

盛屯矿业 (600711)

投资镍产能 新能源资源更完整

公司发布 2019 年半年度报告。报告期内公司实现营业收入 141.10 亿元，同比下降 4.66%；归属于上市公司股东的净利润为 0.64 亿元，同比下降 83.90%，其中有 9005.36 万元非经常性损益。基本符合市场预期。

钴价下跌导致业绩滑落。2019 年上半年，MB 低级钴均价为 17.18 美元/磅，同比大跌 58.17%，达到近三年历史低位。钴价大跌成为公司归母净利润减少重要原因。此外，受内蒙古自治区安全生产大检查影响，公司在内蒙的矿山埃玛矿业、银鑫矿业复工时间比往年推迟，报告期内主要矿山实现销售收入 1.16 亿元，同比下降 36.06%，毛利 0.82 亿元，同比下降 39.02%，导致业绩下滑。

嘉能可 Mutanda 宣布停产，供给收缩钴价反弹。嘉能可宣布 19 年底开始关停全球最大铜钴矿 Mutanda；因 Mutanda18 年年产金属钴 2.73 万吨，占全球钴产量 18.56%，关停后可能使 20 年钴供应出现收缩，钴价出现回升，并可能持续。

增资“明星股东”云集的友山镍业。公司全资子公司宏盛国际拟增资 550 万美元获得华玮镍业 55% 股权，从而间接持有友山镍业 35.75% 股权成为单一第一大股东。友山镍业的股东包括拥有四环锌锗精通冶金的盛屯矿业，具有三元前驱体产能的华友和掌握印尼资源的青山。股东方有望保障公司的原材料、生产技术和销售。

投资 3.4 万吨高冰镍项目，布局新能源用镍资源。友山镍业拟投资 4.07 亿美元（盛屯矿业预计投资 1.45 亿美元）在印尼建设产能镍金属量 3.4 万吨的高冰镍项目。项目建设期 24 个月，预计 2020 年 6 月开始生产，达产后预计年平均收入 4.17 亿美元，平均税后利润 9504 万美元。该项目产品为可以用于进一步加工为硫酸镍等镍盐的高冰镍，有望打通从红土镍到新能源用镍的道路。

钴全产业链布局完整。上游资源方面，公司 19 年初收购恩里里铜钴矿（拥有铜金属量 30.2 万吨，钴金属量 4.27 万吨）。中游冶炼加工方面，在 18 年年产 1 万吨铜，3500 吨钴冶炼项目基础上，19 年公司在刚果金新建年产 3 万吨铜，5800 吨钴的冶炼项目；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 1000 吨钴金属量（规划四氧化三钴产能 2000 吨），按计划将于 19 年起全年达产。下游前驱体及回收方面，科立鑫全资子公司大余科立鑫拟开工建设 1 万吨钴金属新能源材料项目，包括 10 万吨动力汽车电池回收和 3 万吨三元前驱体。三元前驱体同时需要镍和钴，该镍项目完成后，公司钴产业布局更为完整。

盈利预测与评级：鉴于钴价 18 年至今出现较大幅度下跌，我们下调公司 2019-2021 年的 EPS 预测分别至 0.21 元，0.24 元和 0.32 元（从 0.35 元，0.35 元和 0.43 元下调），对应现价 PE 分别为 26.38、22.75 和 16.90。公司镍项目完成后，从资源到三元前驱体的布局更为完整，市场有望对公司在新能源资源战略更有信心，但鉴于现阶段产品价格较低，将公司评级由“买入”下调为“增持”。

