

钴龙头底部扩张，未来高成长可期

寒锐钴业（300618.SZ）首次覆盖报告

核心结论

钴粉龙头产能快速扩张。公司是国内钴粉龙头，目前逐步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链。公司在行业底部时产能扩张，目前公司拥有钴粉产能4500吨，铜产能1万吨，2020年，公司将有2万吨电积铜、5000吨电积钴产能投放，铜产能增速将达到200%，钴粉+电钴产能将达到9500吨，产能增速111%，展望未来4-5年，公司仍将有2.6万吨前驱体和1万吨钴盐产能投放，伴随行业价格回升，公司将有望迎来量价齐升的局面。

钴产业链供需边际改善，中长期价格期待回升。供给侧受嘉能可Muntada铜钴矿19年底关停，以及钴价持续处于低位，民采矿产量大幅缩减影响，行业供需边际上得到明显改善，Muntada矿山将缩减2.5万吨/年的供给量。同时随着3C领域5G放量以及新能源汽车快速起量，我们预计20年钴金属供给过剩量将由2.84万吨缩减到1.94万吨，供需平衡由供给严重过剩向相对平衡过渡。

产业链横纵拓展，公司市场空间有望充分打开。公司在上游钴矿方面采取租赁开采的模式，产业链下游公司布局钴新材料以及三元前驱体，公司定增募投2.6万吨三元前驱体和1万吨钴盐新材料项目，有助于扩大产能、提高产业链附加值，提升公司产业空间。

投资建议：我们预计公司2020-2021年的营业收入分别为28.94亿元和36.36亿元，归母净利润分别为2.57亿元和4.71亿元，EPS分别为0.96元和1.75元，对应PE分别为53倍和29倍，可比公司2021年平均PE为32倍，考虑到公司钴产品具备较高的盈利能力和稳定性，给予公司2021年32倍PE，对应目标价56元/股，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，钴产品价格上涨不及预期

公司评级

增持

股票代码 300618

前次评级

评级变动 首次

当前价格 50.80

近一年股价走势



分析师

王冠桥 S0800519100001

wangguanqiao@research.xbmail.com.cn

联系人

李子豪

lizihao@research.xbmail.com.cn

相关研究

核心数据

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,782	1,779	2,894	3,636	4,874
增长率	89.9%	-36.1%	62.7%	25.6%	34.0%
归母净利润（百万元）	708	10	257	471	696
增长率	57.5%	-98.6%	2495.4%	83.1%	47.8%
每股收益（EPS）	2.63	0.04	0.96	1.75	2.58
市盈率（P/E）	19.3	1379.7	53.2	29.0	19.7
市净率（P/B）	5.1	7.7	7.4	6.3	4.9

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
寒锐钴业核心指标概览	6
一、从小到大，钴粉龙头不断成长	7
1.1 钴粉龙头不断成长	7
1.2 股权结构稳定，产品线齐全	7
1.3 19 年营收净利暂时回落	9
二、供需再平衡，钴价格有望逐步回升	11
2.1 供给端：嘉能可产能收缩	11
2.2 需求端：新能源汽车带动需求增长	13
2.3 价格端：金融属性是钴产品价格弹性来源	18
三、寒锐钴业：不断成长的钴业巨头	20
3.1 钴盐：短期产能稳定，远期仍有成长	20
3.2 钴粉+电钴：20 年产能快速提升	21
3.3 铜：2020 年产能实现 200%提升	22
四、盈利能力有望触底回升	24
五、盈利预测与投资建议	25
5.1 盈利预测与核心假设	25
5.2 投资建议与估值	26
六、风险提示	27

图表目录

图 1：寒锐钴业核心指标概览图	6
图 2：寒锐钴业发展历史	7
图 3：公司股权结构稳定	8
图 4：生产经营流程结构及产品产能分布图	8
图 5：寒锐钴业上游、中游及下游产品产业链	9
图 6：2019 年营收规模回落（百万）	9
图 7：2019 年净利润回落（百万）	9
图 8：营收占比钴粉小幅下滑	10

图 9: 毛利占比钴粉较大幅收缩	10
图 10: 公司产品毛利率承压	10
图 11: 2019 年全球钴矿资源储量	11
图 12: 2019 年全球钴矿资源产量	11
图 13: 嘉能可钴项目产量 (单位: 万吨)	11
图 14: 钴金属回收	13
图 15: 钴应用领域以电池为主	14
图 16: 2019 年 5G 手机渗透率快速提升	15
图 17: 中国新能源汽车销量以及渗透率 (万辆)	16
图 18: 预计 20 年世界 (除中国外) 新能源汽车产量与 19 年基本持平 (万辆)	17
图 19: 海外新能源车钴金属用量 21 年高增长 (吨)	17
图 20: 钴产品价格处于底部区域 (美元/磅)	18
图 21: 钴产品运行模式	19
图 22: 电钴产品占比钴产品比重 27%	19
图 23: 未来钴产品价格逐步回升 (美元/磅)	19
图 24: 公司钴产品产量 (吨)	20
图 25: 钴粉生产流程较为复杂	21
图 26: 未来钴粉产能相对稳定 (吨)	22
图 27: 电钴产能将快速提升 (吨)	22
图 28: 2020 年铜产能实现 200% 增长 (吨)	22
图 29: 铜产品产销库存量 (吨)	23
图 30: 铜产品营收及毛利率	23
图 31: 近年来 ICSG 铜产量和消费量相对平衡 (千吨)	23
图 32: LME 铜库存处于历史低位 (吨)	23
图 33: 铜产品价格短期回落 (元/吨)	24
图 34: 公司营收规模相对较小 (亿元)	24
图 35: 公司期间费用率管控得当 (%)	24
图 36: 公司毛利率弹性较大 (%)	25
图 37: 公司净利率弹性较大 (%)	25
图 38: ROE 行业领先 (%)	25
图 39: 资产负债率行业最低 (%)	25
图 40: 公司历史平均 PB 为 16.01	27
表 1: 嘉能可产量规划指引	12
表 2: 全球前 15 大矿山产量 (万吨)	12
表 3: 全球钴金属废料回收量 (万吨)	13
表 4: 5G 新型手机电池容量普遍高于 4000mAh	14
表 5: 其他 3C 领域钴需求基本持平	15

表 6：中国新能源汽车钴金属用量测算（吨）	16
表 7：钴供需平衡表（万吨）	18
表 8：公司募投项目产能扩张	20
表 9：钴盐产能远期仍将不断扩张	20
表 10：钴粉+电钴产能快速提升	22
表 11：公司业绩拆分及预测（百万元）	26
表 12：同行业公司估值对比（2020 年 5 月 18 日）	26

投资要点

关键假设

(1) **销量**: 公司 2020-2021 年粗制氢氧化钴销量为 4500/5000 金属吨; 由于 3000 吨钴粉新产线已于 19 年投产, 5000 吨电积钴项目预计于 20 年下半年投产, 即 2020/2021 年末钴粉+电钴产能为 9500/9500 吨, 我们预测公司 2020-2021 年钴粉+电积钴销量为 4200/4750 吨。公司目前拥有电解铜产能 1 万吨, 今年下半年将释放 2 万吨电积铜产能。假设公司 2020-2021 年铜产量分别为 1.5/2.0 万吨。

(2) **价格**: 钴行业供给大幅压缩, 供需格局大幅改善, 价格中枢抬升, 预计未来三年逐渐上行, 假设 2020-2021 年 MB 钴均价为 20/22\$/lb; 铜供给收缩明显, 下游需求改善, 预计 2020-2021 年 LME 铜价为 3.25/3.50\$/lb。

(3) **毛利率**: 预计公司 2020-2021 年整体毛利率分别为 20.6%/25.0%。

(4) **费用率**: 预计 2020-2021 年销售费用率分别为 0.52%/0.45%, 管理费用率分别为 3.53%/2.96%, 研发费用率分别为 1.41%/1.12%。

区别于市场的观点

市场上普遍认为钴产品供给处于过剩的状况, 钴价不可能反弹。我们认为短期钴价将受益于全球最大钴矿山 mutanda (2.5 万吨/年) 停产, 中长期来看, 受益于 5G 对 3C 产业的拉动, 2019-2021 年智能手机钴金属用量分别为 2.78/2.96/3.26 万吨, 2019-2021 年新能源汽车钴金属用量分别为 1.79/2.62/3.0 万吨, 19-20 年供给过剩分别为 2.84/1.94 万吨, 供需结构由供给过剩向供需平衡过渡, 钴价格有望逐步回升。

股价上涨催化剂

(1) 钴相关矿山停产减产情况超预期;

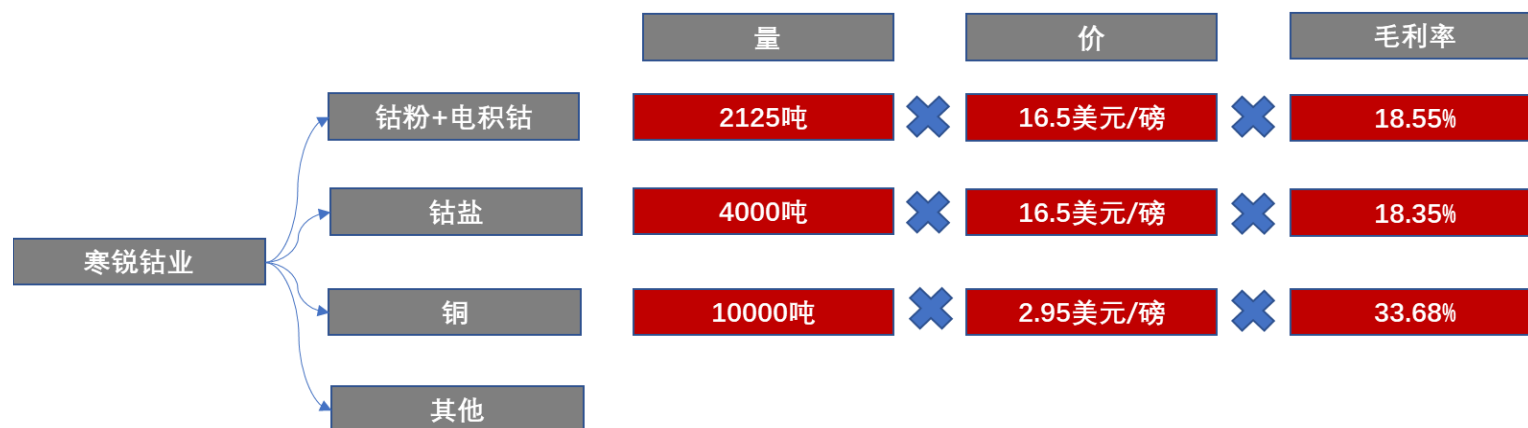
(2) MB 钴价格上涨超预期;

