

盛屯矿业 (600711.SH)

镍钴价格上涨, 有望增厚公司业绩

核心观点:

- **事件。**公司发布 2020 年半年报, 上半年实现营业收入 221.65 亿元, 同比增加 57.09%; 归母净利 0.44 亿元, 同比下降 31.52%; 扣非净利润为 0.36 亿元, 同比扭亏为盈; EPS 为 0.019 元/股, 同比下降 36.67%。
- **镍: 镍价上涨, 镍业启航在即, 有望持续增厚公司业绩。**近期镍价不断上行, 上期所镍主力合约已由 4 月初的约 9 万/吨上涨至 8 月 8 日的 11.37 万/吨。盛屯矿业印尼 3.4 万吨镍金属量高冰镍项目, 携手青山集团, 即将于近期投产。根据公司公告, 项目投产后预计年平均销售收入、利润总额分别为 41,704、12,657 万美元。INSG 预计到 2030 年, 电池用镍的镍消耗量将达到 75 万吨, 镍行业有广阔发展空间。
- **钴: 钴价格上涨, 有望提升盈利水平。**由于供需错配, 钴价目前正持续上涨, 根据安泰科, 8 月 7 日, 四氧化三钴已经上涨至 21-21.6 万元/吨, 钴价上涨, 有望提升公司利润。同时, 公司积极布局的钴材料业务全产业链将迎来收获: 现有刚果(金)铜钴项目年产能 30,000 吨铜、3,500 吨粗制氢氧化钴(金属量), 正在积极推进刚果金年产 30,000 吨铜、5,800 吨粗制氢氧化钴(金属量)湿法项目和恩祖里卡隆威铜钴矿山的建设。未来钴深加工产品产能有望达到 1.5 万金属吨。公司钴产品进入厦钨等主流材料厂供应链。
- **投资建议。**我们预计公司 2020-22 年 EPS 为 0.18/0.36/0.52 元, 按 8 月 10 日收盘价对应 PB 为 1.70/1.57/1.40 倍。考虑公司主营相关镍、钴产品价格均上涨, 镍项目即将投产贡献利润, 参考可比公司估值, 给予 20 年 1.9 倍 PB, 合理价值为 7.78 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。**项目投产进度及产能释放不及预期风险, 金属价格波动风险, 海外投资风险; 资产减值、市场和其他风险等。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,925	37,314	38,384	42,642	44,107
增长率(%)	48.5	10.0	2.9	11.1	3.4
EBITDA(百万元)	1,157	942	1,100	1,534	1,951
归母净利润(百万元)	495	320	424	821	1,198
增长率(%)	-24.1	-35.4	32.7	93.5	46.0
EPS(元/股)	0.27	0.14	0.18	0.36	0.52
市盈率(P/E)	16.91	38.21	37.99	19.63	13.44
ROE(%)	6.2	3.5	4.5	8.0	10.4
EV/EBITDA	8.70	13.57	15.10	10.73	8.14

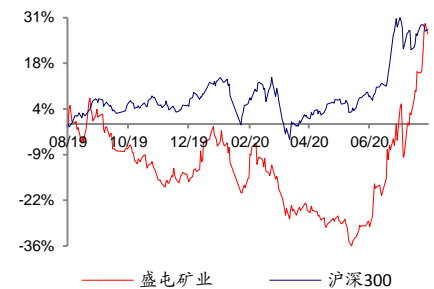
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	6.98 元
合理价值	7.78 元
前次评级	买入
报告日期	2020-08-11

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

相关研究:

盛屯矿业(600711.SH):乘三元之风, 钴业常青, 镍业启航 2020-07-05

联系人:

陈先龙

chenxianlong@gf.com.cn

公司仍然聚焦钴、镍、锌、铜金属品种，加快优质产能并购，加快海外项目建设投产，国际化步伐进一步加快，整体资产规模和资产质量得到持续稳定发展。截至 2020 年 6 月 30 日，公司总资产为 237.42 亿元，比上年度末增长 24.99%；公司归母净资产为 93.41 亿元，比上年度末增长 3.50%。2020 年上半年公司实现营业收入 221.65 亿元，同比上涨 57.09%；归属于上市公司股东的净利润为 0.44 亿元，同比下降 31.52%。

（一）钴材料业务

公司在刚果（金）已建成的铜钴冶炼项目稳定经营生产，2020 年一季度，公司对刚果（金）盛屯资源（CCR）进行了技改扩产，目前产能已达到年产 30,000 吨铜、3500 吨钴。报告期，刚果（金）盛屯资源（CCR）共生产铜金属 10,305 吨，其中一季度产 3,758 吨，二季度产 6,547 吨；报告期共产粗制氢氧化钴 1,626 金属吨，其中一季度产 625 金属吨，二季度产 1,001 金属吨。随着产能提升以及金属价格触底回升，预计下半年效益会进一步释放。

