

寒锐钴业（300618）：钴价波动拖累短期表现，产能集中释放业绩可期

2020年03月30日

推荐/维持

寒锐钴业 公司报告

- **事件：**公司发布 2019 年度报告。公司 2019 全年实现营收 17.79 亿元，同比下降 36%；实现归母净利润 1387 万元，同比下降 98%；每股收益 0.05 元，同比下降 98%。
- **三费支出整体平稳，综合毛利率大幅降低：**三费（含研发费用）占营收比例为 10.03%，同比略增 0.44pct，管理研发和销售费用变化不大，财务费用得益于汇兑损失和利息支出减少而下降 3368 万元（-57.5%）；整体资产负债率 49.26%，同比增 4.3pct；综合毛利率 11.77%，同比下降 33.6pct。
- **钴价下降导致盈利大减，去库存增销量缓解低价冲击：**2019 年公司实现钴产品营收 13.63 亿元，同比降 44.6%；占总营收比重降 11.8pct 至 76.6%；钴业务毛利率 94%至 0.7 亿元，毛利率降 42.6pct 至 5.1%。钴价深度调整导致钴板块营收恶化，2019 年国内钴粉均价为 28.5 万元/吨，同比下跌 53.7%。公司积极加大出货力度，全年钴产品产量同比降 5.0%至 7953.4 吨，但销量同比增 26.3%至 7357.3 吨，并带动年底钴库存量同比下降 43.8%至 1499 吨。销量的增加对价格下跌造成的盈利弱化形成一定的对冲。
- **电解铜产销双增，对公司业绩贡献度显著提升：**铜业务实现营收 4.14 亿元，同比增 29.4%，占总营收比重增 11.8pct 至 23.3%；产销量分别 10770、10831 吨，同比分别增 36.7%、37.8%；贡献毛利 1.40 亿元，同比增长 61%，占总毛利比例达 67%；毛利率增 6.67pct 至 33.8%。在钴业务盈利出现大幅波动时，电解铜业务的产销双增为公司的业绩提供稳定保障。
- **募投项目稳步推进，产能扩张有序：**2019 年安徽寒锐 3000 吨钴粉项目建成投产，公司当前钴粉总产能已达 4500 吨。科卢韦齐 2 万吨电积铜和 5000 吨电积钴项目预计 2020 年中投产，届时将形成 3 万吨电解铜+5000 吨粗钴+5000 吨电积钴的综合产能。2020 年处于产能爬坡初期，预计公司整体钴铜产量将分别达到 8500、12000 金属吨。假设 2023 年全部满产，每年或将带来 24 亿元的营收增长（按当前铜钴价格）。
- **供需格局改善带动钴价长周期上行，公司业绩有望显著改善：**嘉能可 Mutanda 长达两年的停产、刚果手采矿的减少意味着全球钴实际供应量的有效缩减，海外传统车企电动化加速和国内政策端的边际加码推动动力电池行业对钴的需求量持续抬升。短期疫情对供需两端均形成打击，但长周期看供应偏紧需求走旺的格局不改，钴均价有望重新回归至 30 万元/吨之上。当前铜价受短期全球需求走弱的压制，但 Q2 起需求端的集中释放叠加供给端持续收紧，铜或将回升至 4-4.5 万元/吨左右水平。铜钴价回升有望带动公司未来两年毛利率提高至 25%左右。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到公司钴产业链完整性所带来的经济效益及科卢韦齐项目的建成投产，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 28.50/38.22/48.86 亿元；净利润 1.02/2.57/4.90 亿元；EPS 分别为 0.38/0.96/1.82 元，对应 PE 125.2/49.5/26.0，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**钴铜价格大幅下跌；下游需求回暖程度不及预期；公司新建产能达产不及预期；

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,782.47	1,779.04	2,849.86	3,822.05	4,886.25
增长率（%）	89.94%	-36.06%	60.19%	34.11%	27.84%
归母净利润（百万）	707.63	13.87	101.71	257.48	489.72
增长率（%）	56.69%	-98.07%	633.78%	154.20%	91.23%
净资产收益率（%）	37.24%	0.78%	5.79%	12.95%	20.16%
每股收益	3.69	0.05	0.38	0.96	1.82
PE	12.84	947.60	125.23	49.47	26.01
PB	4.79	7.16	7.25	6.41	5.24

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司主要从事金属钴粉及其他钴产品的研发、生产和销售，具有较强的自主研发和创新能力，并具有自主国际品牌。公司以钴产品为核心，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。

