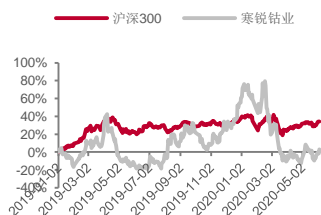


寒锐钴业(300618.SZ)/有色金属

从钴粉龙头向全产业链迈进

评级: 买入 (维持)
市场价格: 53.23
分析师: 谢鸿鹤
执业证书编号: S0740517080003
电话: 021-20315185
Email: xiehh@r.qlzq.com.cn
研究助理: 郭中伟
电话: 0755-22660869
Email: guozw@r.qlzq.com
基本状况

总股本(百万股)	269.45
流通股本(百万股)	187.53
市价(元)	52.60
市值(百万元)	14342.65
流通市值(百万元)	9982.22

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、《寒锐钴业 2019 年报点评: 钴价回落拖累业绩, 增量产能进入释放期》-20200326
- 2、《全球资源品需求国 vs 供给国疫情跟踪系列之一: 下半年潜在“供应链不匹配”带来的上行风险》-20200408

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2782.47	1779.04	2918.50	4050.36	5814.08
增长率 yoy%	89.94%	-36.06%	64.05%	38.78%	43.54%
净利润 (百万元)	707.63	13.87	446.43	860.98	1146.28
增长率 yoy%	57.46%	-98.04%	1505.83%	92.86%	33.14%
每股收益 (元)	3.690	0.050	1.657	3.195	4.254
每股现金流量	1.245	0.812	-2.521	5.734	2.999
净资产收益率	37.19%	1.56%	20.07%	27.90%	27.09%
P/E	20.30	515.91	32.13	16.66	12.51
PEG	2.98	2.10	N/A	N/A	N/A
P/B	7.55	8.07	6.45	4.65	3.39

备注: 股价取自 2020 年 6 月 15 日

投资要点

- **产业链布局不断深化的钴龙头企业。**公司主要从事金属钴粉及其他钴产品的研发、生产和销售,具有较强的自主研发和创新能力,并具有自主国际品牌。公司以钴产品为核心,形成了从原材料钴矿石的开发、收购,到钴矿石的加工、冶炼,直至钴中间产品和钴粉的完整产业流程。
- **深耕刚果(金)市场,保障钴原料供应稳定。**刚果(金)占到全球钴矿石供应量的 70%左右,原料供应高度集中,原料成本占到公司成本的 70%以上,拥有稳定且低成本的原材料是钴企业持续发展的关键,2007 年公司成立子公司刚果迈特,建立了“矿山-冶炼厂”的直供模式,充分保障原料供应的稳定。目前刚果迈特在刚果(金)具备 4000 吨钴精矿、5000 吨粗制氢氧化钴生产线,子公司寒锐金属 5000 吨电积钴项目将于 2020 年年中投产,实现产品的深加工,大大降低物流运输成本,将进一步提升矿石的综合效益。
- **钴粉产能进入释放期,支撑公司业绩增长。**公司 2017 年国内钴粉市占率约为 41.32%,2019 年公司安徽滁州 3000 吨钴粉产能投产,公司钴粉产能从 1500 吨增加至 4500 吨,钴粉产能实现两倍增长,进一步巩固公司钴粉龙头地位。公司已经与优质国内外客户建立稳定的客户联系,拥有韩国 TaeguTec、德国 Betek-Simon、日本东芝、以色列 Iscar、德国 E6、IMC 国际金属(大连)、厦门春保森拉天时、自贡硬质合金、厦门钨业等中外一流企业在内的下游客户群。
- **切入三元前驱体领域,进一步完善产业链布局。**2018 年 3 月,公司公告拟投资建设 1 万金属吨钴新材料(其中包含 5400 吨硫酸钴、1600 吨氯化钴和 3000 吨四氧化三钴)和 26000 吨三元前驱体项目。项目建成后 will 提升公司钴粉原料的自给率,并将产业链拓展至新能源汽车产业链上,产品市场空间广阔。
- **钴价底部不断夯实,三年新周期明确。**1) 短期原料趋紧带动钴价反弹,下游需求复苏预期不断增强,疫情继续扰动钴矿石供给, Q3 进入“需求底+供给顶”拐点期,下半年供需错配的逻辑或将逐渐得到验证;2) 从中长期来看,2019 年嘉能可关停 Mutanda 矿奠定了中长期钴供应收缩的基调,各国加大对新能源汽车的扶持力度,海外车企加速新能源汽车布局,供需共振之下,钴价或将步入上行周期。
- **投资建议:**假设 2020-2022 年国内电解钴(含税)销售均价为 26/30/32 万/吨,公司 2020-2022 年归母净利润分别约为 4.46 亿、8.61 亿、11.46 亿,截止目前 143 亿市值,对应 PE 分别为 32/17/13X。维持“买入”评级。
- **风险提示:**疫情风险;新能源汽车销量不及预期风险;钴产能超预期释放的风险;相关产业政策变动的风险;项目进展不及预期的风险。

内容目录

钴产业链布局不断深化的龙头企业.....	- 5 -
从钴粉龙头向产业链龙头进军	- 5 -
铜钴贡献公司主要利润，业绩有望迎来改善	- 7 -
产业布局不断深化，产能即将进入释放期.....	- 9 -
深耕刚果（金）市场，保障低成本原料供应	- 10 -
钴粉产能进入释放期，支撑公司业绩增长	- 13 -
切入三元前驱体领域，进一步完善产业链布局	- 14 -
钴价底部不断夯实，三年新周期明确	- 15 -
Q3 供需格局为“需求底+供给顶”，供需错配概率不断增加	- 15 -
中长期来看，新能源汽车+5G 产业链景气度持续上行	- 17 -
嘉能可关停 Mutanda 矿山，夯实中长期底部	- 20 -
投资建议：业绩高弹性，维持“买入”评级.....	- 22 -
风险提示	- 24 -

图表目录

图表 1: 寒锐钴业产业布局	- 5 -
图表 2: 寒锐钴业发展历程	- 6 -
图表 3: 寒锐钴业股权结构	- 6 -
图表 4: 寒锐钴业子公司经营范围介绍	- 7 -
图表 5: 寒锐钴业主营产品介绍	- 7 -
图表 6: 公司各板块收入贡献情况 (%)	- 8 -
图表 7: 公司各版块毛利贡献情况 (%)	- 8 -
图表 8: 公司营业收入变动情况	- 8 -
图表 9: 公司归母净利润变动情况	- 8 -
图表 10: 钴产品毛利率变化 (%)	- 9 -
图表 11: 铜产品毛利率变化 (%)	- 9 -
图表 12: 公司产能详细情况	- 9 -
图表 13: 公司成本构成 (%)	- 10 -
图表 14: 手采矿负责任采购模式 A	- 10 -
图表 15: 手采矿负责任采购模式 B	- 10 -
图表 16: 公司历年钴矿石采购情况	- 11 -
图表 17: 钴精矿、氢氧化钴工艺流程图	- 11 -
图表 18: 公司历年钴精矿产销情况	- 12 -
图表 19: 公司历年钴盐产销情况	- 12 -
图表 20: 公司历年电解铜产销情况	- 12 -
图表 21: 钴粉生产工艺流程	- 13 -
图表 22: 钴粉产能利用率维持高位	- 13 -
图表 23: 公司专利情况	- 14 -
图表 24: 公司募投项目具体情况	- 14 -
图表 25: 南非政策梳理	- 15 -
图表 26: 金属钴较低点反弹 8%	- 15 -
图表 27: 硫酸钴较低点反弹 6.67%	- 15 -
图表 28: 海外车企 5 月开始陆续复工	- 16 -
图表 29: 欧洲多国加码新能源车市场	- 17 -
图表 30: 德国 5 月新能源车销量同比+56.13%	- 17 -
图表 31: 法国 5 月电动车销量同比+53.14%	- 17 -
图表 32: 刚果(金)约占全球钴产量的 70%	- 17 -
图表 33: 刚果(金)疫情日趋严峻	- 17 -
图表 34: 根据双积分政策要求, 推算国内新能源车产销量情况	- 18 -

