

➤ **公司为我国最具竞争力的钴盐生产企业之一。**公司主要从事钴、铜相关产品的研发、生产与销售，核心产品为氯化钴、硫酸钴等钴盐以及四氧化三钴等钴氧化物。公司研发实力雄厚，是技术能力突出、工艺设备先进、产品质量优异的高新技术企业。截至 2021 年 H1，公司具有钴产品年产能 6500 吨，铜产品年产能 22408 吨，产能利用率整体维持较高水平。2020 年度，公司氯化钴产量占比为 5.53%，居国内第五位。

➤ **公司主营业务收入逐年增长，盈利波动后实现大幅上升。**2018-2021 公司营业收入由 16.71 亿元增长至 41.58 亿元，CAGR 为 35.51%。公司毛利率水平大幅提升，由 2019 年的 23.40% 上升至 2021 年的 41.59%，公司归母净利润由 2018 年的 1.85 亿元增长至 2021 年的 11.44 亿元，CAGR 为 83.55%。

➤ **新能源等领域对钴、铜的需求快速增长，助推行业发展。**2020 年我国钴下游领域中，锂电池用钴产品占比达 84.4%。受锂电池、合金等下游行业的需求带动，叠加冶炼深加工产能向我国集中，以及相关政策的影响，钴行业发展将迎来快速增长。同时新能源产业将为铜的需求带来新的增长点，2020 年全球新能源领域铜消费量预计可达 400 万吨，约占全球铜消费量的 15%，未来该比例将提高。此外在国内稳增长背景下，下游基建等领域需求提升将拉动铜需求增长。

➤ **稳定可靠的原材料供应，优质客户资源，优秀的研发能力构成公司的核心竞争力。**公司依托其子公司刚果腾远以及其他供应商建立了稳定可靠的上游供应链，保障了原材料供应。同时公司高度重视口碑建设，其良好声誉与高质量的产品为其带来一批高质量的客户资源。公司以创新为核心竞争力，拥有雄厚的研发技术和先进的制造工艺。截至 2022 年 2 月公司合计拥有 28 项专利，其中 8 项发明专利、20 项实用新型专利；拥有 21 项核心技术。

➤ **募投项目提升公司生产能力，拓宽产品种类，增加核心竞争力。**本次募集资金投资项目达成后，公司将实现年产钴金属量 13,500 吨、镍金属量 10,000 吨，产品有电积钴、硫酸镍、硫酸锰、碳酸锂、三元前驱体等。项目有助于公司拓宽下游客户，扩大业务规模，延伸产业链；增强资金实力，降低经营风险；进一步降低原辅材料成本，提升综合竞争力。

➤ **盈利预测：**考虑到公司未来产能将进一步提升，产品结构优化，公司业绩有望迎来快速增长。我们预计 2022/2023/2024 年公司将分别实现归母净利润 21.69/31.60/37.63 亿元，同比分别增加 89.61%/45.68%/19.09%，EPS 分别为 17.22/25.09/29.88 元/股。

➤ **风险提示：**工厂搬迁导致的停产和新厂区生产未达预期风险；境外经营的风险；钴、铜价格波动导致的业绩波动的风险；公司产品需求变动等风险；新冠疫情对公司生产经营影响的风险；对子公司依赖的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,158	7,683	10,448	12,430
增长率 (%)	132.7	84.8	36.0	19.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,144	2,169	3,160	3,763
增长率 (%)	122.9	89.6	45.7	19.1
每股收益 (元)	9.08	17.22	25.09	29.88
PE	19	10	7	6
PB	6.6	2.0	1.6	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：以发行价测算 PE、PB)


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001
电话：021-80508866
邮箱：qiu.zuxue@mszq.com
研究助理 刘小华
执业证号：S0100121120055
电话：021-80508866
邮箱：liuxiaohua@mszq.com

目录

1 腾远钴业：业务专精、发展迅速的钴铜制造企业	3
2 新能源等下游领域的需求增长推动行业发展	5
2.1 钴行业：新能源领域助推产业高速发展	5
2.2 铜行业：传统产业在新驱动力下持续发展	10
3 公司上游渠道稳定，客户优质，盈利能力优秀.....	14
3.1 公司经营业绩良好，盈利上升	14
3.2 公司毛利率处于行业较高水平	18
3.3 公司拥有良好的市场口碑，优质客户资源	20
4 募投项目：提升产能，丰富产品种类，增加竞争力	22
5 盈利预测与估值	23
5.1 盈利预测	23
5.2 估值分析	24
6 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 腾远钴业：业务专精、发展迅速的钴铜制造企业

腾远钴业为国内最具竞争力的钴产品生产企业之一。公司成立于 2004 年，2005 年正式投产钴盐系列产品，2012 年通过江西省著名商标认定，2021 年获证监会同意在创业板首次公开发行股票，拟募资 21.98 亿元。腾远钴业的生产线实现了自主开发，具有自主知识产权，关键设备自行完成设计、制作，生产流程实现连续化、自动化，具有独创性，技术工艺水平居于国内领先水平。截至 2022 年 2 月公司合计拥有 28 项专利，其中 8 项发明专利、20 项实用新型专利，其生产的氯化钴被评为“江西省名牌产品”，目前已经成为国内最具技术水平和规模实力的钴系列产品生产企业之一。

腾远钴业主要从事钴、铜相关产品的研发、生产与销售，在该领域形成了自身独特的优势。1) 公司的核心产品为氯化钴、硫酸钴等钴盐以及四氧化三钴等钴氧化物。此外，由于铜钴伴生的特点，公司还生产电积铜。2) 公司起步时间早，研发实力雄厚，研发成果显著。在钴产品的湿法冶炼上具备较强的技术优势、工艺优势和成本优势，是技术能力突出、工艺设备先进、产品质量优异的高新技术企业，目前国内最具规模实力和技术水平的钴盐生产行业龙头企业之一。3) 公司为钴盐行业龙头，其钴盐产品产量在国内生产商中名列前茅。根据上海有色金属网的统计数据，2019 年公司钴盐产量为 6,470.58 金属吨，占国内总产量的比例为 8.18%；公司硫酸钴产量占比为 7%，居国内第三位；氯化钴产量占比为 13%，居国内第四位。2020 年度受到企业搬迁影响市场占比略有下降，但氯化钴产量仍保持在国内前五，2021 年 6 月公司已完成搬迁并顺利达产。

表 1：公司主要产品及应用领域情况

序号	产品名称	示意图	主要用途
1	氯化钴		用于制造动力电池材料、四氧化三钴、电镀、干湿指示剂、陶瓷着色剂、油漆干燥剂、医药试剂等
2	硫酸钴		用于制造动力电池材料、钴颜料蓄电池、电镀、陶瓷、搪瓷、釉彩以及用作催化剂、泡沫稳定剂、催干剂等
3	四氧化三钴		用于制造锂电池材料、电阻、色釉料、磁性材料及其他用途的氧化剂
4	电积铜		用于电气、轻工、机械制造、建筑工业、国防工业等

资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

本公司实际控制人、控股股东为罗洁、谢福标、吴阳红，三人直接、间接合计持有公司 50.64%的股份，罗洁担任董事长、总经理，谢福标担任董事、副总经理，吴阳红担任董事、副总经理。《共同控制协议》规定：罗洁、谢福标、吴阳红任一方向股东大会提案，均应事先与其他方协商一致。各方应在股东大会召开前，就审议事项进行协商并达成一致意见。如对重大事项不能协商一致，则均以罗洁的意见为准。公司股权集中，实际控制人股权占比较大，有利于公司稳定发展。

公司战略布局清晰，拥有六家全资子公司，各子公司分工明确。截至 2021 年 12 月，腾远钴业拥有上海腾远、摩通贸易、维克托、香港腾远、江西新美特五家一级子公司以及刚果腾远一家二级子公司，无参股子公司。上海腾远为母公司的信息与境内贸易平台，维克托为其国际贸易平台，江西新美特为去固体废循环利用平台。为了保障原材料供给，公司成立了子公司刚果腾远，同时摩通贸易为刚果腾远在国内的采购平台，香港腾远为投资刚果腾远的平台。刚果腾远向刚果当地贸易商和矿业公司采购铜钴矿，在刚果当地加工成电积铜和钴中间品。电积铜通过维克托在全球范围内直接销售，钴中间品运回国内后进一步加工制成硫酸钴和氯化钴成品。采购渠道的拓展进一步降低了公司采购成本及采购风险。

图 1：公司股权结构与子公司情况



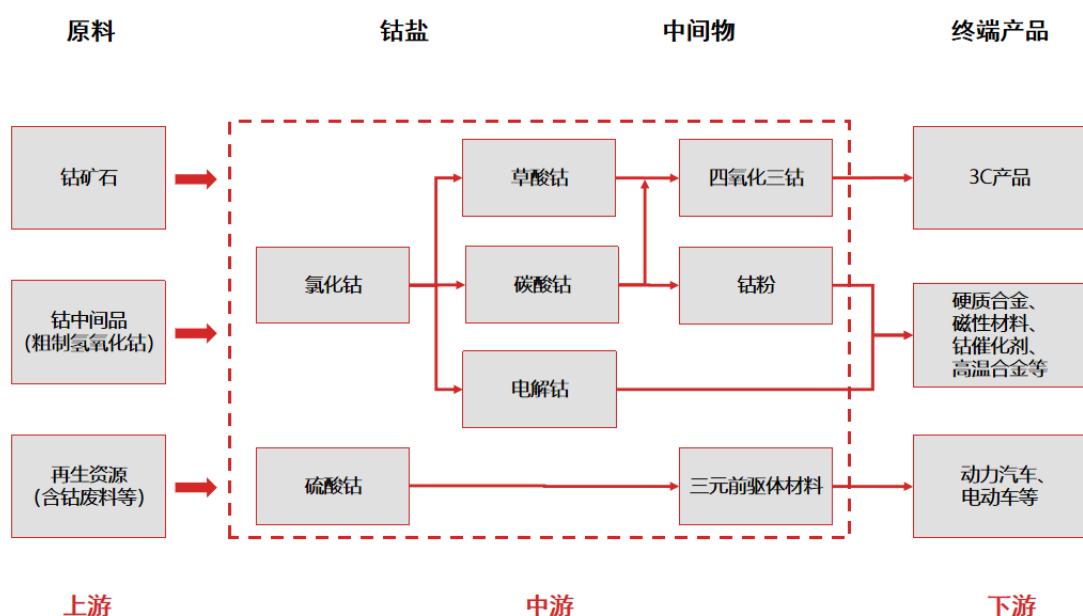
资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

