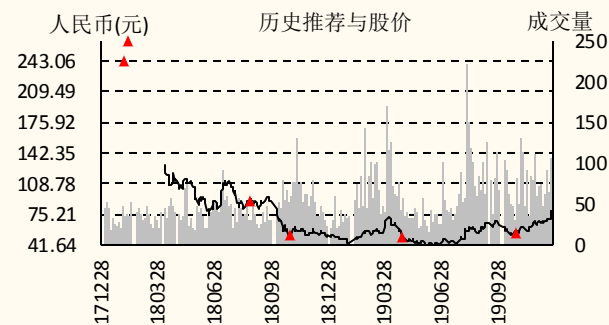
来源：国金证券研究所

### 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