

铜量利齐升，钴价下滑拖累业绩

2024年05月12日

► **事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报。** 1) **2023 年：**公司实现营业收入 47.9 亿元，同比-5.9%，归母净利润 1.4 亿元，同比-34.9%，扣非归母净利润 1.9 亿元，同比-14.4%。2) **2023Q4：**实现营业收入 10.7 亿元，同比-4.9%，环比-24.4%，归母净利润 0.1 亿元，同比扭亏为盈，环比-88.1%，扣非归母净利润 0.3 亿元，同比扭亏为盈，环比-63.1%；3) **分红：**2023 年度拟每 10 股派发现金红利 1.0 元（含税），现金分红总额 0.3 亿元，分红率约 21.4%；4) **2024Q1：**实现营业收入 13.1 亿元，同比+16.0%，环比+22.3%，归母净利润 0.3 亿元，同比+73.1%，环比+298.7%，扣非归母净利润 0.6 亿元，同比+70.4%，环比+129.8%，业绩同环比大幅改善。

► **铜业绩贡献大幅提升，价格下滑拖累钴产品业绩。** 2023 年铜实现营业收入 27.6 亿元，同比+9.3%，营收占比提升至 57.6%，钴产品实现营业收入 18.0 亿元，同比-29.4%，营收占比降至 37.5%，主要由于钴价下跌；毛利方面，2023 年铜实现毛利 6.6 亿元，同比+31.6%，毛利占比提升至 86.9%，钴产品实现毛利 0.9 亿元，同比-76.6%，毛利占比降至 11.8%。

► **铜量利齐升，高库存有望增厚 24 年业绩，钴产品盈利能力下滑。** 1) **铜：**2023 年产销 5.0、4.8 万吨，同比+24.6%、+10.2%，主要由于子公司寒锐金属新增产能释放，截至 2023 年底，公司铜库存为 0.4 万吨，同比+101.5%，主要由于刚果（金）出口文件办理中，2024 年形成销售后有望增厚年度业绩；盈利方面，2023 年毛利率提升 4.1pct 至 24.1%；2) **钴：**2023 年产销 0.8、0.9 万金属吨，同比-18.2%、+24.2%；盈利方面，由于钴价下跌，钴产品毛利率下降 10.2pct 至 5.0%。

► **未来看点：铜钴持续扩张，印尼布局高冰镍打开成长空间。** 1) **铜：**寒锐金属 4 万吨电积铜扩产项目已于 2023 年 12 月投产，同时公司继续推进刚果（金）铜产能扩张，铜价长期向好，铜板块业绩贡献有望持续增长；2) **钴：**5000 吨电积钴项目已于 2023 年 7 月投产，赣州寒锐目前已形成 10000 金属吨钴新材料产能，同时另 5000 吨电积钴产能建设中，钴价已跌至历史低位，我们预计钴价对公司业绩的拖累已见底；3) **镍：**2023 年底在印尼规划 2 万吨镍金属量高冰镍项目，采用富氧连续吹工艺，计划 2025 年 5 月底投产。根据公司前期可研，以 1.46 万美元/金属吨镍的售价计算，项目达产后单吨成本约 0.98 万美元，单吨净利约 0.30 万美元，盈利能力较强。

► **投资建议：**铜产能持续扩张，铜价长期向好，钴价底部信号显现，印尼布局高冰镍，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.0/5.3/7.2 亿元，对应 2024 年 5 月 10 日收盘价的 PE 为 34/19/14 倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**产能释放不及预期，需求不及预期，海外经营风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,789	5,693	7,669	9,875
增长率 (%)	-5.9	18.9	34.7	28.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	138	301	533	721
增长率 (%)	-34.9	118.1	76.7	35.4
每股收益 (元)	0.44	0.97	1.71	2.31
PE	73	34	19	14
PB	1.9	1.9	1.7	1.6

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 5 月 10 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