2 新能源等下游领域的需求增长推动行业发展

2.1 钴行业：新能源领域助推产业高速发展

公司的核心产品为氯化钴、硫酸钴等钴产品，位于产业链中游。钴产品的原材料为钴矿石、钴中间品等。钴盐及中间物主要用于制造硬质合金、高温合金、钴催化剂等产品，动力汽车、电动车、3C 产品等领域，对于电子、通信、新能源等产业有着重要作用。

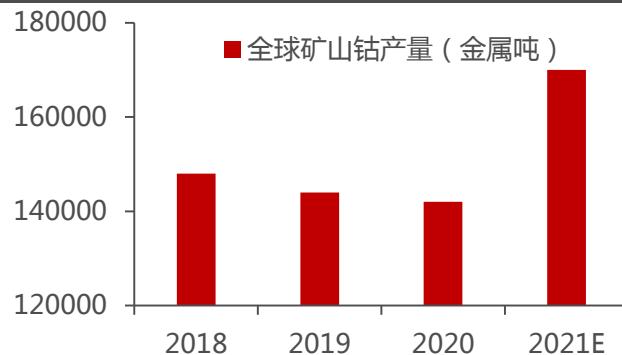
图 2：钴行业产业链图



资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

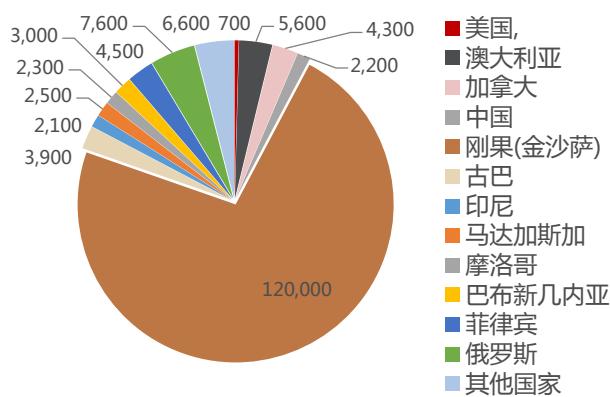
2.1.1 上游原材料供给呈现扩张趋势，市场集中度提升

钴行业的上游为钴矿石、钴中间品等原材料。钴最早的应用领域是着色剂，受益于锂电池等下游产业的快速发展，2000 年以来钴矿的产量迅速攀升，世界钴矿产量(金属量)由 2000 年 3.33 万吨增长至 2020 年的 14 万吨，年均增速 7.44%。据 USGS 统计，虽然 2018 年-2020 年世界钴产量略有下降，但是估计 2021 产量将同比提升 19.7% 至 17 万吨。

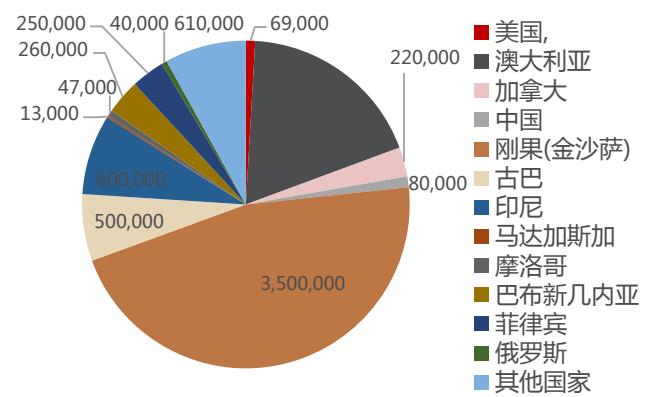
图 3 :世界钴产量


资料来源：USGS，民生证券研究院

世界钴资源分布不均，国内钴原材料依赖进口。2021 年全球探明钴矿储量约 759 万吨，按照 2020 年 16.5 万吨开采量估算，可开采年限约为 46 年。钴金属资源主要集中在刚果（金）、澳大利亚、古巴等地区。其中，刚果（金）储量 350 万吨，占据已探明储量的 46.12%。由于刚果（金）钴矿存量大、品位高，加之其局势自 2001 年以来显著改善，并在 2018 年底总统大选后顺利实现权力移交，刚果（金）成为目前钴矿产量最大、增速最快的国家，带动了全球钴产量的快速增长。我国钴矿分布地区较广，但钴资源仍相对匮乏，具体表现为储量小（2020 年储量为 8 万吨）、矿石品位低、贫矿多、伴生成矿多，2021 年我国钴产量为 2,200 吨，仅占世界总产量的 1.33%。但我国是全球钴冶炼大国，根据《中国钴业》季刊的数据，2020 年中国精炼钴产量为 10 万吨（不含逸豪优美科产量），约占全球精炼钴产量的 69.4%，钴资源主要依赖于从刚果（金）等国家进口。

图 4 : 2021 年世界钴产量 (吨)


资料来源：USGS，民生证券研究院

图 5 : 2021 年世界钴储量 (吨)


资料来源：USGS，民生证券研究院

2.1.2 受政策支持，钴行业快速发展

公司所处的钴精炼行业有着较高的行业壁垒，竞争较为激烈，看重企业综合实

力，当前行业产能正不断向优势企业集中。未来钴生产企业的市场竞争将是资源、技术、成本、资金、质量、品牌等综合实力的竞争，国内一些钴生产企业将会因无法适应行业竞争而被其他具备较强实力的企业收购兼并，或者被市场淘汰出局。我国的钴冶炼产能主要集中在华友钴业、金川科技、格林美、腾远钴业、寒锐钴业、佳纳能源等企业，2020年包括本公司在内的十家企业的钴冶炼总产能占我国总产能的78.5%，未来钴产能有望持续向大的生产企业集中。

表 2：钴精炼行业主要企业

公司名称	主营业务	业务规模
华友钴业	华友钴业主要从事新能源锂电材料和钴新材料产品的研发制造业务。华友钴业产业链涵盖①钴、镍、铜等有色金属的采、选和初加工；②锂电正极材料三元前驱体产品的研发、生产和销售；③钴新材料产品的深加工。其主要产品包括粗制氢氧化钴、电积铜、四氧化三钴、硫酸钴和锂电正极材料三元前驱体等。	2020年度，华友钴业钴产品产量33,364金属吨（含受托加工及自用）、铜产品产量98,633吨（含受托加工）。
格林美	格林美主要业务为废旧电池回收与动力电池材料制造、钴镍钨回收与硬质合金制造、电子废弃物循环利用与高值化利用等，生产销售钴粉体材料、新能源汽车用动力电池原料和电池材料等产品。	2020年度，格林美三元前驱体材料全年总出货量41,450吨，正极材料出货量7,000余吨，四氧化三钴出货量15,429吨。
寒锐钴业	寒锐钴业主要从事金属钴粉及其他钴产品的研发、生产和销售。寒锐钴业主要产品为钴粉、钴精矿、钴盐和电解铜。	2020年度，寒锐钴业钴产品产量6,327.71金属吨，铜产品产量27,308.86吨。
佳纳能源	佳纳能源为道氏技术（300409）控股子公司，主要从事钴、铜及三元前驱体等产品的研发、生产、销售，主要产品包括硫酸钴、碳酸钴、氯化钴和草酸钴等钴盐以及三元前驱体产品。	2020年度，佳纳能源钴盐、三元前驱体等产品产量合计为30,918.22实物吨。
金川集团	金川集团是特大型采、选、冶、化、深加工联合企业，主要生产镍、铜、钴、铂族贵金属及有色金属压延加工产品、化工产品、有色金属化学品、有色金属新材料等。其子公司金川科技是中国国内主要的金属钴、四氧化三钴、镍钴锰三元前驱体生产企业之一。	金川集团具备镍20万吨、铜100万吨、钴1万吨、铂族金属6000公斤、金30吨、银600吨、硒200吨和化工产品560万吨的生产能力。

资料来源：wind，民生证券研究院

钴精炼行业对于企业的资源获取、技术、资金等方面均有较高要求。企业需要不断在原材料、生产、研发等方面投入以扩大规模、革新技术从而保持竞争力。为了提高市场占有率与市场地位，获取规模效益，企业倾向于进一步开拓市场，不断扩大产能，同时向行业上下游延伸业务范围。

由于原材料成本占比高，要求钴产品生产企业有稳定的上游供应链。在钴产品的生产成本中，以铜钴矿为主要构成的直接材料成本占公司主营业务成本的90%左右，拥有稳定且低成本的原料是钴生产企业的核心竞争力之一。国内部分钴生产企业为了获取资源进入钴行业上游矿山领域，在拥有丰富钴矿资源的国家进行投资以获取矿石资源，并设立中间品加工基地，以获取完整产业链所带来的竞争优势。

此外，钴产品在技术研发上具有难度，企业对于生产过程中的能耗、成本以及污染的控制均有较高要求，需要不断投入研发以提高技术水平从而保持企业竞争力。企业在诸多方面的投入以及抵抗风险的要求都需要大量资金支持，对于企业的资本实力、融资渠道、资本结构等方面都有所要求。

表 3 : 钴精炼行业壁垒

壁垒分类	内容
技术壁垒	钴产品生产从产品质量、生产成本、节能环保等方面产生技术需求，企业为了提高竞争力、降低成本，不仅要掌握高质量的产品生产技术，同时也要具备制备生产设备、三废处理、资源化利用等技术。随着我国对环保越来越重视，环保标准显著提高，特别是 2017 年以来国家环保核查愈发严格，要求企业在生产过程达到环保标准，否则会由于不达标而被责令停产，或因环保成本过高而亏损。
资源获取壁垒	在钴产品的生产成本中，原材料成本占比较高。增强企业核心竞争力要求企业拥有稳定且低成本的原料，国内生产企业主要依靠从刚果（金）等国进口钴精矿或钴中间品，但议价能力不强，企业往往需要在拥有丰富钴矿资源的国家进行投资以获取矿石资源，并设立中间品加工基地，以获取完整产业链所带来的竞争优势。
规模化壁垒	随着钴行业市场集中度提高，大企业的规模效应将逐渐增强，为了提高市场占有率与市场地位，降低产品的平均成本，进一步开拓市场，行业内企业需要不断扩大产能，同时向行业上下游延伸业务范围，从而争取规模优势。
资金壁垒	钴精炼市场有着较大的发展潜力，企业需要不断扩大生产规模、拓宽业务范围、革新生产技术以保持竞争力，企业在扩大产能以及研发投入等方面都需要大量资金支持；此外，钴产品的销售、生产周期较长，需要更多流动资金以应对风险。资金的需求对于企业的资本实力、融资渠道、资本结构等方面都有所要求。
人才资源壁垒	钴行业未来发展将愈发看重企业综合实力，同时要求企业制定长远的战略规划，需要行业内企业拥有优秀的管理能力，培养专业化合理配置的人才队伍，从而为企业创造更大的发展空间。钴产品生产过程对于技术的有着较高要求，因此需要公司拥有稳定的技术人才，能够持续准确把握行业的发展动态，不断更新工艺技术细节，从而保持企业的技术优势。

