

量价齐升，业绩超预期，未来镍板块有望持续增厚业绩

投资要点

- **事件:** 公司发布 2020 年三季报, 2020 年前三个季度公司实现营收 328.76 亿元, 同比增长 41%, 实现归母净利润 2.7 亿元, 同比增长 53%, 实现扣非后的归母净利润 2.9 亿元, 同比增长 346.6%; 其中 Q3 单季度实现营收 107 亿元, 同比增长 16.5%, Q3 单季度实现归母净利润 2.26 亿元, 同比增长 100%, 环比增长 237%。
- **Q3 业绩超预期, 铜钴量价齐升增厚公司利润。** 1) 电解铜量价齐升, Q3 季度 LME 铜价环比增长 21%, 同比增长 12%, 同时公司于 2018 年底投产, 在 2020 年产能又得到提升的刚果金的 3 万吨铜和 3500 吨钴的生产线, 在 Q3 季度产销量持续攀升, 盈利能力大幅提高; 2) 金属钴价格环比持稳上涨、成本下降: 电钴 Q3 季度环比上涨了 7%, 海外 MB 钴价环比持平, 同时随着高价钴库存的消耗导致钴产品成本的下降。
- **公司镍板块产能释放将持续增厚业绩。** 公司在印尼布局的 3.4 万吨高冰镍项目目前前段工序镍铁产品线已经打通, 在今年 9 月份 1 号电炉顺利投产生产出第一批镍铁, 2020 年底前其他电炉有望陆续投产, 随着镍铁产量的提升, 有望持续增厚公司业绩。
- **铜钴产能持续提升, 公司具备成长性。** 1) 2020 年 2 月公司发行可转债募集资金准备投资扩建的刚果金年产 3 万吨铜, 5800 吨粗制氢氧化钴项目, 预计 2021 年投产。2) 恩祖里卡隆威项目设计年产电解铜 3 万吨, 粗制氢氧化钴 3500 吨, 预计 22 年投产。2020 年公司具备电解铜产能 30000 吨, 粗制氢氧化钴产能 3500 吨, 到 2021 年, 公司粗钴产能将达 9300 吨/年, 电解铜产能将达 60000 吨/年。伴随公司对卡隆威的开发建设, 预计到 2022 年公司将拥有 12856 吨/年粗制氢氧化钴产能以及 90000 吨/年电解铜产能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 5.04、7.6 和 10.5 亿元; 对应 P/E 为 27X、18X、13X, 我们看好公司在新能源上游镍板块的布局以及未来铜钴产能的持续提升, 根据 2021 年行业可比公司 PE 均值, 给予公司 25 倍 PE, 对应目标价 8.25 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 钴、镍价格大幅波动风险、钴矿供应大幅增加的风险、新能源汽车销量不及预期风险、新增产能达产进度不及预期风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	37314.27	40050.00	43034.35	46286.65
增长率	21.33%	7.33%	7.45%	7.56%
归属母公司净利润 (百万元)	319.50	503.91	762.69	1052.39
增长率	-23.97%	57.72%	51.35%	37.98%
每股收益 EPS (元)	0.14	0.22	0.33	0.45
净资产收益率 ROE	3.60%	5.43%	7.67%	9.70%
PE	43	27	18	13
PB	1.52	1.46	1.36	1.25

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邱培宇
 执业证号: S1250520070001
 电话: 021-58351893
 邮箱: qiupuy@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-58251918
 邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	23.14
流通 A 股(亿股)	19.14
52 周内股价区间(元)	3.57-7.15
总市值(亿元)	137.25
总资产(亿元)	237.39
每股净资产(元)	3.99

相关研究

1 公司概况：聚焦锌、钴、铜、镍贵金属，加快优质产能并购

盛屯矿业集团股份有限公司（以下简称“盛屯矿业”或公司），成立于 1992 年 9 月，于 1996 年在上海证券交易所上市。2007 年，公司开始向有色金属行业转型，不断并购优质矿山资源。目前，盛屯矿业仍然聚焦锌、钴、铜、镍金属品种，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。公司当前主营业务包括有色金属采选业务、钴材料业务以及金属产业链增值业务。

