

公司公布 2021 年报：2021 年，公司实现营收 43.50 亿元 (+93.00%)；归母净利润 6.63 亿元 (+98.25%) 扣非归母净利 6.94 亿元 (+268.94%)。2021Q4 公司实现营收 11.46 亿元，同比增长 90.57%、环比增长 1.96%；归母净利润 1.77 亿元，同比增长 2.63%、环比增长 35.56%；扣非归母净利 1.51 亿元，同比增长 256.45%、环比减少 0.46%。

铜钴量价齐升，公司业绩显著增厚。分产品看：2021 年钴产品的营收为 25.62 亿元，营收占比 58.91%，毛利占比为 65.89%，毛利率达 34.38% (+19.08%)。电解铜的营收为 17.78 亿元，营收占比 40.87%，毛利占比 33.88%，毛利率为 25.48% (-7.08%)。**价格方面：**钴产品和铜产品的平均销价分别为 31.09 万元/吨 (+63.43%) 和 5.14 万元/吨 (+26.21%)。**产销方面：**1) 由于子公司寒锐金属年产 2 万吨电解铜项目产能充分释放，2021 年电解铜产量为 3.99 万吨 (+46.09%)，销量为 3.46 万吨 (+26.64%)，库存同比增长 5681.03%；2) 由于安徽寒锐 3000 吨钴粉项目产量提高和刚果迈特氢氧化钴产量增加，2021 年钴产品产量为 0.79 万吨，(+24.82%)，销量为 0.82 万吨 (+38.08%)，库存同比减少 17.58%。

在建项目放量可期，积极布局新能源材料。公司在建项目包括：1) 刚果寒锐金属的氢氧化钴产能增量 5000 吨/年，预计 2022 年中投产，刚果氢氧化钴总产能将达 1 万吨/年。2) 国内安徽寒锐钴粉产能增量 2000 吨/年，2022 年初投产，钴粉总产能将达 5000 吨/年。3) 国内赣州寒锐的 1 万吨/年钴盐和 2.6 万吨/年三元前驱体项目进展顺利，目前一期基建工作已完成，预计 2022 年 6 月底投产。

钴行业供需偏紧格局不改，钴价有望维持高位运行。**需求端：**受益于全球新能源车渗透率快速提升，硬质合金需求等带动，钴需求量持续增长。**供给端：**全球钴资源供应量主要来自于刚果，未来钴矿增量预期主要来自于嘉能可 Mutanda 复产、洛阳钼业产能投产以及印尼湿法冶炼项目，但全球疫情持续冲击物流运输及新建项目进展低于预期，预计 2022 年钴价仍将维持高位运行。

港股上市在即，助力新能源布局。目前香港联交所已审阅公司递交的上市申请，仍等待正式批准。根据公司港股招股说明书，募集资金主要用于钴、镍、锂等资源的海外投资、收购和勘探，钴盐、钴粉、三元前驱体的扩产。港股融资便捷等优势，有助于公司实现对海外资源进行布局，成长空间将进一步扩大。

盈利预测与投资建议：公司扩产项目持续推进，积极布局产业链一体化和新能源，2022/2023/2024 年公司将实现归母净利润 10.76/12.55/13.70 亿元，对应 4 月 18 日收盘价的 PE 为 17X/14X/13X，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期、铜钴价格下跌、疫情影响生产经营。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,350	6,613	7,815	8,935
增长率 (%)	93.0	52.0	18.2	14.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	663	1,076	1,255	1,370
增长率 (%)	98.3	62.3	16.6	9.1
每股收益 (元)	2.14	3.48	4.05	4.42
PE	27	17	14	13
PB	3.8	3.1	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

58.30 元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

研究助理：张建业

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

相关研究

1. 民生金属 2022 年年度策略系列报告之能源金属篇:再探供需的脉搏，拥抱能源革命的长周期增长机遇

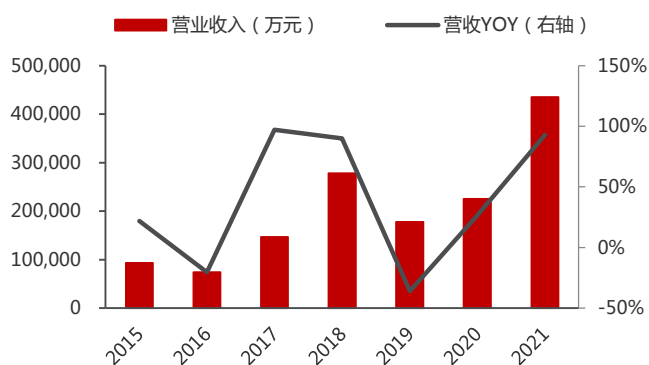
目录

1.业绩稳步上升，期间费用率维持稳定.....	3
2.铜钴量价齐增，提升公司盈利能力.....	6
3.布局新能源产业，打造业务增长点.....	8
4.盈利预测与投资建议.....	10
5.风险提示.....	11
插图目录.....	13
表格目录.....	13