资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

得益于国家政策的支持，钴行业正处于高速健康发展的阶段。针对公司所在的钴、铜金属行业以及下游的 3C 电子产品、新能源汽车、合金等终端领域，国家近年来分别从宏观、产业、企业、消费、市场、科技等多个方面作出政策指导，旨在推进相关产业的健康发展。相关行业在政策引导下的快速发展，对于公司的主营业务起到了积极影响。下游产业链的扩张刺激了上游材料的需求，带动锂电及其上游行业的快速发展，为钴盐等业务的持续快速发展提供了广阔的发展空间。

表 4 : 影响钴行业的相关政策

日期	部门	政策	主要内容
2020.10	国务院办公厅	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	经过 15 年的持续努力，我国新能源汽车核心技术达到国际先进水平，质量品牌具备较强国际竞争力。纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用，充换电服务网络便捷高效，氢燃料供给体系建设稳步推进，有效促进节能减排水平和社会运行效率的提升。
2020.3	工业和信息化部	关于推动 5G 加快发展的通知	培育新型消费模式。鼓励基础电信企业通过套餐升级优惠、信用购机等举措，促进 5G 终端消费，加快用户向 5G 迁移。推广 5G+VR/AR、赛事直播、游戏娱乐、虚拟购物等应用，促进新型信息消费。
2020.3	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	信息、新能源有色金属新材料生产领域的“高容量长寿命二次电池电极材料”、“锂离子电池用三元和多元、磷酸铁锂等正极材料”、“高温合金”、“硬质合金”属于鼓励类范围。

2019.6	国家发改委、生态环境部、商务部	关于印发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案（2019-2020）》的通知	牢牢把握新一轮产业变革大趋势，大力推动汽车产业电动化、智能化、绿色化，积极发展绿色智能家电，加快推进5G手机商业应用，努力增强新产品供给保障能力。鼓励新能源汽车和5G手机消费。
2018.9	国务院办公厅	关于印发完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）的通知	促进汽车消费优化升级，继续实施新能源汽车车辆购置税优惠政策，完善新能源汽车积分管理制度，落实双积分并行管理办法，研究建立碳配额交易制度。进一步扩大和升级信息消费。加快推进5G技术商用，支持企业加大技术研发投入，突破核心技术，带动产品创新，提升智能手机、计算机等产品中高端供给体系质量。支持可穿戴设备、无人机、智能服务机器人等产品创新和产业化升级。利用物联网、大数据、云计算、人工智能等技术推动各类应用电子产品智能化升级。
2017.7	工业和信息化部	重点新材料首批次应用示范指导目录（2017年版）	镍钴锰酸锂三元材料被列入重点新材料首批次应用示范指导目录
2016.10	工业和信息化部	《有色金属工业发展规划（2016-2020年）》	对于有色金属工业加大财税金融支持，“充分利用现有专项资金渠道，并鼓励地方政府和社会资本加大投入，加快有色金属工业转型升级”。提出“航空铝材、电子材料、动力电池材料、高性能硬质合金等精深加工产品综合保障能力超过70%，基本满足高端装备、新一代信息技术等需求。”
2016.08	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	提出在新材料领域，“围绕重点基础产业、战略性新兴产业和国防建设对新材料的重大需求，加快新材料技术突破和应用。发展先进结构材料技术，重点是高温合金、高品质特殊钢、先进轻合金、特种工程塑料、高性能纤维及复合材料、特种玻璃与陶瓷等技术及应用”。
2016.03	全国人民代表大会	《中国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	提出在强化科技创新引领作用方面，“加快突破新一代信息通信、新能源、新材料、航空航天、生物医药、智能制造等领域核心技术”。

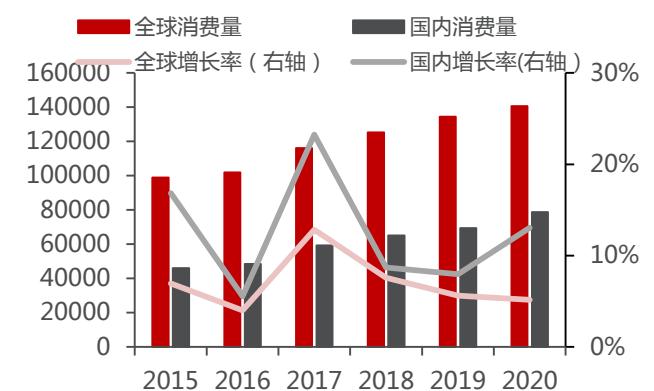
资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

2.1.3 受电子新能源等行业发展驱动，钴产品下游增长迅速

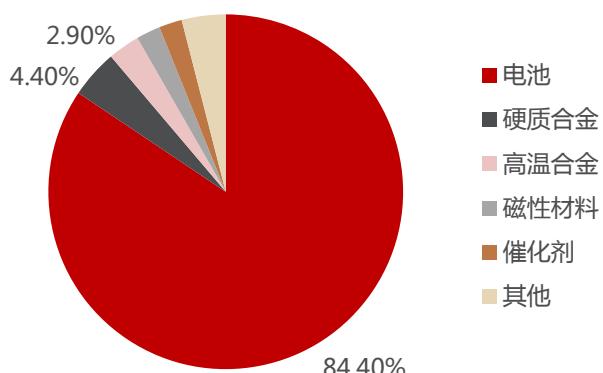
随着5G与新能源汽车快速发展，钴产品的终端产品市场逐渐开阔，需求增长迅速。钴产品下游领域主要有电池、硬质合金、高温合金等，未来随着全球移动电子产品、新一代电动汽车的销售增长，对钴的需求量将进一步增长。2020年全球钴消费为14.1万吨，电池应用为9.7万吨，占全球钴应用的68.8%，而我国的钴消费中电池占比高达84.40%，为钴需求增长的主要驱动力。受下游锂电池及合金行业的带动，以及冶炼、深加工产能向中国集中的影响，我国钴消费量呈快速上升的态势，在2015年至2020年期间，我国钴消费量从2015年的4.53万吨增长到2020年的7.8万吨，复合年增长率达11.46%，增速明显高于世界增速(5%)。

自21世纪以来，钴行业向亚洲集中，并伴随着下游需求领域拓展，我国企业将拥有更多机遇。2002年后，亚洲的需求激增，与此同时，美国及西欧的需求一

直保持稳定，该变化主要是由于产业转移所导致。在重心转移以及下游需求增大的背景下，为提升产品附加值，越来越多的钴生产企业选择了继续延伸产业链，向下游扩张。对钴生产企业来说，电池材料是前景较好的切入领域。以华友钴业为代表的钴行业优秀企业都积极转向三元电池材料领域，以增加产品种类多样性、提高产品差异化程度，获取更多优势。

图 6：全球与中国钴消费量（吨）


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 7：中国钴消费结构 (2020 年)


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

表 5：钴产品主要应用领域

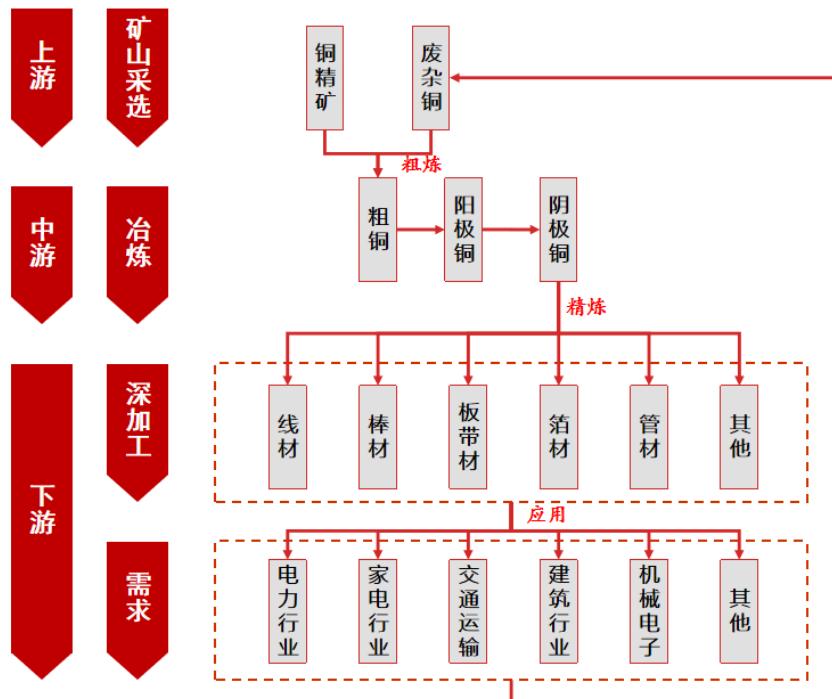
应用领域	说明
电池材料	目前市场主流的充电电池为锂离子电池（一般统称为锂电池），这类充电电池在手机、笔记本电脑、数码电子产品（3C类产品）及电动摩托车、电动汽车领域上等得到广泛应用，随着技术的进一步发展以及国家政策支持，有望在电动汽车领域得到进一步推广。按下游产品的不同，锂离子电池一般可分为3C类锂电池和动力锂电池。这两者的区别在于：锂离子电池的正极材料在3C类产品上主要以钴酸锂为主；在电动汽车上主要以三元材料（钴镍锰聚合物、钴镍铝聚合物）、磷酸铁锂等为主。
高温合金	在钢中添加钴可以增强耐磨强度和高温性能，广泛应用于喷气发动机、火箭、燃气轮机的耐热、耐磨部件。
硬质合金	钴是硬质合金的重要原材料之一，其与钨构成的硬质合金硬度比工具钢高几倍。主要应用于切削刀具、钻头等。
色釉料	主要作为玻璃、陶瓷、搪瓷的着色剂和粘结剂。
磁性材料	在永久磁铁中加入钴可提高磁饱和度和磁场强度，同时可显著提高永久磁铁的居里温度，因此钴也成为生产永久磁性材料的重要原料。
化工行业	钴主要应用于PTA催化剂、石油催化剂、天然气液化催化剂等领域。
其他行业	钴在油漆干燥剂、轮胎粘结剂、医药中间体和饲料添加剂等领域也有广泛的应用。

资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

2.2 铜行业：传统产业在新驱动力下持续发展

公司的另一主要产品为铜产品，铜应用于电子电气、机械制造、国防、建筑材料等领域，是应用范围最广的金属之一。铜产业链包括上游铜矿的采选、中游铜的冶炼（矿山和铜废料回收）、下游的深加工，最后各类铜材再应用于终端消费领域。近年来，随着我国强化节能减排，推行绿色制造，发展循环经济，越来越多的铜废料、再生铜也逐渐成为生产精铜的原料。

