

腾远钴业 (301219.SZ)

国内领先的钴、铜生产商，着力打造一体化布局

2024年07月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

日期	2024/7/17
当前股价(元)	41.09
一年最高最低(元)	49.61/27.60
总市值(亿元)	121.10
流通市值(亿元)	68.98
总股本(亿股)	2.95
流通股本(亿股)	1.68
近3个月换手率(%)	203.18

● 国内领先的钴铜生产商，积极布局新能源产业链

腾远钴业是国内领先的钴、铜生产企业之一，主要从事钴、铜、镍、锂产品的研发和生产，核心产品为电积铜、电积钴，以及氯化钴、硫酸钴等钴盐。2023年，公司新增电池级硫酸镍及电池级碳酸锂产品，进一步开拓新能源产业领域的业务布局，有望形成新利润增长点。我们看好公司铜、钴、镍产量稳定释放，且偏紧供需结构下铜价有望维持高位，将对公司后续业绩形成支撑，预计2024-2026年公司归母净利润分别为7.55/10.54/14.64亿元，对应EPS分别为2.56/3.58/4.97元，当前股价对应PE分别为16.0/11.5/8.3倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 刚果腾远三期顺利推进，新产品有望贡献新增量

2023年，随着公司刚果三期产线的投产，公司钴、铜产量与销量均实现大幅提高，其中铜产量同比增长77.96%至4.96万金属吨，钴产量同比增长60.74%至1.56万金属吨。2024Q1，随着三期产线完成调试工作，刚果腾远已具备年产6万金属吨铜，1万金属吨钴中间品的产能。同时，公司积极布局新能源领域，2023年新增加镍、锂产品线后，全年生产镍产品473.27金属吨、锂产品30.94金属吨，目前公司已具备1万金属镍产品、5000吨碳酸锂产能，为公司后续利润增长注入动力。

● 钴需求稳中有升，全球钴矿过剩幅度将持续收窄

从需求端看，锂电池在钴下游需求占比超过70%，随着电动汽车领域市场规模持续扩大，钴金属在锂电池领域将稳中有升；从供给端看，刚果（金）在全球钴矿供应中占据主导地位，2023年刚果（金）钴矿产量同比增长18.06%至17.0万吨，占全球总产量的74%，供给增量占全球增量的78.79%，但随着KFM、TFM铜钴矿达产，预计短期内刚果（金）钴矿增量节奏有所放缓。我们预计，随着钴下游需求有望持续增长，全球钴矿供应过剩幅度将持续收窄，预计2024-2025年全球钴矿供给将分别过剩1.31/1.36万吨，缺口比例为5.45%/5.36%。

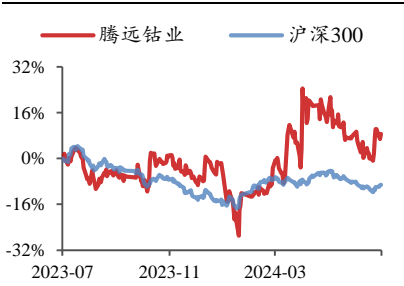
● 风险提示：产品价格波动风险；政策变动风险；汇率波动风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,801	5,543	8,269	9,127	10,234
YOY(%)	15.4	15.5	49.2	10.4	12.1
归母净利润(百万元)	274	378	755	1,054	1,464
YOY(%)	-76.1	37.7	99.8	39.5	38.9
毛利率(%)	23.4	18.8	21.4	24.0	27.7
净利率(%)	5.7	6.8	9.1	11.5	14.3
ROE(%)	3.2	4.4	8.6	11.1	13.9
EPS(摊薄/元)	0.93	1.28	2.56	3.58	4.97
P/E(倍)	44.1	32.0	16.0	11.5	8.3
P/B(倍)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

目 录

1、国内领先的钴铜生产商，全力布局新能源产业链.....	4
1.1、公司为国内领先的钴铜企业，已有超过二十年发展历史.....	4
1.2、公司股权结构相对稳定.....	4
1.3、受益于产能释放，公司业绩稳步提升.....	5
2、铜、钴业务为基，二次资源布局有望形成增量.....	7
2.1、铜、钴业务：量价齐升，增长可期.....	7
2.2、二次资源：布局能源金属资源，丰富产品品种和服务领域.....	9
3、刚果（金）地区矿山放量，钴市短期承压.....	10
3.1、供给端：刚果（金）全球钴资源供应上占据主导地位.....	10
3.2、需求端：新能源领域发展推动钴需求提升.....	12
4、盈利预测与投资建议.....	15
5、风险提示.....	17
附：财务预测摘要.....	18

图表目录

图 1：随着刚果腾远三期持续推进，2023 年公司新增 1 万吨铜产能.....	4
图 2：公司控股股东及关联方共持有公司股权 39.70%（截至 2024 年一季度）.....	5
图 3：2023 年公司营收同比增长 15.46%至 55.43 亿元.....	5
图 4：2024Q1 公司归母净利润同比增长约 1705%.....	5
图 5：2023 年铜/钴产品营收占比为 51%/45%（亿元）.....	6
图 6：2023 年铜产品毛利润占比上升至 82.21%（亿元）.....	6
图 7：2024Q1 公司毛利率及归母净利率相较 2023 年提升 0.32pct/2.68pct 至 19.14%/9.50%.....	6
图 8：2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.16%/4.20%/1.73%/-1.37%.....	6
图 9：2023 年公司资产负债率仅为 13.35%.....	7
图 10：公司资产负债率显著低于国内同类型公司.....	7
图 11：2023 年末公司经营活动现金流净额达 7.9 亿元.....	7
图 12：近年公司期末账上货币资金持续维持高位.....	7
图 13：公司主要从事铜、钴产品的冶炼加工.....	8
图 14：2023 年铜产品产量达 4.96 万吨，同比增长 77.96%.....	9
图 15：2023 年钴产品产量达 1.56 万吨，同比增长 60.74%.....	9
图 16：2014-2023 年全球钴资源储量 CAGR 为 4.82%.....	11
图 17：2023 年刚果（金）钴资源储量占比为 55%.....	11
图 18：2014-2023 年全球钴矿产量 CAGR 为 7.20%.....	12
图 19：2023 年刚果（金）产量占全球产量的 74%.....	12
图 20：2023-2030 年，刚果（金）在全球钴矿潜在开采量中的占比为 44%.....	12
图 21：钴下游需求包括电池领域（3C 电池及动力电池）与冶金领域（高温合金及硬质合金）.....	13
图 22：锂电池是钴最主要的下游需求领域.....	13
图 23：2022 年全球钴需求同比增长 13%至 18.70 万吨.....	13
图 24：2023 年中国新能源汽车销量同比增长 37.48%.....	14
图 25：2023 年中国三元材料电池产量同比增长 15.14%.....	14
图 26：2023 年全球手机出货量同比增长 15.14%.....	14
图 27：2024Q1 中国铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业表现出高景气.....	14

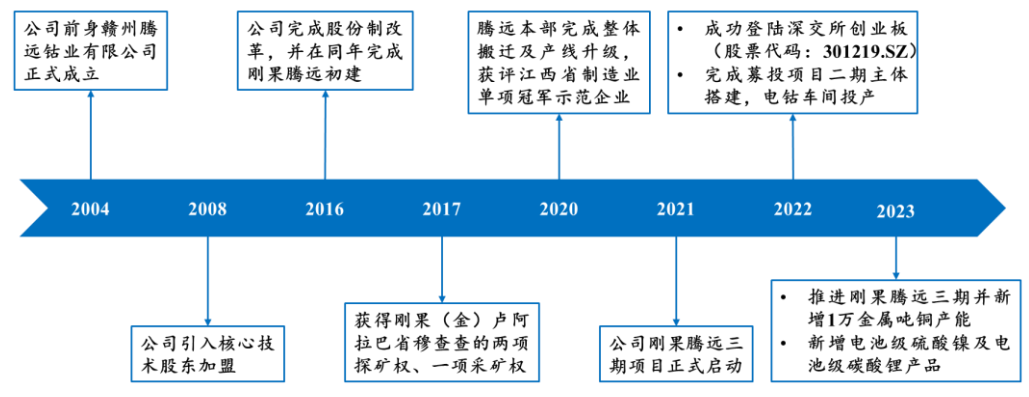
图 28: 2024 年至今, 国内钴平均价仅为 2.21 万元/吨 (截至 2024 年 7 月 9 日)	15
表 1: 公司远期产能有望持续提升	8
表 2: 公司在二次资源的研发项目取得重大进展	9
表 3: 公司着力完善产品覆盖面, 打造一体化布局	9
表 4: 钴金属主要以伴生金属的形式存在于其他金属矿床	10
表 5: 根据 SNL 统计数据, 2021 年全球前十储量的矿床主要集中于刚果 (金)	11
表 6: 钴在电池领域及合金领域均有所应用	13
表 7: 预计 2024-2025 年全球钴供给将分别过剩 1.31 万吨和 1.36 万吨 (单位: 万吨)	15
表 8: 公司业绩拆分与盈利预测	16
表 9: 与 A 股同类上市公司相比, 公司估值处于相对低估的位置	16