公司公布 2021 年年报 2021 年, 公司实现营收 43.50 亿元, 同比增长 93.00%; 归母净利润 6.63 亿元, 同比增长 98.25%; 扣非归母净利润 6.94 亿元, 同比增长 268.94%。

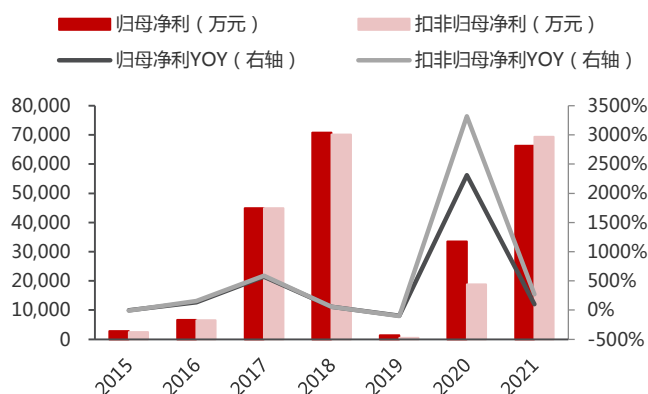
分季度来看, 2021Q4 公司实现营收 11.46 亿元, 同比增长 90.57%、环比增长 1.96%; 归母净利润 1.77 亿元, 同比增长 2.63%、环比增长 35.56%; 扣非归母净利润 1.51 亿元, 同比增长 256.45%、环比减少 0.46%。

图 1：2021 年，公司实现营收 43.50 亿元



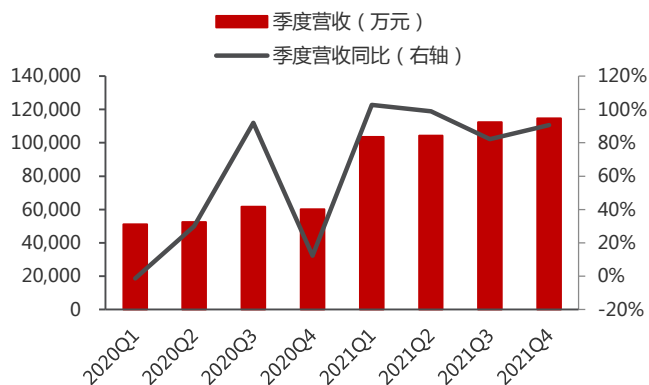
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现扣非归母净利润 6.94 亿元



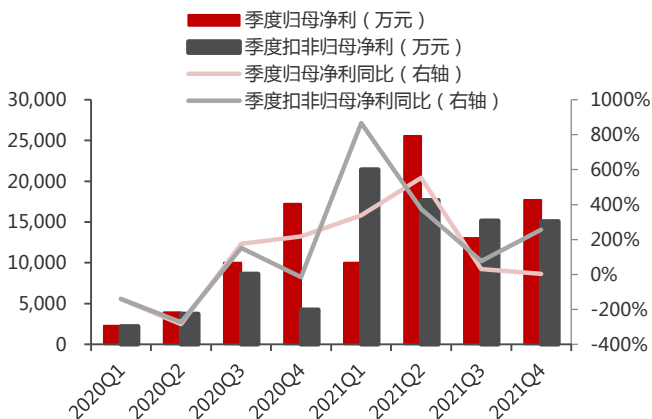
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 11.46 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

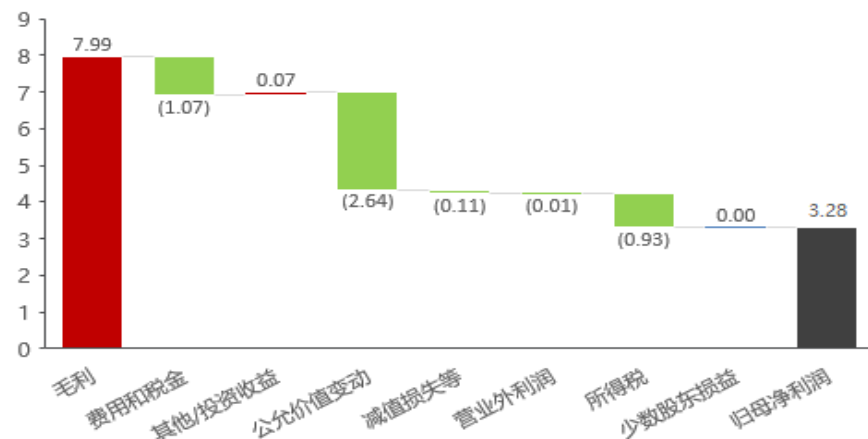
图 4：2021Q4，公司实现扣非归母净利润 1.51 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