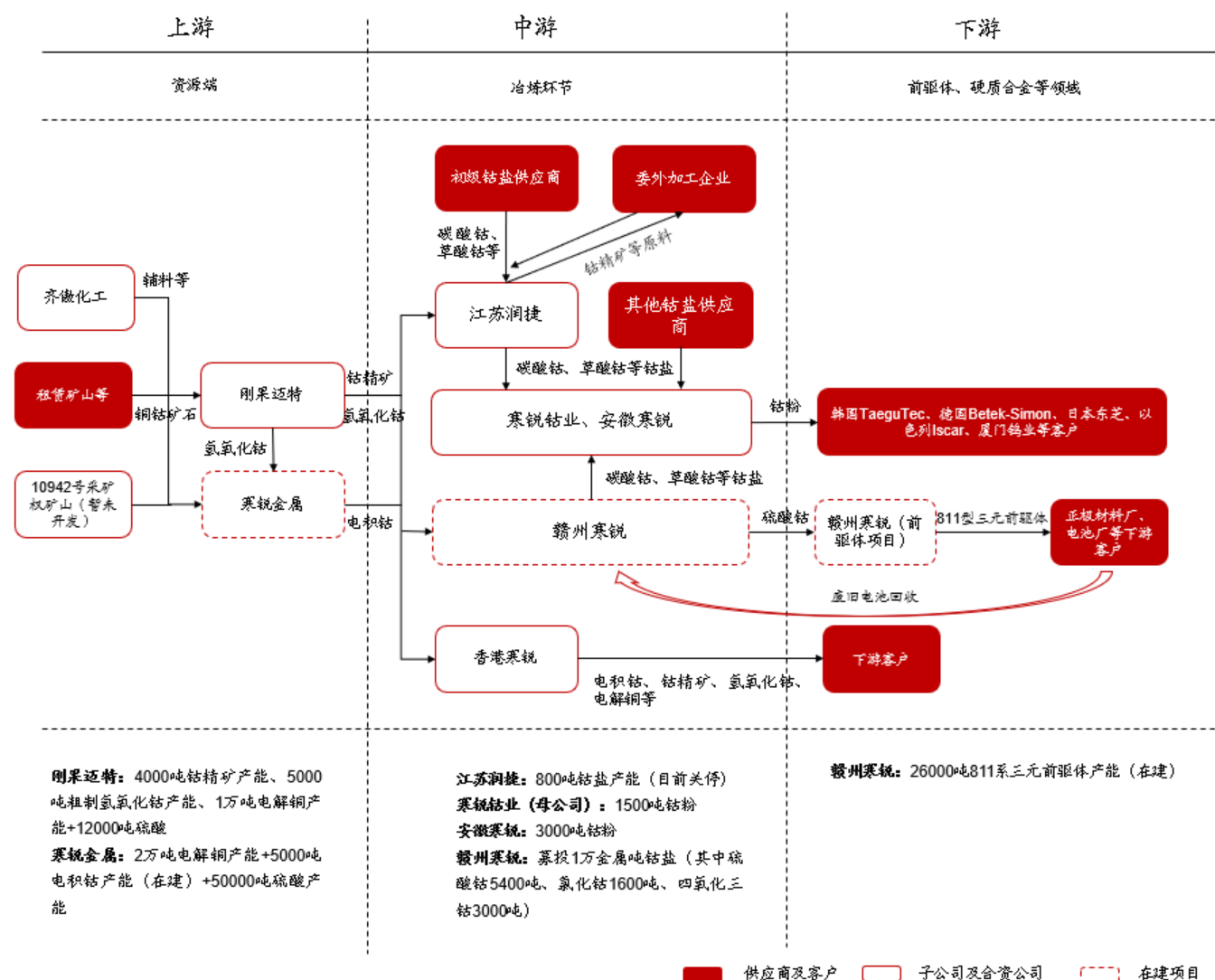
图表 35: 在完全满足欧洲排放标准法规下, 主要车企 20-21 年销量.....	- 19 -
图表 36: 海外车企发力新能源车布局, 并且有加速趋势.....	- 19 -
图表 37: 5G 手机电池容量大幅提升.....	- 20 -
图表 38: 5G 手机单部电池金属用量提升较为明显.....	- 20 -
图表 39: 5G 手机渗透率远超市场预期.....	- 20 -
图表 40: Glencore 钴产量指引对比 (单位: 万吨)	- 21 -
图表 41: 主要矿山钴产量情况 (单位: 金属吨)	- 21 -
图表 42: 钴未来三年增量项目梳理 (单位: 吨)	- 21 -
图表 43: 钴供需平衡表测算核心假设.....	- 22 -
图表 44: 钴供需平衡表预测.....	- 22 -
图表 45: 公司业务拆分及核心假设.....	- 23 -
图表 46: 可比公司估值对比.....	- 23 -
图表 47: 公司财务报表 (单位: 百万元)	- 25 -

钴产业链布局不断深化的龙头企业

从钴粉龙头向产业链龙头进军

- 公司是少数拥有有色金属钴完整产业链的企业之一。公司主要从事金属钴粉及其他钴产品的研发、生产和销售，具有较强的自主研发和创新能力，并具有自主国际品牌。公司以钴产品为核心，形成了从原材料钴矿石的开发、收购，到钴矿石的加工、冶炼，直至钴中间产品和钴粉的完整产业流程。近年来，公司冶炼产能不断提升，目前公司拥有钴精矿产能 4000 万吨、钴盐 5800 万吨（其中氢氧化钴 5000 吨）、电解铜 10000 吨、硫酸 12000 吨，刚果（金）20000 吨电积铜和 5000 吨电积钴产能有望于 2020 年年中投产，此外公司积极布局三元前驱体领域和废旧电池回收领域，募投建设 10000 金属吨金属新材料产能和 26000 吨三元前驱体产能，产业链不断向下游渗透，逐渐从钴粉龙头转变为钴产业链龙头企业。

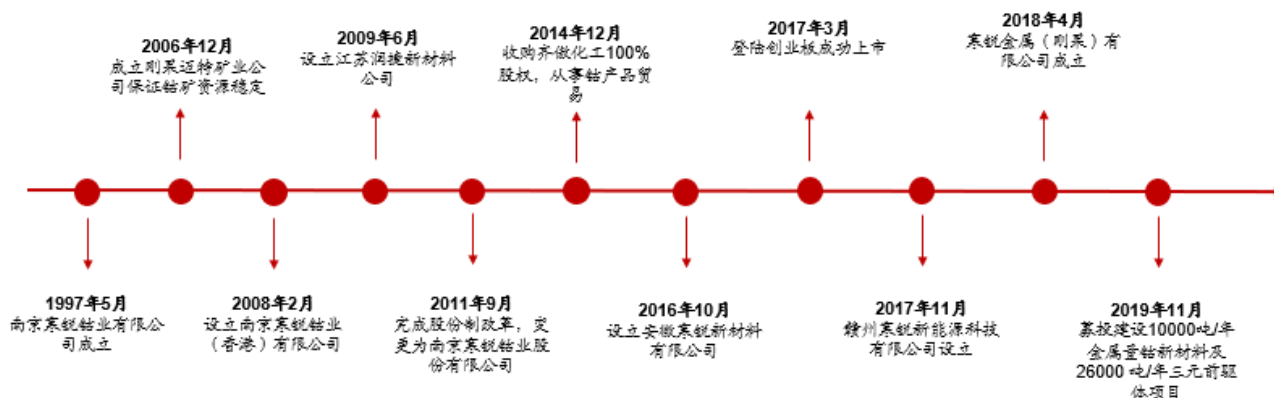
图表 1：寒锐钴业产业布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **深耕钴产业链，逐渐从钴粉龙头向产业链龙头转变。**1997年5月，公司前身南京寒锐钴业有限公司成立，2006年12月成立刚果迈特矿业公司保证钴矿资源稳定，2011年9月公司完成股份制改革，变更为南京寒锐钴业股份有限公司，2017年3月公司登陆创业板成功上市，2017年11月成立赣州寒锐新能源科技有限公司，为公司向产业链下游渗透的主要企业，2018年4月公司成立寒锐金属（刚果）有限公司，继续加码刚果金原料资源布局，2019年11月公司募投资金由赣州寒锐建设10000吨金属量钴新材料及26000吨三元前驱体项目，产业链布局继续向下游加深。

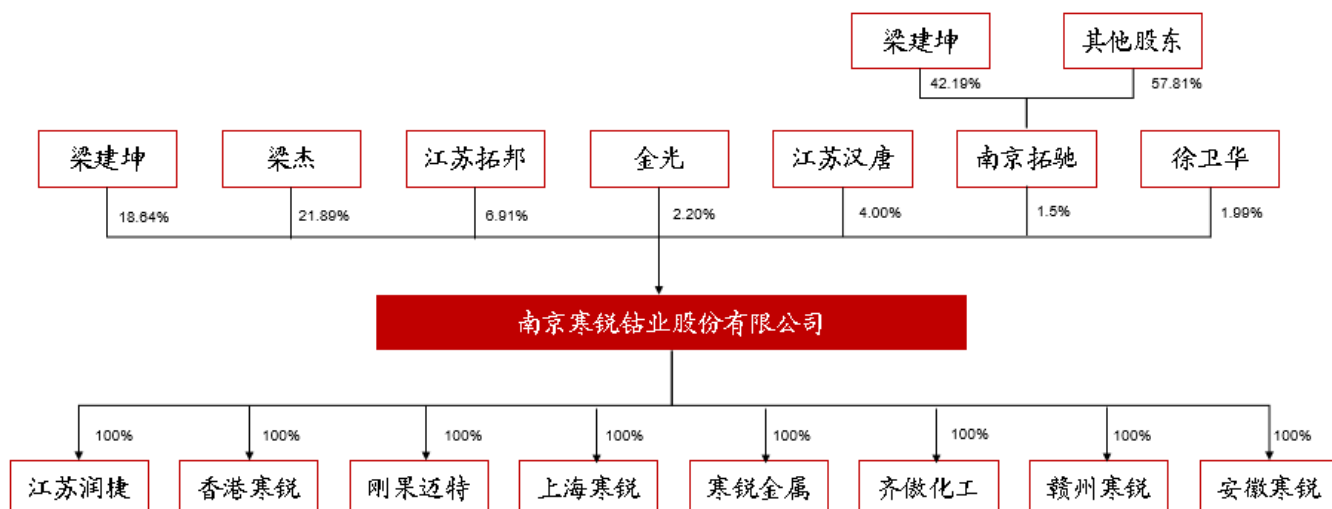
图表 2：寒锐钴业发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司控股股东和实际控制人为梁建坤和梁杰父子。**截至2020年一季报，梁杰和梁建坤分别直接持有公司21.89%和18.64%股份，合计持有40.53%股份，此外梁建坤持有舟山拓驰企业管理有限公司42.19%股权，为其控股股东，舟山拓驰持有公司1.5%股权，公司整体股权结构较为稳定。
- **公司目前拥有8家全资子公司，形成原料采购-贸易-钴产品深加工三大板块。**刚果迈特为公司原料采购中心，在刚果金采购铜钴矿石，加工成钴精矿、氢氧化钴和电积铜，一部分由香港寒锐对外销售，一部分运回国内作为钴深加工产品的原料；寒锐金属5000吨电积钴和20000吨电积铜项目将于2020年中投产，进一步提升公司原料自给率；安徽寒锐及母公司南京寒锐为钴产品深加工基地，主要产品为钴粉，赣州寒锐为公司新能源板块的核心，在建10000金属吨钴新材料和26000吨三元前驱体产能。

