

证券研究报告·公司深度报告

腾远钴业：根植资源地，一体化布局可期（更新）

分析师：王介超

wangjiechao@csc.com.cn

+86-18701680190

SAC 执证编号：S1440521110005

发布日期：2022年5月10日

主要推荐逻辑

- 公司冶炼工艺优势明显：公司技术立本，凭借原创工艺、自研产线、自制设备，处理低成本复杂矿石获得超额利润，在没有矿山资源优势的情况下，**公司产品毛利率明显优于行业可比公司8-10个百分点。**
- 未来成长性有保障：公司目前募投项目进展顺利，**国内工厂预计2022年Q3实现二期扩产13,500金属吨钴盐目标，钴盐产能达到2万金属吨，产能同比增长200%。**后续产能规划：镍产品10000吨、三元前驱体40000吨、98%硫酸32万吨、液体二氧化硫6600吨；**刚果腾远预计在2022年末将铜年产能提升至40000吨，钴为10000吨，钴中间品产能同比增长54%，电积铜产能同比增长43%。**后续规划：浓硫酸40000吨、液体二氧化硫1500吨、硫化碱15000吨。
- 发展战略明晰：公司坐拥中游研发技术优势，同时向上游资源延伸以及向下游拓展，实现纵向一体化经营。
- 公司PE明显低于行业平均水平：2022年公司PE仅有11倍，明显低于行业平均的15倍；2023公司PE仅有8倍，明显低于平均的12倍。

目录

- **核心竞争力：技术优势明显，一体化布局可期**
- **公司：细分钴盐龙头，产能扩张迅速**
- **电积铜业务：基建+新能源需求支撑，价格中枢稳定**
- **钴盐业务：无惧高镍低钴趋势，钴需求仍快速增长**
- **盈利预测及估值分析**
- **风险提示**

投资要点

- **细分钴盐龙头**：公司主要从事钴、铜产品的研发、生产与销售，为国内领先的钴盐生产企业之一。公司的核心产品为氯化钴、硫酸钴等钴盐及电积铜。公司钴盐现有产能6500吨，规划产能2万吨。公司冶炼技术领先，基于技术优势，公司产品毛利率明显优于行业可比公司。展望未来公司将保持中游先发技术优势，凭借资源端优势（采购/回收/自有矿山），以及产业链闭环一体化优势，全球客户优势确立公司在电池产业链上的龙头地位。
- **公司一体化布局可期**：公司秉持“向上游延伸，把中游做大，向下游拓展；根植资源地做保障，布局新材料求发展”的既定战略，2022年Q3将实现二期扩产13,500金属吨钴盐的目标，形成2万金属吨钴盐产能，并完成二次资源回收产线建设。2022年末，刚果腾远有望实现电积铜产能4万吨，钴中间品产能1万金属吨，此外，矿山勘探也将取得新的突破。2023年，公司将在前驱体，电解钴、硫酸镍、硫酸锰等领域取得突破。
- **业绩预测**：预计公司2022年-2024年实现归母净利润19.5/27.4/36.0 亿元，对应PE 11.4、8.1和6.2倍。
- **风险提示**：项目进展不及预期；主要产品价格下滑；原材料/辅料成本上升。

腾远钴业深度报告

核心竞争力：技术优势明显，一体化布局可期

核心竞争力：工艺原创、产线自研、设备自制，自有研发团队保障产品高毛利

- 变废为宝，我国选冶工程师红利明显，海外难选/弃选物料均可成为我国工程师眼中优质资源；公司自有研发团队，核心技术人员均具有逾30年冶金行业研发及企业管理经验；
- 公司为技术能力突出、工艺设备先进、产品质量优异的国家高新技术企业，一直以来坚持以“百年腾远，品质领先”为质量宗旨，专注于钴产品生产技术的研发。

图：公司核心技术人员

谢福标

正高级工程师

设计、组织完成腾远钴业老厂区产能提升工程、刚果腾远设计及建设、公司整体搬迁和新产区一、二期设计和建设。

入选江西省 2019 年百千万人才工程，获得赣州市十大科技创新人物和 2019 年赣州优秀科技工作者荣誉称号

曾任职于北京矿冶研究总院、沈阳有色冶金设计研究院，系十余项发明专利及实用新型专利的发明人

吴阳红

高级工程师

共同设计，组织完成腾远钴业老厂区产能提升工程，主持刚果腾远产线建设和日常经营管理，获得十余项发明和实用新型专利。

中国有色金属工业科技技术奖三等奖、并多次获南通市、赣州市科学技术进步奖

曾任职于沈阳有色金属研究院，多次承担国家科技部项目并任项目组长，科研水平突出。

童高才

高级工程师

对冶金行业工厂现成管理、生产工艺的改进提升、生产设备的设计优化具有深厚的实践经验和独到见解。

曾任沈阳冶炼厂工程师，沈阳有色金属研究院高级工程师，赞比亚 SM 公司经理，刚果 MATAL 公司技术主管

许亮

硕士研究生

作为核心成员参与腾远钴业新厂区一期、二期项目的建设。曾获中国五矿集团科技进步二等奖，荣获赣州市 2020 年度先进科技工作者称号，论文评为第六届全国稀有金属学术交流会

优秀论文一等奖

核心竞争力：20项核心技术，工艺自主研发+产线自主设计+关键设备自制

- 公司拥有 8 项发明专利、20 项实用新型专利，在钴产品的湿法冶炼上具备较强的技术优势、工艺优势和成本优势，系国内少有的能自主规划、设计，并制造湿法冶炼生产线主要生产设备的钴盐生产商

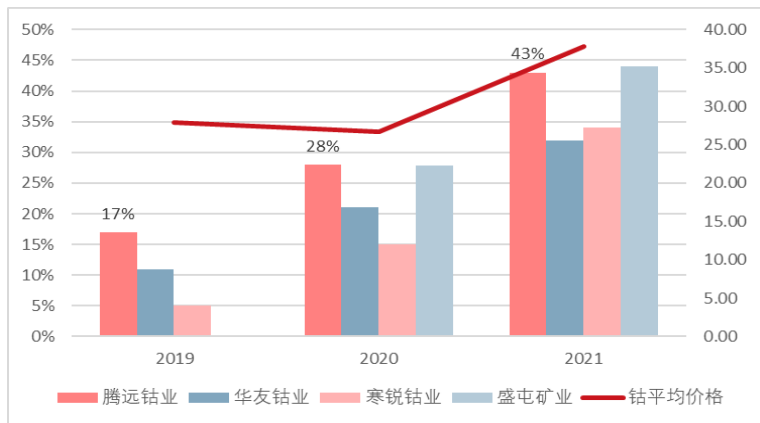
表：公司核心产品简介

涉及领域	主要核心产品/技术名称	技术来源	在主要产品中的应用	技术保护状态
产品生产核心技术	高纯硫酸钴制备技术	集成创新	硫酸钴	专有技术保密
	高纯氯化钴制备技术	集成创新	氯化钴	专有技术保密
	电池级四氧化三钴制备技术	集成创新	四氧化三钴	专有技术保密
	钴溶液深度净化技术	自主研发、原始创新	氯化钴/硫酸钴	专有技术保密
	锰废液生产硫酸锰技术	自主研发、原始创新	硫酸锰	专利保护
	四氧化三钴合成技术	自主研发、原始创新	四氧化三钴	专利保护
	低温烘干技术	自主研发、原始创新	氯化钴/硫酸钴	专有技术保密

核心竞争力：基于技术优势，公司产品毛利率明显优于行业可比公司

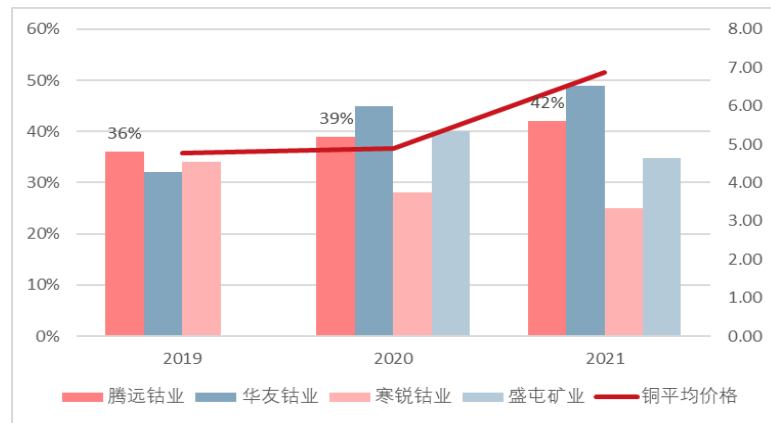
- 随着刚果金高品位矿石供应逐渐减少，以公司为代表的冶炼技术和装备水平较高的企业利用这些尾矿和矿渣进行二次开发成为现实，早期积累的低品位尾矿和矿渣得以大规模处理，其中以腾远钴业、欧亚资源RTR项目、中色刚波夫项目；
- 公司凭借自主研发的多样性钴资源回收利用技术采用优溶浸出、选择性除杂、络合沉钴、钴络合物煅烧等技术有机结合，大大提高了金属回收率，降低了生产成本；
- 公司可将铜矿伴生的低品位钴低成本回收利用，还能将低品位钴矿、次级中间品等低品位钴资源进行低成本的回收利用，解决了多样性资源的高效利用问题。

