



2020-08-03

公司深度报告

买入/维持

盛屯矿业(600711)

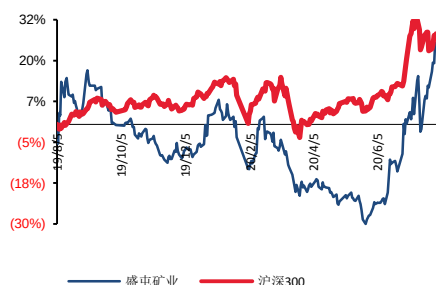
目标价: 10

昨收盘: 6.35

工业 资本货物

## 盛屯矿业：业绩估值双驱动，进入新一轮成长期

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|               |               |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股)   | 2,308/1,884   |
| 总市值/流通(百万元)   | 14,656/11,966 |
| 12 个月最高/最低(元) | 6.37/3.57     |

### 相关研究报告：

盛屯矿业(600711)《盛屯矿业：铅锌资源扩张有序，铜钴镍布局初具规模——太平洋有色钢铁动态短评》——2018/01/20

证券分析师：杨坤河

电话：010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518070001

### 报告摘要

#### ■ 从产业链服务商，逐渐转型新能源金属供应商

公司前期更多是贸易公司与工业品经销商属性，但不断转型新能源金属，介入钴产业链和镍项目。

**内生外延，钴产业链基本形成完整体系：**自贸易切入，自建刚果金钴冶炼项目；并购科立鑫，获取深加工资产；向上游延伸，收购恩祖里铜钴资源。通过近两年的自建和收购，公司已初步建立起钴产业链原料、冶炼、深加工、贸易等环节布局。

**前瞻布局，将率先成为稀缺镍资源标的：**公司已经通过参股英国镍业、控股印尼友山镍业等进入镍产业链。其印尼项目有望率先投产，公司将成为 A 股稀缺的镍资源标的。参股的英国联合镍业仍有望进一步控股，扩大镍资源储量。

#### ■ 钴产能扩张，镍项目投产，业绩进入转折期

**三大钴项目未来陆续投产，产能将迅猛翻倍：**公司刚果（金）在建铜钴项目、科立鑫大余项目和卡隆威矿山项目，或将使得公司钴产能扩大 4 倍。估算 2020-2022 年，毛利年增量将达到 1.26、2.09、6.39 亿元。若考虑钴价上行，以及项目中铜的贡献，其利润增量将更可观。

**印尼高冰镍项目即将投产，或贡献可观利润：**未来高镍三元材料放量将有效带动镍资源需求。公司高冰镍项目达产后年平均税后利润有望达 9504 万美元，盈利潜力较优。以 35.75%持股占比计算，项目预计达产后为上市公司年平均贡献归母净利润 2.4 亿元人民币。

#### ■ 行业估值修复，且公司在新能源金属中低估

**无钴化短期证伪，钴产业链估值压制消除：**无钴化的短期应用证伪，使得市场对钴的需求和应用重新评估，这直接带动了钴价企稳和钴板块估值修复。

**公司并未完全享受新能源金属企业估值：**按市盈率看，行业均值 202.55 倍，中位数 63.04 倍，盛屯矿业 53.17 倍；按企业倍数看，行业均值 62.43 倍，中位数 28.20 倍，盛屯矿业 18.90 倍；从市净率看，行业均值 3.91 倍，中位数 2.52 倍，盛屯矿业 1.63 倍。

#### ■ 投资建议：业绩估值双驱动，维持买入评级

我们估算盛屯矿业 2020-2022 年将实现归母净利润 4.54、8.90、15.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.20、0.39、0.65 元/股，动态 PE 分别为 32.30X、16.47X、9.73X。考虑到公司钴产业链形成完整链条，同

时是稀缺的新能源镍标的，我们认为公司估值有向行业均值修复的动力。6个月内给予 50 倍 PE，目标价 10 元/股，维持买入评级，看好其在业绩和估值双驱动下的股价弹性。

■ **风险提示：**（1）下游需求不及预期，导致钴价波动风险；（2）项目投产进度不及预期；（3）汇率波动风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

|           | 2019A   | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|---------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 37314   | 40004 | 44634 | 50126 |
| (+/-%)    | 9.99    | 7.21  | 11.57 | 12.30 |
| 净利润(百万元)  | 320     | 454   | 890   | 1506  |
| (+/-%)    | (35.44) | 42.01 | 96.09 | 69.22 |
| 摊薄每股收益(元) | 0.14    | 0.20  | 0.39  | 0.65  |
| 市盈率(PE)   | 38.21   | 32.30 | 16.47 | 9.73  |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 一、从产业链服务商，逐渐转型新能源金属供应商.....  | 5  |
| (一) 从金属贸易和产业链服务，转型新能源金属..... | 5  |
| (二) 内生外延，钴产业链基本形成完整体系.....   | 6  |
| (三) 前瞻布局，将率先成为稀缺镍资源标的.....   | 7  |
| 二、钴产能扩张，镍项目投产，业绩进入转折期.....   | 9  |
| (一) 三大钴项目未来陆续投产，产能将迅猛翻倍..... | 9  |
| (二) 印尼高冰镍项目即将投产，或贡献可观利润..... | 11 |
| (三) 钴镍价格趋势向好，业绩弹性较为可观.....   | 12 |
| 三、行业估值修复，且公司在新能源金属中低估.....   | 14 |
| (一) 无钴化短期证伪，钴产业链估值压制消除.....  | 14 |
| (二) 公司并未完全享受新能源金属企业估值.....   | 14 |
| 四、投资建议：业绩估值双驱动，维持买入评级.....   | 16 |
| 五、风险提示 .....                 | 17 |

