跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕971 号

南京寒锐钴业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

南京寒锐钴业股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

南京寒锐钴业股份有限公司公开发行的“寒锐转债”的债券信用等级为 AA-

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

南京寒锐钴业股份有限公司
可转换公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA-　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA-　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
寒锐转债	4.03亿元	6年	AA-	AA-	2019年6月18日

转股期：自2019年5月27日至2024年11月20日

当前转股价格：57.49元/股

跟踪评级时间：2020年5月21日

财务数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	21.74	34.85	35.02	35.11
所有者权益（亿元）	11.14	19.25	17.77	18.52
长期债务（亿元）	0.00	3.83	3.60	3.41
全部债务（亿元）	7.14	9.85	11.55	10.74
营业收入（亿元）	14.65	27.82	17.79	5.11
净利润（亿元）	4.49	7.04	0.14	0.18
EBITDA（亿元）	6.36	10.23	0.42	--
经营性净现金流（亿元）	-0.94	2.91	2.06	1.48
营业利润率（%）	47.63	42.63	8.20	13.46
净资产收益率（%）	60.42	46.34	0.73	--
资产负债率（%）	48.76	44.76	49.26	47.25
全部债务资本化比率(%)	39.07	33.84	39.39	36.70
流动比率（倍）	2.08	3.25	1.72	1.63
EBITDA全部债务比(倍)	0.89	1.04	0.04	--
EBITDA利息倍数（倍）	58.55	25.66	0.81	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.58	2.54	0.10	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 公司2020年1—3月财务数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，南京寒锐钴业股份有限公司（以下简称“公司”或“寒锐钴业”）作为国内重要的从事钴产品加工制造上市公司，在市场占有率、产品多样性以及原材料采购成本等方面仍具有较强的竞争优势。2019年，公司金属钴类产品和电极铜产能进一步增长，产销量进一步扩大。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司主要原材料采购地刚果（金）的政治及经济稳定性较弱、受钴金属价格大幅下跌影响2019年公司收入规模和毛利率水平大幅下降、短期债务占比较高、未来钴金属及铜金属价格的波动、公司存货规模较大而带来的跌价风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司在建项目持续推进完成，公司产品产能将进一步扩大，产业链趋于完善，整体竞争力有望进一步提升，公司整体竞争力有望保持稳定。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时，维持“寒锐转债”的债项信用等级为“AA-”。

优势

1. **公司在行业内具备一定竞争优势**。公司作为国内钴产品重要企业，在行业地位、产品种类、产销规模和钴原料来源等方面具备一定的竞争优势。

2. **跟踪期内，公司主要产品的产销量进一步扩大**。2019年，公司金属钴类产品和电极铜产能进一步增长，产销量进一步扩大。

3. **公司在建项目逐步建成投产后，经营规**

模及市场地位会进一步提高。未来随着公司在建项目逐步建成投产，公司在钴金属行业的产业链将进一步完善，经营规模及市场地位会进一步提高。

4. **考虑到公司可转债的未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。**公司可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

关注

1. **2019 年公司主营业务收入规模和盈利能力有所减弱，部分产品下游需求不足，产能利用率下降明显。**公司主要营业收入来源于钴产品及电解铜的生产和销售，受钴金属价格大幅下跌影响，2019 年公司收入规模和毛利率水平大幅下降，盈利能力有所减弱；公司部分产品下游需求不足，钴精矿产能利用率下降明显，处于较低水平。

2. **公司原材料供应的稳定性受刚果（金）国家政治和经济形势影响较大。**公司矿产资源及部分主要项目集中于刚果（金），若未来刚果（金）国家政治和经济等形势出现不利波动，将对公司原材料供应的稳定性构成一定冲击。

3. **公司存货规模较大，由于钴金属价格波动较大，易使公司面临一定的存货跌价风险。**跟踪期内，公司未计提存货跌价准备，但公司存货规模较大、金属钴价格波动较大，存在一定的跌价风险。

4. **公司主营业务收入中境外收入的占比较高，人民币对美元汇率波动对公司经营成果有一定影响。**公司主营业务收入中境外收入占比较高，此外，公司原材料采购亦以美元为主；人民币和美元间汇率的波动，将对公司经营成果的稳定性带来一定影响。

5. **公司债务以短期债务为主，债务结构有待优化。**跟踪期内，公司短期债务规模增长明显，债务期限结构以短期债务为主，存在一定的短期偿债压力。

分析师

闫　欣　登记编号（R0040219070001）
王　臻　登记编号（R0040219080002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次(期)债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

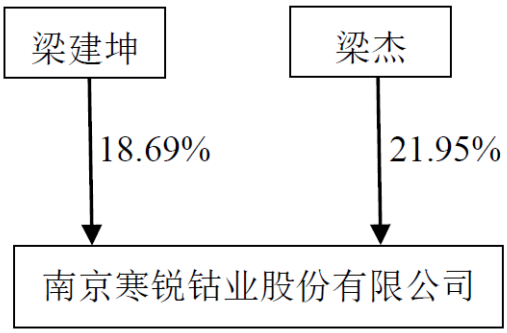
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

南京寒锐钴业股份有限公司（以下简称“公司”或“寒锐钴业”）前身为1997年5月成立的南京寒锐钴业有限公司（以下简称“寒锐有限”），由梁建坤和王化庚共同出资设立，初始注册资本为68万元，其中梁建坤以货币出资6万，实物出资52万，合计出资58万元，占注册资本的85.29%。2011年10月，公司由寒锐有限整体变更设立成为股份有限公司，并更为现名，注册资本为9,000万元。2017年2月，经中国证监会《关于核准南京寒锐钴业股份有限公司首次公开发行股票的批复》（证监许可〔2017〕199号）核准，公司公开发行人民币普通股3,000万股，每股面值1元，发行价格12.45元/股。公司发行的人民币普通股（A股）于2017年3月6日在深圳证券交易所创业板上市（股票简称“寒锐钴业”，证券代码为“300618.SZ”）。截至2019年底，公司股本总额为26,880.00万元。公司控股股东为梁建坤及梁杰，两人为父子关系，共同成为公司的实际控制人。截至2020年3月底，上述二人持有公司股份占公司总股本的40.64%。截至2020年4月21日，上述二人持有公司的股权被质押总数为2,341.80万股，占其所持有公司股份总数的21.44%，占公司总股本的8.69%。

图1　截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年底，公司经营范围为：钴粉加工，销售；粉末冶金，化工原料，建材销售；经营本企业自产产品及相关技术的进出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进出口业务；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务；化工材料进出口；氯化钴、硫酸钴销售和进出口业务；自营和代理各类商品和技术的进出口业务。（国家限定公司经营或禁止进出口的商品和技术除外）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至2019年底，公司组织结构无重大变化，公司员工合计1,153人。

截至2019年底，公司合并资产总额35.02亿元，负债合计17.25亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.77亿元，其中归属于母公司所有者权益17.78亿元。2019年，公司实现营业收入17.79亿元，净利润（含少数股东损益）0.14亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.14亿元；经营活动产生的现金流量净额2.06亿元，现金及现金等价物净增加额-4.81亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额35.11亿元，负债合计16.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）18.52亿元，其中归属于母公司所有者权益18.54亿元。2020年1－3月，公司实现营业收入5.11亿元，净利润（含少数股东损益）0.18亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润0.23亿元；经营活动产生的现金流量净额1.48亿元，现金及现金等价物净增加额0.11亿元。

公司注册地址：南京市江宁经济技术开发区静淮街115号；法定代表人：梁建坤。

二、本次债券概况及募集资金用途

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕1741 号文核准，公司于 2018 年 11 月 24 日公开发行 4.40 亿元可转换公司债券，债券期限为 6 年，第 1 年到第 6 年的票面利率分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%。本次可转换公司债券于 2018 年 12 月 24 日在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“寒锐转债”，债券代码“123017.SZ”。2019 年 5 月 27 日开始，“寒锐转债”进入转股期，初始转股价格为 81.49 元/股。

截至 2020 年 4 月 21 日，“寒锐转债”募集资金使用与募集资金说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。“寒锐转债”已于 2019 年 11 月 20 日支付 2018 年 11 月 20 日至 2019 年 11 月 19 日的利息，每 10 张“寒锐转债”（面值 1,000 元）利息为 3.00 元（含税）。