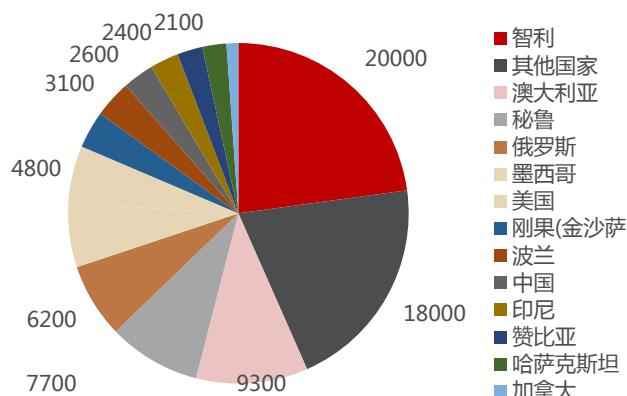
图 7 : 铜行业产业链图



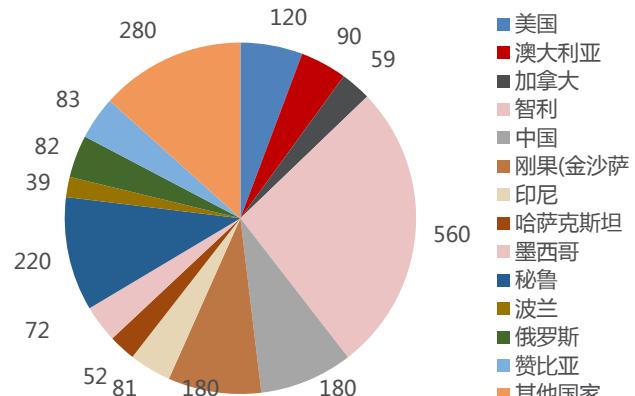
资料来源：商业新知，民生证券研究院

2.2.1 上游铜矿储量丰富，铜矿产量波动上升

铜产品上游为铜矿，全球铜资源储量总体较为丰富。截至 2021 年，全球可开采铜矿资源储量约 8.8 亿吨。全球铜资源分布相对集中，其中智利是全球铜储量最多的国家，储量占全球的 22.73%，中国 2021 年铜储量为 2600 万吨，占全球的 2.95%。2021 年全球矿山铜产量约为 280 万吨，其中智利是最大生产国，产量为 560 万吨，占总量的 26.67%；我国的产量为 180 万吨，占比为 8.57%。按照 21 年的产量计算，中国的铜矿资源预计可开采年限约 14 年，低于世界平均水平（42 年），并且与世界平均水平相比，我国铜资源在矿床规模、矿石品位和开采难度方面处于劣势。

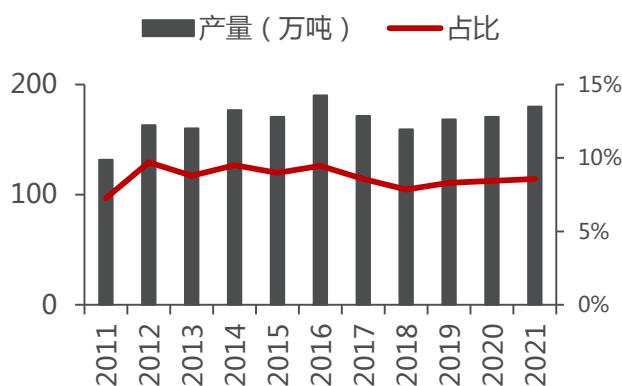
图 8 : 2021 年世界铜储量 (万吨)


资料来源：腾远钴业招股书，民生证券研究院

图 9 : 2021 年世界铜矿产量 (万吨)


资料来源：腾远钴业招股书，民生证券研究院

2011 至 2021 年 , 我国矿山铜产量呈波动上升趋势。 2011 至 2016 年 , 我国铜矿生产经历了快速发展 ,2016 年产量达 190.00 万吨 , 年化增长率 7.72% ； 2017 年至 2020 年 , 受我国铜矿供应限制 , 我国铜矿产量有所下降 ,2021 年产量为 180 万吨 , 占全球总量 8.57% 。

图 10 : 2011-2021 中国铜矿产量及全球占比


资料来源：USGS，民生证券研究院

2.2.2 精炼铜产业重心持续向中国转移，政策指导生产趋向智能化

世界精炼铜产量逐年增长 , 我国精炼铜产量占比逐年上升 , 为世界第一大生产国。精炼铜由于应用范围广泛 , 下游行业发展迅速 , 其全球产销量逐年攀升。根据智利国家铜业委员会的统计数据 , 全球精炼铜产量由 2011 年的 1,959.45 万吨上升至 2019 年的 2,361.89 万吨 , 根据国际铜业研究组织的统计数据 , 2020 年全球精炼铜产量为 2,445.40 万吨 , 年化增长率 2.49% 。其中的主要供应国为中国、智利、日本、美国及俄罗斯 , 合计占全球供应量 66.67% 。 2020 年我国精炼铜产

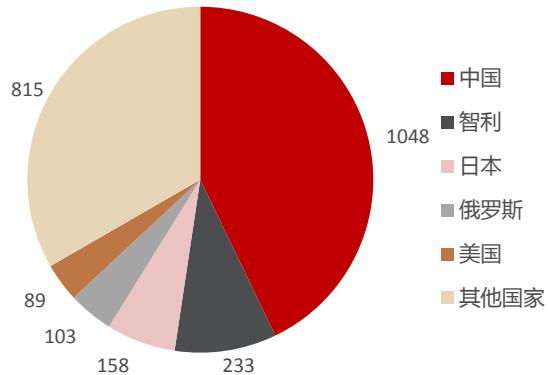
量为 1,047.87 万吨，占全球比例 42.85%，为世界第一大精炼铜生产国。2011 年至 2020 年，全球精炼铜产量逐年增长，此期间我国保持全球第一大精炼铜生产国地位，产量占比由 2011 年的 27% 增长至 2020 年的 43%，世界精炼铜产业重心呈现出持续向中国转移的趋势，有利于我国精炼铜行业的发展。

图 11：2011-2020 中国精炼铜产量及全球占比



资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 12：2020 年全球主要精炼铜生产国产量情况 (万吨)



资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

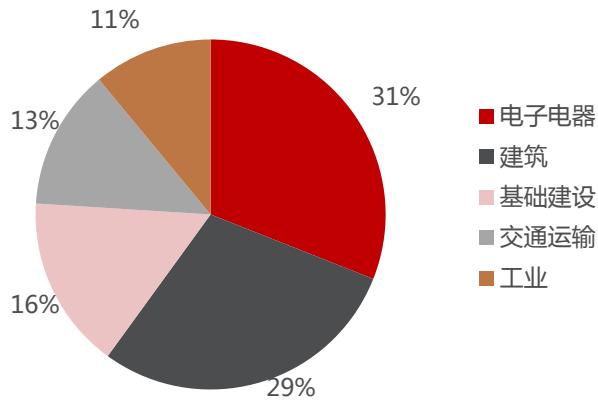
我国铜冶炼产业正不断升级，趋于智能化。随着我国铜冶炼行业的持续增长，其技术不断优化，对于铜冶炼的质量要求也日趋严格，我国铜冶炼过程中能耗逐渐下降。中国有色金属工业协会数据显示，2020 年我国铜冶炼总回收率 98.7%，同比提高 0.2 个百分点，铜冶炼综合能耗 213.6 千克标煤/吨，同比下降 5.5%。2020 年 4 月 28 日，工信部、国家发改委和自然资源部联合发布《有色金属行业智能冶炼工厂建设指南（试行）》要求推进工业互联网、大数据、人工智能、5G 等前沿技术在有色冶炼工厂的应用，建成有色金属智能冶炼工厂，促进企业转型升级，提升企业的综合竞争力和可持续发展能力。未来，智能化、绿色化将是我国铜冶炼的发展趋势。

2.2.3 新能源领域的应用成为铜需求的新增长点

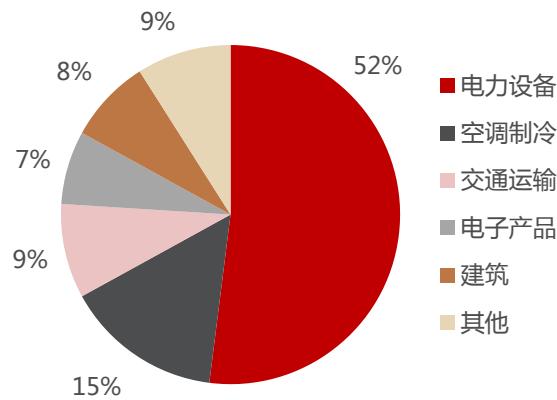
我国铜下游应用领域广泛，新能源领域拉动铜需求增长，铜消费量持续上升。铜作为重要的传统材料，被广泛地应用于电子电器、建筑、基建等领域。根据国际铜业研究组织的统计数据，2020 年全球精铜消费量 2,497.20 万吨，其中中国精铜消费量 1,422.95 万吨，全球占比 56.98%，成为全球最大的精铜消费国。2020 年全球铜产品的最大消费领域为电子电器行业，占比约 31%，其次为建筑行业，占比 29%，基础设施建设和交通运输等。随着新能源产业的发展，作为电动机、电线的主要原材料的铜的需求量将持续增加。2018 年，铜在新能源发电领域的消费量约 257 万吨，同比增长 36%。2020 年全球新能源领域铜消费量预计可达 400 万吨，约占全球铜消费量的 15%。随着铜在传统领域应用逐渐饱和，高速发展的新能源产业将为铜的需求带来新的增长点。

图 13 : 全球精炼铜消费情况及中国精炼铜消费占比


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 14 : 2020 年全球精炼铜消费结构


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 15 : 2020 年中国精炼铜消费结构


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

3 公司上游渠道稳定，客户优质，盈利能力优秀

3.1 公司经营业绩良好，盈利上升

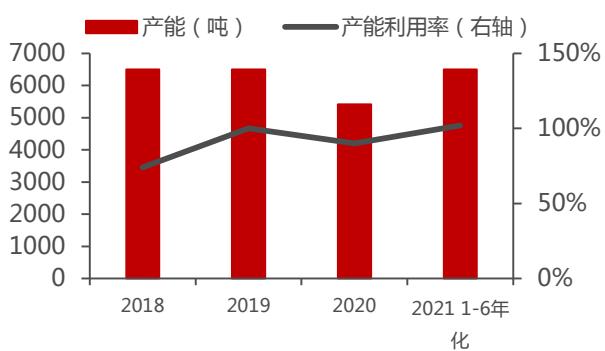
3.1.1 公司产能增长，产能利用情况较好

公司钴产品产能情况较为稳定，产能利用率水平整体保持较高水平。2018年、2019年公司钴产品年产能均为6,500吨；2020年9月公司本部启动搬迁工作，2020年11月新厂区开始试生产，其间停产约2个月，公司本部新厂区年产能为6,500吨，因此，2020年度公司钴产品产能约为5,416吨；2021年1-6月产能恢复为3,250吨。公司2019-2021年H1钴产品产能利用率为100%/90%/102%，总体保持较高水平。2018年公司钴产品产能利用率较低主要由于钴价下跌以及购入的一批浸出率较低的硫化钴精矿；2020年产能利用率较低主要由于公共卫生事