图：钴产品毛利率



资料来源：Wind，中信建投

图：铜产品毛利率

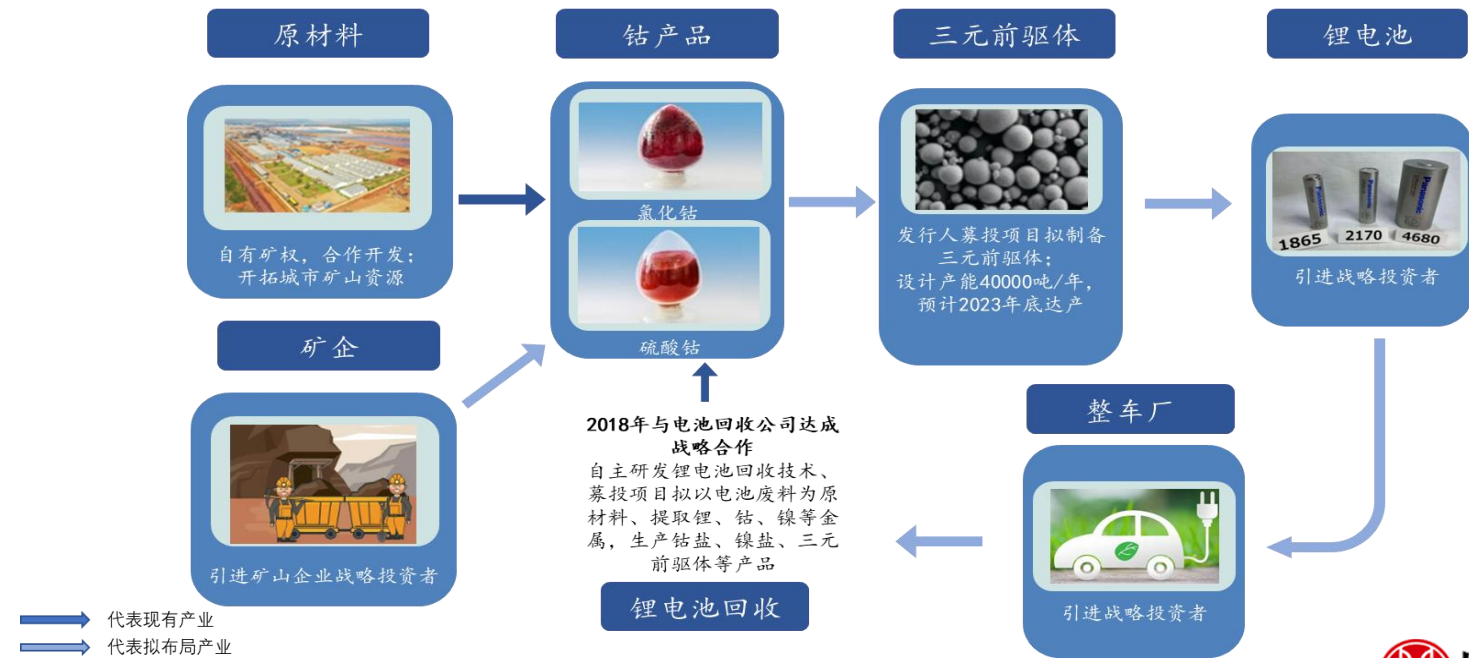


资料来源：Wind，中信建投

核心竞争力：根植资源地，引入产业链战略投资，一体化布局可期

公司战略：向上游延伸，把中游做大，往下游拓展，根植资源地作保障，着力新材料求发展

图：公司战略一体化布局

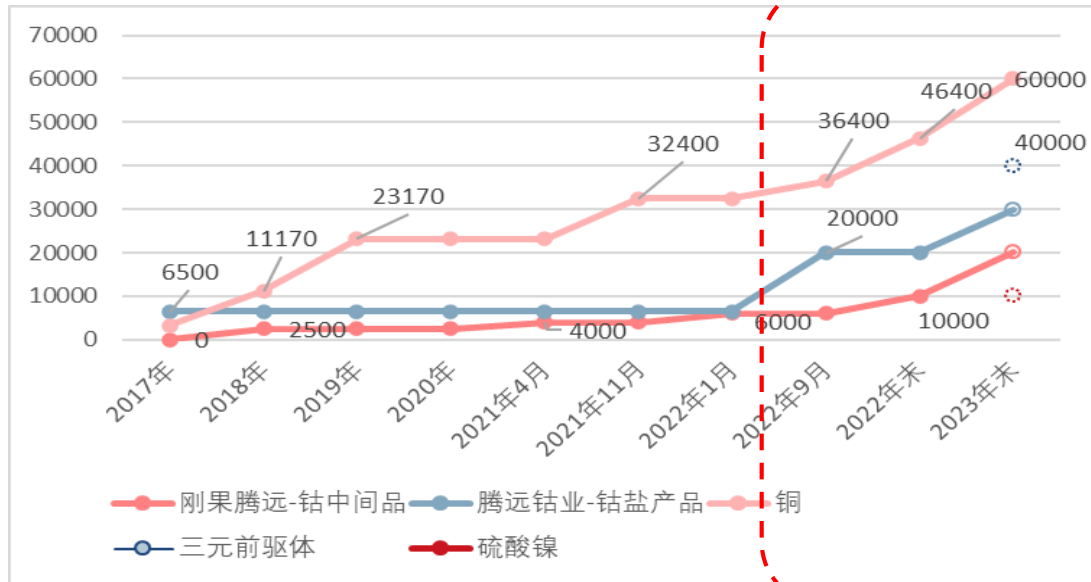


资料来源：公司招股说明书，中信建投

核心竞争力：拓宽产品线+延伸产业链

- 公司拟使用募集资金进行扩建，将钴产品产能由 6,500 金属吨提高到年产 20,000 金属吨的水平，同时新建镍盐、锰盐生产线、溶液直接合成三元前驱体生产线、自制硫酸和 SO₂ 生产线。
- 公司继续扩大刚果金钴铜湿法冶炼厂，提升铜产能的同时获取更多的伴生钴资源，打通上游产业，电积铜远期产能将超过60000吨。

图：公司未来产能扩张情况



定量规划

电积铜：60000金属吨

定性规划

前驱体产能（4万吨）
硫酸镍产能
钴盐产能增长
钴中间品产能增长
锂电回收产能投产

腾远钴业深度报告

公司：细分钴盐龙头，产能扩张迅速

公司：细分钴盐龙头，产能扩张迅速

- 腾远钴业是一家集科研、生产、贸易于一体的现代化公司，公司主要从事钴、铜产品的研发、生产与销售，为国内领先的钴盐生产企业之一。
- 腾远钴业技术立本，生产线实现了自主开发，具有自主知识产权，关键设备自行完成设计、制作，生产流程实现连续化、自动化，具有独创性，技术工艺水平居于国内领先水平

公司沿革：技术立本，海外扩张

- 2004年：公司
腾远钴业成立
- 2008年：公司
核心技术股东加盟
- 2016年：公司
刚果腾远初建
- 2020年：公司
国内完成搬迁升级
- 2021年：公司
刚果腾远三期项目建设中
- 2022年3月17日
公司深交所上市

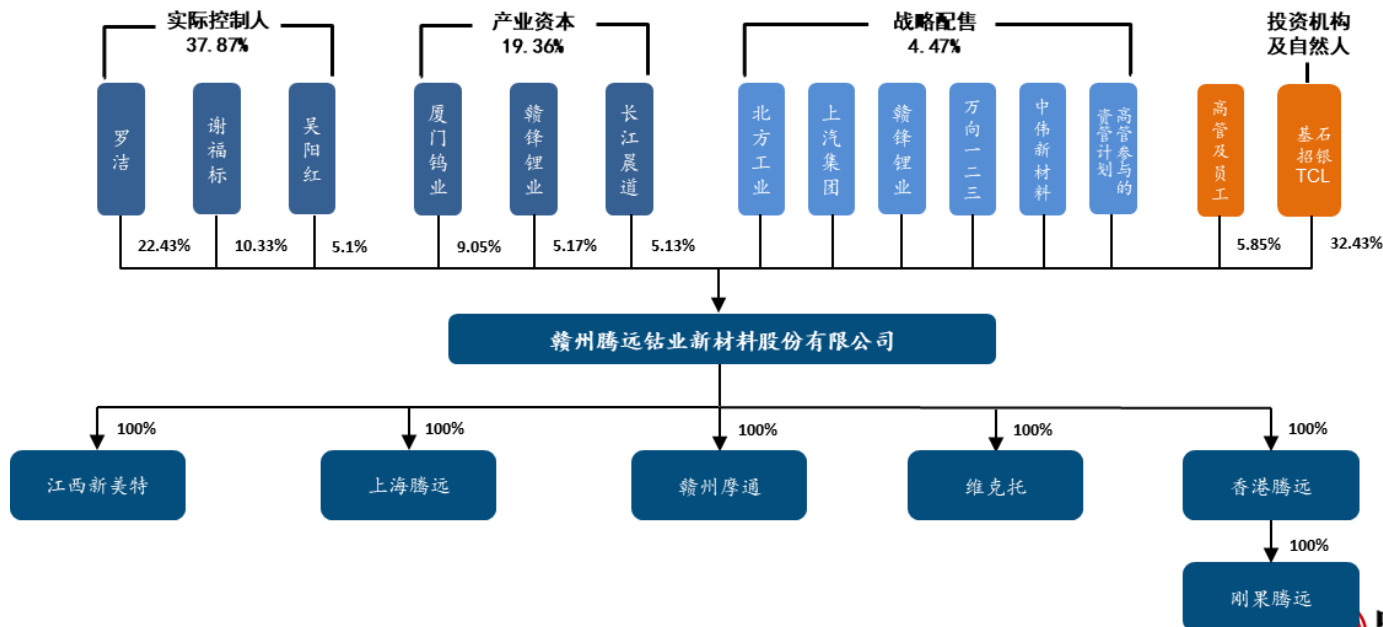
产能规划：钴盐龙头，快速发展

- 2017年：产能情况
钴盐：6500吨
电积铜：3170吨
- 2018年：产能情况
钴盐：6500吨
电积铜：11170吨
钴中间品：2500吨
- 2019年：产能情况
钴盐：6500吨
电积铜：23170吨
钴中间品：2500吨
- 2020年：产能情况
钴盐：6500吨
电积铜：23170吨
钴中间品：2500吨
- 2021年：产能情况
钴盐：6500吨
电积铜：32400吨
钴中间品：6000吨
- 2022年：产能情况
钴盐：20000吨
电积铜：46400吨
钴中间品：10000吨
- 2023年：产能情况
钴盐：20000吨
电积铜：60000吨
钴中间品：10000吨
其他布局：
前驱体产能
锂电回收产能
电解钴产能
硫酸镍产能

腾远钴业股权结构

- 公司的控股股东、实际控制人为罗洁、谢福标和吴阳红，三人直接和间接合计直接持有公司37.87%的股份。
- 厦门钨业、赣锋锂业和长江晨道入股，产业资本合计持股比例约为19.36%。

图：腾远钴业股权结构以及子公司



腾远钴业股权结构

- 截至2021年12月，公司拥有上海腾远、摩通贸易、维克托、香港腾远、江西新美特五家一级子公司以及刚果腾远一家二级子公司。几家子公司分工明确，刚果腾远的设立拓展了公司铜钴矿及钴中间品的采购渠道，降低了公司的采购成本及采购风险。

表：公司主要子公司及主营业务

公司名称	主营业务
上海腾远	母公司信息交流及境内贸易平台
摩通贸易	二级子公司刚果腾远的国内采购平台，采购所需工程物料、辅料及生活物资
维克托	母公司国际贸易平台，刚果腾远与母公司之间的贸易和结算平台
香港腾远	母公司投资刚果腾远的平台
刚果腾远	采购铜钴矿，生产及销售钴中间品及电积铜等产品
江西新美特	母公司固体废物循环利用平台

资料来源：公司公告，中信建投

腾远钴业产品及产业链剖析

- 公司原材料来源：刚果金矿山、钴中间品以及含钴废料；
- 专注于钴盐生产，并已成为全球众多知名企业供应链中的重要一环，深度绑定3C和动力电池产业链；
- 主要客户包括：中伟股份、厦钨新能、当升科技、容百科技、中信金属、万宝矿产、transamine、trading S.A.等