32.42 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

目录

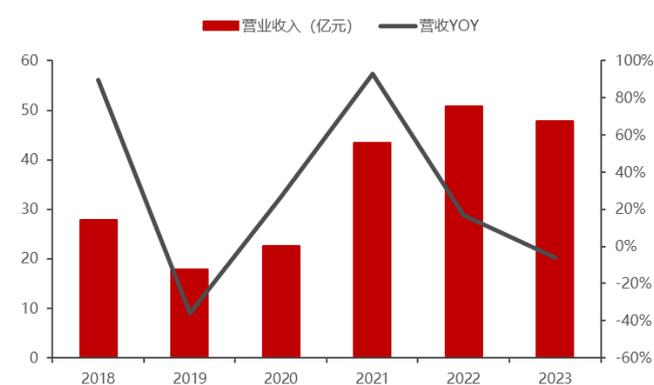
1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报	3
2 经营分析：铜盈利能力提升，钴价下跌拖累业绩	4
3 核心看点：铜钴持续扩张，高冰镍打开成长空间	7
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测与业务拆分	8
4.2 估值分析	8
4.3 投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件：公司发布 2023 年年报及 2024 年一季报

公司发布 2023 年年报。 1) **业绩**：2023 年公司实现营收 47.9 亿元，同比-5.9%，归母净利润 1.4 亿元，同比-34.9%，扣非归母净利 1.9 亿元，同比-14.4%。**单季度看**，23Q4 实现营收 10.7 亿元，同比-4.9%，环比-24.4%，归母净利 0.1 亿元，同比扭亏为盈，环比-88.1%，扣非归母净利 0.3 亿元，同比扭亏为盈，环比-63.1%；2) **分红**：2023 年度公司拟每 10 股派发现金红利 1.0 元（含税），现金分红总额 0.3 亿元，分红率约 21.4%。3) **减值**：2023 年由于钴价下跌，计提存货减值 0.6 亿元。

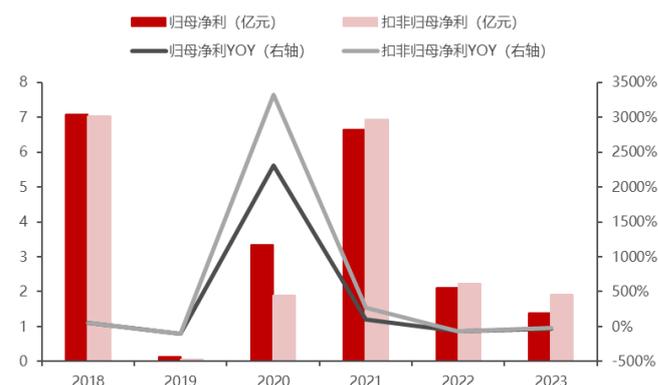
公司发布 2024 年一季报。 24Q1 公司实现营收 13.1 亿元，同比+16.0%，环比+22.3%，归母净利 0.3 亿元，同比+73.1%，环比+298.7%，扣非归母净利 0.6 亿元，同比+70.4%，环比+129.8%，业绩同环比大幅改善。

图1：2023 年公司营收同比-5.9%



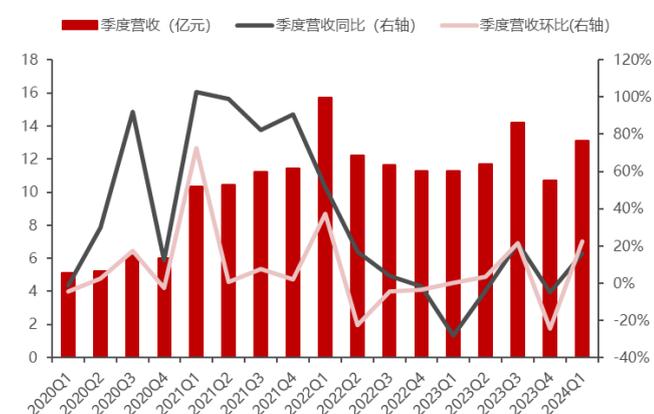
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年公司归母净利润同比-34.9%



