

盛屯矿业 (600711)

脱胎换“钴”

钴业新星：公司17年年报中钴业务实现收入23.46亿元，毛利7.23亿元，占公司总毛利的51.1%，无疑钴业务已经是公司主要利润来源。按照市场的一般理解，收入和利润应该在拥有产能后才能实现，特别是由于资源供不应求的钴行业，有资源的企业才能更大程度的享受到价格上涨带来的利润。而公司的加工产能18年7月才能开始试生产。**公司是如何做到在产能还没建成前就实现了收入？**

未雨绸缪，长远布局。公司早在15年就开始预谋，以贸易入局，形成以原料储备、长期租赁矿山原料供应、与合格供应商长期原料交易协议为主的钴资源保障体系。手中有资源再找代加工就更加简单。采用贸易+代加工的模式提前实现收入和利润。

投资自有矿山，资源控制力有望加强。仅靠外部资源毕竟不是长久之计，公司参股CMI，三鑫矿业，增资CNM涉及的钴资源金属量5.9万吨；成立CCM推进自有钴矿山的收购整合。公司的资源掌控力有望随着自有矿山的进展而不断加强。

收购加工 新能源野心凸显：新能源的关键环节除了资源以外，就是技术较好，通过各大下游认证的钴盐加工产能。公司拟收购技术得到优美科认可的科立鑫，保障钴资源得到有效利用；大余科立鑫新建的1万吨钴盐生产线有望为公司未来新的钴资源提供增量空间；规划的10万吨电池回收和3000吨三元前驱体产能有望成为公司新能源业务新的增长点。

蓄势待发 新能源相关镍资源再突破：公司5月14日发布公告，拟投资3000万美元增资入股CNM。CNM现持有赞比亚南部的穆纳里镍矿的租赁权。该矿山镍储量3.76万吨，钴储量2034吨。穆纳里镍矿停产期间基础设施一直得到较好维护。在本次投资到位后，预计将在6个月内恢复生产，计划产能4650吨镍，360吨钴。未来公司有望与CNM签署包销权或销售协议的方式，增强公司镍的保障能力。

钴价上涨估算18年毛利有望超14亿元：公司未披露2017年钴产品的销量，因此难以使用量价模型对公司钴业务进行测算。假设公司一半的钴业务销量为矿山长期租赁产品，另一半为合格贸易商长期协议采购，按照18年1-3月MB低级钴不含税52.9万元/吨进行测算，18年公司钴产品收入有望达到34亿元以上，毛利有望超过14亿元。

盈利预测与评级：年初至今钴价上涨较为明显，KCC出现危机后，涨价有望延续，因此我们上调公司2018-2020年的EPS分别至0.65元，0.85元和0.99元（上调前为0.54元，0.67元和0.85元），对应5月17日收盘价10.63元，公司的动态P/E分别为16倍、13倍和11倍。公司以贸易入局，形成钴资源保障体系、代加工和销售体系；随着公司自有资源逐步放量，冶炼产能落成，加工厂收购的推进，公司的钴和新能源上游产业链将更为完整，利润有望逐步释放。因此维持公司的“买入”评级。

风险提示：钴价下跌的风险，钴矿山放量延后的风险，科立鑫收购延期的风险，汇率波动的风险，市场需求波动的风险，税率变化的风险。

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	22,044.46	22,366.04	24,452.14
增长率(%)	90.78	62.61	6.66	1.46	9.33
EBITDA(百万元)	533.54	1,167.31	1,855.69	2,344.24	2,606.99
净利润(百万元)	188.56	610.33	1,093.90	1,421.01	1,653.15
增长率(%)	36.19	223.67	79.23	29.90	16.34
EPS(元/股)	0.11	0.36	0.65	0.85	0.99
市盈率(P/E)	94.52	29.20	16.29	12.54	10.78
市净率(P/B)	4.45	3.88	2.59	2.23	1.93
市销率(P/S)	1.40	0.86	0.81	0.80	0.73
EV/EBITDA	22.02	12.31	12.15	7.78	6.71

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	10.63元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,676.70
流通A股股本(百万股)	1,497.05
A股总市值(百万元)	17,823.31
流通A股市值(百万元)	15,913.67
每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	50.96
一年内最高/最低(元)	11.18/5.95

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-季报点评:钴业务将继续发力》2018-04-12
- 《盛屯矿业-年报点评报告:钴业新星冉冉升起》2018-03-13
- 《盛屯矿业-公司点评:参股CMI进入海外新能源矿产领域》2017-12-29

投资要点

核心观点

公司利用贸易的方面的优势切入钴行业现已形成以原料储备、长期租赁矿山原料供应、与合格供应商长期原料交易协议为主的资源保障体系。17年公司通过贸易和代加工实现了7亿元的毛利。在钴源新材3500吨钴冶炼产能建成，科立鑫收购完成后，公司钴板块就有望获得从资源贸易、铜钴冶炼、钴深加工的基础产业链。18年钴资源增量有限，全年最大增量KCC出现危机，钴的供应可能低于预期，估价有望持续走高。按照目前估价估算，公司18年钴板块毛利有望达到14亿元以上。大余科立鑫新建1万吨钴盐产能，10万吨汽车锂电池回收生产线和3万吨三元前驱体生产线；公司参股CNM的穆纳里镍矿有望在资金到位后6个月内恢复生产，预计产能为镍精矿含镍4650吨，钴360吨。镍矿和回收产能建成后，公司的钴和新能源上游产业链将更为完整。

关键假设

钴价在18-19年稳中有升。

估值分析

我们预测，公司2018-2020年的EPS分别至0.65元，0.85元和0.99元，对应5月17日收盘价10.63元，公司的动态P/E分别为16倍、13倍和11倍。

与市场预期差

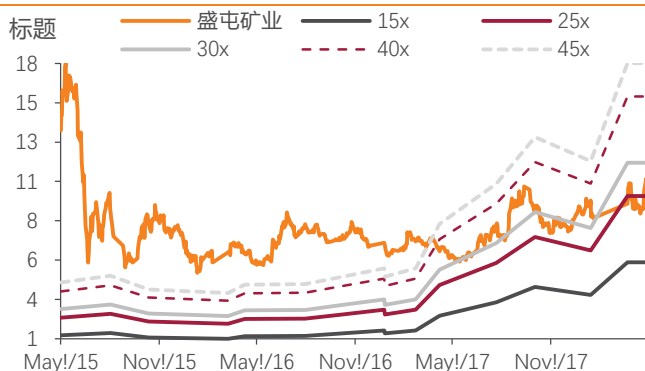
市场不清楚公司钴业务的现状和潜力。本报告从公司的布局开始完整描绘了公司在钴业务方面的情况和未来发展的蓝图。