## 图表目录

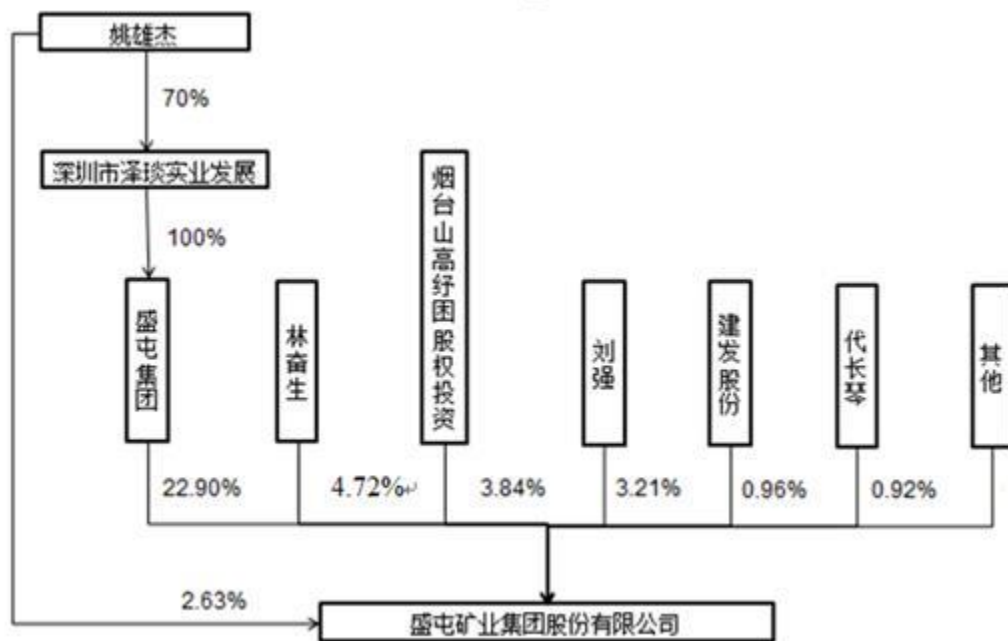
|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1：盛屯矿业由姚雄杰实际控制 .....             | 5  |
| 图表 2：金属贸易和产业链服务主要业务内容 .....         | 6  |
| 图表 3：近年来公司主营业务收入构成（%） .....         | 6  |
| 图表 4：近年来公司主营业务毛利率（%） .....          | 6  |
| 图表 5：盛屯矿业在新能源金属上的业务布局 .....         | 7  |
| 图表 6：盛屯矿业间接控股印尼高冰镍项目 35.75%股权 ..... | 8  |
| 图表 7：高冰镍到高镍三元正极产业链示意图 .....         | 8  |
| 图表 8：A 股主要企业在印尼镍项目情况 .....          | 9  |
| 图表 9：未来三年内公司钴铜产能将迅猛增长 .....         | 10 |
| 图表 10：未来两三年内公司钴产能将迅猛增长 .....        | 11 |
| 图表 11：公司自产钴毛利率仍逐步提升 .....           | 11 |
| 图表 12：盛屯矿业与华友钴业高冰镍项目对比 .....        | 12 |
| 图表 13：印尼高冰镍项目盈利测算（万美元） .....        | 12 |
| 图表 14：钴消费集中在电池领域 .....              | 13 |
| 图表 15：硫酸镍主要用于三元锂电池 .....            | 13 |
| 图表 16：钴价本轮底部企稳态势明显 .....            | 13 |
| 图表 17：钴产品出口价格企稳复苏 .....             | 13 |
| 图表 18：镍价中枢近几年不断抬升 .....             | 13 |
| 图表 19：硫酸镍价格中枢近几年不断抬升 .....          | 13 |
| 图表 20：自产钴业绩贡献相对钴价弹性测算 .....         | 14 |
| 图表 21：金属贸易类上市公司销售毛利率普遍较低 .....      | 15 |
| 图表 22：金属贸易类企业估值普遍较低（20200707） ..... | 15 |
| 图表 23：盛屯矿业在所有新能源金属上市公司中市盈率偏低 .....  | 15 |
| 图表 24：盛屯矿业在所有新能源金属上市公司中企业倍数偏低 ..... | 15 |
| 图表 25：盛屯矿业在所有新能源金属上市公司中市净率偏低 .....  | 16 |
| 图表 26：盛屯矿业估值整体低于新能源金属行业平均 .....     | 16 |
| 图表 27：盛屯矿业预测收入及成本 .....             | 17 |

## 一、从产业链服务商，逐渐转型新能源金属供应商

盛屯矿业（以下简称“公司”）由控股股东深圳盛屯集团有限公司持股22.90%（含“17盛EB02”可交债质押4.44%股份）。姚雄杰先生为盛屯集团的实际控制人，同时直接持有公司2.63%股份，为公司实际控制人。截至2019年末，纳入公司合并范围的直属全资及控股子公司52家，拥有7家参股公司。

此外盛屯集团持有威化股份13.54%股份，姚雄杰同样为实际控制人。威华股份控股致远锂业，从事基础锂盐产品的研发、生产与销售，设计产能为年产4万吨电池级碳酸锂、单水氢氧化锂和氯化锂。从整体布局规划看，盛屯集团旗下盛屯矿业布局钴镍，威华股份布局锂，分工明确。

图表 1：盛屯矿业由姚雄杰实际控制



资料来源：公司公告、太平洋有色

### （一）从金属贸易和产业链服务，转型新能源金属

**公司前期更多是贸易公司与工业品经销商：**公司此前主要经营有色金属采选（铜铅锌等）、金属贸易和产业链服务业务。公司金属贸易和产业链服务主要为有色金属产业链上下游企业提供矿产品原材料采购、金属产成品购销，以及金属产业链上包括融资租赁、商业保理、供应链管理等各项服务。因此公司此前更多地被认为是一个有色金属贸易公司与工业品经销商，做传统产业链服务的角色。

图表 2：金属贸易和产业链服务主要业务内容

| 业务板块  | 面对客户                                 | 业务内容                                                            |
|-------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|
| 金属贸易  | 有色金属产业链上下游企业                         | 提供金属矿粉、金属锭等产品的购销服务                                              |
| 产业链服务 | 金属产业链各环节客户如矿山企业、有色金属冶炼企业、加工企业、黄金珠宝商等 | 地质勘探、资源价值评估、矿产品品质检验、库存管理，商业保理服务及价格管理等服务，在资金结算、规避价格风险等方面提供价值增值服务 |

资料来源：公司公告、太平洋有色

但近几年公司一直在通过战略调整，大幅缩减产业链服务板块的业务规模，并不断增加钴材料等新能源金属在公司业务中的占比，逐渐从产业链服务往新能源金属供应商转型。当前公司主营业务中钴材料、金属冶炼及综合回收业比重显著增加。

公司金属贸易和产业链服务业务在收入中所占比重，由2018年88.50%降至2019年78.76%，而即便在钴价大幅下跌的背景下，公司钴材料、金属冶炼和综合回收两大板块收入占比仍从10%-11%左右，升至2019年20%左右。

图表 3：近年来公司主营业务收入构成（%）

| 业务板块       | 2017   | 2018   | 2019   |
|------------|--------|--------|--------|
| 有色金属采选     | 2.24   | 1.47   | 1.02   |
| 钴材料业务      | 11.36  | 10.03  | 6.61   |
| 金属冶炼及综合回收  | 0.00   | 0.00   | 13.61  |
| 金属贸易和产业链服务 | 86.41  | 88.50  | 78.76  |
| 合计         | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

注：2017、2018年数据为未经追溯调整数据

资料来源：公司公告、太平洋有色

图表 4：近年来公司主营业务毛利率（%）

| 业务板块       | 2017  | 2018  | 2019  |
|------------|-------|-------|-------|
| 有色金属采选     | 71.86 | 74.21 | 57.44 |
| 钴材料业务      | 30.83 | 18.62 | 0.53  |
| 金属冶炼及综合回收  | -     | -     | 12.28 |
| 金属贸易和产业链服务 | 1.97  | 0.90  | 1.50  |
| 合计         | 6.81  | 3.76  | 3.48  |

注：2017、2018年数据为未经追溯调整数据

资料来源：公司公告、太平洋有色

## （二）内生外延，钴产业链基本形成完整体系

2016年公司开始战略性布局钴材料业务，通过内生及外延举措，当前已经基本形成完整的钴产业链。

**自贸易切入，自建钴冶炼项目。**公司于2016年开始进行钴材料业务布局，先期公司利用在海外市场已经具备的渠道、人才、国际经验优势，展开钴材料原矿采购、产品贸易、委托加工等方面业务。从钴贸易业务入手，随后在刚果（金）自建铜钴综合冶炼项目。截至2020年3月末，子公司盛屯刚果资源有限责任公司，在刚果（金）运营的铜钴综合利用项目具有30,000吨电极铜、3,500吨钴的冶炼产能，主要产成品是电解铜和氢氧化钴。