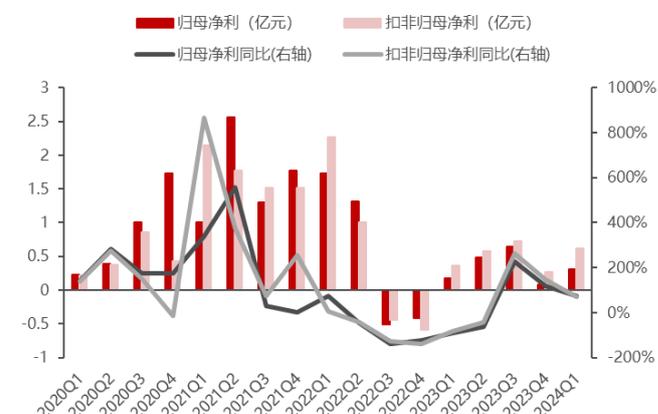
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q1 公司营收同比+16.0%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q1 公司归母净利润同比+73.1%

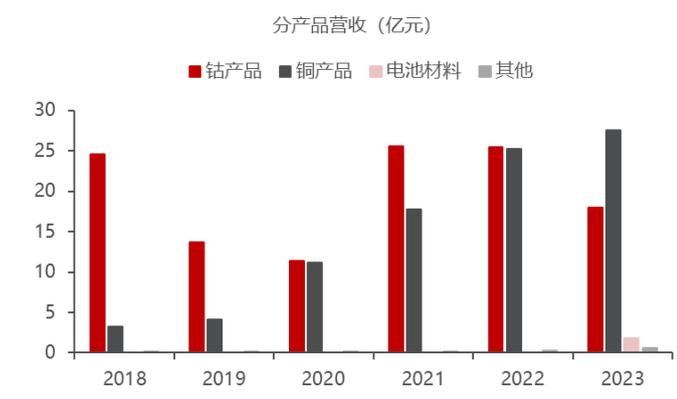


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 经营分析：铜盈利能力提升，钴价下跌拖累业绩

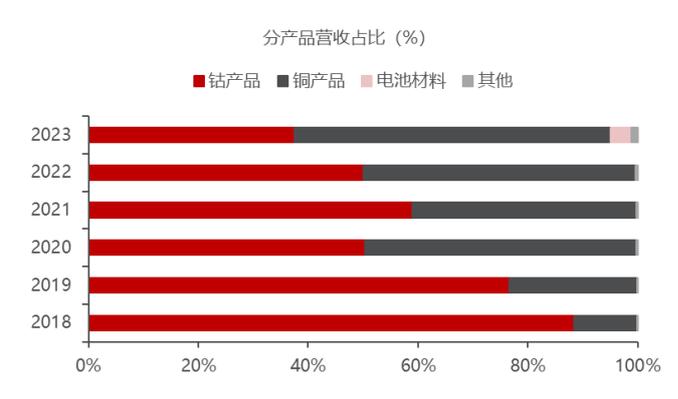
营收毛利来看：铜占比大幅提升，钴产品受钴价拖累占比下滑。2023 年铜实现营收 27.6 亿元，同比+9.3%，营收占比提升至 57.6%，钴产品实现营收 18.0 亿元，同比-29.4%，营收占比降至 37.5%，主要由于钴价下跌；毛利方面，2023 年铜实现毛利 6.6 亿元，同比+31.6%，毛利占比提升至 86.9%，钴产品实现毛利 0.9 亿元，同比-76.6%，毛利占比降至 11.8%。