1. 业绩稳步上升，期间费用率维持稳定

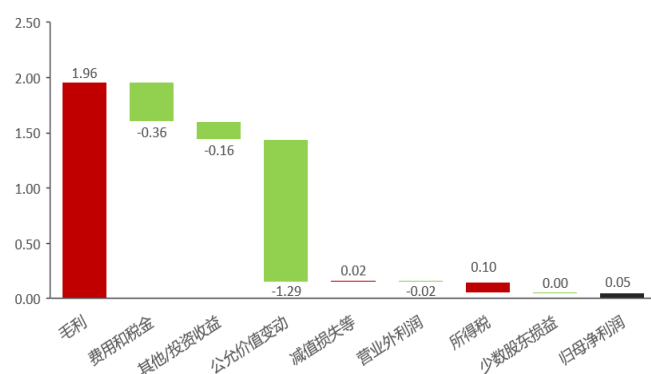
2021 年公司实现归母净利润 6.63 亿元, 同比增加 3.28 亿元, 核心在于毛利增厚明显, 同比增加 7.99 亿元。其他增利点还来自于其他/投资收益 (+0.07 亿元); 同比减利点主要在于公允价值变动 (-2.64 亿元), 费用和税金 (-1.07 亿元), 营业外利润 (-0.01 亿元) 和所得税 (-0.93 亿元)。其中公允价值变动减利主要因投资的孚能科技股权市场价格变动, 本期营业外支出的增加主要为固定资产报废损失和捐赠支出, 不具有可持续性。

图 3：2021 年公司业绩同比变化拆分 (单位：百万元)


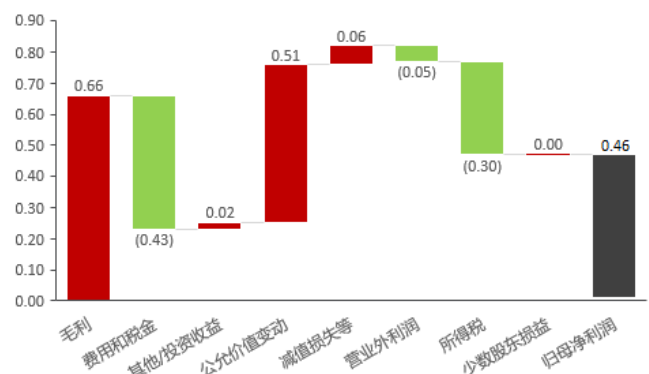
资料来源：公司公告，民生证券研究院

分季度同比来看，2021Q4 归母净利润 1.77 亿元，同比增长 0.05 亿元。主要的增利点在于毛利 (+1.96 亿元) 和所得税 (+0.14 亿元)。减利点来自于费用和税金 (-0.36 亿元)，其他/投资收益 (-0.16 亿元)，公允价值变动 (-1.29 亿元) 和营业外利润 (-0.02 亿元)。

分季度环比来看，2021Q4 归母净利润环比增长 0.46 亿元，核心在于毛利环比增长 0.66 亿元。其他的增利点还来自于其他/投资收益 (+0.02 亿元)，公允价值变动 (+0.51 亿元)；主要的减利点在于费用和税金 (-0.43 亿元)，营业外利润 (-0.05 亿元) 和所得税 (-0.3 亿元)。

图 4：2021Q4 业绩同比变化拆分 (单位：百万元)


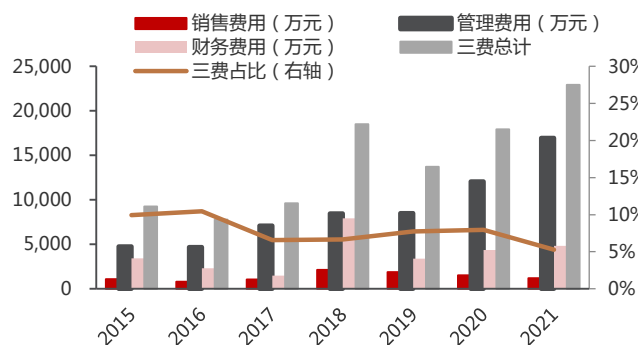
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：2021Q4 业绩环比变化拆分 (单位：百万元)


资料来源：wind，民生证券研究院

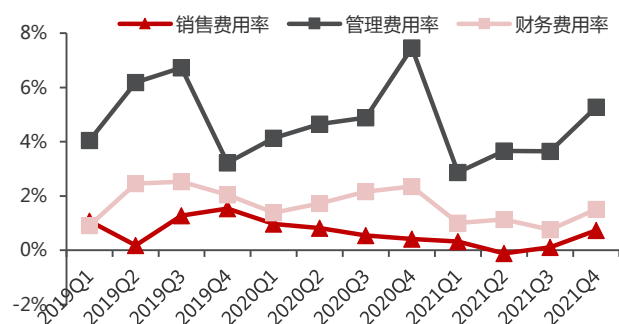
从期间费用的变化来看，近年来公司经营趋于稳定，期间费用率逐步降低，由 2015 年的 9.9% 降低至 2021 年 5.3% 的较低水平。2021 年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为 0.12 亿元、1.69 亿元、0.48 亿元，销售费用和财务费用的营收占比较低，管理费用占比最大。**年度同比来看**：销售费用减少 0.03 亿元，同比下降 22.52%；管理费用增加 0.48 亿元，同比增 40.66%，主要因为咨询服务费、职工薪酬和折旧费增加；财务费用增加 0.04 亿元，同比增长 10.43%。**分季度看**，2021Q4 期间费用合计 0.86 亿元，环比增加 70.24%，其中销售费用、管理费用、财务费用分别环比变化 +0.07 亿元/+0.19 亿元/+0.09 亿元，环比涨幅 624.04%/47.5%/103.99%。