**并购科立鑫，获取深加工资产。**2018年，公司发行股份向林奋生等人收购科立鑫100%股权。科立鑫是国家高新技术企业，在产品质量保障、资源循环利用、生产线自主设计、生产工艺优化等方面均积累了一定的技术优势，并仍然在进行多种新技术、新工艺和新产品的研发。科立鑫主要把粗制氢氧化钴生产成四氧化三钴，四氧化三钴

是生产3C电池和动力三元电池的重要原材料。2019年末，科立鑫拥有钴金属产能4,500吨/年。

**向上游延伸，收购铜钴资源。**公司2020年完成恩祖里铜矿有限公司收购，从而持有民主刚果卡隆维(Kalongwe)铜/钴项目85%的股权及卡隆维外围FTB勘探项目。卡隆维项目铜矿石平均品位2.7%，钴矿石平均品位0.62%，拥有金属量铜30.2万吨，钴4.27万吨资源。实际上2018年前后盛屯矿业开始谋划钴、镍、铜金属矿产资源储备，并提出口号计划实现“20万吨钴、100万吨镍储备”的目标，目前公司资源端的扩展仍在朝这个方向努力。

**钴产业链基本形成完整体系。**公司在钴产业链上的布局目标，是打造涵盖“钴原材料+铜钴冶炼+钴产品贸易+钴材料深加工+钴回收”完整体系。通过近两年的自建和收购，公司已初步建立起钴产业链原料、冶炼、深加工、贸易等环节布局。后期随着科立鑫含10万吨动力汽车电池回收项目的开工投产，公司钴产业链即将形成完整闭环。

图表 5：盛屯矿业在新能源金属上的业务布局

| 时间      | 项目                        | 涉及产品 | 金额         | 单位  |
|---------|---------------------------|------|------------|-----|
| 2020-03 | 完成恩祖里 100%股权收购            | 铜钴矿  | 11,402.65  | 万澳元 |
| 2019-08 | 增资印尼 3.4 万吨高冰镍项目 (35.75%) | 高冰镍  | 14,550.00  | 万美元 |
| 2019-04 | 投建刚果(金)湿法冶炼项目二期 (15 个月)   | 钴冶炼  | 34,646.04  | 万美元 |
| 2018-12 | 刚果(金)湿法冶炼项目一期试生产          | 钴冶炼  | 金额         | 万元  |
| 2018-12 | 参股厦钨新能源 47%股权             | 三元材料 | 54,000.00  | 万元  |
| 2018-09 | 完成四环锌锗 97.22%股权收购         | 锌锗冶炼 | 213,874.60 | 万元  |
| 2018-05 | 收购英国联合镍业增发后 32.01%股权      |      | 3000.00    | 万美元 |
| 2018-03 | 完成科立鑫 100%股权收购            | 钴冶炼  | 120,000.00 | 万元  |

资料来源：公司公告、太平洋有色

### (三) 前瞻布局，将率先成为稀缺镍资源标的

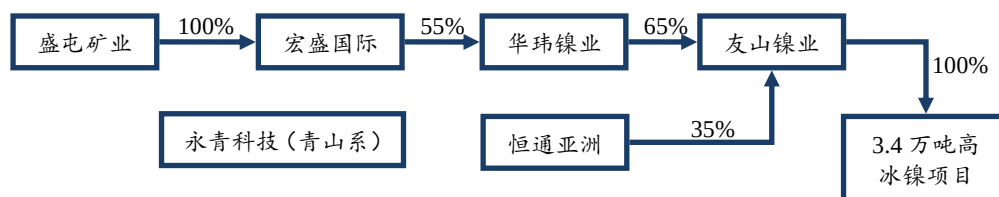
当前新能源汽车主要采用的是锂离子电池，主要由正、负极材料、隔膜和电解液四部分组成。其中正极材料是提升电池性能的关键，根据使用材料不同，分为钛酸锂、钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂、镍钴锰酸锂（NCM）和镍钴铝酸锂（NCA）六种。当前脱颖而出的是三元锂电池（即NCM和NCA）和磷酸铁锂电池，分别在新能源乘用车市场及客车市场跻身主流地位。

三元材料中，通过提升镍的比重，不仅能实现电池能量密度提升，还减少了高价钴的使用，一定程度上减少了电池成本。因此高镍三元材料是未来新能源电池的主要趋势，尽管对于350公里以下的续航能力需求，中短期看磷酸铁锂电池仍然占优，但对于500公里以上续航能力需求，三元高能量密度材料将是主流。而高镍三元材料的增长必将带动市场对于一级镍资源的需求。

当前如格林美、华友钴业、住友金属、邦普循环、阪和兴业等都在印尼布局镍矿项目，而其中盛屯矿业已经通过参股英国镍业、控股印尼友山镍业等进入镍产业链。其印尼项目有望率先投产，公司将成为A股稀缺的镍资源标的。

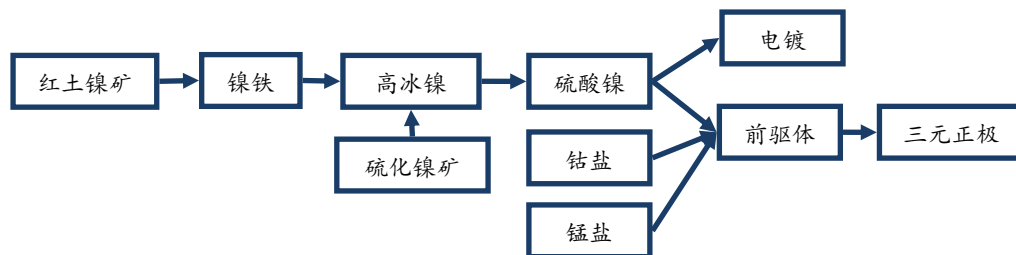
**间接控股印尼3.4万金属吨高冰镍项目：**盛屯矿业通过全资子公司宏盛国际持有华玮镍业55%股权，由华玮镍业与永青科技在香港设立的子公司恒通亚洲科合资在印度尼西亚设立友山镍业，主营高镍硫及镍铁等业务。其中华玮镍业持有友山镍业65%股权，恒通亚洲持有友山镍业35%股权。友山镍业拟在印尼投建的年产3.4万吨镍金属量高冰镍项目，总投资为4.07亿美元（约合人民币29亿元），盛屯矿业按持股占比预计约投入10.24亿元。高冰镍可以用于进一步加工为新能源用硫酸镍。

图表 6：盛屯矿业间接控股印尼高冰镍项目 35.75%股权



资料来源：公司公告、太平洋有色

图表 7: 高冰镍到高镍三元正极产业链示意图



资料来源：太平洋有色

**合作方青山集团深耕印尼镍产业链多年：**本项目位于中资企业聚集的纬达贝工业园区内，较好的社会环境，和完善的配套，将确保项目顺利投产。更重要的是项目合作方青山钢铁集团是全球不锈钢行业龙头，深耕印尼镍产业链多年，在印尼不仅拥有多个储量丰富镍资源矿山及全产业链生产基地，更拥有成套的生产工艺技术、专利和成套设备设计能力及经营管理经验、生产经验。目前格林美、华友钴业等在印尼的镍项目均是与青山集团合作。