图5：2023 年铜产品营收同比+70.4%



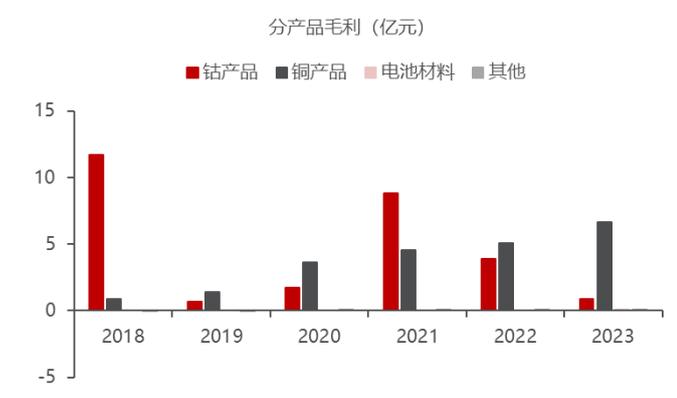
资料来源：ifind，民生证券研究院

图6：2023 年铜营收占比提升至 50.6%



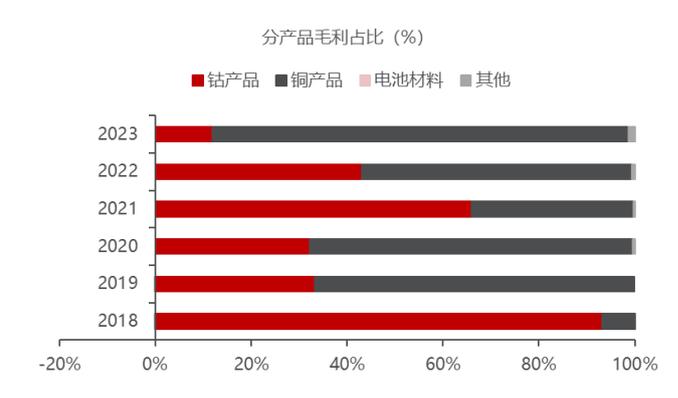
资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：2023 年铜产品毛利同比+124.6%



资料来源：ifind，民生证券研究院

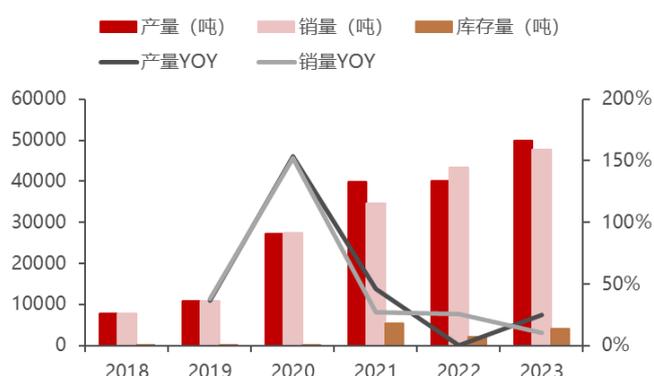
图8：2023 年铜毛利占比提升至 82.2%



资料来源：ifind，民生证券研究院

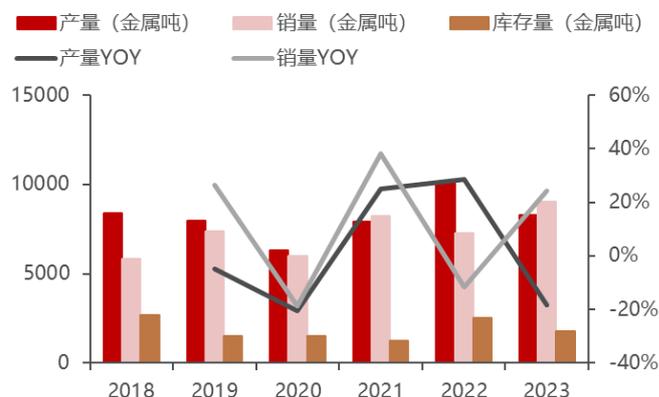
铜量利齐升，高库存有望增厚 24 年业绩，钴产品盈利能力下滑。1) 铜：2023 年产销 5.0、4.8 万吨，同比+24.6%、+10.2%，主要由于子公司寒锐金属新增产能释放，截至 2023 年底，公司铜库存为 0.4 万吨，同比+101.5%，主要由于刚果（金）出口文件办理中，2024 年形成销售后有望增厚年度业绩；盈利方面，2023 年毛利率提升 4.1pct 至 24.1%，保持高位；2) 钴：2023 年产销 0.8、0.9 万金属吨，同比-18.2%、+24.2%；盈利方面，由于钴价下跌，钴产品毛利率下降 10.2pct 至 5.0%。

