

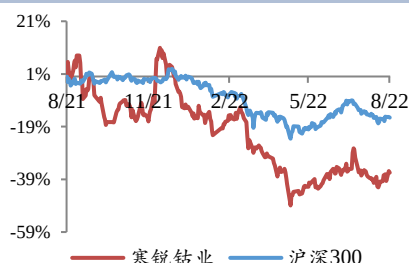
铜价走弱拖累业绩，看好下半年产能释放贡献增长动力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-16

收盘价（元）	57.32
近 12 个月最高/最低（元）	99.56/46.21
总股本（百万股）	310
流通股本（百万股）	273
流通股比例（%）	88.05
总市值（亿元）	177
流通市值（亿元）	156

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **公司事件：公司发布 2022 半年报。**2022H1 公司实现营业收入 27.93 亿元，同比+34.28%；实现归母净利 3.05 亿元，同比-14.22%；实现扣非归母净利 3.28 亿元，同比-16.23%。单季度来看，2022Q2 公司实现营收 12.20 亿元，同比+16.86%，环比-22.46%；实现归母净利 1.32 亿元，同比-48.57%，环比-24.25%；实现扣非归母净利 1.01 亿元，同比-42.76%，环比-55.30%。
- **Q2 铜钴跌价拖累公司业绩。**22H1 公司营收整体实现同比增长主因系产品售价上涨，22H1 MB 钴/LME 铜 分别同比+7.6%/73.9%，钴产品/铜产品分别实现营收 15.02 亿元/12.82 亿元，同比+27.08%/42.87%。22Q2 铜钴价格表现偏弱，公司营收环比有所下滑，22Q2 LME 铜价/MB 钴价 环比-4.1%/+2.8%，较 22Q1 末-8.9%/5.8%。毛利率来看，22H1 公司整体实现毛利率 27.51%，同比-5.02pct；钴产品毛利率为 33.63%，同比+0.79pct；铜产品毛利率为 20.35%，同比-11.8pct，主要系上游原材料涨价。
- **稳步推进扩产项目，完善钴全产业链布局。**一方面，公司持续推进铜钴产能释放，为未来业绩提供量增支撑；另一方面，公司重视向新能源转型，布局钴新材料和前驱体项目完善全产业链布局。①铜钴产能放量：刚果金 6000 吨电解铜 21 年底投产；上半年新增钴产品产能陆续落地，其中年产 5000 吨钴粉技改项目和 5000 吨氢氧化钴项目分别于 3 月和 6 月投产，公司钴粉总产能提升至 5000 吨氢氧化钴产能提升至 1 万吨。②年产能 1 万吨金属量的钴新材料以及 2.6 万吨三元前驱体项目一期工程完成了土建和设备安装，目前正在试生产。
- **铜钴价格有望企稳回升。**钴：22Q2，国内疫情扰动叠加消费电子需求疲软导致钴价下行，下半年随着新能源汽车消费旺季来临以及消费电子市场和传统硬质合金需求底部回暖，有望带动钴价回升。此外，钴收储预期升温有效提振钴价。铜：目前全球处于低资本开支周期，供给端难有大幅增量，而随着下半年基建等稳增长投资将陆续落地，预计基建维持韧性给予铜底部需求支撑以及新能源市场持续高景气有望提振铜需求，铜价中枢有望上移。
- **投资建议**
公司是国内钴粉龙头，产能扩张为公司业绩贡献强大动力，随着铜钴价格企稳回升以及新增产能释放，我们预计公司 2022-2024 年的营收分别为 58.5/69.6/88.6 亿元，同比增速分别为 34.4%/19.0%/27.4%；对应归母净利润分别为 7.6/8.8/11.0 亿元，同比增速分别为 14.2%/16.5%/24.7%；当前股价对应 PE 分别为 23X、20X、16X，维持“买入”评级。
- **风险提示**
铜钴价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期、下游市场需求不及预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4350	5845	6957	8862
收入同比 (%)	93.0%	34.4%	19.0%	27.4%
归属母公司净利润	663	757	882	1099
净利润同比 (%)	98.3%	14.2%	16.5%	24.7%
毛利率 (%)	30.7%	27.5%	27.2%	27.7%
ROE (%)	14.0%	14.1%	14.1%	15.0%
每股收益 (元)	2.15	2.45	2.85	3.55
P/E	37.29	23.44	20.13	16.14
P/B	5.25	3.31	2.84	2.42
EV/EBITDA	23.02	15.36	12.66	10.77

