

寒锐钴业**300618****审慎增持 (维持)****钴价持续下跌拖累业绩，关注周期最底部的边际变化****2019年7月14日****市场数据**

| 市场数据日期 | 2019-07-12 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元) | 44.87 |
| 总股本(百万股) | 269 |
| 流通股本(百万股) | 160.18 |
| 总市值(百万元) | 12136.64 |
| 流通市值(百万元) | 7162.51 |
| 净资产(百万元) | 1811.99 |
| 总资产(百万元) | 3060.95 |
| 每股净资产 | 6.74 |

相关报告

《寒锐钴业：中报业绩怎么读 业绩“底”在哪》2018-08-29
《寒锐钴业(300618)：站在当前时点，如何重估钴粉龙头价值》2018-03-15

分析师：

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

何静

hejing@xyzq.com.cn

S0190518070003

研究助理：

苏东

sudong@xyzq.com.cn

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

主要财务指标

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|-------|--------|--------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2782 | 1789 | 2275 | 2433 |
| 同比增长(%) | 89.9% | -35.7% | 27.2% | 6.9% |
| 净利润(百万元) | 708 | 64 | 293 | 383 |
| 同比增长(%) | 57.5% | -90.9% | 355.5% | 30.8% |
| 毛利率(%) | 45.3% | 15.7% | 24.1% | 28.3% |
| 净利润率(%) | 25.4% | 3.6% | 12.9% | 15.8% |
| 净资产收益率(%) | 37.2% | 3.3% | 13.0% | 14.7% |
| 每股收益(元) | 3.69 | 0.34 | 1.53 | 2.00 |
| 每股经营现金流(元) | 1.51 | 4.99 | 3.27 | 2.92 |

投资要点

● **公司发布 2019H 业绩预告：**2019H，公司预计实现归母净利润为亏损 0.6 亿元—亏损 0.65 亿元，相较于 2018 年同期盈利 5.29 亿元，大幅扭盈为亏。预计 2019Q2 实现归母净利润约为亏损 0.05 亿元-亏损 0.1 亿元，同比 2018Q2 盈利 2.74 亿元大幅亏损，但环比 2019Q1 亏损 0.55 亿元，亏损幅度有所缩窄。

● **2019Q2，钴价下跌和原料成本相对较高继续拖累业绩，钴价单边下跌或导致 Q2 库存仍存在资产减值压力。**①Q2 钴价继续单边下滑为业绩亏损的核心原因：2019Q2，钴粉季度均价环比下滑 17.5%至 27.29 万元/吨，同比下滑 62.7%；MB 钴季度均价也环比下滑 16.5%至 15.7 美元/磅，同比下滑 63.1%，而粗钴中间品的折扣系数也从高位进一步小幅下滑，价格继续下跌为 Q2 业绩继续亏损的重要原因之一。②盈利也受原料库存成本较高拖累：因公司原料采购价格和成品销售价格存在一定时滞，截止到 2019Q1 公司的存货价值量仍高达 10.86 亿元，采购与销售的时滞让原料成本相对较高，叠加钴价单边下跌，预计 Q2 盈利能力也尚难改变。③更为重要的是，钴价持续单边下跌或造成存货跌价导致的资产减值压力尤存。2019Q1，公司计提存货跌价准备所致导致资产减值损失高达 0.65 亿元，但无论 MB 钴价或钴粉价格在 Q2 季度末仍相对于 Q1 底大幅下滑，此或导致在 2019Q2 季度末中的存货仍存在一定减值压力。

● **站在周期的最底部，行业价格底和企业业绩底或均已现，关注边际变化带来的投资机会。**一方面，当前 MB 钴价已回落至 12.88 美元/磅，相较于去年高点下跌 71%，也显著低于 2003 年至今的 18 美元/磅平均值，钴价已回归到历史低位运行区间，未来进一步下跌空间非常有限。另一方面，因钴产品采购与销售的时滞因素导致钴企业均存在一定的存货减值因素拖累业绩，在当前钴价处于历史底部区域，未来进一步减值空间非常有限，主营业务受高库存成本的因素也相较前期有所缓解，预计企业季度业绩底均在 2019H 之前出现。当前钴行业供给端在价格持续下跌的背景下，已出现明显主动收缩迹象，股价已下跌至 2016 年上涨之前的起点位置，未来关注边际变化带来的行业投资机会。

● **盈利预测与评级：**调低 2019-2021 年预计分别实现归母净利 0.64 亿元、2.93 亿元、3.83 亿元，EPS 为 0.34 元、1.53 元、2 元，以 7 月 14 日收盘价计算，对应 PE 为 133.9X、29.4X、22.5X。维持公司的“审慎增持”评级。