1、国内领先的钴铜生产商，全力布局新能源产业链

1.1、公司为国内领先的钴铜企业，已有超过二十年发展历史

腾远钴业是国内领先的钴、铜生产企业之一。2004年，赣州腾远钴业新材料股份有限公司（以下简称“公司”）前身赣州腾远钴业有限公司正式成立。2008年，公司引入核心技术股东加盟，进入技术自主研发、产线自主设计、关键设备自制的发展道路。2016年，公司完成股份制改革，同年公司全资控股的刚果腾远初建，并在次年获得刚果（金）卢阿拉巴省穆查查地区两项探矿权、一项采矿权。2022年，公司成功登陆深圳证券交易所创业板，股票代码为301219.SZ，募投项目二期亦完成主体搭建、电钴车间投产。2023年，公司持续推进刚果腾远三期项目并新增1万金属吨铜产能，同时在原有产品体系的基础上增加电池级硫酸镍及电池级碳酸锂产品，进一步开拓新能源产业领域布局，形成新的利润增长点。

图1：随着刚果腾远三期持续推进，2023年公司新增1万吨铜产能



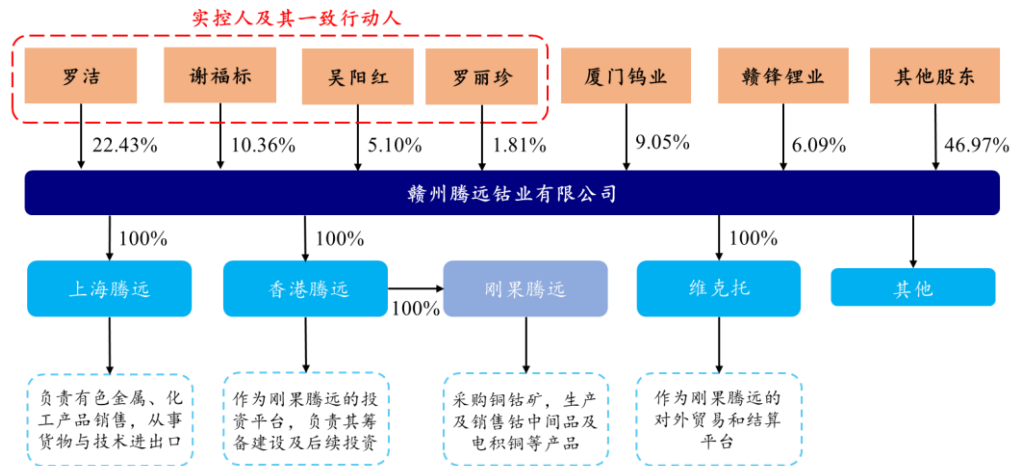
资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

1.2、公司股权结构相对稳定

公司股权结构相对稳定。截至2024年一季报，公司控股股东为罗洁、谢福标、吴阳红，三人为一致行动人，加上关联方罗丽珍女士所持有的1.81%股权，合计持有公司39.70%的股份。其他股东中，持股超过5%的股东还包括厦门钨业（持有9.05%股权）、赣锋锂业（持有6.09%股权）、长江晨道（持有5.14%股权）合计持有20.28%公司股权，其余股东持股比例均未超过2%。

截至2023年末，公司共拥有7家全资子公司，包括香港腾远、上海腾远、摩通贸易、维克托、江西新美特、腾驰新能源、腾远循环科技等，同时间接全资持有刚果腾远及腾远资源两家子公司。其中，上海腾远设立于上海，有利于弥补公司总部地理位置相对偏远的不足，是公司信息交流及境内贸易平台。刚果腾远主要在刚果（金）地区从事铜钴矿采购及生产与销售铜钴产品业务，为公司提供部分钴中间品等原材料。维克托主要从事有色金属贸易，并作为刚果腾远的贸易与结算平台。

图2：公司控股股东及关联方共持有公司股权 39.70%（截至 2024 年一季度）

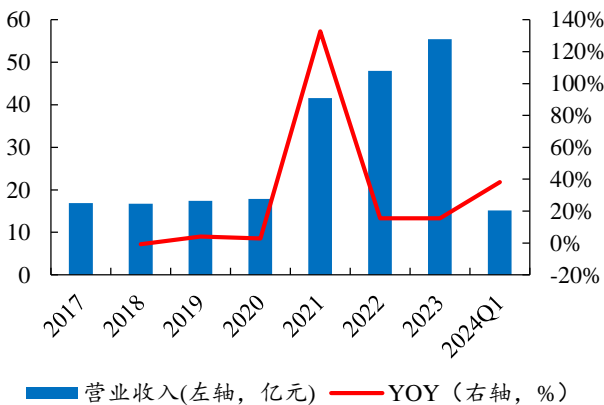


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

1.3、受益于产能释放，公司业绩稳步提升

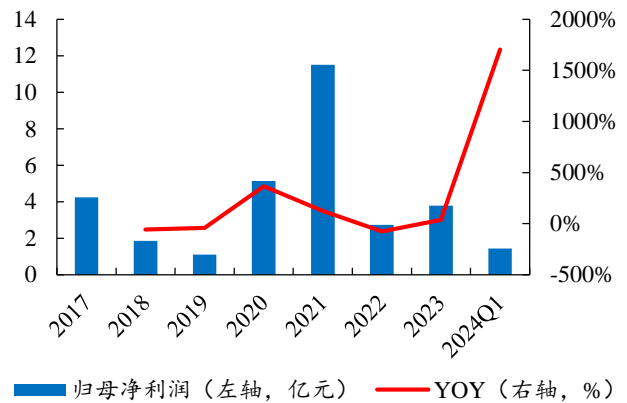
产能持续释放，营业收入稳步提升。2017-2023 年，公司营业收入从 16.85 亿元增长至 55.43 亿元，营收 CAGR 为 21.95%。其中，2021 年受益于国内外钴产品需求大幅上涨钴价上升，公司营收同比高增 132.79%。2023 年，随着多条新增生产线投产，且铜、钴产品销量均同比提升，公司实现营收 55.43 亿元，同比增长 15.46%，实现归母净利润 3.78 亿元，同比增长 37.96%。2024Q1，公司营收同比增长 38.12% 至 15.15 亿元，归母净利润同比增长约 1705% 至 1.44 亿元，盈利能力持续提高。

图3：2023 年公司营收同比增长 15.46% 至 55.43 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