图表 3：寒锐钴业股权结构



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：寒锐钴业子公司经营范围介绍





子公司	经营范围	生产线分布
江苏润捷	主要从事钴盐产品加工，主要产品为草酸钴、碳酸钴等，为钴粉生产的原料	800 吨钴盐生产线
香港寒锐	原材料、产品销售公司、海外贸易和结算平台	贸易公司
刚果迈特	保障公司原材料的稳定供应，原材料综合利用基地，主要产品为钴精矿、电解铜、氢氧化钴	4000 吨钴精矿产能、5000 吨粗制氢氧化钴产能、10000 吨电解铜产能
上海寒锐	借助上海自贸区的信息、人才、技术和政策优势	贸易公司
安徽寒锐	钴产品生产基地	3000 吨钴粉产能
齐傲化工	矿产品意外其他物资贸易平台、刚果迈特检验、人员往来的国内服务平台	无
赣州寒锐	新能源材料中心，涉及废旧电池回收、三元前驱体等下游锂电池领域	10000 吨钴金属新材料+26000 吨三元前驱体产能（在建）
寒锐金属	矿业项目的调查、研究、规划、设计、勘探、开采、提取、处理、加工、销售以及所有直接或间接与之相关或类似的融资、贸易、研发、工业、进出口及相关活动	5000 吨电积钴+20000 吨电积铜产线

来源：公司公告，中泰证券研究所

铜钴贡献公司主要利润，业绩有望迎来改善

- **公司主要产品为钴粉、钴精矿、钴盐、电解铜。**钴粉是高温合金、硬质合金、金刚石工具、防腐材料、磁性材料等的重要原料，广泛应用于航空、航天、电子电器、机械制造、汽车、陶瓷等领域；钴精矿和氢氧化钴是生产钴盐、钴粉的原料，也是含钴新能源动力电池等的基础原材料；公司刚果迈特子公司不断扩建电解铜生产线，电解铜也是公司的主要盈利产品之一，电解铜是生产其他铜管、铜线、铜铸件等的原料。

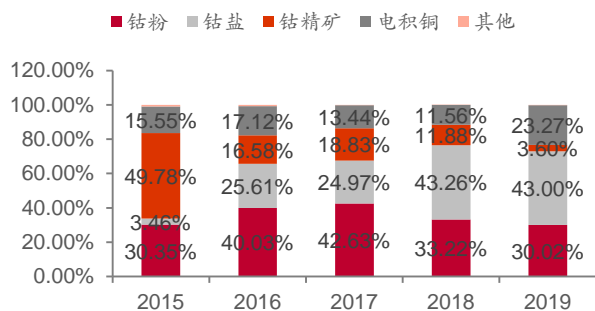
图表 5：寒锐钴业主营产品介绍

产品	用途	实物图
钴粉	是高温合金、硬质合金、金刚石工具、防腐材料、磁性材料等的重要原料，广泛应用于航空、航天、电子电器、机械制造、汽车、陶瓷等领域	
粗制氢氧化钴	生产钴盐、钴粉的原料	
电解铜	生产其他铜管、铜线、铜铸件等的原料	
电解钴	是高温合金、磁性材料等的重要原料	

来源：公司公告，中泰证券研究所

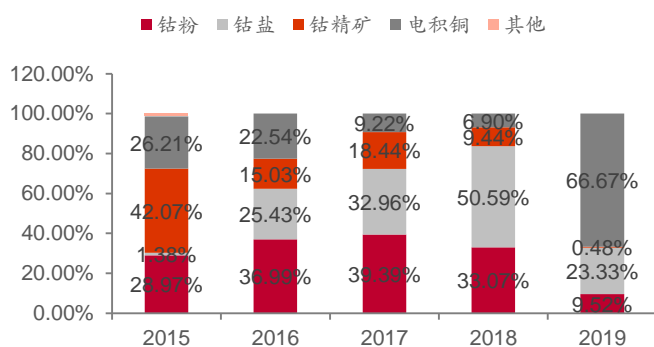
- **铜钴产品为公司利润主要来源。**从收入结构来看，2019 年公司钴产品营业收入约占 76.64%，其中钴粉占 30.02%、钴盐占比为 43%、钴精矿占比为 3.6%，电解铜收入占比为 23.27%；从毛利结构来看，2015-2018 年钴产品毛利占比均在 70%以上，2019 年由于钴价大幅走低，钴产品毛利占比下降至 33.23%，其中钴粉毛利占比 9.52%、钴盐毛利占比 23.33%、钴精矿毛利占比 0.48%，电解铜毛利占比提升至 66.67%。

图表 6：公司各板块收入贡献情况（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 7：公司各板块毛利贡献情况（%）

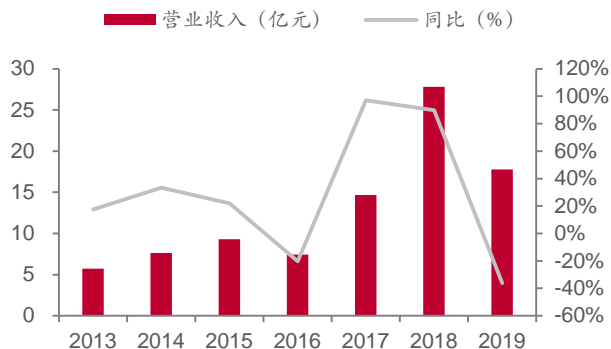


来源：Wind，中泰证券研究所

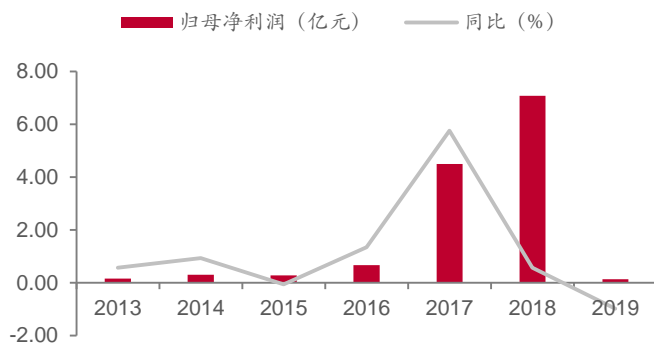
- **2019 年为公司“业绩底”，盈利能力有望迎来改善。**受钴价大幅下跌拖累，公司 2019 年实现营业收入 17.79 亿元，同比减少 36.06%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.14 亿元，较去年同期减少 98.04%。向后展望，疫情不会导致需求消失，只会导致需求推迟，供给端持续受到疫情的干扰，供需共振下，钴价中枢或将上移，此外公司刚果（金）5000 吨电积钴项目有望于 2020 年年中投产，量价齐升有望带动公司业绩迎来改善。

图表 8：公司营业收入变动情况

图表 9：公司归母净利润变动情况



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 钴产品毛利率变化 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 11: 铜产品毛利率变化 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

产业布局不断深化，产能即将进入释放期

- **公司产能即将进入释放期。**截至目前，公司具备钴粉产能 4500 吨、钴盐产能 5800 吨（其中粗制氢氧化钴产能 5000 吨）、钴精矿产能 4000 吨和电解铜产能 10000 吨，刚果（金）寒锐金属 5000 吨电积钴和 20000 吨电积铜项目计划于 2020 年 6 月投产，赣州寒锐募投建设 10000 金属吨新材料（其中硫酸钴 5400 吨、氯化钴 1600 吨、四氧化三钴 3000 吨）和 26000 吨三元前驱体项目。

图表 12: 公司产能详细情况

产品类别	公司	运行产能 (吨)	在建产能 (吨)	备注
钴粉	南京寒锐	1500		
	安徽寒锐	3000		2019 年投产，目前产能处于爬坡期
钴精矿	刚果迈特	4000		
粗制氢氧化钴	刚果迈特	5000		2018 年初全部建成投产
电积钴	寒锐金属		5000	
钴盐	江苏润捷	800		产品主要为碳酸钴、草酸钴，目前处于关停状态
	赣州寒锐		10000	一期 7000 吨建设周期为 24 个月，二期 3000 吨建设周期为 24 个月

三元前驱体	赣州寒锐	26000	二期项目建设内容，建设周期为 24 个月
电解铜	刚果迈特	10000	预计于 2020 年年中投产
	寒锐金属	20000	

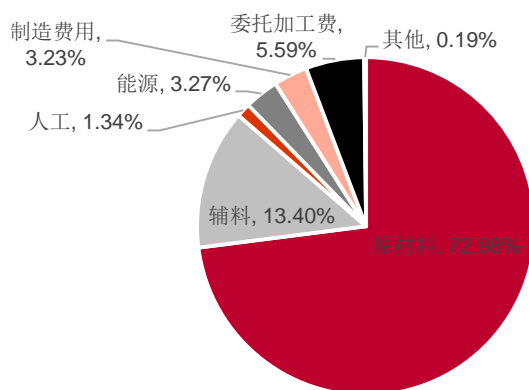
来源：公司公告，中泰证券研究所

注：三元前驱体产能单位为实物吨，其他均为金属吨

深耕刚果（金）市场，保障低成本原料供应

- **深耕刚果（金）市场，建立稳定的原料供应渠道。**刚果（金）占到全球钴矿石供应量的 60% 以上，原料供应高度集中，原料成本占到公司成本的 70% 以上，因此拥有稳定且低成本的原材料是钴企业持续发展的关键，2007 年公司成立子公司刚果迈特，充分保障原料供应的稳定。