风险提示：镍、钴价格下跌的风险，海外投资不确定性风险，汇率波动的风险，新能源汽车产销量低于预期的风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,667.65	30,754.33	38,731.34	42,921.92	46,759.09
增长率(%)	62.61	48.80	25.94	10.82	8.94
EBITDA(百万元)	1,187.14	852.61	1,229.03	1,370.61	1,575.72
净利润(百万元)	610.33	420.26	478.52	555.02	746.90
增长率(%)	223.67	(31.14)	13.86	15.99	34.57
EPS(元/股)	0.26	0.18	0.21	0.24	0.32
市盈率(P/E)	20.69	30.04	26.38	22.75	16.90
市净率(P/B)	2.75	1.68	1.61	1.52	1.41
市销率(P/S)	0.61	0.41	0.33	0.29	0.27
EV/EBITDA	12.10	10.60	11.82	8.87	8.61

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/稀有金属
6 个月评级	增持（调低评级）
当前价格	5.47 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,308.03
流通 A 股股本(百万股)	1,519.84
A 股总市值(百万元)	12,624.95
流通 A 股市值(百万元)	8,313.55
每股净资产(元)	3.81
资产负债率(%)	48.11
一年内最高/最低(元)	7.38/4.44

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

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《盛屯矿业-公司点评:铜钴矿山尘埃落定 全产业链布局完成》 2019-02-27
- 2 《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
- 3 《盛屯矿业-公司点评:签订合作协议 锁定钴原料供应》 2018-08-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	965.59	1,048.36	3,098.51	3,678.75	3,740.73	营业收入	20,667.65	30,754.33	38,731.34	42,921.92	46,759.09
应收票据及应收账款	726.74	605.94	1,760.98	596.14	702.73	营业成本	19,251.68	29,590.24	37,065.89	41,028.46	44,621.30
预付账款	1,382.43	1,463.60	4,710.51	1,053.48	6,146.36	营业税金及附加	44.06	45.74	74.88	79.44	82.16
存货	1,851.56	2,125.13	1,993.30	2,565.42	2,392.51	营业费用	88.43	121.10	154.93	171.69	187.04
其他	979.49	1,160.69	1,503.25	1,100.86	1,644.82	管理费用	179.00	229.09	329.22	364.84	374.07
流动资产合计	5,905.81	6,403.71	13,066.55	8,994.65	14,627.14	研发费用	19.00	26.17	40.12	40.15	43.99
长期股权投资	282.99	535.82	535.82	535.82	535.82	财务费用	288.72	257.50	522.80	565.37	562.12
固定资产	764.70	1,005.84	1,255.18	1,404.75	1,481.46	资产减值损失	34.04	178.27	0.00	0.00	0.00
在建工程	217.30	696.77	454.06	320.44	222.26	公允价值变动收益	4.42	21.81	41.20	1.05	(14.43)
无形资产	2,989.06	3,029.06	2,960.90	2,892.73	2,824.57	投资净收益	(1.54)	114.44	0.00	0.00	0.00
其他	1,094.15	1,807.86	1,835.30	1,784.77	1,794.94	其他	(5.09)	(275.04)	(82.39)	(2.10)	28.86
非流动资产合计	5,348.20	7,075.35	7,041.26	6,938.51	6,859.06	营业利润	764.92	445.02	584.69	673.03	873.97
资产总计	11,254.01	13,479.06	20,107.81	15,933.16	21,486.19	营业外收入	7.41	51.21	21.36	26.66	33.08
短期借款	1,401.02	1,681.97	3,520.01	2,369.96	3,881.90	营业外支出	2.04	4.74	7.85	4.87	5.82
应付票据及应付账款	876.95	1,638.68	1,343.61	1,981.45	1,685.19	利润总额	770.29	491.49	598.21	694.82	901.23
其他	1,634.44	1,117.54	4,406.12	937.59	4,687.04	所得税	161.70	74.86	119.64	138.96	153.21
流动负债合计	3,912.40	4,438.19	9,269.74	5,288.99	10,254.13	净利润	608.60	416.63	478.57	555.85	748.02