件以及公司搬迁的影响。

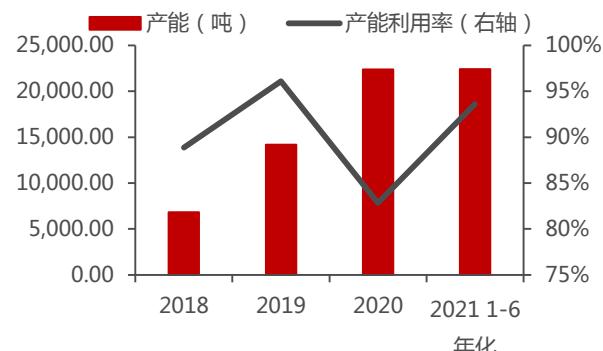
公司铜产品产能逐年增长，产能利用率整体保持较高水平。公司 2018-2021 年铜产品总产能为 6,839/14,173/22,379/22408 吨，产能利用率为 89%/96%/83%/94%，总体保持较高水平。1) 公司本部：2017 年 1 月以来，公司本部电积铜年产能均为 3,173 吨。2020 年 9 月公司本部启动搬迁工作，2021 年 1 月初电积铜车间开始试生产，年产能为 2,408 吨。2) 刚果腾远：子公司刚果腾远自 2018 年 6 月起投产，设计年产能为 5,000 吨，2018 年 10 月升级改造后年产能上升为 8,000 吨，2019 年 10 月，二期项目投产后年产能上升至 20,000 吨，三期项目于 2020 年 5 月开工建设，建成后其电积铜产能将扩大至 6 万吨/年。2018 年产能利用率较低主要由于刚果腾远刚刚投产，产能未完全释放；2020 年产能利用率较低主要受刚果腾远生产进度影响，以及公司钴原材料中的铜金属含量降低。

图 16：钴产品产能和产能利用率



资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 17：铜产品产能和产能利用率



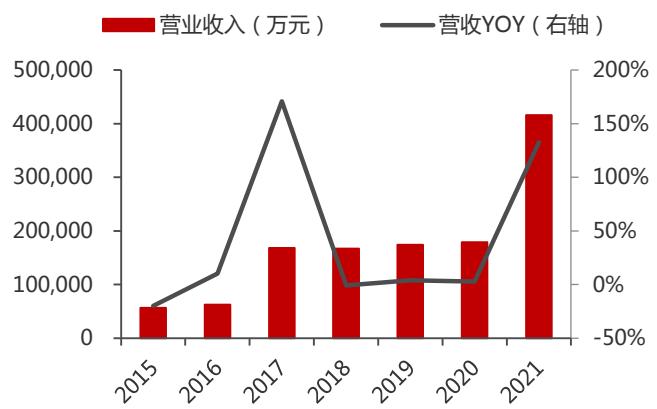
资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

3.1.2 公司营业收入平稳增长

2018-2021 年公司营业收入由 16.71 亿元增长至 41.58 亿元。公司主营业务收入主要来自钴产品、铜产品。其中，钴产品主要包括氯化钴、硫酸钴和四氧化三钴，铜产品为电积铜，其他产品主要为受托加工费收入。1) 钴产品：2018-2021 年钴产品销售收入分别由 12.66 亿元增长至 27.27 亿元，2018 年-2021 年占主营业务收入的比例分别为 81.58%、62.97%、56.95% 以及 65.60%，为公司最主要的收入来源。2018-2020 年，受到钴价格回落的影响，钴产品价格一度在低位徘徊，公司适当降低了钴产品产量，导致钴产品收入减少。2021 年，新能源汽车产业的快速发展带动下游对钴盐产品的需求增加，公司钴产品销售单价回升，且销量增加，钴产品销售收入大幅增长。2) 铜产品：2018-2021 年，铜产品销售收入分别为 22,534.29 万元/56,713.33 万元/74,335.14 万元/126,416.54 万元，占主营业务收入的比例分别为 14.52%、34.02%、42.68% 以及 30.41%，由于刚果腾远的投建及产能逐步释放，以及铜产品市场需求较为旺盛，此期间铜产品销售收入稳

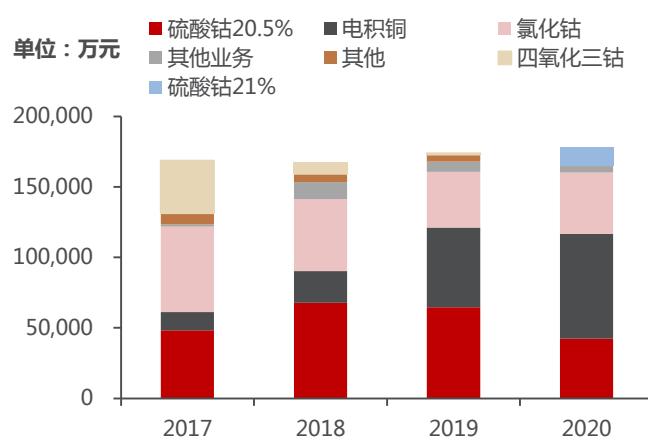
定增长。

图 18 : 主营业务收入



资料来源 : wind , 民生证券研究院

图 19 : 主营业务收入占比 (分产品)



资料来源 : wind , 民生证券研究院

3.1.3 公司盈利呈现上升趋势

公司拥有稳定可靠的上游供应链，降低了原材料采购成本与风险，为其持续盈利创造空间。1)公司设立了刚果腾远作为其矿石原料采购基地和产品初加工基地，充分利用了刚果的人工成本红利、价格较低的低品位原料、降低运费成本进而为国内制造平台提供具有低成本竞争优势、稳定可靠的原料保障。2)公司与大型供货商保持稳定的合作关系，保障了成本的可控性。到 2021 年上半年公司采购的原材料为钴中间品与铜钴矿，不再采购钴精矿与伴生铜。钴中间品的供应商主要为大宗商品贸易商，除 2020 年以来新增 TelfAG 及 NEW SPREAD TRADING LIMITED 外，其他主要供应商相对稳定。铜钴矿主要向中国自然人供应商采购，其供应主要受自然人供应商从事铜钴矿业务情况的影响，但与其他公司供应商相比拥有一定的价格优势。

表 6 : 公司原材料主要供应商 (2021 年 1-6 月)

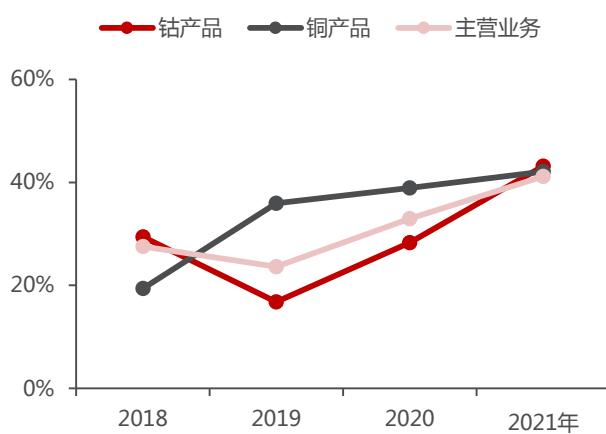
序号	铜钴矿	钴中间品
1	洗煜耿	NEW SPREAD TRADING LIMITED
2	蒋铭	TelfAG
3	金呈成	中铁资源
4	崔兵	VINMETALS YNTERGIES FZCO
5	方俊荣	-

资料来源 : 腾远钴业招股说明书 , 民生证券研究院

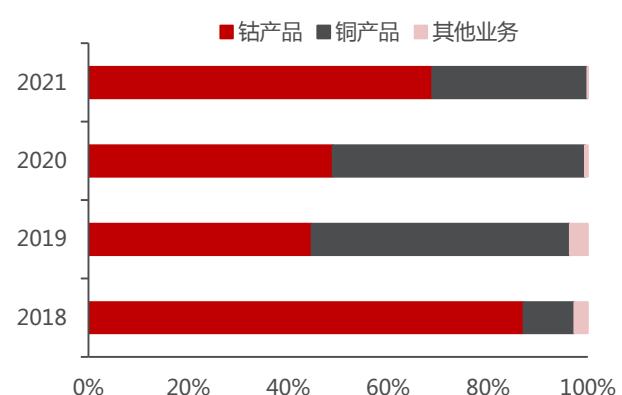
2020 年以来钴产品价格回升，2021 年公司主营业务毛利率上涨至 41.17%。

公司 2018-2021 年度主营业务毛利率分别为 27.55%/23.64%/32.93%/41.17% ，出现了较大的波动，主要是由于钴、铜产品的市场价格波动，导致公司产品单价、

利润在该期间均受此影响而波动。2020 年以来，下游行业需求旺盛，钴、铜产品售价增加较多，但由于钴产品成本增加滞后于售价增加，钴产品毛利率增加较多，2021 年公司主营业务毛利率达到了 41.17%，同时钴产品毛利润占总毛利润比重上升至 68.09%。

图 20：公司主营业务毛利率情况


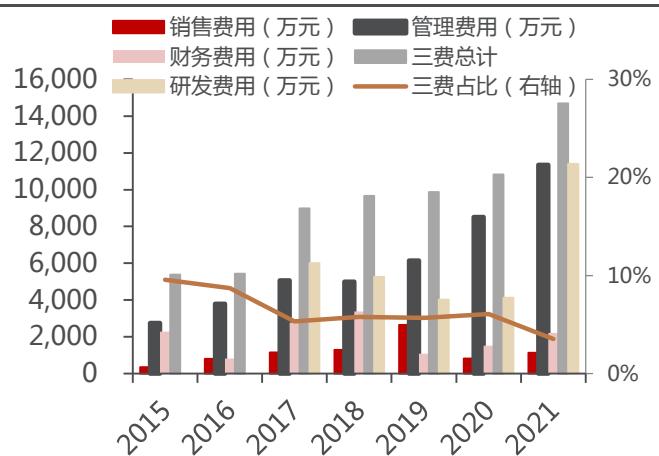
资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 21：主营业务毛利润贡献百分比