估值与目标价

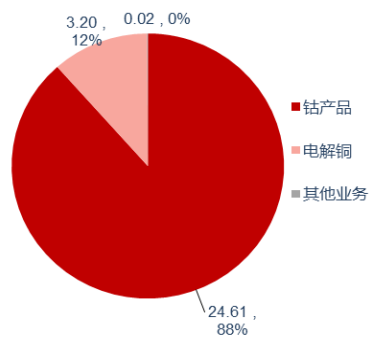
我们预计公司 2020-2021 年的营业收入分别为 28.94 亿元和 36.36 亿元, 归母净利润分别为 2.57 亿元和 4.71 亿元, EPS 分别为 0.96 元和 1.75 元, 对应 PE 分别为 53 倍和 29 倍, 可比公司 2021 年平均 PE 为 32 倍, 考虑到公司钴产品具备较高的盈利能力和稳定性, 给予公司 2021 年 32 倍 PE, 对应目标价 56 元/股, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

寒锐钴业核心指标概览

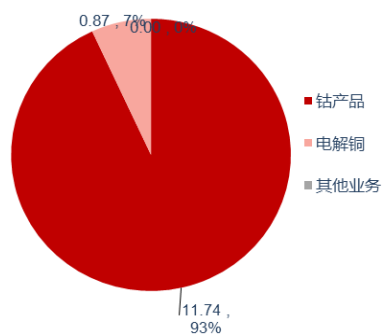
图 1：寒锐钴业核心指标概览图



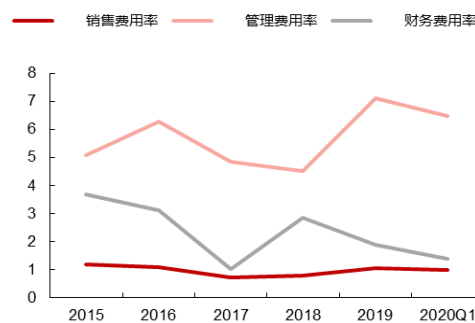
营收结构



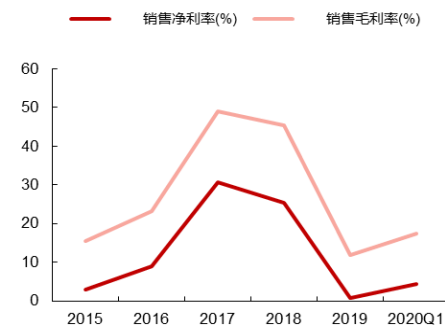
毛利结构



期间费用率(%)



毛利率&净利率(%)



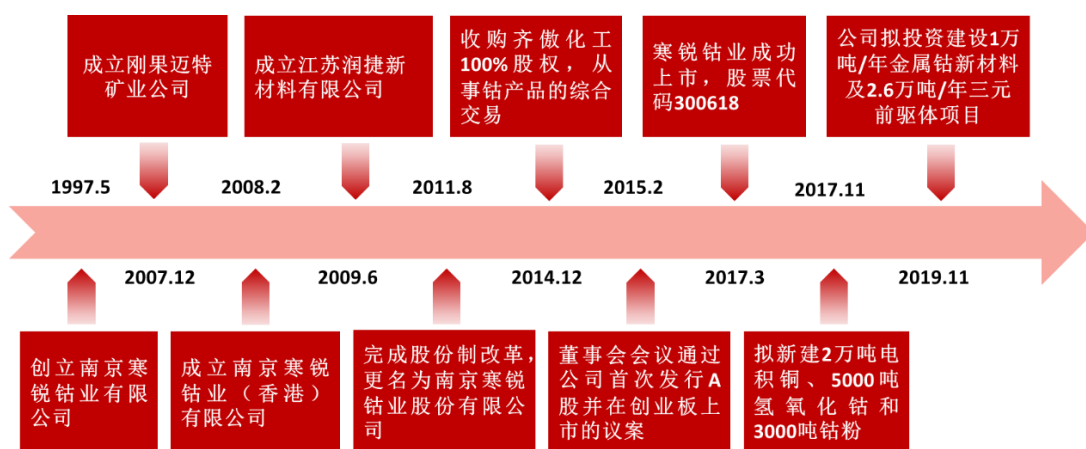
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、从小到大，钴粉龙头不断成长

1.1 钴粉龙头不断成长

寒锐钴业创立于1997年，前身为寒锐有限，总部位于南京市江宁开发区。于2011年公司完成股份制改革。公司在2007年开始在刚果金发展，目前钴粉产能为4500吨。主要从事金属钴粉及其他钴产品的研发、生产和销售，以钴粉产品为核心。目前公司拥有从原材料钴矿石的开采和收购，到钴矿石的加工、冶炼，直至钴中间产品和钴粉的全产业链布局。未来公司拟建的三元前驱体项目在完工后，公司产业将蔓延至下游三元电池领域。届时，公司的产业链将进一步完善，并削弱盈利周期波动性。

图2：寒锐钴业发展历史



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

1.2 股权结构稳定，产品线齐全

公司控股股东和实际控制人均为梁建坤和梁杰父子。截止到2019年12月，公司股权结构较为稳定，梁建坤和梁杰父子分别直接持股21.94%和18.69%，合计持股40.64%；同时梁建坤直接持有南京拓驰42.19%的股权，间接持有约1.13%的股权。

公司目前拥有6家实业公司和2家国际贸易公司。刚果迈特从事钴、铜矿的采购、租赁开采、钴产品粗加工和电解铜的生产；寒锐钴业本部从事钴粉的生产和销售；江苏润捷主要负责碳酸钴和草酸钴等钴盐中间品生产业务；安徽寒锐从事钴粉的生产和销售；赣州寒锐着重于新能源材料产业产品的生产和销售；香港寒锐是公司原材料、海外贸易和结算平台；上海寒锐从事原材料、产品的贸易；齐傲化工为公司提供备品备件和辅料的贸易服务。

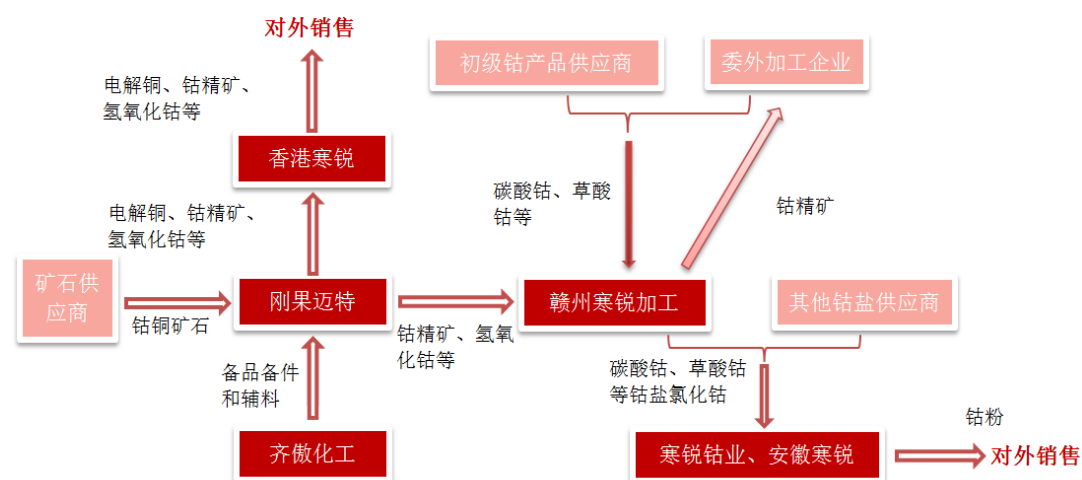
图 3：公司股权结构稳定



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

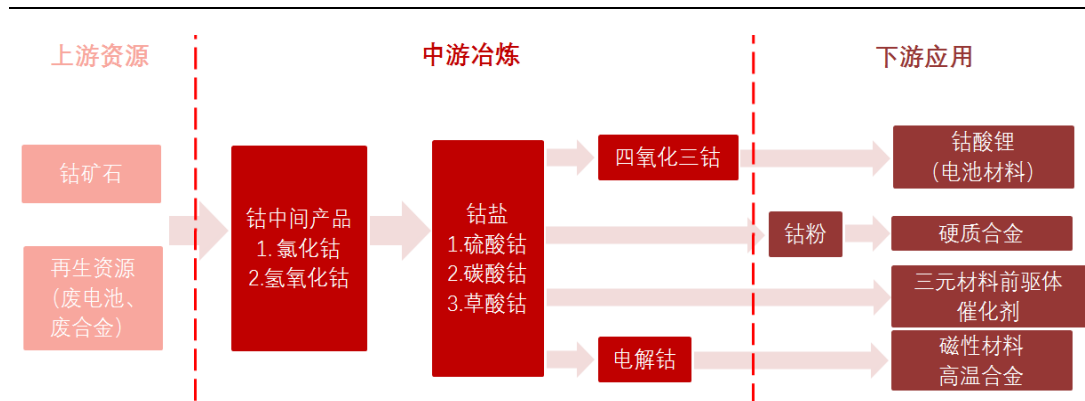
公司现今已形成完整的钴粉产业链。公司在刚果的子公司刚果迈特专注于钴矿石采购，经过选矿和初步加工成电解铜、氢氧化钴及钴精矿；刚果迈特生产的电解铜、部分钴精矿、部分氢氧化钴等直接运回国内后由香港寒锐子公司进行销售；部分钴精矿、氢氧化钴运输到国内后由赣州寒锐或委托其他加工企业加工成草酸钴、碳酸钴等钴中间产品；母公司寒锐钴业负责将生产的钴粉进行对外销售。公司主要成本来源于钴矿石原材料的开采成本、运费和委外加工费。

图 4：生产经营流程结构及产品产能分布图



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 5：寒锐钴业上游、中游及下游产品产业链

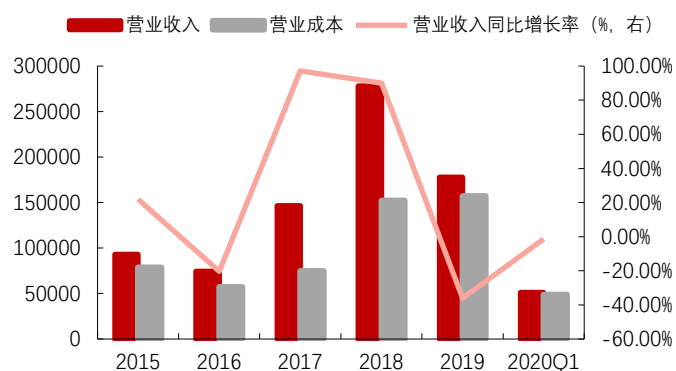


资料来源：公司公告、西部证券研发中心

1.3 19年营收净利暂时回落

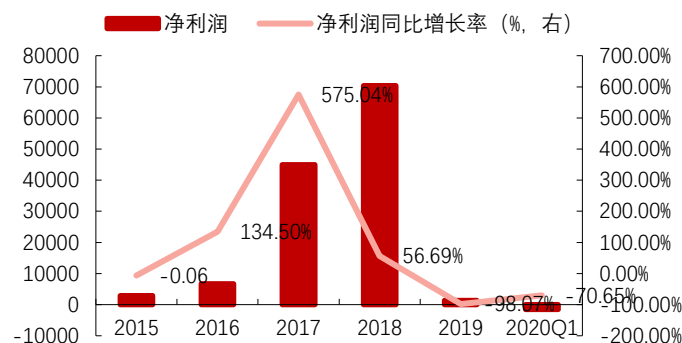
2019年公司营收有一定幅度回落。2019年，公司营业收入达到约17.8亿元，同比增长-36.06%，2015-2018年期间，公司无论是在营业收入还是净利润方面都表现持续增长的现象。但是2019年，受困于新能源需求不佳，钴产品价格的下跌，公司营收和净利润出现了滑落的情况，2020年Q1营收同比增速为-1.4%。