图9：2023年铜销量同比+10.2%



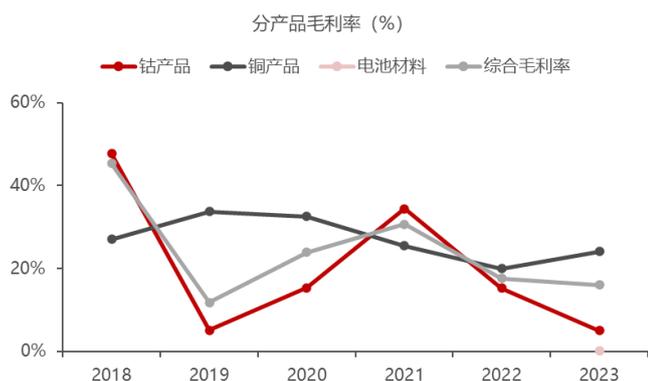
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2023年钴产品销量同比+24.2%



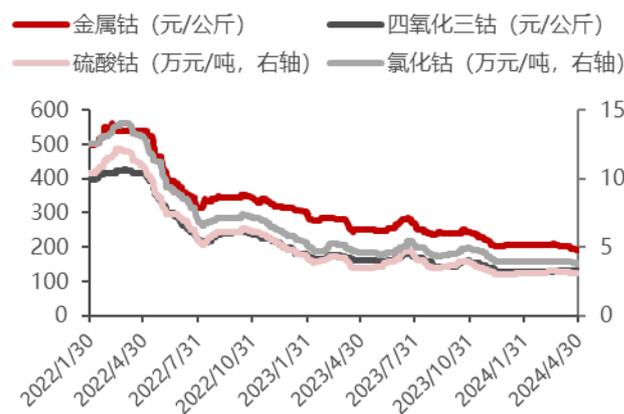
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023年铜钴产品毛利率分别为24.1%、5.0%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：2023年钴价同比下滑



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

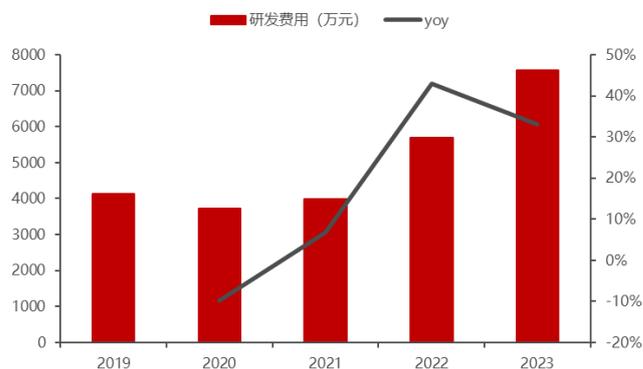
控费效果显著，研发费用稳步增长。2023年公司三费同步下降，三费合计2.2亿元，同比-24.2%，其中销售费用0.2亿元，同比-14.4%，管理费用1.8亿元，同比-22.4%，财务费用0.2亿元，同比-44.0%，主要利息支出减少，研发费用0.8亿元，同比+33.0%，保持稳步增长；费用率方面，2024Q1销售/管理/财务费用率为0.4%/3.8%/1.3%，保持低位。截止24Q1末，公司资产负债率35.1%，负债压力较小。