表：公司核心产品简介

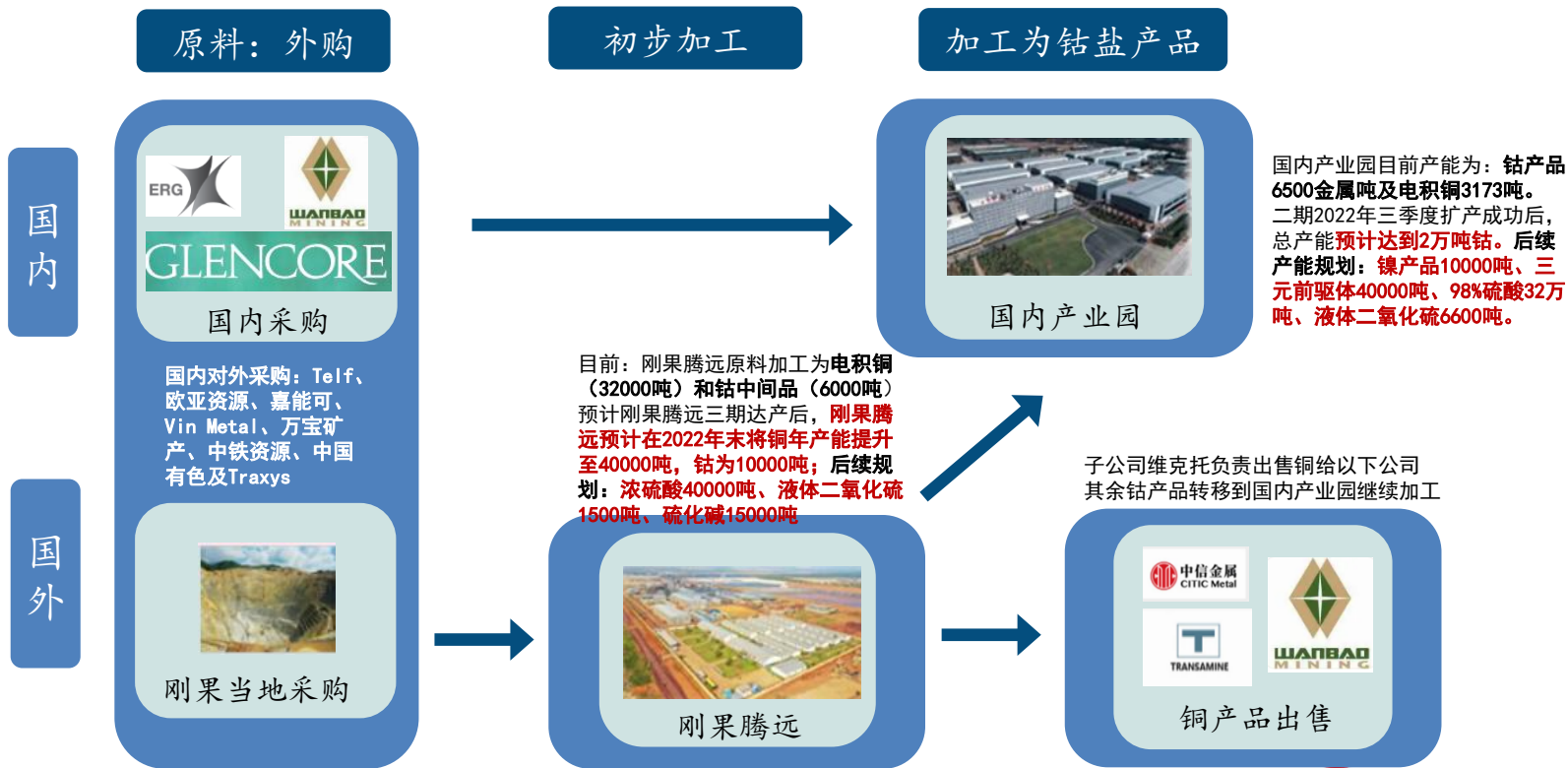
序号	产品名称	示意图	主要用途
1	氯化钴		主要用于制造消费类电池材料、四氧化三钴、电镀、干湿指示剂、陶瓷着色剂、油漆干燥剂、医药试剂等
2	硫酸钴		主要用于制造动力电池材料、钴颜料、蓄电池、电镀、陶瓷、搪瓷、釉彩以及用作催化剂、泡沫稳定剂、催干剂等
3	四氧化三钴		主要用于制造消费类锂电池材料、电阻、色釉料、磁性材料及其他用途的氧化剂
4	电积铜		用于电子电气、机械制造、建筑材料、国防工业等

腾远钴业目前与未来产能规划

- 公司业务覆盖国内及海外，共有两个生产基地，钴盐产品产量在国内名列前茅。根据上海有色网数据显示，2019年度，公司钴盐产量为6,470.58金属吨，占比国内总产量8.18%，公司硫酸钴产量占比7%，居国内第三位，氯化钴产量占比13%，居国内第四位；2020年度，公司钴盐产量为4,858.97金属吨，占比为5.92%，硫酸钴产量占比为6.37%，氯化钴产量占比为5.53%，居国内第五位。
- 国内生产基地方面，主要产品为钴盐与部分电积铜，**目前年产能为钴产品6,500金属吨及电积铜3,173吨**，原材料主要为钴精矿与钴中间品，主要向国际矿业公司或贸易商采购。2020年公司在赣州高新区红金工业园内的旧厂区被赣州市赣县区政府列入赣州高新区红金工业园一期企业征收搬迁范围，需搬迁至洋塘工业园区并建设新厂区。老厂区的搬迁工作于2020年9月完成，新厂区于2021年6月正式投产。目前本部新厂区建设项目第一期，暨复制老厂区产能至新厂区，已基本完成，第二期为新厂区扩建，并拟建硫磺制酸系统，为生产提供硫酸和二氧化硫，现尚处于建设期，建成后可实现年产钴13,500吨、镍金属10,000吨、三元前驱体40,000吨、98%硫酸32万吨、液体二氧化硫6,600吨，**公司力争于2022年第三季度实现二期扩产13,500金属吨钴盐目标，未来公司合计产能预计为年产2万吨钴。**
- 海外刚果腾远生产基地方面，主要产品为电积铜与钴中间品，是公司电积铜的主要生产基地，**目前年产能为32,000吨电积铜及6,000金属吨钴中间品**。刚果（金）钴铜湿法冶炼项目三期工程自2020年5月开工建设，其设计产能为电积铜40,000吨、浓硫酸40,000吨、液体二氧化硫1500吨、硫化碱15,000吨，目前因受新冠疫情影响建设进度缓慢。**公司争取在2022年末实现电积铜40,000吨产能，钴中间品10,000金属吨产能**。刚果项目的投产可为公司带来国外铜钴矿资源及钴中间品，为国内生产提供充足的钴冶炼原料。

腾远钴业整体业务架构

图：图解腾远钴业目前与未来产能规划

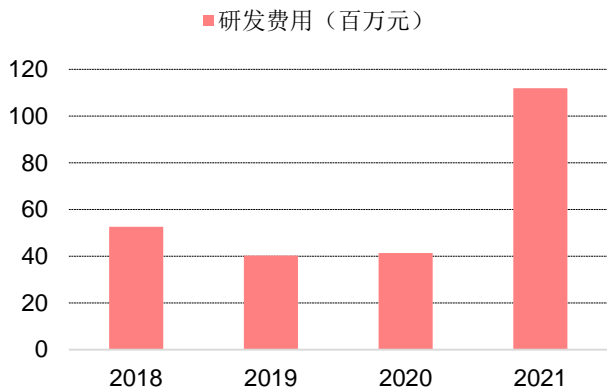


资料来源：Wind，中信建投

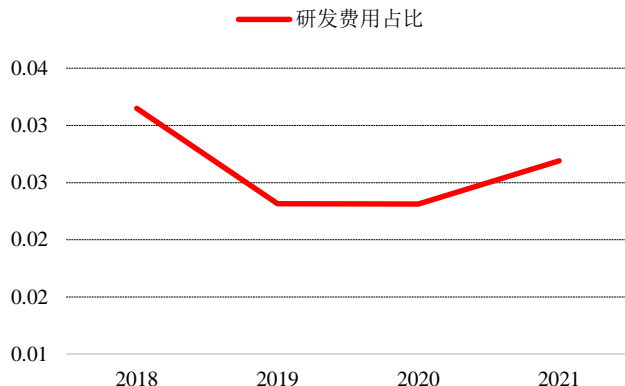
公司研发投入大，自主创新冶炼工艺

- 公司研发实力雄厚、研发成果显著，与冶金行业知名高校、科研院所长期积极开展合作，在钴产品的湿法冶炼上具备较强的技术优势、工艺优势和成本优势，拥有8项发明专利、20项实用新型专利，主要核心技术人员均具有超过30年的冶金行业研发经验。公司具备自主规划、设计，并制造湿法冶炼生产线主要生产设备能力，能够实现研发能力、项目实施能力及生产能力的有效融合，提高工作效率、降低生产成本，并能迅速对设备以及相关工艺流程进行改进提升。
- 公司研发投入稳定，2018-2021年的研发费用分别为5,262万元/4,025万元/4,134万元/11,190万元，2021年公司加大研发投入规模，同比增长达170.66%。

图：公司研发投入逐年提升，保持技术优势



图：研发费用的营业收入占比保持稳定



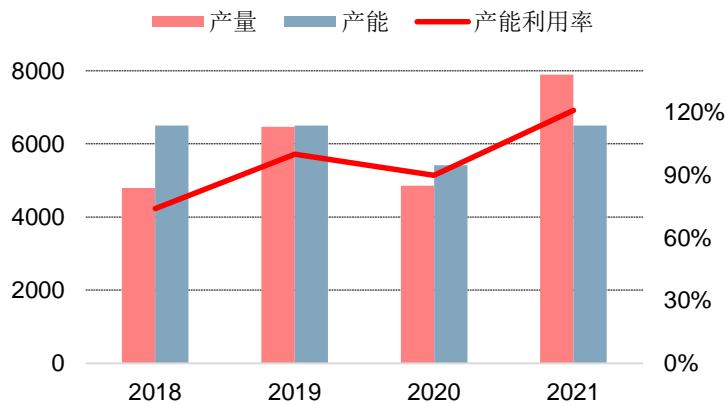
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