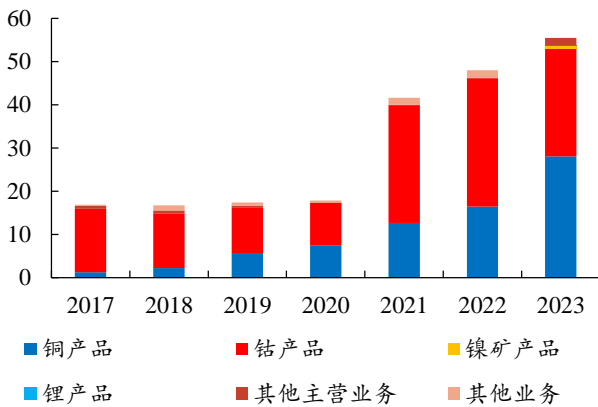
图4：2024Q1 公司归母净利润同比增长约 1705%



数据来源：Wind、开源证券研究所

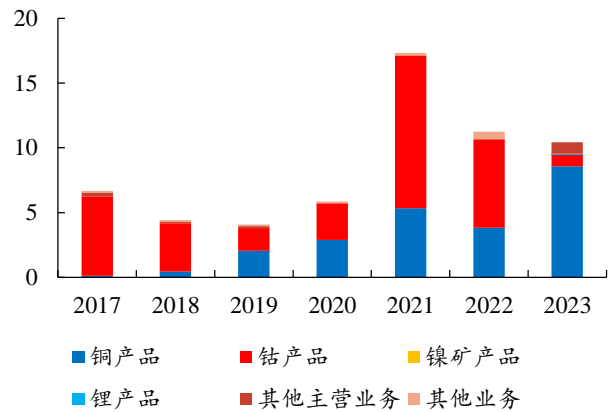
公司主营业务收入主要来自铜、钴产品，2023 年新增锂电产品并有望形成新的利润增长点。2023 年，公司铜产品量利齐升，营业收入同比增加 70.43% 至 28.07 亿元，营收占比提升至 50.64%，实现毛利润 8.58 亿元，同比增加 124.61%，占比提升至 82.21%。而钴业务因钴价相对低迷，营收及毛利占比有所下滑，实现营业收入 25.05 亿元，同比减少 15.60%，营收占比降至 45.20%；实现毛利润 0.88 亿元，同比减少 87.10%，毛利占比降至 8.43%。同年，公司开始销售锂、镍产品，其中锂产品实现营收 0.09 亿元，毛利 0.04 亿元，毛利率达 51.94%，镍产品实现营收 0.51 亿元，毛利 0.03 亿元，毛利率为 5.73%。

图5：2023年铜/钴产品营收占比为51%/45%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

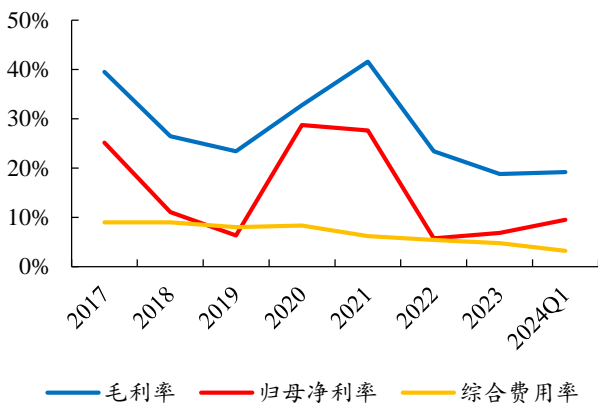
图6：2023年铜产品毛利润占比上升至82.21%（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

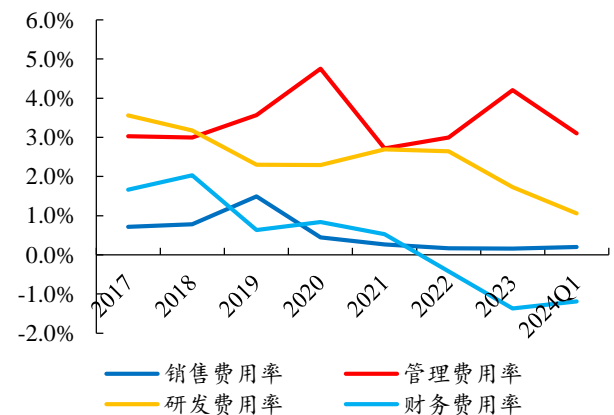
公司盈利能力受钴铜价格周期影响，总体费用率逐年走低。从盈利水平看，受钴价低迷的影响，2023年公司毛利率为18.82%，同比减少4.62pct，2024Q1毛利率19.14%，同比提升2.55pct。费用方面，2023年公司综合费用率为4.73%，同比减少0.67pct，实现连续三年费用率下降，其中财务费用率为-1.37%，主要因为外币汇兑收益增加及利息支出的减少。

图7：2024Q1公司毛利率及归母净利率相较2023年提升0.32pct/2.68pct至19.14%/9.50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2023年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为0.16%/4.20%/1.73%/-1.37%

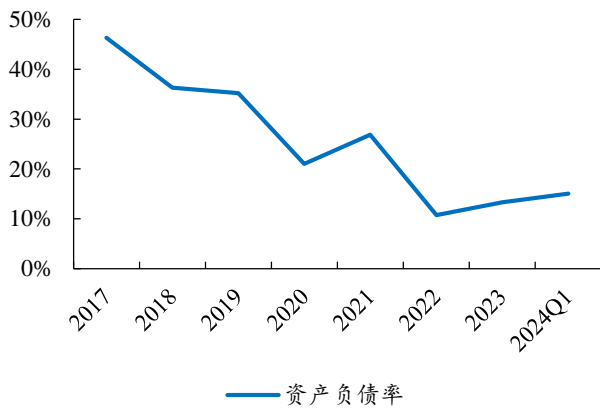


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司资产负债率低，债务压力相对较小。2023年，公司资产负债率为13.35%，连续4年保持在30%以下，资产负债比水平低于市场同类型上市公司，债务压力小，企业资金充足，筹资空间大。

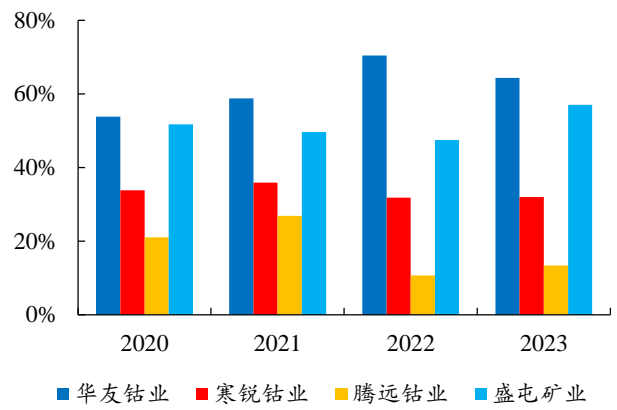
公司现金流相对充裕，利润质量较高。截至2023年末，公司经营活动现金流净额为7.9亿元，较2022年末同比增长552.07%，净现比达2.09；公司账上资金为37.6亿元，奠定公司抗风险能力及未来扩张潜力。

图9：2023 年公司资产负债率仅为 13.35%



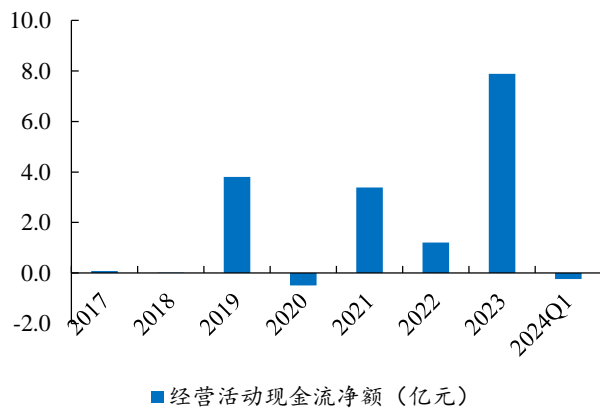
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：公司资产负债率显著低于国内同类型公司



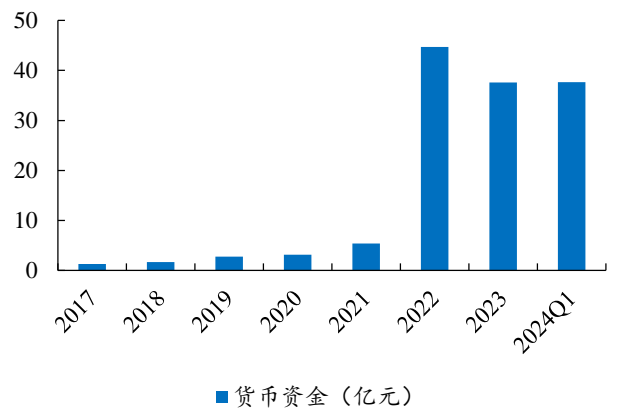
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023 年末公司经营活动现金流净额达 7.9 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：近年公司期末账上货币资金持续维持高位