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

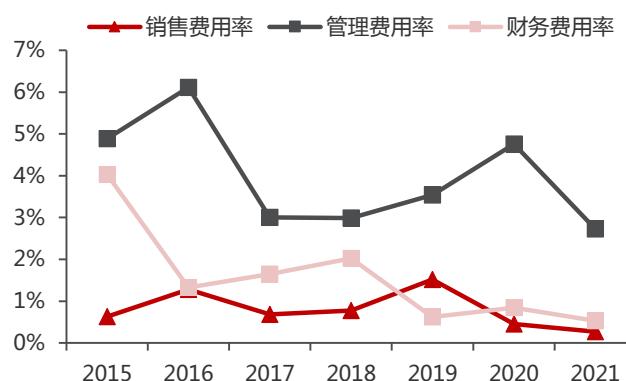
期间费用情况 :2015-2021 年 , 公司三费占比较为稳定 , 研发费用增长明显。

1) 销售费用：2021 年销售费用率为 0.3%。2020 年为 0.45%，相比于 2019 年的 1.52% 有明显的降低，主要由运杂费重分类至营业成本所致，2020 年及以后的销售费用以职工薪酬为主。近三年职工薪酬占比为 0.10%/0.14%/0.22%，呈现出逐年增加的趋势。由于公司全部采用直销模式进行销售，下游客户多为行业内知名大型企业或世界 500 强企业，销售相对集中，需要的专门销售人员数量较少，因此销售费用较低。**2) 管理费用**：公司管理费用主要由职工薪酬、服务费、折旧摊销、保险费、环保和资源费等构成，2020 年度管理费率 4.76% 较 2019 年的 3.54% 有所上涨，一方面由于业绩较好，职工薪酬较多，另一方面由于新厂建成，计提折旧等增加。而搬迁完成后，2021 年的管理费率同比降低至 2.7%。**3) 财务费用**：公司财务费主要由利息支出、承兑汇票贴息支出以及汇兑损益构成，2021 年公司财务费用率为 0.5%。2015 年至 2020 年公司财务费率由 4% 降至 0.8%，财务费用减少，主要由于公司在资金相对充裕的情况下提前偿还借款，减少了利息支出，以及将闲置营运资金购买银行理财产品产生利息。**4) 研发费用**：公司研发投入稳健，重视自主创新。公司 2017-2021 年的研发费用分别为 6006 万元/5262 万元/4025 万元/4134 万元/11399.6 万元。公司始终重视技术研发工作，已将其列入具体发展目标当中，随着钴行业的快速发展和公司未来产品种类的增加，公司的技术开发需求将不断扩大，未来可能会增大研发方面的投入。

图 22：公司期间费用情况


资料来源：wind，民生证券研究院

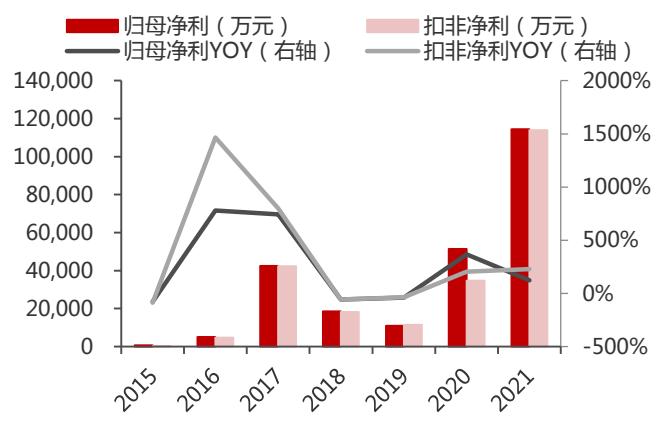
注：2017 年及以前的研发费用包含在管理费用内

图 23：销售、管理、财务费用率


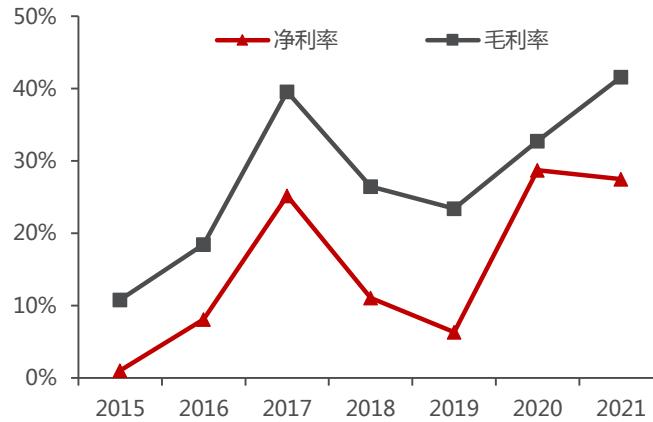
资料来源：wind，民生证券研究院

公司归母净利润波动后上升，2021 年公司归母净利润为 11.44 亿元，净利率

为 27.51%。伴随公司 2018-2019 年主营业务毛利的下降以及 2020 年来的上升，公司归母净利润呈现出同样的下降后上升的趋势。公司 2018 至 2020 年度合并报表归母净利润分别为 18,524 万元、11,014 万元、51319 万元，净利润率分别为 11.08%、6.33%、28.72%，扣除非经常性损益后的归母净利为 18213 万元、11377 万元、34753 万元。2020 年以来随着销售额的快速增长，以及费用水平基本维持稳定，归母净利润得以实现大幅上升。

图 24：归母净利润与扣非净利润情况


资料来源：wind，民生证券研究院

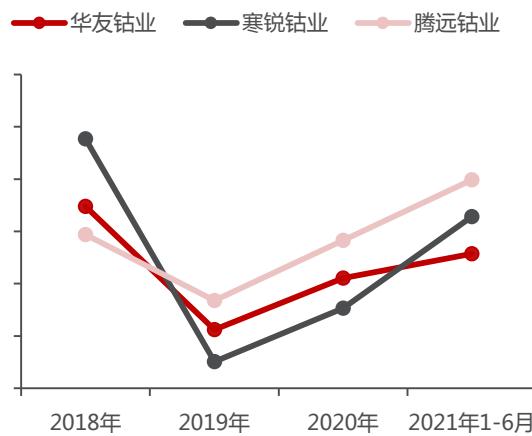
图 25：净利率与毛利率对比


资料来源：wind，民生证券研究院

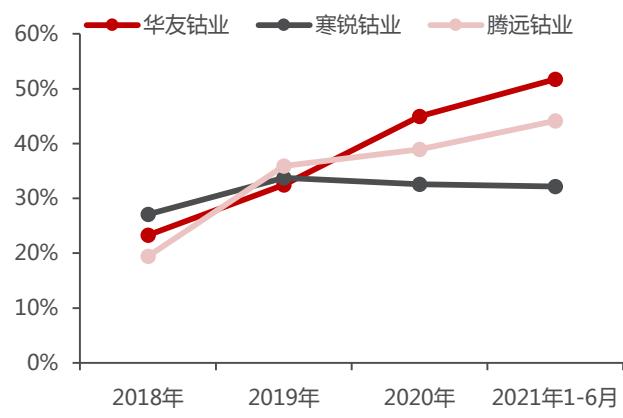
3.2 公司毛利率处于行业较高水平

公司毛利率与同行业公司相比整体处于较高水平。受经济周期、供需情况等因素影响，公司主营业务毛利率的变动方向与同行业可比公司主营业务毛利率的变

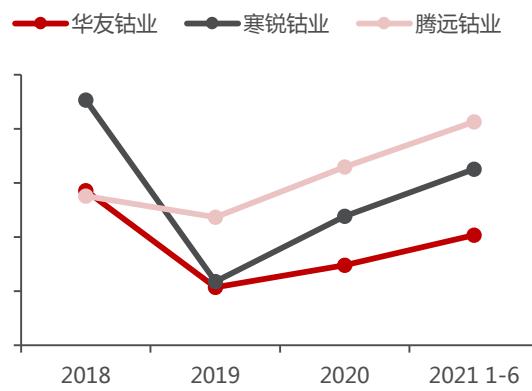
动方向一致，公司的产品价格与同行业公司接近，不存在重大差异。公司钴产品的毛利率与同行业可比公司有一定差异，主要由每家公司钴产品类别有所差异所致。公司尚未涉足可比公司经营范围内的钴粉、电钴、钴精矿、碳酸钴和草酸钴等产品，故钴产品毛利率与可比公司有所不同。公司 2018 年钴产品毛利率较低主要由于钴矿石原材料成本较高，2019 年以来公司钴产品毛利率高于可比公司，主要由于钴价格逐渐企稳以及刚果腾远向其提供的原材料降低了其采购成本。2019 年以来公司铜产品毛利率大幅上升，逐渐与可比公司趋于一致，主要由于刚果腾远产能逐步释放，规模效应显现，公司铜产品毛利率高于同行业可比公司寒锐钴业而低于华友钴业。

图 26：同行业可比公司钴产品毛利率情况


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 27：同行业可比公司铜产品毛利率情况


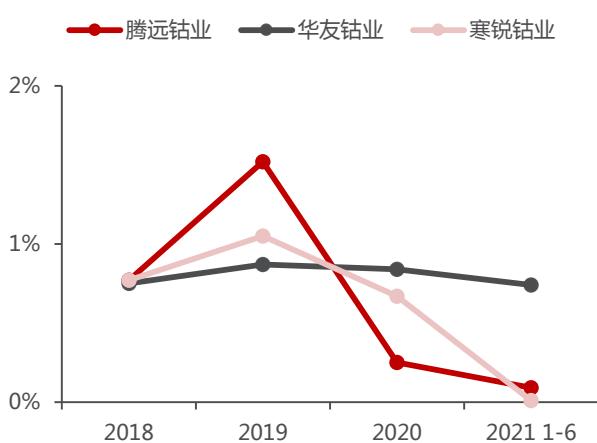
资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 28：同行业可比公司总相关业务毛利率情况


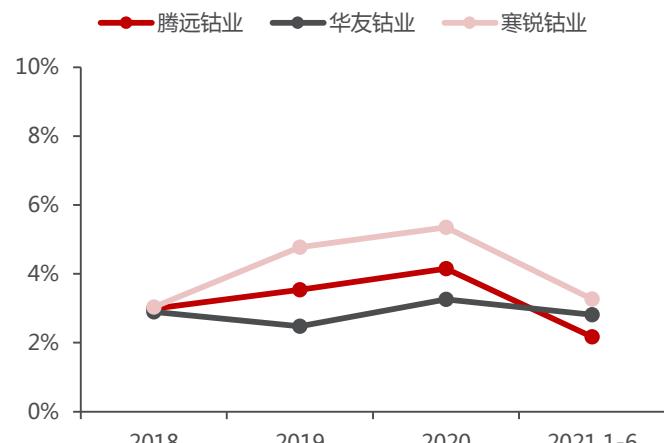
资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

公司销售费用率、管理费用率与同行业可比公司相近。2018 年公司销售费用占营业收入比与同行业上市公司相近；2019 年公司销售费用率略高于同行业上市公司，主要由于刚果腾远铜产品产能释放后，刚果腾远境外销售铜产品较多导致出