转股价格调整情况：因实施 2018 年权益分派方案，根据《南京寒锐钴业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券募集说明书》约定，2019 年 7 月 10 日起寒锐转债的转股价格由 81.49 元/股调整为 57.49 元/股。

2020 年 1－3 月，公司可转债因转股减少 345,542 张，因转股减少的可转债金额 34,554,200 元，转股数量为 600,934 股。截至 2020 年 3 月 31 日，公司可转债尚有 4,028,401 张，剩余可转债金额为 40,284.01 万元，未转比例为 91.55%。

三、行业分析

公司主营业务属于有色金属行业，利润来源集中在钴产品和铜产品。

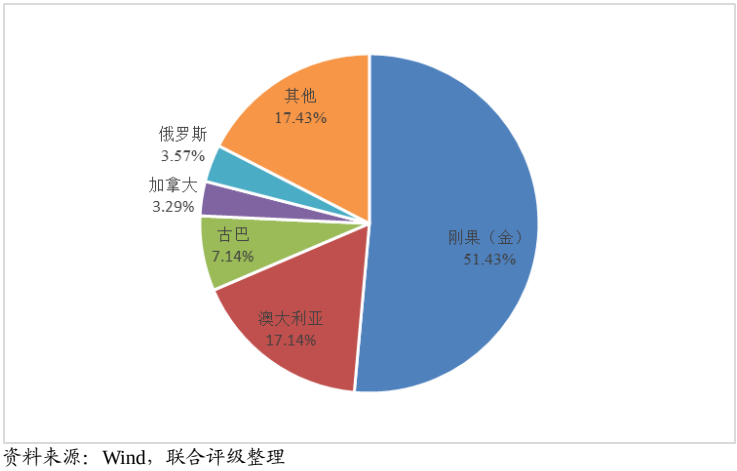
1. 钴行业

（1）市场供需

供给方面，近年来全球钴资源储量较为稳定；钴资源储量与生产地域上较为集中，同时钴矿生产企业也较为集中。我国钴矿储量和产量较少，但冶炼加工能力较强。需求方面，2019 年由于新能源汽车产量下降，同时 3C 消费减弱，钴需求量有所下降；但未来新能源汽车发展仍是钴需求量增长的最大动力，同时叠加 5G 手机的出货量提升，下游行业的发展有望进一步扩大钴需求量。

钴资源产量方面，2017－2019 年全球钴矿产量分别为 12.00 万吨、14.80 万吨和 14.00 万吨，年均复合增长 8.01%。刚果（金）拥有丰富的钴资源储量，钴矿产量也高居第一位，2017－2019 年刚果（金）钴矿产量分别为 7.30 万吨、10.40 万吨和 10.00 万吨，占全球总产量的比重分别为 60.83%、70.27%和 71.43%，占比逐年提高。2017－2019 年我国钴矿产量分别为 0.31 万吨、0.20 万吨和 0.20 万吨，占全球钴矿产量较小。刚果（金）等非洲国家钴矿储量高，但其工业及基础设施相对落后；澳大利亚等国钴金属冶炼规模较小，故而这些国家通常把矿料出口到中国、芬兰等国进行深度冶炼加工。中国、芬兰、加拿大、比利时、赞比亚五国钴产品合计占全球产量的 70%左右。从钴矿生产企业来看，钴矿生产企业较为集中。根据中金公司研究报告统计，2019 年全球 4 大钴矿生产集团（嘉能可、洛阳钼业、谢里特、淡水河谷）2019 年总产量预计为 7.3 万吨，占全球总量超过 50%，同比增长 2%。

图 2　2019 年全球钴资源分布情况

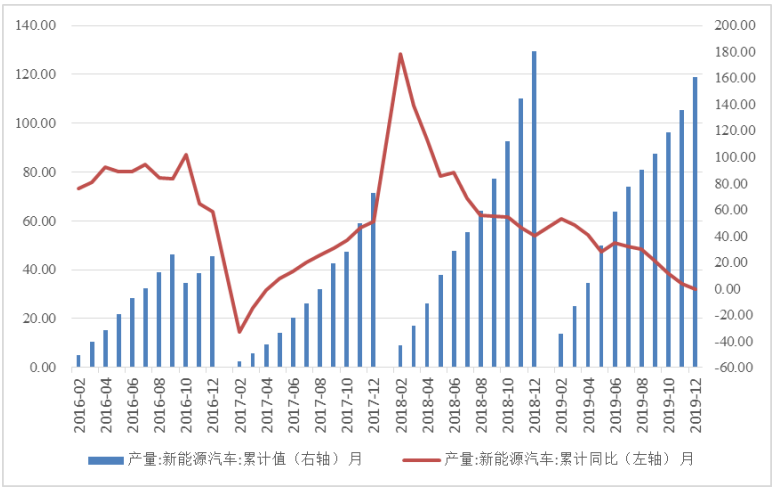


资料来源：Wind，联合评级整理

需求方面，钴在下游应用领域主要包括电池材料、高温合金、硬质合金、磁性材料等。2019 年，全球钴下游主要应用在锂电池，占比 63%，剩余 37%主要是高温合金和硬质合金等传统行业。

新能源汽车是钴需求量增长的最大增量。新能源汽车具有节能减排、保护环境等多方面的优点，国家对新能源汽车出具各种鼓励政策，极大促进了我国新能源汽车的销量的增长，2016－2018 年我国新能源汽车产量分别为 45.50 万辆、71.60 万辆和 129.60 万辆，增速分别为 58.50%、51.10%和 40.10%。2019 年由于我国新能源汽车过渡期后补贴退坡幅度较大以及燃油车国五换国六标准导致燃油车集中促销造成新能源汽车的冲击影响，我国新能源汽车产量为 119 万辆，同比下降 0.60%，这是自 2009 年大力推行新能源汽车产业以来出现的首次年度下降，但随着退坡影响的边际效用减弱及国家对新能源汽车产业的鼓励政策的持续推出，新能源汽车发展长期向好的趋势没有改变。新能源汽车的快速发展带动我国动力电池出货量持续增加。动力电池出货量从 2014 年的 4.4GWh，占锂离子电池市场的比重为 14.86%，迅速增长至 2018 年的 65GWh，占比上升至 63.73%，2019 年动力电池出货量为 62.37GWh，同比略有下降。从电池类型看，由于三元电池的优势明显，其占比继续提升，2016－2018 年占比分别为 24%、48%和 61%，2019 年 1－6 月占比则提升至 69%，有力地拉动了对钴资源的需求。近期，国产特斯拉降价以及首期交付、欧美地区政策扶持、整车厂战略发展新能源车等一系列事件有望继续调动未来新能源汽车的消费需求。

图 3　近年来我国新能源汽车产量情况（单位：万辆、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3C 消费主要是指以智能手机、笔记本电脑以及平板电脑为代表的 3C 市场消费。2017 年全球智能手机出货量为 14.9 亿部，平板电脑出货量为 1.66 亿部，笔记本电脑出货量为 1.56 亿部，其他相机、MP4 等电子产品出货量约为 2.9 亿部，表现良好。2018 年以来，3C 市场表现疲软，导致钴在该领域的需求较弱。根据 IDC 数据显示，2018 年全球智能手机总出货量为 14 亿部，同比有所下降。截至 2019 年上半年，全球智能手机累计出货量约为 6.4 亿部，同比下降 4%。未来随着 5G 手机的出货量提升有望扩大 3C 端对钴的需求。

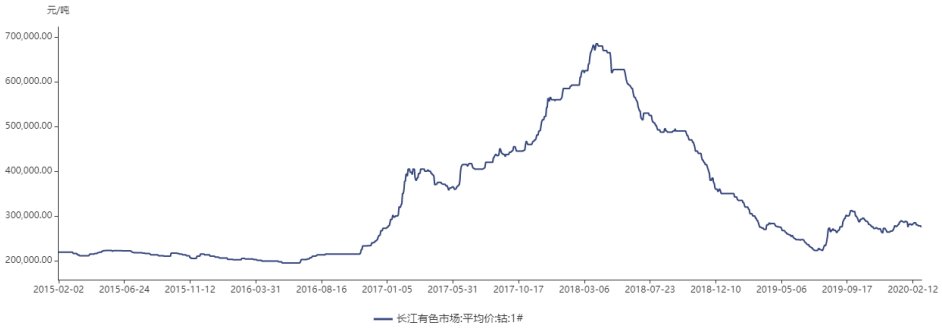
其他应用方面，高温合金主要应用于航空航天、能源领域，2018 年航空业发展迅速对钴的需求旺盛，2019 年受贸易战影响全球航空业下滑。2018 年全球硬质合金整体发展较好，2019 年国际贸易壁垒和经济增长放缓对硬质合金行业影响较大，2019 年一季度我国硬质合金总产量约为 8,300 吨，同比下降 3.49%。虽然短期内国际贸易壁垒和经济放缓对高温合金和硬质合金行业发展影响不利，但是高端制造及进口替代是未来发展的必然趋势；《十三五规划纲要》提出，十三五期间要大力发展航空、卫星、轨道交通、海洋工程等高端设备制造领域。中国的高温合金及硬质合金制造方面有巨大的发展空间，有望提升对钴的需求。