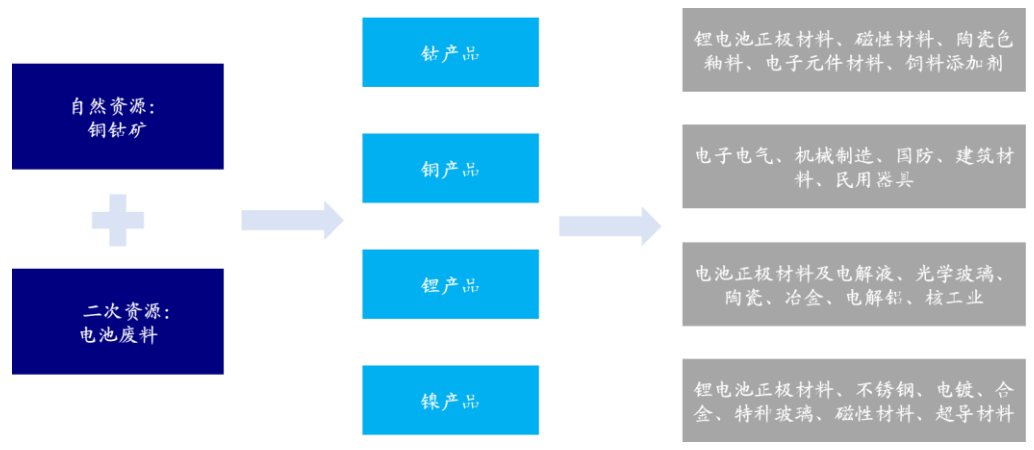


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、铜、钴业务为基，二次资源布局有望形成增量

2.1、铜、钴业务：量价齐升，增长可期

公司主要从事钴、铜、镍、锂产品的研发、生产与销售，是国内领先的钴、铜生产企业之一。公司核心产品为电积铜、电积钴，以及氯化钴、硫酸钴等钴盐。公司通过向国际矿业公司和大宗商品供应商采购铜钴矿及钴中间品，利用湿法冶炼技术加工成氯化钴、硫酸钴、四氧化三钴和电积铜；刚果腾远投产后，公司直接在刚果（金）当地采购铜钴矿并将其加工成电积铜和钴中间品，钴中间品运回国内进一步加工。公司在 2022 年和 2023 年分别新增电积钴产品及硫酸镍、碳酸锂产品，同时积极布局三元前驱体及电池废料回收产业，着力打造一体化布局。

图13：公司主要从事铜、钴产品的冶炼加工


资料来源：公司公告、开源证券研究所

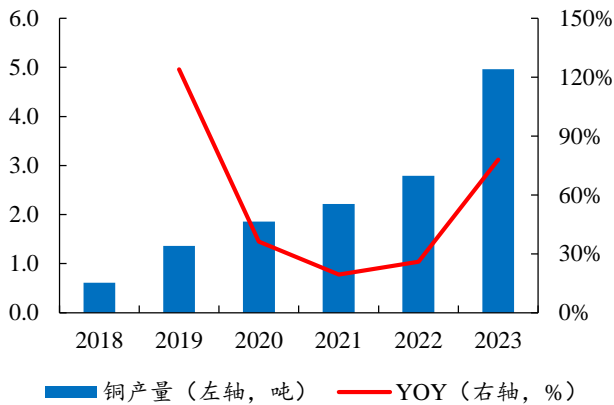
募投项目稳步推进，产能持续增加。2023年，腾远本部年产2万吨钴、1万吨镍金属量系列产品异地智能化技术改造升级及原辅材料配套生产项目扩能及完善相关配套建设项目中的1.35万金属吨钴部分、1万金属吨镍部分、1.5万吨电池废料综合回收部分、5000吨碳酸锂部分已投产；赣州腾驰4万吨三元前驱体及1万吨四氧化三钴项目已于2022年12月开工建设，其中一阶段的2万吨三元前驱体及0.5万吨四氧化三钴产线已进入试产阶段；刚果腾远在三期项目完成调试后，目前已具备年产6万吨铜的产能，1万吨钴中间品的产能。

表1：公司远期产能有望持续提升

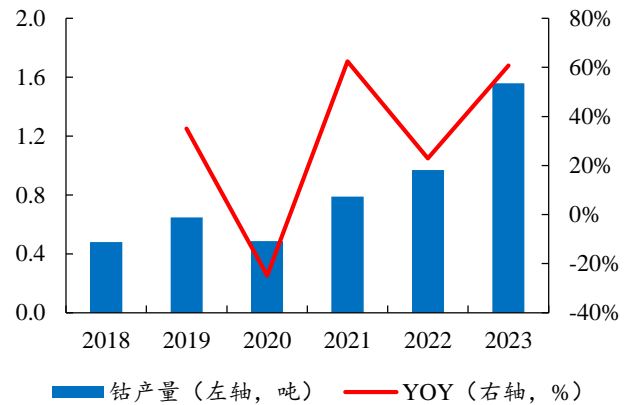
项目	产品类别	当前产能（万吨）	远期产能（万吨）
刚果腾远	铜	6.0	6.0，随技术能力提升，公司铜产品仍有扩产空间
	钴中间品	1.0	1.0
	其它产品	-	20万吨硫酸、1.65万吨液体二氧化硫、4.5万吨硫化碱
腾远本部	钴产品	2.0	4.6
	镍产品	1.0	6.0
	碳酸锂	0.5	2.0
	锰产品	-	2.2
赣州腾驰	三元前驱体	2.0	12.0
	四氧化三钴	0.5	2.0

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2023年公司铜、钴产量均实现提升。2023年，公司铜产量达到4.96万金属吨，同比增长77.96%，钴产量达到1.56万金属吨，同比增长60.74%。从增长率看，2018-2023年公司铜产量从0.61万吨增长到4.96万吨，5年CAGR达152.21%，钴产量从0.48万金属吨增长到1.56万金属吨，5年CAGR为126.62%。

图14：2023年铜产品产量达4.96万吨，同比增长77.96%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图15：2023年钴产品产量达1.56万吨，同比增长60.74%


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、二次资源：布局能源金属资源，丰富产品品种和服务领域

公司积极布局全球铜、钴、镍、锂等能源金属自然资源及二次资源，不断拓展产品品种和服务领域。从资源端看，刚果腾远在刚果（金）取得两项探矿权和一项采矿权，并与其他矿区矿权持有人展开联合开发勘探合作。2023年，公司被列入符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》企业名单（第五批），掌握多项二次资源回收技术，努力实现优先二次资源，自然+二次的双轮保障资源供给。

表2：公司在二次资源的研发项目取得重大进展

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
电池废料预处理分离铜、铝工艺研究项目	为公司发展废旧锂电池回收做技术储备	产业化	解决电池废料直接酸浸处理工艺除铝困难、铜片回收率低、回收成本高等问题。铝去除率>95%，铜片回收率>98%	解决除铝的困难，铜片回收率低的问题，降低公司在废旧锂电池回收的生产成本
电池废料优先提锂工艺研究项目	为公司发展废旧锂电池回收做技术储备	产业化	提高锂回收率20%左右，缩短锂回收流程，锂回收率>95%	缩短锂回收流程，减少废水处理量，提升公司在锂电池废料回收领域的优势，提升综合竞争力
树脂回收钴萃取液中镍的工艺研究	开发低浓度镍离子的回收工艺，提高镍收率	产业化	提高镍回收率20%以上，镍回收率>96%	将溶液中的镍通过树脂，制备成镍产品，提高镍回收率

资料来源：公司公告、开源证券研究所

从产品端看，公司充分把握新能源行业、3C数码、国防军工等赛道机会，充分发挥能源金属冶炼优势、规模优势、速度优势，掌握全品类钴、镍、锂等产品冶炼技术，延展技术应用与技术储备，提高产品覆盖面以及抗风险能力；同时积极向三元前驱体端延伸，2023年公司已具备2万吨三元前驱体产能，实现了公司内部的上游产业链贯通，打造一体化，公司将继续依托研究院、产学研结合为载体，深度挖掘新业务增长点，积极探索新材料、储能等，实现钴盐龙头+锂电材料布局。

表3：公司着力完善产品覆盖面，打造一体化布局

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
动力电池用镍钴锰三元材料前驱体制备工艺	为公司三元材料前驱体产品产业化做技术储备	产业化	有利于推进国内锂电池前驱体材料产业的优化升级，促进锂电池新能源材料	作为公司推出的一款新产品，将增加公司产品多样性，延伸