（二）镍业务

公司控股子公司友山镍业在印度尼西亚纬达贝工业园投建年产 3.4 万吨镍金属量高冰镍项目。目前该项目处于安装调试阶段，即将在近期投入生产。该项目设计产能为年产高冰镍 43,590 吨，高冰镍含镍量 34,000 吨。预计友山镍业将会在下半年进入稳定生产期，将为公司产生效益。

（三）国内有色金属采选

公司矿山主要生产品种为锌、铜、铅、金、钨、锡。有色金属采选业务近年一直保持稳定发展趋势。2020 年上半年主要矿山实现销售收入 1.12 亿元，毛利为 0.44 亿元。报告期内公司下属埃玛矿业、银鑫矿业、华金矿业正常开展生产。公司在云南的矿山恒源鑫茂矿业和大理三鑫矿业仍然处于证照办理和矿山建设阶段。

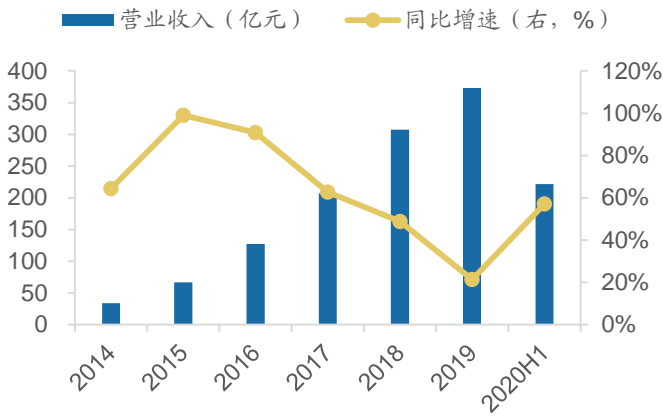
（四）锌锗冶炼及综合回收

四环锌锗正常开展生产经营活动，四环锌锗现拥有锌锭产能 22 万吨/年，高纯二氧化锗产能 40 吨/年。2020 年上半年四环锌锗自产锌锭 11.31 万吨，生产高纯二氧化锗 6.45 吨。

（五）金属贸易及服务

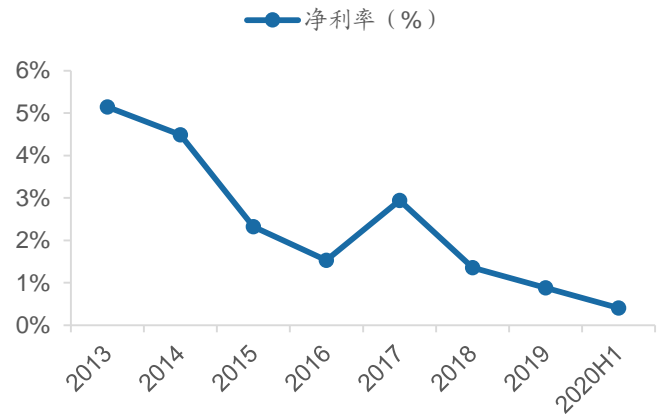
公司金属贸易及服务主要为有色金属产业链上下游企业提供矿产品原材料采购、金属产成品购销，以及金属产业链上各项服务。报告期内，公司金属贸易及服务实现营业收入 185.72 亿元，实现毛利 1.54 亿元。

图1: 公司年度营收



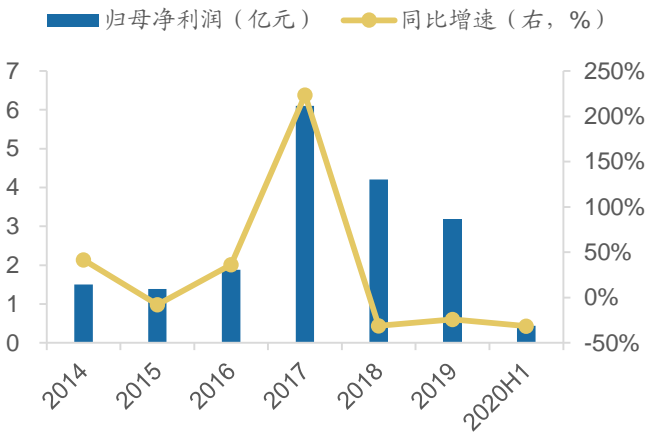
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图2: 公司净利率