图表 13：公司成本构成（%）

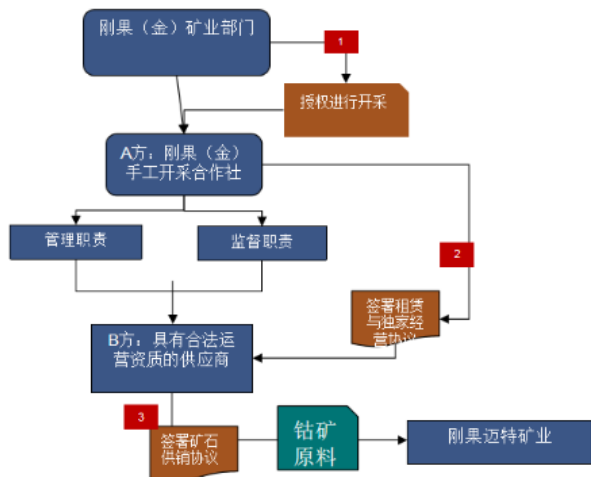


来源：公司公告，中泰证券研究所

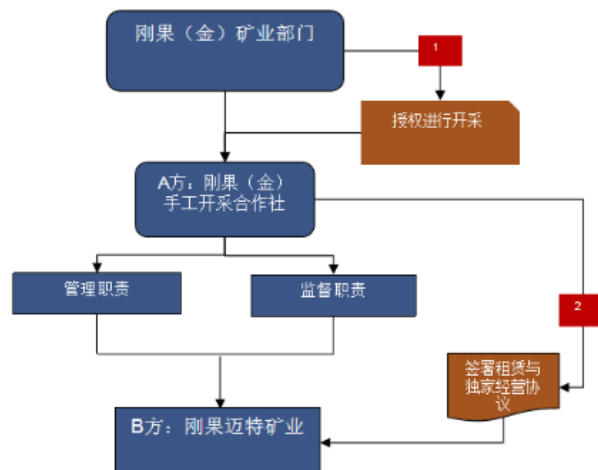
- **1) 刚果迈特自有矿山暂未开发。**刚果迈特持有 10942 号采矿权矿山，没有公路和电力供应，需要公司自建道路和发电设施，前期投资金额较大，因此公司暂未对 10942 号矿山进行开发；
- **2) 公司通过租赁矿山和向个人采购矿石，建立了“矿山-冶炼厂”的直供模式，充分保障原料供应渠道的稳定。**根据公司招股说明书，公司直接向个人采购矿石，钴矿石品位一般在 3-12% 不等（矿山开采企业钴矿石品位一般在 1-3%），铜矿石品位在 6-20%，矿石品位较高，根据我们测算，公司在当地采购民采矿的折扣系数在 2.1-3.6 折之间。公司积极推动政府部门加强对矿料开采和贸易环节的追溯、规范和管控，建立了“矿山-冶炼厂”的直供模式，充分保障供应链稳定。

图表 14：手采矿负责任采购模式 A

图表 15：手采矿负责任采购模式 B



来源：公司官网，中泰证券研究所



来源：公司官网，中泰证券研究所

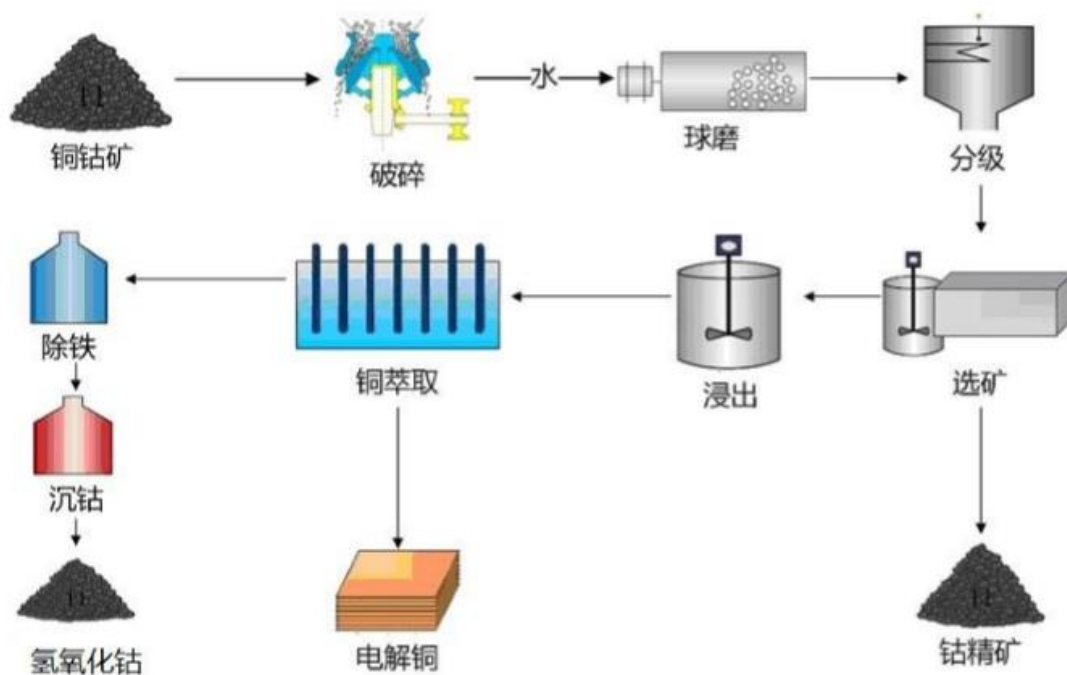
图表 16：公司历年钴矿石采购情况

原材料	项目	单位	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
钴矿石	采购量	金属吨	5528.69	3438.69	7733.36	4881.13	9254.06
	采购均价	万元/吨	6.36	5.3	10.74	20.26	5.01
	采购金额	万元	35162.47	18225.06	83056.29	98891.69	46362.84
	MB 标准级	美元/磅	12.52	11.09	26.94	36.78	15.8
	折扣系数	%	33%	31%	26%	36%	21%

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **3）建设配套冶炼项目，提升矿石综合效益。**目前，公司子公司刚果迈特在刚果（金）具备 4000 吨钴精矿、5000 吨粗制氢氧化钴生产线，刚果迈特将收购的钴矿石加工成钴精矿或粗制氢氧化钴，然后运回国内委托加工，通过对铜钴矿石的综合利用，降低了原材料成本。此外，公司全资子公司寒锐金属 5000 吨电积钴项目将于 2020 年年中投产，实现产品的深加工，大大降低物流运输成本，将进一步提升矿石的综合效益。

图表 17：钴精矿、氢氧化钴工艺流程图



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 18：公司历年钴精矿产销情况

产品名称	项目	单位	2016	2017	2018	2019
钴精矿	产能	吨	4000	4000	4000	4000
	产量	吨	2287.89	1924	1318	520
	产能利用率	%	57%	48%	33%	13%
	销量	吨	1079.83	1032.26	907.37	674.02
	产销率	%	47%	54%	69%	130%
	单位平均售价	万元/吨	11.42	26.71	36.25	9.54

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 19：公司历年钴盐产销情况

产品名称	项目	单位	2016	2017	2018	2019
钴盐	产能	吨	2800	2800	5800	5833.33
	产量	吨	2016.84	2180	5057	5497
	产能利用率	%	72%	78%	87%	94%
	销量	吨	1528.77	1157.95	3015.56	5958.13
	产销率	%	76%	53%	60%	108%
	单位平均售价	万元/吨	12.45	31.57	39.75	16.64

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 20：公司历年电解铜产销情况

产品名称	项目	单位	2016	2017	2018	2019
电解铜	产能	吨	5250	5250	10250	10417
	产量	吨	4196.18	5450	7880	10770

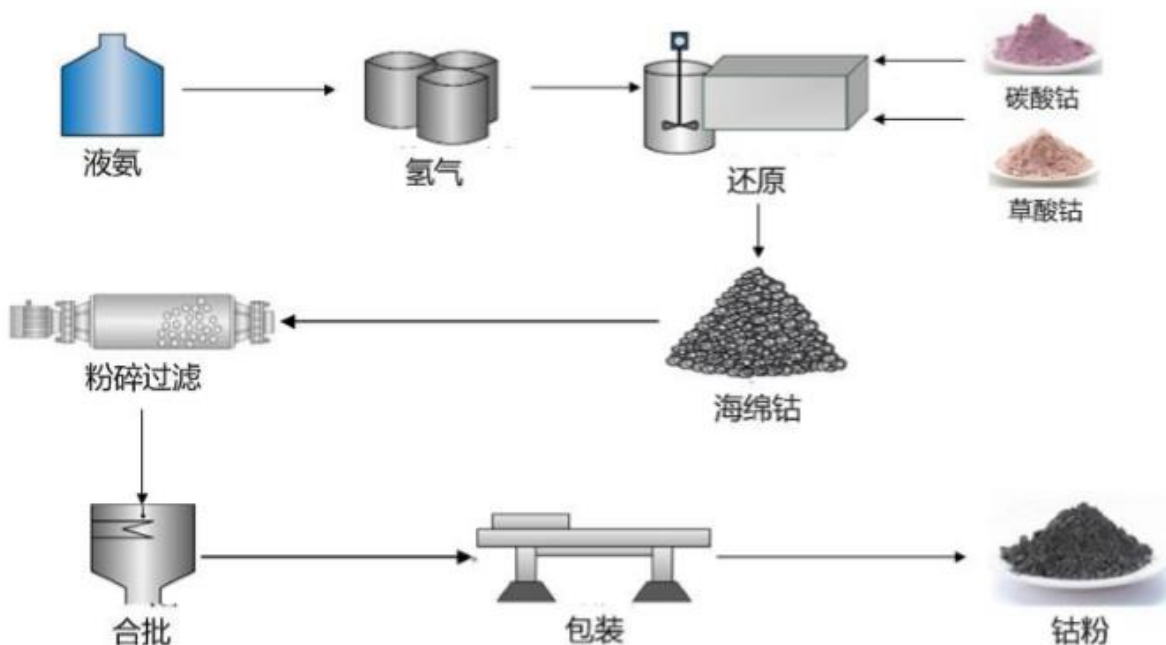
产能利用率	%	80%	104%	77%	103%
销量	吨	4299.72	5374.19	7860.28	10769.91
产销率	%	102%	99%	100%	100%
单位平均售价	万元/吨	2.96	3.66	4.07	3.82