图 8：期间费用率逐步降低，以管理费用为主



资料来源：wind，民生证券研究院

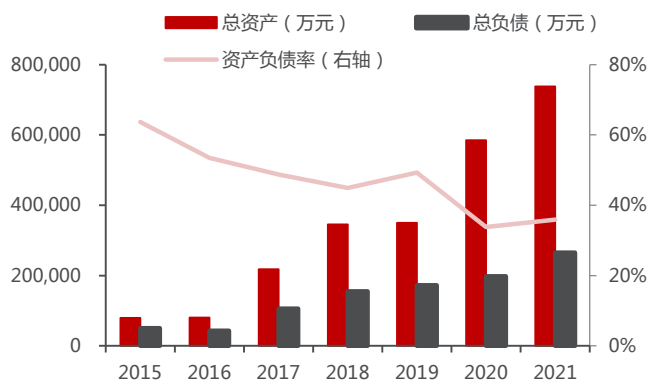
图 9：2021Q4 公司费用率环比小幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

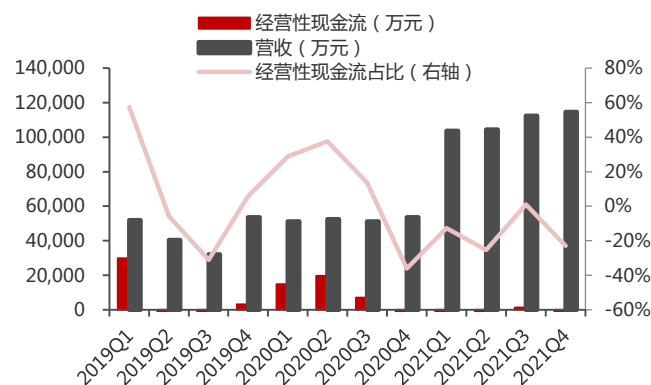
从资金能力的角度来看，2021 年公司实现经营活动现金流量净额为-6.47 亿元，同比减少 8.68 亿元，主要原因为公司扩大产能、原材料采购量增加和采购价格上涨导致经营活动现金流出增加 126.68%。公司投资活动现金流净额同比增加 4.3 亿元，主要是原因为赎回 2020 年理财投资。公司筹资活动现金净流量同比减少 73.30%，原因为 2020 年通过非公开发行股票筹资 18.71 亿元。截至 2021 年 12 月 31 日，公司账面现金(包括货币现金+交易性金融资产+其他流动资产)约为 14.16 亿元，资产负债率仅为 35.88%。公司具有较强的资金实力，且融资渠道多样化，可以为公司未来进一步扩大产能、布局一体产业链提供资金保障。

图 10：2021 年末公司资产负债率为 35.88%



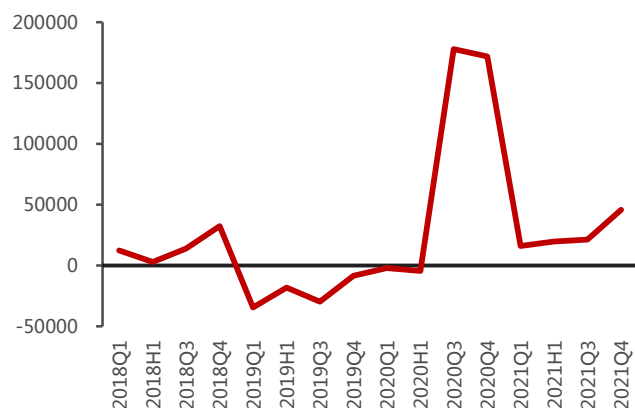
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：公司单季度经营活动净现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：公司单季度筹资活动现金净流入（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2. 铜钴量价齐增，提升公司盈利能力

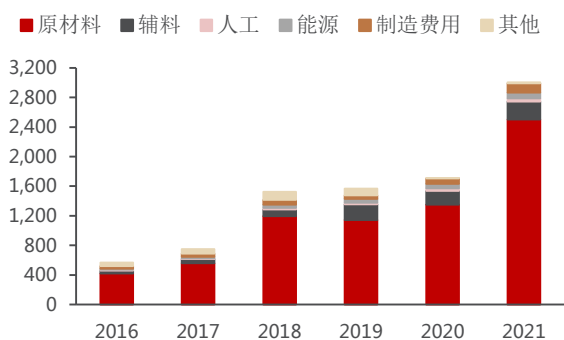
目前公司以钴产品为核心，铜产品为补充，已经形成了从钴矿石原材料的开发、收购，到加工、冶炼，直至最终多样化钴产品的完整产业流程，在市场上具有独特竞争优势。公司的主营业务为有色金属冶炼及压延加工，2021年该业务营业收入为43.40亿元，营收占比99.77%，毛利率达30.74%。

从成本端看：公司深耕刚果(金)市场，建立子公司刚果迈特和寒锐金属，充分利用当地钴、铜矿资源，在原材料价格上涨的行情中，拥有稳定且低成本的原料供应，具有生产成本优势。

