

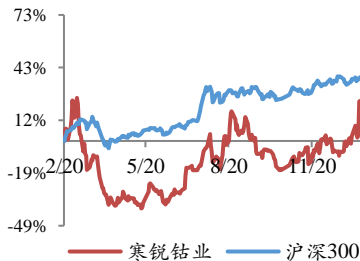
产能释放+下游需求双重利好，盈利能力显著改善

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-01-24

收盘价（元）	107.31
近12个月最高/最低（元）	120.00/44.74
总股本（百万股）	304
流通股本（百万股）	188
流通股比例（%）	62.01
总市值（亿元）	326
流通市值（亿元）	202

公司价格与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

电话：18019001956

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

电话：13777083119

邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

1. 产能迎来释放期，钴价抬升带动盈利修复 2020-09-25

主要观点：

公司事件：

- 1、2021年1月22日晚，公司预告2020年实现归母净利润约3.20-4.10亿元，与上年同期增加3.06-3.96亿元，同比增长2207.85%-2856.94%；
- 2、单Q4季度来看，单Q4实现归母净利润1.58-2.48亿元，与上年同期增加0.95-1.85亿元，同比增加150.79%-293.65%。

公司归母净利润同比大幅增加主要受到以下三方面因素的影响：

1、铜钴量价齐升，助力公司业绩显著修复。在钴产品方面，主要受益于全球新能源汽车市场产销两旺的格局，动力电池需求向好，由此带动钴产品价格企稳回升。目前，全资子公司刚果迈特在科卢韦齐投资建设的5000吨粗制氢氧化钴生产线于2018年实现投产，随着公司年产3000吨钴粉募投项目投产在2020年扩大生产规模，公司钴产品规模实现翻番；公司突出的生产规模效应降低了钴产品生产成本，从而促使钴产品毛利水平显著提升。

2、电解铜产能大规模释放。公司原有电解铜产能10250吨，在科卢韦齐投资建设的2万吨电积铜项目于2020年正式实现投产，叠加刚果迈特电解铜生产线技改产能扩大，公司全年实现的电解铜销量大幅增加。

3、对孚能科技的投资公允价值变动收益增加。

钴价或开启上行周期。我们认为，从需求结构上看，3C消费钴依旧是电池行业用钴的主流，受益于1) 5G的普及加速换机周期以及2) 单机带电量的提升，钴需求仍将保持较快的增速；增量贡献方面，动力电池将会是2021年需求增加的主要来源。在双重因素影响下，2021年钴的供需格局将趋于紧平衡，钴价或开启上升通道。

公司聚焦钴铜主业，坚持做大做强的战略目标，预计2021年业绩将继续受益于金属价格回暖。2021年，随着公司钴粉和氢氧化铜产能进入高速释放期，叠加钴价和铜价保持高位水平，公司的营收规模和盈利能力将再上一个台阶。同时，随着规模的扩大，公司将显著受益于规模效应，生产成本优势将显著优于同行业公司，预计2021-2022年公司仍将保持较为高速的增长。在硬质合金领域，受到海外疫情的影响以及公司产品技术的进步，国产替代加速。因而硬质合金产品也将贡献一定的收入增量。我们认为公司2021-2022年整体仍将保持较高的增长。

● 投资建议

公司是国内的钴粉生产龙头，铜钴产品产能将在 2021 年集中释放，叠加铜钴价格将继续维持高水平，我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 25.48/49.46/53.47 亿元，同比增长 43.2%、94.1%、8.1%；对应归母净利润分别为 3.45/10.58/11.11 亿元，同比分别增长 2360.8%、210.0%、5.0%；对应 2021 年及 2022 年 PE 分别为 14.03X、13.09X，维持“买入”评级。