股价催化剂

- 1, 钴价格继续上涨。
- 2, 6-7月新能源汽车产量平缓上升，市场预期反转。
- 3, 如果CCM海外资源收购成功。

PE-Band

盛屯矿业历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

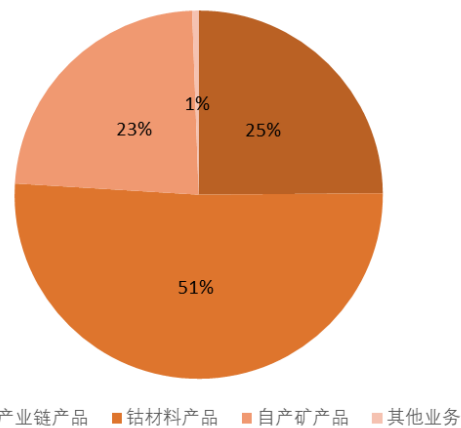
公司简介

公司拥有钴产品、有色金属矿山和供应链金融三大业务。钴板块发展较快，目前已经形成了完整的贸易+代加工体系，随着公司自有资源逐步放量，冶炼产能落成，加工厂收购的推进，公司的钴和新能源上游产业链将更为完整。有色金属矿山业务有望随着贵州华金恢复生产利润继续增长。供应链金融业务有望平稳发展。

简要行业分析

在新能源汽车需求的推动下，钴资源已经进入供不应求的阶段。全年最大增量KCC陷入危机，全年供给可能低于预期，钴价继续上涨是大概率事件。

重要图表：公司收入、利润结构



分产品毛利

单位：亿元	2017A	2018E	2019E	2020E
钴业务	7.23	14.01	18.28	19.87
有色金属矿山	3.32	4.34	5.33	5.84
供应链增值服务	3.52	3.00	3.00	3.00

数据来源：公司公告，天风证券研究所

PB-Band

盛屯矿业历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 脱胎换“钴”	5
2. 未雨绸缪 贸易控制资源代加工提供产品	5
2.1. 深谋远虑 15 年就开始布局钴行业	5
2.2. 贸易+代加工模式 提前实现收益	6
3. 投资自有矿山 资源控制力有望加强	6
3.1. 参股矿山，涉及钴资源超过 5.9 万吨	6
3.2. 设立 CCM 期待公司资源新进展	7
4. 收购加工 新能源野心凸显	7
4.1. 收购技术得到认可的钴盐加工企业-科立鑫	7
4.2. 万吨扩产，有望成为公司新能源业务的主要增长点	8
5. 蓄势待发 新能源相关镍资源再突破	8
6. 钴价上涨估算 18 年毛利有望超 14 亿元	9
7. 盈利预测与评级	9
8. 风险提示	11
9. 附件：公司基本金属矿山与供应链增值服务业务简介	12
9.1. 公司基本金属矿业简介	12
9.2. 供应链增值服务业务简介	14

图表目录

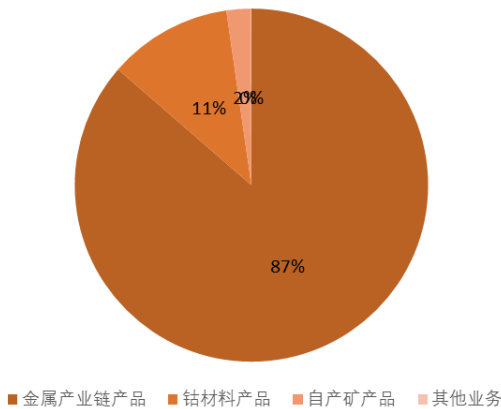
图 1：2017 年公司钴业务营业收入占比 11%	5
图 2：2017 年公司钴业务利润占比超过 50%	5
图 3：未来几年除嘉能可、欧亚资源外无大型钴矿供给（单位：吨）	5
图 4：供需紧缺将持续	5
图 5：公司早在 15 年就开始布局	6
图 6：科立鑫收入利润有望持续增长	7
图 7：公司新能源板块已初具规模	8
图 8：公司融资租赁流程	14
图 9：公司保理业务模式	15
图 10：公司产业链金融模式	15
图 11：公司黄金租赁模式	15
表 1：参股企业涉及钴资源 5.9 万吨左右	7
表 2：公司钴加工业务潜力较大	8
表 3：公司 18 年钴业务毛利有望达到 14 亿元以上	9
表 4：公司有色金属矿山业务盈利预测	9
表 5：公司分业务预测	10
表 6：公司有色金属矿山产能情况	12

表 7：公司有色金属矿山资源情况	12
表 8：风险识别是公司供应链增值服务核心竞争力	14

1. 脱胎换“钴”

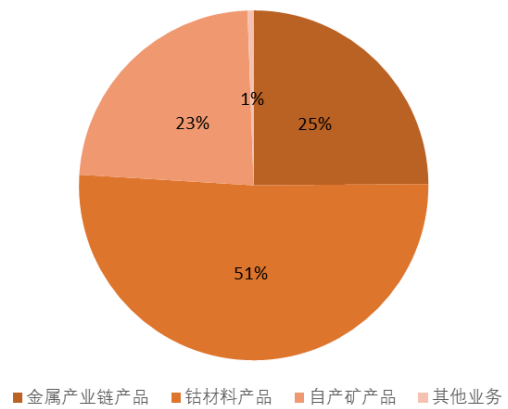
公司 17 年年报中钴业务实现收入 23.46 亿元，毛利 7.23 亿元，占公司总毛利的 51.1%，无疑钴业务已经成为公司的主要利润来源。按照市场的一般理解，收入和利润应该在拥有产能后才能实现，特别是由于资源供不应求的钴行业，有资源的企业才能更大程度的享受到价格上涨带来的利润。根据《盛屯矿业:公司债券 2018 年跟踪评级报告》披露，公司的加工产能 18 年 7 月预计才能开始试生产。公司是如何做到在产能还没建成前就实现了收入？

图 1：2017 年公司钴业务营业收入占比 11%



资料来源：《盛屯矿业 2017 年年报》，天风证券研究所

图 2：2017 年公司钴业务利润占比超过 50%



资料来源：《盛屯矿业 2017 年年报》，天风证券研究所

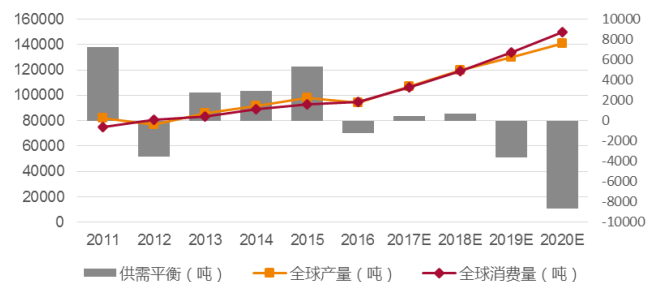
资源供不应求带来钴价上涨。根据 USGS 的统计钴矿供应结构中，约 56% 的供应来自于刚果（金）。根据刚果（金）央行的统计，刚果（金）2017 年 1-9 月钴产量 6.19 万吨，预计全年钴产量 8.26 万吨，增长 1.38 万吨，增幅为 20%。从主要大矿前三季度产量来看，均同比下滑，预计全年产量同比下滑为大概率事件。说明增量主要来自小矿山增 & 复产，从铜钴比来看，2017 年 9 月铜钴比已降至 11 左右，为近几年历史低点，刚果（金）的弹性增量已达历史极限。受三元电池增长的影响，钴需求急剧增加，短期内钴增产有限，钴供不应求的情况将逐渐加剧。控制资源的企业有望更大程度的享受上涨的收益。公司又是如何在自有钴资源还没出产的情况夏就实现了 7.23 亿毛利？

