

寒锐钴业 (300618.SZ)

铜钴提产增效，业绩同比大增

核心观点：

- **事件。**公司发布 2020 年半年报，上半年实现营业收入 10.36 亿元，同比增加 12.32%；归属于母公司净利润 6,197.11 万元，同比增加 180.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5,936.42 万元，比上年同期增加了 175.81%。
- **铜钴提产增效，业绩同比大增。**子公司刚果迈特铜生产线改造完成和寒锐金属 2 万吨电解铜项目投产，2020 年上半年电解铜销售量同比增长 75.2%，同时由于高价钴库存在 2019 年消耗，上半年钴产品成本同比下降 12.25%，因此公司本报告期盈利能力提高。公司在科卢韦齐投资建设的 2 万吨电积铜和 5,000 吨电积钴项目达到预定可使用状态的时间为 2020 年 12 月 31 日。我们预期随着项目落地，公司铜钴产品产销量有望进一步增加，伴随着需求向好，产品价格上涨，公司盈利能力有望持续增强。
- **切入新能源领域，发展新盈利点，有望增厚公司利润。**2020 年 6 月 4 日，公司非公开发行 A 股股票获得证监会核准批复，并于 2020 年 7 月 13 日收到全部募集资金 19.01 亿元，通过再融资助力赣州寒锐项目建设。通过完整产业链优势，促进核心业务增长与增加新的盈利点，进一步夯实主营业务。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.96、1.74、2.77 元/股。公司扩大铜钴产能，叠加 2020 年铜钴价格上涨；以及切入新能源领域，发展新盈利点，有望增厚公司利润。参考可比公司估值，我们给予公司 2021 年 10 倍 PB 对应公司合理价值为 86.78 元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**新建项目投产进度缓慢；公允价值变动损益对业绩影响。铜钴价格波动风险。

盈利预测：

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,782	1,779	2,614	4,011	5,082
增长率 (%)	89.9	-36.1	46.9	53.5	26.7
EBITDA (百万元)	1,068	40	511	914	1,388
归母净利润 (百万元)	708	14	290	527	840
增长率 (%)	57.5	-98.0	1989.9	81.8	59.4
EPS (元/股)	3.69	0.05	0.96	1.74	2.77
市盈率 (P/E)	20.10	1,597.48	79.76	43.88	27.53
ROE (%)	37.2	0.8	13.8	20.0	24.2
EV/EBITDA	13.49	580.16	50.10	29.56	19.95

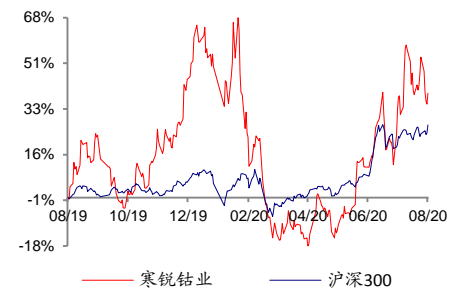
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	76.3 元
合理价值	86.78 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-31

相对市场表现



分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

陈先龙

chenxianlong@gf.com.cn

公司发布2020年半年报。报告期内，公司实现营业收入103,577.03万元，同比增加12.32%；归属于母公司净利润6,197.11万元，同比增加180.98%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润5,936.42万元，比上年同期增加了175.81%。报告期末，公司总资产35.61亿元，比上年年末增长1.69%；归属于上市公司股东净资产18.88亿元，比上年年末增加6.17%。

（一）积极推进项目，实现提产增效

科卢韦齐年产2万吨电积铜生产线于2020年4月份底正式投产，现已达产。赣州寒锐作为公司进入新能源领域的起点，细化开工前准备，完善项目建设规划，助力公司战略落地。同步完成两大项目组织架构调整和制度与流程建设、各项管理和控制体系等配套建设。2020年6月4日，公司非公开发行A股股票获得证监会核准批复，并于2020年7月13日收到全部募集资金1,901,275,999.20元，通过再融资助力赣州寒锐项目建设。通过完整产业链优势，促进核心业务增长与增加新的盈利点，进一步夯实主营业务。