长期借款	24.52	215.93	744.98	245.00	407.55	少数股东损益	(1.74)	(3.63)	0.05	0.83	1.12
应付债券	1,752.21	457.62	1,386.61	1,198.81	1,014.35	归属于母公司净利润	610.33	420.26	478.52	555.02	746.90
其他	880.20	782.02	770.64	810.95	787.87	每股收益(元)	0.26	0.18	0.21	0.24	0.32
非流动负债合计	2,656.93	1,455.56	2,902.23	2,254.76	2,209.77						
负债合计	6,569.33	5,893.75	12,171.96	7,543.75	12,463.90	主要财务比率					
少数股东权益	95.89	92.57	92.62	93.44	94.53		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1,497.05	1,830.74	2,308.03	2,308.03	2,308.03	成长能力					
资本公积	1,986.67	4,277.28	3,799.99	3,799.99	3,799.99	营业收入	62.61%	48.80%	25.94%	10.82%	8.94%
留存收益	3,075.89	5,619.09	5,535.20	5,987.94	6,619.73	营业利润	225.60%	-41.82%	31.39%	15.11%	29.86%
其他	(1,970.83)	(4,234.38)	(3,799.99)	(3,799.99)	(3,799.99)	归属于母公司净利润	223.67%	-31.14%	13.86%	15.99%	34.57%
股东权益合计	4,684.68	7,585.31	7,935.85	8,389.41	9,022.30	获利能力					
负债和股东权益总	11,254.01	13,479.06	20,107.81	15,933.16	21,486.19	毛利率	6.85%	3.79%	4.30%	4.41%	4.57%
						净利率	2.95%	1.37%	1.24%	1.29%	1.60%
						ROE	13.30%	5.61%	6.10%	6.69%	8.37%
						ROIC	15.86%	9.54%	10.85%	10.17%	15.24%
						偿债能力					
						资产负债率	58.37%	43.73%	60.53%	47.35%	58.01%
						净负债率	47.22%	17.23%	32.17%	1.61%	17.32%
						流动比率	1.51	1.44	1.41	1.70	1.43
						速动比率	1.04	0.96	1.19	1.22	1.19
						营运能力					
						应收账款周转率	30.14	46.15	32.73	36.42	72.00
						存货周转率	15.45	15.47	18.81	18.83	18.86
						总资产周转率	1.95	2.49	2.31	2.38	2.50
						每股指标(元)					
						每股收益	0.26	0.18	0.21	0.24	0.32
						每股经营现金流	0.43	0.37	-0.24	1.38	-0.31
						每股净资产	1.99	3.25	3.40	3.59	3.87
						估值比率					
						市盈率	20.69	30.04	26.38	22.75	16.90
						市净率	2.75	1.68	1.61	1.52	1.41
						EV/EBITDA	12.10	10.60	11.82	8.87	8.61
						EV/EBIT	13.38	12.45	13.12	9.81	9.45

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	608.60	416.63	478.52	555.02	746.90
折旧摊销	123.57	138.71	121.53	132.22	139.62
财务费用	293.49	255.70	522.80	565.37	562.12
投资损失	1.54	(114.44)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(15.32)	(54.34)	(1,712.89)	1,924.98	(2,140.73)
其它	(15.32)	217.18	41.24	1.88	(13.31)
经营活动现金流	996.56	859.45	(548.79)	3,179.47	(705.39)
资本支出	428.83	1,871.96	71.38	39.69	73.08
长期投资	72.61	252.83	0.00	0.00	0.00
其他	(1,035.66)	(2,720.11)	(117.69)	(133.43)	(118.49)
投资活动现金流	(534.23)	(595.32)	(46.31)	(93.74)	(45.40)
债权融资	3,177.75	2,355.52	5,651.60	3,813.77	5,303.80
股权融资	(289.74)	2,393.94	(565.68)	(565.36)	(562.11)
其他	(3,316.70)	(5,149.28)	(2,440.67)	(5,998.90)	(3,928.92)
筹资活动现金流	(428.69)	(399.83)	2,645.25	(2,750.48)	812.77
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	33.63	(135.70)	2,050.15	335.25	61.97

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