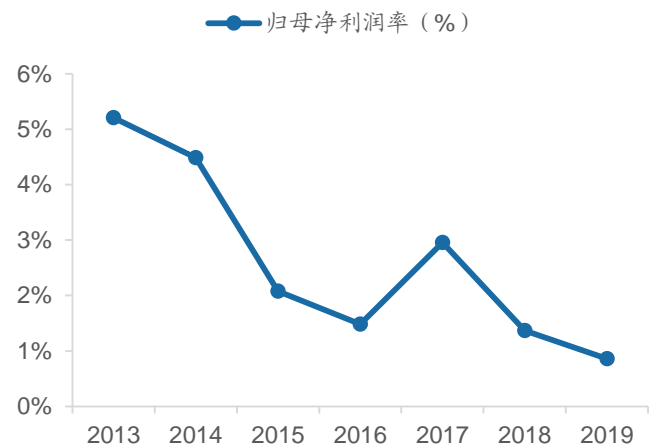
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图3: 公司归母净利润



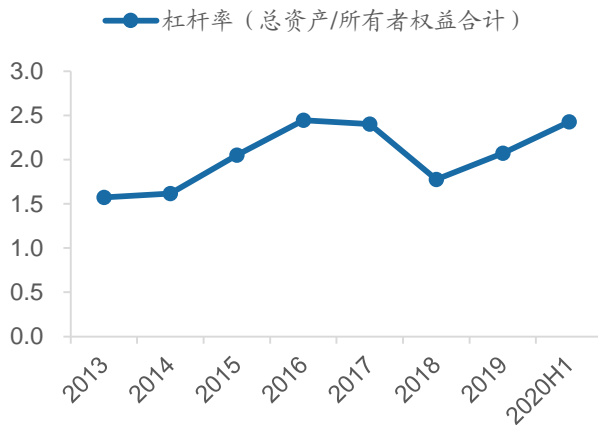
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 归母净利润率



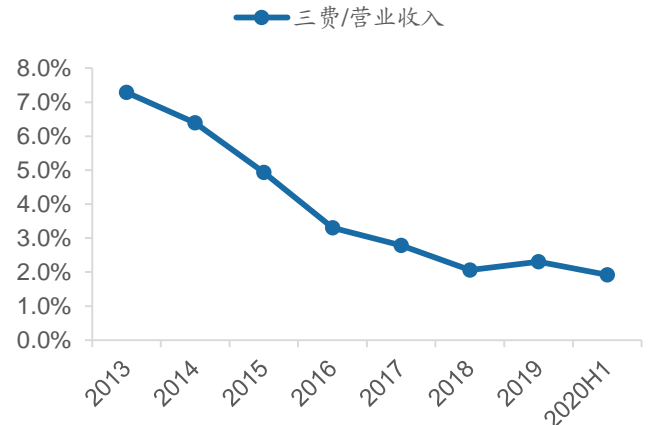
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 公司杠杆率



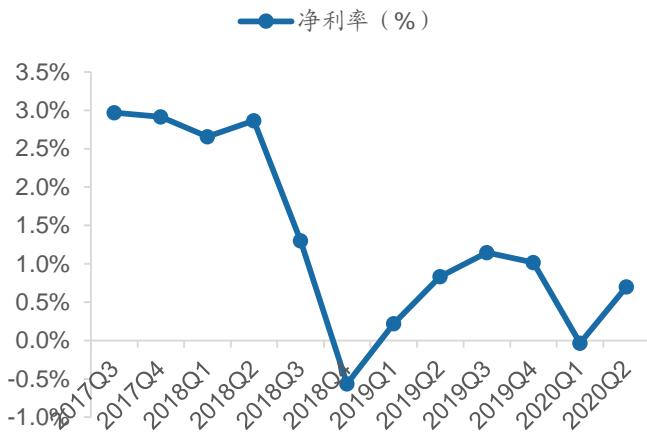
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 公司三费/营业收入



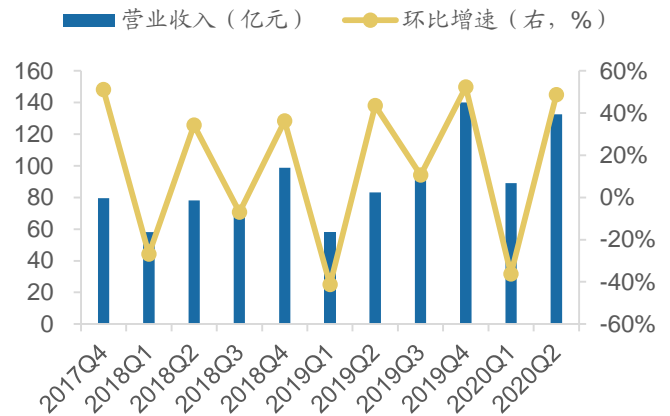
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 公司净利率 (季度)



