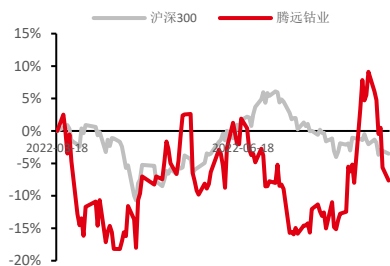


股票投资评级

推荐|维持

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	92.75
总股本/流通(百万股)	227/44
总市值/流通(百万元)	21,163/4,075
12个月最高/最低(元)	190.68/84.96

研究所

分析师：李帅华

SAC 登记编号：S1340522060001

Email: lishuaihua@cnpsc.com

腾远钴业 (301219.SZ):
铜钴价格企稳，Q2 承压不改长期向好
● 事件：

公司公布 2022 年半年度报告，2022H1 公司实现营收 26.87 亿元，同比增长 48.38%，归母净利润为 5.47 亿元，同比增长 9.57%。

● 点评：

减值拖累公司 Q2 业绩，目前风险充分释放。 季度上看公司 22Q2 实现营收 11.04 亿元，同比增长 17.46%，环比下降 30.29%；归母净利润为 0.91 亿元，同比下降 55.49%，环比下降 80.19%。公司业务有所下滑，主要原因在于铜钴价格下跌，2022H1 公司对可能发生的资产减值进行计提损失 1.17 亿元。

钴下游需求恢复强劲，公司业务企稳向好。 2022H1 腾远本部钴系列产品产量 4495 金属吨，同比增长 35.54%。新产品电积钴产线已建成投产并自 2022 年 4 月份开始销售，2022 年 1-6 月份累计销量 92.26 吨。当前钴下游利好消息不断，目前钴库存正处于历史低位，下半年三元电池排产不断增加，叠加废料回收系数提升，支撑电钴、钴盐的价格。下半年钴价预计重新开启上涨趋势，叠加公司电解钴产量持续放量，公司业务企稳向好。

铜产能从 3.24 万吨，扩产到 6.3 万吨；钴产能从 1.25 万吨，扩产至 3 万吨。 截止到 2021 年底公司铜产能为 32400 吨，钴产品的产能为 12500 吨。(1) 刚果腾远的扩产：铜：随着刚果腾远二期的不断建设，预计 2022 年底刚果腾远的电积铜产能将达到 4 万吨，整个三期项目建设完成后，电积铜产能将增至 6 万吨。钴：预计 2022 年底刚果腾远的钴产能将达到 1 万吨。(2) 腾远钴业的扩产：腾远国内本部二期募投项目 13500 吨钴盐产能，预计将于 2022 年 9 月份建成投产，加上之前的 6500 吨，形成总计 2 万吨钴盐的产能。

布局一体化，打造原料-前驱体-回收产业链闭环。 2022 年 3 月公司募资 21.9 亿元建设利用钴中间品、镍中间品及锂电池废料生产钴 1 万金属吨、镍 1 万金属吨项目，产品有电积钴、碳酸锂、三元前驱体等。公司也在加大电池材料的回收以及前驱体的研发工作，前驱体材料中镍钴锂成本占比 90%。参考华友、格林美等拥有一体化产业链的企业等的毛利率，腾远布局一体化盈利能力可期。

- **盈利预测**

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 14.8/25.5/36.4 亿元，对应 EPS 为 6.54/11.26/16.04 元，对应 PE 为 14.18/8.24/5.78 倍，参考国内同行水平给予公司 2023 年 15 倍估值，对应目标价为 169 元，维持“推荐”评级。