2021年公司有色金属冶炼及压延加工业务的营业成本为30.06亿元，同比增76.03%。从该业务的营业成本构成来看，原材料占主要部分。2021年原材料成本为25.04亿元，占比83.29%，同比提高4.36%；辅料成本占比8.04%，同比下降2.90%，主因原材料价格上涨所致。

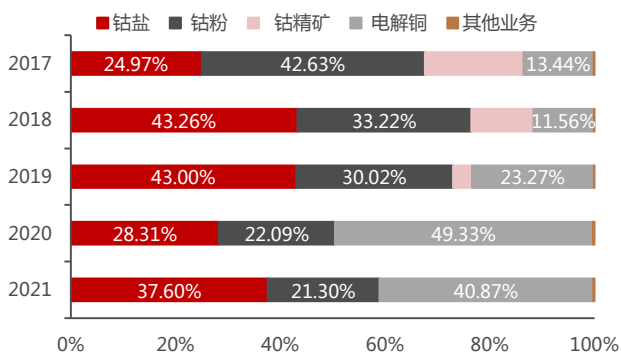
分产品看：钴盐和电解铜表现突出，分别贡献9.98亿元、6.66亿元营收增额。2021年公司有色金属冶炼加工业20.96亿元的营收增额中，钴盐和电解铜业务分别贡献47.61%、31.77%。2021年钴盐业务营收为16.36亿元，同比增长156.36%，营收占比37.6%；电解铜业务营收为17.78亿元，同比增长59.89%，2021年营收占比40.87%。**钴产品为公司利润主要来源。**1) 钴产品：2021年毛利率34.38%，同比增加19.08%，毛利占比65.89%。2) 电解铜：2021年毛利率25.48%，同比减少7.08%，毛利占比33.88%。

图 13 : 有色金属冶炼加工营业成本构成 (单位: 百万元)



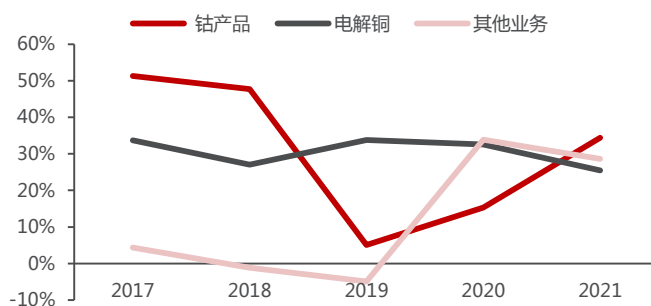
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15 : 公司主营产品营收占比



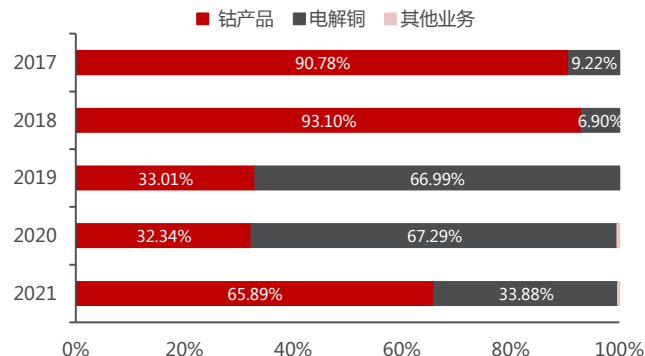
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14 : 公司主营产品毛利率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16 : 公司主营产品毛利占比

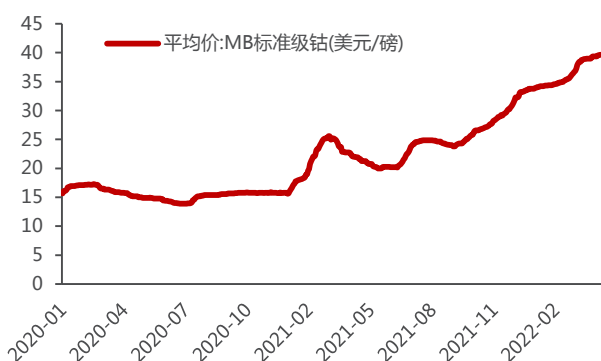


资料来源: wind, 民生证券研究院

2021 年受到经济周期和供需关系等影响，铜、钴价格走高，公司产品销价同比上涨。2021 年年初至 12 月 31 日，钴价从 15.68 美元/磅涨至 33.78 美元/磅，全年涨幅 115.47%。铜价从 7918.5 美元/吨涨至 9692 美元/吨，全年涨幅 22.4%。