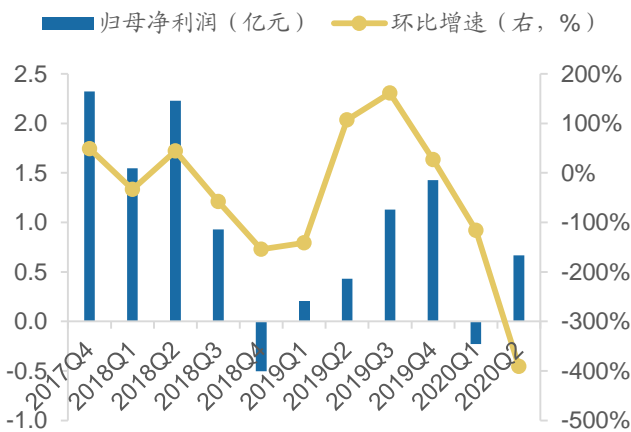
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 公司营业收入 (季度)



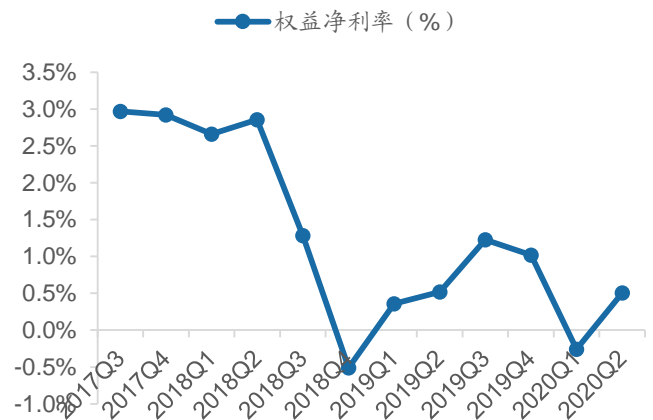
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 公司归母净利润 (季度)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图10: 公司权益净利率 (季度)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

投资建议

表1: 可比公司估值表 (Wind一致预期)

可比公司	PE			PB		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
华友钴业	70.3	40.4	29.6	5.7	5.1	4.4
寒锐钴业	92.5	44.9	33.6	13.0	10.5	8.3
洛阳钼业	49.2	37.1	29.6	2.1	2.0	1.9
驰宏锌锗	37.3	32.6	24.1	1.5	1.4	1.2
均值	62.3	38.8	29.2	5.6	4.7	4.0

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

我们预计公司 2020-22 年 EPS 为 0.18/0.36/0.52 元, 按 8 月 10 日收盘价对应 PB 为 1.70/1.57/1.40 倍。考虑公司主营相关镍、钴产品价格均上涨, 镍项目即将投产贡献利润, 参考可比公司估值, 给予 20 年 1.9 倍 PB, 合理价值为 7.78 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

项目投产进度及产能释放不及预期风险。刚果金氢氧化钴及印尼高冰镍项目投产进度及产能释放存在不确定性。

海外投资风险。公司分别在刚果金和印尼进行矿业投资, 投资金额较大, 回报存在不确定性, 盈利预测存在不确定性, 可能面临资金汇出和审批等风险, 投资方无法按期缴款的风险以及其他不可预见风险。

资产减值风险。包括但不限于因商品价格超预期下行导致存货减值, 因市场环境不利导致应收账款产生较大坏账, 因业绩不及预期导致商誉减值风险等。

市场风险。铜铅锌锡钴镍等金属价格回调以及其他相关金属价格波动风险, 新能源汽车产销量低于预期, 动力电池产销量低于预期。公司钴镍产品与新能源动力电池, 新能源车行业强相关, 可能面临政策变化、市场需求、技术路径选择和更新迭代等方面风险。