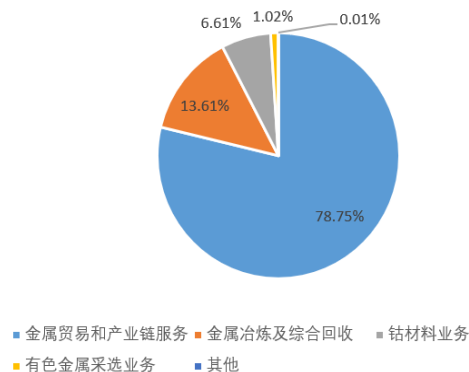
图 1：公司发展历程

◆ 1992 年，以社会募集方式组建成为股份有限公司	◆ 1996 年于上交所成功上市
◆ 2007 年，受让三富矿业 42% 股权向有色金属矿采选转型	◆ 2008 年，收购鑫盛矿业 60% 股权
◆ 2010 年，收购银鑫矿业 72% 股权	◆ 2011 年，收购风驰矿业 70% 股权
◆ 2012 年，收购深证源兴华 100% 股权；收购埃玛矿业 55% 股权；收购华金矿业 97% 股权	◆ 2016 年，布局钴材料业务。主要以贸易和委托待加工为主
◆ 2017 年，建设刚果金 3500 吨钴，10000 吨电极铜综合利用项目	◆ 2018 年，收购珠海科立鑫，布局钴材料深加工及钴回收业务
◆ 2019 年，收购四环锌锗，布局锌锗冶炼和回收业务；投资印尼镍项目，年产 3.4 万吨高冰镍，计划 2020 年 6 月投产	◆ 2020 年，完成对恩祖里铜矿的全资收购，包含 30 万吨铜、4 万吨钴储量；投资卡隆威矿山建设开发

数据来源：公司公告，西南证券整理

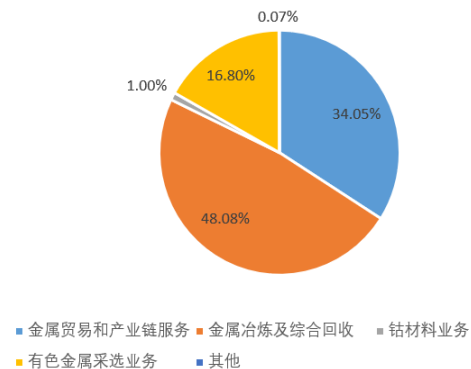
公司主营业务结构：2019 年年报数据显示，公司收入主要来自**金属贸易和产业链服务**，占比达 **78.75%**，毛利率为 1.50%。金属冶炼及综合回收的收入占营业收入的 13.61%，毛利率为 12.28%。钴材料业务受到钴价低迷的影响，该部分营业收入毛利率均有下滑，至 2019 年年底，钴材料业务的收入占比下滑至 6.61%，毛利率下滑至 0.53%。有色金属采选业务的收入占比仅为 1.02%，但其毛利率高达 57.44%。

图 2：公司 2019 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

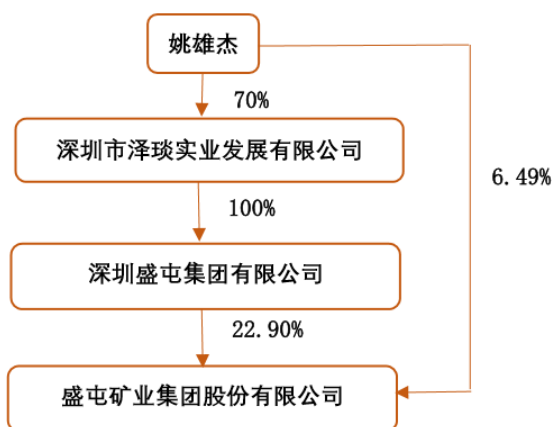
图 3：公司 2019 年主营业务毛利结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权控制结构：公司第一大股东为深圳盛屯集团有限公司，实际控制人为姚雄杰。截止到 2020 年 6 月，深圳盛屯集团持有上市公司 5.3 亿股，占公司股份比例为 22.9%，姚雄杰个人持有上市公司 0.6 亿股，占公司股份比例为 2.63%。深圳盛屯集团有限公司实际控制人姚雄杰，所以深圳盛屯集团有限公司和姚雄杰是一致行动人。据中登披露的全部质押数据统计，公司股权质押总量为 4.1 亿股，占公司 A 股合计比为 17.65%，质押率较低。