图 6：2019 年营收规模回落（百万）



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

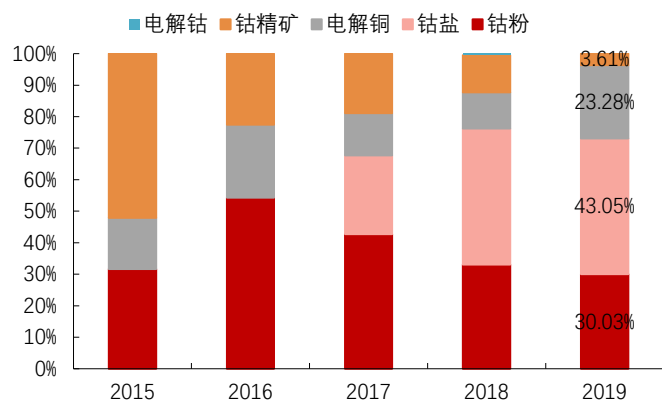
图 7：2019 年净利润回落（百万）



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

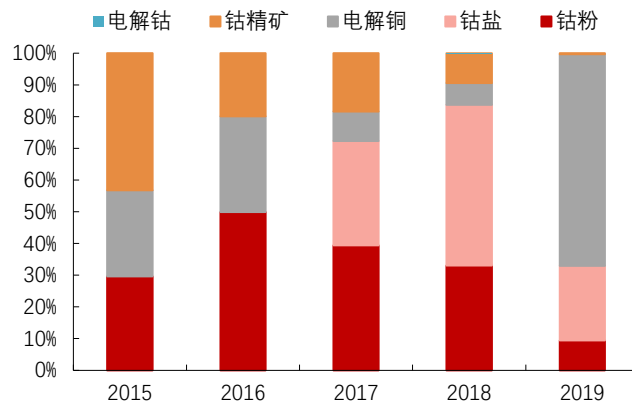
从营业收入结构来看，公司主要营业收入来源于钴产品和电解铜。2019年，钴产品收入占比达76.72%，其中钴粉占比30.03%，钴盐占比约为43.05%。同时，由于钴价变动，公司而电解铜目前的毛利占比仅为66.78%，钴产品毛利占比下滑。

图 8：营收占比钴粉小幅下滑



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

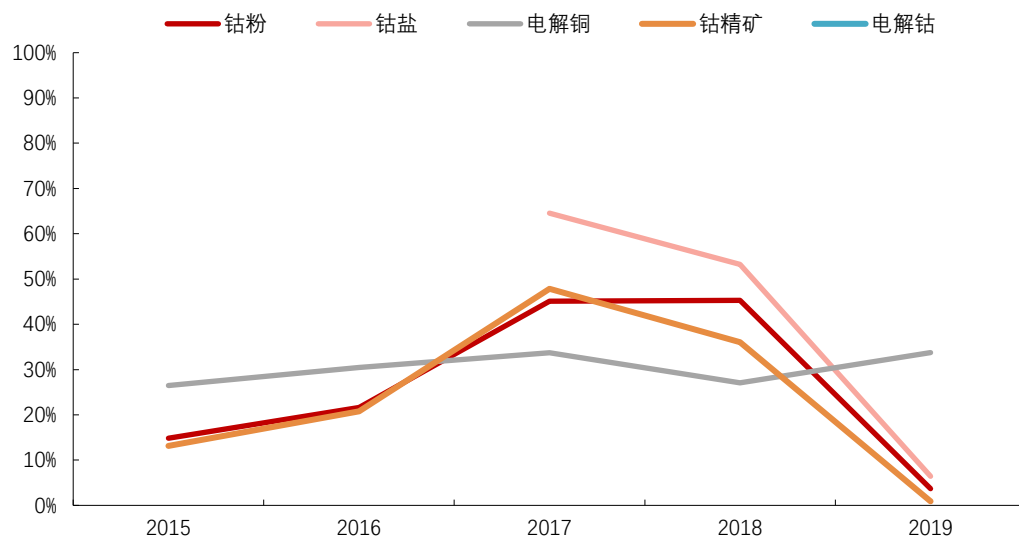
图 9：毛利占比钴粉较大幅收缩



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

受钴价下跌影响，公司整体盈利能力大幅下滑。公司产品毛利率从 2015 年底开始逐步上升至 2017 年达到顶峰。由于公司受钴、铜金属价格的波动影响较大，2018、2019 年公司各产品毛利受钴价的下跌下滑；其中，钴精矿毛利率由 2017 年的 47.84%大幅向下跌至 0.89%，钴盐也从 64.55%跌至 6.4%。

图 10：公司产品毛利率承压



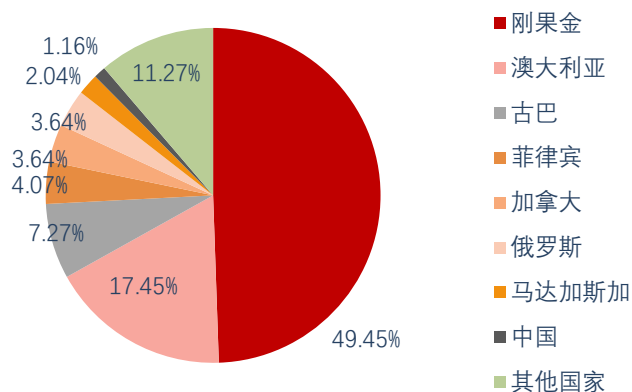
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

二、供需再平衡，钴价格有望逐步回升

2.1 供给端：嘉能可产能收缩

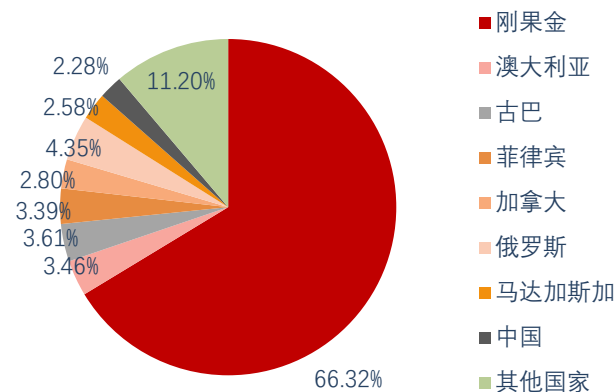
钴在全球的资源分布不均匀，接近 50% 的钴矿资源来源于刚果金。截止 2018 年底全球探明的钴矿资源储量为 687.5 万吨，钴矿产量为 13.57 万吨。其中刚果金的钴矿储量约为 340 万吨，占全球储量的 49.45%；产量约为 9 万吨，占全球钴矿产量的 66.32%。

图 11：2019 年全球钴矿资源储量



资料来源：上海有色网、西部证券研发中心

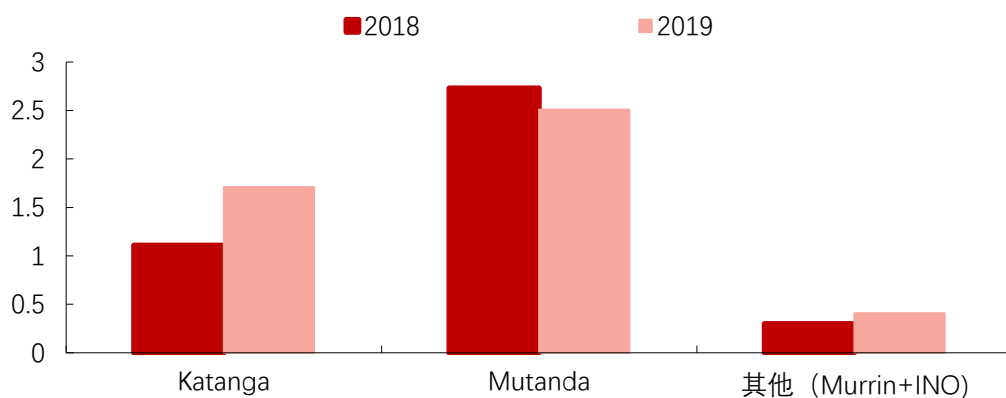
图 12：2019 年全球钴矿资源产量



资料来源：上海有色网、西部证券研发中心

全球最大钴矿关停，嘉能可减产导致行业供需格局大幅改善。嘉能可作为全球最大钴供应商，其生产活动对钴供给侧影响重大。嘉能可 2019 年钴产量为 4.6 万吨，其中 Katanga 项目 2019 年产量为 1.71 万吨。公司公告 2020-21 年，旗下全球最大的钴矿 Mutanda 将于 2019 年 11 月底停产进行技术改革，影响产量约为 2.5 万吨，影响全球供给 18%。预计 2020 年嘉能可钴产量相比 2019 年下降约 37.4%，钴产量指引维持在 2.5-3.3 万吨。

图 13：嘉能可钴项目产量（单位：万吨）



资料来源：公司年报、西部证券研发中心

表 1: 嘉能可产量规划指引

矿山	单位	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Katanga	kt	11	17	29	32	32
Mutanda	kt	27	25	0	0	0
其他矿山	kt	4	4	4	4	4
总产量	kt	42	46	33	36	56

资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

未来两年全球前十五大矿山无显著增量。我们通过统计全球前十五大钴矿山来看, 2019-2021 年, 仅有 Katanga、RTR 矿山分别存在 1 万吨和 0.5 万吨增量外, 其余矿山基本上均无显著增量贡献。但是原本全球最大的 mutanda 矿山从 20 年开始将面临停产, 所以整体来看, 全球钴矿供给端呈现一个收缩过程。

表 2: 全球前 15 大矿山产量 (万吨)