图13: 2023 年三费同步下降



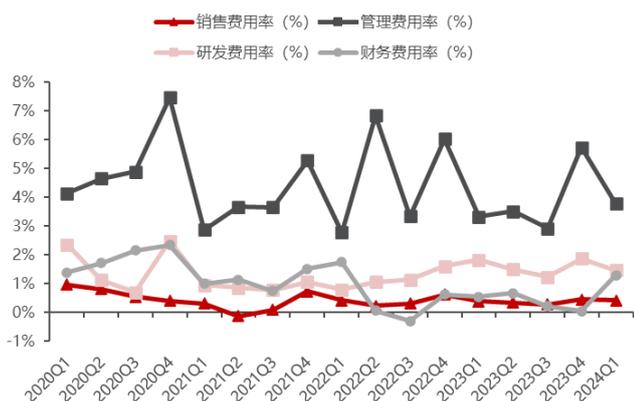
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图14: 研发费用稳步增长



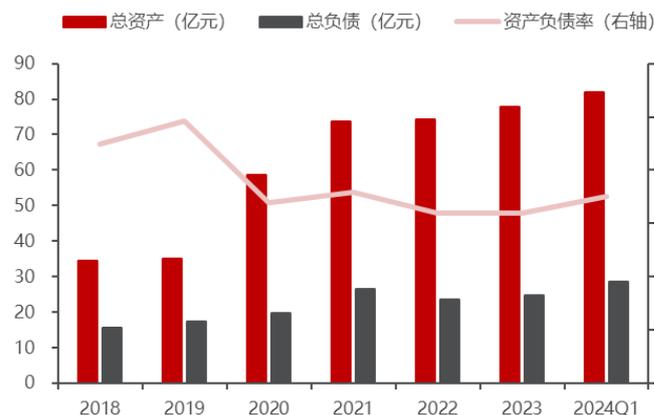
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图15: 公司费用率保持低位



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图16: 截至 24Q1 末公司资产负债率为 35.1%



资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 核心看点：铜钴持续扩张，高冰镍打开成长空间

铜价长期向好，钴价已跌至历史低位，铜钴扩产支撑业绩持续增长。1) 铜：寒锐金属 4 万吨电积铜扩产项目已于 2023 年 12 月投产，同时公司继续推进刚果(金)铜产能扩张，铜价长期向好，业绩贡献有望持续增长；2) 钴：5000 吨电积钴项目已于 2023 年 7 月投产，赣州寒锐目前已形成 10000 金属吨钴新材料产能，同时另 5000 吨电积钴产能已于 2023 年 11 月开工，目前顺利建设中，钴价已跌至历史低位，我们预计钴价对公司业绩的拖累已见底。

印尼布局高冰镍，打造新的盈利增长点。2023 年 12 月底，公司规划与华鑫投资在印尼莫罗瓦利县华宝工业园建设年产 2 万吨镍金属量高冰镍项目，采用富氧连续吹工艺，公司持股 70%，建设期 15 个月，2024 年 4 月，项目正式开工，公司计划 2025 年 5 月底投产。根据公司前期的可研，产品售价以 1.43 万美元/金属吨镍计算，项目达产后单吨成本约 0.97 万美元，单吨净利约 0.29 万美元。

表1：年产 2 万吨镍金属量富氧连续吹炼高冰镍项目可研参数

产品	总投资 (亿美元)	年产能	建设期	单吨售价 (万美元/金属吨镍)	单位成本 (万美元/金属吨镍)	单吨净利 (万美元/金属吨镍)
高冰镍	2.43	高冰镍 2.76 万吨 (含镍 2.0 万吨、钴 422 吨)	15 个月	1.43	0.97	0.29

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测与业务拆分

公司主营产品包括铜、钴、镍三大板块。**1) 铜:** 2023 年底刚果(金)寒锐金属 4 万吨电积铜扩产项目已投产,同时公司正积极推动新增产能建设,价格方面,由于供给干扰频发,铜矿原料供需紧张,我们认为铜价长期向好趋势不变,量价齐升带动铜板块业绩贡献稳步增长,我们预计 2024-2026 年铜产品营收 36.6/45.0/45.0 亿元,毛利率分别为 28.4%/29.6%/29.6%;**2) 钴:** 2023 年赣州寒锐 5000 吨电积钴已投产,另 5000 吨电积钴产能建设顺利推进中,2024-2026 年产能有望逐步释放,价格方面,钴价已跌至历史低位,进一步下跌空间有限,钴价对公司业绩的拖累或已见底,我们预计未来三年毛利率有望在底部维持;**3) 镍:** 新增 2 万吨高冰镍项目 2025 年投产,根据公司可研,单吨盈利能力较强,我们预计 2025-2026 年镍产品营收 4.2/23.7 亿元,毛利率分别为 32.9%/29.2%。