图 3：未来几年除嘉能可、欧亚资源外无大型钴矿供给（单位：吨）

公司	所在地	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	备注
嘉能可	刚果（金）& 澳大利亚	28300	26500	30000	34000	34000	2017 年前三季度产量 1.98 万吨
洛阳钼业	刚果（金）	17200	16000	17000	18000	18000	2017 年前三季度产量 1.15 万吨
华友钴业	刚果（金）	0	0	4500	4500	4500	PE527 及 MIKAS
万宝矿业	刚果（金）	550	1000	2000	4000	6000	2016 年 5 月试生产，现处于爬产期
欧亚资源	刚果（金）	0	0	0	7000	14000	仅 RTR 项目
Clean TeQ	澳大利亚	0	0	500	3200	3200	2018 年四季度投产
金川国际	刚果（金）	3391	4000	4000	4000	4000	2017 年产量增加主要来自外购，上半年产量 2005 吨
淡水河谷	加拿大	5799	5600	5700	5700	5700	2017 年前三季度产量 4160 吨
丽里特	古巴	3156	3100	3200	3200	3200	2017 年前三季度产量 2264 吨
合计		58396	56200	66900	83600	92600	
增加			-2196	10700	16700	9000	

资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

图 4：供需紧缺将持续



资料来源：安泰科，Darton，公司公告，公司官网，天风证券研究所

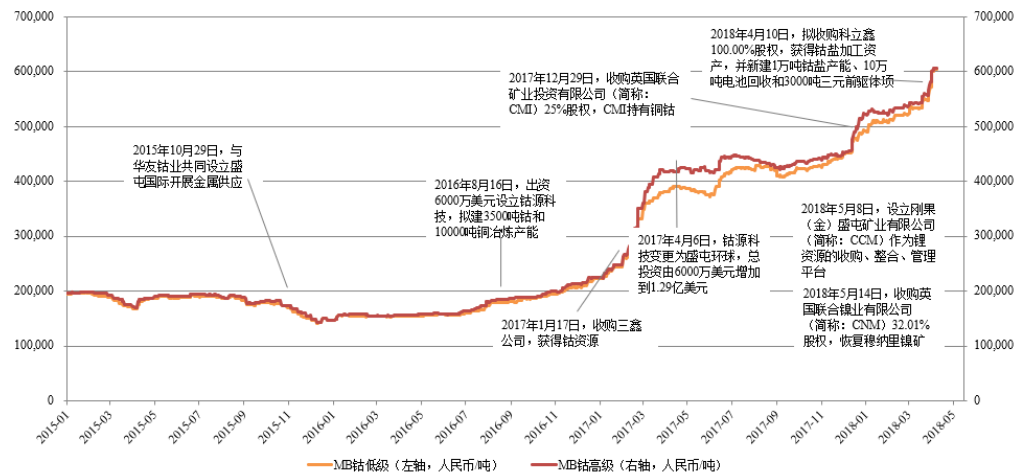
2. 未雨绸缪 贸易控制资源代加工提供产品

公司早在 15 年就开始预谋，以贸易入局，形成以原料储备、长期租赁矿山原料供应、与合格供应商长期原料交易协议为主的钴资源保障体系。手中有资源再找代加工就顺风顺水。采用贸易+代加工的模式提前实现收入和利润。

2.1. 深谋远虑 15 年就开始布局钴行业

15 年就开始布局钴业务。我们对公司的情况进行回溯，发现公司早就开始钴行业的布局。早在本轮钴价上涨之前的 15 年 10 月就与华友钴业成立盛屯国际开展相关供应链增值业务；16 年 8 月就成立了钴源新材，投资在刚果建立铜钴冶炼产能，项目主要产成品是电解铜和氢氧化钴，日处理矿石 1,750 吨，达产后年产阴极铜 10,000 吨，回收粗制氢氧化钴约 10,500 吨（折合钴金属 3,500 吨），预计将在 2018 年 7 月投产。

图 5：公司早在 15 年就开始布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 贸易+代加工模式 提前实现收益

贸易入局，多种方式掌控资源。公司的海外贸易团队脱胎于原托克的铅锌贸易团队，具有丰富的国内海外贸易经验，进行钴贸易可谓轻车熟路。按照公司 18 年 5 月 8 日的公告，现已形成了以原料储备、长期租赁矿山原料供应、与合格供应商长期原料交易协议为主的钴资源保障体系。通过贸易等方式控制资源后，寻找代工厂进行代加工更加简单。公司 17 年通过“贸易+代加工”的方式在产能建成前就给公司带来了收入和利润。

3. 投资自有矿山 资源控制力有望加强

仅靠外部资源毕竟不是长久之计，公司参股 CMI，三鑫矿业，增资 CNM 涉及的钴资源金属量 5.9 万吨；成立 CCM 推进自有钴矿山的收购整合。公司的资源掌控力有望随着自有矿山的进展而不断加强。

3.1. 参股矿山，涉及钴资源超过 5.9 万吨

参股 CMI，获得钴镍资源。17 年 12 月公司以全资子公司盛屯尚辉有限公司（以下简称“盛屯尚辉”）为主体参与联合矿业投资有限公司（以下简称“CMI”）的股票配售，认购持有 CMI 总股本 25%。CMI 持有 Vulcan Mining Ltd 57.9% 的股权，Vulcan Mining Ltd 持有 Copper Tree Ltd 12.5% 的股权，Copper Tree Ltd 主要资产为赞比亚 Kitwe 铜钴矿项目。该项目为位于赞比亚西北部省份基特韦市的四个尾矿库，目前已经取得三个尾矿库的勘探许可、两个尾矿库的矿物加工许可，有效期为 15 年。总储量和资源量为 1.1 亿吨，平均品位 Cu0.30%，Co0.05%。目前 CMI 正在准备进行项目最终可研的工作，项目总投资约 2.1 亿美元，预计运营成本 8.6 美元/吨矿，收入 16.4 美元/吨矿。达产后项目预计年产 25000 吨铜、2200 吨钴。公司持股 35% 的三鑫矿业拥有的青羊厂铜矿同矿钴保有量 2301.5 吨，CNM 持有的穆纳里镍矿钴储量 2034 吨。

