

盛屯矿业 (600711)

证券研究报告

2018年07月16日

收购科立鑫成功过会 脱胎换“钴”继续进行

公司 14 日发布公告：公司于 2018 年 7 月 13 日收到中国证监会的通知，经中国证监会上市公司并购重组委员会审核，公司发行股份购买资产事项获得无条件通过。

发行股份收购钴盐加工企业科立鑫。根据公司 6 月 26 日发布的发行股份购买资产暨关联交易报告书，公司拟以 7.79 元/股的价格发行 1.54 亿股(折合 12 亿元)收购珠海科立鑫 100%股权。按照科立鑫 18-20 年的业绩承诺分别为 1 亿元、2.15 亿元和 3.5 亿元计算，本次收购 PE 为 12 倍，**低于钴行业平均 PE。**

科立鑫技术受到嘉能可认可。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。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。

科立鑫销售渠道顺畅。根据科立鑫网站介绍，公司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。

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。

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，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。

三季度补库有望带来估价上涨。在经历了半年的产业链主动去库存周期后，目前整个产业链处于库存极低的状态。随着产业链库存的逐步出清，动力电池装机量维持高速增长，正极材料排产力度的也逐步加大。我们判断三季度新能源中游补库有望带来估价再次趋势性上行。

盈利预测与估值：本次收购尚未完成，我们维持公司 2018-2020 年的 EPS 预测：0.65 元，0.85 元和 0.99 元不变，对应停牌前收盘价 8.09 元，公司的动态 P/E 分别为 12 倍、10 倍和 8 倍。公司收购顺利过会，钴产业布局如期推进，三季度钴价有望继续上行，因此维持公司的“买入”评级。

风险提示：核准延后风险，整合风险，业绩承诺无法完成的风险，商誉影响未来业绩的风险，市场波动的风险，安全环保风险，汇率波动风险等。

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	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)	71.94	22.22	12.40	9.55	8.21
市净率(P/B)	3.38	2.96	1.97	1.70	1.47
市销率(P/S)	1.07	0.66	0.62	0.61	0.55
EV/EBITDA	22.02	12.31	7.47	4.87	3.92

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	8.09 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)	13,564.49
流通 A 股市值(百万元)	12,111.15
每股净资产(元)	3.69
资产负债率(%)	50.96
一年内最高/最低(元)	12.10/6.88

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-公司深度研究:脱胎换“钴”》2018-05-18
- 《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



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	3,422.00	4,697.28
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	360.41	1,828.89	568.86
其他	502.73	691.38	661.34	618.99	650.29
流动资产合计	5,059.09	5,905.81	8,068.76	7,684.51	10,163.13
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	13,531.85	13,110.47	15,477.49
短期借款	950.55	1,401.02	910.61	0.00	0.00
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	4,100.29	2,398.45	3,441.14
长期借款	28.11	24.52	81.35	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	2,434.64	2,528.47	2,504.72
负债合计	5,850.73	6,569.33	6,534.93	4,926.92	5,945.86
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	9,897.76	11,254.01	13,531.85	13,110.47	15,477.49

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)	(1,001.37)	1,330.64	(92.73)
其它	(229.73)	(13.88)	50.17	48.07	99.38
经营活动现金流	137.16	996.56	588.07	3,272.01	2,171.05
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	2,609.37	1,773.21	1,714.27
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)	(2,918.59)	(2,165.32)
筹资活动现金流	862.19	(428.69)	284.18	(1,499.34)	(840.02)
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	1,658.44	1,275.28

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%	24.84%	35.30%
偿债能力					
资产负债率	59.11%	58.37%	48.29%	37.58%	38.42%
净负债率	38.46%	39.37%	34.67%	26.42%	-2.81%
流动比率	1.57	1.51	1.97	3.20	2.95
速动比率	1.31	1.04	1.88	2.44	2.79
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	19.93	20.43	20.40
总资产周转率	1.40	1.95	1.78	1.68	1.71
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	0.35	1.95	1.29
每股净资产	2.39	2.74	4.10	4.76	5.51
估值比率					
市盈率	71.94	22.22	12.40	9.55	8.21
市净率	3.38	2.96	1.97	1.70	1.47
EV/EBITDA	22.02	12.31	7.47	4.87	3.92
EV/EBIT	27.51	13.64	7.96	5.13	4.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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