公司铜钴产量逐年提升

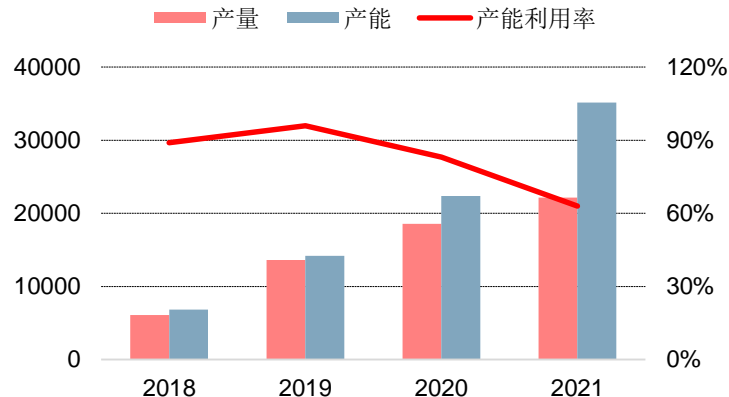
- 公司钴产品产能利用率维持在较高水平，新厂投产后稳定产出，达产率较高。2021年为进一步满足下游客户，公司还委托其他厂家进行委托加工，产量大幅增加。公司2018-2021年钴产品总产量为4791吨/6471吨/4859吨/7892吨，2020年受搬迁和新冠疫情影响产能利用率有所下降。
- 公司铜产品产量稳定增长，刚果腾远新生产线投产，产能稳步增长，产能需逐步释放。公司2020-2021年铜产品总产量为6077吨/13616吨/18541吨/22152吨。公司2020年铜产品产能利用率较低主要原因是新冠疫情对生产进度的影响及钴原材料中铜金属含量较低。公司2021年铜产品产能利用率较低的原因是新增产能需要逐步释放。

图：公司钴产品产能、产量情况



资料来源：Wind，中信建投

图：公司电积铜产能、产量情况

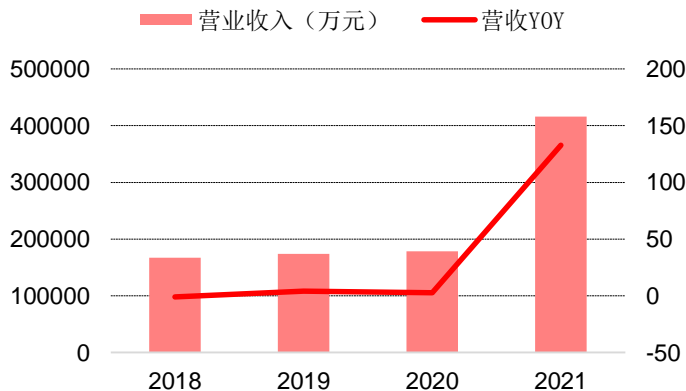


资料来源：Wind，中信建投

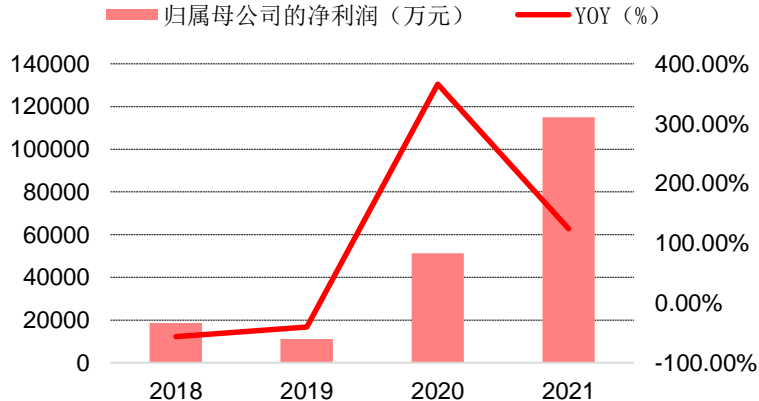
公司营业收入和净利润大幅改善

- 公司2018-2021年营业收入为16.71亿元/17.39亿元/17.87亿元/41.6亿元，2020年和2021年同比分别增加2.75%和132.81%，实现了稳步增长。同时，受到铜钴价格2020和2021年的同步上涨，公司净利润也大幅提升，2020年提升至5.1亿元，2021年达到11.5亿元，同比增加了124.13%。

图：公司营业收入同比大幅增加



图：公司净利润同比大幅增加



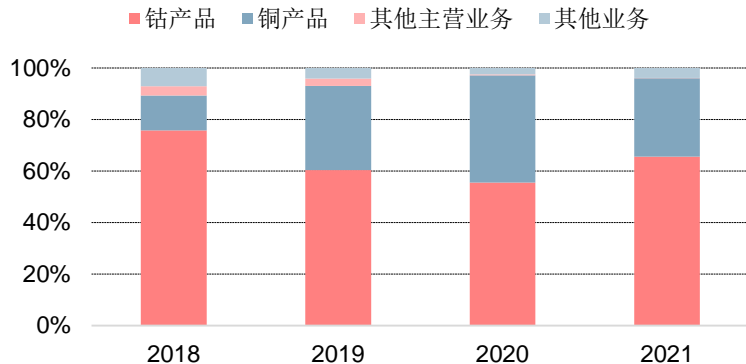
资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

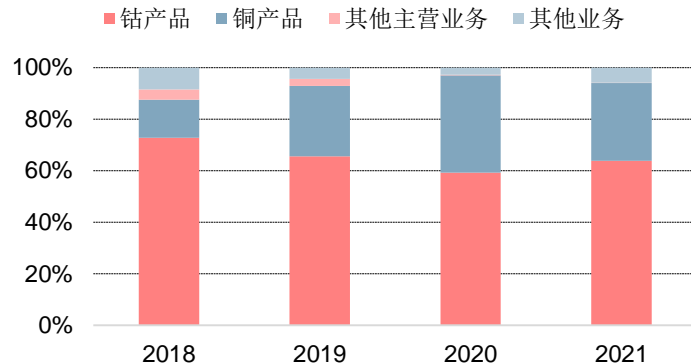
盈利结构：钴影响力逐步增强

- 公司的主营业务收入主要来自钴产品、铜产品。其中，钴产品的营业收入由12.66亿元增长至27.27亿元，2021年占主营业务收入比例可达68.19%，是公司最主要的收入来源。2019-2020年，公司受钴价回落、持续在低位徘徊震荡影响，钴产品收入有所下降，并降低了钴产品产量。2021年，新能源汽车产业快速发展，带动下游对钴盐产品需求增加，公司钴产品销售收入大幅增长。铜产品的营业收入伴随着刚果腾远的投产与产能释放，且同时铜价格、市场需求表现良好，占主营业务收入比例从14.52%增加至31.67%，2018-2021年销售收入分别为2.25亿元/5.67亿元/7.43亿元/12.67亿元，收入稳步上升。

图：公司营业收入结构变化



图：公司营业成本结构变化



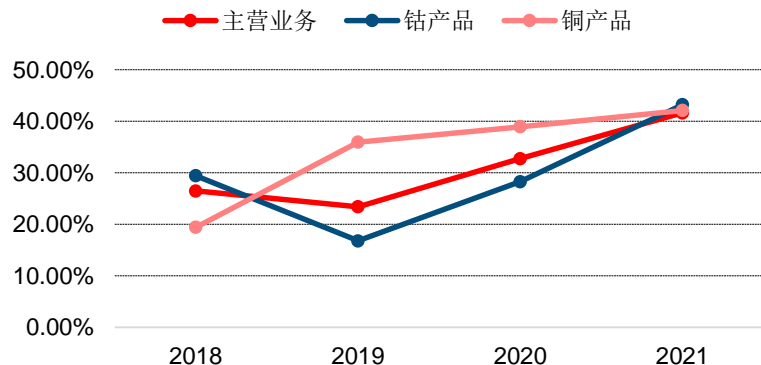
资料来源：公司公告，中信建投

资料来源：公司公告，中信建投

盈利结构：钴影响力逐步增强

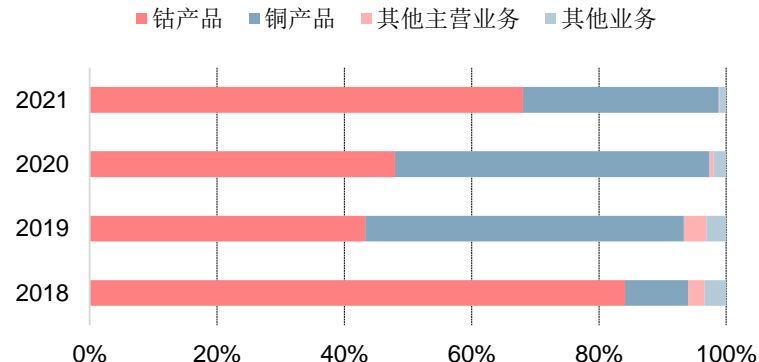
- 受铜、钴产品强劲的市场表现影响，公司2021年主营业务毛利率达到了41.62%，铜、钴产品毛利率分别实现42.08%/43.22%，毛利率显著上升。近3年来，公司铜、钴产品的毛利率持续改善，由于公司从采购原材料到生产销售具有时间滞后性，销售收入水平受产品市场价格影响较大，价格传导迅速。伴随新能源汽车产业快速发展带来的对钴盐产品需求的增加，钴产品毛利率贡献率不断抬升，2021年占比可达68.07%。

图：公司主营业务毛利率变化



资料来源：公司公告，中信建投

图：公司主营业务毛利贡献率情况



资料来源：公司公告，中信建投

盈利结构：钴影响力逐步增强

表：公司营业收入、毛利率以及毛利贡献率

营业收入（万元）	2018	2019	2020	2021
钴产品	126,583.53	104,980.93	99,194.23	272,739.01
铜产品	22,534.29	56,713.33	74,335.14	126,684.13
其他主营业务	6,051.56	5,021.77	633.80	550.29
其他业务	11,964.26	7,213.57	4,540.85	16,063.60
毛利率（%）	2018	2019	2020	2021
钴产品	29.41%	16.78%	28.29%	43.22%
铜产品	19.43%	35.93%	38.94%	42.08%
其他主营业务	18.86%	28.38%	55.06%	29.23%
其他业务	12.72%	17.77%	25.93%	11.39%
毛利率贡献率（%）	2018	2019	2020	2021
钴产品	84.09%	43.28%	47.94%	68.07%
铜产品	9.89%	50.07%	49.45%	30.78%
其他主营业务	2.58%	3.50%	0.60%	0.09%
其他业务	3.44%	3.15%	2.01%	1.06%

资料来源：公司公告，中信建投

公司：股权激励广泛，核心员工偕行

- 为稳定公司核心团队和业务骨干，进一步提高公司凝聚力，公司2020年2月通过《关于实施股权激励和公司增加注册资本的议案》决定对部分高管及员工进行股权激励。本次股权激励计划以每股 16.50 元的价格，合计授予激励对象 250 万股，形式分为：直接持股和员工持股平台；
- 对于可立即行权部分（未约定服务期）的股权激励：对于可立即行权部分的股权激励，根据公司与罗梅珍、罗淑兰和陈文伟签订的增资协议约定，公司向其发行股份，未约定服务期条款；
- 对于不可立即行权部分（约定服务期）的股权激励：对于不可立即行权部分的股权激励，公司股权激励方案及相关协议通过约定 激励对象在一定期限内离职需平价向指定人员转让，约定了上市之后 36 个月的服务期。
- 针对高级管理人员未设置服务期，因此该部分股份支付 1,156.40 万元（税前）一次性计入 2020 年 3 月的非经常性损益；针对其他人员均设置了上市之后 36 个月的服务期，按照 5 年进行摊销。