表 1: 参股企业涉及钴资源 5.9 万吨左右

	企业名称	公司持股	矿山或资产	钴资源量 (吨)
钴资源	CNM	33.49%	姆纳里镍矿	2034
	CMI	1.81%	赞比亚 Kitwe 铜钴矿*	55000
	三鑫	35.00%	青羊厂铜矿	2301.5
	总计			59335.5

资料来源: 2017 年 12 月《盛屯矿业对外投资公告》, 《盛屯矿业第八届董事会第四十九次会议决议公告》, 《盛屯矿业第九届董事会第十五次会议决议公告》, 天风证券研究所

3.2. 设立 CCM 期待公司资源新进展

设立 CCM, 后续有望继续获得钴资源。公司 18 年 5 月 8 日发布公告盛屯尚辉有限公司拟在刚果(金)全资设立刚果(金)盛屯矿业有限公司(简称 CCM)作为刚果(金)钴铜矿矿权整合收购、勘探、生产管理的平台, 通过整合、收购、投资、勘探等途径储备自有矿山, 保障并增加未来原料供应量, 实现公司钴材料业务业绩目标和产量目标。目前, 公司已经有部分成熟项目正在推进。公司的资源掌控力有望随着自有矿山的进展而不断加强。

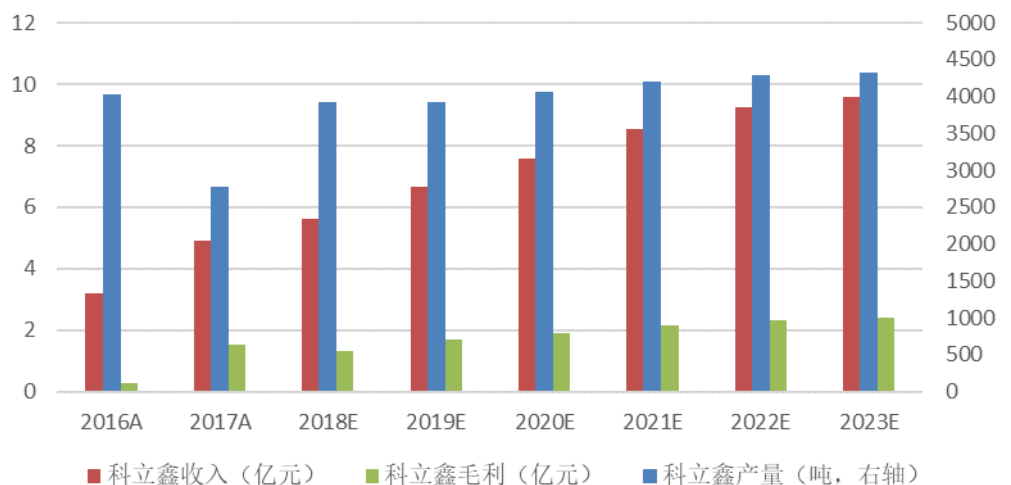
4. 收购加工 新能源野心凸显

新能源的关键环节除了资源以外, 就是技术较好, 通过各大下游认证的钴盐加工产能。公司的非公开发行预案, 拟收购技术得到优美科认可的科立鑫, 保障钴资源得到有效利用; 大余科立鑫新建的 1 万吨钴盐生产线有望为公司未来新的钴资源提供增量空间; 规划的 10 万吨电池回收和 3000 吨三元前驱体产能有望成为公司新能源业务新的增长点。

4.1. 收购技术得到认可的钴盐加工企业-科立鑫

收购钴盐加工企业。公司于 2018 年 3 月 24 日披露公告, 拟通过向特定对象非公开发行股份的方式, 以 7.89 元/股, 向关联方发行 1.52 亿股股份, 收购科立鑫 100% 的股权, 交易作价暂定为 12 亿元。科立鑫拥有四氧化三钴产能 4000 吨(折合钴金属 3000 吨)全资子公司阳江联邦规划产能为四氧化三钴 2,000.00 吨(折合钴金属量约为 1,500.00 吨), 目前产能为 1,000.00 吨钴金属量, 按计划将于 2019 年起全年达产。科立鑫 18-20 年的业绩承诺分别为 1 亿元、2.15 亿元和 3.5 亿元。

图 6: 科立鑫收入利润有望持续增长



资料来源: 2018 年 5 月《发行股份购买资产暨关联交易报告书(草案)》, 天风证券研究所

科立鑫技术领先, 销售渠道顺畅。根据科立鑫与优美科签署的《加工协议》, 科立鑫在 2018-2020 年度每年为优美科加工的钴化合物折合钴金属量后均不少于 3,000 吨。优美科

是全球排名靠前的正极材料巨头之一，与 NCM 核心专利持有者美国 3M 公司结成紧密的合作关系。科立鑫能够获得代工协议，意味着公司生产技术得到了优美科的认可。根据科立鑫网站介绍，科立鑫现有 5000 吨钴产品的生产能力，产品包括四氧化三钴，碳酸钴，硫酸钴，氧化亚钴和氯化钴，作为老牌钴盐生产企业，先后成为比亚迪、杉杉科技、天津巴莫、当升科技、湖南瑞翔、中信国安等国内大型钴酸锂生产企业的主要供应商。收购完成后，公司钴业务部分代加工有望转为科立鑫生产，并跳过三元动力电池较长的认证期。

4.2. 万吨扩产，有望成为公司新能源业务的主要增长点

万吨扩产，凸显公司钴业野心。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。预计项目建成投产后，科立鑫每年将增加 10,000 吨钴金属产能，其中包括 10 万吨动力汽车电池回收和 3 万吨三元前驱体，整体建设期预计为 38 个月；届时，科立鑫将形成废旧钴金属材料回收、原料再造、材料生产的核心电池材料产业链。公司预计该项目达产后，将有望新增营业收入 84.25 亿元。

表 2：公司钴加工业务潜力较大

	企业名称	公司持股	加工产能情况	备注
钴冶炼	盛屯环球	51%	在建 10000 吨粗铜和 3500 吨钴冶炼产能	剩余 49%股权归集团所有
钴加工	科立鑫	100%	4500 吨钴盐（金属量）产能	
	大余科立鑫	100%	计划 1 万吨钴盐（金属量）产能	收购尚未完成
电池回收	大余科立鑫	100%	计划 10 万吨电池回收产能	
三元前驱体	大余科立鑫	100%	计划 3000 吨三元前驱体产能	