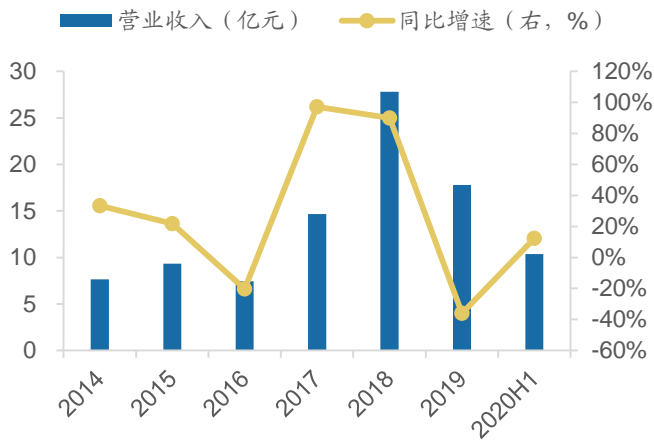
（二）受疫情影响，2万吨电积铜和5,000吨电积钴项目达到可使用状态时间推迟

2020年8月12日，公司决定将“寒锐钴业在科卢韦齐投资建设2万吨电积铜和5,000吨电积钴项目”达到预定可使用状态的时间调整至2020年12月31日。募集资金投资项目（寒锐钴业在科卢韦齐投资建设2万吨电积铜和5,000吨电积钴项目）“年产2万吨电积铜项目”已建成投产，但受新冠肺炎疫情的影响，寒锐金属“年产5,000吨电积钴项目”相关管理人员、生产人员、技术及调试人员因国际航班停飞无法亲临现场；此外，南非德班港（Durban）等主要港口因疫情关停，国际物流运输的畅顺受到一定影响，导致该项目设备安装调试及建设进度有所延缓，无法在2020年6月30日前达到预定可使用状态。因此，为确保募集资金使用效益，结合市场环境变化及公司实际情况，公司经审慎研究，决定将“寒锐钴业在科卢韦齐投资建设2万吨电积铜和5,000吨电积钴项目”达到预定可使用状态的时间调整至2020年12月31日。

（三）力争成本最低化，进一步提升盈利能力

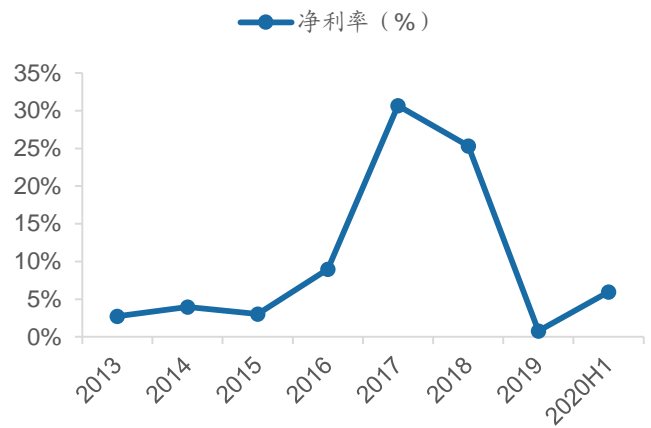
随着子公司刚果迈特铜生产线改造完成和寒锐金属2万吨电解铜项目投产，2020年上半年电解铜销售量同比增长75.2%，同时由于高价钴库存在2019年消耗，本报告期钴产品成本同比下降12.25%，因此公司本报告期盈利能力提高。公司将加快在建项目投产，进一步控制源头矿石采购成本，优化库存结构，发挥铜钴协同生产优势，力争成本最低化，从而进一步提高公司的盈利能力。

图1: 公司年度营收



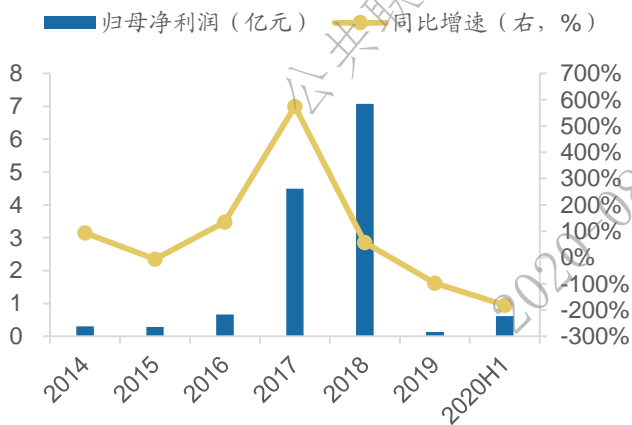
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图2: 净利率