表：股权激励计划

2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
623.93	748.72	748.72	748.72	748.72	124.79	3743.60

资料来源：公司公告，中信建投

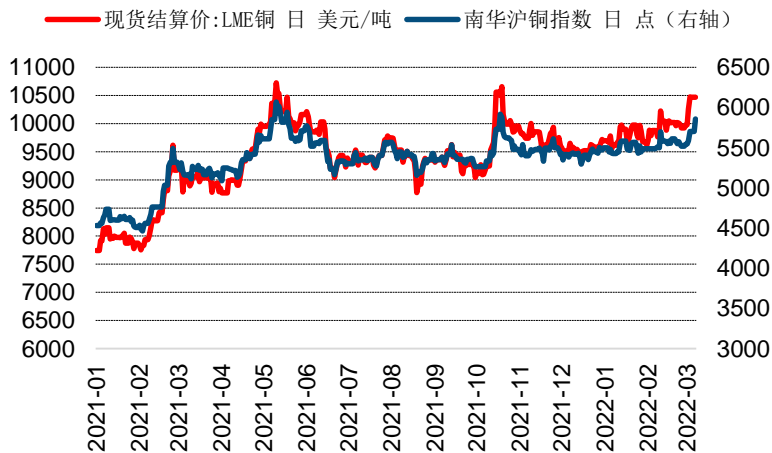
腾远钴业深度报告

电积铜业务：基建+新能源需求支撑，价格中枢稳定

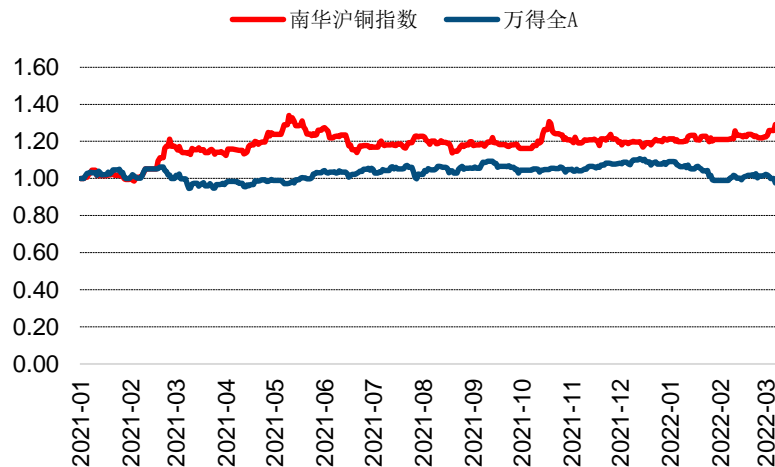
铜市场分析：新能源需求仍有支撑

- 回顾2021年，海外宽松的货币政策释放大量流动性、供应短期遭遇冲击以及中国需求旺盛导致了铜价的一路走高：流动性充裕+供需偏紧分别从商品属性和工业属性两方面驱动铜价强势上行并维持高位震荡，尽管在2021年下半年由于限电限产的预期导致了铜需求有所下滑，导致了价格的较大幅度回调，但是全年铜价走势依然显著好于股市，比万得全A指数高出12.18%。
- 展望2022年，地产基建是2022年国内稳增长的主要推动力，电网需求依然强势，新能源汽车产量继续提升，因此铜需求在2022年预计继续保持强势，价格依然有强支撑。

图：铜价和铜指数从2021年至今不断走强



图：铜指数2021年至今期间跑赢万得全A



铜供给：短期内铜矿放量抬升，中长期存在一定供给约束

表：未来两年主流铜企产量预增明显，但多家铜企下调2022年指导产量，整体供给不及预期

公司名称	2020A	2021A	2022Q1	2022E	2023E
必和必拓	105.04	104.31	36.97	160	168
智利铜业	172.7	172.8	38.8	165	175
自由港	145.44	174.3	45.77	190	200
嘉能可	125.8	119.6	25.78	111	120
南方铜业	103.4	96.5	21.45	90	100
安托法加斯塔	73.39	72.2	13.88	67.5	68
第一量子	77.93	81.6	18.22	82.25	85
波兰铜业	70.92	75.37	19.32	77	75
英美资源	64.73	64.7	14	70.5	90
紫金矿业	45.3	53	19.36	86	100
力拓	52.79	49.4	12.5	54	54
诺里尔斯克	42.4	33.9	9.14	37.5	35
五矿资源	31.25	29	7.9	30	35
淡水河谷	36.01	29.7	5.66	34	45
泰克资源	27.61	28	6.7	28	28
伦丁矿业	23.08	26.3	6.51	27	27
巴里克	20.73	18.8	4.58	20.4	20
洛阳钼业	18.3	21	6.76	27	35
西部矿业	5	12		15	15
中铜集团	32	32		35	37
江西铜业	20.9	20.9		21	21
铜陵有色(米拉多)	5.64	5.26		14.16	15.26
小计	1300.36	1322.83		1433.55	1538.5
全球铜产量(原生)	2055	2073		2193	2340
全球铜产量(再生)	388	402		380	350
总供给	2443	2475		2573	2690

□ 主流铜企2022年产量有较大提升，但全世界总体产量提升较温和。

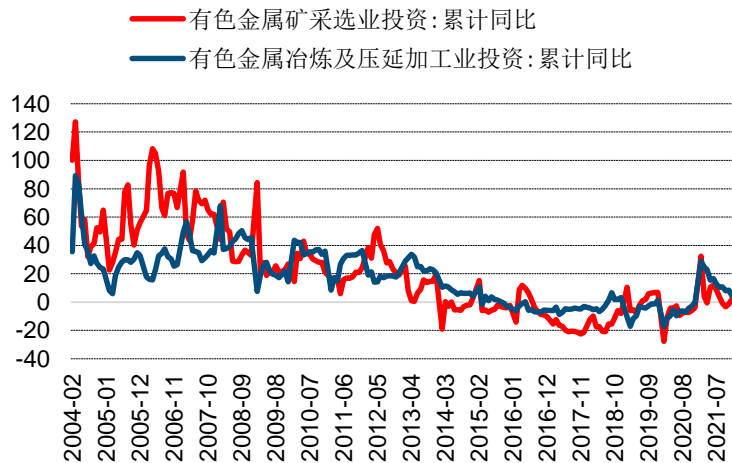
□ 2020年受困于疫情影响，全球铜供应弹性相对不足，产量为2055.2万吨，同比仅增加0.3%，2021年铜供应依然比较紧张，产量2073吨，同比增长0.8%。但随着疫情缓解后南美逐步复工复产，叠加上铜价高企加速了铜企产能扩张，2022年全球各大铜矿均有一定程度的扩产，预计全球全年同比增加5.21%。

□ 紫金矿业卡莫拉-卡库拉一期预期新增40万吨产能，一期一序列20万吨产能2021年5月已经投产，同时巨龙铜矿在2021年12月正式建成一期露天开采3000万吨/年(16.5万吨铜金属量)。西部矿业玉龙二期10万吨产能进入放量阶段。

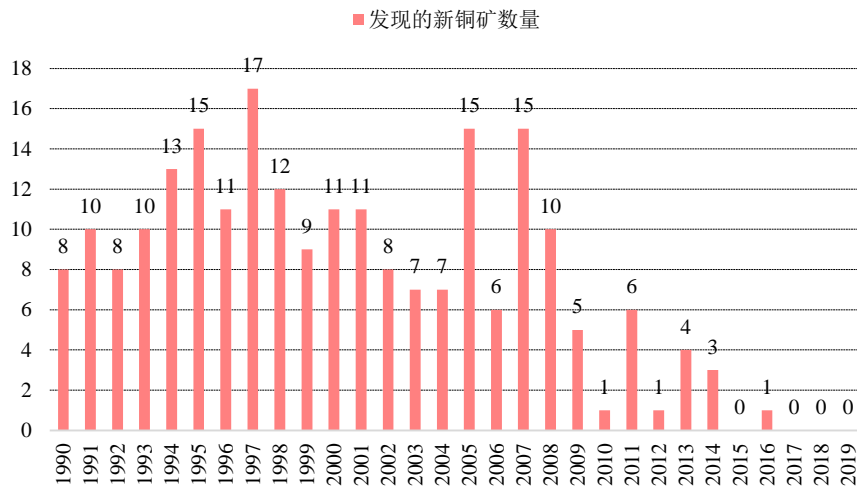
铜供给：短期内铜矿放量抬升，中长期存在一定供给约束

- 供给端长期预期：资本投入不足叠加资源禀赋恶化，长期来看供给增量不足。资本投资不足，近年来，各个国家对于有色供给的资本投入呈现下降趋势，尤其对于铜矿这种勘探、投产周期较长的资源品来说，短期内即使增加资本投入，短期内供给也很难看到效果。资源禀赋恶化，过去10年全球铜矿储量品位、入选品位均明显下降，2010~2016年全球发现大型铜矿16处，2017~2019年还未发现任何一座新铜矿，长期来看供给刚性或已存在。

图：中国有色金属产业投资多年来不断下滑



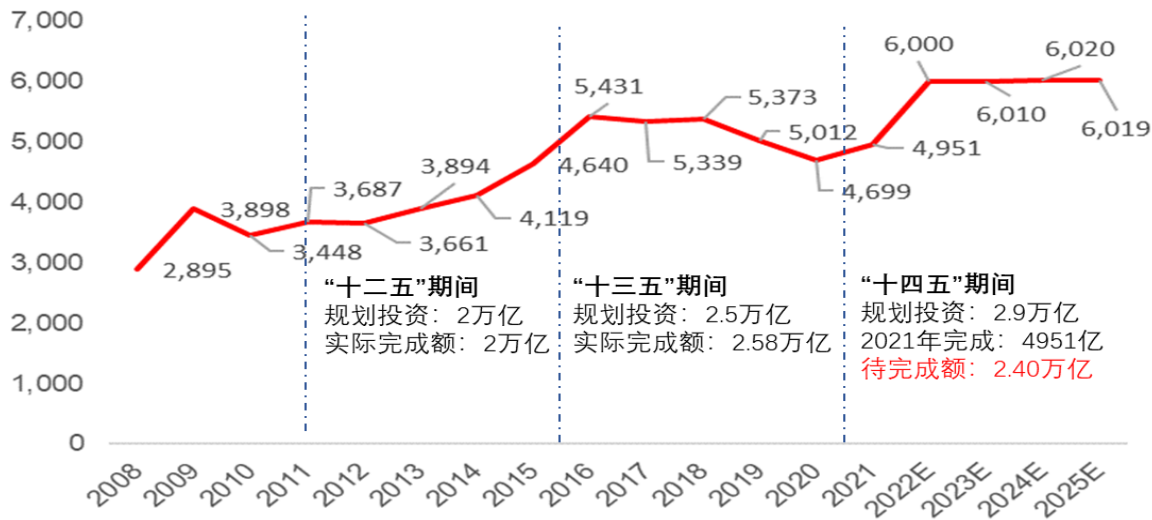
图：资源禀赋恶化导致新铜矿未来供给不足



铜需求：“十四五”规划加大电网投资，铜消费获得支撑

- 根据“十四五”全国电网总投资规划，南网建设将规划投资约6700亿元，国家电网计划投入约2.23万亿元，总投资额高达2.9万亿，较“十二五”，“十三五”时期电网投资额2万亿、2.5万亿提升明显。
- 我们认为2022-2025年，电网投资有望加速，相较2021年，每年净增1000亿投资额。根据电网每投资1亿元能带动800-1000吨的铜消费来进行匡算，**2022年相较2021年净增铜需求量将达到80万吨/年。**