口检测和清关服务费等运杂费增加较多；2020 年低于同行业可比公司，主要由于公司根据新收入准则运杂费重分类至营业成本；2021 年 1-6 月公司销售费用（扣除股份支付影响）占营业收入比例与寒锐钴业相近，低于华友钴业，主要是华友钴业销售费用中运杂费金额较大，而公司及寒锐钴业根据新收入准则将运杂费重分类至营业成本。公司管理费用占营业收入比例基本保持稳定，与同行业可比公司相近。

图 29：同行业可比公司销售费用率


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

图 30：同行业可比公司管理费用率


资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

3.3 公司拥有良好的市场口碑，优质客户资源

腾远钴业是一家以创新为核心竞争力的企业，拥有雄厚的研发实力与先进的生产技术。公司建立了较为全面的研发体系，积极开展知名高校、科研院所的研发合作，主要核心技术人员均具有逾 30 年的冶金行业研发及企业管理经验。经过十余年的研发和技术积累，截至 2022 年 2 月公司掌握了从产品制造、提质降本、生产设备制备到三废处理及资源化利用等全生产链条的核心技术 21 项，并拥有 28 项专利（8 项发明专利、20 项实用新型专利）。得益于高品质中间品制备技术，公司在生产过程中大大提高中间品品质，压缩钴中间品的实物量，从而减少长距离运输的成本，也减少了后续冶炼废弃物的产生。公司在钴产品的湿法冶炼上也具备较强的技术优势、工艺优势和成本优势，是国内少有的能自主规划、设计，并制造湿法冶炼生产线主要生产设备的钴盐生产商。公司两大核心产品氯化钴和硫酸钴采用的高纯化技术，突破传统工艺解决钴产品中的杂质去除难题，尤其是影响硫酸钴晶体质量的 Ca、Mg 等杂质。具体来说，采用结晶母液作为反萃剂深度净化工艺，解决母液净化杂质去除难题，尤其是生产过程中的杂质富集问题；采用硫酸钴除去磁性异物工艺，公司设计的除磁管道保证产品磁性异物低于行业标准。

表 7：公司核心技术及其来源

序号	涉及领域	主要核心产品/技术名称	技术来源	在主要产品中的应用	技术保护状态
1	产品生产核心技术	高纯硫酸钴制备技术	集成创新	硫酸钴	专有技术保密
2		高纯氯化钴制备技术	集成创新	氯化钴	专有技术保密
3		电池级四氧化三钴制备技术	集成创新	四氧化三钴	专有技术保密
4		钴溶液深度净化技术	自主研发、原始创新	氯化钴、硫酸钴	专有技术保密
5		锰废液生产硫酸锰技术	自主研发、原始创新	硫酸锰	专利保护
6		四氧化三钴合成技术	自主研发、原始创新	四氧化三钴	专利保护
7		低温烘干技术	自主研发、原始创新	氯化钴、硫酸钴	专有技术保密
8	提质增效核心技术	常温浸出净化技术	自主研发、原始创新	浸出工序	专有技术保密
9		铜钴矿两浸两萃与铜电积相结合技术	自主研发、原始创新	电积铜	专有技术保密
10		球磨浸出技术	自主研发、原始创新	浸出工序	专有技术保密
11		硫化沉钴技术	自主研发、原始创新	钴中间品	专有技术保密
12		硫化铜钴矿焙烧技术	自主研发、原始创新	钴矿加工	专利保护
13		络合沉钴技术	自主研发、原始创新	钴中间品	专有技术保密
14		多样性钴资源回收利用技术	自主研发、原始创新	钴产品	专有技术保密
15	生产设备制备核心技术	自动化智能化生产线制备技术	自主研发、原始创新	各类产品通用	专有技术保密
16		钴矿制样回收装置制备技术	自主研发、原始创新	浸出工序	专利保护
17		尾矿污泥脱水设备制备技术	自主研发、原始创新	钴矿浸出工序	专利保护
18	三废处理及资源化利用核心技术	萃取除 Ca、Mg 技术	自主研发、原始创新	钴萃取	专有技术保密
19		石灰乳法提取硫酸镍废水中氨技术	自主研发、原始创新	环保处理	专利保护
20		钴冶炼渣资源化技术	自主研发、原始创新	环保处理	专有技术保密
21		石膏渣资源化技术	自主研发、原始创新	资源再回收	专利保护

资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

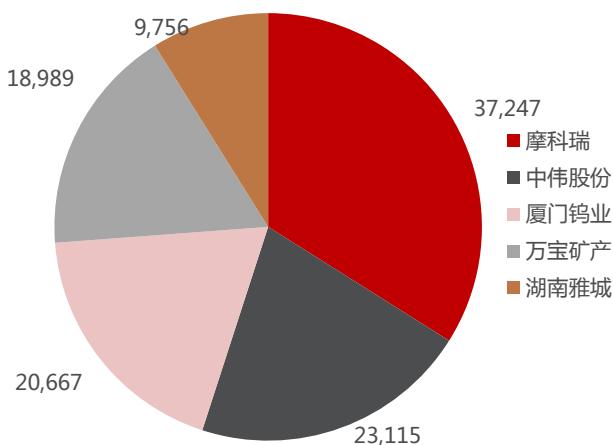
公司在资源获取方面有独特的优势。在钴产品的生产成本中，原材料成本占比较高，以铜钴矿为主要构成的直接材料成本占本公司主营业务成本的 90%左右。拥有稳定且低成本的原料是钴生产企业核心竞争力之一。为增强原料供应保障能力、降低原材料采购价格波动风险，公司在刚果（金）设立刚果腾远，作为公司在刚果（金）的矿石原料采购基地和产品初加工基地，刚果腾远保障了公司的原料供应、降低原材料采购价格波动风险，充分利用当地人工成本红利与价格较低的低品位原料，降低了运费成本，为公司争取了极大竞争优势。同时，公司利用自行研发的“多样性钴资源回收利用技术”等一系列核心技术，高效、低成本地处理各种含钴原料，对于品位低、伴生金属复杂的矿石也能做到“来者通吃”，大大增加了原料来源的多样性。

公司高度重视建立良好的市场口碑。公司始终围绕“百年腾远，品质领先”的质量方针，不断完善健全公司质量与管理体系，坚持过程全面质量管理，对一切与产品质量有关的因素进行系统分析和控制，确保为客户提供质量优异的产品。优质的产品质量和良好的市场口碑，吸引了众多优质客户，公司现有客户群体涵盖了下游三元前驱体领域中大部分主要知名企业。

公司拥有优质的客户资源。凭借过硬的工艺技术，公司生产的氯化钴和硫酸钴产品质量优于国家标准和行业标准，赢得了当升科技、中伟股份、厦门钨业、格林美、杉杉股份、金川科技、寒锐钴业等众多行业内知名企业的认可，并建立了长期

紧密的合作关系。2020 年度公司前五大客户分别为摩科瑞、中伟股份、厦门钨业、万宝矿产和湖南雅城，公司与前五大客户销售往来共占全年销售总额的 61.43%。

图 31：2020 年度公司前五大客户销售金额（万元）



资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

4 募投项目：提升产能，丰富产品种类，增加竞争力

公司拟向社会公众公开公司人民币普通股（A 股）3,148.69 万股，占发行后总股本的 25%，实际募集资金扣除发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的年产 2 万吨钴、1 万吨镍金属量系列产品异地智能化技术改造升级及原辅材料配套生产项目（二期），以及补充流动资金。

募投项目投产后，公司将新增钴产能 1.35 万吨（金属量）、镍产能 1 万吨（金属量）和增加三元前驱体产线。年产 2 万吨钴、1 万吨镍金属量系列产品异地智能化技术改造升级及原辅材料配套生产项目（二期）为扩建项目，公司利用钴中间品、镍中间品及锂电池废料实现年产钴金属量 13,500 吨、镍金属量 10,000 吨，产品有电积钴、硫酸镍、硫酸锰、碳酸锂、三元前驱体等；为实现硫酸和 SO₂ 自产自给，二期工程建设一套硫磺制酸装置，年产 98% 硫酸 32 万吨、液体 SO₂ 6,600 吨，制酸余热回收和发电。

表 8：公司募集资金投资项目情况

序号	项目名称	总投资额（万元）	拟使用募集资金投资额（万元）
1	年产 2 万吨钴、1 万吨镍金属量系列产品异地智能化技术改造升级及原辅材料配套生产项目（二期）	169,886.40	169,800.00
2	补充流动资金	50,000.00	50,000.00
合计		219,886.40	219,800.00

资料来源：腾远钴业招股说明书，民生证券研究院

该项目的建成将有利于深化公司战略布局，迎合国家发展方向，从多个维度提升公司整体竞争力：

1) 提高经济效益，拓展下游客户

三元锂电池正极材料前驱体的销售对象主要为下游电池材料生产企业，与公司现有客户重合度较高。公司客户当升科技、杉杉能源、湖南邦普、厦钨新能、金驰能源、巴莫科技、容百科技等企业可购买公司三元锂电池正极材料前驱体产品，直接加工为三元材料，有利于提高生产经营效率，增加经济效益。此外，公司将通过成本优势扩展客户，向下游延伸，消化新增产能。因此，三元前驱体目标客户包括当前销售对象及未来新拓展的下游客户。

2) 加快对海外战略性资源开发利用

项目的建设有利于公司更大程度利用刚果(金)的矿产资源，加快对非洲刚果(金)等海外战略性资源开发利用，促进我国经济可持续发展；有利于促进我国有色金属产业结构调整，开发绿色环保新能源汽车动力电池材料。

3) 发展锂电池资源循环利用，促进有色金属产业可持续发展

随着锂电池的大量应用，废旧锂电池的回收和梯次利用越来越受到许多国家的重视。我国工信部等部门专门出台了锂电池梯次综合利用管理办法，但经过梯次利用的废旧锂电池最终要进入拆解回收有价资源。处理废旧锂电池能获得多种金属及其盐类产品，根据目前废旧锂电池的原料及产品市场行情，能获得良好的经济效益，同时能够享受国家税收优惠。

4) 助推企业可持续发展

公司经过多年发展，在市场开拓、技术水平、团队建设等方面均有了长足的进步和提高，已经具备进一步扩大生产规模的基础条件。项目的建设符合公司自身发展的需要，将为公司的后续发展提供良好的平台，对于促进公司自身发展，提高公司整体素质和市场竞争力，实现长远发展具有重要意义。项目建成后，企业将成为产品种类齐全、市场应变快速、实力强劲的行业引领者。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司的主营业务收入来源主要可分为钴产品、铜产品销售收入与受托加工收入三部分。公司利润释放的关键在于：(1)募投项目带来的产能提升，(2)产品结构的调整优化。