风险提示

在建项目投产不及预期；下游需求不及预期；铜钴价格下跌。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1779	2548	4946	5347
收入同比 (%)	-36.1%	43.2%	94.1%	8.1%
归属母公司净利润	14	341	1058	1111
净利润同比 (%)	-98.0%	2360.8%	210.0%	5.0%
毛利率 (%)	11.8%	26.8%	36.6%	36.9%
ROE (%)	0.8%	16.1%	33.3%	25.9%
每股收益 (元)	0.05	1.13	3.49	3.67
P/E	1799.96	44.39	14.03	13.09
P/B	14.04	7.15	4.67	3.39
EV/EBITDA	580.16	30.68	10.56	9.55

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2014	2766	4622	5020	营业收入	1779	2548	4946	5347
现金	274	450	800	890	营业成本	1570	1865	3134	3376
应收账款	304	359	728	797	营业税金及附加	63	73	96	135
其他应收款	8	7	15	18	销售费用	19	27	53	57
预付账款	55	77	130	136	管理费用	85	83	161	187
存货	1189	1623	2605	2808	财务费用	34	29	43	47
其他流动资产	183	250	344	372	资产减值损失	0	-1	-1	-1
非流动资产	1489	1927	2392	2883	公允价值变动收益	-3	3	3	3
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	3	6	9	10
固定资产	412	552	678	813	营业利润	-20	444	1384	1463
无形资产	34	41	45	50	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	1042	1334	1669	2019	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3502	4693	7014	7903	利润总额	-20	444	1384	1463
流动负债	1168	2017	3279	3056	所得税	-33	102	325	351
短期借款	691	1477	2403	2086	净利润	14	342	1059	1112
应付账款	259	242	412	461	少数股东损益	0	0	1	1
其他流动负债	218	298	464	509	归属母公司净利润	14	341	1058	1111
非流动负债	558	558	558	558	EBITDA	40	485	1439	1520
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.05	1.13	3.49	3.67
其他非流动负债	528	528	528	528					
负债合计	1725	2575	3837	3613					
少数股东权益	-1	-1	0	1					
股本	269	269	269	269					
资本公积	287	287	287	287					
留存收益	1223	1564	2622	3733					
归属母公司股东权益	1778	2119	3177	4288					
负债和股东权益	3502	4693	7014	7903					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	206	-104	-29	986
净利润	14	341	1058	1111
折旧摊销	39	31	32	32
财务费用	23	32	50	56
投资损失	-3	-6	-9	-10
营运资金变动	303	-507	-1165	-208
其他经营现金流	-458	853	2227	1324
投资活动现金流	-606	-474	-497	-523
资本支出	-595	-471	-497	-524
长期投资	-4	-4	-4	-5
其他投资现金流	-7	1	4	5
筹资活动现金流	-83	753	876	-372
短期借款	170	786	926	-316
长期借款	-49	0	0	0
普通股增加	77	0	0	0
资本公积增加	-74	0	0	0
其他筹资现金流	-206	-32	-50	-56
现金净增加额	-481	176	350	90

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-36.1%	43.2%	94.1%	8.1%
营业利润	-102.0%	2374.1%	212.1%	5.7%
归属于母公司净利	-98.0%	2360.8%	210.0%	5.0%
获利能力				
毛利率 (%)	11.8%	26.8%	36.6%	36.9%
净利率 (%)	0.8%	13.4%	21.4%	20.8%
ROE (%)	0.8%	16.1%	33.3%	25.9%
ROIC (%)	0.0%	8.7%	18.0%	16.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	49.3%	54.9%	54.7%	45.7%
净负债比率 (%)	97.1%	121.5%	120.7%	84.2%
流动比率	1.72	1.37	1.41	1.64
速动比率	0.66	0.53	0.58	0.68
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.54	0.71	0.68
应收账款周转率	5.85	7.09	6.79	6.71
应付账款周转率	6.07	7.69	7.61	7.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.05	1.13	3.49	3.67
每股经营现金流	0.68	-0.34	-0.10	3.25
每股净资产	5.87	7.00	10.49	14.16
估值比率				
P/E	1799.96	44.39	14.03	13.09
P/B	14.04	7.15	4.67	3.39
EV/EBITDA	580.16	30.68	10.56	9.55

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。