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
工艺研究			的发展,增加销售收入,增加经济效益,增强企业核心竞争力	公司产业链,提高综合竞争力及抗风险能力
钙皂化替代氨皂萃取锰制备高纯的硫酸锰溶液研究	研究钙皂化替代氨皂萃取锰制备硫酸锰可行性,降低硫酸锰生产成本	产业化	采用价格低廉的石灰替代价格较高的氨水皂化,显著降低高纯硫酸锰溶液制备成本	降低高纯硫酸锰的生产成本,公司生产的硫酸锰将具有长期的成本竞争优势,将提升公司硫酸锰的市场占有率
三元前驱体制备过程中产生的含氨废水回收处理新工艺研究	为公司发展三元材料前驱体产业的废水处理做技术储备	产业化	将三元前驱体制备废水中的氨通过转换回收,实现氨、盐分离,从而提高氨、盐副产品的附加值	解决三元前驱体材料生产中产生的废水处理问题,降低生产成本,增大成本优势提高三元前驱体的市占率
P204及P507有机相再生工艺研究项	解决有机相老化、三相杂质多的问题	产业化	实现有机相物理吸附除杂,可对老旧的有机相实现再生;大大的减少有机相的损耗,同时提高产品品质	可以降低单位产品有机相的损耗,降低生产成本

资料来源:公司公告、开源证券研究所

3、刚果(金)地区矿山放量,钴市短期承压

3.1、供给端:刚果(金)全球钴资源供应上占据主导地位

钴金属主要以伴生形式存在于其他金属矿床。钴位于元素周期表中的第4周期、第VIII副族,位于铁和镍之间,与铜邻近,因此钴在自然界中多为大型铜、镍矿床的伴生金属,少有独立钴矿床。目前影响全球钴供应的陆地矿床主要是砂岩型铜矿床、岩浆型铜镍矿床和红土型镍钴矿床,矿床的分布也决定了钴资源主要集中于刚果(金)、澳大利亚、加拿大、俄罗斯等地区或国家。

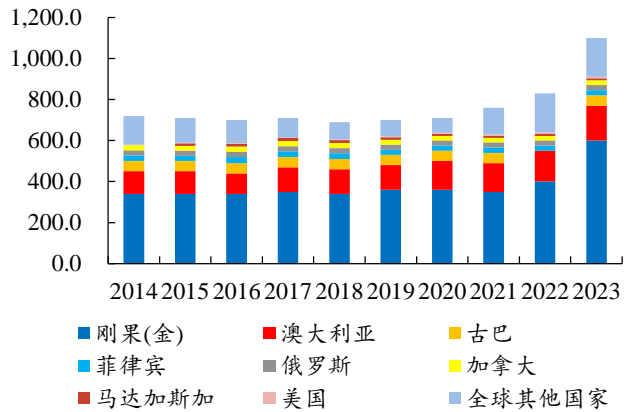
表4:钴金属主要以伴生金属的形式存在于其他金属矿床

矿床类型	含钴矿物	主要金属元素	潜在资源量(万吨)	分布地区	代表性矿床或矿山
沉积型砂岩铜-钴矿床	硫铜钴矿、硫酸钴矿等	铜、钴	1445.5	主要集中在中非的中非铜-钴矿带中	Mutanda(嘉能可)、Kamoto(嘉能可)、Tenke-Fungurume(洛阳铜业)、Kisanfu(洛阳铜业)
风化型红土镍-钴矿床	钴土矿、含镍钴土矿以及含钴的铁氢氧化物等	镍、钴、锰	746.9	主要分布在23.6°N至23.0°S之间的热带及亚热带区域地区	Murrin Murrin(嘉能可)、Mindoro(菲律宾)
岩浆岩型铜-镍-钴矿床	块状和浸染状镍-铜硫化物等	镍、铜、钴	186.3	主要集中于克拉通边缘或造山带内	Sudbury Operations(淡水河谷)、Voisey's Bay(淡水河谷)
热液型钴矿床	钴镍铁砷化物等	钴、银、镍	12.5	分布较为广泛	Bou Azzar(摩洛哥)

资料来源:《Will global cobalt supply meet demand? The geological, mineral processing, production and geographic risk profile of cobalt》、《钴资源现状及未来5—10年供需形势分析》、开源证券研究所

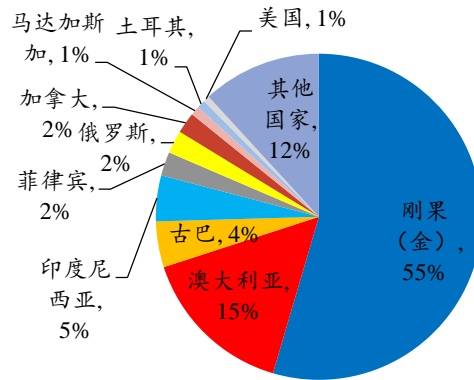
勘探投入增加推动刚果（金）钴储量逆势增长。根据 USGS 数据，2023 年全球钴资源储量总量为 1100 万吨，其中，刚果（金）受益于勘查力度加大，资源储量同比增长 50%至 600 万吨，占全球钴储量的 55%，澳大利亚、古巴、俄罗斯等主要资源国储量基本持平。USGS 数据显示，2023 年全球已查明钴资源量达到 2500 万吨，大西洋、印度洋及太平洋海底矿床已查明钴资源量则超过 1.2 亿吨。

图16: 2014-2023 年全球钴资源储量 CAGR 为 4.82%



数据来源: USGS、开源证券研究所

图17: 2023 年刚果（金）钴资源储量占比为 55%



数据来源: USGS、开源证券研究所

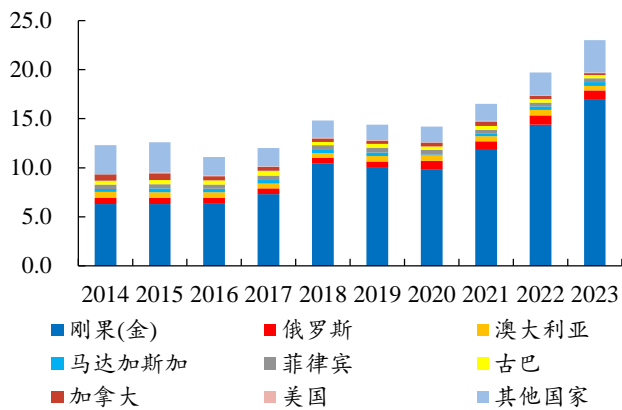
表5: 根据 SNL 统计数据, 2021 年全球前十储量的矿床主要集中于刚果（金）

项目名称	主要控制者	地点	资源储量 (万吨)
Kisanfu	洛阳钼业	刚果(金)	310
Mutanda	嘉能可	刚果(金)	256
Tenke Fungurume	洛阳钼业	刚果(金)	245
Kamoto	嘉能可	刚果(金)	189
NORI	TMC	瑙鲁	157
TOML	TMC	汤加	154
Sulawesi Cahaya Mineral	MDKA	印度尼西亚	96
SICOMINES 铜钴矿	中国中铁	刚果(金)	55
Deziwa	中国有色	刚果(金)	40
Mindoro	未知所有者	菲律宾	38

数据来源: SNL、开源证券研究所

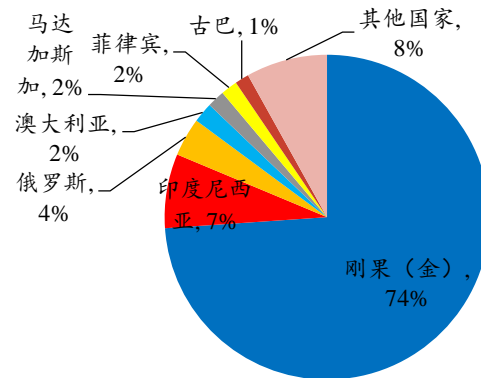
刚果（金）在全球钴矿供应上占据主导地位。刚果（金）地处中非铜钴矿带，矿床具有规模大、品位高、埋藏浅的特点，钴矿开采相对简单，这也使刚果（金）在全球钴矿供应上占据主导地位。2023 年，刚果（金）钴产量同比增长 18.06%达到 17.0 万吨，占全球总产量的 74%，供给增量占全球增量的 78.79%。同时，HPAL 技术成熟及红土型镍钴矿开采规模扩大促使印尼成为全球钴供应新增长极，2023 年，随着多个针对红土镍钴矿的湿法冶炼项目放量，印度尼西亚钴矿产量达到 1.7 万吨，较 2021 年的 0.27 万吨大幅增长。