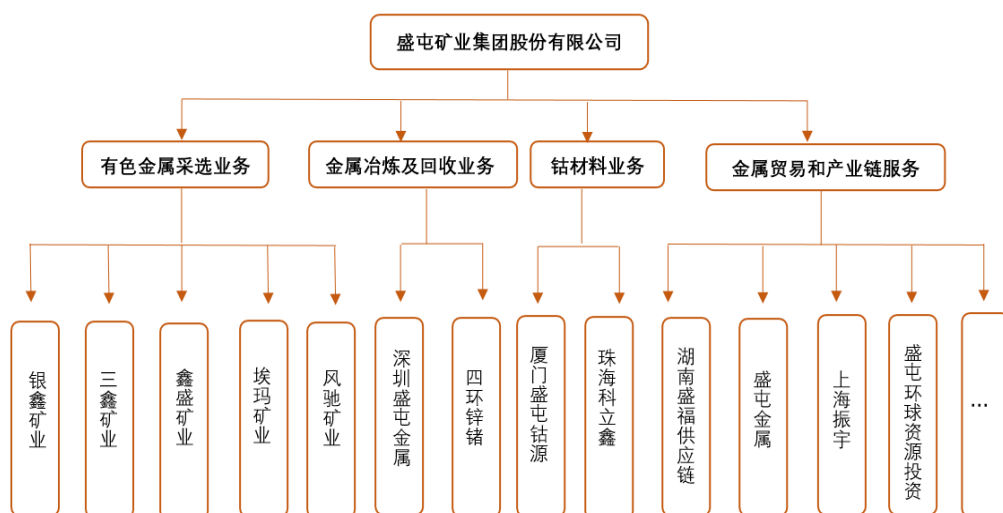
图 4：公司股权结构稳定



数据来源：公司公告，西南证券整理

截止 2019 年年底，公司拥有主要控股公司共 20 家，其中锡林郭勒盟银鑫矿业有限责任公司等主要从事矿产资源勘查、开采、选矿及矿产品经营；四川四环锌锗科技有限公司等公司主要从事金属冶炼及回收业务；珠海市科立鑫金属材料有限公司等主要从事钴材料业务；湖南盛福供应链有限公司等主要从事金属贸易和产业链服务等业务。

图 5：主要控股公司

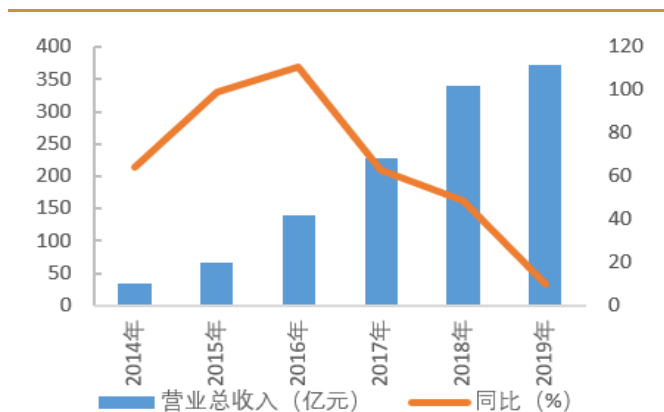


数据来源：公司公告，西南证券整理

铜钴产能持续提升，公司具备成长性。1) 2020 年 2 月公司发行可转债募集资金准备投资扩建的刚果金年产 3 万吨铜，5800 吨粗制氢氧化钴项目，预计 2021 年投产。2) 恩祖里卡隆威项目设计年产电解铜 3 万吨，粗制氢氧化钴 3500 吨，预计 22 年投产。2020 年公司具备电解铜产能 30000 吨，粗制氢氧化钴产能 3500 吨，到 2021 年，公司粗钴产能将达 9300 吨/年，电解铜产能将达 60000 吨/年。伴随公司对卡隆威的开发建设，预计到 2022 年公司 will 拥有 12856 吨/年粗制氢氧化钴产能以及 90000 吨/年电解铜产能。