图：“十四五”电网投资额匡算



铜需求：风光装机量维持高速增长

- 根据IEA数据，2021年，全球光伏新增装机容量达到166GW，其中，中国、美国和印度仍旧是前三大装机市场，2022年，全球新增装机量将首次突破200GW。
- 全球风能理事会（GWEC）发布的分析报告显示，2021-2025年，预计全球新增风电装机470GW。预计2021年全球风电新增装机将降至87.5GW，略低于2020年，为历史第二高水平，未来几年全球风电新增装机容量GAGR有望达到4%。

表：全球光伏和风电装机量预测

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机量	GW	138.2	166	200	230	239	245
净增铜需求	万吨	0	14.46	17.68	15.60	4.68	3.12
全球风电装机量	GW	93	87.5	91	94.6	98.4	102.4
净增铜需求	万吨	0	-4.73	3.01	3.13	3.26	3.39
全球光伏+风电净增铜需求	万吨	0	9.73	20.69	18.73	7.94	6.51

匡算假设：每GW风电耗铜8600吨；每GW光伏耗铜5200吨

数据来源：IEA，GWEC，中信建投

铜需求：单车用铜量大幅增长，叠加整体销量快速提升，新能源汽车带动铜消费

- 根据ICSG，传统汽车单车用铜量为23kg，混动汽车单车用铜量60kg，纯电动汽车单车用铜量83kg，主要增量来自于电池、电动机以及高压电束带来的用铜量增长。
- 新能源车的刚性需求较强，价格敏感性较低，销量继续走高。2022年1-3月，1-3月，新能源汽车销售完成125.7万辆，同比均增长1.4倍。其中纯电动汽车销售完成100.7万辆，同比增长1.3倍，预计全年销量突破550万辆。

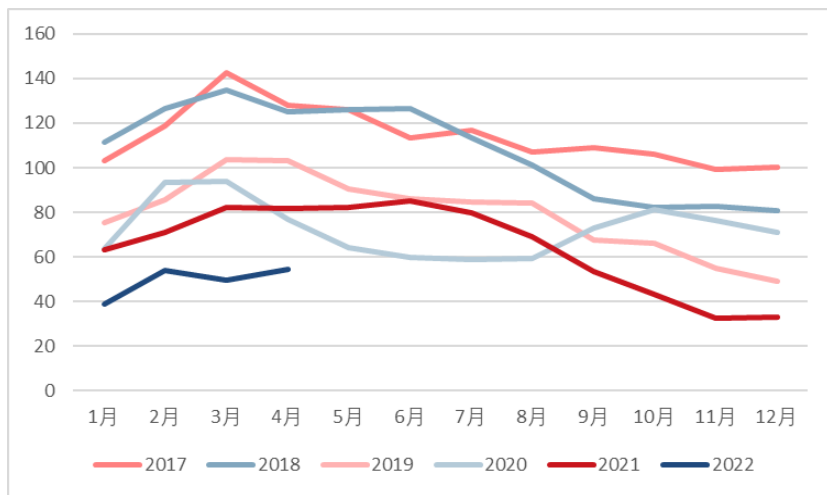
表：新能源汽车新增铜需求

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球纯电	万辆	194.8	468.8	800	1000	1200	1400
全球混动	万辆	84.5	151.7	200	350	500	600
新能源汽车	万辆	279.3	620.5	1000	1350	1700	2000
净增铜需求(纯电动)	万吨		22.74	27.49	16.60	16.60	16.60
净增铜需求(混动)	万吨		4.03	2.90	9.00	9.00	6.00
净增铜需求（合计）	万吨		26.77	30.39	25.60	25.60	22.60

铜价格：铜价全年预计仍将高位震荡

- 2022年，供需偏紧的格局或将延续，国内为库存仍处于低位，铜价全年预计仍将高位震荡。
- 供给端，2022年多个矿山投产，2022年预计供给端增长4.0%，今年供需格局预计小幅改善，但整体仍然偏紧；
- 需求端，随着新能源产业格局不断深化，新能源汽车+风光装机提供边际增量，预计后续铜价仍将处于高位震荡。

图：全球铜库存（LME+SHFE+COMEX+保税区库，万吨） 表：铜供需平衡



	单位	2021	2022	2023
供给净新增	万吨	32	98	117
需求净新增	万吨	39	110	120
供需平衡量	万吨	-7	-12	-3

数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投



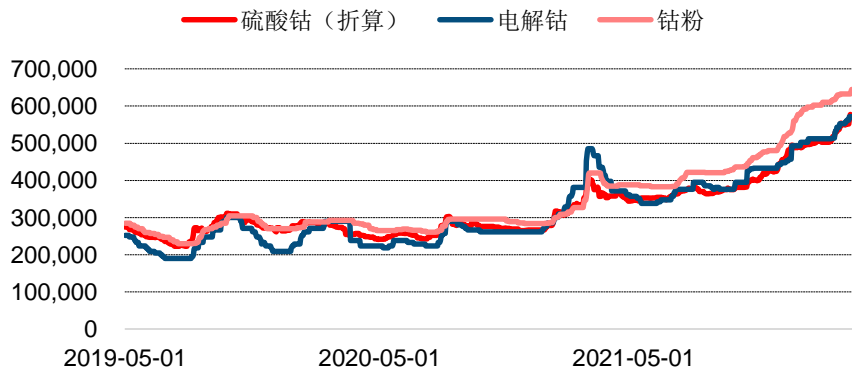
腾远钴业深度报告

钴盐业务：无惧高镍低钴趋势，钴需求仍快速增长

钴供给端：钴增量主要聚焦在Mutanda复产以及印尼镍钴项目放量

- 嘉能可已于2021年底重启Mutanda，据季报数据显示，Mutanda在2021年以形成0.39万吨金属量产能，但整体以前期矿石存货加工为主。目前，Mutanda最具成本优势的地表氧化矿已于2019年底采完，后续复产中面临氧化矿到硫化矿工艺路线切换的问题。
- 印尼湿法项目将提供新的供给来源。目前力勤OBI项目（5000吨），华友华友华越项目（7800吨），格林美青美邦项目（4000吨），已先后投产，贡献新的钴边际增量。
- 此外，欧亚资源RTR二期可贡献近万吨级别增量；中色刚波夫、中国电建、以及其他中国企业项目可贡献0.3-0.5万吨增量。在手抓矿规模受限以及回收项目将加速的大背景下，我们预计2021-2023年钴供应量将达到17.3/21.0/25.0万吨。

图：钴主要产品价格变化（元/吨）

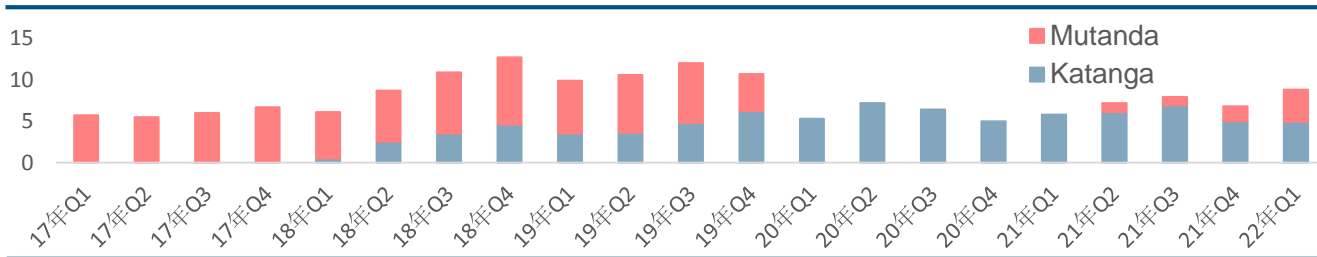


数据来源：Wind，中信建投

钴供给端：嘉能可下调2022年钴指导产量，供给扰动仍存

- Mutanda的计划开采寿命为20年，年均产能为7.6万吨铜与2.1万吨钴。最新的复产计划为继续对现有的矿石存货加工，提供年均约1.1万吨钴的产出贡献，随后重启对矿山氧化矿资源的开采/加工，2028年开始开采/加工硫化物资源，随着产能的逐渐释放，2025年后产量有望达到2万吨/年以上，与停产前水平相一致。
- 受限于疫情造成的劳动力短缺，嘉能可在Q1钴产量同比增长43%的情况下，下调全年指导产量3000吨，至4.2-4.8万吨。

图：Mutanda和Katanga钴金属季度产量（千吨）



资料来源：嘉能可公告，中信建投

表：Mutanda钴金属年产量（千吨）

	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E
钴金属产量	28.3	27.4	42.2	46.7	27.4	31.3	45±3