（2）产品价格

由于钴资源供应国别高度集中，供应商也高度集中，导致钴价格波动较大，不利于企业经营业绩的稳定性。2018 年二季度以来钴价持续下跌，2019 年底以来虽有所回暖，但钴价仍处于中低水平。

由于钴资源供应国别高度集中，供应商也高度集中，导致钴价格波动较大。钴价格自 2016 年初以来，呈现大幅增长趋势，钴价在 2018 年二季度达到顶峰后开始下滑，主要由于钴行业下游需求不及预期，同时供给增量超预期，其价格从 2018 年 4 月 11 日的最高点 68 万元/吨下跌至 2019 年 7 月 26 日的 22.30 万元/吨，跌幅极大；伴随嘉能可 2019 年 12 月份将旗下 Mutanda 矿山提前关停且预计到 2022 年无复产计划，同时民采矿产量大幅缩减影响，行业供需在边际上得到明显改善，钴价有所回升，截至 2020 年 2 月底，钴价约为 27.50 万元/吨。

图 4　2008 年以来钴的价格变动情况（单位：万元/吨）



资料来源：Wind

（3）行业政策

各个国家大力发展电动汽车为钴盐生产企业提供良好未来发展空间，但刚果（金）新矿业法出台，增加了刚果（金）采矿成本。

新能源汽车方面：2019 年 12 月，我国工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021－2035 年）》（征求意见稿）表示：到 2025 年，新能源汽车新车销量占比达到 25%左右，智能网联汽车新车销量占比达到 30%。同时要求到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12 千瓦时/百公里，插电式混合动力（含增程式）乘用车新车平均油耗降至 2 升/百公里。世界其他国家也发布了新能源汽车的未

来战略规划。德国计划在 2021－2025 年将插电式混动车型补贴金额由 0.3 万欧元提升至 0.45 万欧元，针对价格高于 4 万欧元的电动车，补贴增加至 0.5 万欧元，并计划在 2030 年前建成 100 万个电动汽车充电站。欧洲二氧化碳排放目标是到 2025 年新车的每公里碳排放减少 15%，到 2030 年减少 30%，对未满足标准的车型，每克超标碳排放需缴纳 95 欧元罚款；货车也有类似的降低碳排放要求，从 2020 年的 147g 削减 31%。欧洲的车辆碳排放指标促进整车向新能源方向转型。

钴矿方面：2018 年主要钴矿生产国刚果（金）进行了矿业税改，税改主要涉及以下几个方面：①金属税率改革：新矿法规定，普通金属税率将从 2%上调为 3.5%。政府将有权选择包括钴在内的“战略性”金属，战略金属的权利金税率将会上升至 10%（钴已经实施）。②暴利税：超额利润商品新征 50%的税率。超额利润被定义为当实现的金属价格超过项目银行级可研设定的金属价格的 25%。③保护权失效：立法者推翻了 2002 年通过的保护采矿许可证持有者免于遵守 10 年的财政和海关制度变化的法律措施，新上调权利金税率将施用于所有项目并立刻生效。刚果（金）作为全球第一大钴资源国，当地政府已经通过政策变动方式来控制金属钴。无论是从采矿成本来看，还是从矿企面临的政策稳定性来看，税收新政对供应形成扰动。

（4）行业关注

钴行业面临国别政治动乱、产品价格波动等风险，未来钴的需求不确定性等因素或将对钴行业发展造成负面影响。

国别政治风险。矿业公司在新兴市场上面临的政治风险通常由东道国政府的行为引起。此类政治风险能够对矿业公司的运营产生重大影响，包括国有化、土地征用、货币不能兑换以及政治暴力与民众骚乱等产生的风险。

刚果（金）钴矿占据全球钴矿储量近一半的份额，中国所需钴矿 90%依赖进口，主要来源于刚果（金）。自 1998 年起，刚果（金）经历了五年的内战，在联合国的努力下，刚果区域暂时趋于和平，但部分地区武装割据的局面仍然存在，冲突流血事件时有发生。联合国的干预程度和过渡政府的执政能力及政策连续性值得关注。同时，刚果（金）国家风险在中国信保和其他国际评估机构的评级均属高风险国家。在美国经济与和平研究所编制的世界和平指数报告中，刚果（金）排在最有风险的 10 个非洲国家的第三位，国别政治风险较高。

产品价格波动风险。钴的价格波动对企业的生产成本控制提出了挑战。钴作为小金属品种，其价格易受资本炒作、供需变动等多因素影响，近年来价格波动幅度较大，同时随着技术水平的不断提高，钴的需求在未来仍有不确定性，或将对钴价带来不利影响。

（5）未来发展

在新能源汽车、5G 手机换代、高温合金行业等发展带动下，未来钴产品的需求有望稳步增长。

从现有需求格局看，钴行业的未来发展更多取决于下游锂电池、高温合金、硬质合金等行业的发展。

锂电池方面，随着手机、笔记本、便携式电子产品的更大范围的普及及发展，特别是 5G 手机的换代，小型锂电需求在未来有望保持稳定。由于社会对环保意识的增强以及政府的大力扶持，未来更大增长点在于动力锂电池的发展。从各个国家发布的新能源汽车战略规划来看，未来新能源汽车仍有望保持快速发展，提升钴资源在动力锂电池的应用。

高温合金和硬质合金是高端设备制造必需的特殊钢铁原材料，广泛应用于风电、核电、高铁、大飞机、石化、军事及航天航空领域。《十三五规划纲要》提出，十三五期间要大力发展航空、卫星、轨道交通、海洋工程等高端设备制造领域。中国的高温合金及硬质合金制造方面仍有巨大的发

展空间。

2. 铜行业

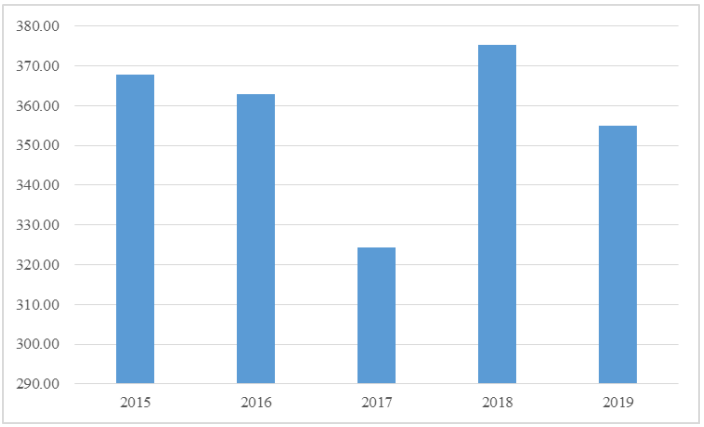
（1）上游供给

我国铜资源储备有限，尽管近年来国内铜矿开采规模不断增长，但铜精矿的的产量仍无法满足铜冶炼行业的铜矿需求，使得我国对进口铜精矿的依赖程度持续较高。

受经济下行和产能过剩的影响，近年来产量增速有所放缓。2017 年，我国铜矿产量为 186 万吨，占全球总产量的 9.44%。2018 年，我国铜矿产量为 160 万吨，占全球总产量的 7.62%。中国铜矿资源产量占全球铜矿产量的比重远高于铜矿资源储量占全球总储量的比重，资源储量与开采量的不匹配造成中国铜矿资源开采过度，进而加速了铜矿品位下降、开采深度增加、开采成本增加的困境。

近年来，中国进口铜矿石及精矿数量快速增长，2010 年进口 646.81 万吨，2019 年已增至 2,198.99 万吨，我国对铜矿及精矿的对外依存度较高。相比而言，近年来中国进口精炼铜数量相对较为平稳，2015 年以来保持在 300 万吨以上，2019 年进口精炼铜 355.02 万吨。