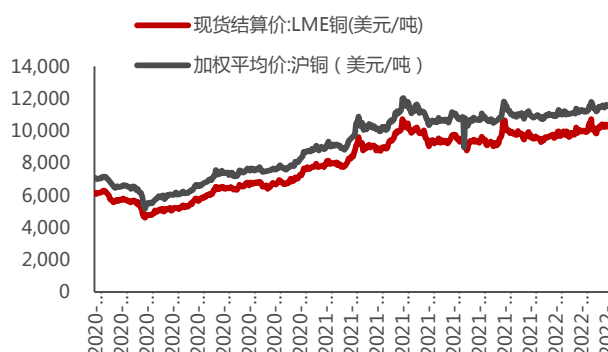
公司主要根据伦敦金属导报(MB)的钴金属报价，结合各类钴产品的市场供需情况，按照市场化原则制定钴产品的销售价格。2021 年公司的钴产品和铜产品的销售单价均随行情上涨，2021 年公司的钴产品和铜产品的平均销售单价分别为 31.09 万元/吨 (+63.43%)，5.14 万元/吨 (+26.21%)。但由于铜矿石、钴矿石等原材料也相应上涨，公司产品的单位成本受影响同比上升，2021 年钴产品和铜产品的单位成本分别为 20.40 万元/吨 (+26.62%)，3.83 万元/吨 (+39.46%)。

图 17：2020 年以来 MB 钴价走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2020 年以来 LME 铜价走势



资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：公司分产品销售单价和单位成本

产品	单位	2021 年			2020 年		
		销售单价	单位成本	毛利率	销售单价	单位成本	毛利率
钴产品	万元/吨	31.09	20.40	34.38%	19.02	16.11	15.30%
铜产品	万元/吨	5.14	3.83	32.56%	4.07	2.75	25.48%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

从产销角度看：1) 铜产品，2021 年产量为 3.99 万吨，同比增长 46.09%，销量为 3.46 万吨，同比增长 26.64%，2021 年底铜产品库存量为 5390.81 吨，同比增长 5681.03%。铜产品产量大幅上升主要因为子公司寒锐金属 20000 吨/年的电解铜项目充分释放弹性产能，铜产品库存大幅增加主要是由于 2021 年底南非疫情导致运输不畅，未能及时售出。2) 钴产品，2021 年产量为 7898.3 吨，同比增长 24.82%，销量为 8242.65 吨，同比增长 38.08%，2021 年底钴产品库存为 1261.24 吨，同比减少 17.58%。钴产品产量上升是由于安徽寒锐 3000 吨/年的钴粉项目产量提高和刚果迈特 5000 吨/年的氢氧化钴产量增加所致。

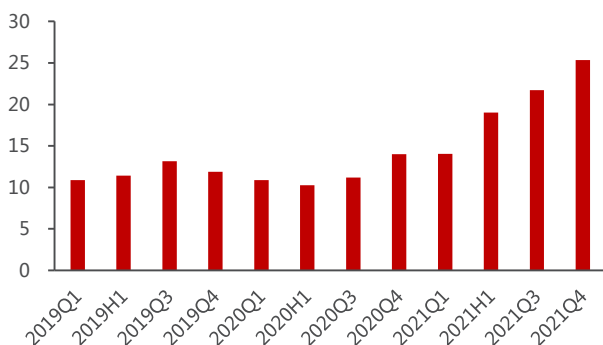
表 2：公司分产品产销和库存情况

行业分类	项目	单位	2021	2020	同比
铜产品	销售量	吨	34599.22	27321.32	26.64%
	生产量	吨	39896.78	27308.86	46.09%
	库存量	吨	5390.81	93.25	5681.03%
钴产品	销售量	吨	8242.65	5969.37	38.08%
	生产量	吨	7898.3	6327.71	24.82%

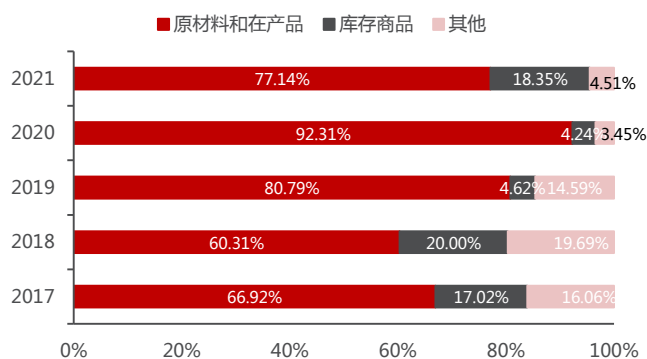
库存量	吨	1261.24	1530.2	-17.58%
-----	---	---------	--------	---------

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

2021 年公司扩产项目进展顺利，子公司寒锐金属 20000 吨电解铜投产、6000 吨电解铜技改完成和 5000 吨氢氧化钴项目推进。公司采取动态维持高库存策略，随着产能的扩大，原材料、产成品等期末库存均有所增加，导致存货总价值增加。截至 2021Q4，公司存货价值量为 25.33 亿元，相比期初的 14.01 亿元，存货价值量增加了 11.32 亿元，涨幅为 80.81%，占资产总额的 34.33%（同比提升 10.43%）。具体来看，**1）原材料和在产品**：公司原材料和在产品占据存货价值的主要部分，2021 年占比达 77.14%，期初账面价值共 12.93 亿元，期末账面价值共 19.54 亿元，涨幅 51.12%，公司原材料采购基本与生产量匹配，库存维持比较稳定水平，价值量上涨主要由于价格上涨所致。**2）产成品**：2021 年产成品期初账面价值为 0.59 亿元，期末账面价值为 4.65 亿元，全年涨幅达 682.02%，上半年增长了 346.77%，产成品占存货价值的比重从 2020 年的 4.24% 增至 18.35%，主要由于疫情导致运输不畅，部分商品未顺利售出，其中电解铜累库 5297.56 吨。