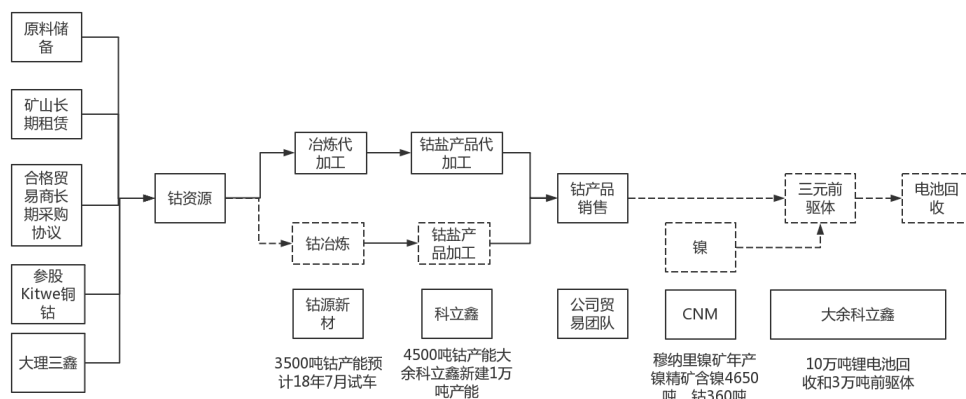
资料来源：2018 年 5 月《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，天风证券研究所

5. 蓄势待发 新能源相关镍资源再突破

增资 CNM，布局镍资源。公司 5 月 14 日发布公告，拟投资 3000 万美元增资入股英国联合镍业有限公司（Consolidated Nickel Mines Ltd，以下简称“CNM”），获得 CNM 增发后 32.01% 股权。加上公司之前通过持有 CMI 25% 股权间接持有 CNM 的 1.48% 股权，增资完成后公司将持有 CNM 33.49% 股权。CNM 现持有赞比亚南部的穆纳里镍矿的租赁权。该矿山镍储量 3.76 万吨，钴储量 2034 吨。

6 个月有望内恢复生产。穆纳里镍矿生产线建成于 2008 年，生产运营至 2011 年停产，基础设施一直得到较好维护。在本次投资到位后，预计将在 6 个月内恢复生产，计划产能 4650 吨镍，360 吨钴。未来公司有望与 CNM 签署包销权或销售协议的方式，增强公司镍的保障能力，为大余科立鑫的 3000 吨三元前驱体项目储备资源。

图 7：公司新能源板块已初具规模



资料来源：公司公告，天风证券研究所

6. 钴价上涨估算 18 年毛利有望超 14 亿元

KCC-悬在钴价上的达摩克里斯之剑。4月22日嘉能可 KCC 因未能解决自 2014 年以来的资金缺口问题，被其第二大股东国家矿业公司提起诉讼，以求解散。KCC 旗下的铜钴项目是 2018 年全球钴最大的供应增量，根据嘉能可网站公告，KCC2018-2020 年计划产量分别 1.1、3.4 和 3.2 万吨，根据嘉能可一季报其产量为 500 吨，在无外界干扰下，其产量已低于生产预期。在当前诉讼解散风险悬而未决的情况下，后续产量持续低于预期将是大概率事件。目前钴行业处于由过剩到短缺的转折点，新矿法的实施未来将大幅增加矿企在刚的投资成本，政策风险降低了其长期投资意愿，使得未来刚果金钴产量增速下滑，钴行业短缺或将更加严重。无论从短期还是长期来看，钴矿供应都将受到嘉能可事件以及刚果金矿业政策的影响，未来增速或将得到有效抑制。在供需矛盾以及成本提升的推动下，钴价有望继续上涨。

公司钴业务 18 年毛利有望超过 14 亿元。公司未披露 2017 年钴产品的销量，因此难以使用量价模型对公司钴业务进行测算。假设公司一半的钴业务销量为矿山长期租赁产品，另一半为合格贸易商长期协议采购，按照 18 年 1-3 月 MB 低级钴不含税 52.9 万元/吨进行测算，18 年公司钴产品收入有望达到 34 亿元以上，毛利有望超过 14 亿元。

表 3：公司 18 年钴业务毛利有望达到 14 亿元以上

钴业务	2017A	2018E	2019E	2020E
收入 (亿元)	23.5	34.4	36.1	36.1
成本 (亿元)	16.2	20.4	17.8	16.2
毛利 (亿元)	7.2	14.0	18.3	19.9
均价* (万元/吨)	38.8	52.9	55.6	55.6
销量* (吨)	6047.4	6500.0	6500.0	6500.0
合格贸易商长期协议产品** (吨)	3023.7	3000.0	2000.0	1500.0
采购均价*** (万元/吨)	31.0	42.3	44.4	44.4
代加工成本 (万元/吨)	5.0	5.0	5.0	5.0
单位销售成本 (万元/吨)	36.0	47.3	49.4	49.4
合格贸易商部分成本 (亿元)	10.9	14.2	9.9	7.4
矿山长期租赁产品 (吨)	3023.7	3500.0	4500.0	5000.0
矿山长期租赁部分成本 (亿元)	5.3	6.2	7.9	8.8

注：*2017 年为折算值；**假设合格贸易商长期协议采购量为销量的一半；***采购均价按照市场价格的 80%计算。

资料来源：《盛屯矿业 2017 年年报》，天风证券研究所

7. 盈利预测与评级

年初至今钴价上涨较为明显，KCC 出现危机后，涨价有望延续，因此我们上调公司 2018-2020 年的 EPS 分别至 0.65 元，0.85 元和 0.99 元（上调前为 0.54 元，0.67 元和 0.85 元），对应 5 月 17 日收盘价 10.63 元，公司的动态 P/E 分别为 16 倍、13 倍和 11 倍。公司以贸易入局，形成钴资源保障体系、代加工和销售体系；随着公司自有资源逐步放量，冶炼产能落成，加工厂收购的推进，公司的钴和新能源上游产业链将更为完整，利润有望逐步释放。因此维持公司的“买入”评级。

表 4：公司有色金属矿山业务盈利预测

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
有色金属					
成本 (亿元)	1.20	1.30	1.62	2.12	2.47
采选量 (万吨)	63.66	70.28	90.00	118.00	137.00
吨矿成本(元/吨原矿)	188.50	184.97	180.00	180.00	180.00
	2016 A	2017 A	2018E	2019E	2020E

	收入 (亿元)	1.06	1.15	1.26	1.19	1.19
铅银精矿	销量 (吨)	7583.77	6588.64	7000.00	7000.00	7000.00
	均价 (万元/吨)	1.40	1.74	1.80	1.70	1.70
	收入 (亿元)	1.27	1.93	2.22	2.16	2.16
锌精矿	销量 (吨)	14808.75	12974.17	13500.00	13500.00	13500.00
	均价 (万元/吨)	0.86	1.49	1.64	1.60	1.60
	收入 (亿元)	0.83	1.16	1.47	1.66	1.98
铜银精矿	销量 (吨)	2345.29	2710.04	3300.00	3600.00	4300.00
	均价 (万元/吨)	3.56	4.29	4.44	4.60	4.60
	收入 (亿元)	0.15	0.15	0.15	0.13	0.13
钨锡混合矿	销量 (吨)	201.58	165.04	150.00	130.00	130.00
	均价 (万元/吨)	7.39	9.08	10.00	10.00	10.00
	收入 (亿元)	0.10	0.17	0.18	0.24	0.29
钨精粉	销量 (吨)	115.50	150.12	180.00	220.00	240.00
	均价 (万元/吨)	8.44	11.57	10.00	11.00	12.00
	收入 (亿元)			0.69	2.07	2.56
黄金	销量 (千克)			256.00	768.00	947.20
	均价 (元/克)			270.00	270.00	270.00
	收入 (亿元)	3.42	4.57	5.96	7.45	8.30
合计	成本 (亿元)	1.20	1.30	1.62	2.12	2.47
	毛利 (亿元)	2.22	3.27	4.34	5.33	5.84