图 5　2015－2019 年中国精炼铜进口数量（单位：万吨）



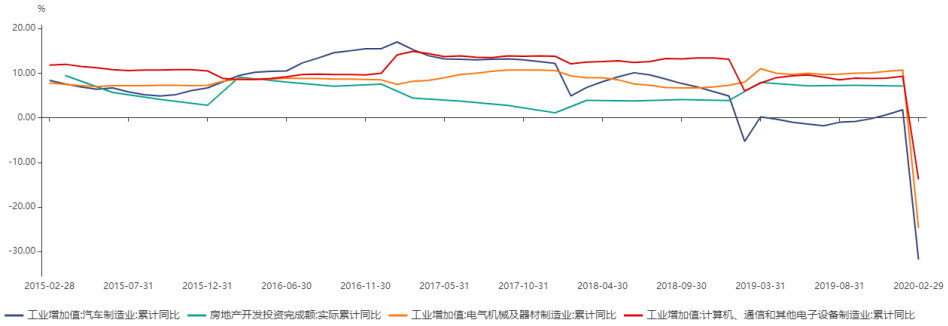
资料来源：Wind

（2）下游需求

未来中国铜的下游需求结构变动不大，整体需求增速较为有限。

铜的下游需求较为分散，使用领域遍布工业生产的各个行业，主要分为电气电缆 40%，机械设备 16%、建筑 14%（以房地产为主）、家电 9%（以空调为主）、交通 16%（以汽车为主）、电子及合金材料 5%。2014 年以来，中国汽车制造业、电气机械及器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业工业增加值整体增速较为平稳，而空调产量和房地产开发出现了较大波动，但整体维持了增长趋势。基于对中国宏观经济的判断，中国汽车制造业、电气机械及器材制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业将维持稳定增长的态势，但汽车制造业受新能源汽车（新能源汽车为燃油汽车用铜量的 3－4 倍）推广、汽车下乡等因素综合影响，用铜量将加速增长；由于中国确定“房住不炒”的政策定位并出现出生率下降等情况，房地产开发投资额增速可能有所下滑并带动空调产量增速有所下滑。2020 年以来，由于新冠疫情影响，汽车制造业、房地产开发、电气机械及器材制造业等下游产业增速呈断崖式下跌，铜需求或将减少。

图 6　近年来中国铜下游产业增速（单位：%）



资料来源：Wind

（3）价格走势

铜作为重要的大宗商品，近年来受国内外形势变化而产生较大波动，未来走势仍有待观望。

从铜价走势来看， 2019 年初以来，受制于中美贸易战逐渐升级，铜价整体表现弱势；随着全球逆周期宽松政策的逐步开启，铜价于 2019 年第三季度筑底，并于 2019 年 12 月初迎来反弹；但是 2020 年以来，新冠疫情的爆发使得铜价下跌，截至 2020 年 2 月底，铜价为 44,830 元/吨。

图 7　近年来铜价走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

（4）行业政策

我国自 2019 年开始禁止“七类”废铜的进口，并将于 2019 年 7 月 1 日起限制进口“六类”废铜。我国对于废铜进口的新规将影响国内废铜供应。

（5）行业关注

以铝代铜

铜价高涨在一定程度上压制铜下游需求的释放，在铜价上升的同时，较高的铜库存量也反映出市场对铜价虚高的预期。目前，以铝代铜的技术在部分电子产业领域中已经成熟，且可满足工业化应用，若高铜价持续，可能出现以铝代铜的现象。

全球流动性影响铜价

铜期货属于国际期货市场的成熟品种，在一定程度上具有“金融属性”，全球流动性，尤其是美元指数的走势，对铜价有较大影响，使得国际铜价在反映实体经济供需平衡以外，还受到各国，尤其是美国货币政策的影响，一定程度上反映了供需双方的预期。这种预期一方面可以起到平抑铜价波动的效果，另一方面也可能误导企业对市场供需基本面产生错误判断。

（6）未来发展

短期看，铜价反弹趋势受到压制，铜精矿供给压力较小，矿山开采企业压力可能上升，冶炼企业盈利有望获得支撑；长期看，基于铜的基础性战略地位，其长期前景较好，需求仍有增长空间。

未来铜冶炼行业的发展趋势在于注重矿山项目的投资开发、冶炼行业的产能扩建由改扩建演变成淘汰落后产能、发展下游高附加值产业链，铜进口贸易市场活跃。

由于国内铜原料目前仍有较大部分依赖进口，且受国际经济形势和自然环境等因素的影响，全球铜精矿供给将进一步趋紧，精铜供给相对增长空间不大。受资源环境约束，并在国家政策导向下，铜冶炼行业联合重组、结构调整、淘汰落后产能步伐将有所加快。

因国家经济发展需要，且铜在工业发展中发挥的重要作用，中国对铜的需求维持强劲态势，铜加工行业发展迅速，但无论是铜加工、铜冶炼还是铜矿环节，依靠中国自身的生产并不能完全满足中国终端消费对铜的需求，因此这些环节的进口贸易市场活跃。

四、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大变化，主要高级管理人员未发生变动，核心团队人员稳定，三会一层运作良好。2019 年以来，公司治理结构、管理制度无重大变化。

2019 年 05 月 23 日，公司副总经理刘政先生因工作调整原因，提请辞去公司副总经理职务（原定任期为：2018 年 1 月 4 日-2021 年 1 月 3 日），辞职后继续在公司担任其他职务。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，受市场环境变化，钴金属价格同比大幅下跌，公司主营业务收入大幅减少；钴粉产品毛利率下降较多，其他产品毛利率小幅增长，但公司整体毛利率水平同比下降明显。

2019 年，公司实现营业收入 17.79 亿元，同比下降 36.06%，主要系钴盐业务收入大幅下降所致；公司实现营业利润-0.20 亿元，由正转负；实现净利润 0.14 亿元，同比下降 98.07%。

从收入构成来看，2019年，公司主营业务仍由钴产品和铜产品构成为主，钴产品主要由钴粉、钴盐和钴精矿构成，铜产品主要是电解铜。受钴金属价格大幅下跌和销量下降的影响，公司钴产品收入大幅下降，同比下降44.59%，钴产品收入占比下降明显，同比下降11.79个百分点至76.71%。公司铜产品收入小幅增长，同比增长29.41%，主要系产量增长所致。受钴产品收入下降的影响，公司铜产品收入的占比有所提升，同比增长11.79个百分点至23.29%。

从毛利率方面看，2019年，公司钴产品毛利率大幅下降，同比下降42.61个百分点至5.10%，主要系钴金属价格大幅下降且销量减少所致；铜产品毛利率小幅增长，同比增加6.67个百分点至33.75%，主要系铜产品的原材料采购价格下降所致。综合以上，公司综合毛利率为11.77%，同比下降了33.56个百分点。

表1　近年来公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
钴产品	126,666.40	86.56	51.32	246,051.04	88.50	47.71	136,344.48	76.71	5.10

铜产品	19,660.51	13.44	33.68	31,984.77	11.50	27.08	41,390.29	23.29	33.75
合计	**146,326.91**	**100.00**	**48.95**	**278,035.81**	**100.00**	**45.33**	**177,734.77**	**100.00**	**11.77**

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.11 亿元，同比下降-1.38%；净利润 0.23 亿元，同比增长 140.93%，主要系营业成本和资产减值损失所致。

2. 产品生产

2019 年，钴粉、钴精矿产能无变化，随着刚果迈特募投项目完成，电极铜和钴盐产能小幅增长；公司采取以销定产的模式，除钴精矿和钴粉的产量有所减少外，公司钴盐及铜产品产量均增幅较大，产能利用率处于中高水平，但钴精矿产能利用率较低。

从产能来看，2019 年，钴粉、钴精矿产能较上年无变化；电解铜产能较上年增加 166.67 吨/年，钴盐产能较上年增长了 33.33 吨/年，变化不大。

从产量和产能利用率看，钴粉产量较上年小幅下降 57.02 吨，主要系公司以销定产，受订单减少影响，产量有所下降，产能利用率较上年下降 3.80 个百分点，但仍持续保持高位，为 129.08%。受益于产能释放，电解铜产量较上年增长了 2,890.26 吨，产能利用率较上年上升 26.52 个百分点，主要系本年度销售增加导致产量增幅较大所致。钴精矿产量较上年下降 798.27 吨，主要系该类产品客户需求减少所致，受此影响产能利用率下降了 19.95 个百分点，钴精矿产能利用率较低。受益于产能释放影响，钴盐产量较上年增长了 440.67 吨，产能利用率较上年提高 7.05 个百分点。