**公司镍项目有望在国内厂商中率先投产：**盛屯矿业3.4万吨高冰镍项目于2019年10月开始设备安装，预计2020年7月底开始试产。项目生产采用比较成熟的“回转窑还原焙烧—电炉还原熔炼—P-S转炉硫化——吹炼”火法工艺。设计产能为高冰镍量为43590 t/a，高冰镍含镍量34000 t/a。对比华友钴业、格林美等，公司镍项目进度相对领先，预计将率先投产，成为A股稀缺镍资源标的。

图表 8：A 股主要企业在印尼镍项目情况

| 项目方            | 投资金额（万美元）  | 产品/产能（镍金属量）               | 工艺路线 | 预计投产时间 |
|----------------|------------|---------------------------|------|--------|
| 盛屯矿业、青山集团      | 40,679.00  | 3.4 万吨高冰镍                 | 火法   | 2020Q3 |
| 华友钴业、青山集团      | 52,000.00  | 4.5 万吨高冰镍                 | 火法   | 2023   |
| 格林美、青山集团、CATL  | 70,000.00  | 5 万吨氢氧化镍中间品、15 万吨电池级硫酸镍晶体 | 湿法   | 2021H2 |
| 华友钴业、青山集团、洛阳钼业 | 128,000.00 | 6 万吨氢氧化镍钴                 | 湿法   | 2022   |

资料来源：公司公告、太平洋有色

**参股英国联合镍业获赞比亚镍矿包销权：**2018年5月，盛屯矿业通过议案，投资3000万美元获英国联合镍业有限公司（CNM）增发后32.01%股权（因其他股东减持，导致当前参股比例提升至39.24%。），并获得穆纳里镍矿矿产包销权。CNM现持有赞比亚南部的穆纳里镍矿的租赁权，其矿区的保有资源储量为4047600吨，主矿产镍矿品位0.93%，低品位钴0.05%。穆纳里镍矿生产线建于2008年，目前已经投入生产销售，镍产能达到4650吨，直接生成硫酸镍2.5万吨，产品也已出口回国内。我们判断公司仍有望进一步控股CNM，扩大镍资源储量。

## 二、钴产能扩张，镍项目投产，业绩进入转折期

### （一）三大钴项目未来陆续投产，产能将迅猛翻倍

目前公司在产项目有刚果盛屯资源3万吨铜，3500吨钴综合利用项目，以及科立鑫4500金属吨钴材料深加工项目。除此之外，刚果（金）在建铜钴项目、科立鑫大余项目和卡隆威矿山项目，仍将进一步扩大公司钴产能。

**一是刚果金铜钴冶炼方面：**2017年，公司在刚果（金）开工建设年产10,000吨电铜、3,500吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法冶炼项目。可年产阴极铜10,371吨及3,489吨金属量粗制氢氧化钴。其中电铜于2019年2月开始试生产，粗制氢氧化钴于同年3月下旬开始试生产，2019年4月初步达到设计生产标准。目前，刚果金一期项目所生产电解铜已全部实现对外出售，粗制氢氧化钴产销量逐步增长。

在此基础上，公司可转债募投的刚果（金）年产30,000吨电铜、5,800吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法冶炼项目，建设周期约为15个月，其中电铜产能已有部分产能释放，而氢氧化钴整体达产预计在2021年。我们预计公司粗制氢氧化钴产能将自3,500吨，

大幅扩大至2021年的9,300吨、2022年的13,300吨。

根据公司披露的可行性研究报告，年产30,000吨电铜、5,800吨粗制氢氧化钴（金属吨）项目投资总金额为34,646.04万美元，税后内部收益率为24.14%，税后投资回收期约为5.09年，平均年度营业收入达24,933.58万美元，年均税后利润为6,296.04万美元，折算净利润率为25%左右。

**二是科立鑫钴深加工方面：**科立鑫当前已经形成产能4,500金属吨/年。同时科立鑫全资子公司大余科立鑫正在筹建10,000金属吨/年的新增钴冶炼产能，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，我们初步预计2022年下半年可投产。该项目建成后，科立鑫钴冶炼产能将达到14,500金属吨/年。公司预计该项目达产后，将有望新增营业收入84.25亿元。

**三是卡隆威矿山开发方面：**公司2020年4月公告拟对卡隆威矿山进行开发，项目投资总金额2.93亿美元，其中建设投资为2.56亿美元。项目建设为期十五个月，初步预计2021年底投产。项目原料来自卡隆威矿山露天开采的铜钴矿，还有部分外购氧化铜矿。其中，自产氧化铜矿年处理量为100万吨，外购氧化铜矿年处理量为16万吨。项目拟建设规模为：阴极铜30,028吨/年、粗制氢氧化钴3556.4金属吨/年。按照公司可行性报告，项目年均利润总额可达3332万美元。

图表 9：未来三年内公司钴铜产能将迅猛增长

| 项目          | 品种            | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-------------|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 刚果（金）钴铜冶炼项目 | 粗制氢氧化钴产能（金属吨） | 3,500.00  | 3,500.00  | 9,300.00  | 9,300.00  |
|             | 产量（金属吨）       | 1,394.38  | 3,150.00  | 5,820.00  | 8,370.00  |
|             | 阴极铜产能（吨）      | 30,000.00 | 30,000.00 | 40,000.00 | 40,000.00 |
|             | 产量（吨）         | 8,664.47  | 11,000.00 | 23,000.00 | 35,000.00 |
| 科立鑫钴深加工     | 钴产品产能（金属吨）    | 4,500.00  | 4,500.00  | 4,500.00  | 14,500.00 |
|             | 产量（金属量）       | 2,416.44  | 3,150.00  | 4,050.00  | 10,150.00 |
| 卡隆威矿山       | 粗制氢氧化钴产能（金属吨） | -         | -         | 3,500     | 3,500     |
|             | 产量（金属吨）       | -         | -         | 350       | 2,800     |
|             | 阴极铜产能（吨）      | -         | -         | 30,000    | 30,000    |
|             | 产量（吨）         | -         | -         | 3,000     | 24,000    |

资料来源：公司公告、太平洋有色

就整体而言，即便保守假定钴价格稳定在16.5美元/磅（约25.5万元/吨），我们估算2020-2022年，公司自产钴产品年收入增量也将达到6.39（+54.18%）、10.60（+58.24%）、32.43（+112.65%）亿元，按照2019年自产钴产品毛利率19.69测算，对应毛利年增量将达到1.26、2.09、6.39亿元。若考虑钴价上行，以及项目中铜的贡献，其利润增量将更为可观。

图表 10：未来两三年内公司钴产能将迅猛增长

| 项目       | 收入及毛利        | 2019A | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
|----------|--------------|-------|--------|--------|---------|
| 刚果（金）钴   | 钴价（美元/磅）     | 17.43 | 16.5   | 16.5   | 16.5    |
| 铜冶炼项目    | 预计收入（亿元）     | 3.75  | 8.02   | 14.82  | 21.31   |
| 科立鑫钴深加工  | 单位售价（万元/金属吨） | 33.04 | 32.30  | 32.30  | 32.30   |
|          | 预计收入（亿元）     | 8.05  | 10.17  | 13.08  | 32.78   |
| 卡隆威矿山    | 钴价（美元/磅）     | 17.43 | 16.5   | 19.8   | 23.76   |
|          | 预计收入（亿元）     | -     | -      | 0.89   | 7.13    |
| 收入合计（亿元） |              | 11.80 | 18.20  | 28.79  | 61.23   |
| yoy      |              |       | 54.18% | 58.24% | 112.65% |
| 毛利合计（亿元） |              | 2.32  | 3.58   | 5.67   | 12.06   |
| yoy      |              |       | 54.18% | 58.24% | 112.65% |