来源：公司公告，中泰证券研究所

钴粉产能进入释放期，支撑公司业绩增长

- **公司钴粉产能实现两倍增长。**钴粉产品广泛运用于硬质合金、金刚石工具和磁性材料等领域，产品附加值较高，公司钴粉产品质量和性能优良，产品系列丰富，形成了制粒钴粉、FcoH 系列钴粉和 EFS 系列钴粉三个系列 11 个规格的产品，生产出费氏力度 0.50 μ m-4.5 μ m 规格的产品，可以满足下游客户的差异性需求，根据公司可转债募集说明书，公司 2017 年国内钴粉市占率约为 41.32%，2019 年公司安徽滁州 3000 吨钴粉产能投产，公司钴粉产能从 1500 吨增加至 4500 吨，钴粉产能实现两倍增长，进一步巩固公司钴粉龙头地位。
- **公司拥有优质客户群，产能利用率维持高位。**公司已经与优质国内外客户建立稳定的客户联系，拥有韩国 TaeguTec、德国 Betek-Simon、日本东芝、以色列 Iscar、德国 E6、IMC 国际金属（大连）、厦门春保森拉天时、自贡硬质合金、厦门钨业等中外一流企业在内的下游客户群。2016-2019 年公司钴粉产能利用率始终维持在 100%以上，公司钴粉产品拥有较好的市场地位。

图表 21：钴粉生产工艺流程



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 22：钴粉产能利用率维持高位

产品名称	项目	单位	2016	2017	2018	2019
钴粉	产能	吨	1500	1500	1500	1500

产量	吨	1500.32	1818	1993	1936
产能利用率	%	100%	121%	133%	129%
销量	吨	1599.3	1768.79	1903.07	2103.86
产销率	%	107%	97%	95%	109%
单位平均售价	万元/吨	18.58	35.35	48.35	25.38

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **加强技术研发，提升公司产品壁垒。**公司共拥有 21 项专利，其中已经授权的国家发明专利 9 项，实用新型专利 12 项，此外公司建立了客户需求的研发机制，掌握了超细钴粉、超粗颗粒钴粉、液相还原生产钴粉技术、制粒钴粉等核心技术，产品质量达到世界先进水平。

图表 23：公司专利情况

序号	大类	主要核心产品/技术	技术来源	与专利和非专利技术的对应关系
1	产品方面的核心技术	超细钴粉	集成创新	形成 1 项专利
2		高比重球型碳酸钴	集成创新	形成 1 项专利
3		近球状碳酸钴	集成创新	形成 1 项专利
4		超粗颗粒钴粉	集成创新	形成 1 项专利
5		液相还原生产钴粉技术	集成创新	形成 1 项专利
6	成本方面的核心技术	氧化铜矿浸出直接电解技术	集成创新	核心非专利技术
7		热解法四氧化三钴制备技术	集成创新	核心非专利技术
8		沉钴母液循环回用技术	集成创新	核心非专利技术
9		前置干燥还原炉	集成创新	形成一项专利
10	设备方面的核心技术	两段还原控制区还原炉	集成创新	形成一项专利
11	环保方面的核心技术	制粒钴粉的生产方法	集成创新	形成一项专利

来源：公司公告，中泰证券研究所

切入三元前驱体领域，进一步完善产业链布局

- **布局三元前驱体领域，提升公司原料自给率。**2018 年 3 月，公司公告拟投资建设 1 万金属吨钴新材料（其中包含 5400 吨硫酸钴、1600 吨氯化钴和 3000 吨四氧化三钴）和 26000 吨三元前驱体项目。项目规划总投资为 21.33 亿元，总投资收益率为 15.89%，资本金净利润率为 11.92%，项目整体经济效益较好。
 - 一期项目建设 0.7 万金属吨钴新材料（2400 吨硫酸钴、1600 吨氯化钴、3000 吨四氧化三钴），项目计划于 2021 年 11 月投产，公司目前钴粉所需钴盐原料主要通过委托加工的形式取得，项目投产后将提升公司钴盐自给率。
 - 二期项目建设 0.3 万金属吨硫酸钴和 2.6 万吨/年三元前驱体项目，计划正式投产时间为 2023 年 11 月，进一步提升公司产品附加值，将公司产品线从钴粉向动力电池市场进行拓展，产品市场空间广阔。

图表 24：公司募投项目具体情况

产品名称	单位	设计产能（一期）		设计产能（二期）		备注
		金属量	实物量	金属量	实物量	
硫酸钴	t/a	2400	11726	3000	14657	含钴 20.468%，其中后端三元前驱体产品自用金属量 1625

						吨
氯化钴	t/a	1600	6584	0	0	含钴 24.3%
四氧化三钴（碳酸钴）	t/a	2800	3810 或 6022	0	0	含钴 46.50%或 73.50%
四氧化三钴（草酸钴）	t/a	200	272 或 635	0	0	含钴 31.50%或 73.50%
三元前驱体（811 型）	t/a	0	0	16250	26000	含钴 6.25%，含镍 50%，含锰 6.25%
电铜	t/a	419	419	531	531	含铜 99.95%
碳酸锂	t/a	0	0	1736	9334	含锂 18.60%
硫酸锰结晶	t/a	0	0	4000	12500	含锰 32.00%
粗制碳酸锰	t/a	561	3743	0	0	
粗制碳酸镍	t/a	154	995	0	0	
氯化铵	t/a		6981	0	0	
硫酸钠	t/a		0		98694	

来源：公司公告，中泰证券研究所

钴价底部不断夯实，三年新周期明确

Q3 供需格局为“需求底+供给顶”，供需错配概率不断增加

- **原料趋紧带动钴价反弹。**3月下旬至5月中旬南非封锁德班港，钴原料运输受限，预计原料到6月下旬才能运到国内，且原料主要集中于大厂，冶炼厂5月开始下调开工率，冶炼厂挺价意愿较强，钴价开始反弹，硫酸钴、四氧化三钴、金属钴价格较低点分别上涨6.67%、3.66%和8.00%。预计随着原料紧张得到缓解，钴价短期或将有所松动。

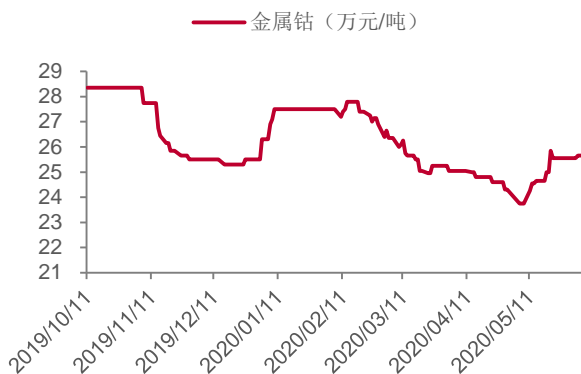
图表 25：南非政策梳理

日期	南非政策
2020/3/23	南非总统拉马福萨宣布，为防止疫情快速蔓延，南非从3月26日零时至4月16日零时实行全国封锁，时间为21天
2020/3/25	南非港口正式宣布关闭：1）所有大宗商品码头（矿产品）将关闭；2）大宗农产品（谷物、豆粕、化肥和木片）被视为必不可少的服务，将在东伦敦（East London）、理查兹湾（Richards Bay）和德班（Durban）大宗农产品码头的单一泊位上运营；3）开普敦码头（Cape Town），理查兹湾码头（Richards Bay）和德班（Durban）码头将在一个泊位上运营，以处理必要的杂货和集装箱；4）东伦敦（East London）码头、萨尔达尼亚（Saldanha）码头、伊丽莎白港（Port Elizabeth）码头和 Maydon Wharf 码头将关闭；5）所有汽车/滚装船码头将关闭
2020/4/9	南非政府决定将正在实行的21天全国封锁令延长14天至4月底结束
2020/5/2	南非将运输系统警报下调至4级，海运方面，将允许按照现行规则将货物从海港运输到仓库或最终目的地，只有携带货物的船只可以在南非港口停靠，客船和邮轮禁令仍然有效。矿产资源运输到港口要进行第一轮排队，出港要进行第二轮排队，运输效率很低，5月10日后开始陆续出港
2020/5/13	南非德班港口确诊一例新冠病例，所有来自高风险国家及地区的船只，在抵达南非任意港口时都需要隔离14天（中国、韩国、新加坡、日本、伊朗、中国香港、意大利、越南、中国台湾、美国），据SMM报道，部分原定5月10日船期延期至5月20日以后