- **风险提示**

需求不及预期，铜钴价格大幅下跌等风险。

公司财务及预测数据摘要	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万）	4160	5283	8415	13018
增速	132.8%	27.0%	59.3%	54.7%
归属母公司股东净利润（百万）	1150	1483	2553	3637
增速	124.1%	28.9%	72.1%	42.5%
每股收益 EPS（元）	5.07	6.54	11.26	16.04
市盈率 PE	18.28	14.18	8.24	5.78
市净率 PB	6.32	2.21	1.74	1.34
净资产收益率 ROE	34.6%	15.6%	21.2%	23.2%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
利润表					成长能力				
营业收入	4,160	5,283	8,415	13,018	营业总收入增长率	132.8%	27.0%	59.3%	54.7%
营业成本	2,429	3,019	4,781	7,763	EBIT 增长率	237.0%	34.6%	60.2%	42.5%
毛利润	1,732	2,264	3,634	5,255	归母净利润增长率	124.1%	28.9%	72.1%	42.5%
税金及附加	75	95	151	234	总资产增长率	63.2%	136.3%	28.7%	29.8%
销售费用	11	16	25	39	获利能力				
管理费用	113	158	252	391	净资产收益率	34.6%	15.6%	21.2%	23.2%
研发费用	112	143	227	351	总资产收益率	25.3%	13.8%	18.5%	20.3%
财务费用	22	0	0	0	投入资本收益率	31.4%	16.0%	20.4%	22.5%
息税前利润	1,392	1,874	3,003	4,279	偿债能力				
投资收益	-19	0	0	0	资产负债率	26.8%	11.5%	12.7%	12.5%
营业利润	1,358	1,745	3,003	4,279	流动比率	3.21	9.83	8.39	8.41
营业外收支	-3	0	0	0	速动比率	1.46	8.37	6.10	6.20
利润总额	1,355	1,745	3,003	4,279	营运能力				
所得税	205	262	450	642	应收账款周转天数	14	12	12	12
少数股东损益	0	0	0	0	存货周转天数	180	170	170	170
归母净利润	1150	1483	2553	3637	总资产周转天数	317	521	525	439
资产负债表					每股指标(元)				
货币资金	537	7,121	7,367	9,975	每股收益	5.07	6.54	11.26	16.04
应收票据	21	38	56	89	每股净资产	14.67	41.94	53.21	69.25
应收账款	279	67	488	380	估值比率				
其他应收款	40	77	110	180	PE	18.28	14.18	8.24	5.78
存货	1,562	1,289	3,226	4,105	PB	6.32	2.21	1.74	1.34
流动资产合计	3,018	9,329	12,413	16,537	现金流量表				
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	1,150	1,483	2,553	3,637
固定资产	995	995	995	995	非现金支出	117	123	0	0
在建工程	353	353	353	353	非经营收益	59	0	0	0
无形资产	51	51	51	51	营运资金变动	-987	276	-2,307	-1,028
商誉	0	0	0	0	经营活动现金流净额	339	1,882	246	2,609
非流动资产合计	1,527	1,410	1,410	1,410	资本开支	-389	0	0	0
资产总计	4,545	10,739	13,823	17,947	投资	0	0	0	0
短期借款	374	374	374	374	其他	46	0	0	0
应付票据	12	38	41	88	投资活动现金流净额	-343	0	0	0
其他流动负债	244	265	420	663	股权融资	0	5,204	0	0
流动负债合计	939	949	1,480	1,967	债务融资	221	0	0	0
负债合计	1,220	1,230	1,761	2,248	其他	-7	-503	0	0
股本	94	227	227	227	筹资活动现金流净额	214	4,701	0	0
资本公积金	977	6,049	6,049	6,049	现金及现金等价物净增加额	207	6,584	246	2,609
其他综合收益	-65	-65	-65	-65	期初现金	287	494	7,078	7,324
归母所有者权益	3,325	9,509	12,062	15,699	期末现金	494	7,078	7,324	9,933
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	3,325	9,509	12,062	15,699					
负债和所有者权益总	4,545	10,739	13,823	17,947					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