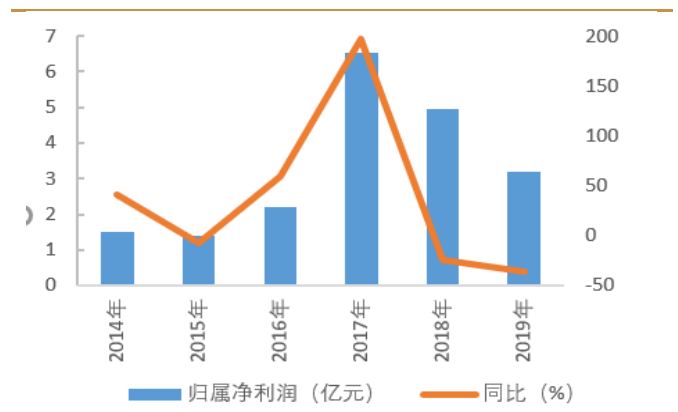
公司业绩状况：公司 2019 年实现营收 373.14 亿元，同比增长 9.99%；实现归母净利润 3.2 亿元，同比下降 35.44%。2020 年上半年公司实现营业收入 221.65 亿元，同比增长 57%；实现归母净利润 0.44 亿元，同比下降 31.5%。2019 年、2020 年上半年归母净利润较上年同期减少主要受钴等金属市场价格大幅波动以及疫情影响产品销售所致：2019 金属钴全年平均价格 27.8 元/吨，比 2018 年平均价 53.6 万元/吨，下跌 25.8 万元/吨，下降幅度达 48%。同时 2020 年上半年锌加工费有所回落，四环锌锗盈利水平下降以及科立鑫受疫情及海外需求影响，利润水平也相对疲弱。

图 6：公司 2014 年以来的营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：公司 2014 年以来的归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司 3500 吨粗钴、3 万吨电解铜项目产能持续释放，同时募投的 5800 吨粗钴、3 万吨铜于 2021 年投产，于 2022 年逐步释放产能；

假设 2：公司在印尼布局的 3.4 万吨高冰镍项目在 2021 年、2022 年产能分别达到 60%、100%；

假设 3：公司收入占比最大的金属贸易和产业链服务产品 2020-2022 年的毛利率水平维持在 1.5%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入毛利率如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
有色金属采选产品	收入	380.2	399.2	419.1	440.1
	增速	-16.1%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	57.4%	57.0%	57.0%	57.0%
钴材料产品	收入	2467.5	2837.6	3263.2	3752.7
	增速	-19.9%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	0.5%	10.9%	17.9%	23.6%
金属冶炼产品	收入	5078.8	5078.8	5078.8	5078.8
	增速	0%	0%	0%	0%
	毛利率	12.3%	12.3%	12.3%	12.3%
金属贸易和产业链服务产品	收入	29383.8	31734.5	34273.2	37015.1
	增速	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
	毛利率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
合计	收入	37314.3	40050.0	43034.4	46286.6
	增速	21.3%	7.3%	7.5%	7.6%
	毛利率	3.5%	4.1%	4.6%	5.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 400.5 亿元、430.3 亿元和 462.9 亿元，归母净利润分别为 5.04、7.6 和 10.5 亿元；对应 P/E 为 27X、18X、13X，我们看好公司在新能源上游镍板块的布局以及未来铜钴产能的持续提升，根据 2021 年行业可比公司 PE 均值，给予公司 25 倍 PE，对应目标价 8.25 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值比较