资料来源:《盛屯矿业 2017 年年报》,《盛屯矿业公司债券 2018 年跟踪评级报告》,天风证券研究所

表 5: 公司分业务预测

钴业务	2017A	2018E	2019E	2020E
收入 (亿元)	23.46	34.4	36.1	36.1
成本 (亿元)	16.23	20.4	17.8	16.2
毛利 (亿元)	7.23	14.0	18.3	19.9
有色金属矿山	2017A	2018E	2019E	2020E
收入 (亿元)	4.62	5.96	7.45	8.30
成本 (亿元)	1.3	1.62	2.12	2.47
毛利 (亿元)	3.32	4.34	5.33	5.84
贸易	2017A	2018E	2019E	2020E
收入 (亿元)	178.5	180.00	180.00	200.00
成本 (亿元)	175.0	177.00	177.00	197.00
毛利 (亿元)	3.5	3.00	3.00	3.00
总收入 (亿元)	206.6	220.35	223.56	247.19
总成本 (亿元)	192.5	198.99	200.13	221.36
总毛利 (亿元)	14.1	21.36	23.43	25.84

资料来源:《盛屯矿业 2017 年年报》,天风证券研究所

8. 风险提示

钴价下跌的风险，钴矿山放量延后的风险，科立鑫收购延期的风险，汇率波动的风险，市场需求波动的风险，税率变化的风险。

9. 附件：公司基本金属矿山与供应链增值服务业务简介

9.1. 公司进本金属矿业简介

截至 2017 年底，公司控股兴安埃玛矿业有限公司、锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司、克什克腾旗风驰矿业有限责任公司、云南玉溪鑫盛矿业开发有限公司、贵州华金矿业有限公司及保山恒源鑫茂矿业有限公司 6 家有有色金属精矿生产企业，参股大理三鑫矿业有限公司（参股比例为 35%）。

截至 2017 年底，埃玛矿业和银鑫矿业为公司的主要生产企业，埃玛矿业和银鑫矿业设计矿石产能分别为 30 万吨/年与 72 万吨/年，2017 年产量分别为 35.07 万吨和 35.21 万吨，银鑫矿业产量增幅较大，主要系 2016 部分有色金属价格偏低，银鑫矿业控制产量，2017 年价格上涨后，产能有所释放。截至 2017 年底，公司下属 6 家控股矿业子公司合计矿石探明储量达 5,811.80 万吨，较上年增加 1,202.3 万吨，主要系收购恒源鑫茂所致。公司原矿储量较大，品位较高，具有一定资源优势。2018 年 4 月，华金矿业已完成技改并复产。

表 6：公司有色金属矿山产能情况

公司名称	设计产能	2016 年产量	2017 年产量	剩余服务年限	主要矿种	品位	主要产品
埃玛矿业	30	35.49	35.07	28	铅、锌、银、铜	高	铅精粉、锌精粉
银鑫矿业	72	28.17	35.21	30	铜、银、钨、锡	中	铜精粉、银
华金矿业	42	—	2018 年 4 月完成技改并复产	20	金	中	黄金矿砂
风驰矿业	20	—	技改停产和探矿中	24	铜、锡、锌、银	高	铜精粉、锡精粉
鑫盛矿业	10	—	探矿中	29	铜、镍、金、硫	中	铜精粉、镍
恒源鑫茂	49.5	—	探矿中	25	铅、锌	中	铅银精矿、锌精矿
三鑫矿业	20	—	建设中	20	铜、钴、银	高	铜精粉
合计	243.5	63.66	70.28	—	—	—	—

资料来源：《盛屯矿业：公司债券 2018 年跟踪评级报告》公司公告，天风证券研究所

表 7：公司有色金属矿山资源情况

子公司	持股比例	矿山	矿业权	资源量
玉溪鑫盛矿业	80.0%	采山坪铜多金属矿	采矿权	矿石储量 2043750 吨，铜金属储量 17340 吨，伴生金金属储量 483.32 千克。新增 332 + 333 类总矿石量 19.69 万吨，铜金属量 1502.2 吨 (@0.76%)，伴生 333 类金金属量 56.0kg (@0.28g/t)，333 类镍金属量 558.9 吨 (@0.31%)。
		头山铜矿	探矿权	
银鑫矿业	100.0%	道伦达坝铜金属矿	采矿权	保有矿石量 25,019,399 吨，铜金属量 172,479.91 吨，钨金属量 35,882 吨，锡金属量 31,493 吨，银金属量 585 吨，硫资源量 96.8 万吨。
		热哈达铅锌多金属矿区	探矿权	