图18: 2014-2023 年全球钴矿产量 CAGR 为 7.20%



数据来源: USGS、开源证券研究所

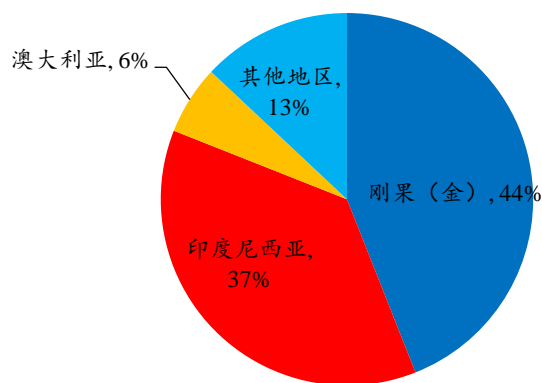
图19: 2023 年刚果(金)产量占全球产量的 74%



数据来源: USGS、开源证券研究所

未来钴供给增量主要关注刚果(金)及印尼。根据钴行业协会测算,至2030年全球钴金属供应量将增至31.8万吨,复合增长率约为6.2%。其中,钴矿山供应增量将是主要驱动因素,预计刚果(金)钴矿潜在增量占全球钴矿增量的44%,当地钴矿冶炼需求也有望提升。而随着电池废料量提升及回收能力增强,来自回收端的钴金属将支撑总增长的三分之一,预计2030年回收钴金属占比将从5%提升至15%。

图20: 2023-2030年,刚果(金)在全球钴矿潜在开采量中的占比为44%

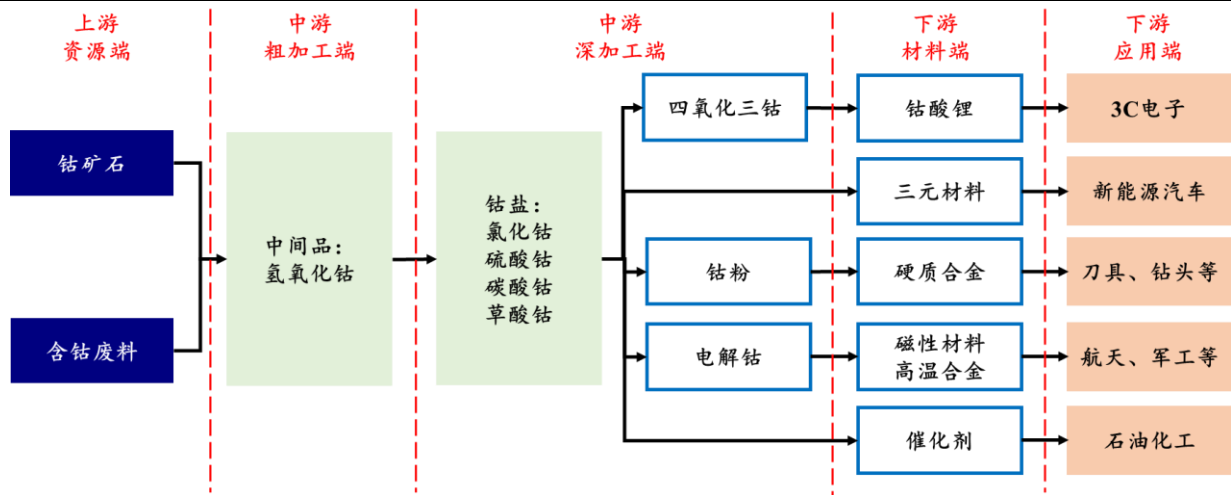


数据来源: 国际钴协会、开源证券研究所

3.2、需求端: 新能源领域发展推动钴需求提升

钴及钴基合金特性使其在电池及冶金领域得到广泛应用。钴是一种具有重要工业价值的金属元素,元素符号为Co,原子序数为27,是一种具有光泽的银白色金属,钴及其合金具备耐高温、耐腐蚀性等特点,因此是高温合金、硬质合金的重要原料;同时由于居里点高达1150°C,因此钴在磁性材料领域亦有广泛的应用。在电化学领域,由于三元材料的能量密度优势,因此3C电池及动力电池领域对钴的需求也持续提升,并逐步取代冶金需求成为钴最重要的下游应用领域。

图21: 钴下游需求包括电池领域(3C 电池及动力电池)与冶金领域(高温合金及硬质合金)



资料来源:《钴资源现状及未来 5—10 年供需形势分析》、腾远钴业招股说明书、开源证券研究所

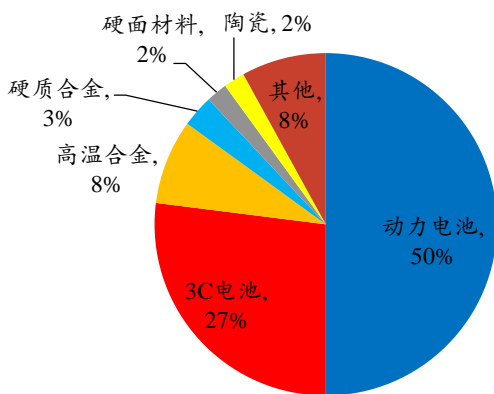
表6: 钴在电池领域及合金领域均有所应用

应用领域	具体应用说明
电池材料	钴盐是目前锂离子电池的重要原料。锂离子电池一般可分为 3C 类锂电池和动力锂电池。这两者的区别在于: 锂离子电池的正极材料在 3C 类产品上主要以钴酸锂为主; 在电动汽车上主要以三元材料 (钴镍锰聚合物、钴镍铝聚合物)、磷酸铁锂等为主。
高温合金	在钢中添加钴可以增强耐磨强度和高温性能,广泛应用于喷气发动机、火箭、燃气轮机的耐热、耐磨部件。
硬质合金	钴是硬质合金的重要原材料之一,其与钨构成的硬质合金硬度比工具钢高几倍。主要应用于切削刀具、钻头等。
色釉料	钴可以作为玻璃、陶瓷、搪瓷的着色剂和粘结剂。
磁性材料	在永久磁铁中加入钴可提高磁饱和度和磁场强度,同时可显著提高永久磁铁的居里温度,因此钴也成为生产永久磁性材料的重要原料。
化工行业	钴主要应用于 PTA 催化剂、石油催化剂、天然气液化催化剂等领域。
其他行业	钴在油漆干燥剂、轮胎粘结剂、医药中间体和饲料添加剂等领域也有广泛的应用。

资料来源:腾远钴业招股说明书、开源证券研究所

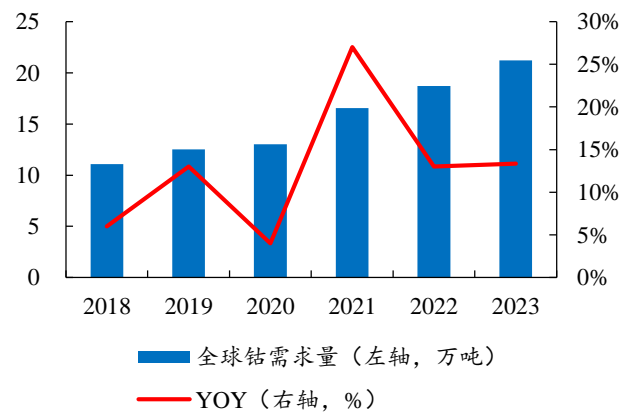
锂电池是钴下游需求的核心领域。2023 年,全球钴需求同比增长 13.37%至 21.20 万吨,其中动力电池消费量提升是钴需求增长的核心驱动力。从下游需求分布来看,动力电池/3C 电池/高温合金/硬质合金的需求占比分别为 50%/27%/8%/8%。

图22: 锂电池是钴最主要的下游需求领域



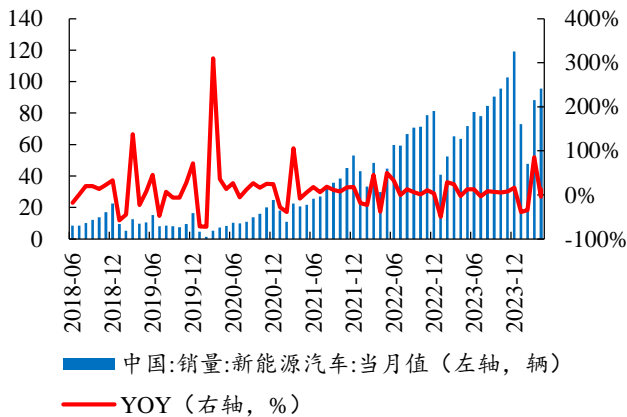
数据来源: Benchmark Mineral Intelligence、开源证券研究所