图 19：公司存货价值量（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：公司存货结构变化


资料来源：wind，民生证券研究院

3. 布局新能源产业，打造业务增长点

新能源需求旺盛，钴价将维持高位上行。**1）需求端**：5G 手机换机等带动消费电子领域对钴的需求，同时在全球绿色转型的背景下，新能源车渗透率快速提升，钴需求量持续增长。**2）供给端**：全球钴资源供应量主要来自于刚果，2021 年受疫情影响港口运输受阻，原料供应紧张，全年价格持续上涨。未来钴矿增量预期主要来自于嘉能可 Mutanda 复产和洛阳钼业产能投产，此外印尼湿法冶炼项目也将逐步增加钴供应量。但目前全球疫情仍未平息，物流受阻问题将继续存在、运输成本抬升，预计 2022 年钴价仍将维持高位运行，公司业绩将受益于钴价上涨。

海内外子公司配合，已建立完整的钴产业链。**1）原材料端**：子公司刚果迈特、寒锐金属负责刚果(金)矿石租赁开采、收购的铜钴矿石的采购。高品位钴精矿被直接出售。**2）生产、冶炼端**：刚果子公司采选的低品位钴精矿冶炼成粗制氢氧化钴，运送至国内进一步加工。国内江苏润捷主要负责中游钴盐的生产；安徽寒锐主要负责将钴盐产品进一步加工为钴粉，是世界钴粉产品的主要供应商之一，在全球钴粉市场具有较强竞争力。随着钴产品的需求逐步增长，未来公司将受益于产业链一体化布局，获得产业链上的附加值，减少中间成本。

扩产项目持续发力，盈利能力有望提升。面对旺盛的新能源需求和高位上涨的

铜钴价格，公司灵活切换产线，推进扩产增效项目，铜钴产能将进一步释放。1) **电解铜扩产完成**：子公司寒锐金属利用募集资金改建 6000 吨/年的电解铜生产线，已于 2021 年底投产，刚果铜产品总产能达到 4.1 万吨/年；2) **氢氧化钴产能增加 5000 吨/年**：由于电解钴和氢氧化钴价格倒挂，子公司寒锐金属改建 5000 吨/年的氢氧化钴生产线，预计 2022 年第二季度投产，届时刚果 1 万吨/年的钴产品总产能将实现完全释放；3) **钴粉扩产项目已投产**：国内子公司安徽寒锐 2000 吨/年的钴粉技改扩建项目已于 2022 年 1 月份正式投产，总产能达到 5000 吨/年。

新能源一体化布局，预期实现原料自给。公司正在加速推进新能源上游材料（钴、镍和锂等金属）矿山资源的收购并购、电池回收产线建设及三元前驱体项目的建设，目标是实现上游原材料 100% 自供，为下游的布局提供支持，力求在新能源业务方面打通资源开发、新能源材料制造、资源回收的产业链条，进一步提升公司的竞争能力。目前子公司赣州寒锐的 1 万金属吨/年钴新材料（主要包括硫酸钴、氯化钴、碳酸钴和四氧化三钴）和 2.6 万吨/年的三元前驱体项目已开始建设。其中钴材料生产线为一期项目，预计 2022 年 6 月底投产，将进一步丰富公司钴化合物产品种类。钴湿法冶炼深加工的空缺填补可以减少钴盐委外加工成本，利用完整产业链优势进一步夯实主营业务、提升盈利能力。

申请港股上市，积极寻找海外资源机会。公司港股上市已于 2021 年 10 月 27 日得到中国证监会许可批复，目前处于向香港联交所递交上市申请阶段，尚未取得批复。根据公司的港股招股说明书，募集资金主要用于上游钴、镍、锂等资源的海外投资、收购和勘探，以及对钴盐、钴粉、三元前驱体的扩产。港股上市将为公司参与海外并购项目提供融资便捷、交割迅速等优势，有助于公司对海外钴镍锂资源进行布局，为公司成为一体化电池材料企业奠定坚实的基础。同时，海外资源的开拓与布局将扩大公司的原材料优势和产品市场竞争力，保障公司经营稳定持续，盈利能力和成长空间都将进一步提升。

4. 盈利预测与投资建议

公司技改扩产项目推进顺利，铜钴产能将继续释放。公司积极寻找海外矿山资源，在金属价格高位上涨的行情中，成本优势有望进一步凸显。公司产业链一体化布局清晰，打造新能源业务增长点，盈利成长性较为明确。我们上调关于公司的盈利预测，预计 2022/2023/2024 年公司将实现归母净利润 10.76/12.55/13.70 亿元，对应 4 月 18 日收盘价的 PE 为 17X/14X/13X，维持“推荐”评级。