风驰矿业	89.4%	安乐锡矿外围多金属矿	探矿权	矿石储量 497.12 万吨, 其中含铜金属量 6.48 万吨 (@1.77%) ; 锡金属量 2.39 万吨 (@0.47%) ; 银金属量 155.783 吨(@>30 克/吨) ; 锌金属量 0.62 万吨(@2.24%)。
埃玛矿业	100.0%	科尔沁右翼前旗巴根黑格其尔矿区	采矿权/ 探矿权	保有铅锌矿石量 652.59 万吨, Zn 金属量 413,344.59 吨(@6.33%), Pb 金属量 211,552.19 吨 (@3.24%) 。
贵州华金	100.0%	丫他金矿	采矿权	(122b + 333) 矿石量为 376.40 万吨, Au 金属量 12,581.06 千克 (@3.34g/t) ; 评估利用资源量矿石量 322.91 万吨, Au 金属量 10,910.55KG。
		板其金矿	探矿权	金矿 (332 + 333) 矿石量为 64.33 万吨, Au 金属量 1,892KG (@2.94 克/吨)
		丫他/板其/板万金矿合计	采矿权/ 探矿权	保有黄金金属储量 24.9 吨
恒源鑫茂	80.0%	李家寨铅锌多金属矿	探矿权	保有资源量 (331+332+333) 1304.82 万吨, 铅金属量 319692.00 吨 (@2.45%) , 锌金属量 359769.00 吨 (@2.76%) , 伴生银金属量 452404.00 千克 (@34.67 克/吨) 。
恒源鑫茂	80.0%	赵寨铅锌矿	采矿权	保有资源量 (333) 40.10 万吨, 铅金属量 6595.61 吨 (@1.64%) , 锌金属量 14378.42 吨 (@3.59%) , 共生银金属量 7451.64 千克 (@18.58 克/吨)
		真丰铅锌多金属矿	探矿权	仍处于勘查阶段。
大理三鑫矿业	35.0%	青羊厂铜矿	探矿权	保有资源储量 (332+333 类) 为 : 矿石量 354.51 万吨, 铜金属量 71577.21 吨 (@2.02%) ;保有伴生钴金属量 2301.50 吨 (@0.06%) ;保有伴生银金属量 160.50 吨 (@43.65g / t) 。
CNM	33.5%	姆纳里镍矿	租赁权	储量 4,047,600 吨 (@0.93% Ni) , 储量级镍金属吨 37,642 吨镍。
CMI	25.0%	赞比亚 Kitwe 铜钴矿	探矿权	资源量为 1.1 亿吨 (@0.30%Cu, @0.05%Co) , 预计年产 25000 吨铜、2200 吨钴。
万国国际矿业	17.0%	新庄矿	采矿权	矿石资源量 2,961 万吨(@ 0.7%-0.84%Cu), 含金属铜 15.62 万吨, 铅 6.44 万吨, 锌 21.09 万吨, 全铁 248.19 万吨, 磁铁 167.22 万吨。
		为哇了		矿石量 1,732 万吨(@4.34%Pb,@Ag52.29g/t), 含金属铅 75.1 万吨, 金属银 905 吨。

集团	格铅银		
	矿		
	所罗门	采矿权/	
	金岭金	探矿权	矿黄金储量约为 100 吨 (@1.5 克/吨)。
	矿		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

9.2. 供应链增值服务业务简介

公司供应链增值服务主要针对传统金融服务力度不足的有色金属冶炼、开采及加工企业。公司在矿业、大宗贸易领域的深厚沉淀使其具备专业风险识别的核心竞争力。作为上市公司，盛屯矿业拥有发行可转债、短融中票、私募票据、公司债、优先股等多种融资方式以保障公司较低融资成本的优势。

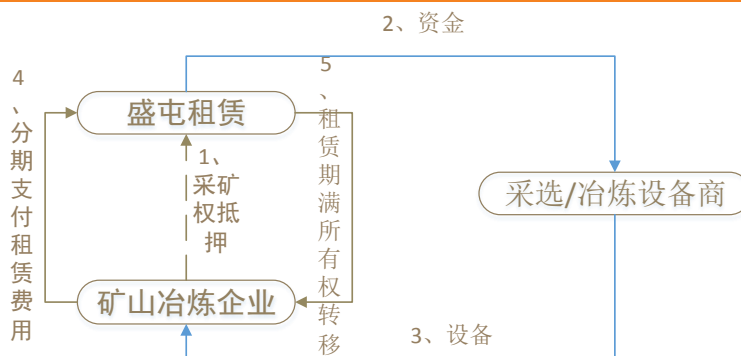
公司自 2013 年开始涉足供应链增值服务，目前已经形成盛屯商业保理有限公司、盛屯黄金金融有限公司、盛屯融资租赁有限公司、埃玛金融服务有限公司，以及盛屯金属以聚焦融资租赁、商业保理、产业链金融及黄金租赁四大供应链增值服务板块。

表 8：风险识别是公司供应链增值服务核心竞争力

业务类型	针对客户	风险识别要素	公司业务优势
融资租赁	中小型矿山	采矿权价值	自有勘探团队, 丰富的矿权评估经验
商业保理	金属冶炼企业	精矿价值识别	子公司盛屯金属立足大宗贸易, 可靠物流环节布局
产业链金融	金属冶炼企业	下游企业信用识别	盛屯金属丰富大宗贸易客户数据积累
黄金租赁	黄金首饰加工/销售企业	客户信用识别	业务先发优势, 上市平台资金供应保障

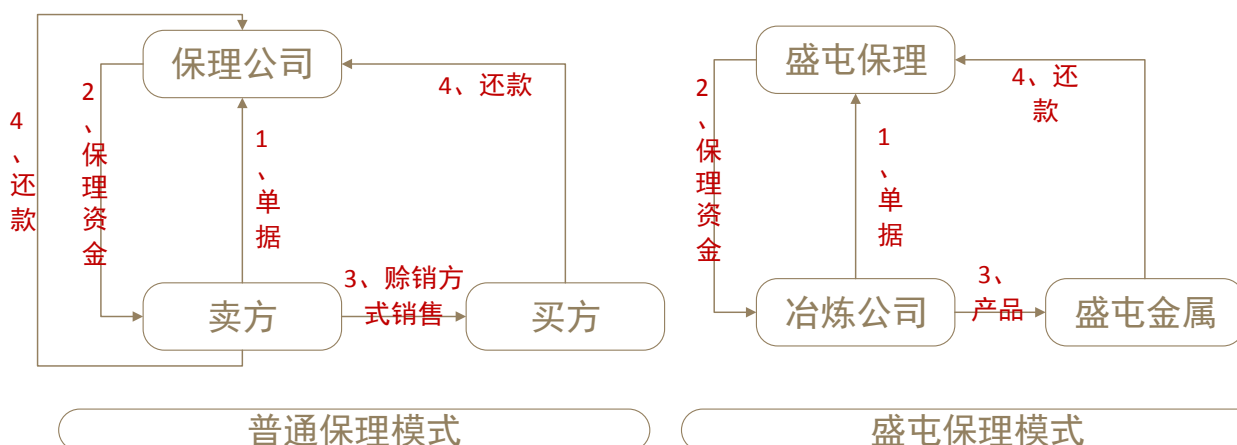
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：公司融资租赁流程



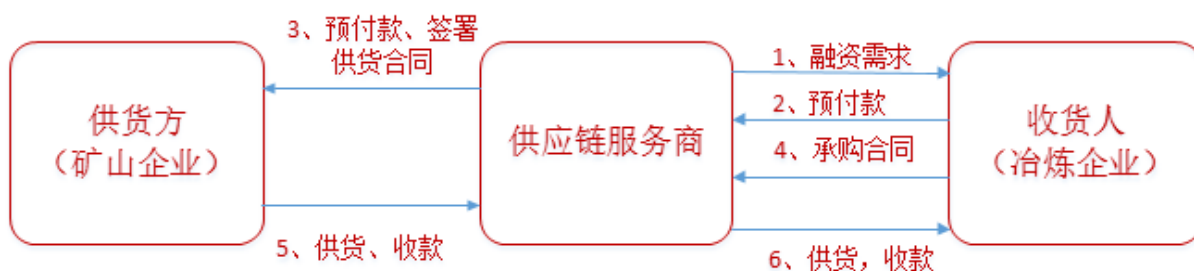
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：公司保理业务模式