资料来源：公司公告、太平洋有色

另外我们特别要强调是，

**钴业务毛利率需要拆开看：**尽管因为钴价下行，导致公司钴材料业务毛利率大幅下降。但如果详细拆分看，这主要是因为钴贸易业务毛利率大幅回落导致，而公司重点发展的自产钴业务毛利率并未下降，2019年钴均价比2018年回落超过50%，但毛利率反而从16.11%提高到19.69%。

**自产钴毛利率有上行空间：**钴因为是小金属容易炒作，在行情好的时候现货贸易具有较高毛利率，但行情回落时又容易造成存货减值，导致毛利率为负。展望未来，钴价大概率底部企稳逐步上行，我们判断公司钴贸易毛利率，可能向公司其他金属贸易类业务靠拢，稳定在个位数区间。自产钴方面，由于冶炼企业普遍存在规模效应，随着产能规模的增长，单位生产成本会相应下降，因此我们判断公司自产钴毛利率仍有上升空间。

图表 11：公司自产钴毛利率仍逐步提升

| 产品名称   | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 钴材料业务  | 30.83% | 18.62% | 0.53%  |
| 其中：钴贸易 | 30.83% | 19.17% | -6.93% |
| 自产钴    | -      | 16.11% | 19.69% |

资料来源：公司公告、太平洋有色

## （二）印尼高冰镍项目即将投产，或贡献可观利润

由于新能源汽车高镍NCA、NCM811三元锂电池趋势确定，未来高镍三元材料放量将有效带动镍资源需求。短期叠加不锈钢行业复苏，公司镍项目投产后将有可观受益。

按照可研计划，盛屯矿业项目达产后年平均销售收入4.17亿美元，年平均税后利润9504万美元，投资利税率为31.11%，项目全投资内部收益率（税后）为25.14%，全投资回收期（税后）5.63年（含建设期）。对比华友钴业印尼高冰镍项目，项目内部收益

率为18.80%（所得税后），预计投资回收期（所得税后，含建设期）为6.78年，盛屯矿业项目盈利潜力较优。

以35.75%持股占比计算，项目预计达产后为上市公司年平均贡献归母净利润3400万美元（2.4亿元人民币）。需要强调的是此前测算项目经济效益时，按高冰镍9750美元/吨不含税价格进行，而目前镍市场价格已经高于此前测算价。

图表 12：盛屯矿业与华友钴业高冰镍项目对比

| 项目方       | 投资金额（万美元） | 产品/产能（镍金属量） | 工艺路线 | 内部收益率  | 投资回收期  | 预计投产时间 |
|-----------|-----------|-------------|------|--------|--------|--------|
| 盛屯矿业、青山集团 | 40,679.00 | 3.4 万吨高冰镍   | 火法   | 25.14% | 5.63 年 | 2020Q3 |
| 华友钴业、青山集团 | 52,000.00 | 4.5 万吨高冰镍   | 火法   | 18.80% | 6.78 年 | 2023   |

资料来源：公司公告、太平洋有色

图表 13：印尼高冰镍项目盈利测算（万美元）

| 时间       | 营业收入   | 总成本费用  | 利润总额   | 所得税   | 净利润    |
|----------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 第 1 年    | 29,750 | 23,541 | 6,210  | 1,381 | 4,829  |
| 第 2 年    | 42,501 | 30,520 | 11,981 | 2,995 | 8,986  |
| 第 3 年    | 42,501 | 30,520 | 11,981 | 2,995 | 8,986  |
| 第 4 年    | 42,501 | 30,211 | 12,290 | 3,072 | 9,217  |
| 第 5 年    | 42,501 | 29,784 | 12,716 | 3,179 | 9,537  |
| 第 6 年    | 42,501 | 29,435 | 13,065 | 3,266 | 9,799  |
| 第 7-16 年 | 42,501 | 29,073 | 13,427 | 3,357 | 10,071 |

注：可研假定建成后第一年达产70%，第二年及以后年份达产100%；生产期按16年计算。

资料来源：公司公告、太平洋有色

该项目据我们了解将在2020年8月投产。可研盈利测算，是假定建成后第一年达产70%，第二年及以后年份达产100%。按照实际进展，即假设2020年8月顺利投产，则对于2020-2022年，我们假定分别达产20%、70%、100%，预计分别贡献净利润约0.40、1.20、2.25亿人民币（归母口径）。

### （三）钴镍价格趋势向好，业绩弹性较为可观

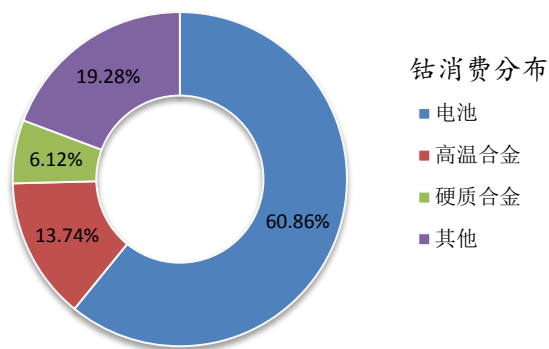
钴的下游消费主要为电池材料，占比超过60%，包括3C电池和新能源动力电池。

在新能源汽车不断普及的情况下，钴、镍作为三元动力电池的必备原材料，预计将呈现出快速增长的趋势。根据高工产研锂电研究所（GGII）调研数据，2019年国内锂电正极材料出货量40.4万吨，其中三元正极材料出货量19.2万吨，同比增幅40.7%。GGII预计2020年三元材料市场出货量占比将超过50%。特别是当前疫情下，欧盟正不断加大新能源汽车领域的政策支持力度，以此作为其“绿色复苏计划”的重要部分，可以预期欧洲主要国家新能源车渗透率将加速提升。另外随着5G的快速发展，智能手机等5G终端或将迎来新一轮的更迭；同时5G技术将进一步提高对手机电池带电量的需

求，同样将带动钴、镍金属需求的增长。

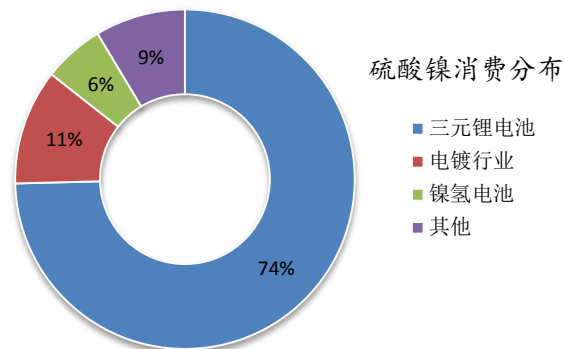
因此短期内我们预计钴、镍价格底部企稳并缓慢复苏，中长期钴、镍价格仍将有较大抬升空间。