风险提示：钴价下跌风险，供给端大幅放量风险，自身项目不及预期等。

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 流动资产 | 2683 | 2679 | 2658 | 3021 | 营业收入 | 2782 | 1789 | 2275 | 2433 |
| 货币资金 | 748 | 957 | 1006 | 1327 | 营业成本 | 1522 | 1509 | 1727 | 1745 |
| 交易性金融资产 | 0 | 13 | 6 | 8 | 营业税金及附加 | 74 | 48 | 64 | 72 |
| 应收账款 | 330 | 248 | 322 | 406 | 销售费用 | 21 | 14 | 18 | 21 |
| 其他应收款 | 2 | 2 | 2 | 2 | 管理费用 | 84 | 54 | 73 | 81 |
| 存货 | 1313 | 1086 | 977 | 879 | 财务费用 | 79 | 14 | 1 | -0 |
| 非流动资产 | 767 | 1069 | 1538 | 1634 | 资产减值损失 | 10 | 65 | 0 | 0 |
| 可供出售金融资产 | 180 | 0 | 60 | 60 | 公允价值变动 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资收益 | 5 | 0 | 2 | 2 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 957 | 86 | 395 | 516 |
| 固定资产 | 255 | 771 | 1208 | 1292 | 营业外收入 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 104 | 77 | 63 | 57 | 营业外支出 | 1 | 0 | 1 | 1 |
| 油气资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 957 | 86 | 394 | 516 |
| 无形资产 | 33 | 38 | 42 | 47 | 所得税 | 253 | 22 | 101 | 132 |
| 资产总计 | 3451 | 3749 | 4196 | 4655 | 净利润 | 704 | 64 | 293 | 383 |
| 流动负债 | 825 | 1077 | 1227 | 1323 | 少数股东损益 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 短期借款 | 521 | 170 | 204 | 245 | 归属母公司净利 | 708 | 64 | 293 | 383 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS(元) | 3.69 | 0.34 | 1.53 | 2.00 |
| 应付账款 | 155 | 712 | 831 | 857 | | | | | |
| 其他 | 150 | 195 | 192 | 221 | | | | | |
| 非流动负债 | 726 | 708 | 718 | 725 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 79 | 79 | 79 | 79 | 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 其他 | 647 | 629 | 639 | 646 | 成长性 | | | | |
| 负债合计 | 1551 | 1785 | 1945 | 2048 | 营业收入增长率 | 89.9% | -35.7% | 27.2% | 6.9% |
| 股本 | 192 | 192 | 192 | 192 | 营业利润增长率 | 58.9% | -91.0% | 358.3% | 30.7% |
| 资本公积 | 361 | 361 | 361 | 361 | 净利润增长率 | 57.5% | -90.9% | 355.5% | 30.8% |
| 未分配利润 | 1129 | 1375 | 1654 | 2000 | | | | | |
| 少数股东权益 | -1 | -1 | -1 | -1 | 盈利能力 | | | | |
| 股东权益合计 | 1899 | 1964 | 2251 | 2608 | 毛利率 | 45.3% | 15.7% | 24.1% | 28.3% |
| 负债及权益合计 | 3451 | 3749 | 4196 | 4655 | 净利率 | 25.4% | 3.6% | 12.9% | 15.8% |
| | | | | | ROE | 37.2% | 3.3% | 13.0% | 14.7% |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | 偿债能力(%) | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 45.0% | 47.6% | 46.4% | 44.0% |
| | | | | | 流动比率 | 3.25 | 2.49 | 2.17 | 2.28 |
| | | | | | 速动比率 | 1.66 | 1.48 | 1.37 | 1.62 |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 资产周转率 | 98.9% | 49.7% | 57.3% | 55.0% |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 1162.9% | 619.5% | 797.8% | 656.1% |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | 每股资料(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 3.69 | 0.34 | 1.53 | 2.00 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.51 | 4.99 | 3.27 | 2.92 |
| | | | | | 每股净资产 | 9.90 | 10.23 | 11.73 | 13.59 |
| | | | | | | | | | |
| | | | | | 估值比率(倍) | | | | |
| | | | | | PE | 12.2 | 133.9 | 29.4 | 22.5 |
| | | | | | PB | 4.5 | 4.4 | 3.8 | 3.3 |

现金流量表

| 会计年度 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 704 | 64 | 293 | 383 |
| 折旧和摊销 | 28 | 63 | 128 | 174 |
| 资产减值准备 | 10 | 0 | 0 | 13 |
| 无形资产摊销 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动损失 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 29 | 14 | 1 | -0 |
| 投资损失 | -5 | 0 | -2 | -2 |
| 少数股东损益 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金的变动 | -651 | -828 | -185 | 8 |
| 经营活动产生现金流 | 291 | 958 | 628 | 560 |
| 投资活动产生现金流 | -443 | -390 | -607 | -255 |
| 融资活动产生现金流 | 325 | -360 | 28 | 16 |
| 现金净变动 | 193 | 209 | 49 | 321 |
| 现金的期初余额 | 536 | 748 | 957 | 1006 |
| 现金的期末余额 | 729 | 957 | 1006 | 1327 |

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|------|--|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15% |
| | | 审慎增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5% |
| | | 无评级 | 由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| | | 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|---------------------------|---------------------------|-----------------------------|
| 地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层 | 地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605 | 地址: 深圳福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701 |
| 邮编: 200135 | 邮编: 100033 | 邮编: 518035 |
| 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn | 邮箱: research@xyzq.com.cn |