5.风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在推进中,包括赣州寒锐的三元前驱体项目等,这些项目的推进仍需投入大量人力物力,可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期,届时产量释放节奏将放缓,会对盈利产生影响。

2) 金属价格下跌。公司生产的产品为大宗商品,价格透明,铜、钴等金属价格波动会明显影响公司盈利,若宏观经济下滑,或供给大量释放导致金属价格下滑,会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 疫情影响生产经营。近期国内多地爆发疫情,跨境运输受阻或成本抬升,国内冶炼加工环节可能延后,会对公司的盈利能力产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,350	6,613	7,815	8,935
营业成本	3,013	4,648	5,597	6,508
营业税金及附加	142	198	234	268
销售费用	12	20	23	27
管理费用	169	265	313	357
研发费用	40	99	117	134
EBIT	952	1,383	1,530	1,641
财务费用	48	43	30	9
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	26	40	47	54
营业利润	858	1,379	1,609	1,756
营业外收支	-5	1	0	0
利润总额	853	1,380	1,609	1,756
所得税	190	304	354	386
净利润	663	1,076	1,255	1,370
归属于母公司净利润	663	1,076	1,255	1,370
EBITDA	1,079	1,489	1,640	1,755

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,256	2,431	3,432	4,774
应收账款及票据	534	743	878	1,004
预付款项	85	93	112	130
存货	2,533	2,674	3,067	3,388
其他流动资产	672	611	693	770
流动资产合计	5,081	6,553	8,182	10,065
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,180	1,077	1,019	957
无形资产	86	84	81	79
非流动资产合计	2,298	2,192	2,132	2,068
资产合计	7,379	8,745	10,314	12,132
短期借款	1,218	1,150	875	800
应付账款及票据	760	1,401	1,963	2,460
其他流动负债	298	6	12	18
流动负债合计	2,276	2,557	2,850	3,279
长期借款	50	60	80	100
其他长期负债	321	321	321	321
非流动负债合计	371	381	401	421
负债合计	2,647	2,938	3,251	3,700
股本	310	310	310	310
少数股东权益	-2	-2	-2	-2
股东权益合计	4,731	5,808	7,063	8,433
负债和股东权益合计	7,379	8,745	10,314	12,132

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	93.00	52.04	18.17	14.33
EBIT 增长率	227.30	45.26	10.63	7.23
净利润增长率	98.25	62.28	16.63	9.14
盈利能力 (%)				
毛利率	30.73	29.71	28.38	27.16
净利润率	15.24	16.27	16.06	15.33
总资产收益率 ROA	8.99	12.31	12.17	11.29
净资产收益率 ROE	14.01	18.53	17.77	16.24
偿债能力				
流动比率	2.23	2.56	2.87	3.07
速动比率	1.08	1.48	1.76	2.00
现金比率	0.55	0.95	1.20	1.46
资产负债率 (%)	35.88	33.59	31.52	30.50
经营效率				
应收账款周转天数	44.83	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	306.82	210.00	200.00	190.00
总资产周转率	0.59	0.76	0.76	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	2.14	3.48	4.05	4.42
每股净资产	15.29	18.76	22.82	27.24
每股经营现金流	-2.09	4.21	4.16	4.56
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	27	17	14	13
PB	3.81	3.11	2.56	2.14
EV/EBITDA	16.74	11.30	9.49	8.08
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	663	1,076	1,255	1,370
折旧和摊销	127	106	111	114
营运资金变动	-1,616	81	-60	-37
经营活动现金流	-647	1,304	1,289	1,412
资本开支	-509	20	-27	-23
投资	463	0	0	0
投资活动现金流	-55	20	20	30
股权募资	0	0	0	0
债务募资	600	-88	-255	-55
筹资活动现金流	459	-149	-308	-100
现金净流量	-247	1,175	1,001	1,342

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 43.50 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现扣非归母净利润 6.94 亿元.....	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 11.46 亿元.....	3
图 4：2021Q4，公司实现扣非归母净利润 1.51 亿元.....	3
图 5：2021 年公司业绩同比变化拆分（单位：百万元）.....	4
图 6：2021Q4 业绩同比变化拆分（单位：百万元）.....	4
图 7：2021Q4 业绩环比变化拆分（单位：百万元）.....	4
图 8：期间费用率逐步降低，以管理费用为主.....	5
图 9：2021Q4 公司费用率环比小幅上升.....	5
图 10：2021 年末公司资产负债率为 35.88%.....	5
图 11：公司单季度经营活动净现金流.....	5
图 12：公司单季度筹资活动现金净流入（单位：万元）.....	5
图 13：有色金属冶炼加工营业成本构成（单位：百万元）.....	6
图 14：公司主营产品毛利率.....	6
图 15：公司主营产品营收占比.....	6
图 16：公司主营产品毛利占比.....	6
图 17：2020 年以来 MB 钴价走势.....	7
图 18：2020 年以来 LME 铜价走势.....	7
图 19：公司存货价值量（单位：亿元）.....	8
图 20：公司存货结构变化.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司分产品销售单价和单位成本.....	7
表 2：公司分产品产销和库存情况.....	7

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001