图表 14：钴消费集中在电池领域



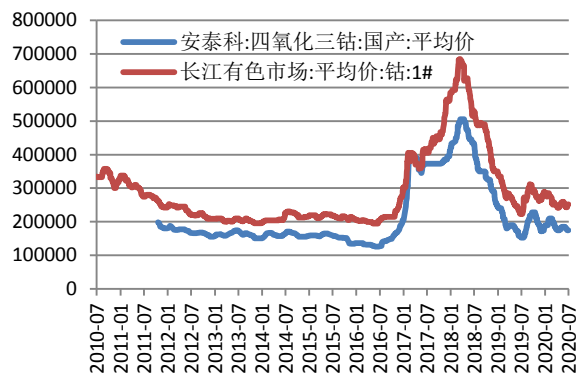
资料来源：Wind、太平洋有色

图表 15：硫酸镍主要用于三元锂电池



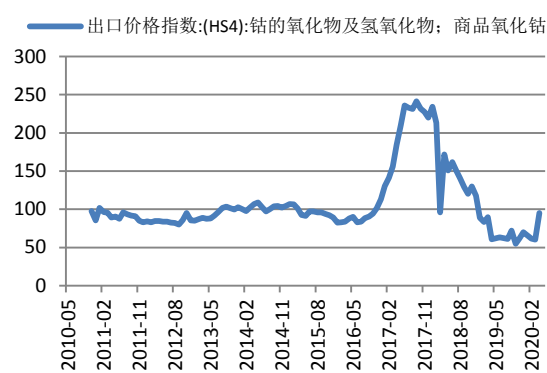
资料来源：Wind、太平洋有色

图表 16：钴价本轮底部企稳态势明显



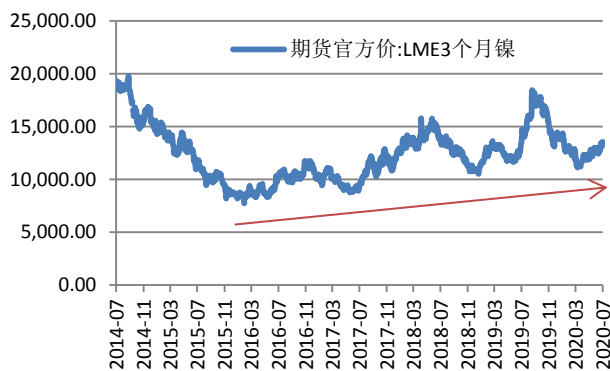
资料来源：Wind、太平洋有色

图表 17：钴产品出口价格企稳复苏



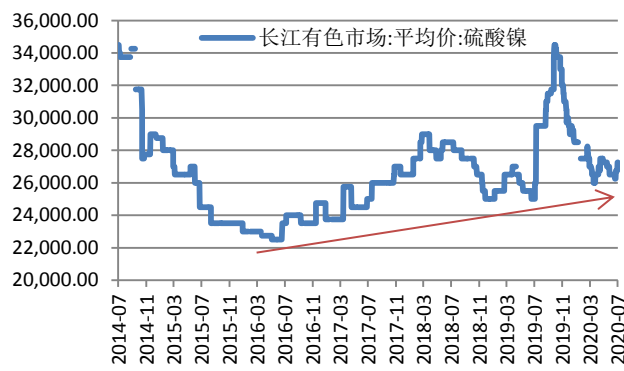
资料来源：Wind、太平洋有色

图表 18：镍价中枢近几年不断抬升



资料来源：Wind、太平洋有色

图表 19：硫酸镍价格中枢近几年不断抬升



资料来源：Wind、太平洋有色

在钴价16.5美元/磅基准情况下，我们测算公司2020-2022年毛利分别为3.58、5.67、12.06亿元，钴价每上涨1美元/磅，2020-2022年收入将分别提高1.1、1.75、3.7亿元，毛利分别至少增厚0.22、0.34、0.73亿元。同时若考虑规模效应下，毛利率具有显著的提升空间，则利润增厚将更为可观。

图表 20：自产钴业绩贡献相对钴价弹性测算

| 钴价(美元/磅)     | 16.5  | 17.5  | 18.5  | 19.5  | 20.5  |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 2020 年收入(亿元) | 18.20 | 19.30 | 20.40 | 21.50 | 22.61 |
| 毛利(亿元)       | 3.58  | 3.80  | 4.02  | 4.23  | 4.45  |
| 2021 年收入(亿元) | 28.79 | 30.54 | 32.28 | 34.03 | 35.77 |
| 毛利(亿元)       | 5.67  | 6.01  | 6.36  | 6.70  | 7.04  |
| 2022 年收入(亿元) | 61.23 | 64.94 | 68.65 | 72.36 | 76.07 |
| 毛利(亿元)       | 12.06 | 12.79 | 13.52 | 14.25 | 14.98 |

资料来源：公司公告、太平洋有色

### 三、行业估值修复，且公司在新能源金属中低估

我们认为公司估值修复动力较强，一方面是来自于无钴化证伪后的行业估值修复，另外是公司新能源金属属性逐步强化，所带来的估值提升空间。

#### (一) 无钴化短期证伪，钴产业链估值压制消除

2020年初有消息称特斯拉正在与宁德时代针对电池“无钴化”进行商谈，而包括三星、松下在内的电池巨头，也纷纷提出无钴化技术路线。无钴化的担忧对钴价和钴板块企业的估值产生了直接压制。

不过随后6月16日，有媒体爆料称特斯拉从Glencore公司购买钴，交易量可能高达每年6000吨。这表明尽管特斯拉一直在提无钴化技术，但产业需求层面仍然少不了对钴的旺盛需求。实际上包括松下与三星所谓的无钴化电池，也尚处在研发阶段，产品何时能够推向市场并大规模产业化仍是未知数。不仅是无钴，甚至于低钴高镍仍然没有完全形成替代现实。

含钴正极材料短期仍将作为电池材料的主流技术路线，特别是应用于高端市场，钴中期内仍是电池材料的刚性需求。无钴化的短期应用证伪，使得市场对钴的需求和应用重新评估，这直接带动了钴价企稳和钴板块估值修复。

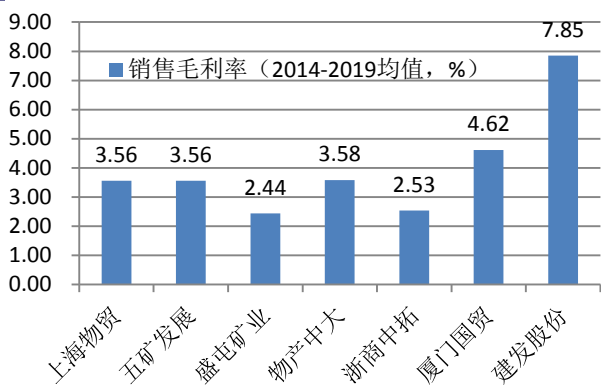
#### (二) 公司并未完全享受新能源金属企业估值

**有色金属贸易行业市场集中度低，参与者无定价权：**有色金属贸易领域进入门槛较低，参与企业数量众多，包括金属生产者、消费者、贸易商、共同基金、对冲基金、投资银行、普通个人投资者等，市场集中度较低。同时，有色金属产品具有庞大的现

货交易市场和期货交易市场，能形成公开、连续、公允的价格，单一有色金属贸易商无法拥有市场的定价权。

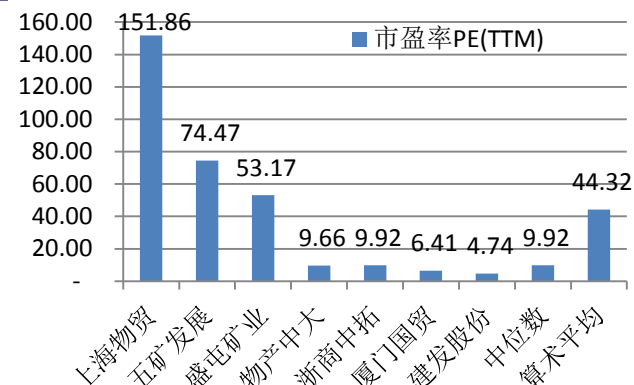
**低毛利的金属贸易和产业链服务难以享受更高估值：**基于以上因素，有色金属贸易行业属于完全竞争行业，因而金属贸易和产业链服务长期以来是一类高成本低毛利的业务，核心是靠规模运营和精细化服务取胜。这类业务本质上并没有任何壁垒和进入障碍，更无所谓成长性，因此整体难以享受高估值。我们认为盛屯矿业当前估值正是受此拖累。