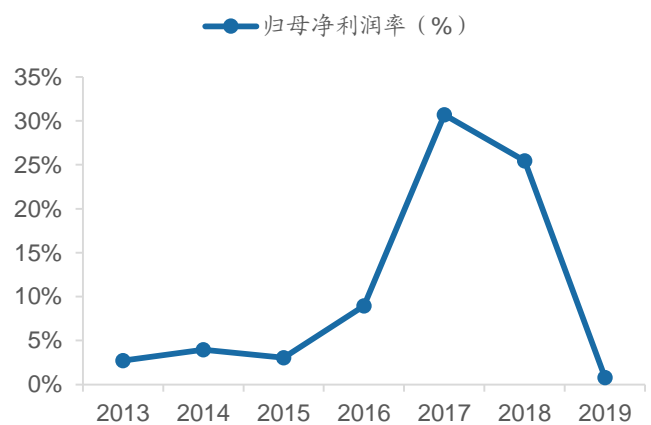
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图3: 公司归母净利润



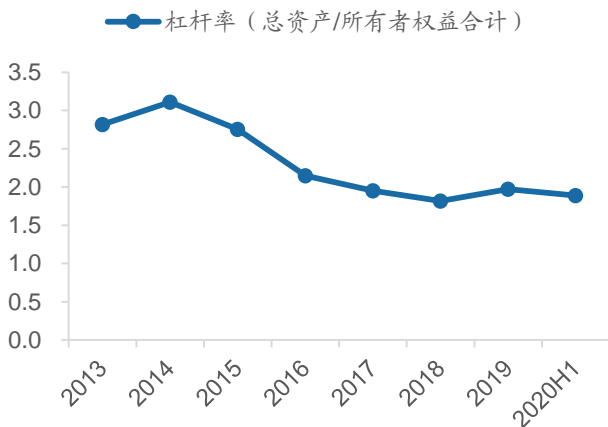
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 归母净利润率



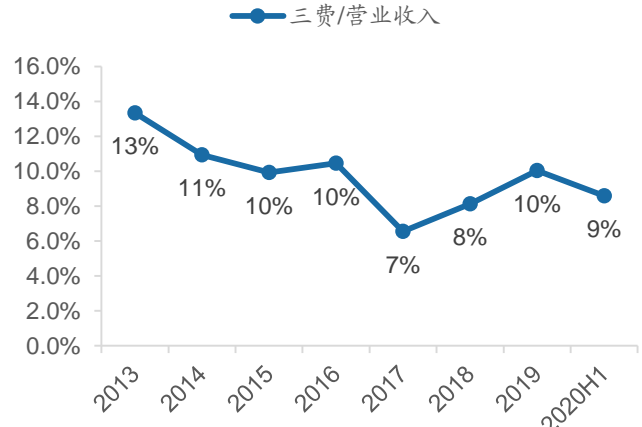
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 公司杠杆率



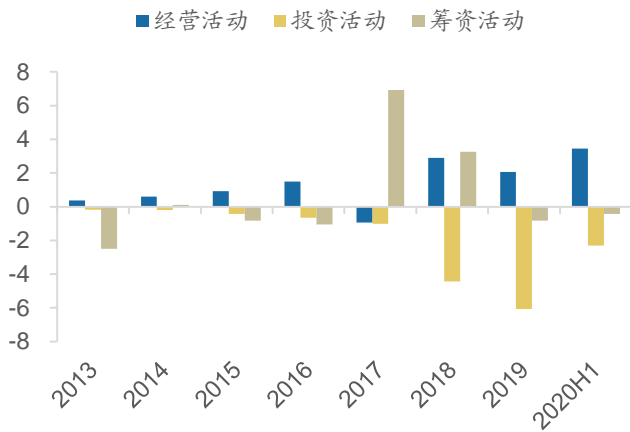
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 公司三费/营业收入