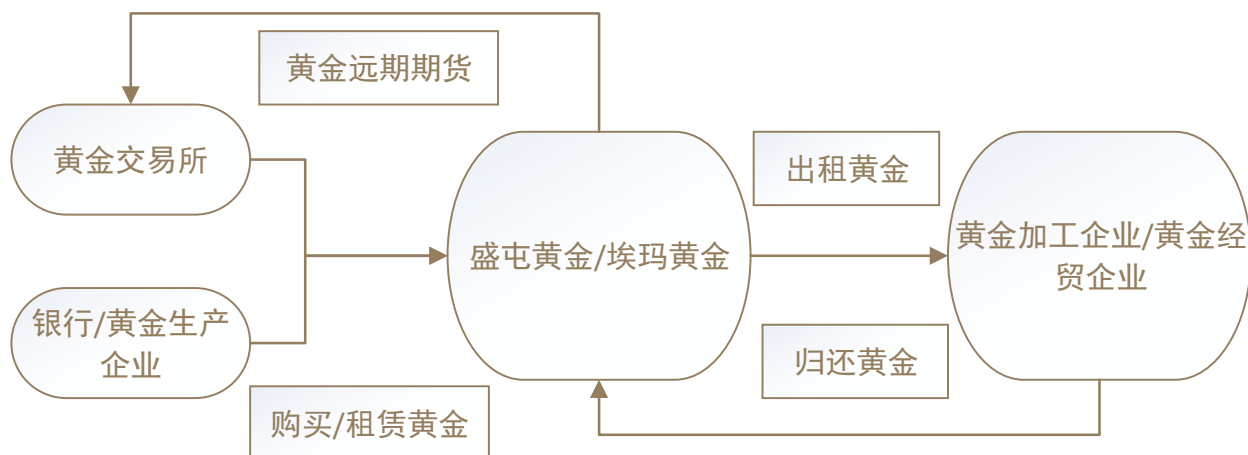
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：公司产业链金融模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：公司黄金租赁模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	1,763.56	1,789.28	1,956.17
应收账款	981.26	1,014.85	2,144.81	811.32	962.67
预付账款	1,673.02	1,382.43	3,138.64	1,003.31	3,284.04
存货	824.49	1,851.56	4,784.35	4,378.61	3,596.62
其他	502.73	691.38	661.34	618.99	650.29
流动资产合计	5,059.09	5,905.81	12,492.70	8,601.51	10,449.79
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	17,955.79	14,027.47	15,764.14
短期借款	950.55	1,401.02	4,449.76	917.00	286.66
应付账款	1,187.02	1,132.59	2,147.22	917.08	2,253.40
其他	1,085.33	1,378.79	1,042.47	1,481.36	1,187.74
流动负债合计	3,222.91	3,912.40	7,639.44	3,315.45	3,727.79
长期借款	28.11	24.52	966.14	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	3,319.43	2,528.47	2,504.72
负债合计	5,850.73	6,569.33	10,958.87	5,843.92	6,232.51
少数股东权益	37.54	95.89	128.03	201.57	286.65
股本	1,497.05	1,497.05	1,676.70	1,676.70	1,676.70
资本公积	1,986.67	1,986.67	3,245.99	3,245.99	3,245.99
留存收益	2,495.50	3,075.89	5,192.19	6,305.28	7,568.29
其他	(1,969.73)	(1,970.83)	(3,245.99)	(3,245.99)	(3,245.99)
股东权益合计	4,047.03	4,684.68	6,996.92	8,183.55	9,531.63
负债和股东权益总计	9,897.76	11,254.01	17,955.79	14,027.47	15,764.14

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	194.62	608.60	1,093.90	1,421.01	1,653.15
折旧摊销	112.85	123.57	113.37	118.30	122.25
财务费用	196.68	293.49	332.00	354.00	389.00
投资损失	116.89	1.54	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(254.15)	(16.76)	(5,425.31)	3,204.86	(570.78)
其它	(229.73)	(13.88)	50.17	48.07	99.38
经营活动现金流	137.16	996.56	(3,835.87)	5,146.24	1,693.01
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	7,033.31	2,690.21	2,000.93
股权融资	(184.86)	(289.82)	1,091.17	(353.96)	(388.97)
其他	(1,881.61)	(3,316.62)	(3,416.36)	(7,342.53)	(3,082.33)
筹资活动现金流	862.19	(428.69)	4,708.12	(5,006.28)	(1,470.37)
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	797.96	25.73	166.89

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	22,044.46	22,366.04	24,452.14
营业成本	11,894.21	19,251.68	19,907.73	19,703.74	21,579.74
营业税金及附加	27.72	44.06	58.02	51.78	57.70
营业费用	56.97	88.43	88.18	89.46	97.81
管理费用	171.35	198.83	264.53	268.39	244.52
财务费用	192.15	288.72	332.00	354.00	389.00
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	1,410.32	1,871.94	2,095.73
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	1,409.67	1,869.75	2,096.57
所得税	29.01	161.70	281.93	373.95	356.42
净利润	194.62	608.60	1,127.73	1,495.80	1,740.16
少数股东损益	6.05	(1.74)	33.83	74.79	87.01
归属于母公司净利润	188.56	610.33	1,093.90	1,421.01	1,653.15
每股收益(元)	0.11	0.36	0.65	0.85	0.99

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	90.78%	62.61%	6.66%	1.46%	9.33%
营业利润	22.20%	225.60%	84.38%	32.73%	11.95%
归属于母公司净利润	36.19%	223.67%	79.23%	29.90%	16.34%
获利能力					
毛利率	6.42%	6.85%	9.69%	11.90%	11.75%
净利率	1.48%	2.95%	4.96%	6.35%	6.76%
ROE	4.70%	13.30%	15.93%	17.80%	17.88%
ROIC	7.96%	15.86%	22.32%	15.36%	24.57%
偿债能力					
资产负债率	59.11%	58.37%	61.03%	41.66%	39.54%
净负债率	38.46%	39.37%	34.67%	26.42%	14.31%
流动比率	1.57	1.51	1.64	2.59	2.80
速动比率	1.31	1.04	1.01	1.27	1.84
营运能力					
应收账款周转率	13.85	20.71	13.95	15.13	27.57
存货周转率	23.36	15.45	6.64	4.88	6.13
总资产周转率	1.40	1.95	1.51	1.40	1.64
每股指标(元)					
每股收益	0.11	0.36	0.65	0.85	0.99
每股经营现金流	0.08	0.59	-2.29	3.07	1.01
每股净资产	2.39	2.74	4.10	4.76	5.51
估值比率					
市盈率	94.52	29.20	16.29	12.54	10.78
市净率	4.45	3.88	2.59	2.23	1.93
EV/EBITDA	22.02	12.31	12.15	7.78	6.71
EV/EBIT	27.51	13.64	12.94	8.19	7.04

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