资料来源：嘉能可公告，中信建投

钴供给端：钴增量主要聚焦在Mutanda复产以及印尼镍钴项目放量

表：全球钴项目梳理

钴（千吨）	项目	项目所在国	矿石类型	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	
1	嘉能可	katanga	刚果金	铜钴	0	0	11.1	17.1	23.9	23.8	34	35
		mutanda	刚果金	铜钴	24.5	23.9	27.3	25.1	0	3.9	11	11
		murrin murrin	澳大利亚	镍钴	3.2	3	3.2	3.7	2.9	2.5	3.5	3.5
		其他		镍钴	0.6	0.5	0.6	0.8	0.6	1.1	0	0.5
		小计			28.3	27.4	42.2	46.7	27.4	31.3	48	50
2	洛阳钼业	Tenke	刚果金	铜钴	1.57	16.42	18.75	16.1	15.44	18	20	40
		Kisanfu	刚果金	铜钴	0	0	0	0	0	0	0	0
		小计			1.57	16.42	18.75	16.1	15.44	18	20	40
3	欧亚资源	Boss mining	刚果金			3	0	0	0	0	0	
		RTR	刚果金				5.5	11	12	20	22	
		小计			0	0	3	5.5	11	12	20	22
4	Chemaf	Etoile+Etoile extention	刚果金	铜钴	1.6	5.16	6	6	5.5	5	5	5
		Mutoshi	刚果金	铜钴	0	0	0	0	0	0	0	0
		小计			1.6	5.16	6	6	5.5	5	5	5
5	谢里特	Moa JV	古巴	镍钴	3.69	3.60	3.23	3.38	3.37	3.50	3.50	3.50
6	住友金属	Ambatovy JV	马达加斯加	镍钴	3.27	3.05	2.85	2.90	3.00	3.00	3.50	5.60
7	华友钴业	Mikas+PE527	刚果金	铜钴	3.50	3.50	3.50	4.50	4.50	5.00	5.00	5.00
		华越	印度尼西亚	镍钴	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.00	7.80
		小计			3.5	3.5	3.5	4.5	4.5	5	9	12.8
8	中国中冶	瑞木	巴布亚新几内亚	镍钴	2.19	3.31	3.27	2.92	2.94	3	3	3
9	诺里尔斯克（销量）	Kola MMC/Polar Division	俄罗斯	镍钴	5	0	4	7	6	6	6	6
		Sudbury+Thompson+Voi sey' s Bay/VNC	加拿大/新喀里多	铜镍钴/镍钴	5.8	5.81	5.09	4.38	4.67	5	5	5
10	淡水河谷	Ruashi+Musonci	刚果金	铜钴	3.39	4.64	4.75	5.07	4.16	4.16	4.2	4.4
12	盛屯矿业	Deziwa+Muliashi North	刚果金	铜钴	0	0	0	0	3	5	6	6
13	中色集团	Pompi	刚果金	铜钴	0	0	0	0	0	2	6	6
14	万宝矿业	OBI	印度尼西亚	镍钴	0	0	0	0	0	2	3.5	15
15	力勤矿业	青美邦	印度尼西亚	镍钴	0	0	0	0	0	0	1.5	3
16	格林美	手抓矿	刚果金	铜钴	10	10	10	10	10	7.5	7.5	7.5
铜钴项目小计				45	64	84	89	78	90	127	155	
刚果金产量				64	73	104	100	95	116	146	167	
主要铜钴项目占刚果金产量				69.63%	87.15%	81.15%	89.37%	81.58%	80.00%	87.00%	93.00%	
刚果金产量占全球比例				57.66%	60.83%	70.27%	69.44%	67.86%	67.25%	69.50%	66.66%	
镍钴项目小计				23.76	19.27	22.24	25.08	23.48	26.10	33.50	52.90	
镍钴项目产量增速					-18.88%	15.42%	12.73%	-6.36%	11.16%	28.35%	57.91%	
镍钴项目占全球比例				21.40%	16.06%	15.03%	17.41%	16.77%	15.13%	15.99%	21.17%	
二次钴资源（格林美回收钴产能年均5000吨左右+其他）				3.00	5.00	5.00	5.00	6.00	15.00	15.00	15.00	
其他项目				20.24	22.73	16.76	13.92	15.52	15.40	15.40	15.40	
全球产量				111	120	148	144	140	173	210	250	

数据来源：公司公告，中信建投



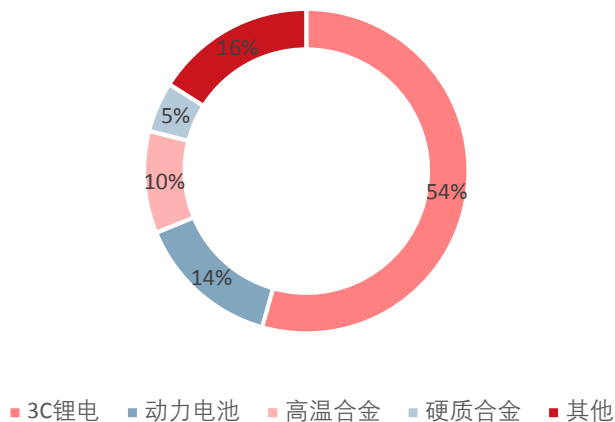
CHINA SECURITIES

投证券

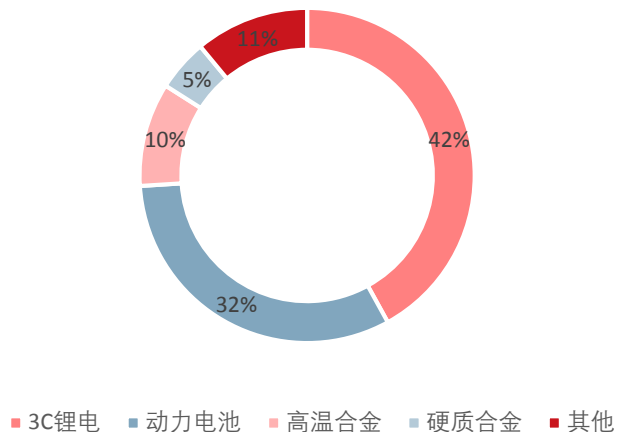
钴消费端：电池用钴量占比持续提升

- 2021 年全球钴下游消费中电池领域用钴量占比为 74%，较2020年提高8%，其中 3C 锂电占比为 42%，动力电池占比为 32%；
- 中国钴消费结构相较全球电池用量占比更高，2021 年达到 87%，其中 3C 锂电占比为 56%，动力电池占比为 31%；
- 高温合金和硬质合金占比相对稳定，但随着全球钴消费量不断提升，合金领域的消费绝对量增速仍然保持稳定。

图：2020年全球钴消费下游分布



图：2021年全球钴消费下游分布



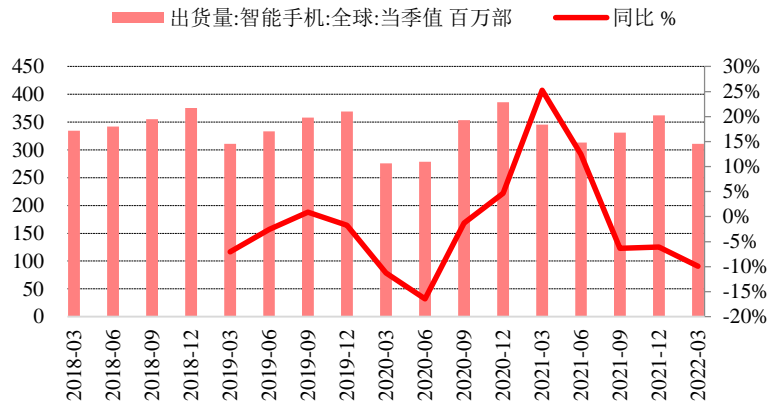
数据来源：安泰科，中信建投

数据来源：安泰科，中信建投

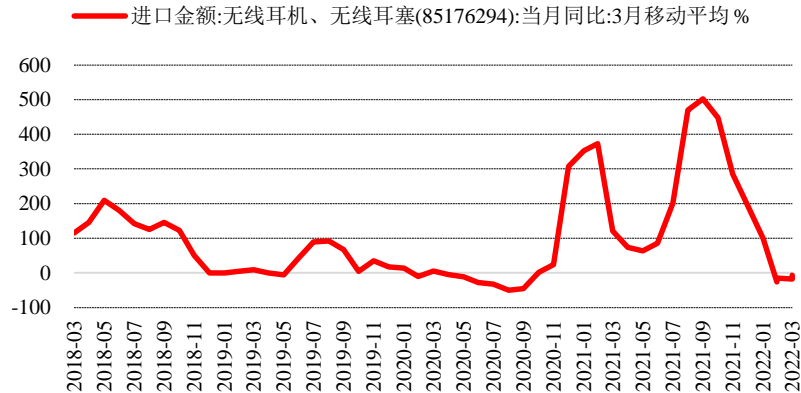
钴消费端：智能手机出货量保持稳定增长，穿戴电子异军突起

- 智能手机出货量保持高位：2021年全球智能手机出货量报告显示，2021年全球智能手机的全年总出货量为13.5亿部，全年同比增长4.53%。2022年Q1，全球智能手机出货量为311.2百万部，同比下降10%，主要的降幅来自于因为疫情导致消费疲软的中国市场，后续随着疫情逐步控制，智能手机需求预计保持稳定。
- 穿戴电子异军突起：穿戴电子的主要产品为蓝牙耳机以及智能手表等，2021年全球TWS耳机的出货量为3.1亿台。据StrategyAnalytics预测，2022年全球TWS耳机出货量将达到5亿。中国无线耳机进口保持景气，随着疫情逐步恢复，上升空间较大。穿戴电子将成为钴需求的另一个重要增量。

图：智能手机出货量保持稳定



图：中国无线耳机进口保持景气



钴消费端：无惧高镍低钴趋势，总需求增长仍存确定性

- 三元前驱体仍是钴需求的重要增量，高镍趋势降低单体用量，但总量增长仍存确定性。
- 匡算标准：2021-2023年高镍低镍比例分别为：40%/60%、50%/50%、60%/40%。
- 匡算标准：根据我们的梳理情况，2021-2023年前驱体产量分别为74.8/121/175.8万吨。

表：钴在三元前驱体中的消费预测（万吨）

单位：万吨	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
三元前驱体国内产量	15	24.4	33.4	63.7	109	162.8
三元前驱体国外产量	8	9	9.6	11.05	12	13
三元前驱体全球产量	23	33.4	43	74.75	121	175.8
三元前驱体国内占比	65.22%	73.05%	77.67%	85.22%	90.08%	92.61%
高镍占比	30%	40%	40%	40%	50%	60%
低镍占比	70%	60%	60%	60%	50%	40%
523/622钴含量	13%	13%	13%	13%	13%	13%
811钴含量	6%	6%	6%	6%	6%	6%
钴需求	2.49	3.41	4.39	7.63	11.58	15.70

数据来源：GGII, SMM, 中信建投

钴消费端：无惧高镍低钴趋势，总需求增长仍存确定性

- 目前全球新能源汽车产销仍将维持高速增长，尽管高镍低钴趋势明确，但三元电池总量上的大幅增长将覆盖单位用钴量的下降，我们预计2022-2023年钴在新能源汽车领域的需求仍将维持高速增长。
- 此外，硬质合金/高温合金需求超出预期，带动钴价格走出独立行情，我们预计2022-2023，钴仍将处于紧平衡状态，价格将持续维持高位。