表2: 公司主营业务拆分

指标	单位	2023A	2024E	2025E	2026E
钴					
营业收入	亿元	18.0	17.2	21.0	22.7
YOY		-29.4%	-4.4%	22.6%	7.7%
营业成本	亿元	17.0	16.3	20.0	21.5
毛利率	%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
铜					
营业收入	亿元	27.6	36.6	45.0	45.0
YOY		9.3%	32.8%	22.8%	0.0%
营业成本	亿元	20.9	26.2	31.7	31.7
毛利率	%	24.1%	28.4%	29.6%	29.6%
镍					
营业收入	亿元	-	-	4.2	23.7
YOY		-	-	-	468.4%
营业成本	亿元	-	-	2.8	16.8
毛利率	%	-	-	32.9%	29.2%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析

公司目前主营产品为铜和钴,盈利模式与腾远钴业高度相似,铜、钴原料均来自刚果(金)当地外购,钴产品在国内冶炼,洛阳钼业、盛屯矿业在刚果(金)有自有矿,但主营产品也包括铜和钴,公司 2023 年底规划布局高冰镍项目,业务布局与华友钴业相似,因此我们选取以上四家可比公司。以 5 月 10 日收盘价计算,2024-2026 年可比公司的平均 PE 为 17/14/12 倍,2024 年公司估值较高,但考

考虑到公司铜产能扩张以及印尼高冰镍项目的盈利能力带来的成长性，我们认为公司 2025-2026 年估值水平相对合理。

表3：可比公司估值对比

代码	简称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2024/5/10	2023A	2024E	2025E	2026E	23-26CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E
301219.SZ	腾远钴业	46.48	1.28	2.37	3.3	4.18	48.4%	36	20	14	11
600711.SH	盛屯矿业*	5.15	0.08	0.31	0.37	0.40	71.0%	64	17	14	13
603799.SH	华友钴业	30.08	2.05	2.14	2.79	3.18	15.8%	15	14	11	9
603993.SH	洛阳钼业	9.20	0.38	0.56	0.60	0.68	21.4%	24	16	15	14
可比公司平均							39.1%	35	17	14	12
300618.SZ	寒锐钴业	32.42	0.44	0.97	1.71	2.31	73.4%	73	34	19	14

资料来源：wind，民生证券研究院测算，注：带*公司采用 wind 一致预期

4.3 投资建议

铜产能持续扩张，铜价长期向好，钴价底部信号显现，印尼布局高冰镍，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.0/5.3/7.2 亿元，对应 2024 年 5 月 10 日收盘价的 PE 为 34/19/14 倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

产能释放不及预期。公司铜钴镍产能扩张中，如果建设进展不及预期，将影响公司钴、铜、镍产品产能释放，从而影响公司业绩。

需求不及预期。若未来三元材料电池的市场需求度、渗透率低于预期，会对公司的经营业绩产生不利影响。

海外经营风险。刚果（金）当地政治、社会局势不稳定，经济社会发展较为落后，公司面临着境外经营风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,789	5,693	7,669	9,875
营业成本	4,024	4,529	6,021	7,655
营业税金及附加	173	216	291	375
销售费用	17	46	61	79
管理费用	182	273	345	425
研发费用	76	159	215	276
EBIT	262	470	753	1,088
财务费用	18	8	41	85
资产减值损失	-64	0	0	0
投资收益	9	6	8	10
营业利润	170	407	719	1,012
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	165	407	719	1,012
所得税	9	68	120	170
净利润	155	339	599	843
归属于母公司净利润	138	301	533	721
EBITDA	474	702	1,014	1,381