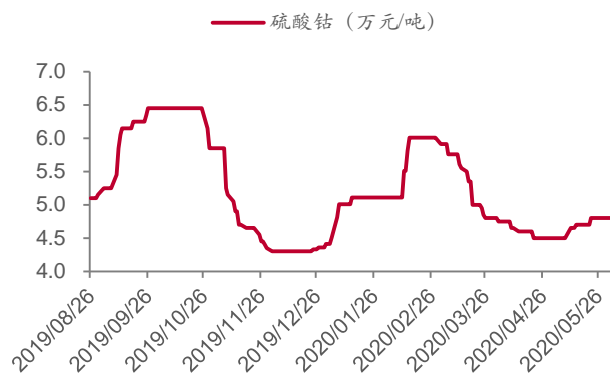
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 26：金属钴较低点反弹 8%

图表 27：硫酸钴较低点反弹 6.67%



来源：百川资讯，中泰证券研究所



来源：百川资讯，中泰证券研究所

■ Q3 供需结构为“供给顶+需求底”，下半年供需不匹配的风险正在不断上升。

- **需求端，欧洲车企于 5 月开始陆续复工，多国加码新能源车市场，强政策刺激下，欧洲新能源车市场或强劲反弹。**1) 德国：6 月 3 日德国政府审核通过总额高达 1300 亿欧元的经济刺激方案，内容包括在 2020 年 7 月 1 日至 12 月 31 日期间将德国增值税 19% 的普通税率降至 16%；拨款 500 亿欧元用于推动电动汽车发展以及设立更多充电桩；对 BEV 补贴再增加 1500 欧元（最高 6000+1500），PHEV 补贴增加 750 欧元（最高 4500+750）；2) 法国：计划未来五年每年生产 100 万台电动及混合动力汽车的目标，为实现该目标，将推出针对法国汽车行业超 80 亿欧元的刺激计划，包括把电动汽车购车补贴从 6000 欧元提高至 7000 欧元，扩大有资格领取“旧车换现金”补贴的家庭数量等。全球新能源车市场或将迎来政策加码期，欧盟正致力于“经济绿色复苏方案”，在多国新能源汽车刺激政策之下，欧洲新能源车市场或强劲复苏。
- **供给端，疫情继续扰动钴矿供给。**目前刚果（金）疫情日趋严峻，新增确诊人数不断创新高，疫情对原料端的扰动仍未消除，且在当前价格水平下，矿山企业几无盈利空间，预计下半年钴矿供给将继续收缩

图表 28：海外车企 5 月开始陆续复工

车企	复工计划
奔驰	4 月 27 日恢复其美国阿拉巴马州塔斯卡卢萨 (Tuscaloosa) 奔驰 SUV 工厂的生产
丰田	5 月 4 日在美国和加拿大开始逐步恢复生产
大众	4 月 27 日重启德国兹威考工厂的生产，5 月 3 日重启美国田纳西州的工厂
菲亚特克莱斯勒	5 月 4 日美国工厂重启
现代	5 月 4 日美国阿拉巴马州工厂重新开工
宝马	5 月 4 日恢复美国南卡罗莱纳州、德国丁格芬和墨西哥圣路易斯波托西的工厂生产
本田	5 月 8 日美国印第安纳州的汽车装配工厂复工
日产	5 月中旬美国工厂复工
福特	5 月 18 日恢复部分美国工厂的生产

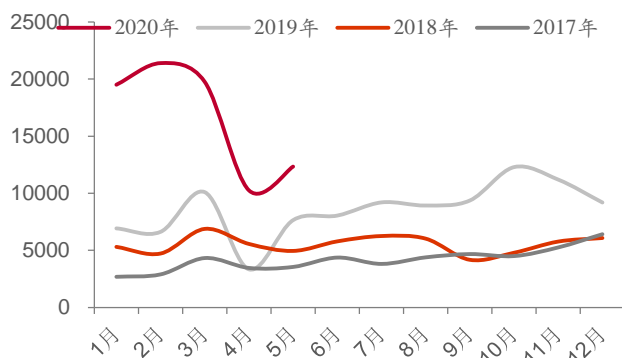
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 29: 欧洲多国加码新能源车市场

国家	政策内容
德国	在 2020 年 7 月 1 日至 12 月 31 日期间将德国增值税 19% 的普通税率降至 16%；拨款 500 亿欧元用于推动电动汽车发展以及设立更多充电桩；对 BEV 补贴再增加 1500 欧元（最高 6000+1500），PHEV 补贴增加 750 欧元（最高 4500+750）
法国	计划未来五年每年生产 100 万台电动及混合动力汽车的目标，为实现该目标，将推出针对法国汽车行业超 80 亿欧元的刺激计划，包括把电动汽车购车补贴从 6000 欧元提高至 7000 欧元
欧盟	在未来 2 年推动 200 亿欧元的清洁能源汽车采购计划，2025 年之前新建 200 万个公共充电桩，对零排放汽车免征增值税
荷兰	在 2020 共提供 1720 万欧元补贴，其中 1000 万用于补贴新电动车，720 万欧元用于补贴二手电动车；明确了对购买或租用新电动车（续航≥120km，售价 1.2-4.5 万欧元）补贴 4000 欧元，二手电动车补贴 2000 欧元
希腊	希腊政府希望到 2030 年三分之一的新车实现电动化，政府将在 18 个月内资助 1 亿欧元用于购买新能源车，预计覆盖约 1.4 万辆电动车 25% 的成本，叠加生态奖金及免税政策，单车最高奖励接近 1 万欧元

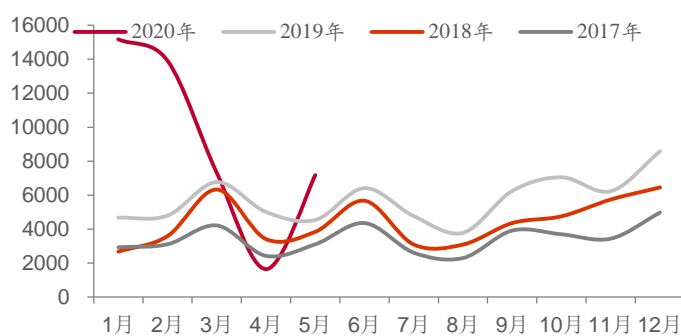
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

图表 30: 德国 5 月新能源车销量同比+56.13%



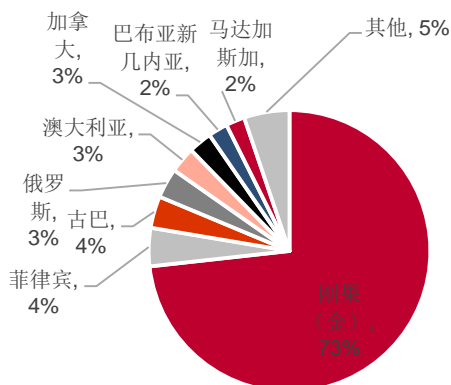
来源：KBA，中泰证券研究所

图表 31: 法国 5 月电动车销量同比+53.14%



来源：CCFA，中泰证券研究所

图表 32: 刚果（金）约占全球钴产量的 70%



来源：USGS，中泰证券研究所

图表 33: 刚果（金）疫情日趋严峻



来源：Wind，中泰证券研究所

中长期来看，新能源汽车+5G 产业链景气度持续上行

■ 国内延长新能源车补贴政策，发展规划引导行业稳步增长。

- 1) 将原定 2020 年底到期的补贴政策延长到 2022 年底, 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%, 相较于 2019 年新能源汽车补贴标准在 2018 年基础上平均退坡 50%, 城市公交, 道路客运, 出租人 (含网约车), 环卫, 城市物流配送, 邮政快递, 民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆, 2020 年补偿标准不退坡, 补贴退坡幅度较为平稳。
- 2) 双积分政策推动: 作为政策上的衔接, 2019 年 7 月 9 日, 工信部发布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》修正案 (征求意见稿), 9 月 11 日, 工信部提出关于修改《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》的决定 (征求意见稿), 要求 CAFC 积分与 NEV 积分须同时达标, 2021-2023 年 NEV 积分比例分别为 14%、16% 以及 18%。由于疫情的原因, 假设 2020 年乘用车销量下滑 2%, 各地区陆续出台了刺激汽车消费政策, 预计 2021 年开始恢复增长, 在双积分要求下, 2021-2023 年国内新能源乘用车“达标”销量则要达到 217 万/269 万/311 万辆。

图表 34: 根据双积分政策要求, 推算国内新能源车产销量情况

年度	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
乘用车销量 (万辆)	2448	2419	2212	2144	2101	2122	2165	2230
销量增速		-1.2%	-8.6%	-3.1%	-2.0%	1.0%	2.0%	3.0%
新能源积分目标比例			不执行	10%	12%	14%	16%	18%
新能源积分目标值 (1)				214	252	297	346	401
CAFA 负积分 (2)				140	187	231	316	373
积分总计 (1) + (2)				354	439	528	662	774
单车平均 NEV 积分			3.72	3.8	3.9	2.43	2.46	2.49
对应新能源车产量 (万辆)				93	112	217	269	311

来源: 工信部, 中泰证券研究所

- 3) 此外根据工信部《新能源汽车产业发展规划 (2021-2025)》(征求意见稿), 到 2025 年, 新能源汽车销量占当年汽车总销量的 25%, 按照 2018 年汽车销量 (约 2800 万辆) 进行计算, 2025 年新能源汽车销量将达到 700 万辆, 对应 2018-2025 年 CAGR 为 28%; 并专列“保障措施”章节, 地方政府加大公共车辆运营、21 年重点区域公共领域新增车辆全部电动化。
- **欧洲实施碳排放法规, 车企面临巨额罚款, 主要欧洲国家均出台了强有力的补贴政策。**
 - 欧洲 2020 年 1 月 1 日起正式实施超严碳排放新法规: 1) 2021 年乘用车二氧化碳排放量减少到 95g/km, 轻型商用车为 147g/km; 2) 2020 年汽车制造商 95% 最低排放的新车要求达到 2021 标准; 3) 2025/2030 年起分别较 2021 年降低 15%/37.5%; 2030 年轻型商用车较 2021 年降低 31%。WLTP 测试标准下, 达标难度提高: 比 NEDC 达标难度平均提高 20%, 并且, 超排罚款标准趋严, 2019 年起按照此前最高档标准的 95 欧元/g 进行罚款。而要完全满足欧洲碳排放法规, 2020/2021 年主要车企在欧洲的电动车销量分别为 97 万/143 万, 分别同比增长 130%/49%。