所属公司	冶炼厂/矿山名	所在国家	矿物类型	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
嘉能可集团	Katanga	刚果金	铜钴	0.000	0.000	1.110	1.400	2.400	2.400
洛阳钼业	Tenke	刚果金	铜钴	1.570	1.640	1.870	1.900	1.900	1.900
欧亚自然资源	RTR (Roan Tailings Reclamation)	刚果金	铜钴	0.000	0.000	0.050	0.500	1.000	1.000
Shaliana Resources (迪拜 Chemaf)	Etoile+Etoile Extension	刚果金	铜钴	0.270	0.516	0.700	0.900	0.900	0.900
欧亚自然资源	Mukondo Mountain	刚果金	铜钴	0.750	0.750	0.750	0.750	0.750	0.750
Norilsk Nickel 诺里尔斯克镍业	Kola MMC/Polar Division	俄罗斯	铜镍钴	0.560	0.560	0.560	0.560	0.560	0.560
万宝矿产	Comika/当地收矿	刚果金	铜钴	0.000	0.000	0.400	0.400	0.500	0.600
Sumitomo (日本住友矿业)	Coral Bay (Rio Tuba)	菲律宾	镍钴	0.470	0.470	0.470	0.470	0.470	0.470
Metorex (金川集团)	Ruashi Mining	刚果金	铜钴	0.339	0.460	0.460	0.460	0.460	0.460
中色集团-Gecamics	Deziwa	刚果金	铜钴	0.010	0.012	0.080	0.150	0.400	0.800
Sherritt(谢里特矿业)&Sumitomo (日本住友矿业)	Ambatowy	马达加斯加	镍钴	0.327	0.305	0.330	0.330	0.330	0.330
华友钴业	PE527	刚果金	铜钴	0.000	0.000	0.310	0.310	0.310	0.310
淡水河谷	Goro (VNC)	新喀里多尼亚	镍钴	0.319	0.280	0.300	0.300	0.300	0.300
嘉能可集团	Murrin Murrin	澳大利亚	镍钴	0.280	0.270	0.290	0.280	0.280	0.280
Sherritt(谢里特矿业)&General Nickel	Moa Bay	古巴	镍钴	0.369	0.360	0.360	0.360	0.250	0.250

资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

废料回收略有增量, 但影响有限。含钴废料种类多, 主要有废高温合金、废硬质合金、废磁性合金、废催化剂和废二次电池材料等。随着国内电池材料产量的增加, 国内的边角废料供应量也随之增加, 目前全国废料回收钴的金属量在 10000 吨左右, 我们通过统计全球废料回收产量, 预计 2019/2020/2021 年废料回收量将分别达到 1.52/1.82/2.26 万吨, 虽然回收的增速较为明显, 但是实际贡献的增量相对较少。

表 3：全球钴金属废料回收量（万吨）

所属公司	所在国家	矿物类型	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
嘉能可 Glencore	加拿大	合金废料及电池极片废料	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
优美科 Umicore	比利时	合金废料及电池极片废料	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150	0.150
自由港 freeport cobalt	芬兰	合金废料及电池极片废料	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120	0.120
Nickelhütte Aue	德国	合金废料及电池极片废料	0.005	0.005	0.005	0.007	0.010	0.010
Retriev technologies	美国	合金废料及电池极片废料	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
华友钴业	中国	合金废料及电池极片废料	0.120	0.120	0.130	0.165	0.250	0.350
格林美	中国	合金废料及电池极片废料	0.050	0.050	0.050	0.060	0.090	0.180
邦普循环	中国	合金废料及电池极片废料	0.200	0.235	0.250	0.290	0.400	0.550
赣州豪鹏	中国	合金废料及电池极片废料	0.050	0.050	0.050	0.100	0.130	0.180
广东光华	中国	合金废料及电池极片废料	0.000	0.000	0.030	0.050	0.080	0.110
广东金泰格	中国	合金废料及电池极片废料	0.100	0.100	0.150	0.160	0.167	0.188
其他	其他	合金废料及电池极片废料	0.300	0.300	0.400	0.200	0.200	0.200
合计			1.315	1.350	1.555	1.522	1.817	2.258

资料来源：公司年报、SMM、西部证券研发中心

图 14：钴金属回收

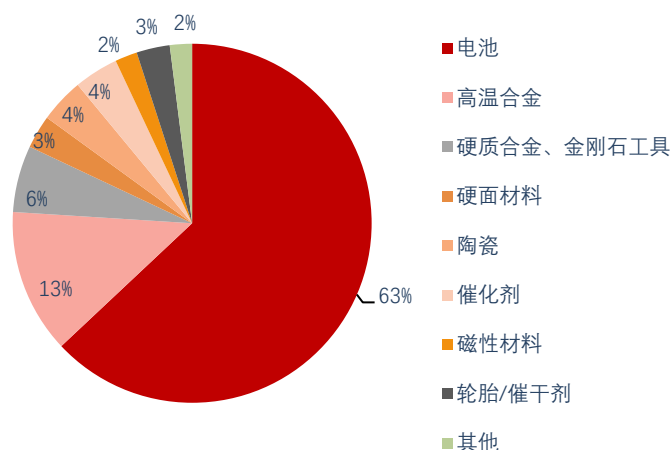


资料来源：金属百科、西部证券研发中心

2.2 需求端：新能源汽车带动需求增长

钴的物理和化学性质决定了钴的用途。钴是生产耐热合金、硬质合金、防腐合金、磁性合金以及各种钴盐的重要材料，下游被广泛应用与电池、制取合金、制取颜料等领域。据安泰科统计，2018 年全球精炼钴总体需求量约为 12.6 万吨，同比增长近 11.5%。随着消费类电子和新能源汽车的发展，电池用钴消费的比重逐年上升。截止 2019 年，电池用钴占比约为 63%。随着 3C 消费类电子 5G 换机潮，以及国内新能源行业 2020 年的政策改善，未来电池消费将成为钴消费的主要驱动力。

图 15：钴应用领域以电池为主



资料来源：安泰科、西部证券研发中心

5G 换机潮驱动手机电池需求提升。5G 手机相较于 4G 具有高速率等特点，5G 时代手机显示尺寸增加，多摄像头牌照等功能对手机电量提出了更高的要求，从当前已经公布的 5G 手机配置来看，相较于 4G 手机总体带电量提升 20%-30%左右。从边际增量来看，5G 换机潮带动锂电池消耗一方面来自 4G 到 5G 购机量的提升，另一方面手机带电量的提升，从目前发布的 5G 机型来看，华为 Mate30 Pro 5G 版将具有 4500mAh 的带电量，vivo X30 5G 版也将具有 4350mAh 带电量，5G 手机普遍带电量超过 4000mAh。经过我们测算，2019-2021 年智能手机电池钴金属用量需求分别为 2.78/2.96/3.26 万吨。

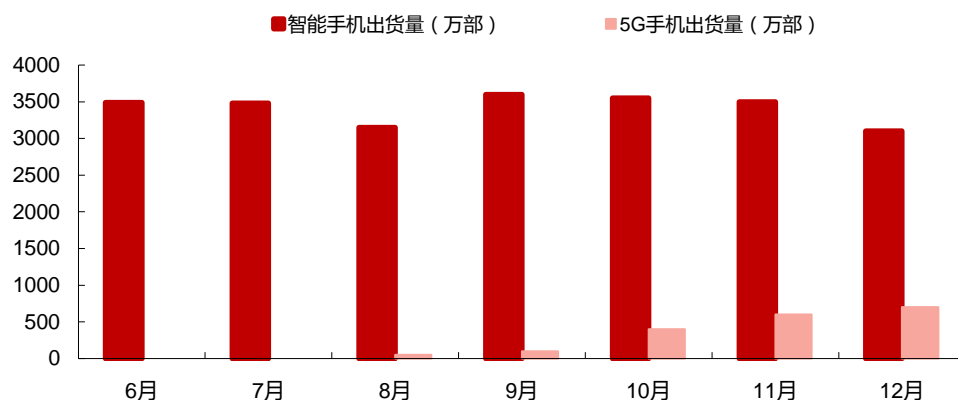
表 4：5G 新型手机电池容量普遍高于 4000mAh

手机品牌	4G 手机型号	带电量	5G 手机型号	带电量
Vivo	vivo X5Pro	2300mAh	X30 5G 版	4350mAh
华为	华为 P9	3000mAh	Mate30 Pro 5G 版	4500mAh
荣耀	荣耀 U9508	2230mAh	V30 5G 版	4200mAh
三星	三星 GALAXY Note 8	3300mAh	GALAXY Note10+ 5G 版	4300mAh
OPPO	OPPO Reno Ace	4000mAh	Reno3 5G 版	4025mAh
Redmi	Redmi Note 8	4000mAh	K30 5G 版	4500mAh

资料来源：IDC、西部证券研发中心

5G 渗透率将不断提升。随着 5G 手机的不断推出，其出货量也呈现高速增长，根据产业信息网数据，2019 年 6 月-12 月，5G 渗透率从 0%快速提升到 18%，12 月单月 5G 手机出货量提升到 700 万部，截至 19 年 12 月底，5G 手机的累计上市也增长至 37 款，预计未来还将以高速增长。经过我们测算，2019-2021 年智能手机电池钴金属用量需求分别为 2.78/2.96/3.26 万吨。

图 16: 2019 年 5G 手机渗透率快速提升



资料来源: 产业信息网、西部证券研发中心

传统 3C 笔记本电脑和平板电脑预计出货量持平。当前笔记本电脑及平板电脑同样转入存量时代, 需求量步入平稳期。从单机带电量来看, 英特尔和高通等通过额外软件或驱动程序延长续航时间, 电池容量并非延长使用时间的主要方向。而平板电脑受智能手机及超薄笔记本产品侵蚀, 整体出货量持续下跌, 预期未来将延续-2%的同比涨跌幅。充电宝需求量虽然呈现大幅增长态势, 但其采用含钴正极占比较低, 对需求拉动效果较弱。相机、蓝牙耳机等其他应用场景复合增速预计稳定在 4%水平。通过我们测算, 2019 年其他 3C 领域钴需求为 2.63 万吨, 至 2021 年需求为 2.64 万吨, 需求量基本持平。