其他风险。如传统采选业务投产放量低于预期, 锌锗冶炼业绩低于预期等, 以及其他不可预见风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,236	9,988	9,007	10,424	11,698	经营活动现金流	1,154	690	843	1,161	1,631
货币资金	1,069	1,954	500	895	1,679	净利润	558	330	438	848	1,238
应收及预付	2,475	2,923	3,005	3,318	3,410	折旧摊销	205	280	390	390	390
存货	3,493	3,857	3,964	4,366	4,476	营运资金变动	116	-170	-62	-128	-60
其他流动资产	1,199	1,253	1,537	1,845	2,132	其它	275	249	76	51	62
非流动资产	8,088	9,008	9,078	9,438	9,808	投资活动现金流	-833	-1,074	-682	-978	-987
长期股权投资	536	421	307	183	68	资本支出	-547	-592	-567	-867	-867
固定资产	1,832	2,670	3,330	3,989	4,649	投资变动	-375	-501	-123	-123	-133
在建工程	766	217	117	317	517	其他	89	19	8	11	13
无形资产	3,055	3,274	2,937	2,600	2,262	筹资活动现金流	-455	330	-1,615	212	141
其他长期资产	1,900	2,425	2,387	2,349	2,312	银行借款	2,917	3,048	-1,534	259	200
资产总计	16,324	18,995	18,085	19,862	21,506	股权融资	1,431	814	0	0	0
流动负债	6,281	8,583	7,234	8,163	8,568	其他	-4,803	-3,532	-81	-46	-59
短期借款	1,966	2,075	541	800	1,000	现金净增加额	-134	-57	-1,454	395	785
应付及预收	3,346	5,246	5,393	5,955	6,121	期初现金余额	664	530	1,954	500	895
其他流动负债	969	1,262	1,299	1,408	1,447	期末现金余额	530	473	500	895	1,679
非流动负债	1,492	1,241	1,241	1,241	1,241						
长期借款	216	17	17	17	17						
应付债券	458	100	100	100	100						
其他非流动负债	818	1,123	1,123	1,123	1,123						
负债合计	7,773	9,824	8,475	9,404	9,809						
股本	1,831	2,308	2,308	2,308	2,308						
资本公积	4,640	4,935	4,935	4,935	4,935						
留存收益	1,469	1,743	2,168	2,988	4,186						
归属母公司股东权益	7,989	9,025	9,449	10,270	11,468						
少数股东权益	562	147	161	189	229						
负债和股东权益	16,324	18,995	18,085	19,862	21,506						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33,925	37,314	38,384	42,642	44,107
营业成本	32,449	36,017	37,020	40,771	41,795
营业税金及附加	51	65	67	74	77
销售费用	140	164	169	187	194
管理费用	274	355	365	406	419
研发费用	59	52	53	59	61
财务费用	294	291	252	237	235
资产减值损失	-180	-169	-27	-40	-40
公允价值变动收益	22	81	0	0	0
投资净收益	112	31	32	35	36
营业利润	617	330	472	912	1,332
营业外收支	41	25	0	0	0
利润总额	659	355	472	912	1,332
所得税	101	25	33	64	94
净利润	558	330	438	848	1,238
少数股东损益	63	11	14	27	40
归属母公司净利润	495	320	424	821	1,198
EBITDA	1,157	942	1,100	1,534	1,951
EPS (元)	0.27	0.14	0.18	0.36	0.52

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	48.5%	10.0%	2.9%	11.1%	3.4%
营业利润增长	-28.0%	-46.5%	42.8%	93.5%	46.0%
归母净利润增长	-24.1%	-35.4%	32.7%	93.5%	46.0%
获利能力					
毛利率	4.4%	3.5%	3.6%	4.4%	5.2%
净利率	1.6%	0.9%	1.1%	2.0%	2.8%
ROE	6.2%	3.5%	4.5%	8.0%	10.4%
ROIC	7.1%	5.3%	6.2%	9.1%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	51.7%	46.9%	47.3%	45.6%
净负债比率	90.9%	107.1%	88.2%	89.9%	83.9%
流动比率	1.31	1.16	1.25	1.28	1.37
速动比率	0.47	0.47	0.40	0.46	0.56
营运能力					
总资产周转率	2.08	1.96	2.12	2.15	2.05
应收账款周转率	57.24	49.34	49.34	49.34	49.34
存货周转率	9.71	9.67	9.68	9.77	9.85
每股指标 (元)					
每股收益	0.27	0.14	0.18	0.36	0.52
每股经营现金流	0.63	0.30	0.37	0.50	0.71
每股净资产	4.36	3.91	4.09	4.45	4.97
估值比率					
P/E	16.91	38.21	37.99	19.63	13.44
P/B	1.05	1.35	1.70	1.57	1.40
EV/EBITDA	8.70	13.57	15.10	10.73	8.14

广发有色行业研究小组

- 巨国贤**：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 宫帅**：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 陈先龙**：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持**：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有**：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。