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,739	1,250	965	1,238
应收账款及票据	349	392	544	701
预付款项	85	73	97	123
存货	1,873	1,861	2,475	3,146
其他流动资产	307	332	438	530
流动资产合计	4,353	3,908	4,518	5,738
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,258	2,437	2,657	2,875
无形资产	110	110	110	109
非流动资产合计	3,420	4,419	5,289	6,157
资产合计	7,773	8,327	9,808	11,895
短期借款	894	894	894	894
应付账款及票据	815	792	1,053	1,338
其他流动负债	563	530	442	561
流动负债合计	2,272	2,215	2,388	2,793
长期借款	0	327	1,127	2,127
其他长期负债	212	213	213	213
非流动负债合计	212	540	1,340	2,340
负债合计	2,484	2,756	3,729	5,133
股本	312	312	312	312
少数股东权益	83	121	186	308
股东权益合计	5,289	5,571	6,079	6,762
负债和股东权益合计	7,773	8,327	9,808	11,895

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.86	18.88	34.72	28.76
EBIT 增长率	-27.74	79.11	60.28	44.50
净利润增长率	-34.92	118.09	76.68	35.38
盈利能力 (%)				
毛利率	15.98	20.43	21.49	22.49
净利率	2.89	5.30	6.95	7.30
总资产收益率 ROA	1.78	3.62	5.43	6.06
净资产收益率 ROE	2.66	5.53	9.04	11.17
偿债能力				
流动比率	1.92	1.76	1.89	2.05
速动比率	0.99	0.81	0.72	0.79
现金比率	0.77	0.56	0.40	0.44
资产负债率 (%)	31.96	33.09	38.02	43.15
经营效率				
应收账款周转天数	26.30	26.00	26.00	26.00
存货周转天数	169.90	150.00	150.00	150.00
总资产周转率	0.63	0.71	0.85	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.44	0.97	1.71	2.31
每股净资产	16.67	17.46	18.87	20.67
每股经营现金流	0.56	1.89	1.25	2.20
每股股利	0.10	0.29	0.51	0.69
估值分析				
PE	73	34	19	14
PB	1.9	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	21.01	14.18	9.81	7.20
股息收益率 (%)	0.31	0.89	1.58	2.14

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	155	339	599	843
折旧和摊销	211	232	261	294
营运资金变动	-261	-65	-533	-549
经营活动现金流	176	590	389	687
资本开支	-450	-1,111	-1,132	-1,161
投资	9	-56	0	0
投资活动现金流	-92	-1,262	-1,125	-1,152
股权募资	113	0	0	0
债务募资	-127	276	605	1,000
筹资活动现金流	-103	183	451	738
现金净流量	-12	-489	-285	273

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 2023 年公司营收同比-5.9%.....	3
图 2: 2023 年公司归母净利润同比-34.9%.....	3
图 3: 2024Q1 公司营收同比+16.0%.....	3
图 4: 2024Q1 公司归母净利润同比+73.1%.....	3
图 5: 2023 年铜产品营收同比+70.4%.....	4
图 6: 2023 年铜营收占比提升至 50.6%.....	4
图 7: 2023 年铜产品毛利同比+124.6%.....	4
图 8: 2023 年铜毛利占比提升至 82.2%.....	4
图 9: 2023 年铜销量同比+10.2%.....	5
图 10: 2023 年钴产品销量同比+24.2%.....	5
图 11: 2023 年铜钴产品毛利率分别为 24.1%、5.0%.....	5
图 12: 2023 年钴价同比下滑.....	5
图 13: 2023 年三费同步下降.....	6
图 14: 研发费用稳步增长.....	6
图 15: 公司费用率保持低位.....	6
图 16: 截至 24Q1 末公司资产负债率为 35.1%.....	6

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 年产 2 万吨镍金属量富氧连续吹炼高冰镍项目可研参数.....	7
表 2: 公司主营业务拆分.....	8
表 3: 可比公司估值对比.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	11

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收到任何形式的补偿。

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。	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
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	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的投资建议。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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026