图23: 2022 年全球钴需求同比增长 13%至 18.70 万吨

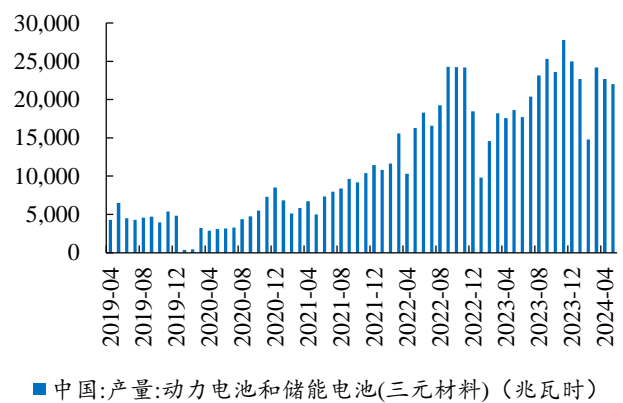


数据来源: Benchmark Mineral Intelligence、开源证券研究所

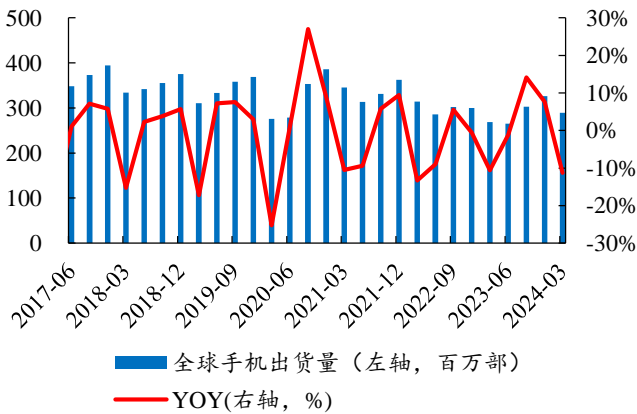
锂电领域中钴需求仍保持韧性。锂电池由于具有放电电压高、放电比容量大、循环使用寿命长等优势，在3C电子领域和电动汽车都得到广泛的应用。在电动汽车领域，根据正极材料的不同可将锂电池划分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂及三元材料等，其中磷酸铁锂和三元材料占主导地位。目前，由于刀片电池等工艺创新，成本相对更低的磷酸铁锂材料市占率逐步提升，但随着三元材料技术成熟，及镍、钴等原料价格下降，成本降低的三元材料仍是电动汽车领域的主流选择。**我们认为，受益于电动汽车领域持续增长的市场规模，钴金属在锂电领域需求将稳中有升。**

图24：2023年中国新能源汽车销量同比增长37.48%


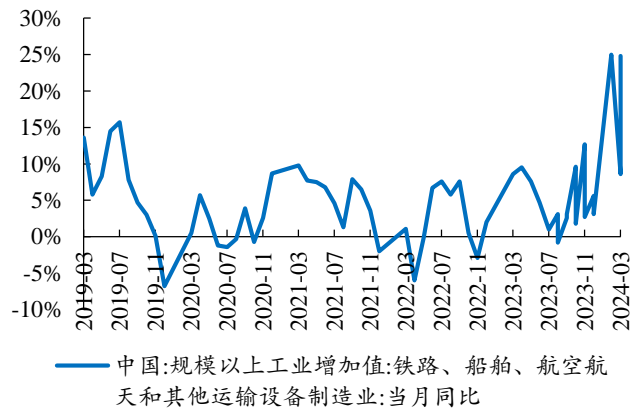
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2023年中国三元材料电池产量同比增长15.14%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：2023年全球手机出货量同比增长15.14%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2024Q1中国铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业表现出高景气


数据来源：Wind、开源证券研究所

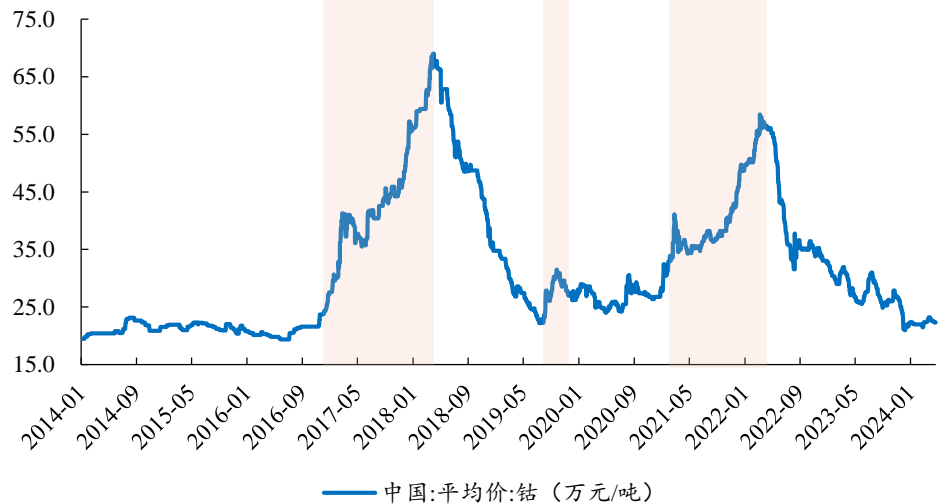
我们认为，在钴需求有望持续增长的基础上，全球钴矿过剩幅度有望收窄。从需求端看，动力电池仍将是钴金属下游核心需求，随着全新能源汽车渗透率提升，动力电池对钴的需求将维持增长趋势，而3C电池领域需求、高温合金及硬质合金等重要下游领域需求保持平稳。从供给端看，随着TFM、KFM等矿山项目达产，刚果（金）钴产量增量将减少，而印尼HPAL项目逐步落地虽将贡献新增量，但预计全球钴供给增速将相对放缓。预计2024-2025年全球钴矿供给过剩幅度将较2023年有所缩小，分别为5.45%和5.36%。

表7: 预计 2024-2025 年全球钴供给将分别过剩 1.31 万吨和 1.36 万吨(单位: 万吨)

项目	2021	2022	2023	2024E	2025E
动力电池用钴	3.41	7.48	10.60	11.66	12.59
3C 电池用钴	6.06	5.61	5.72	6.01	6.31
高温合金用钴	1.77	1.68	1.70	1.75	1.80
硬质合金用钴	1.19	0.94	0.64	0.66	0.67
其他领域用钴	4.12	2.99	2.54	2.62	2.70
全球钴需求	16.55	18.70	21.20	22.69	24.08
全球钴需求 YOY	27.00%	13.00%	13.37%	7.04%	6.10%
全球钴供给	16.50	19.70	23.00	24.00	25.44
全球钴供给 YOY	16.20%	19.39%	16.75%	4.35%	6.00%
供需缺口	-0.05	1.00	1.80	1.31	1.36
缺口比例	-0.29%	5.08%	7.83%	5.45%	5.36%

数据来源: USGS、Wind、国际钴协会、开源证券研究所

钴价熊长牛短, 关注供给限制对价格的催化。从国内外数据看: 2014-2016 年底, 钴价维持在 2.2-3.2 万美元/吨的窄幅区间震荡; **2017 年一季度起**, 受益于新能源领域的三元正极材料的需求催化, 及嘉能可关闭了 Katanga 和 Mopani 两处矿山, 钴价持续上行并触及 9.25 万美元/吨高位; **2018 年上半年**, 随着供给放量及需求下滑, 钴价开始持续下滑, 虽 Mutanda 矿山关闭消息导致钴价小幅上涨, 但整体区间震荡。**2020 年下半年**, 由于中国新能源、合金需求复苏, 及疫情下德班港向国内的运输航线严重延误, 供应紧张背景下钴价开始回升。**2022 年二季度起**, 由于供应链恢复及下游需求不振, 钴价持续回调, 2024 年至今, LME 钴均价仅为 2.9 万美元/吨。

图28: 2024 年至今, 国内钴平均价仅为 2.21 万元/吨 (截至 2024 年 7 月 9 日)