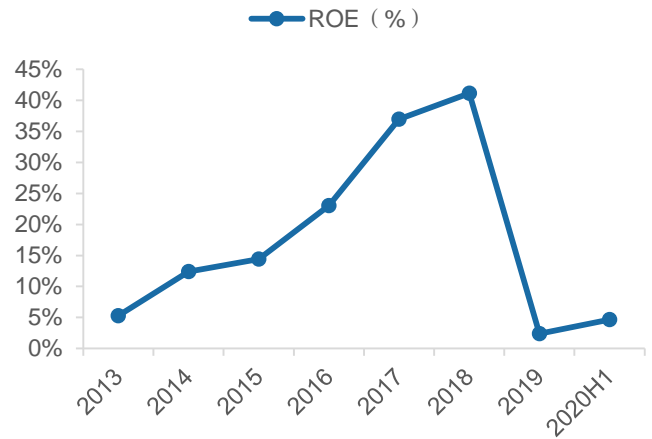
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 公司现金流量分析 (亿元)



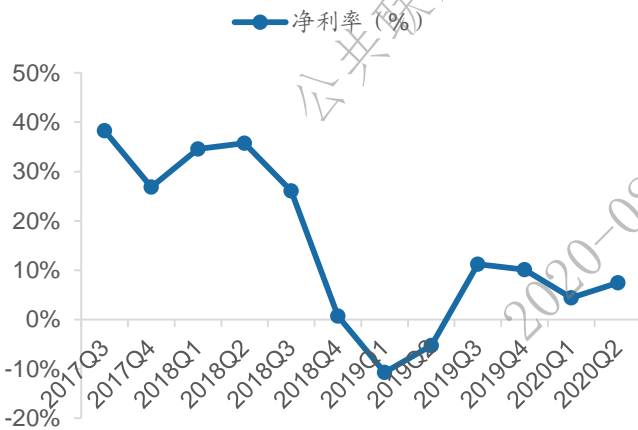
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 公司ROE



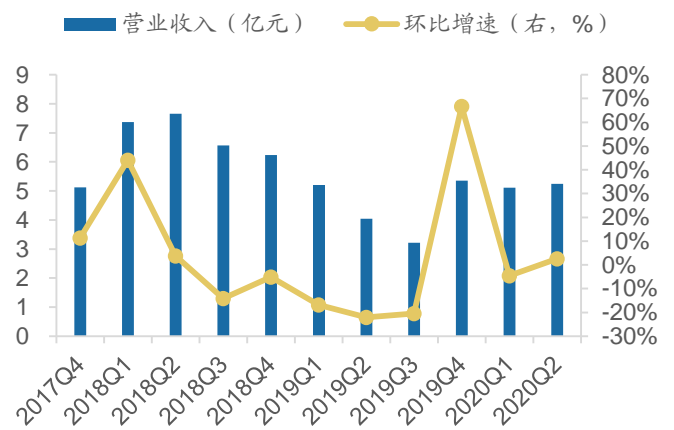
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 公司净利率 (季度)



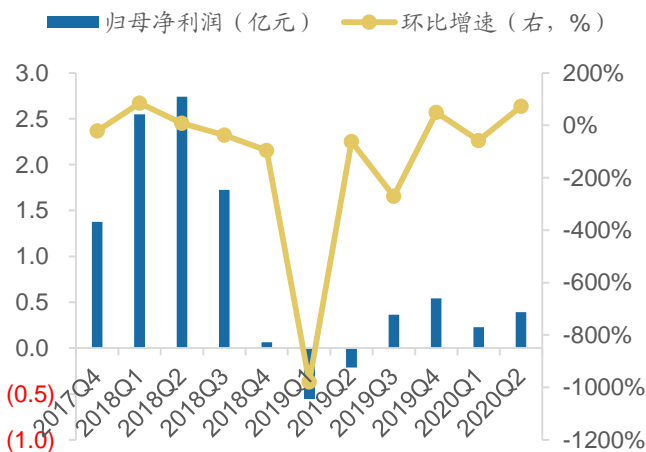
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图10: 公司营业收入 (季度)