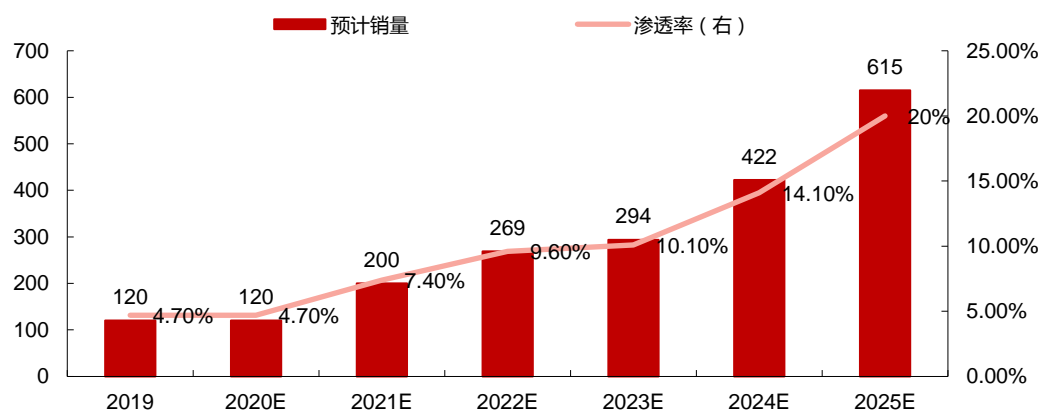
表 5: 其他 3C 领域钴需求基本持平

全球	年份	2017	2018	2019	2020E	2021E
出货量 (亿台)	笔记本电脑	1.7	1.69	1.65	1.63	1.61
	平板电脑	1.64	1.45	1.44	1.42	1.41
	充电宝	11	11.76	12.61	13.46	13.46
	NCM523 占比	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
平均电量 (Wh)	笔记本电脑	52	52	52.5	53	53
	平板电脑	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
	充电宝	35.7	35.7	35.7	35.7	35.7
出货量 (GWh)	笔记本电脑电池	8.85	8.77	8.66	8.64	8.61
	平板电脑电池	5	4.48	4.44	4.39	4.35
	充电宝 (NCM523)	3.9	4.2	4.2	4.2	4.2
	其他类 (相机、蓝牙耳机等)	3.65	3.77	3.92	4.08	4.24
钴酸锂电池出货量(GWh)		17.5	17	17	17.1	17.2
NCM523 正极电池出货量 (GWh)		3.9	4.2	4.2	4.2	4.2
钴酸锂正极材料(吨)		39773	38105	37819	37737	37944
NCM523 正极材料 (吨)		8925	9403	9333	9265	9265
合计钴需求 (吨)		27535	26495	26296	26233	26370

资料来源: 高工锂电、西部证券研发中心

疫情影响短期压制需求，长期新能源汽车仍将带动钴资源需求高速增长。疫情短期对于新能源汽车的消费存在一定的压制，但是我们认为影响仅限于2020年，2021年随着疫情的结束，新能源汽车消费将逐步恢复。考虑到疫情的影响，为此我们预计2020年中国新能源汽车将实现产量120万辆。预计2020-2025年中国新能源汽车销量120/200/269/294/422/615万辆。预计2019/2020/2021年中国新能源汽车对钴资源需求分别为0.88/0.87/1.4万吨。

图 17：中国新能源汽车销量以及渗透率（万辆）



资料来源：中汽协、西部证券研发中心

表 6：中国新能源汽车钴金属用量测算（吨）

项目	车型分类	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
EV 产量（辆）	乘用车	143,000	247,929	450,800	758,000	771,000	709,800	1,279,800
	客车	97,279	102,126	88,200	99,200	100,200	85,700	145,700
	专用车	47,664	61,000	109,000	103,000	103,000	109,000	169,000
PHEV 产量（辆）	乘用车	63,557	73,984	103,100	147,400	197,400	262,800	272,800
	客车	25,000	18,643	18,100	20,200	30,200	32,300	42,300
车总产量（辆）		376,500	503,682	769,200	1,127,800	1,201,800	1,199,600	1,909,600
EV 平均电池容量/kwh	乘用车	22.25	30.94	27.85	33.41	41.77	45.94	50.54
	客车	92.00	152.63	145.00	145.00	174.00	149.38	152.37
	专用车	39.98	55.94	47.55	49.93	59.91	55.04	56.69
PHEV 平均电池容量 /kwh	乘用车	13.66	14.00	14.70	15.44	16.98	17.02	17.87
	客车	13.26	25.32	26.58	27.91	29.31	30.77	32.31
EV 电池用量/Gwh	乘用车	3.18	7.67	12.55	25.33	32.20	32.61	64.68
	客车	8.95	15.59	12.79	14.38	17.43	12.80	22.20
	专用车	1.91	3.41	5.18	5.14	6.17	6.00	9.58
PHEV 电池用量/Gwh	乘用车	0.87	1.04	1.52	2.28	3.35	4.47	4.87
	客车	0.33	0.47	0.48	0.56	0.89	0.99	1.37
合计(GWH)		15.24	28.18	32.52	47.69	60.05	56.88	102.70
动力三元占比	EV 乘用车	0.54	0.62	0.70	0.78	0.80	0.82	0.82
	EV 客车	0.11	0.15	0.20	0.30	0.40	0.50	0.50
	EV 专用车	0.51	0.55	0.60	0.70	0.80	0.85	0.85
	PHEV 乘用车	0.03	0.22	0.40	0.55	0.60	0.70	0.70
	PHEV 客车	0.46	0.55	0.60	0.65	0.70	0.80	0.80

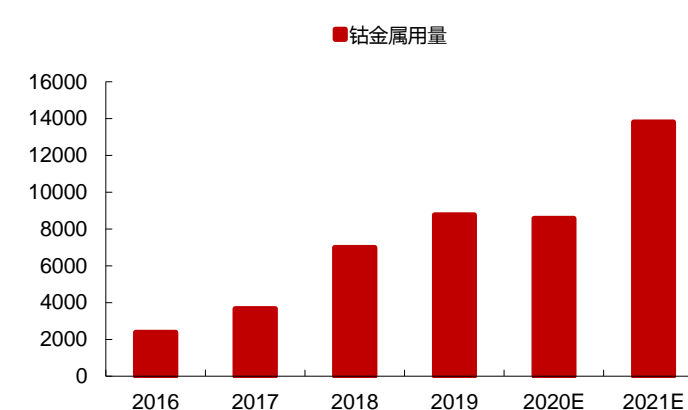
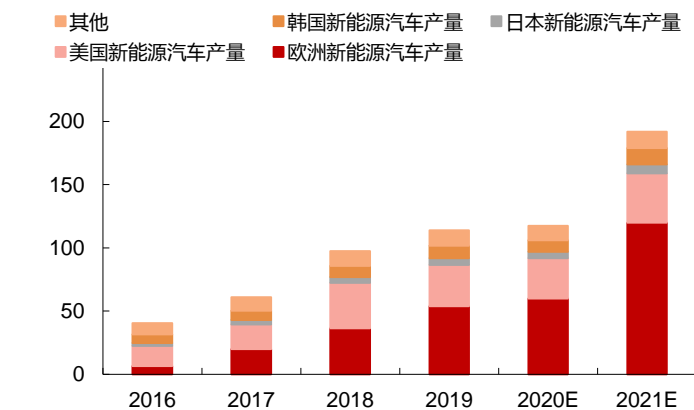
动力三元(GWH)	4	9	15	29	40	42	77
NCM333 占比	35%	30%	25%	25%	17%	15%	10%
钴消耗量/吨	505	1069	1441	2750	2573	2375	2884
NCM523 占比	50%	45%	40%	35%	30%	25%	20%
钴消耗量/吨	408	906	1303	2176	2567	2238	3260
NCM622 占比	10%	15%	20%	25%	30%	30%	30%
钴消耗量/吨	81	300	646	1542	2546	2663	4850
NCM811 占比	3%	5%	5%	5%	8%	15%	25%
钴消耗量/吨	9	42	68	130	287	563	1710
NCA 占比	3%	5%	10%	10%	15%	15%	15%
钴消耗量/吨	13	62	201	383	790	826	1505
中国新能源车(合计) 钴消耗量(吨)	1015	2378	3660	6981	8762	8666	14208

资料来源：汽车工业协会、高工锂电、西部证券研发中心

预计 20 年欧洲和美国将分别实现 60 万辆/32 万辆。受到疫情的影响，20 年海外市场新能源汽车产销也将遇到一定困难，欧洲碳排放政策也存在一定可能推迟，我们预计 2020-2021 年欧洲新能源汽车销量分别为 60/120 万辆，美国新能源汽车销量分别为 32/39 万辆，20-21 年海外新能源汽车市场对于钴金属需求 0.86/1.38 万吨。

图 18: 预计 20 年世界(除中国外)新能源汽车产量与 19 年基本持平(万辆)

图 19: 海外新能源车钴金属用量 21 年高增长(吨)



资料来源：markline、西部证券研发中心

资料来源：亚洲金属网、西部证券研发中心

钴供需格局逐步向相对平衡回归。由于 Mutanda 矿项目的停产，矿山品味下降，及手抓矿管理趋严等因素，导致供给侧产量预期降低；需求端受新能源汽车长期向好，3C 终端设备单机带电量持续上升及出货量回升的推动回暖，预计钴行业供需格局有望优化。我们预计 2020 年供给过剩幅度收窄至 1.94 万吨。供需结构的逐步改善将有望带动钴产品价格回升。

表 7：钴供需平衡表（万吨）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
供给量	10.90	11.64	12.93	16.35	16.34	15.83
消费量	9.70	10.99	11.87	13.22	13.49	13.89
过剩（+）/短缺（-）	1.20	0.65	1.06	3.13	2.84	1.94

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

2.3 价格端：金融属性是钴产品价格弹性来源

2019 年钴价大幅下行，金融属性触底，未来有望回升。钴金属为金融属性特别强的小金属品种，由于 2019 年全球金属钴市场过剩 2.84 万吨钴金属量，且 2019 年新能源汽车需求相对较差，导致了钴产品价格大幅下行。其下行过程当中，海内外贸易商和厂商不断抛售和消化自己的钴库存，目前产业链企业和贸易商库存相对较低，且价格已经跌至历史地位，其金融属性基本触底。

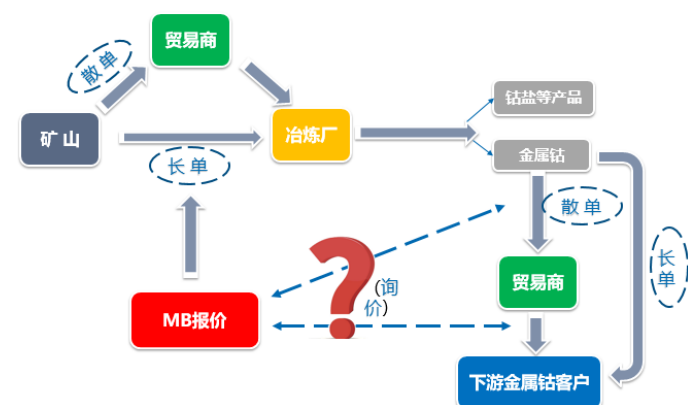
图 20：钴产品价格处于底部区域（美元/磅）



资料来源：MB、西部证券研发中心

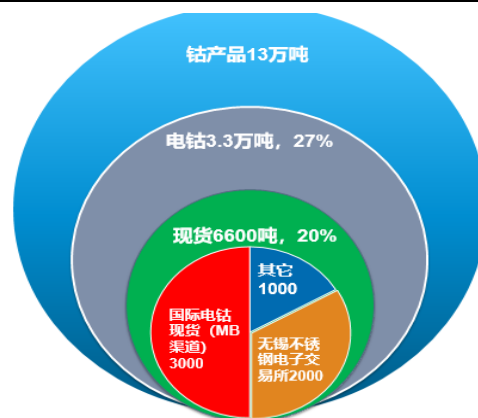
电钴价格是钴产品价格体系的锚。精炼钴冶炼厂跟矿山之间的采购协议是围绕 MB 报价来展开的，而 mb 钴报价又只反映了国际电钴现货的供需，所以，实际上电钴的供需情况将决定整个钴产业的定价，从钴产品结构来看，电钴产品占钴比重仅有 27%，27%的钴产品决定了所有钴产品的价格体系的基准。