表 2　近年来公司主要产品生产情况（单位：吨/年、吨、%）

产品名称	项目	2017 年	2018 年	2019 年
钴粉	产能	1,500.00	1,500.00	1,500.00
	产量	1,818.04	1,993.23	1,936.21
	产能利用率	121.20	132.88	129.08
电解铜	产能	5,250.00	10,250.00	10,416.67
	产量	5,450.02	7,879.65	10,769.91
	产能利用率	103.81	76.87	103.39
钴精矿	产能	4,000.00	4,000.00	4,000.00
	产量	1,923.82	1,318.49	520.22
	产能利用率	48.10	32.96	13.01
钴盐	产能	2,800.00	5,800.00	5,833.33
	产量	2,179.50	5,056.81	5,497.48
	产能利用率	77.84	87.19	94.24

资料来源：公司提供

生产成本构成方面，公司生产成本主要由原料及辅料（占 80%以上）构成。此外，由于公司关停了江苏润捷的钴盐生产线，目前公司草酸钴和碳酸钴需要采用外协方式进行委托加工，委外加工的生产成本相对低廉。2019 年，公司委托加工费占主营业务成本比例为 5.59%。

委托加工方面，由于公司拥有较稳定的钴精矿原料供应渠道，而受限于自身产能瓶颈，钴盐需求量不能得到有效满足，因此公司通过外协方式提高公司钴盐总供应量，以满足自身及市场需求。2018－2019 年，公司外协加工钴盐金属量分别为 2,734.43 吨和 1,682.16 吨，外协加工费金额分别为 11,641.06 万元和 8,784.09 万元。公司外协加工费平均单价分别为 4.26 万元/吨和 5.22 万元/吨。

3. 原材料采购

受金属钴、金属铜与钴盐价格下降影响，公司主要原料采购量均大幅增长；受金属钴和金属铜价格波动影响，公司主要原材料采购价格均下降明显；公司采购集中度尚可，供应商稳定性尚可。

公司采购模式与采购定价方面未发生重大变化，海外原料采购仍以美元结算为主；人民币兑美元汇率波动对公司财务费用影响较大。

采购量方面，2019 年，受金属钴价格下降影响，公司钴矿石采购量较上年增长 4,372.93 吨，钴盐采购量较上年增长 324.38 吨。受金属铜价格下降的影响，铜矿石采购量较上年增长 15,126.52 吨，公司会针对原材料价格的变化提前备货。

从年度采购均价来看，钴矿石基准价一般根据英国金属导报（MB）出具的不同规格金属钴报价，折扣一般根据钴矿石的金属含量、品位、市场行情、供应商议价能力等因素综合考虑。对于铜矿石原材料，基准价一般根据伦敦金属交易所报价（LME）进行定价，供应商可以根据 LME 的报价可以在“M+3”范围内进行点价，折扣一般根据铜矿石的金属含量、品位、市场行情、供应商议价能力等因素综合考虑。由于公司采购价格以 MB 和 LME 进行定价，因此原材料采购均价的波动主要来自于钴金属和铜金属价格波动。钴矿石采购价格较上年下降 15.25 万元/吨，铜矿石采购价格较上年下降 0.36 万元/吨，钴盐采购价格较上年下降 17.74 万元/吨。

采购金额方面，2019 年，受采购均价大幅下降的影响，公司钴矿石的采购金额较上年大幅减少；铜矿石的采购金额较上年增长较大，主要系采购量大幅增长所致；钴盐的采购量较上年变化不大。

表 3　近年来公司主要原材料采购情况（单位：吨、万元/吨、万元）

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
钴矿石	采购量	7,733.36	4,881.13	9,254.06
	采购均价	10.74	20.26	5.01
	采购金额	83,059.85	98,874.47	46,323.77
铜矿石	采购量	9,335.54	8,039.68	23,166.20
	采购均价	1.59	1.91	1.55
	采购金额	14,815.40	15,379.89	35,908.32
钴盐	采购量	493.12	377.11	701.49
	采购均价	37.13	40.44	22.70
	采购金额	18,311.31	15,251.93	15,921.85

资料来源：公司提供

采购结算方式和账期方面，国外原料采购主要为银行存款滚动结算，国内原料采购采用银行存款、银行承兑、国内证等结算，账期一般为 30 天。

从采购集中度来看，2019 年，公司前五大供应商采购金额总额为 3.42 亿元，占当期同类采购金额比为 20.16%，集中度较上年有所下降，公司原材料采购集中度尚可。公司原材料前五大主要供应商为企业，供应商稳定性尚可。

表 4　公司前五大原材料供应商情况（单位：万元，%）

年份	供应商名称	购买材料	购买金额	占原材料采购金额比重
2019 年	供应商一（企业）	钴矿石、铜矿石	9,492.95	5.60
	供应商二（个人）	钴矿石、铜矿石	7,595.09	4.48
	供应商三（企业）	阳极板	6,150.00	3.63
	供应商四（个人）	铜矿石	5,657.73	3.34

	供应商五（企业）	氯化钴	5,272.72	3.11
	合计	--	**34,168.49**	**20.16**

资料来源：公司提供

4. 产品销售

公司主要产品销售情况良好，除钴精矿外其他产品销量均有不同程度的增长；受市场价格波动以及行业供需关系波动的影响，公司主要产品销售价格均有所下降，销售集中度尚可，下游主要客户质量较好，钴类和铜类产品销售景气度受宏观经济以及行业供需影响大，公司主要产品面临一定价格波动风险。2020 年突发的新冠疫情对全球物流产生不利影响，公司国际销售或受此影响。

公司销售模式、销售定价与销售结算方式未发生重大变化，国外钴粉销售仍以美元结算为主；人民币兑美元汇率波动对公司财务费用影响较大。

从销售情况的区域分布来看，2019 年，公司国内销售占比小幅下降 2.10 个百分点，较上年变化不大，国内和国际销售占比较为均衡。2020 年突发的新冠疫情对全球物流产生不利影响，公司国际销售或受此有一定影响。

表 5　近年来公司销售区域分布情况（单位：万元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内销售	80,894.72	55.28	156,118.05	56.15	96,162.24	54.05
国际销售	65,432.19	44.72	121,917.76	43.85	81,741.62	45.95
合计	**146,326.91**	**100.00**	**278,035.81**	**100.00**	**177,903.86**	**100.00**

资料来源：公司提供

从销量情况看，2019 年，受益于下游需求情况良好以及产能释放影响，公司电解铜和钴盐销量均有所提高，销量较上年分别增长 2,970.59 吨和 2,942.57 吨；公司主要产品的产销率较上年均有所提升，其中钴精矿和钴盐产销率较上年提升明显，分别提升 60.74 个百分点和 48.75 个百分点。受钴精矿销量下降影响，钴精矿产量也随之下降，2019 年较上年下降 233.35 吨。2019 年，受益于电解铜市场情况良好以及技改完成影响，公司电解铜销量较上年增长 2,970.59 吨，产销率较上年有所提高，处于高水平。

销售价格方面，2019 年，受市场价格波动以及行业供需关系波动的影响，公司主要产品钴粉、电解铜、钴精矿和钴盐销售价格均有所下降，较上年分别下降了 22.97 万元/吨、0.25 万元/吨、26.71 万元/吨和 23.11 万元/吨。

表 6　近年来公司主要产品销售情况（单位：吨、%、万元/吨）

产品	项目	2017 年	2018 年	2019 年
钴粉	产量	1,818.04	1,993.23	1,936.21
	销量	1,768.79	1,903.07	2,103.86
	产销率	97.29	95.48	108.66
	单位平均售价	35.35	48.35	25.38
电解铜	产量	5,450.02	7,879.65	10,769.91
	销量	5,374.19	7,860.28	10,830.87
	产销率	98.61	99.75	100.57
	单位平均售价	3.66	4.07	3.82
钴精矿	产量	1,923.82	1,318.49	520.22

	销量	1,032.26	907.37	674.02
	产销率	53.66	68.82	129.56
	单位平均售价	26.71	36.25	9.54
钴盐	产量	2,179.50	5,056.81	5,497.48
	销量	1,157.95	3,015.56	5,958.13
	产销率	53.13	59.63	108.38
	单位平均售价	31.57	39.75	16.64

注：2019 年钴盐销量含生产领用的数量
资料来源：公司提供

从销售集中度方面来看，2019 年，公司前五大客户的销售收入总额为 8.68 亿元，占总销售收入的 48.81%，公司销售集中度较上年有所提升，整体销售集中度尚可。公司前五大客户主要系同业内上市公司等，客户质量较好。

表 7　公司产品前五大客户销售情况（单位：万元、%）

年份	客户名称	金额	占销售收入比例	主要销售产品
2019 年	客户一	29,541.46	16.61	氢氧化钴
	客户二	22,646.92	12.73	电解铜
	客户三	17,286.90	9.72	电解铜
	客户四	9,958.65	5.60	氢氧化钴
	客户五	7,387.26	4.15	氢氧化钴
	合计	**86,821.19**	**48.81**	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2019 年，公司经营效率指标均有所下降，与同业上市公司相比，公司经营效率指标整体处于下游水平。

2019 年，公司经营效率指标均有所好转。2018－2019 年，公司应收账款周转次数分别为 11.82 次和 5.62 次，公司存货周转次数分别为 1.37 次和 1.26 次，公司总资产周转次数分别为 0.99 次和 0.51 次。与同业上市公司相比，公司经营效率指标整体处于下游水平。

表 8　2019 年有色金属行业公司经营效率指标情况（单位：次）

企业简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
格林美	6.57	2.18	0.55
广晟有色	23.00	2.49	1.17
华友钴业	21.14	3.77	0.89
寒锐钴业	**5.62**	**1.26**	**0.51**

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

6. 重大在建及拟建项目

2019 年，公司在建项目较上年底变化不大，在建项目未来资金需求压力较大；但是，随着项目建成投产，公司在钴金属行业的产业链将进一步完善，经营规模及市场地位会进一步提高。

截至 2019 年底，公司在建项目总投资额 30.68 亿元，已投入资金 6.07 亿元，尚需投入资金 24.61 亿元，公司未来资金需求压力大。但随着项目建成投产，公司在钴金属行业的产业链将进一步完善。

表 9　公司重大在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目	投资总额	截至 2019 年底已投资金额	2019 年底后续投资	资金来源
3,000 吨金属量钴粉生产线和技术中心建设项目	17,573.80	16,354.59	1,219.21	募股资金
2 万吨电积铜和 5,000 吨电积钴项目	116,139.13	44,036.17	72,102.96	募股资金
10,000t/a 金属量钴新材料及 26,000t/a 三元前驱体项目	173,100.00	297.90	172,802.10	自有资金
合计	**306,812.93**	**60,688.66**	**246,124.27**	--

资料来源：公司提供

7. 重大事项

公司拟非公开发行股票，有助于提升资本实力

公司于 2019 年 11 月 13 日召开第三届董事会第二十三次会议、第三届监事会第十九次会议，审议通过了公司非公开发行 A 股股票预案等相关议案，并经 2019 年 11 月 29 日召开的 2019 年第四次临时股东大会审议通过。2020 年 1 月 13 日，公司非公开发行股票申请获得中国证监会受理；2020 年 3 月 13 日，公司收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》。2020 年 3 月 5 日，公司召开第三届董事会第二十四次会议、第三届监事会第二十次会议，审议通过了 2019 年非公开发行 A 股股票预案（修订稿）等相关议案，并经 2020 年 3 月 23 日召开的 2020 年第一次临时股东大会审议通过。公司拟非公开发行股票后，有助于提升资本实力。

8. 经营关注

原材料供给和价格波动风险

公司主要原材料钴矿石全部来自刚果（金），且供应商多为当地居住的合伙供应商，供应商持续供货能力将直接影响企业的生产经营活动。公司子公司刚果迈特在刚果（金）经营，从事原材料采购和加工等业务，经营活动和盈利能力受刚果（金）国家的经济规模和发展速度的制约。若未来刚果（金）国家政治、经济等情况发生不利波动，公司的经营活动和盈利能力将面临一定的风险。

产品价格波动风险

公司主要产品为钴产品和电解铜，由于钴、铜金属受全球经济、供需关系、市场预期、投机炒作等众多因素影响，钴、铜、镍金属价格具有高波动性特征。如果钴、铜、镍金属价格出现大幅下跌，公司将面临存货跌价损失及经营业绩不及预期、大幅下滑或者亏损的风险。

部分产品下游需求不足，产能利用率较低

公司部分产品下游需求不足，钴精矿产能利用率下降明显，产能利用率处于较低水平。

汇率风险

公司海外原材料采购和产品销售采用美元结算，汇率波动可导致公司产生汇兑损失或采购成本上升。

8. 未来发展

2020 年，公司将进一步加大内部管理以及市场开拓力度，实现规模效益。

公司秉承“提供一流的钴产品”的企业宗旨和“以品质创品牌，以信誉求发展”的核心价值观，在以钴粉为核心的钴产品领域，以客户的需求为依托，提供高质量的产品和服务方案；以技术的研发创新为龙头，提高矿产资源的综合利用；以刚果（金）钴矿资源基地为保障，抓住资源供应的源头，布局钴的完整产业链。

未来公司将根据钴产品下游行业的发展状况和需求，提升产品性能，扩充产品范围，抓住世界硬质合金产业升级、电池材料行业快速发展和国防建设需要的机会，积极技改并进一步提升公司产品的品质和性能，完成公司生产的自动化建设和产能扩建，并扩充钴产品结构和品种的覆盖面，充分发挥公司在行业内领先的技术、品牌、质量优势，巩固产品在市场上的地位，实现规模效益。

六、财务分析

大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计了公司提供的2019年度审计报告，并具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2019年，公司合并范围新增1家子公司，即通过投资新设寒锐钴业（新加坡）有限公司。2019年，公司合并范围变更未导致公司主营业务发生重大变化，公司新纳入合并范围内的子公司规模较小，会计政策连续，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 35.02 亿元，负债合计 17.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益）17.77 亿元，其中归属于母公司所有者权益 17.78 亿元。2019 年，公司实现营业收入 17.79 亿元，净利润（含少数股东损益）0.14 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.06 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.81 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 35.11 亿元，负债合计 16.59 亿元，所有者权益（含少数股东权益）18.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 18.54 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.11 亿元，净利润（含少数股东损益）0.18 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 0.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.11 亿元。

1. 资产质量

2019 年，公司资产小幅增长，资产构成仍以流动资产构成为主，但非流动资产占比进一步扩大；公司货币资金规模下降明显，资产流动性一般，存货规模较大且未计提跌价准备，存在一定跌价风险；公司固定资产成新率尚可，在建工程持续增长，受限资产比率低。综合看，公司资产质量尚可。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 35.02 亿元，较上年末增长 0.50%，变化不大；其中流动资产占 57.49%，非流动资产占 42.51%。公司资产以流动资产为主，非流动资产较上年末占比上升较大。

流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产 20.14 亿元，较上年末减少 24.96%，主要系货币资金、应收票据及存货大幅减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 13.62%）、应收票据（占 2.72%）、应收账款（占 15.09%）和存货（占 59.03%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 2.74 亿元，较上年末下降 63.32%，主要系项目投资增加和分配现金股利所致；货币资金中有 2,675.99 万元受限资金，受限比例为 9.85%，主要为银行承兑汇票保证金。

截至 2019 年底，应收票据及应收账款账面价值 3.59 亿元，较上年末下降 21.60%，主要系本期营业收入下降和年初票据到期托收所致；其中应收账款 3.04 亿元，较上年末下降 7.79%，全部为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，账龄为 1 年以内的占比 99.99%，累计计提坏账 0.16 亿元，计提比率 5.00%；应收票据 0.55 亿元，较上年末下降 57.20%，主要由银行承兑汇票构成。

截至 2019 年底，存货账面价值 11.89 亿元，较上年末下降 9.47%，主要系原材料采购价格下降

所致；存货主要由原材料 9.30 亿元（占 78.22%）、库存商品 0.55 亿元（占 4.63%）和在途物资 1.36 亿元（占 11.44%）构成，未计提存货跌价准备；公司存货以钴及铜类金属原材料及库存商品构成，上述金属价格受经济、金融及供求关系影响波动较大，面临较大的存货跌价风险。

非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产 14.89 亿元，较上年末增长 85.73%，主要系固定资产与在建工程增加所致；公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 14.52%）、固定资产（占 27.66%）、在建工程（占 41.60%）和其他非流动资产（占 5.83%）构成。

截至 2019 年底，公司其他非流动金融资产 2.16 亿元，较上年末增长 1.11%，变化不大，公司其他非流动金融资产主要为公司持有对孚能科技（赣州）有限公司的权益投资；公司固定资产账面价值 4.12 亿元，较上年末增长 61.21%，主要系在建工程竣工转固所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 57.52%）、机器设备（占 33.74%）和运输工具（占 6.07%）构成，累计计提折旧 1.77 亿元；固定资产成新率 57.04%，成新率一般。

截至 2019 年底，在建工程 6.19 亿元，较上年末增长 495.72%，主要系 2 万吨电积铜和 5,000 吨电积钴项目投资增加所致；在建工程主要为经营部分所述项目，未计提减值准备。

截至 2019 年底，其他非流动资产 0.87 亿元，较上年末下降 18.73%，主要系预付土地、工程及设备款减少所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 2.86 亿元，占总资产的 8.17%，受限资产规模小，具体构成情况见下表。

表 10　截至 2019 年底公司受限资产构成情况（单位：万元）

受限资产	受限规模	受限原因
货币资金	2,675.99	银行承兑汇票保证金
应收票据	3,009.84	作为质取得银行承兑汇票
固定资产	2,479.98	作为抵押取得银行借款
无形资产	855.54	作为抵押取得银行借款
其他非流动金融资产	19,610.00	作为质押取得长期借款
合计	**28,631.35**	--

资料来源：公司年报

截至2020年3月底，公司资产总额35.11亿元，较上年末增长0.26%，资产规模和构成较上年末变化不大。

2. 负债及所有者权益

2019 年，受公司短期债务增加影响，公司负债规模有所增长，短期债务占比有所提升，短期偿债压力有所加大，债务负担有所增加；受资本公积和未分配利润减少的影响，公司所有者权益规模有所下降；未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

负债

截至 2019 年底，公司负债总额 17.25 亿元，较上年末增长 10.61%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占 67.67%，非流动负债占 32.33%。以流动负债为主，非流动负债占比有所下降。

截至 2019 年底，公司流动负债 11.68 亿元，较上年末增长 41.54%，主要系短期借款与应付票据及应付账款增长所致；公司流动负债主要由短期借款（占 59.20%）、应付票据(占 4.63%)、应付账款（占 22.16%）和应交税费（占 6.51%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 6.91 亿元，较上年末增长 32.72%，主要系公司流动性需要短期融资增加所致；短期借款主要由抵押借款（占 11.58%）、保证借款（占 33.43%）和信用借款（占 52.10%）构成。

截至 2019 年底，应付票据及应付账款 3.13 亿元，较上年末增长 102.31%；其中，应付票据为 0.54 亿元，较上年末增长 6.89%，应付账款为 2.59 亿元，较上年末增长 148.64%，主要系应付货款增加所致。

截至 2019 年底，公司应交税费 0.76 亿元，较上年末下降 18.48%，主要系本年度矿业税减少所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债 5.58 亿元，较上年末减少 24.10%，主要系长期借款和递延所得税负债减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 5.35%）、应付债券（占 59.20%）和递延所得税负债（占 33.42%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 0.30 亿元，长期借款主要为质押借款，主要为用于认购孚能科技（赣州）有限公司新增股权，借款期限为 3 年，于 2021 年到期。

公司于 2018 年 11 月 20 日发行可转换债券，截至 2019 年底，应付债券 3.04 亿元，本年度按面值计提利息 0.11 亿元，溢折价摊销 0.16 亿元，债券期限为 6 年。递延所得税负债 1.86 亿元，较上年末下降 45.73%，主要系应纳税暂时性差异减少所致。

截至 2019 年底，公司债务总额 11.55 亿元，较上年末增长 17.26%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 68.82%，长期债务占 31.18%，以短期债务为主，短期债务占比较上年提升 7.71 个百分点。短期债务 7.95 亿元，较上年末增长 32.07%，主要系短期借款增加所致。长期债务 3.60 亿元，较上年末下降 5.99%。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.26%、39.39%和 16.85%，较上年末分别增长 4.51 个百分点、5.55 个百分点和 0.25 个百分点。

表 11　截至 2019 年底公司有息债务剩余期限分布情况（单位：亿元）

项目	2020 年到期	2021 年到期	2022 到期	2023 年及以后到期	小计
短期借款	6.91	--	--	--	6.91
应付票据	0.54	--	--	--	0.54
一年内到期的非流动负债	0.50	--	--	--	0.50
其他流动负债	--	--	--	--	--
长期借款	--	0.30		--	0.30
应付债券（若行权时全部回售）	--	--	--	3.30	3.30
应付债券（若行权时全部不回售）	--	--	--	--	--
长期应付款	--	--	--	--	--
其他有息债务	--	--	--	--	--
合计（若行权时全部回售）	**7.95**	**0.30**		**3.30**	**11.55**
合计（若行权时全部不回售）	--	--	--	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 16.59 亿元，较上年末下降 3.85%，变化不大；流动负债占比为 67.83%，非流动负债占比 32.17%，公司以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 10.74 亿元，较上年末下降 7.00%，主要系短期债务下降所致；公司全部债务中短期债务 7.33 亿元，占 68.28%，以短期债务为主，存在一定的短期偿债压力。债务指标方面，截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 47.25%、36.70%和 15.54%，分别较上年末下降 2.02 个百分点、2.69 个和 1.32 个百分点，公司债务负担有所减轻。

所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益为 17.77 亿元，较上年末下降 7.70%，主要系未分配利润减少所致，公司未分配利润为 9.48 亿元（占 53.30%），较上年末下降 17.95%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 100.08%，少数股东权益占比为-0.08%。归属于母公司所有者权益 17.78 亿元，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 15.12%、16.12%、6.96%和 53.30%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益 18.52 亿元，较上年末增长 4.24%，权益规模和结构较上年末变化不大。

3. 盈利能力

2019 年，由于产品需求波动以及部钴金属市场价格下降，公司收入与净利润规模大幅减少；公司费用控制能力良好；盈利能力明显下降。

2019 年，公司实现营业收入 17.79 亿元，较上年下降 36.06%，主要系钴金属市场价格下降所致。营业成本为 15.70 亿元，较上年增长 3.15%，变化不大。实现营业利润-0.20 亿元，实现净利润 0.14 亿元，分别同比下降 102.04%和 98.07%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 1.79 亿元，较上年下降 20.99%，主要系财务费用减少所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 10.44%、47.55%、23.15%和 18.86%，以管理费用、研发费用和财务费用为主。其中，销售费用为 0.19 亿元，较上年下降 12.87%，主要系薪酬和保险费用下降所致；管理费用为 0.85 亿元，较上年增长 0.56%，较上年变化不大；研发费用为 0.41 亿元，较上年增长 1.20%，较上年变化不大；财务费用为 0.34 亿元，较上年下降 57.54%，主要系汇兑损失和利息支出减少所致。2019 年，公司费用收入比为 7.72%，较上年提高 1.06 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司实现投资收益 0.03 亿元，较上年下降 45.48%，主要系处置交易性金融资产取得的投资收益同比大幅减少所致；投资收益占营业利润比重为-14.75%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现其他收益 0.06 亿元，较上年增长 176.35%，主要系收到政府补助增加所致；其他收益占营业利润比重为-29.35%，对营业利润影响不大。2019 年，公司实现营业外收入 0.01 亿元，实现利润总额-0.20 亿元，营业外收入占利润总额比重为-2.80%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 8.20%，较上年下降 34.43 个百分点，主要系钴相关产品价格大幅下降所致；2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.26%、0.10%和 0.73%，较上年分别下降 30.01 个百分点、下降 35.02 个百分点和下降 45.61 个百分点，主要系钴金属价格下降导致公司利润水平大幅下降所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 5.11 亿元，同比下降-1.38%；净利润 0.23 亿元，同比增长 140.93%，主要系营业成本和资产减值损失所致。

与国内同行业主要上市公司比较，公司总资产报酬率及净资产收益率处于较低水平，销售毛利率处于行业中等水平（如下表所示）。

表 12　2019 年有色金属行业公司盈利指标情况（单位：%）

企业简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
格林美	5.54	7.26	18.09
广晟有色	3.48	2.60	5.72
华友钴业	2.43	1.56	11.16

寒锐钴业	**0.04**	**0.76**	**11.75**

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

4. 现金流

2019 年，受营业收入规模减少的影响，公司经营活动流入及流出规模均有所下降，收入实现质量较好；投资活动现金净流出规模有所增加，公司经营现金流对投资支出无法覆盖，仍存在较大外部融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 18.80 亿元，较上年下降 26.35%，主要系营业收入减少所致；经营活动现金流出 16.74 亿元，较上年下降 25.99%，主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。综上，2019 年，公司实现经营活动净流入 2.06 亿元。2019 年，公司现金收入比为 103.59%，较上年提高 12.25 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 3.70 亿元，较上年增长 622.89%，主要系收回部分投资所致；投资活动现金流出 9.76 亿元，较上年增长 97.45%，主要系公司购建固定资产增加所致。综上，2019 年公司实现投资活动净流出 6.06 亿元，净流出额较上年增长 36.79%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 8.91 亿元，较上年下降 49.36%，主要系公司取得借款减少所致；筹资活动现金流出 9.74 亿元，较上年下降 32.11%，主要系偿还债务减少所致。综上，2019 年公司实现筹资活动净流出 0.83 亿元，由净流入转为净流出。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 1.48 亿元，投资活动产生的现金流量净额-1.18 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-0.21 亿元。

5. 偿债能力

受钴行业供求关系波动和钴金属市场价格波动的影响，公司盈利能力有所下降，导致公司整体偿债能力指标有所下降，其中短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标明显弱化，考虑到公司在市场占有率、产品多样性、原材料采购成本以及融资渠道畅通等方面的优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 3.25 倍和 1.66 倍分别下降至 1.72 倍和下降至 0.71 倍，流动资产对流动负债的保障程度较强。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 1.46 倍下降至 0.42 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 0.42 亿元，较上年下降 95.87%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 79.41%）、摊销（占 12.08%）、计入财务费用的利息支出（占 55.00%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 25.66 倍下降至 0.81 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度偏弱；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 1.04 倍下降至 0.04 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱，整体看，公司长期偿债能力指标明显弱化。

截至 2019 年底，公司无重大未决诉讼仲裁事项。无对外担保。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：91320100249801399X），截至 2020 年 3 月 20 日，公司无未结清不良信贷记录，已结清的信贷记录中存在一笔关注类票据贴现，主要系承兑行延误所致，公司过往债务履约情况良好。

截至 2019 年底，公司已获批准的银行授信额度 20.73 亿元，已使用额度 9.26 亿元，剩余授信额度 11.47 亿元。公司为深圳交易所上市公司，具备资本市场直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

母公司在合并报表中占比较高，财务特征和合并报表较为相似。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额 21.10 亿元，占合并报表资产总额的 60.25%。母公司资产中流动资产占 45.27%。非流动资产占 54.73%，以非流动负债为主，资产流动性一般。流动资产主要为货币资金（占 10.34%）、应收账款（占 12.63%）、预付款项（占比 48.23%）、其他应收款（占比 11.30%）和存货（占比 8.61%）。非流动资产主要为长期股权投资（占 98.34%）。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债总额 10.91 亿元，占合并报表负债总额的 63.25%。母公司负债中流动负债占 66.89%，非流动负债占 33.11%，以流动负债为主。流动负债主要为短期借款（占 85.65%）和一年内到期的非流动负债（占 6.79%）。非流动负债主要为长期借款（占 8.27%）和应付债券（占 91.45%）。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 10.20 亿元，占合并报表所有者权益总额的 57.40%。所有者权益主要为实收资本（占 26.36%）、其他权益工具（占 12.13%）、资本公积（占 28.71%）和未分配利润（占 26.46%）。

损益方面，2019 年，母公司实现营业收入 8.92 亿元，占合并报表营业收入的 50.14%；实现净利润 2.09 亿元，为合并报表净利润的 14.93 倍，主要系母公司投资收益增多所致。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流入净额-4.01 亿元，投资活动现金流入净额 1.11 亿元，筹资活动现金流入净额-0.87 亿元。

七、公司债券偿债能力分析

考虑到公司在行业地位、生产规模、技术水平、产品结构等方面所具有的优势，以及转股可能等因素，联合评级认为，公司对“寒锐转债”的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2019 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）为 3.33 亿元，为“寒锐转债”发行额度（4.40 亿元）的 0.76 倍，公司现金类资产对本次债券的覆盖程度一般；公司净资产为 17.77 亿元，为“寒锐转债”发行额度（4.40 亿元）的 4.04 倍，净资产对“寒锐转债”按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 0.42 亿元，为“寒锐转债”发行额度（4.40 亿元）的 0.10 倍，公司 EBITDA 对“寒锐转债”的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 18.80 亿元，为“寒锐转债”发行额度（4.40 亿元）的 4.27 倍，公司经营活动产生的现金流入对“寒锐转债”的覆盖程度较高。

“寒锐转债”已于 2019 年 5 月进入转股期，转股期截至 2025 年 6 月，转股期长达 6 年。2020 年一季度，公司可转债因转股减少 345,542 张，因转股减少的可转债金额 34,554,200 元，转股数量为 600,934 股。截至 2020 年 4 月底，公司可转债尚有 4,028,401 张，剩余可转债金额为 40,284.01 万元，未转比例为 91.55%。本次可转债设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回等条款均有利于促进债券持有人实施转股。未来若本次可转债部分或全部转股，将有利于公司降低资产负债率，增强资本实力，公司偿债能力将进一步增强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为国内重要的从事钻产品加工制造上市公司，在市场占有率、产品多样性以

及原材料采购成本等方面仍具有较强的竞争优势，2019 年，公司金属钴类产品和电极铜产能进一步增长，产销量进一步扩大。同时，联合评级也关注到公司主要原材料采购地刚果（金）的政治及经济稳定性较弱、受钴金属价格大幅下跌影响 2019 年公司收入水平和毛利率水平大幅下降、短期债务占比较高、未来钴金属及铜金属价格的波动、公司存货规模较大而带来的跌价风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。未来，随着公司在建项目持续推进完成，公司产品产能将进一步扩大，产业链趋于完善，整体竞争力有望进一步提升。

本次可转换公司债券设置了转股价格调整、转股价格向下修正、有条件赎回、有条件回售等条款。考虑到未来转股因素，公司的资本实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AA-”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时，维持“寒锐转债”的债项信用等级为“AA-”。

附件 1　南京寒锐钴业股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	21.74	34.85	35.02	35.11
所有者权益（亿元）	11.14	19.25	17.77	18.52
短期债务（亿元）	7.14	6.02	7.95	7.33
长期债务（亿元）	0.00	3.83	3.60	3.41
全部债务（亿元）	7.14	9.85	11.55	10.74
营业收入（亿元）	14.65	27.82	17.79	5.11
净利润（亿元）	4.49	7.04	0.14	0.18
EBITDA（亿元）	6.36	10.23	0.42	--
经营性净现金流（亿元）	-0.94	2.91	2.06	1.48
应收账款周转次数（次）	12.74	11.22	5.34	--
存货周转次数（次）	1.27	1.37	1.26	--
总资产周转次数（次）	0.98	0.98	0.51	--
现金收入比率（%）	94.28	91.34	103.59	111.45
总资本收益率（%）	36.90	31.27	1.27	--
总资产报酬率（%）	40.88	35.13	0.10	--
净资产收益率（%）	60.42	46.34	0.74	--
营业利润率（%）	47.63	42.63	8.20	13.46
费用收入比（%）	6.56	6.66	7.72	6.49
资产负债率（%）	48.76	44.76	49.26	47.25
全部债务资本化比率（%）	39.07	33.84	39.39	36.70
长期债务资本化比率（%）	0.00	16.60	16.85	15.54
EBITDA 利息倍数（倍）	58.55	25.66	0.81	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.89	1.04	0.04	--
流动比率（倍）	2.08	3.25	1.72	1.63
速动比率（倍）	1.06	1.66	0.71	0.66
现金短期债务比（倍）	1.00	1.46	0.42	0.48
经营现金流动负债比率（%）	-10.49	35.25	17.64	13.14
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.58	2.54	0.10	--

注：1．本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3．公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。