表：钴消费预测（千吨）

钴（千吨）	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
3C电池消费	53.20	60.50	48.78	51.65	46.49	48.80	46.36	46.36
YOY		13.72%	-19.37%	5.88%	-9.99%	4.97%	-5.00%	0.00%
动力电池	4.00	4.00	26.12	32.75	39.85	76.30	115.70	157.00
YOY		0.00%	553.00%	25.38%	21.68%	91.48%	51.63%	35.70%
硬质合金	7.20	8.20	8.50	8.60	8.00	8.50	9.00	9.50
YOY		13.89%	3.66%	1.18%	-6.98%	6.25%	5.88%	5.56%
高温合金	15.90	17.40	17.70	18.10	17.80	18.00	18.80	19.50
YOY		9.43%	1.72%	2.26%	-1.66%	1.12%	4.44%	3.72%
其他	23.70	24.70	25.10	23.30	22.40	22.70	22.90	23.00
YOY		4.22%	1.62%	-7.17%	-3.86%	1.34%	0.88%	0.44%
全球钴消费量	104.00	114.80	126.20	134.40	134.54	174.30	212.76	255.36
YOY		10.38%	9.93%	6.50%	0.10%	29.56%	22.06%	20.02%
全球钴产量	111.00	120.00	148.00	144.00	140.00	172.50	209.53	249.86
YOY		8.11%	23.33%	-2.70%	-2.78%	23.21%	21.47%	19.25%
供需平衡	7.00	5.20	21.80	9.60	5.46	-1.80	-3.23	-5.50
消费占供给比例	93.69%	95.67%	85.27%	93.33%	96.10%	101.05%	101.54%	102.20%

腾远钴业深度报告

盈利预测及估值分析

盈利预测：主营业务产能快速扩张

- 关键假设：我们预计2022-2024年公司钴盐以及电积铜销量分别为10000/15000/20000吨，29400/44550/59400吨。
- 关键假设：2022-2024年公司钴盐以及电积铜销售价格（不含税）分别为46.4/43.8/42.1（万/吨），6.0/5.8/5.5（万/吨）。

表：公司主营业绩预测简表（百万元）

业务	项目	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
钴盐	预计销量（权益，吨）	4,787.10	6,202.61	4,677.76	8,208.06	10,000.00	15,000.00	20,000.00
	单吨毛利（万/吨）	12.64	3.61	6.23	17.08	19.82	18.54	17.69
	单吨净利（万/吨）	7.00	1.26	3.85	12.49	14.65	13.69	13.05
	营业收入（百万）	1,265.84	1,049.81	991.94	2,727.39	5,159.29	7,300.88	9,345.13
	营业成本（百万）	893.56	873.66	711.34	1,548.69	3,177.78	4,519.77	5,806.90
	毛利（百万）	372.28	176.15	280.60	1,178.70	1,981.51	2,781.11	3,538.24
	净利润（百万）	206.38	61.49	173.47	861.78	1,465.01	2,053.66	2,610.33
铜	预计销量（权益，吨）	5,378.70	14,329.48	18,141.47	21,584.87	29,400.00	44,550.00	59,400.00
	单吨毛利	0.81	1.42	1.60	2.47	2.48	2.36	2.24
	单吨净利	0.33	0.89	1.09	1.80	1.86	1.76	1.67
	营业收入（百万）	225.34	567.13	743.35	1,266.84	1,773.37	2,573.65	3,280.14
	营业成本（百万）	181.56	363.34	453.90	733.76	1,042.86	1,521.12	1,949.31
	毛利（百万）	43.78	203.79	289.45	533.09	730.50	1,052.53	1,330.83
	净利润（百万）	17.85	127.07	198.24	388.05	545.56	785.27	991.80

资料来源：公司公告，中信建投

盈利预测：腾远钴业业绩保持高增长

□ 我们预计 2022/2023/2024 年公司将分别实现归母净利润19.5/27.4/36.0 亿元，同比分别增加 69.4%/40.5%/31.6%，对应PE 11.4、8.1和6.2倍

表：公司盈利预测简表（百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,787	4,160	7,059	10,001	12,751
增长率(%)	2.7	132.8	69.7	41.7	27.5
净利润(百万元)	513	1,150	1,949	2,737	3,602
增长率(%)	365.9	124.1	69.4	40.5	31.6
ROE(%)	23.3	34.6	39.8	36.5	32.9
EPS(摊薄/元)	5.43	12.18	15.46	21.72	28.59
P/E(倍)	32.6	14.5	11.4	8.1	6.2
P/B(倍)	7.6	5.0	21.2	3.0	2.0

资料来源：公司公告，中信建投

估值分析

- 公司主营业务为铜钴冶炼，我们选择华友钴业、寒锐钴业作为可比公司，以上上市公司主营业务均涉及铜钴冶炼业务，且资源地均为刚果金具有较强可比性；
- 参考 Wind 一致盈利预测，上述两家可比公司 2022 年的平均市盈率 (PE) 为 15 倍，2023 年的平均市盈率 (PE) 为 12 倍。参考 2022 年盈利预测，我们给予公司 15 倍 PE，我们认为公司合理市值为 292.5 亿元；参考 2023 年盈利预测，我们给予公司 10 倍 PE，我们认为公司合理市值为 274 亿元，因此我们认为对应每股合理价值区间为 217- 232 元。

表：可比上市公司估值情况

代码	简称	市值	EPS					PE			
			2022/5/9	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
301219.SZ	腾远钴业	223亿	12.18	15.46	21.72	28.59	14.5	11.4	8.1	6.2	
603799.SH	华友钴业	982亿	3.19	4.7	6.33	8.89	34.6	17.1	12.7	9.0	
300618.SZ	寒锐钴业	160亿	2.14	3.86	4.49	5.1	37.4	13.4	11.5	10.1	
	均值						36.0	15.3	12.1	9.6	

资料来源：公司公告，中信建投

报表预测

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1657	3018	6741	8964	11451
现金	312	537	2635	3733	4760
应收票据及应收账款合计	70	300	328	562	573
其他应收款	43	40	101	99	156
预付账款	53	69	137	155	218
存货	860	1562	2757	3377	4468
其他流动资产	318	510	782	1038	1276
非流动资产	1129	1527	2576	3662	4620
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	807	995	1842	2775	3615
无形资产	44	51	59	68	77
其他非流动资产	277	480	675	819	927
资产总计	2786	4545	9317	12626	16070
流动负债	487	939	3801	4224	4119
短期借款	217	374	2934	3222	2859
应付票据及应付账款合计	179	309	560	674	905
其他流动负债	92	256	306	328	355
非流动负债	98	281	367	411	409
长期借款	0	58	144	188	186
其他非流动负债	98	223	223	223	223
负债合计	586	1220	4168	4635	4527
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	94	94	126	126	126
资本公积	970	977	902	902	902
留存收益	1168	2318	4107	6564	9705
归属母公司股东权益	2200	3325	5149	7991	11543
负债和股东权益	2786	4545	9317	12626	16070

资料来源:公司公告, 中信建投

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1787	4160	7059	10001	12751
营业成本	1202	2429	4331	6151	7866
营业税金及附加	40	75	115	185	240
销售费用	8	11	18	25	32
管理费用	85	113	176	288	410
研发费用	41	112	114	123	123
财务费用	15	22	50	50	50
资产减值损失	-0	-1	-22	0	-153
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	7	11	6	6	8
投资净收益	-6	-19	-8	-10	-11
营业利润	598	1358	2288	3198	4216
营业外收入	1	0	0	1	1
营业外支出	4	4	4	4	4
利润总额	596	1355	2285	3195	4212
所得税	82	205	336	457	611
净利润	513	1150	1949	2737	3602
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	513	1150	1949	2737	3602
EBITDA	664	1449	2449	3474	4538
EPS (元)	5.43	12.18	15.46	21.72	28.59

资料来源:公司公告, 中信建投



报表预测

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-49	339	1054	2201	2817
净利润	513	1150	1949	2737	3602
折旧摊销	65	83	108	183	263
财务费用	15	22	50	50	50
投资损失	6	19	8	10	11
经营性应收项目的减少	-195	-660	-96	-252	-74
经营性应付项目的增加	69	368	266	115	244
其他经营现金流	-453	-276	-965	-527	-1035
投资活动现金流	-124	-343	-1166	-1279	-1231
资本支出	244	389	3610	1374	594
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	121	47	2444	95	-637
筹资活动现金流	263	214	-349	-112	-196
短期借款	2	157	0	0	0
长期借款	-93	58	86	44	-2
普通股增加	12	0	32	0	0
资本公积增加	397	7	-76	0	0
其他筹资现金流	-54	-9	-392	-156	-194
现金净增加额	33	207	-462	810	1390

资料来源: 公司公告, 中信建投

主要财务比率					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	2.7	132.8	69.7	41.7	27.5
营业利润(%)	345.7	127.0	68.5	39.7	31.8
归属于母公司净利润(%)	365.9	124.1	69.4	40.5	31.6
获利能力					
毛利率(%)	32.8	41.6	38.6	38.5	38.3
净利率(%)	28.7	27.6	27.6	27.4	28.2
ROE(%)	23.3	34.6	39.8	36.5	32.9
ROIC(%)	25.0	36.7	37.6	39.3	39.6
偿债能力					
资产负债率(%)	21.0	26.8	44.7	36.7	28.2
净负债比率(%)	-4.3	-3.1	9.8	-3.6	-15.0
流动比率	3.4	3.2	1.8	2.1	2.8
速动比率	1.6	1.6	1.0	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.1	1.0	0.9	0.9
应收账款周转率	37.4	25.3	25.3	25.3	25.3
应付账款周转率	10.2	10.6	10.6	10.6	10.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.43	12.18	15.46	21.72	28.59
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.65	3.16	8.36	17.47	22.36
每股净资产(最新摊薄)	23.29	35.20	38.86	59.59	86.93
估值比率					
P/E	32.6	14.5	11.4	8.1	6.2
P/B	7.6	5.0	21.2	3.0	2.0
EV/EBITDA	33.4	15.3	4.6	6.3	4.5

资料来源: 公司公告, 中信建投

腾远钴业深度报告

风险提示

风险提示

公司业绩主要受到三个维度影响：1) 目前扩产的2万吨钴盐以及刚果金电积铜项目将直接影响公司产销节奏；2) 产品价格周期将直接影响公司营收以及毛利润；3) 目前公司生产原材料仍以采购为主，收购成本上升将直接影响产品生产成本，侵蚀公司毛利以及净利空间。

- 项目进展不及预期：若2万吨钴盐项目投产不及预期，影响10%钴盐产量，公司净利润将面临约1.3亿的损失；
- 主要产品价格下滑：若钴盐和电积铜价格下跌5%，公司净利润将面临约0.8亿的损失；
- 原材料/辅料成本上升：如原材料以及辅料收购成本上升5%，公司净利润将面临1亿的损失。

分析师介绍

王介超：金属新材料首席分析师，高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）冶金及建筑行业工作近8年，金融行业工作5年，2017年开始从事卖方研究工作，主编国标GB/T 18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利技术，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的行业经验，擅长金属及建筑产业链研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B
座12层
电话：(8610) 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
浦东新区浦东南路528号南塔2106
室
电话：(8621) 6882-1612
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心
B座22层
电话：(86755) 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场2期18楼
电话：(852) 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csc.hk