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5081	6193	7403	9226	营业收入	4350	5845	6957	8862
现金	1256	1144	2152	1567	营业成本	3013	4235	5068	6403
应收账款	534	755	672	1140	营业税金及附加	142	187	232	284
其他应收款	196	18	248	105	销售费用	12	23	33	37
预付账款	85	127	143	184	管理费用	169	306	340	499
存货	2533	3487	3595	5306	财务费用	48	2	2	2
其他流动资产	476	662	593	922	资产减值损失	0	12	7	9
非流动资产	2298	2501	2708	2885	公允价值变动收益	-93	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	26	34	43	53
固定资产	1180	1425	1665	1865	营业利润	858	1081	1260	1571
无形资产	86	114	135	156	营业外收入	1	2	1	1
其他非流动资产	1032	962	908	864	营业外支出	6	5	4	6
资产总计	7379	8694	10111	12110	利润总额	853	1078	1257	1567
流动负债	2276	2970	3507	4410	所得税	190	323	377	470
短期借款	1218	1491	1813	2163	净利润	663	754	880	1097
应付账款	463	678	694	1013	少数股东损益	0	-3	-2	-3
其他流动负债	596	801	999	1234	归属母公司净利润	663	757	882	1099
非流动负债	371	371	371	371	EBITDA	1079	1181	1379	1708
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	2.15	2.45	2.85	3.55
其他非流动负债	321	321	321	321					
负债合计	2647	3341	3878	4781					
少数股东权益	-2	-4	-6	-9					
股本	310	310	310	310					
资本公积	2580	2580	2580	2580					
留存收益	1843	2467	3349	4448					
归属母公司股东权益	4733	5357	6239	7338					
负债和股东权益	7379	8694	10111	12110					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-647	54	1016	-618	成长能力				
净利润	663	754	880	1097	营业收入	93.0%	34.4%	19.0%	27.4%
折旧摊销	127	158	186	223	营业利润	97.1%	26.0%	16.6%	24.7%
财务费用	31	2	2	2	归属于母公司净利	98.3%	14.2%	16.5%	24.7%
投资损失	-26	-34	-43	-53	获利能力				
营运资金变动	-1616	-804	13	-1856	毛利率 (%)	30.7%	27.5%	27.2%	27.7%
其他经营现金流	2455	1536	844	2923	净利率 (%)	15.2%	13.0%	12.7%	12.4%
投资活动现金流	-55	-305	-328	-316	ROE (%)	14.0%	14.1%	14.1%	15.0%
资本支出	-509	-339	-371	-370	ROIC (%)	12.3%	10.4%	10.3%	10.9%
长期投资	463	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-9	34	43	53	资产负债率 (%)	35.9%	38.4%	38.4%	39.5%
筹资活动现金流	459	139	321	349	净负债比率 (%)	56.0%	62.4%	62.2%	65.2%
短期借款	587	273	322	350	流动比率	2.23	2.09	2.11	2.09
长期借款	50	0	0	0	速动比率	1.01	0.81	1.00	0.81
普通股增加	7	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	422	0	0	0	总资产周转率	0.66	0.73	0.74	0.80
其他筹资现金流	-607	-135	-2	-2	应收账款周转率	11.71	9.07	9.75	9.78
现金净增加额	-247	-112	1008	-586	应付账款周转率	8.03	7.43	7.39	7.50

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	2.15	2.45	2.85	3.55	P/E	37.29	23.44	20.13	16.14
每股经营现金流薄)	-2.09	0.17	3.28	-1.99	P/B	5.25	3.31	2.84	2.42
每股净资产	15.29	17.30	20.15	23.70	EV/EBITDA	23.02	15.36	12.66	10.77

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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 15%；
- 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。