图 21：钴产品运行模式



资料来源：安泰科、西部证券研发中心

图 22：电钴产品占比钴产品比重 27%

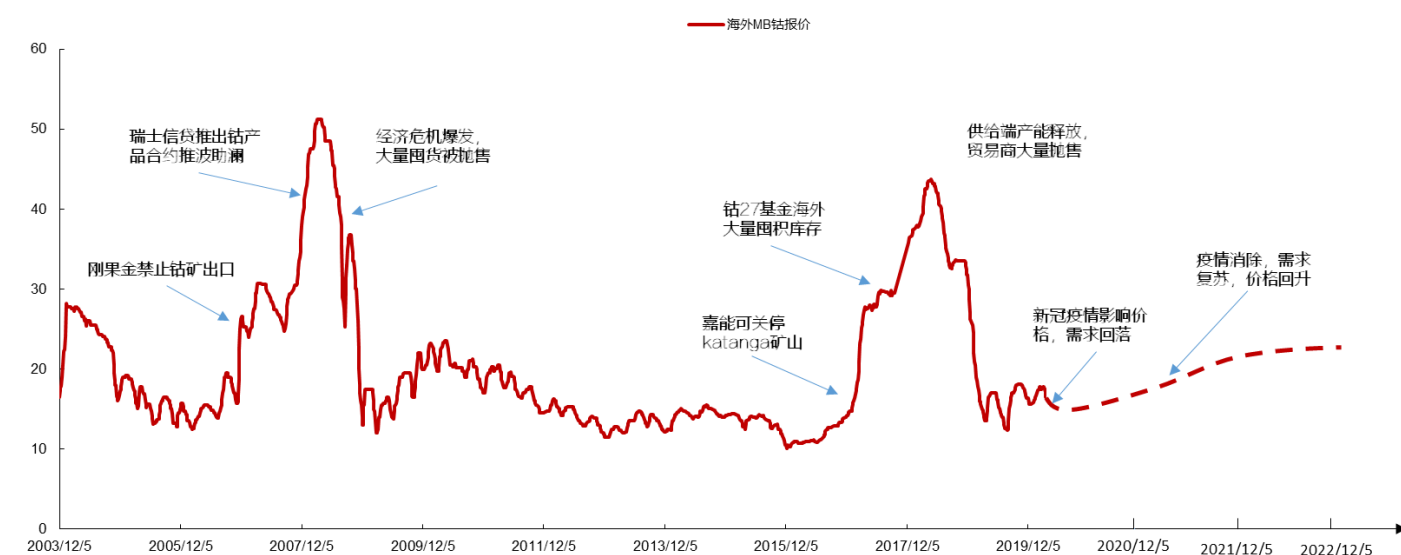


资料来源：安泰科、西部证券研发中心

回溯上一轮周期，钴金融属性演绎到极致。原本商业用途的钴金属由于商品基金的介入，将其金融属性发挥到了极致。cobalt 27 基金成立，将原本隐蔽的囤货行为转变为上市的类 ETF 产品，大幅拓宽社会资金介入钴行业的渠道，也有利于点燃炒作氛围，在钴价上涨的过程中起到了推波助澜的作用。

目前钴价格处于历史低位，未来有望回暖。从 2019 年初至今，钴产品价格的大幅下行，目前 16 美元/磅的价格已经处于历史低位，19 年周期下行过程中，贸易商大量抛售钴产品库存，产业链相关企业进行去库存，导致了产品价格大幅下行，我们认为，2020 年下半年随着疫情结束需求好转和贸易商囤货积极性的增加，钴金属价格有望逐步回暖。

图 23：未来钴产品价格逐步回升（美元/磅）



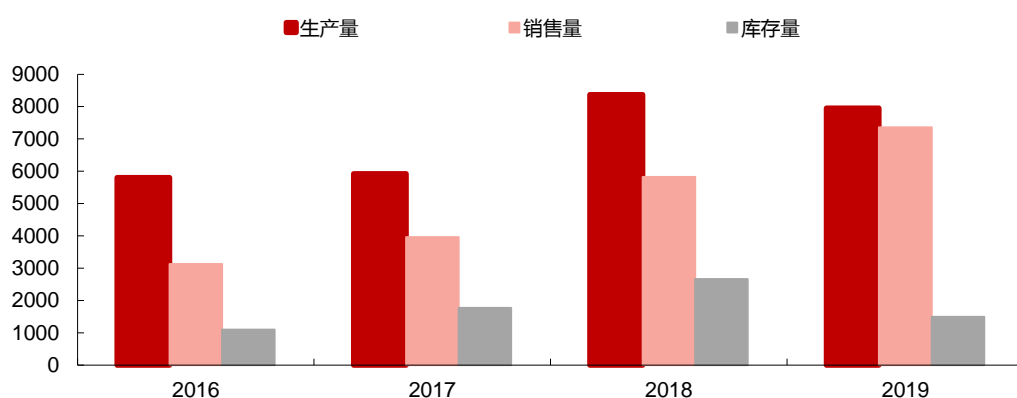
资料来源：wind、西部证券研发中心

三、寒锐钴业：不断成长的钴业巨头

公司深耕刚果数十年，钴矿原料供应稳定，成本优势突出。寒锐钴业于 2007 年起在刚果金布局，设立子公司刚果迈特。经过多年的经营，公司现已拥有刚果金政府颁发的矿产加工贸易许可证、出口许可证等一整套较为完整的矿石开发。同时公司与当地小矿主之间建立租赁矿山开采模式，免去从嘉能可等大型贸易商中采购钴原料。因此，在刚果的钴矿石原料采购折扣系数通常为 MB 金属钴价格的 2-4 折，为公司原料储备提供充足的弹性。

2016-2018 年公司钴产品产销量不断提升。2016 年-2018 年钴产品产量分别 5805 吨、5921 吨和 8369 吨，2018 年由于子公司刚果迈特二期 3000 吨粗制氢氧化钴产能的投放，公司钴产品产销量快速提升。

图 24：公司钴产品产量（吨）



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

3.1 钴盐：短期产能稳定，远期仍有成长

现有钴盐（粗制氢氧化钴）产能 5000 吨，长期钴盐仍有较大增长潜力。2018 年二期 3000 吨粗制氢氧化钴（金属量）产能投产，公司钴盐产能增至 5000 吨（金属量）。2019 年 11 月公司公布非公开增发方案，拟募集资金 19 亿元用于建设“1 万吨/年金属量钴新材料及 2.6 万吨/年三元前驱体项目”项目。项目一期主要生产硫酸钴、氯化钴及四氧化三钴产品，二期主要生产三元前驱体。由公司全资子公司赣州寒锐实施，一期建设期为 2 年，二期建设期 2 年。目前公司氯化钴、碳酸钴及草酸钴等钴盐产品均通过委外加工方式取得，募投项目实施后，公司将新增年产硫酸钴 5400 吨（金属量）、年产氯化钴 1600 吨（金属量）、年产四氧化三钴 3000 吨（金属量），从而填补了公司钴盐产品的空白，拓宽钴盐产品线，完善钴产品全产业链布局。

表 8：公司募投项目产能扩张

项目名称	投资总额	拟使用募集资金	实施主体	建设期
1 万吨/年金属钴新材料	19.01 亿元	19.02 亿元	赣州寒锐	4 年
2.6 万吨/年三元前驱体项目				

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

表 9：钴盐产能远期仍将不断扩张

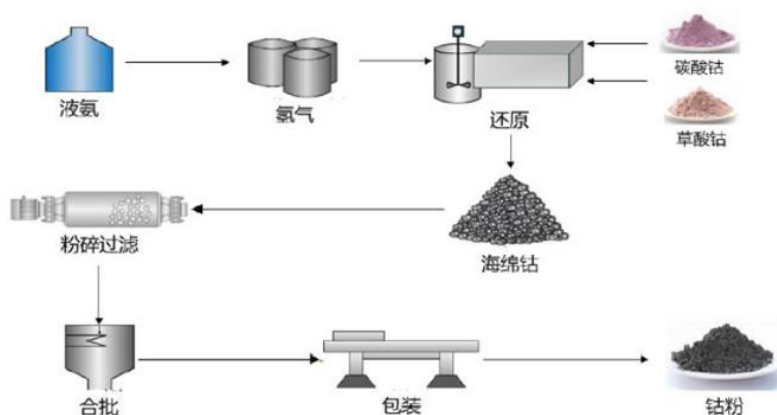
	生产主体	2018	2019	2020E	2021E	2022E
氢氧化钴产能	刚果迈特	5000	5000	5000	5000	5000
硫酸钴产能	赣州寒锐					5400
氧化钴产能	赣州寒锐					1600
四氧化三钴产能	赣州寒锐					3000
合计		5000	5000	5000	5000	15000

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

3.2 钴粉+电钴：20年产能快速提升

钴粉技术壁垒高，盈利能力强。钴粉广泛应用于航空发动机、叶轮和化工设备等各种高负荷的耐热部件以及化学和陶瓷工业中。由于下游不同的应用产品对钴粉钴粉的粒度、形貌、杂质、氧含量等指标有严格的要求，因此其生产过程相对复杂，产品在销售过程当中也相较于其他钴盐产品具有一定的溢价。

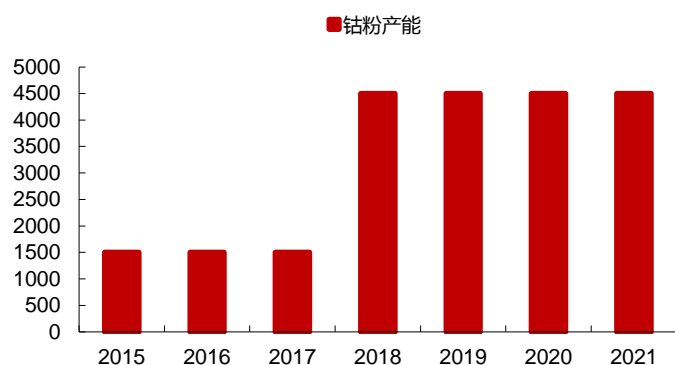
图 25：钴粉生产流程较为复杂



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

钴粉产能稳定，电钴产能快速提升。现有钴粉产能 4500 吨。2019 年新投产钴粉产能 3000 吨，达产后总产能达到 4500 吨。未来公司 4500 吨的钴粉产能将维持稳定，公司在刚果金科卢韦齐的 5000 吨电钴产能预计将于 2020 年下半年投产，届时公司钴粉+电钴产能将达到 9500 吨，相较于 2019 年底 4500 吨产能实现 113% 增长。