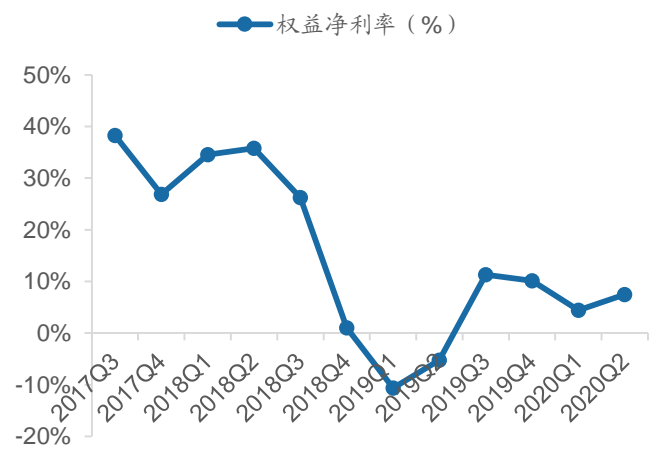
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 公司归母净利润 (季度)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图12: 公司权益净利率 (季度)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(四) 盈利预测与投资建议

产销量:

铜: 根据公司半年报披露: 子公司刚果迈特铜生产线改造完成和寒锐金属2万吨电解铜项目投产, 2020年上半年电解铜销售量同比增长75.2%。我们预期公司2020-22年铜产销量逐步增加。

钴: 根据公司半年报披露: 5,000吨电积钴项目达到预定可使用状态的时间调整至2020年12月31日。因此我们预期公司2020-22年产销量逐步上升。

价格: 预期随着需求好转, 铜钴价格在2020-22年逐步上涨。

成本: 公司铜产线改造完成后, 拥有较强的成本控制能力, 预期铜产品成本维持稳定。随着钴价上涨, 钴产品成本将增加

表 1: 盈利预测关键假设 (人民币)

	2019	2020E	2021E	2022E
铜产品平均售价 (万元/吨, 不含税)	3.8	4.5	4.8	5.0
钴产品平均售价 (万元/吨, 不含税)	18.5	27.3	31.1	34.1
铜产品销量 (万吨, 金属量)	1.1	1.7	2.2	2.6
钴产品销量 (万吨, 金属量)	0.7	0.7	1.0	1.1
铜产品平均成本 (万吨, 金属量)	2.5	2.7	2.7	2.7
钴产品平均成本 (万吨, 金属量)	16.3	20.2	21.8	21.9

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心 (注: 2019 年为推算数据, 2020-22 年为预测数据)

预计公司2020-2022年EPS分别为0.96、1.74、2.77元/股。公司扩大铜钴产能，叠加2020年铜钴价格上涨；以及切入新能源领域，发展新盈利点，有望增厚公司利润。参考可比公司估值，我们给予公司2021年10倍PB对应公司合理价值为86.78元/股，维持公司“买入”评级。（赣锋锂业与公司同为新能源上游板块，主营业务为矿业与冶炼，是合理可比公司）

表 2: 可比公司估值比较表

公司名 称	公司代码	主营业务	股价 (元/ 股)	EPS (元/股)			PB (x)		
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
华友钴业	603799.SH	新能源锂电材料和钴新材料加工	40.62	0.69	1.05	1.25	7.41	6.50	5.67
赣锋锂业	002460.SZ/01772.HK	锂矿开采及锂盐加工	51.4	0.52	0.92	1.26	7.61	6.77	5.99

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心 (注: 华友钴业 EPS, PB 为广发证券当前预测值, 赣锋锂业为当前 wind 一致预期)