数据来源: Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析, 我们对公司的盈利预测如下:

销量假设: 随着刚果腾远三期、四期项目按计划持续推进, 公司已形成 2 万金属吨的钴产品、1 万金属吨镍产品、6 万吨铜金属和 5000 吨碳酸锂的产能。我们预计 2024-2026 年公司钴产品产量为 1.6/2.0/2.0 万吨, 铜产品产量为 6.0/7.0/8.0 万吨。

价格假设：(1) 铜产品：我们预计偏紧的供需结构将对铜价中枢形成支撑，并随着下游需求恢复，供给缺口有望继续扩大且利好铜价，假设 2024-2026 年 LME 铜价分别为 9500/10000/11000 美元/吨；**(2) 钴产品：**随着刚果（金）铜钴矿山放量，预计全球钴供给持续增长，钴价将相对承压，假设 2024-2026 年 MB 平均价分别为 13.5/14.0/14.0 美元/磅。

表8：公司业绩拆分与盈利预测

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
铜产品	销量 (万吨)	2.9	4.9	6.0	7.0	8.0
	营业收入 (亿元)	16.5	28.1	39.0	47.2	58.5
	毛利润 (亿元)	3.8	8.6	14.0	17.2	23.2
钴产品	销量 (万吨)	0.9	1.6	2.0	2.0	2.0
	营业收入 (亿元)	29.7	25.1	27.2	27.5	27.1
	毛利润 (亿元)	6.8	0.9	-0.7	0.1	0.2
镍产品	销量 (万吨)	-	0.0	1.0	1.0	1.0
	营业收入 (亿元)	-	0.5	9.7	9.6	9.5
	毛利润 (亿元)	-	0.0	0.8	0.8	0.8
锂产品	销量 (万吨)	-	0.0	0.5	0.5	0.5
	营业收入 (亿元)	-	0.1	4.2	4.2	4.2
	毛利润 (亿元)	-	0.0	1.1	1.1	1.1
其他业务合计	营业收入 (亿元)	1.9	2.3	2.5	2.8	3.1
	毛利润 (亿元)	0.6	1.0	0.8	0.8	0.9
合计	营业收入 (亿元)	48.0	55.4	82.7	91.3	102.3
	营收 YOY	15.4%	15.5%	49.2%	10.4%	12.1%
	毛利润 (亿元)	11.3	10.4	17.7	21.9	28.4
	毛利 YOY	-35.0%	-7.3%	69.7%	23.9%	29.3%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

基于以上假设，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 7.55/10.54/14.64 亿元，对应 EPS 分别为 2.56/3.58/4.97 元。我们选取了 A 股中主营业务包含钴产品的同类型公司寒锐钴业、盛屯矿业、华友钴业进行比较，以 2024 年 7 月 17 日股价为基准，2024-2026 年可比公司平均估值分别为 15.1/12.6/11.4 倍。随着刚果腾远三期、四期项目顺利推进，公司铜、钴产品产能稳定释放，并有望受益于铜价提升增厚利润空间，叠加公司新增的电池级硫酸镍及电池级碳酸锂产品有望形成新利润增长点，而公司目前估值低于可比公司平均水平，因此首次覆盖给予“买入”评级。

表9：与 A 股同类上市公司相比，公司估值处于相对低估的位置

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300618.SZ	寒锐钴业	26.4	0.4	1.6	1.9	2.0	59.7	17.0	14.2	13.3
600711.SH	盛屯矿业	5.3	0.1	0.3	0.4	0.4	62.9	17.0	14.2	13.3
603799.SH	华友钴业	23.4	2.0	2.0	2.5	3.1	11.8	11.5	9.3	7.6
可比公司平均 PE							44.8	15.1	12.6	11.4
301219.SZ	腾远钴业	41.1	1.3	2.6	3.6	5.0	32.0	16.0	11.5	8.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：寒锐钴业、盛屯矿业、华友钴业盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，数据截至 2024 年 7 月 17 日收盘）

5、风险提示

产品价格波动风险。目前铜、钴业务在公司毛利润的合计占比超过 90%，铜、钴价格大幅波动将对公司业绩形成冲击。

政策变动风险。公司核心项目位于刚果（金），当地政治局势或相关产业政策变动对公司的生产经营有较大影响，将影响公司的业绩水平。

汇率波动风险。公司未进行外汇套期保值操作，存在较大的汇率风险敞口，人民币对美元汇率的波动会对公司的汇兑损益及盈利水平产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	7332	6389	9238	7066	10835
现金	4471	3760	3721	4107	4605
应收票据及应收账款	195	266	494	302	613
其他应收款	6	79	19	103	26
预付账款	59	68	136	81	167
存货	2375	1968	4631	2231	5184
其他流动资产	226	248	237	242	240
非流动资产	2158	3443	4299	4606	4958
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1458	2209	3004	3378	3792
无形资产	54	55	62	63	66
其他非流动资产	645	1178	1232	1165	1100
资产总计	9490	9831	13537	11672	15793
流动负债	765	1106	4456	1949	5021
短期借款	195	99	3601	706	4119
应付票据及应付账款	396	790	652	1018	690
其他流动负债	174	217	204	224	211
非流动负债	253	206	248	235	240
长期借款	0	0	19	18	17
其他非流动负债	253	206	229	217	223
负债合计	1018	1312	4705	2184	5261
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	227	295	295	295	295
资本公积	6056	5996	5996	5996	5996
留存收益	2090	2196	2136	2004	1854
归属母公司股东权益	8472	8519	8832	9488	10532
负债和股东权益	9490	9831	13537	11672	15793

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	121	789	-1962	4350	-1706
净利润	274	378	755	1054	1464
折旧摊销	108	174	193	250	297
财务费用	-20	-76	112	100	133
投资损失	13	6	9	8	9
营运资金变动	-745	62	-3011	2989	-3557
其他经营现金流	491	244	-21	-51	-52
投资活动现金流	-598	-963	-1045	-572	-655
资本支出	596	957	1101	532	662
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	-1	-6	56	-40	8
筹资活动现金流	4385	-498	-485	-521	-542
短期借款	-179	-96	3502	-2894	3413
长期借款	-58	0	19	-1	-1
普通股增加	132	68	0	0	0
资本公积增加	5079	-61	0	0	0
其他筹资现金流	-589	-410	-4006	2374	-3954
现金净增加额	3925	-678	-3492	3256	-2903

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4801	5543	8269	9127	10234
营业成本	3676	4500	6499	6934	7398
营业税金及附加	90	142	181	200	224
营业费用	8	9	16	18	20
管理费用	144	233	298	329	369
研发费用	127	96	181	200	224
财务费用	-20	-76	112	100	133
资产减值损失	-447	-139	83	91	102
其他收益	42	18	24	28	23
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-13	-6	-9	-8	-9
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	349	466	947	1321	1833
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	3	5	4	4	4
利润总额	347	462	944	1317	1830
所得税	72	84	189	263	366
净利润	274	378	755	1054	1464
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	274	378	755	1054	1464
EBITDA	332	529	1138	1581	2144
EPS(元)	0.93	1.28	2.56	3.58	4.97

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	15.4	15.5	49.2	10.4	12.1
营业利润(%)	-74.3	33.6	103.4	39.4	38.8
归属于母公司净利润(%)	-76.1	37.7	99.8	39.5	38.9
获利能力					
毛利率(%)	23.4	18.8	21.4	24.0	27.7
净利率(%)	5.7	6.8	9.1	11.5	14.3
ROE(%)	3.2	4.4	8.6	11.1	13.9
ROIC(%)	2.0	3.3	6.0	10.4	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	10.7	13.3	34.8	18.7	33.3
净负债比率(%)	-49.7	-42.1	-0.3	-34.9	-3.7
流动比率	9.6	5.8	2.1	3.6	2.2
速动比率	6.3	3.8	1.0	2.4	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	23.3	27.9	25.6	26.7	26.2
应付账款周转率	12.3	9.1	10.7	9.9	10.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.93	1.28	2.56	3.58	4.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	2.68	-6.66	14.76	-5.79
每股净资产(最新摊薄)	28.75	28.91	29.97	32.19	35.74
估值比率					
P/E	44.1	32.0	16.0	11.5	8.3
P/B	1.4	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	23.8	16.1	10.6	5.6	5.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn