

盛屯矿业 (600711)

证券研究报告

2019年02月27日

铜钴矿山尘埃落定 全产业链布局完成

公司发布公告，以总交易金额不超过 1.14 亿澳元 (5.46 亿人民币)，收购恩祖里 (Nzuri) 铜矿有限公司 100% 股权。

卡隆威项目品位较高。恩祖里铜矿主要资产是刚果民主共和国加丹加地区铜钴矿山，主要包括卡隆威采矿项目 (Kalongwe) 和 FTB 勘探项目。卡隆威项目目前已探明资源量：矿石量 1346 万吨，铜矿石平均品位 2.7% (铜金属量 30.2 万吨)，钴矿石平均品位 0.62% (钴金属量 4.27 万吨)；属于铜钴品位较高的中型铜钴矿。目前该项目已经完成可行性研究报告，并取得刚果 (金) 主要开工建设相关批准，披露卡隆威项目可规划建设年产 100 万吨矿石项目，年产铜 2.26 万吨，钴金属 3700 吨。

FTB 项目潜力较大。恩祖里已经与艾丰豪签署谅解备忘录收购 FTB 项目 98% 的股权。FTB 探矿权范围 334 平方公里，目前已圈定 8 个靶区，其中四个靶区已经获得一定程度的找矿突破。其中 MONWEZI 7 靶区揭露一条厚 19 米，品位 1.48% 的钴矿体；KAMBUNDJI 靶区揭露一条厚 22 米，品位 1.97% 的铜矿体，其中 5 米的品位达到 3.25%。FTB 项目毗邻多个世界级大型矿山和历史生产矿区，探矿权范围较大，从目前勘探工作进展来看，资源潜力较大。

与冶炼厂形成协同效应。公司在刚果 (金) 投资建设年产 1 万吨铜，3500 吨钴的铜钴综合冶炼项目已经于 2018 年末建成投产。本次收购完成后，公司冶炼项目的资源得到保障，公司 17 年收购 CMI 的 Kitwe 铜钴矿项目建成后有望形成 2200 吨钴产能，不排除未来公司继续扩大冶炼产能的可能性。

打通公司钴全产业链的最后一环。公司 18 年收购的珠海科立鑫拥有四氧化三钴产能 4000 吨全资子公司阳江联邦目前产能为 1,000 吨钴金属量 (规划四氧化三钴产能 2000 吨)，按计划将于 2019 年起全年达产；科立鑫全资子公司大余科立鑫拟开工建设 10,000 吨钴金属新能源材料项目，其中包括 10 万吨动力汽车电池回收和 3 万吨三元前驱体。加上刚果金的冶炼厂和本次收购的恩祖里项目，公司包括上游资源，粗钴冶炼，钴盐加工，前驱体生产和电池资源回收的钴全产业链布局有望完成。

盈利预测与评级：由于钴盐价格出现较大幅度下降，我们下调 2018-20 年公司的盈利预测至 0.35 元，0.35 元和 0.43 元 (从 0.60 元，0.78 元和 0.90 元下调)，对应 26 日收盘价 6.09 元，公司的动态 P/E 分别为 17 倍，17 倍和 14 倍。市场对于钴价格下跌预期释放较为充分，公司有望获得铜钴资源，钴全产业链布局有望完成，因此维持公司的“买入”评级。

风险提示：钴价下跌的风险，矿山建设延期的风险，汇率波动的风险，非洲政局不稳的风险，税率提高的风险，澳大利亚相关部门的审批风险等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	12,710.02	20,667.65	26,028.39	28,844.56	31,423.22
增长率(%)	90.78	62.61	25.94	10.82	8.94
EBITDA(百万元)	533.54	1,167.31	1,193.23	1,225.14	1,371.43
净利润(百万元)	188.56	610.33	639.30	649.70	786.33
增长率(%)	36.19	223.67	4.75	1.63	21.03
EPS(元/股)	0.10	0.33	0.35	0.35	0.43
市盈率(P/E)	59.13	18.27	17.44	17.16	14.18
市净率(P/B)	2.78	2.43	1.45	1.36	1.26
市销率(P/S)	0.88	0.54	0.43	0.39	0.35
EV/EBITDA	22.02	12.31	9.75	7.48	6.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	6.09 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,830.74
流通 A 股股本(百万股)	1,497.05
A 股总市值(百万元)	11,149.22
流通 A 股市值(百万元)	9,117.05
每股净资产(元)	4.12
资产负债率(%)	48.91
一年内最高/最低(元)	12.10/4.44

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《盛屯矿业-半年报点评:中报业绩符合预期 钴业布局逐步实现》 2018-08-28
- 《盛屯矿业-公司点评:签订合作协议锁定钴原料供应》 2018-08-20
- 《盛屯矿业-公司点评:收购科立鑫成功过会 脱胎换“钴”继续进行》 2018-07-16