目录

1 铜钴企稳，公司业务开始向好	5
2 扩产加速，一体化打造产业链闭环.....	7
3 盈利预测.....	8
4 风险提示.....	9

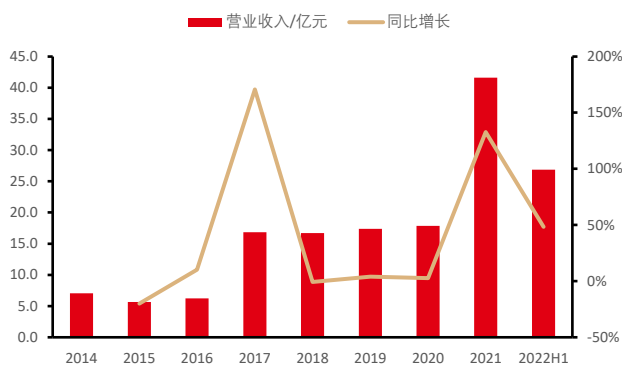
图表目录

图表 1：公司的营收及同比情况（亿元）	5
图表 2：公司的归母净利润及同比情况（亿元）	5
图表 3：公司分业务营收情况（亿元）	5
图表 4：公司分业务毛利润情况（亿元）	5
图表 5：公司毛利率及净利率情况	6
图表 6：公司分业务毛利率情况	6
图表 7：2022Q2 公司毛利到净利拆分（亿元）	6
图表 8：公司期间费用率情况	6
图表 9：国内电解钴库存（实物吨）	6
图表 10：腾远钴业和刚果腾远钴产品产能（吨）	7
图表 11：腾远钴业和刚果腾远铜产品产能（吨）	7
图表 12：腾远钴业 2022-2023 年产能规划（吨）	8
图表 13：行业内同类公司的估值比较（wind 一致预期，截至 2022/8/30）	8

1 铜钴企稳，公司业务开始向好

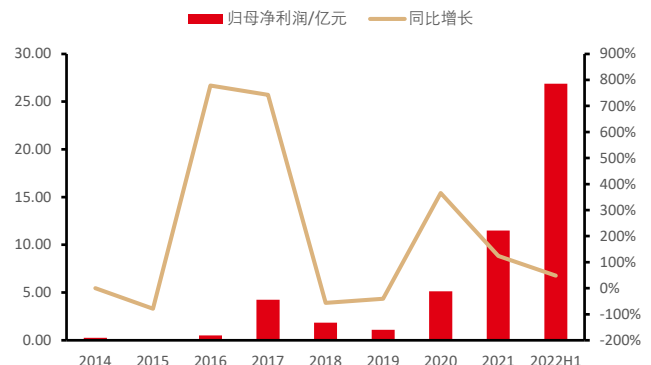
减值拖累公司 Q2 业绩，目前风险充分释放。2022H1 公司实现营收 26.87 亿元，同比增长 48.38%，归母净利润为 5.47 亿元，同比增长 9.57%。季度上看公司 22Q2 实现营收 11.04 亿元，同比增长 17.46%，环比下降 30.29%；归母净利润为 0.91 亿元，同比下降 55.49%，环比下降 80.19%。公司业务有所下滑，主要原因在于铜钴价格下跌，2022H1 公司对可能发生的资产减值进行计提损失 1.17 亿元。

图表 1：公司的营收及同比情况（亿元）



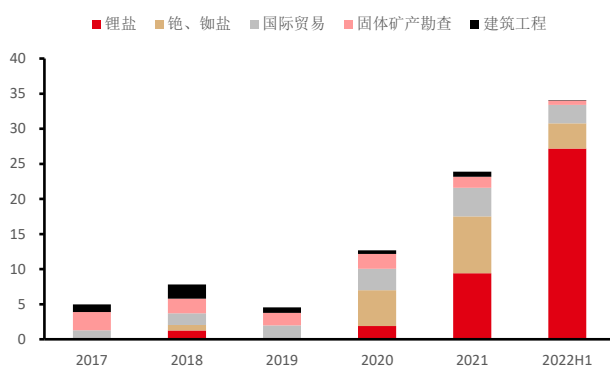
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 2：公司的归母净利润及同比情况（亿元）



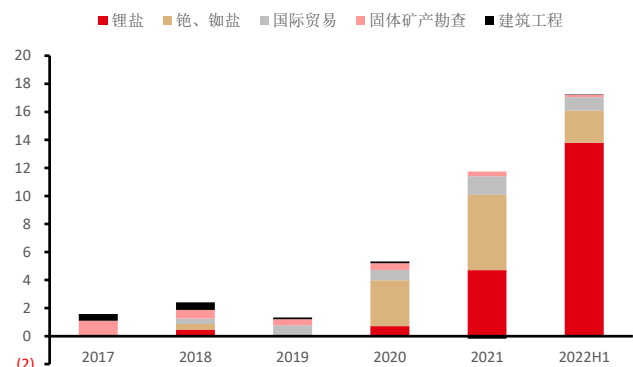
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 3：公司分业务营收情况（亿元）