图表 35: 在完全满足欧洲排放标准法规下, 主要车企 20-21 年销量

年份	2020		2021		2021年
车企/万辆	电动车	占交付比例	电动车	占交付比例	同比
大众	22.34	6.1%	33.61	9.2%	50%
PSA	14.22	5.8%	21.05	8.6%	48%
雷诺	9.68	6.0%	13.74	8.5%	42%
宝马	7.65	7.5%	10.98	10.8%	44%
现代起亚	8.51	8.4%	11.61	11.5%	36%
福特	4.84	4.9%	7.78	7.8%	61%
FCA (含 TSLA)	9.12	9.5%	12.74	13.3%	40%
戴姆勒	8.44	9.0%	11.95	12.7%	42%
丰田	1.77	2.4%	5	6.8%	182%
日产	4.91	7.8%	6.34	10.1%	29%
沃尔沃	2.12	6.7%	3.06	9.6%	44%
其他	3		6		100%
欧盟合计	96.6	6.7%	143.86	10.1%	49%

来源: EU Fed T&E, 中泰证券研究所

- **特斯拉引领全球电动化浪潮, 传统车企加速新能源车布局。**1) 特斯拉 2020 年第一季度生产了近 103000 辆电动车, 交付了约 88400 辆, 此外特斯拉上海工厂目前已具备产量超 3000 辆/周生产力, 年产能 15 万辆, 3 月份中国市场特斯拉销量达到 12709 辆, 创造了极其亮眼的表现。2) 传统欧洲车企不断加大投资, 积极推出纯电动平台, 发力新能源车布局, 并且有加速趋势。根据大众新战略规划, 未来 5 年大众 EV 销量 CAGR+97%, 其中 2020 年 40 万, 2025 年 300 万, 2029 年之前交付 2600 万 EV (MEB2000 万+PPE600 万), 600 万 PHEV (MQB&MLB)。

图表 36: 海外车企发力新能源车布局, 并且有加速趋势

区域	车企	战略规划
欧洲	大众	未来5年大众EV销量CAGR+97%, 其中19年10万, 20年40万, 2025年300万, 2029年之前交付2600万EV (MEB2000万+PPE600万), 600万PHEV (MQB&MLB)
	宝马	2025年新能源车达到25款, 15-25%销量为新能源车
	奔驰	2020年10万辆销售, 2022年10款新能源车型, 2025年25%销量为新能源车
	沃尔沃	2025年集团50%销量为纯电动车
	标致雪铁龙	2022年达到90万辆新能源车销量
	奥迪	至2025年前将推出20款电动化汽车, 其中12款左右为纯电动车型
美国	特斯拉	2020年销量规划为100万辆, 11月21日特斯拉将推出Cybertruck, 正式进军皮卡市场, 特斯拉Cybertruck订单近15万, 预计2020年下半年开始交付, 全球皮卡市场规模超过500万台
	通用	2020年将推出超过9款新能源汽车; 2023年前在中国推出20余款纯电动车型
	福特	2025年底在中国推出50款汽车车型, 其中包括8款纯电动汽车车型
日韩	丰田	将原定于2030年的目标提前5年, 至2025年, 丰田汽车在全球范围内将计划售出550万台电动车, 其中HEV和PHEV销量将达450万辆以上, EV和FCEV达100万辆以上
	本田	到2025年欧洲市场销售的三分之二车辆全为电动车, 到2025年前向中国市场投放20多款电动化车型, 到2030年全球销量的三分之二为新能源车
	日产	2020年销售车辆的20%为零排放汽车, 2025年电动车占总销售额的40%
	现代	预计到2025年, 共推出44款新能源车, 现代起亚新能源车销量目标167万辆

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **5G 智能手机边际提升钴消费量。**根据 GSMArena, 4g 手机平均电池容量为 3000mAh, 截止目前上市或者将上市的多款 5G 手机, 电池容量多为 4000-5000mah。考虑到后续技术的革新, 虽然苹果手机带电量或有所下降, 但整体带电量提升在 15-20%或并不夸

张，而“高耗钴”的钴酸锂正极材料在 5g 手机领域不可替代。这也就意味着，对上游材料的拉动也将是本身消费量的 15-20%。

图表 37: 5G 手机电池容量大幅提升

品牌	手机型号	电池容量(mah)	上市日期
Vivo	VivoNEX	4500	2019年9月
	Mate 30	4200	2019年11月
华为	Mate 30 Pro	4500	2019年11月
	Mate 20 X	4200	2019年9月
小米	小米9 Pro	4000	2019年9月
中兴	Axon 10 Pro	4000	2019年5月
三星	Galaxy A90	4500	2019年10月
	Galaxy Note10+	4300	2019年9月

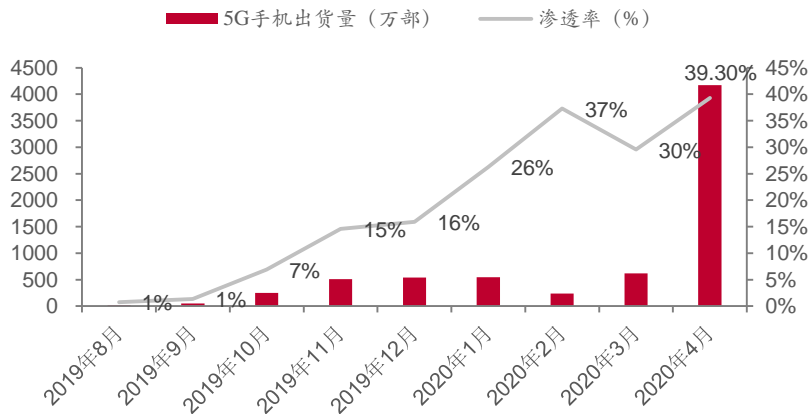
来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 38: 5G 手机单部电池金属用量提升较为明显

	非动力电 池用量占 比	工业情况下，钴 酸锂 1KWh 消 费用量 (Kg)	当前平均单 部手机消费 量 (KG)	单部 5G 手机消 费量 (Kg)
钴	44%	1.21	0.016	0.020
锂	25%	0.75	0.010	0.013

来源：IDC 等，中泰证券研究所

- **5G 手机渗透率持续提升。**随着 5G 建设加速、应用加速推广以及消费高预期，再叠加 5G 手机可向下兼容 4G、3G 制式，未来 5G 增长将对非 5G 手机的替代，而这将是推动全球智能手机产业发展的主要动力。中国信通院手机市场运行分析报告显示，2020 年 4 月，国内手机市场总体出货量达到 4172.8 万部，同比增长 14.2%，其中当月国内市场 5G 手机出货量为 1638.2 万部，占同期手机出货量的 39.3%，5G 手机的渗透率提升速度远超市场预期。

图表 39: 5G 手机渗透率远超市场预期


来源：中国信通院，中泰证券研究所

嘉能可关停 Mutanda 矿山，夯实中长期底部

- **嘉能可 Mutanda 矿确定停产，奠定了中长期收缩的基调。**1) 嘉能可 2019 年 12 月召开投资者大会，确定 Mutanda 矿进入停产检修阶段，并且再次下调产量指引，原计划 2020 年-2021 年将对其维护和修缮，但其给出的 2022 年产量指引与 2021 年保持一致，因此 Mutanda 矿或许不会在 2022 年复产，嘉能可 Mutanda 矿山关停或将影响中期 16% 供给；2) Katanga 产能释放不及预期，按照嘉能可的规划，预计 Katanga 在 2020 年底产量可以达到稳定状态（3 万吨）；3) 嘉能可将 2020 年产量指引

由 2.9 万吨下调至 2.8 万吨。

图表 40: Glencore 钴产量指引对比 (单位: 万吨)

	Previous guidance (kt)	Current guidance (kt)
2020E	29±4	28±2

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 41: 主要矿山钴产量情况 (单位: 金属吨)

矿产商	矿山项目	国家	类型	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q1vs2019Q1
Glencore									
	Mutanda Mining	DRC	Cu	6,400	7,000	7,200	4,500	-	-100%
	Katanga Mining / KCC	DRC	Cu	3,500	2,600	4,800	6,200	5,300	51%
	Minara								
	Resources/Murrin	Australia	Ni	800	600	900	1,100	700	-13%
	Murrin								
	Sudbury / Raglan	Canada	Ni	200	400	200	100	100	-50%
	total			10,900	10,600	13,100	11,900	6,100	-44%
Vale									
	Sudbury	Canada	Ni	129	139	90	137	141	9%
	Thompson	Canada	Ni	21	20	18	21	22	5%
	Voisey's Bay	Canada	Ni	467	405	372	364	307	-34%
	Vale New Caledonia (VNC)	New Cal	Ni	412	347	428	516	627	52%
	others	Canada	Ni	166	120	101	103	92	-45%
	total			1,195	1,031	1,009	1,141	1,189	-1%
Sheritt									
	Moa Nickel	Cuba	Ni	852	830	872	822	800	-6%
	total			852	830	872	822	800	-6%
	合计			12,947	12,461	14,981	13,863	8,089	-38%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 增量项目有限且有序释放, 整体供给是平的。未来三年增量项目主要集中在嘉能可 Katanga 项目、Shalina 的 Etoile Mine 项目、欧亚资源的 RTR 项目以及中色集团的 Deziwa 项目, 此外无大型矿山有建设规划, 整体来看增量项目有限且有序释放。