图表 21：金属贸易类上市公司销售毛利率普遍较低



资料来源：Wind，太平洋有色

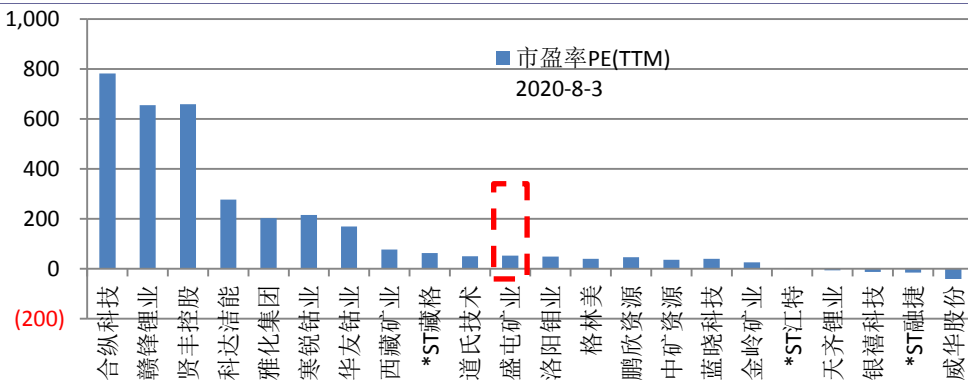
图表 22：金属贸易类企业估值普遍较低 (20200707)



资料来源：Wind，太平洋有色

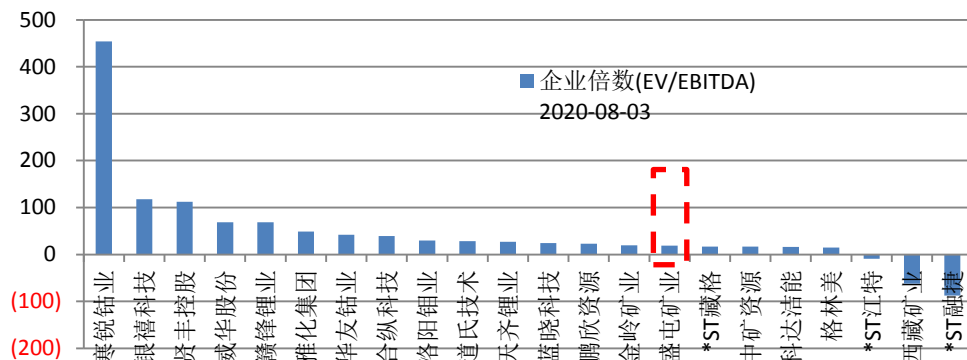
从新能源企业估值对比看，盛屯矿业明显低估。按市盈率（TTM）看，行业均值202.55倍，中位数63.04倍（以上剔除负值），而盛屯矿业仅有53.17倍；按企业倍数（EV/EBITDA）看，行业均值62.43倍，中位数28.20倍（以上剔除负值），而盛屯矿业18.90倍；从市净率（MRQ）看，行业均值3.91倍，中位数2.52倍，而盛屯矿业1.63倍。

图表 23：盛屯矿业在所有新能源金属上市公司中市净率偏低



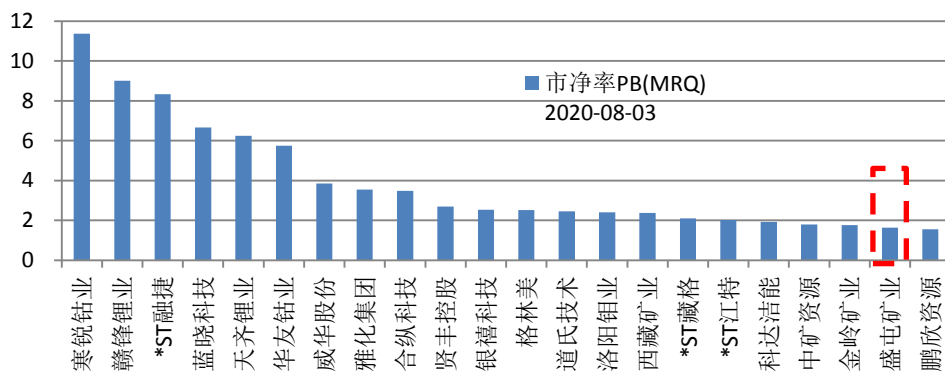
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表 24：盛屯矿业在所有新能源金属上市公司中企业倍数偏低



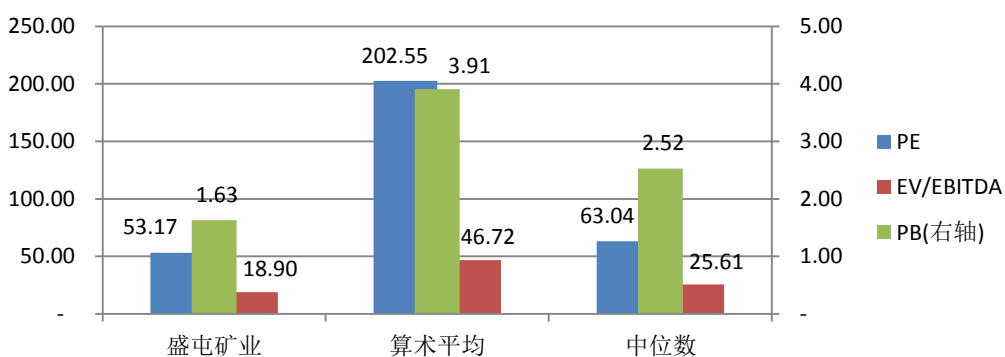
资料来源：公司公告、太平洋有色

图表 25：盛屯矿业在所有新能源金属上市公司中市净率偏低



资料来源：公司公告、太平洋有色

图表 26：盛屯矿业估值整体低于新能源金属行业平均



资料来源：公司公告、太平洋有色

#### 四、投资建议：业绩估值双驱动，维持买入评级

我们估算盛屯矿业2020-2022年将实现归母净利润4.54、8.90、15.06亿元，对应EPS分别为0.20、0.39、0.65元/股，动态PE分别为32.30X、16.47X、9.73X。考虑到公司钴产业链形成完整链条，同时是稀缺的新能源镍标的，我们认为公司估值有向行业均值