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

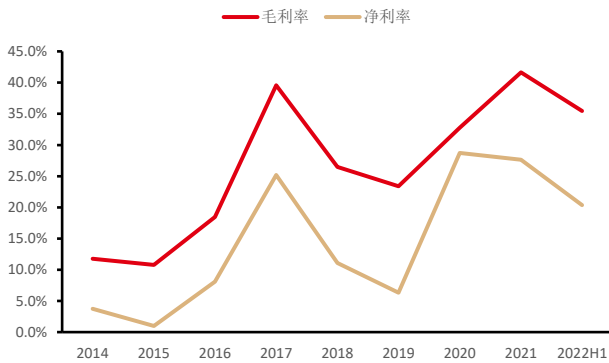
图表 4：公司分业务毛利润情况（亿元）



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

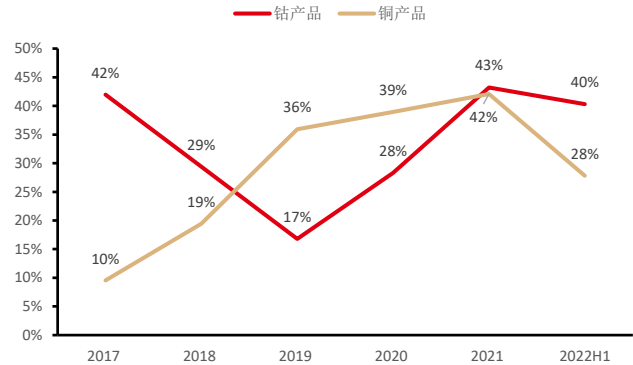
当前铜钴价格已经开始触底反弹，百川数据截止到 8 月 29 日国内电解钴均价为 35.95 万元/吨，较今年最低 31.71 万元/吨上涨 13.4%，铜价为 63800 元/吨，较今年最低 55220 元/吨上涨 15.5%。铜钴价格企稳，公司各项业务开始向好。

图表 5：公司毛利率及净利率情况



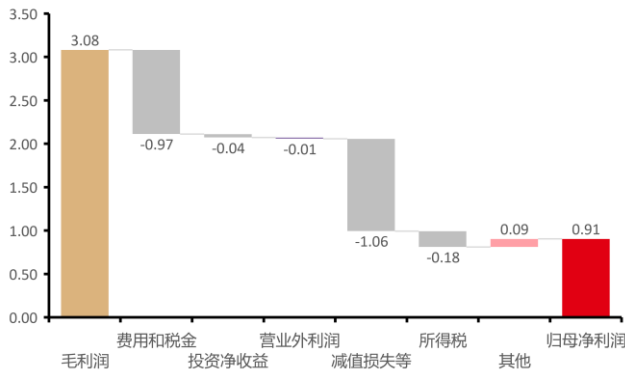
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 6：公司分业务毛利率情况



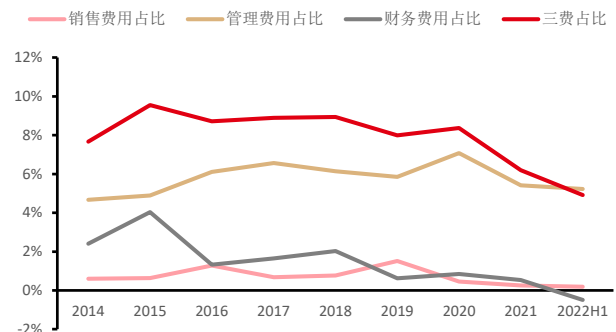
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

图表 7：2022Q2 公司毛利到净利拆分 (亿元)