图 26：未来钴粉产能相对稳定（吨）



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 27：电钴产能将快速提升（吨）



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

表 10：钴粉+电钴产能快速提升

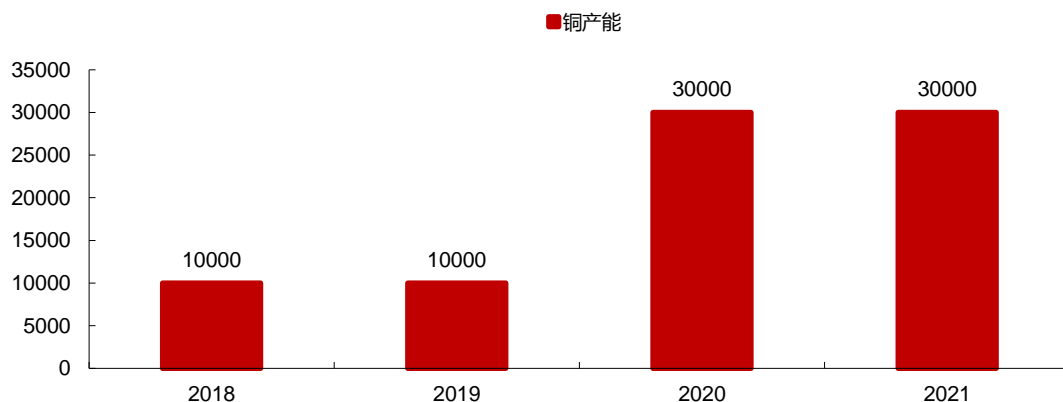
产品品类	已有产能	在建/规划产能	实施主体	建设进度
钴粉	4500 吨	-	安徽寒锐	-
电积钴	-	5000 吨	科卢韦齐	20 年下半年投产

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

3.3 铜：2020年产能实现200%提升

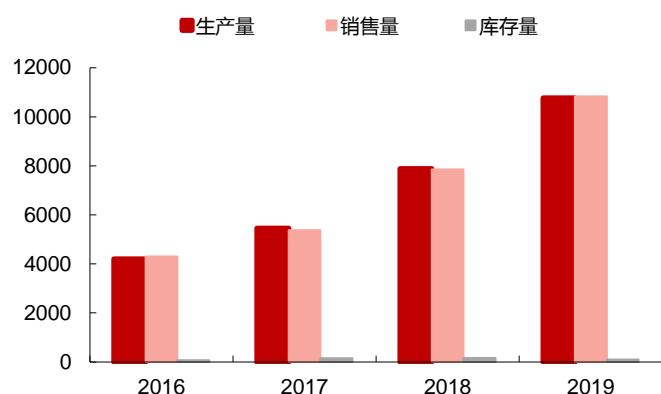
公司通过铜钴矿综合利用，有效降低成本。钴矿常常与其他金属矿伴生，如含铜镍矿和钒钛磁矿的超基性岩体及其氧化带，常常有钴富集成矿；公司租赁采购以及收购获得的铜钴矿石，通过综合利用提取钴盐以及精炼铜，能有效降低提钴成本。公司现有电解铜产能 10000 吨，同时公司拟在科卢韦齐投建电积铜产能 20000 吨，建设期 1 年，产能将有 200%增长。伴随电解铜体量上升其业绩贡献也逐步提升，2018 年公司电解铜营业总收入为 3.20 亿元，毛利率为 27.08%，贡献毛利 8660.43 万元。

图 28：2020 年铜产能实现 200%增长（吨）



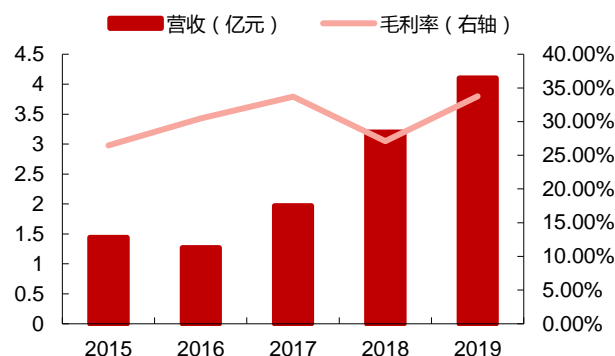
资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 29：铜产品产销库存量（吨）



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

图 30：铜产品营收及毛利率



资料来源：公司公告、西部证券研发中心

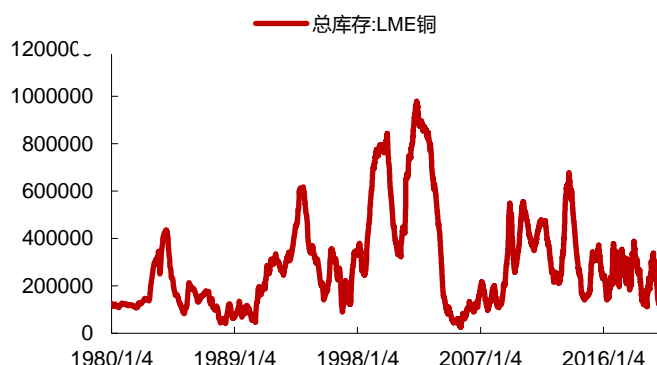
全球精炼铜供需相对平衡。根据 ICSG 统计，2018 年全球精炼铜月消费量为 2448 万吨，而消费量为 2410 万吨，供需相对较为良好。而从 LME 全球铜库存看，截至 2019 年 12 月 31 日，全球铜库存为 19.17 万吨，处于相对低位。

图 31：近年来 ICSG 铜产量和消费量相对平衡（千吨）



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 32：LME 铜库存处于历史低位（吨）



资料来源：wind、西部证券研发中心

图 33：铜产品价格短期回落（元/吨）



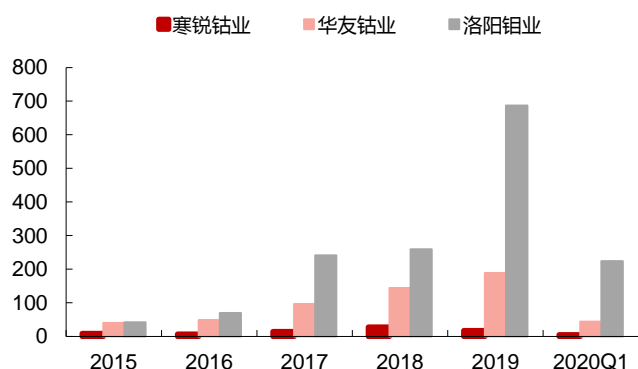
资料来源：wind、西部证券研发中心

四、盈利能力有望触底回升

寒锐钴业是一家小而美的公司。2015 年公司营收规模 9.32 亿元，次于华友钴业、洛阳钼业，但是随着公司不断的发展，2019 年公司营收规模达到 27.82 亿元，4 年间实现了 200% 的营收增长。

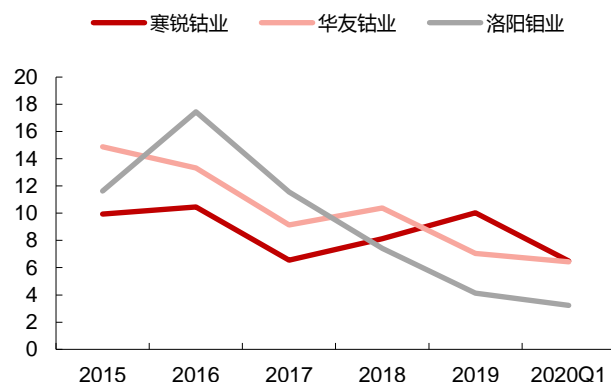
从整体利润率来看，公司毛利率从 2015 年的 15% 上升至 2017 年 49%，其后逐渐回落，2019 年毛利率为 12%，净利率从 2015 年的 3% 最高上升至 2017 年 31%。目前公司费用率为同行业最低，年均维持在 10% 以下，2019 年期间费用率为 6%。

图 34：公司营收规模相对较小（亿元）



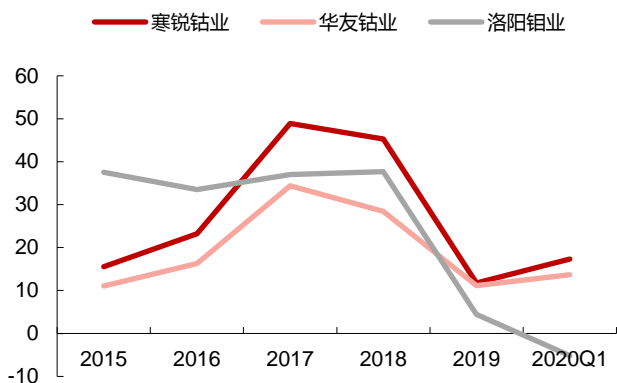
资料来源：公司年报、西部证券研发中心

图 35：公司期间费用率管控得当（%）



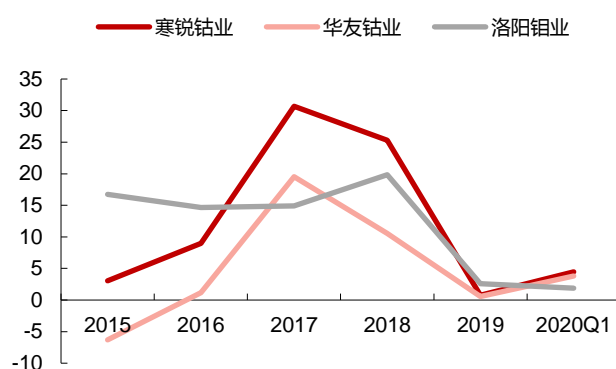
资料来源：公司年报、西部证券研发中心

图 36: 公司毛利率弹性较大 (%)



资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

图 37: 公司净利率弹性较大 (%)

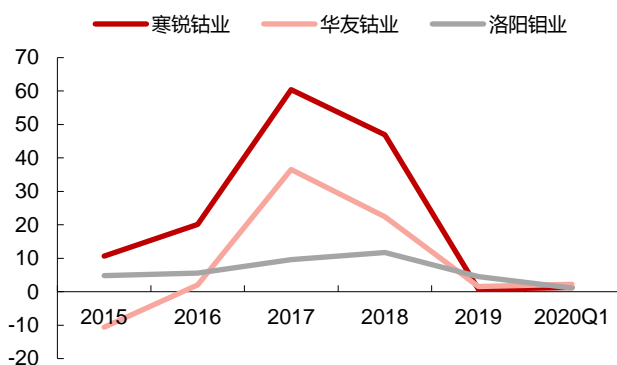


资料来源: 公司年报、西部证券研发中心

从净资产收益率 ROE 来看, 2015-2019 年公司的 ROE 分别为 10.6%、20.1%、60.4%、47.0%、0.75% 位于同行业可比公司领先水平, 连续多年高于洛阳钼业、华友钴业, 2019 年前三季度受困于钴产品价格下行影响公司盈利能力, ROE 滑落。