图表 42: 钴未来三年增量项目梳理 (单位: 吨)

企业	矿山	2018	2019	2020E	2021E	2022E
嘉能可	Katanga	11100	17100	24100	28100	30000
Shalina Resource	Etoile Mine	7100	8100	10000	14000	18000
中色集团	Deziwa	0	0	1000	3500	4000
ENRC	RTR	500	5800	12000	14000	16000
增量部分合计		20718	33019	47100	59600	68000

钴矿石总供给量	149747	145018	132092	157608	177184
---------	--------	--------	--------	--------	--------

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **钴供不应求或不可避免。**考虑到短期疫情对钴的供需的扰动，我们修正了 2020 年需求和供给的核心假设：
- 1) 全球新能源车销量同比增长 18%至 260-270 万辆、智能手机销量同比下滑 10%，高温合金、硬质合金等用钴需求同比下滑 10%；
 - 2) 与此同时，钴矿生产预计将减产 10%左右，精炼钴生产预计增速将从 7%回落至 1%；
 - 3) 综合来看，预计 2020 年钴将维持紧平衡的状态。嘉能可 Mutanda 矿山的停产奠定了钴新周期的底部位置，随着疫情的缓解，需求端将出现恢复性上涨，钴供不应求也将不可避免。

图表 43：钴供需平衡表测算核心假设

	2020E	2021E	2022E
新能源车销量增速	18%	40%	37%
NCM811 渗透率	20%	30%	40%
智能手机销量增速	-10%	5%	1%
PC/Tablet 增速	-5%	1%	1%
高温合金用钴增速	-10%	4%	4%
硬质合金用钴增速	-10%	4%	4%
其他需求增速	-10%	4%	4%

来源：中泰证券研究所

图表 44：钴供需平衡表预测

钴供需平衡预测	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
供应 吨/年	105534	106441	117904	128456	138956	139766	149874	158979
Change%		1%	11%	9%	8%	1%	7%	6%
需求 吨/年	105022	110427	116159	123006	129017	133477	148278	162626
Change%		5%	5%	6%	5%	3%	11%	10%
供需缺口 (+过剩/-不足) (吨/年)	512	-3986	1745	5450	9939	6289	1596	-3648
供需缺口所占比例	0%	-4%	2%	4%	8%	5%	1%	-2%
库存需求 吨/年	-635	1918	10181	6577	-10417	2395	8990	1068
供需缺口 (+过剩/-不足, 考虑库存)	1147	-5903	-8436	-1127	20356	3894	-7395	-4716

来源：安泰科，SMM，百川资讯，公司公告，中泰证券研究所

投资建议：业绩高弹性，维持“买入”评级

- **行业层面：**1) 短期原料趋紧带动钴价反弹，下游需求复苏预期不断增强，疫情继续扰动钴矿石供给，Q3 进入“需求底+供给顶”拐点期，下半年供需错配的逻辑或将逐渐得到验证；2) 从中长期来看，2019 年嘉能可关停 Mutanda 矿奠定了中长期钴供应收缩的基调，各国加大对新能

源汽车的扶持力度，海外车企加速新能源汽车布局，供需共振之下，钴价或将步入上行周期。

- **公司层面：**公司是国内少数拥有有色金属钴完整产业链的企业之一，深耕刚果（金）市场保障原料供应稳定，5000 吨电积钴和 20000 吨电解铜项目将于 2020 年年中投产，产能进入释放期；此外公司募投建设 1 万金属吨钴新材料和 2.6 万吨三元前驱体项目，填补钴盐产能的空缺，向下游继续渗透，进一步完善产业链布局。
- **盈利预测：**假设 2020-2022 年国内电解钴（含税）销售均价为 26/30/32 万/吨，公司 2020-2022 年归母净利润分别约为 4.46 亿、8.61 亿、11.46 亿，截至目前 143 亿市值，对应 PE 分别为 32/17/13X。维持“买入”评级。

图表 45：公司业务拆分及核心假设

			2020E	2021E	2022E
钴粉					
销量	金属吨		4,000	4,500	4,500
售价	万元/吨，含税		30	34	36
收入	亿元		10.62	13.54	14.34
毛利	亿元		4.09	6.07	6.51
毛利率	%		39%	45%	45%
电积钴					
销量	金属吨		2,000	5,000	5,000
售价	万元/吨，含税		26	30	32
收入	亿元		4.6	13.27	14.16
毛利	亿元		1.53	5.47	5.96
毛利率	%		33%	41%	42%
粗制氢氧化钴					
销量	金属吨		4,000	500	0
售价	万元/吨，含税		16.95	21.02	22.37
收入	亿元		5.98	0.93	0
毛利	亿元		1.44	0.35	0
毛利率	%		24%	38%	
电解铜					
销量	金属吨		20,000	30,000	30,000
售价	万元/吨，含税		4.50	4.80	5.00
收入	亿元		7.96	12.74	13.27
毛利	亿元		2.88	5.11	5.64
毛利率	%		36%	40%	43%

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 46：可比公司估值对比

股票代码	证券名称	股价	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300618.SZ	寒锐钴业	53.23	1.6568	3.1954	4.2542	32.13	16.66	12.51
603993.SH	洛阳钼业	3.52	0.0968	0.1238	0.1449	36.36	28.43	24.29
603799.SH	华友钴业	33.34	1.0989	1.8842	2.2450	30.34	17.69	14.85

来源: Wind, 中泰证券研究所

注: 收盘价取自 2020 年 6 月 15 日

风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为钴粉、氢氧化钴、钴精矿和电积铜等产品，均具有较强周期性的特点，公司业绩与金属价格的走势基本保持一致，其中钴价的波动对公司业绩的影响更为明显。
- **在建项目投产进度不及预期的风险。**按照公司的发展规划，刚果（金）5000 吨电积钴和 20000 吨电解铜将于 2020 年年中投产，募投建设 10000 金属吨钴金属新材料和 2.6 万吨三元前驱体项目，产能释放的进度将会直接影响公司未来业绩的增长。
- **新能源汽车产销超预期下滑的风险。**新能源汽车是钴金属的主要消费领域和未来的主要增长点，若新能源汽车产销出现大幅滑坡，将直接对钴金属价格形成压制，进而对公司业绩造成影响。

图表 47：公司财务报表（单位：百万元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1464.90	2782.47	1779.04	2918.50	4050.36	5814.08
减：营业成本	748.60	1522.02	1569.93	1925.25	2350.51	3494.06
营业税金及附加	18.54	74.33	63.24	103.75	143.98	206.68
营业费用	10.37	21.40	18.65	30.59	42.46	60.95
管理费用	70.92	84.46	84.93	207.15	287.49	412.68
财务费用	14.81	79.32	33.68	55.24	76.67	110.06
资产减值损失	3.91	10.01	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	1.72	5.28	2.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.74	2.53	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	-40.85	-39.37	0.00	0.00	0.00
营业利润	599.47	954.60	-25.35	596.52	1149.25	1529.65
加：其他非经营损益	-4.39	0.71	-0.14	-1.27	-1.27	-1.27
利润总额	595.08	955.31	-25.49	595.24	1147.97	1528.38
减：所得税	147.01	252.08	-53.01	148.81	286.99	382.09
净利润	448.07	703.23	27.52	446.43	860.98	1146.28
减：少数股东损益	0.00	-3.47	-0.28	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	448.07	706.70	27.80	446.43	860.98	1146.28
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	408.10	322.07	25.76	583.70	810.07	1162.82
应收和预付款项	281.74	543.53	422.25	1087.14	923.56	1664.08
存货	915.94	1313.01	1188.66	1879.22	1736.95	1757.11
其他流动资产	74.97	78.83	128.29	128.29	128.29	128.29
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	237.05	359.42	1031.13	910.27	789.41	668.55
无形资产和开发支出	30.29	32.73	34.40	29.86	25.32	20.78
其他非流动资产	8.58	345.92	385.61	377.06	368.51	368.51
资产总计	1956.68	2995.51	3216.10	4995.54	4782.12	5770.14
短期借款	581.55	520.76	691.17	2020.69	795.16	388.08
应付和预收款项	260.96	161.64	338.49	341.98	493.11	741.93
长期借款	0.00	383.07	360.11	360.11	360.11	360.11
其他负债	0.38	30.82	49.50	49.50	49.50	49.50
负债合计	842.89	1096.29	1439.27	2772.28	1697.88	1539.62
股本	120.00	192.00	268.85	268.85	268.85	268.85
资本公积	432.78	360.78	286.61	286.61	286.61	286.61
留存收益	561.00	1347.54	1222.78	1669.21	2530.19	3676.47
归属母公司股东权益	1113.78	1900.32	1778.23	2224.66	3085.64	4231.92
少数股东权益	0.00	-1.11	-1.40	-1.40	-1.40	-1.40
股东权益合计	1113.78	1899.21	1776.83	2223.26	3084.24	4230.52
负债和股东权益合计	1956.68	2995.51	3216.10	4995.54	4782.12	5770.14
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	-88.71	335.58	218.69	-679.40	1544.88	808.01
投资性现金净流量	-101.91	-442.97	-605.93	-0.96	-0.96	-0.96
筹资性现金净流量	693.25	325.30	-82.74	1238.30	-1317.55	-454.31
现金流量净额	495.52	237.47	-468.51	557.94	226.37	352.74

来源：公司公告，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。