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

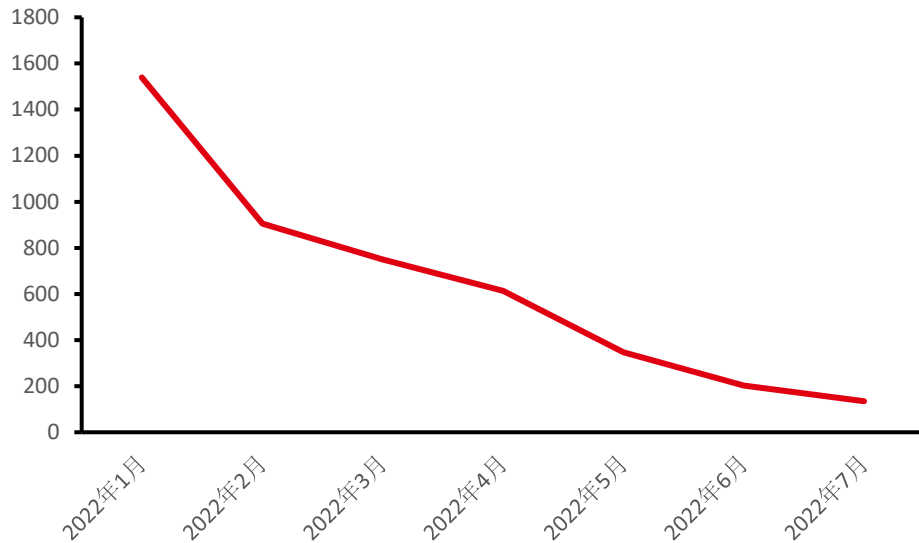
图表 8：公司期间费用率情况



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

钴下游需求恢复强劲，公司业务企稳向好。2022H1 腾远本部钴系列产品产量 4494.97 金属吨，同比增长 35.54%，其中自产钴产品 4068 金属吨，同比增长 29.97%。新产品电积钴产线已建成投产并自 2022 年 4 月份开始销售，2022 年 1-6 月份累计销量 92.26 吨。钴下游利好消息不断，钴库存正处于历史低位，下半年三元电池排产不断增加，叠加当前废料回收系数提升，支撑钴盐的价格。下半年公司电解钴开始放量，钴价预计重新开启上涨趋势，公司业务企稳向好。

图表 9：国内电解钴库存 (实物吨)



数据来源：SMM，中邮证券研究所整理

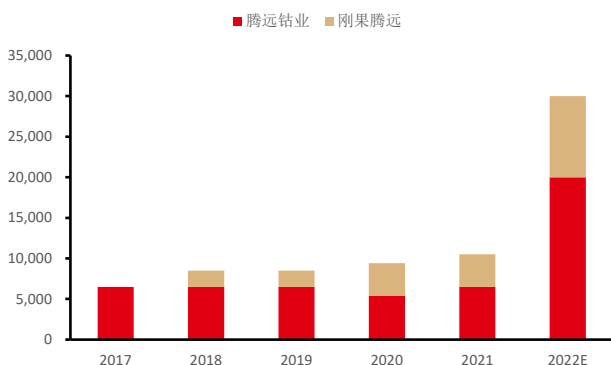
2 扩产加速，一体化打造产业链闭环

铜产能从 3.24 万吨，扩产到 6.3 万吨；钴产能从 1.25 万吨，扩产至 3 万吨。截止到 2021 年底公司铜产能为 32400 吨，其中刚果腾远产能为 29227 吨，腾远钴业的产能为 3173 吨；钴产品的产能为 12500 吨，其中刚果腾远钴中间品产能为 6000 吨，腾远钴业的钴盐产品产能为 6500 吨。

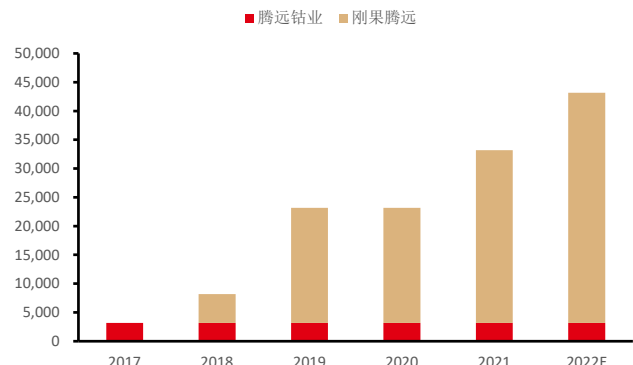
刚果腾远的扩产：（1）铜：随着刚果腾远二期的不断建设，预计 2022 年底刚果腾远的电积铜产能将达到 4 万吨，整个三期项目建设完成后，电积铜产能将增至 6 万吨。（2）钴：预计 2022 年底刚果腾远的钴产能将达到 1 万吨。