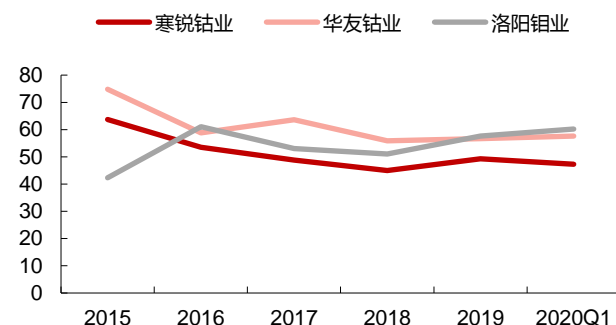
2015-2019 年公司资产负债率由 64% 下降至 49.0%, 资产负债率位于同行业较低水平, 优于洛阳钼业、华友钴业, 公司整体经营风格稳健。

图 38: ROE 行业领先 (%)



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

图 39: 资产负债率行业最低 (%)



资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测与核心假设

(1) **销量:** 公司 2020-2021 年粗制氢氧化钴销量为 4500/5000 金属吨; 由于 3000 吨钴粉新产线已于 19 年投产, 5000 吨电积钴项目预计于 20 年下半年投产, 即 2020/2021 年末钴粉+电钴产能为 9500/9500 吨, 我们预测公司 2020-2021 年钴粉+电积钴销量为 4200/4750 吨。公司目前拥有电解铜产能 1 万吨, 今年下半年将释放 2 万吨电积铜产能。假设公司 2020-2021 年铜产量分别为 1.5/2.0 万吨。

(2) **价格:** 钴行业供给大幅压缩, 供需格局大幅改善, 价格中枢抬升, 预计未来三年逐渐上行, 假设 2020-2021 年 MB 钴均价为 20/22\$/lb; 铜供给收缩明显, 下游需求改善, 预计

2020-2021 年 LME 铜价为 3.25/3.50\$/lb。

(3) 毛利率：预计公司 2020-2021 年整体毛利率分别为 20.6%/25.0%。

(4) 费用率：预计 2020-2021 年销售费用率分别为 0.52%/0.45%，管理费用率分别为 3.53%/2.96%，研发费用率分别为 1.41%/1.12%。

表 11：公司业绩拆分及预测（百万元）

产品分类		2019	2020E	2021E
粗制氢氧化钴	营收	733.34	916.68	1200.42
	成本	665.33	748.50	889.87
	毛利	68.01	168.18	310.55
	毛利率	9.27%	18.35%	25.87%
钴粉+电钴	营收	660.00	1400.00	1665.00
	成本	526.51	1140.33	1282.87
	毛利	133.49	259.67	382.13
	毛利率	20.23%	18.55%	22.95%
铜	营收	393.21	589.82	786.42
	成本	260.79	388.58	524.19
	毛利	132.42	201.24	262.23
	毛利率	33.68%	34.12%	33.34%
合计	营收	1786.55	2906.50	3651.84
	成本	1452.64	2277.41	2696.93
	毛利	333.92	629.09	954.91
	毛利率	18.69%	21.64%	26.15%

资料来源：公司年报、西部证券研发中心

5.2 投资建议与估值

我们选取上游资源行业上市公司洛阳钼业、华友钴业、中色股份作为可比公司：

PE 估值法：同行业可比公司 2021 年平均 PE(算术平均)为 32 倍，考虑到公司作为钴粉行业龙头，产品具备较高的盈利稳定性，给予公司 2021 年 32 倍 PE，对应目标价 56 元/股。

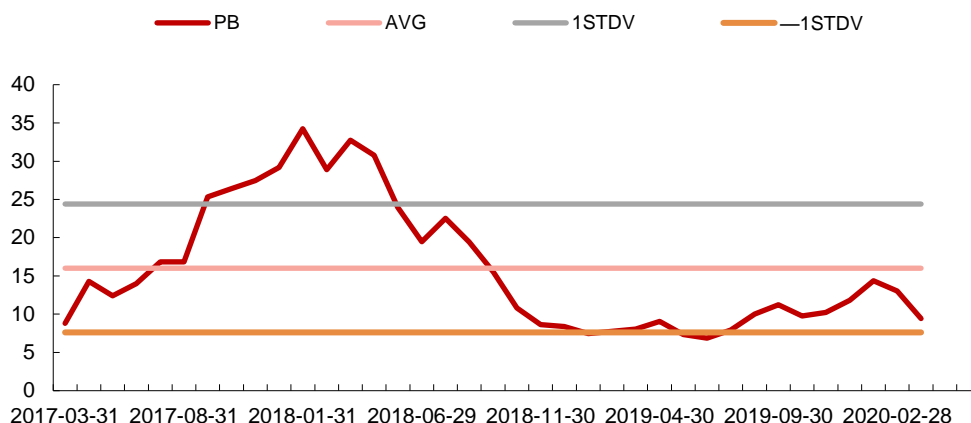
表 12：同行业公司估值对比（2020 年 5 月 18 日）

股票	当前股价（元/股）	EPS 预测（元/股）			PE 预测		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
洛阳钼业	3.56	0.08	0.1	0.12	51	37	29
华友钴业	35.34	0.11	0.64	1.09	355	55	33
中色股份	4.17	-0.54	0.07	0.13	-8	59	33
均值		0.14	0.54	0.74	133	50	31.6
寒锐钴业	50.80	0.04	0.96	1.75	1380	53	29

资料来源：公司公告、西部证券研发中心

PB 估值法:我们提取了公司2017年至今的历史PB估值,2017 年至今公司平均 PB 为 16.01, 结合我们对于公司财务预测,2021 年 8.24 元的每股净资产,对应目标股价 131.92 元。但是由于公司上市时间较短,历史平均 PB 还是过高,PB 平均值不具备代表性。

图 40: 公司历史平均 PB 为 16.01



资料来源: WIND、西部证券研发中心

投资建议: 钴资源行业具有周期属性和成长属性兼得的特点,在新能源且快速发展的阶段,资源需求总量不断增加以及供需结构向平衡过渡都将使得公司充分受益。我们预计公司2020-2021 年的营业收入分别为 28.94 亿元和 36.36 亿元,归母净利润分别为 2.57 亿元和 4.71 亿元, EPS 分别为 0.96 元和 1.75 元,对应 PE 分别为 53 倍和 29 倍,可比公司2021 年平均 PE 为 32 倍,考虑到公司钴产品具备较高的盈利能力和稳定性,给予公司 2021 年 32 倍 PE,对应目标价 56 元/股,首次覆盖,给予“增持”评级。

六、风险提示

- (1) 新能源汽车产销量不及预期。受国内补贴政策以及疫情影响,可能导致 20 年中国新能源汽车市场产销量不及预期。
- (2) 疫情影响导致公司出口受影响。因为日韩地区疫情影响,可能导致公司钴产品出口低于预期。
- (3) 特斯拉无钴电池事件超预期。此前特斯拉传出消息,公司将发布自主研发的无钴电池,可能导致钴用量不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	748	274	254	243	232	营业收入	2,782	1,779	2,894	3,636	4,874
应收款项	544	422	572	729	952	营业成本	1,522	1,570	2,298	2,726	3,631
存货净额	1,313	1,189	2,178	2,333	3,099	营业税金及附加	74	63	56	77	112
其他流动资产	79	128	94	100	108	销售费用	21	19	17	19	18
流动资产合计	2,683	2,014	3,097	3,405	4,391	管理费用	125	126	126	126	126
固定资产及在建工程	359	1,031	1,279	1,608	2,005	财务费用	79	34	82	115	136
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他费用/(-收入)	4	(9)	(8)	(7)	(5)
无形资产	33	34	42	45	48	营业利润	957	(23)	324	581	855
其他非流动资产	375	423	290	370	369	营业外净收支	1	(0)	(1)	(0)	(1)
非流动资产合计	767	1,489	1,610	2,023	2,423	利润总额	957	(24)	322	581	855
资产总计	3,451	3,502	4,708	5,427	6,814	所得税费用	253	(33)	68	116	171
短期借款	521	691	1,738	2,030	2,625	净利润	704	10	255	464	684
应付款项	303	476	633	639	902	少数股东损益	(3)	(0)	(3)	(7)	(12)
其他流动负债	1	0	0	0	0	归属于母公司净利润	708	10	257	471	696
流动负债合计	825	1,168	2,371	2,669	3,527						
长期借款及应付债券	383	360	251	335	319	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
其他长期负债	343	198	235	258	230	盈利能力					
长期负债合计	726	558	486	593	549	ROE	47.0%	0.5%	14.2%	23.4%	28.2%
负债合计	1,551	1,725	2,857	3,262	4,077	毛利率	45.3%	11.8%	20.6%	25.0%	25.5%
股本	192	269	269	269	269	营业利润率	34.4%	-1.3%	11.2%	16.0%	17.6%
股东权益	1,899	1,777	1,851	2,165	2,738	销售净利率	25.3%	0.5%	8.8%	12.8%	14.0%
负债和股东权益总计	3,451	3,502	4,708	5,427	6,814	成长能力					
						营业收入增长率	89.9%	-36.1%	62.7%	25.6%	34.0%
现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	营业利润增长率	58.9%	-102.5%	1479.9%	79.5%	47.3%
净利润	704	10	255	464	684	归母净利润增长率	57.5%	-98.6%	2495.4%	83.1%	47.8%
折旧摊销	22	30	31	44	55	偿债能力					
营运资金变动	79	34	82	115	136	资产负债率	45.0%	49.3%	60.7%	60.1%	59.8%
其他	(515)	132	(842)	(335)	(761)	流动比	3.25	1.31	1.31	1.28	1.24
经营活动现金流	291	206	(474)	288	114	速动比	1.66	0.71	0.39	0.40	0.37
资本支出	(126)	(678)	(289)	(378)	(462)						
其他	(317)	73	89	(40)	4	每股指标与估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
投资活动现金流	(443)	(606)	(200)	(418)	(458)	每股指标					
债务融资	274	130	834	270	445	EPS	2.63	0.04	0.96	1.75	2.58
权益融资	(192)	(0)	(180)	(151)	(111)	BVPS	7.05	6.60	6.89	8.08	10.25
其它	243	(213)	0	0	0	估值					
筹资活动现金流	325	(83)	654	119	333	P/E	19.3	1379.7	53.2	29.0	19.7
汇率变动						P/B	5.1	7.7	7.4	6.3	4.9
现金净增加额	173	(483)	(20)	(11)	(11)	P/S	4.9	7.7	4.7	3.8	2.8

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	18662826262	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售助理	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售助理	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎越	上海	机构销售助理	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
张帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓洁	深圳	机构销售助理	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhu@research.xbmail.com.cn
李文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，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。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。