交易数据

52 周股价区间（元）	47.38-77.8
总市值（亿元）	127.66
流通市值（亿元）	88.85
总股本/流通 A 股（万股）	26945/18753
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.42

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

分析师：胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号：

S1480118100014

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产合计	2683	2014	2386	3205	4097	营业收入	2782	1779	2850	3822	4886
货币资金	748	274	285	382	489	营业成本	1522	1570	2351	2958	3579
应收账款	330	304	390	524	669	营业税金及附加	74	63	85	115	147
其他应收款	2	8	13	18	23	营业费用	21	19	28	38	49
预付款项	84	55	102	161	233	管理费用	84	85	128	191	244
存货	1313	1189	1288	1621	1961	财务费用	79	34	85	141	179
其他流动资产	79	125	125	125	125	研发费用	41	41	42	45	45
非流动资产合计	767	1489	1587	1716	1822	资产减值损失	10.01	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-0.74	2.53	0.00	0.00	0.00
固定资产	255	412	546	660	753	投资净收益	5.28	2.88	0.00	0.00	0.00
无形资产	33	34	41	47	52	加：其他收益	2.07	5.72	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	107	87	100	100	100	营业利润	957	-20	132	337	645
资产总计	3451	3502	3973	4921	5919	营业外收入	1.65	0.55	1.00	1.00	1.00
流动负债合计	825	1168	1979	2679	3222	营业外支出	0.94	0.69	0.00	0.00	0.00
短期借款	521	691	1511	2102	2532	利润总额	957	-20	133	338	646
应付账款	104	259	258	324	392	所得税	253	-33	33	84	162
预收款项	6	22	33	49	68	净利润	704	14	100	253	485
一年内到期的非流	30	50	0	0	0	少数股东损益	-3	0	-2	-4	-5
非流动负债合计	726	558	241	261	281	归属母公司净利润	708	14	102	257	490
长期借款	79	30	30	30	30	主要财务比率					
应付债券	304	330	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	1551	1725	2220	2940	3503	成长能力					
少数股东权益	-1	-1	-3	-7	-12	营业收入增长	89.94%	-36.06%	60.19%	34.11%	27.84%
实收资本（或股本）	192	269	269	269	269	营业利润增长	58.87%	-102.04%	-776.49%	155.37%	91.50%
资本公积	361	287	287	287	287	归属于母公司净利	57.46%	-98.04%	633.57%	153.14%	90.20%
未分配利润	1129	948	1047	1271	1697	获利能力					
归属母公司股东权	1900	1778	1756	1988	2429	毛利率(%)	45.30%	11.75%	17.52%	22.62%	26.76%
负债和所有者权益	3451	3502	3973	4921	5919	净利率(%)	25.31%	0.76%	3.50%	6.63%	9.92%
现金流量表	单位：百万元					总资产净利润(%)	6.20%	20.51%	0.40%	2.56%	5.23%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	37.24%	0.78%	5.79%	12.95%	20.16%
经营活动现金流	291	206	-71	-124	106	偿债能力					
净利润	704	14	100	253	485	资产负债率(%)	45%	49%	56%	60%	59%
折旧摊销	28.76	38.66	54.42	74.83	95.12	流动比率		1.72	1.21	1.20	1.27
财务费用	79	34	85	141	179	速动比率		0.71	0.55	0.59	0.66
应收账款减少	-188	26	-86	-133	-146	营运能力					
预收帐款增加	-11	16	11	15	20	总资产周转率	0.99	0.51	0.76	0.86	0.90
投资活动现金流	-443	-606	-162	-220	-220	应收账款周转率	12	6	8	8	8
公允价值变动收益	-1	3	0	0	0	应付账款周转率	25.82	9.81	11.04	13.14	13.64
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	5	3	0	0	0	每股收益(最新摊	3.69	0.05	0.38	0.96	1.82
筹资活动现金流	325	-83	244	441	220	每股净现金流(最	0.90	-1.80	0.04	0.36	0.40
应付债券增加	304	26	-330	0	0	每股净资产(最新	9.90	6.61	6.53	7.39	9.03
长期借款增加	79	-49	0	0	0	估值比率					
普通股增加	72	77	0	0	0	P/E	12.84	947.60	125.23	49.47	26.01
资本公积增加	-72	-74	0	0	0	P/B	4.79	7.16	7.25	6.41	5.24
现金净增加额	173	-483	11	97	106	EV/EBITDA	8.72	278.32	52.04	26.40	16.18

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。