关键假设：1) 募投项目如期完成，于 2023 年实现年产钴产品 2 万吨，2024 年实现满产；刚果腾远三期项目 2021 年到 2024 年预计新增约 2 万吨铜。2) 公

司未来不再进行受托加工业务，在二期项目建成前公司主营业务收入来源为钴产品与电积铜两大类产品的销售收入。3) 在国内稳增长背景下，基建等下游领域需求将提升，同时新能源汽车领域需求旺盛，将拉动铜、钴需求的增长，推动铜、钴价格上涨。假设 2022 年钴、铜产品价格维持在 2022 年 1-2 月平均水平（钴：约 35 万元/金属吨，铜：约 7 万元/吨），2023-2024 年价格增速略低于 2022 年 1-2 月均价相较 21 年均价增速。假设 2023 年钴产品价格增速约为 15%、铜产品为 20%，2024 年钴产品价格增速为约 7%、铜产品约为 20%。

据此假设下：我们预计 2022/2023/2024 年公司将分别实现归母净利润 21.69/31.60/37.63 亿元，同比分别增加 89.61%/45.68%/19.09%。

表 9：分产品营收与毛利

	2021A	2022E	2023E	2024E
钴产品收入（百万元）	2,727.39	6,026.70	8,473.76	10,074.36
钴产品成本（百万元）	1,549.85	3,462.32	4,816.74	5,714.58
铜产品收入（百万元）	1,264.17	1,507.95	1,811.83	2,176.94
铜产品成本（百万元）	732.35	900.18	1,094.77	1,289.86
其他收入（百万元）	160.64	147.97	162.77	179.05
其他成本（百万元）	-	403.96	444.35	488.79

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：腾远钴业 2021 年业绩为《赣州腾远钴业新材料股份有限公司 2021 年财务报表审阅报告》披露值

表 10：2022-2024 年腾远钴业盈利预测结果

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4,157.69	7,682.62	10,448.36	12,430.34
同比	132.66%	84.78%	36.00%	18.97%
营业成本（百万元）	2,428.42	4,766.46	6,355.87	7,493.22
同比	102%	96.28%	33.35%	17.89%
毛利率	41.59%	3795.78%	3916.87%	3971.83%
净利润（百万元）	1143.95	2169.06	3159.90	3763.17
同比	365.92%	89.61%	45.68%	19.09%
净利率	27.51%	28.23%	30.24%	30.27%
归属于母公司所有者的净利润（百万元）	1143.95	2169.06	3159.90	3763.17
同比	122.91%	89.61%	45.68%	19.09%

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：腾远钴业 2021 年业绩为《赣州腾远钴业新材料股份有限公司 2021 年财务报表审阅报告》披露值

5.2 估值分析

选取同行业上市公司华友钴业、寒锐钴业进行对比，以 2022 年 3 月 9 日的收盘价计算，同行业 2 家公司的 2021/2022/2023 年的 PE 均值为 35/25/20。2021 年腾远钴业的 EPS 为 9.08 元/股，我们预计公司 2022/2023 年的 EPS 分别

为17.22/25.09元/股,以发行价计算,公司2021/2022/2023年的PE为19/10/7。

表 11 : 同行业上市公司估值对比

代码	简称	股价		EPS				PE		
		2022/3/9	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
301219.SZ	腾远钴业		-	9.08	17.22	25.09	-	19	10	7
	均值						62	35	25	20
603799.SH	华友钴业	91.13	1.02	2.93	4.06	5.39	42	31	22	17
300618.SZ	寒锐钴业	66.04	1.10	2.37	3.42	4.12	62	28	19	16

资料来源: Wind, 民生证券研究院测算

注1: 可比公司数据采用Wind一致预期, 股价时间为2022年3月9日

注2: 以发行价测算腾远钴业的PE、PB

注3: 腾远钴业2021年业绩为《赣州腾远钴业新材料股份有限公司2021年财务报表审阅报告》披露值

6 风险提示

工厂搬迁导致的停产和新厂区生产未达预期风险。由于公司新厂区生产线对原有生产工艺改进升级较多、智能化水平提升较高并大量使用新型设备，公司虽正式投产并稳定产出，但仍然存在新厂区受各种因素影响，无法完全稳定达产的风险。

境外经营的风险。公司在境外设立了1家刚果(金)子公司，但刚果(金)当地政治、社会局势不甚稳定，经济社会发展较为落后，公司面临着境外经营风险。

钴、铜价格波动导致的业绩波动风险。产品及原材料价格的波动，会使利润出现较大程度的波动。

公司产品需求变动等风险。若未来三元材料电池的市场需求度、普及度低于磷酸铁锂电池、锰酸锂电池或其他新兴材料，亦会对公司的经营业绩产生不利影响。

新型冠状病毒肺炎疫情对公司生产经营影响的风险。疫情持续可能会对公司原材料的供应及正常生产产生不利影响，从而影响公司经营业绩。

对子公司依赖的风险。2019年至2020年，子公司刚果腾远对公司的收入及利润有较大贡献，公司对刚果腾远存在一定程度的依赖。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,158	7,683	10,448	12,430
营业成本	2,428	4,766	6,356	7,493
营业税金及附加	77	151	206	243
销售费用	11	42	46	55
管理费用	114	272	363	419
研发费用	114	194	268	321
EBIT	1,392	2,258	3,210	3,899
财务费用	22	8	-99	-126
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	-19	-32	-44	-53
营业利润	1,351	2,535	3,698	4,407
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	1,347	2,535	3,698	4,407
所得税	204	366	538	644
净利润	1,144	2,169	3,160	3,763
归属于母公司净利润	1,144	2,169	3,160	3,763
EBITDA	1,477	2,350	3,334	4,050

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	537	5,893	7,243	9,816
应收账款及票据	297	421	604	735
预付款项	69	142	201	228
存货	1,552	2,976	4,097	4,773
其他流动资产	550	921	1,333	1,553
流动资产合计	3,006	10,354	13,478	17,105
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	994	1,341	1,678	1,950
无形资产	51	70	88	105
非流动资产合计	1,544	1,978	2,421	2,801
资产合计	4,550	12,332	15,899	19,906
短期借款	374	374	374	374
应付账款及票据	319	584	816	951
其他流动负债	258	402	576	685
流动负债合计	951	1,360	1,766	2,011
长期借款	58	58	58	58
其他长期负债	223	223	223	223
非流动负债合计	281	281	281	281
负债合计	1,231	1,640	2,047	2,291
股本	94	126	126	126
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3,319	10,692	13,852	17,615
负债和股东权益合计	4,550	12,332	15,899	19,906

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	132.66	84.78	36.00	18.97
EBIT 增长率	237.04	62.17	42.17	21.48
净利润增长率	122.91	89.61	45.68	19.09
盈利能力 (%)				
毛利率	41.59	37.96	39.17	39.72
净利润率	27.51	28.23	30.24	30.27
总资产收益率 ROA	25.14	17.59	19.88	18.90
净资产收益率 ROE	34.47	20.29	22.81	21.36
偿债能力				
流动比率	3.16	7.62	7.63	8.51
速动比率	1.45	5.32	5.20	6.02
现金比率	0.57	4.33	4.10	4.88
资产负债率 (%)	27.06	13.30	12.87	11.51
经营效率				
应收账款周转天数	24.27	17.14	18.37	18.94
存货周转天数	233.29	227.91	235.27	232.49
总资产周转率	0.91	0.62	0.66	0.62
每股指标 (元)				
每股收益	9.08	17.22	25.09	29.88
每股净资产	26.35	84.89	109.98	139.86
每股经营现金流	2.75	3.45	12.52	22.05
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	19	10	7	6
PB	6.6	2.0	1.6	1.2
EV/EBITDA	14.76	7.00	4.53	3.09
股息收益率 (%)	-	-	-	-
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,144	2,169	3,160	3,763
折旧和摊销	85	93	124	150
营运资金变动	-973	-1,583	-1,368	-809
经营活动现金流	347	434	1,577	2,777
资本开支	-397	-231	-165	-132
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-350	-263	-209	-185
股权募资	0	5,204	0	0
债务募资	221	0	0	0
筹资活动现金流	214	5,185	-19	-19
现金净流量	207	5,356	1,350	2,573

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测（注：以发行价测算 PE、PB；腾远钴业 2021 年业绩为《2021 年财务报表审阅报告》披露值）

插图目录

图 1 : 公司股权结构与子公司情况	4
图 2 : 钴行业产业链图	5
图 3 : 世界钴产量	6
图 4 : 2021 年世界钴产量 (吨)	6
图 5 : 2021 年世界钴储量 (吨)	6
图 6 : 全球与中国钴消费量 (吨)	10
图 7 : 中国钴消费结构 (2020 年)	10
图 7 : 铜行业产业链图	11
图 8 : 2021 年世界铜储量 (万吨)	12
图 9 : 2021 年世界铜矿产量 (万吨)	12
图 10 : 2011-2021 中国铜矿产量及全球占比	12
图 11 : 2011-2020 中国精炼铜产量及全球占比	13
图 12 : 2020 年全球主要精炼铜生产国产量情况 (万吨)	13
图 13 : 全球精炼铜消费情况及中国精炼铜消费占比	14
图 14 : 2020 年全球精炼铜消费结构	14
图 15 : 2020 年中国精炼铜消费结构	14
图 16 : 钴产品产能和产能利用率	15
图 17 : 铜产品产能和产能利用率	15
图 18 : 主营业务收入	16
图 19 : 主营业务收入占比 (分产品)	16
图 20 : 公司主营业务毛利率情况	17
图 21 : 主营业务毛利润贡献百分比	17
图 22 : 公司期间费用情况	18
图 23 : 销售、管理、财务费用率	18
图 24 : 归母净利润与扣非净利润情况	18
图 25 : 净利率与毛利率对比	18
图 26 : 同行业可比公司钴产品毛利率情况	19
图 27 : 同行业可比公司铜产品毛利率情况	19
图 28 : 同行业可比公司总相关业务毛利率情况	19
图 29 : 同行业可比公司销售费用率	20
图 30 : 同行业可比公司管理费用率	20
图 31 : 2020 年度公司前五大客户销售金额 (万元)	22

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1 : 公司主要产品及应用领域情况	3
表 2 : 钴精炼行业主要企业	7
表 3 : 钴精炼行业壁垒	8
表 4 : 影响钴行业的相关政策	8
表 5 : 钴产品主要应用领域	10
表 6 : 公司原材料主要供应商 (2021 年 1-6 月)	16
表 7 : 公司核心技术及其来源	21
表 8 : 公司募集资金投资项目情况	22
表 9 : 分产品营收与毛利	24
表 10 : 2021-2023 年腾远钴业盈利预测结果	24
表 11 : 同行业上市公司估值对比	25

公司财务报表数据预测汇总.....27

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅 5%~5%之间
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅 5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001