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,077.58	965.59	2,082.27	3,158.52	3,293.33
应收账款	981.26	1,014.85	2,715.84	1,046.33	1,233.41
预付账款	1,673.02	1,382.43	4,197.67	1,537.66	4,369.96
存货	824.49	1,851.56	878.55	2,152.96	1,150.95
其他	502.73	691.38	681.20	578.18	717.48
流动资产合计	5,059.09	5,905.81	10,555.53	8,473.65	10,765.13
长期股权投资	210.38	282.99	282.99	282.99	282.99
固定资产	739.13	764.70	928.12	974.24	996.99
在建工程	93.17	212.10	163.26	145.96	117.57
无形资产	2,691.76	2,989.06	2,923.19	2,857.33	2,791.46
其他	1,104.22	1,099.34	1,165.53	1,165.44	1,125.35
非流动资产合计	4,838.67	5,348.20	5,463.10	5,425.96	5,314.36
资产总计	9,897.76	11,254.01	16,018.62	13,899.61	16,079.49
短期借款	950.55	1,401.02	1,064.05	0.00	0.00
应付账款	1,187.02	1,132.59	2,915.49	1,327.63	3,041.05
其他	1,085.33	1,378.79	1,419.35	1,724.94	1,613.23
流动负债合计	3,222.91	3,912.40	5,398.89	3,052.57	4,654.28
长期借款	28.11	24.52	457.75	0.00	0.00
应付债券	1,950.00	1,752.21	1,617.40	1,773.21	1,714.27
其他	649.71	880.20	735.88	755.26	790.45
非流动负债合计	2,627.81	2,656.93	2,811.03	2,528.47	2,504.72
负债合计	5,850.73	6,569.33	8,209.92	5,581.04	7,159.00
少数股东权益	37.54	95.89	95.95	96.91	98.07
股本	1,497.05	1,497.05	1,830.74	1,830.74	1,830.74
资本公积	1,986.67	1,986.67	4,291.94	4,291.94	4,291.94
留存收益	2,495.50	3,075.89	5,882.01	6,390.92	6,991.68
其他	(1,969.73)	(1,970.83)	(4,291.94)	(4,291.94)	(4,291.94)
股东权益合计	4,047.03	4,684.68	7,808.70	8,318.58	8,920.49
负债和股东权益总	9,897.76	11,254.01	16,018.62	13,899.61	16,079.49

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	194.62	608.60	639.30	649.70	786.33
折旧摊销	112.85	123.57	113.37	118.30	122.25
财务费用	196.68	293.49	280.00	291.30	301.20
投资损失	116.89	1.54	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(254.15)	(16.76)	(2,024.27)	1,955.04	(487.04)
其它	(229.73)	(13.88)	16.40	(25.75)	13.55
经营活动现金流	137.16	996.56	(975.20)	2,988.59	736.30
资本支出	267.50	428.83	304.32	60.62	14.82
长期投资	154.16	72.61	0.00	0.00	0.00
其他	(1,234.31)	(1,035.66)	(378.60)	(174.85)	(70.57)
投资活动现金流	(812.65)	(534.23)	(74.28)	(114.23)	(55.75)
债权融资	2,928.66	3,177.75	3,139.20	1,773.21	1,714.27
股权融资	(184.86)	(289.82)	2,343.17	(291.26)	(301.17)
其他	(1,881.61)	(3,316.62)	(3,316.21)	(3,280.05)	(1,958.85)
筹资活动现金流	862.19	(428.69)	2,166.16	(1,798.11)	(545.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	186.70	33.63	1,116.68	1,076.25	134.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	12,710.02	20,667.65	26,028.39	28,844.56	31,423.22
营业成本	11,894.21	19,251.68	24,571.00	27,283.66	29,735.20
营业税金及附加	27.72	44.06	68.51	66.77	74.15
营业费用	56.97	88.43	104.11	115.38	125.69
管理费用	171.35	198.83	221.24	245.18	251.39
财务费用	192.15	288.72	280.00	291.30	301.20
资产减值损失	32.92	34.04	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	17.10	4.42	16.34	(26.72)	12.37
投资净收益	(116.89)	(1.54)	0.00	0.00	0.00
其他	199.58	(5.92)	(32.67)	53.45	(24.74)
营业利润	234.92	764.92	799.86	815.54	947.97
营业外收入	5.48	7.41	7.87	6.92	7.40
营业外支出	16.77	2.04	8.52	9.11	6.56
利润总额	223.63	770.29	799.20	813.35	948.81
所得税	29.01	161.70	159.84	162.67	161.30
净利润	194.62	608.60	639.36	650.68	787.51
少数股东损益	6.05	(1.74)	0.06	0.98	1.18
归属于母公司净利润	188.56	610.33	639.30	649.70	786.33
每股收益(元)	0.10	0.33	0.35	0.35	0.43

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	90.78%	62.61%	25.94%	10.82%	8.94%
营业利润	22.20%	225.60%	4.57%	1.96%	16.24%
归属于母公司净利润	36.19%	223.67%	4.75%	1.63%	21.03%
获利能力					
毛利率	6.42%	6.85%	5.60%	5.41%	5.37%
净利率	1.48%	2.95%	2.46%	2.25%	2.50%
ROE	4.70%	13.30%	8.29%	7.90%	8.91%
ROIC	7.96%	15.86%	13.83%	10.81%	16.61%
偿债能力					
资产负债率	59.11%	58.37%	51.25%	40.15%	44.52%
净负债率	38.46%	39.37%	31.07%	35.93%	7.28%
流动比率	1.57	1.51	1.96	2.78	2.31
速动比率	1.31	1.04	1.79	2.07	2.07
营运能力					
应收账款周转率	13.85	20.71	13.95	15.33	27.57
存货周转率	23.36	15.45	19.07	19.03	19.02
总资产周转率	1.40	1.95	1.91	1.93	2.10
每股指标(元)					
每股收益	0.10	0.33	0.35	0.35	0.43
每股经营现金流	0.07	0.54	-0.53	1.63	0.40
每股净资产	2.19	2.51	4.21	4.49	4.82
估值比率					
市盈率	59.13	18.27	17.44	17.16	14.18
市净率	2.78	2.43	1.45	1.36	1.26
EV/EBITDA	22.02	12.31	9.75	7.48	6.57
EV/EBIT	27.51	13.64	10.77	8.28	7.21

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com