腾远钴业的扩产：腾远国内本部二期募投项目 13500 吨钴盐产能，预计将于 2022 年 9 月份建成投产，加上之前的 6500 吨，形成总计 2 万吨钴盐的产能。

图表 10：腾远钴业和刚果腾远钴产品产能（吨）



图表 11：腾远钴业和刚果腾远铜产品产能（吨）



数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

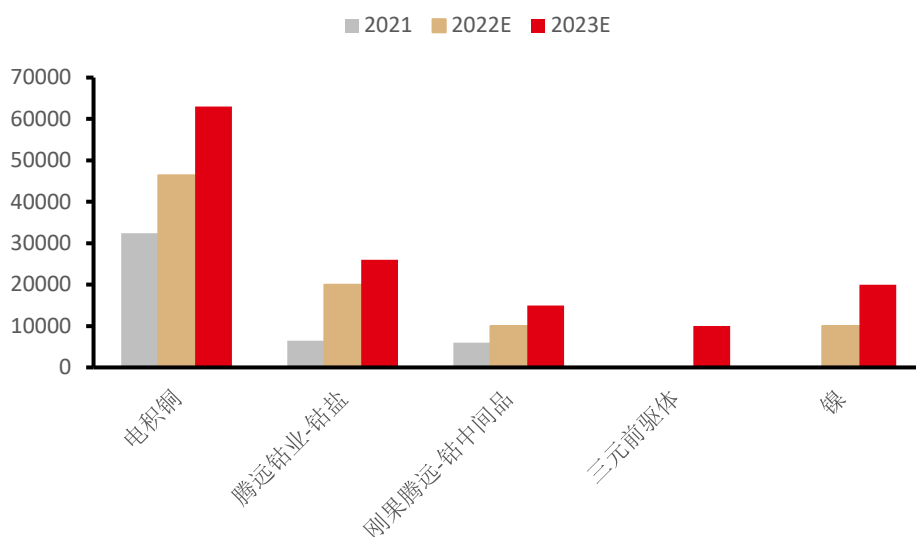
数据来源：Wind，中邮证券研究所整理

建设完成本部腾远钴业钴产品产能 2 万吨，镍产品 1 万吨。公司利用钴中间品、镍中间品及锂电池废料实现年产钴金属量 13500 吨、镍金属量 10000 吨，产品有电积钴、硫酸镍、硫酸锰、碳酸锂、三元前驱体等；为实现硫酸和 SO₂ 自产自给，二期工程建设一套硫磺制酸装置，年产 98%硫酸 32 万吨、液体 SO₂6600 吨，制酸余热回收和发电。

产业链延伸至前驱体，废料回收打造产业链闭环。项目达成后，将有效提高公司生产能力，进一步扩大公司业务规模；三元前驱体生产线的建设，将实现公司对锂电池废料的循环利用，进一步丰富公司产品的种类，延伸公司产业链，降低公司的经营风险；硫磺制酸装置的应用，将进一步降低公司原辅材料成本，提升公司的综合竞争力。

公司远期规划铜产品产能达到 6 万吨，钴产品产能达到 4 万金属吨，前驱体产能达到 4 万吨，镍产品产能达到 1 万金属吨。

图表 12：腾远钴业 2022-2023 年产能规划（吨）



数据来源：公司公告，中邮证券研究所整理

3 盈利预测

预计 2022/2023/2024 年公司归母净利润为 14.8/25.5/36.4 亿元，对应 EPS 为 6.54/11.26/16.04 元，对应 PE 为 14.18/8.24/5.78 倍，考虑同行水平给予公司 2023 年 15 倍估值，对应目标价为 169 元，维持“推荐”评级。

图表 13：行业内同类公司的估值比较（wind 一致预期，截至 2022/8/30）

公司	市盈率PE				市净率PB 2022E
	TTM	2021	2022E	2023E	
格林美	41.2	53.6	25.8	18.0	2.7
寒锐钴业	25.3	37.4	16.6	13.6	2.8
华友钴业	26.6	34.6	21.7	14.2	4.7
中伟股份	61.1	97.7	30.9	16.8	5.1
腾远钴业	17.7	—	14.2	8.2	2.2
平均值	34.4	55.8	21.8	14.2	3.5

资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 风险提示

需求不及预期，铜钴价格大幅下跌等风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。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，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。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，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。