图13: 寒锐钴业PB变化趋势



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

(五) 风险提示

新建项目投产进度缓慢; 公允价值变动损益对业绩影响。铜钴价格波动风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,683	2,014	3,422	4,806	5,670	经营活动现金流	291	206	-751	-376	418
货币资金	748	274	400	400	400	净利润	704	14	284	516	823
应收及预付	542	414	591	902	1,135	折旧摊销	29	39	35	35	35
存货	1,313	1,189	2,241	3,258	3,835	营运资金变动	-651	303	-1,179	-1,129	-703
其他流动资产	81	137	190	246	301	其它	209	-149	109	202	263
非流动资产	767	1,489	2,283	3,077	3,871	投资活动现金流	-443	-606	-828	-826	-824
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本支出	-265	-595	-805	-805	-805
固定资产	255	412	568	725	881	投资变动	-130	-4	-19	-19	-19
在建工程	104	619	1,135	1,650	2,165	其他	-48	-7	-4	-2	0
无形资产	33	34	133	232	331	筹资活动现金流	325	-83	1,705	1,202	406
其他长期资产	375	423	447	470	494	银行借款	1,716	891	1,785	1,411	678
资产总计	3,451	3,502	5,705	7,883	9,541	股权融资	0	0	34	0	0
流动负债	825	1,168	3,052	4,714	5,549	其他	-1,391	-974	-114	-210	-272
短期借款	521	691	2,476	3,887	4,566	现金净增加额	193	-481	126	0	0
应付及预收	160	335	397	580	687	期初现金余额	536	729	274	400	400
其他流动负债	144	142	179	247	297	期末现金余额	729	248	400	400	400
非流动负债	726	558	558	558	558						
长期借款	79	30	30	30	30						
应付债券	304	330	330	330	330						
其他非流动负债	343	198	198	198	198						
负债合计	1,551	1,725	3,610	5,272	6,107						
股本	192	269	303	303	303						
资本公积	361	287	287	287	287						
留存收益	1,165	1,013	1,302	1,829	2,669						
归属母公司股东权益	1,900	1,778	2,102	2,629	3,469						
少数股东权益	-1	-1	-7	-18	-34						
负债和股东权益	3,451	3,502	5,705	7,883	9,541						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,782	1,779	2,614	4,011	5,082
营业成本	1,522	1,570	1,832	2,663	3,134
营业税金及附加	74	63	93	143	181
销售费用	21	19	27	42	53
管理费用	84	85	125	191	243
研发费用	41	41	61	93	118
财务费用	79	34	103	197	260
资产减值损失	-10	0	0	0	0
公允价值变动收益	-1	3	0	0	0
投资净收益	5	3	4	6	8
营业利润	957	-20	386	702	1,119
营业外收支	1	0	0	0	0
利润总额	957	-20	386	702	1,119
所得税	253	-33	102	186	296
净利润	704	14	284	516	823
少数股东损益	-3	0	-6	-11	-17
归属母公司净利润	708	14	290	527	840
EBITDA	1,068	40	511	914	1,388
EPS (元)	3.69	0.05	0.96	1.74	2.77

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	89.9%	-36.1%	46.9%	53.5%	26.7%
营业利润增长	58.9%	-102.0%	2079.4%	81.8%	59.4%
归母净利润增长	57.5%	-98.0%	1989.9%	81.8%	59.4%
获利能力					
毛利率	45.3%	11.8%	29.9%	33.6%	38.3%
净利率	25.3%	0.8%	10.9%	12.9%	16.2%
ROE	37.2%	0.8%	13.8%	20.0%	24.2%
ROIC	27.0%	0.0%	7.0%	9.4%	11.8%
偿债能力					
资产负债率	45.0%	49.3%	63.3%	66.9%	64.0%
净负债比率	81.7%	97.1%	172.3%	201.9%	177.8%
流动比率	3.25	1.72	1.12	1.02	1.02
速动比率	1.56	0.66	0.37	0.31	0.31
营运能力					
总资产周转率	0.81	0.51	0.46	0.51	0.53
应收账款周转率	8.44	5.85	5.85	5.85	5.85
存货周转率	2.12	1.50	1.17	1.23	1.33
每股指标 (元)					
每股收益	3.69	0.05	0.96	1.74	2.77
每股经营现金流	1.51	0.77	-2.48	-1.24	1.38
每股净资产	9.90	6.61	6.94	8.68	11.45
估值比率					
P/E	20.10	1,597.48	79.76	43.88	27.53
P/B	7.48	12.46	11.00	8.79	6.66
EV/EBITDA	13.49	580.16	50.10	29.56	19.95

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。