修复的动力。6个月内给予50倍PE，目标价10元/股，维持买入评级，看好其在业绩和估值双驱动下的股价弹性。

图表 27：盛屯矿业预测收入及成本

| 指标名称              | 2019A            | 2020E            | 2021 E           | 2022 E           |
|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>自产矿产品</b>      |                  |                  |                  |                  |
| 收入（百万元）           | 335.89           | 366.17           | 397.27           | 335.89           |
| 成本（百万元）           | 161.79           | 119.88           | 129.44           | 138.61           |
| <b>钴材料业务</b>      |                  |                  |                  |                  |
| 收入（百万元）           | 2,467.46         | 3,684.57         | 5,027.41         | 7,760.09         |
| 成本（百万元）           | 2,454.47         | 3,324.44         | 4,361.35         | 6,462.05         |
| <b>金属产业链产品及其他</b> |                  |                  |                  |                  |
| 收入（百万元）           | 29,387.86        | 29,681.74        | 29,978.55        | 30,278.34        |
| 成本（百万元）           | 28,945.25        | 29,236.51        | 29,528.87        | 29,824.16        |
| <b>金属冶炼及综合回收</b>  |                  |                  |                  |                  |
| 收入（百万元）           | 5,078.79         | 6,301.35         | 9,261.71         | 11,689.90        |
| 成本（百万元）           | 4,455.17         | 5,545.19         | 8,057.69         | 10,053.31        |
| <b>总收入</b>        | <b>40,003.54</b> | <b>44,633.84</b> | <b>50,125.60</b> | <b>40,003.54</b> |
| <b>总成本</b>        | <b>36,016.68</b> | <b>38,226.01</b> | <b>42,077.35</b> | <b>46,478.14</b> |
| <b>总毛利</b>        | <b>1,297.59</b>  | <b>1,777.53</b>  | <b>2,556.49</b>  | <b>3,647.46</b>  |
| <b>综合毛利率（%）</b>   | <b>3.48%</b>     | <b>4.44%</b>     | <b>5.73%</b>     | <b>7.28%</b>     |

资料来源：公司公告、太平洋有色

## 五、风险提示

（1）下游需求不及预期，导致钴价波动风险；（2）项目投产进度不及预期；（3）汇率波动风险。

| 资产负债表(百万) |       |       |       |       |       | 利润表(百万)      |         |         |        |        |        |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|---------|---------|--------|--------|--------|
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |              | 2018A   | 2019A   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 货币资金      | 1069  | 1954  | 1511  | 1511  | 1511  | 营业收入         | 33925   | 37314   | 40004  | 44634  | 50126  |
| 应收和预付款项   | 675   | 853   | 821   | 915   | 1028  | 营业成本         | 32449   | 36017   | 38226  | 42077  | 46478  |
| 存货        | 3493  | 3857  | 3650  | 4110  | 4506  | 营业税金及附加      | 51      | 65      | 68     | 89     | 125    |
| 其他流动资产    | 2999  | 3324  | 3582  | 3855  | 4164  | 销售费用         | 140     | 164     | 240    | 290    | 376    |
| 流动资产合计    | 8236  | 9988  | 9564  | 10391 | 11209 | 管理费用         | 274     | 355     | 480    | 536    | 652    |
| 长期股权投资    | 536   | 421   | 421   | 421   | 421   | 财务费用         | 294     | 291     | 316    | 400    | 472    |
| 投资性房地产    | 2     | 15    | 15    | 15    | 15    | 资产减值损失       | 180     | 169     | 167    | 176    | 177    |
| 固定资产      | 1832  | 2670  | 3336  | 4006  | 4622  | 投资收益         | 112     | 31      | 31     | 31     | 31     |
| 在建工程      | 766   | 217   | 217   | 217   | 217   | 公允价值变动       | 22      | 81      | 51     | 51     | 51     |
| 无形资产开发支出  | 3055  | 3274  | 3275  | 3293  | 3274  | 营业利润         | 617     | 330     | 537    | 1090   | 1862   |
| 长期待摊费用    | 118   | 142   | 142   | 142   | 142   | 其他非经营损益      | 41      | 25      | 25     | 25     | 25     |
| 其他非流动资产   | 1779  | 2267  | 2144  | 2015  | 1930  | 利润总额         | 659     | 355     | 562    | 1115   | 1887   |
| 资产总计      | 16324 | 18995 | 19115 | 20500 | 21832 | 所得税          | 101     | 25      | 79     | 167    | 283    |
| 短期借款      | 1966  | 2075  | 2791  | 2457  | 1546  | 净利润          | 558     | 330     | 483    | 948    | 1604   |
| 应付和预收款项   | 2659  | 3689  | 2940  | 3394  | 3691  | 少数股东损益       | 63      | 11      | 30     | 58     | 98     |
| 长期借款      | 216   | 17    | 17    | 17    | 17    | 归母股东净利润      | 495     | 320     | 454    | 890    | 1506   |
| 其他负债      | 2932  | 4042  | 3712  | 4030  | 4371  | 预测指标         |         |         |        |        |        |
| 负债合计      | 7773  | 9824  | 9461  | 9898  | 9625  |              | 2018A   | 2019A   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 股本        | 1831  | 2308  | 2308  | 2308  | 2308  | 毛利率          | 4.35%   | 3.48%   | 4.44%  | 5.73%  | 7.28%  |
| 资本公积      | 4640  | 4935  | 4935  | 4935  | 4935  | 销售净利率        | 1.46%   | 0.86%   | 1.13%  | 1.99%  | 3.00%  |
| 留存收益      | 1469  | 1743  | 2197  | 3087  | 4592  | 销售收入增长率      | 48.52%  | 9.99%   | 7.21%  | 11.57% | 12.30% |
| 归母公司股东权益  | 7989  | 9025  | 9478  | 10368 | 11873 | EBIT 增长率     | -21.17% | -30.54% | 40.42% | 69.62% | 53.58% |
| 少数股东权益    | 562   | 147   | 177   | 235   | 333   | 净利润增长率       | -24.14% | -35.44% | 42.01% | 96.09% | 69.22% |
| 股东权益合计    | 8551  | 9172  | 9655  | 10602 | 12206 | ROE          | 6.20%   | 3.54%   | 4.79%  | 8.58%  | 12.68% |
| 负债和股东权益   | 16324 | 18995 | 19115 | 20500 | 21832 | ROA          | 3.03%   | 1.68%   | 2.37%  | 4.34%  | 6.90%  |
| 现金流量表(百万) |       |       |       |       |       | ROIC         | 10.05%  | 9.30%   | 9.99%  | 12.86% | 17.09% |
|           | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | EPS(X)       | 0.21    | 0.14    | 0.20   | 0.39   | 0.65   |
| 经营性现金流    | 1154  | 690   | -24   | 1455  | 2020  | PE(X)        | 21.31   | 38.21   | 32.30  | 16.47  | 9.73   |
| 投资性现金流    | -833  | -1074 | -919  | -988  | -994  | PB(X)        | 1.32    | 1.35    | 1.55   | 1.41   | 1.23   |
| 融资性现金流    | -455  | 330   | 500   | -467  | -1026 | PS(X)        | 0.25    | 0.33    | 0.37   | 0.33   | 0.29   |
| 现金增加额     | -134  | -54   | -443  | 0     | 0     | EV/EBITDA(X) | 8.70    | 13.57   | 13.13  | 8.22   | 5.30   |

资料来源：WIND，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                     |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com       |
| 华北销售副总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com        |
| 华北销售    | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com        |
| 华东销售总监  | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com       |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com       |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com         |
| 华东销售    | 郭瑜  | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com        |
| 华东销售    | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com         |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com      |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com      |
| 华南销售    | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售    | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com         |



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。