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603799.SH	华友钴业	38.7	0.11	0.68	1.14	1.61	355	57	34	24
300618.SZ	寒锐钴业	69.86	0.05	0.90	1.8	2.48	1597	78	39	28
002340.SZ	格林美	4.86	0.18	0.17	0.23	0.30	27	29	21	16
均值								55	31	23
600711.SH	盛屯矿业	5.93	0.14	0.22	0.33	0.45	43	27	18	13

数据来源：Wind，西南证券整理（注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.10.28 日收盘价）

3 风险提示

钴、镍价格大幅波动风险、钴矿供应大幅增加的风险、新能源汽车销量不及预期风险、新增产能达产进度不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	37314.27	40050.00	43034.35	46286.65	净利润	330.19	520.77	788.20	1087.58
营业成本	36016.68	38412.24	41073.10	43970.33	折旧与摊销	280.48	534.24	534.24	534.24
营业税金及附加	65.17	88.11	94.68	101.83	财务费用	290.72	418.88	421.16	404.57
销售费用	164.03	180.22	192.16	207.22	资产减值损失	-168.51	0.00	0.00	0.00
管理费用	354.84	420.52	437.65	475.82	经营营运资本变动	898.74	-1158.31	37.54	-93.10
财务费用	290.72	418.88	421.16	404.57	其他	-941.92	14.91	-17.02	6.02
资产减值损失	-168.51	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	689.70	330.50	1764.12	1939.32
投资收益	30.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1285.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	80.58	0.00	0.00	0.00	其他	211.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1074.35	0.00	0.00	0.00
营业利润	330.23	530.02	815.61	1126.88	短期借款	393.15	2574.28	-943.74	-1056.98
其他非经营损益	25.01	18.16	20.10	23.47	长期借款	-198.59	0.00	0.00	0.00
利润总额	355.24	548.18	835.70	1150.35	股权融资	1135.41	0.00	0.00	0.00
所得税	25.06	27.41	47.51	62.77	支付股利	-42.11	-63.90	-100.78	-152.54
净利润	330.19	520.77	788.20	1087.58	其他	-957.59	-790.11	-421.16	-404.57
少数股东损益	10.69	16.85	25.51	35.20	筹资活动现金流净额	330.27	1720.27	-1465.68	-1614.09
归属母公司股东净利润	319.50	503.91	762.69	1052.39	现金流量净额	-57.12	2050.77	298.44	325.23
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1954.23	4005.00	4303.44	4628.66	成长能力				
应收和预付款项	3203.09	3537.20	3749.85	4008.17	销售收入增长率	21.33%	7.33%	7.45%	7.56%
存货	3856.95	4098.84	4401.11	4705.68	营业利润增长率	-25.79%	60.50%	53.88%	38.16%
其他流动资产	973.34	1000.67	1050.86	1105.57	净利润增长率	-20.75%	57.72%	51.35%	37.98%
长期股权投资	421.49	421.49	421.49	421.49	EBITDA 增长率	7.16%	64.53%	19.41%	16.64%
投资性房地产	15.34	15.34	15.34	15.34	获利能力				
固定资产和在建工程	2887.17	2733.76	2580.35	2426.93	毛利率	3.48%	4.09%	4.56%	5.00%
无形资产和开发支出	4428.39	4061.79	3695.20	3328.61	三费率	2.17%	2.55%	2.44%	2.35%
其他非流动资产	1255.45	1241.21	1226.98	1212.75	净利率	0.88%	1.30%	1.83%	2.35%
资产总计	18995.44	21115.30	21444.61	21853.19	ROE	3.60%	5.43%	7.67%	9.70%
短期借款	2075.12	4649.40	3705.66	2648.68	ROA	1.74%	2.47%	3.68%	4.98%
应付和预收款项	5427.71	4850.59	5381.93	5853.32	ROIC	5.17%	7.48%	9.43%	11.87%
长期借款	17.34	17.34	17.34	17.34	EBITDA/销售收入	2.42%	3.70%	4.12%	4.46%
其他负债	2303.43	2007.39	2061.70	2120.83	营运能力				
负债合计	9823.60	11524.73	11166.63	10640.16	总资产周转率	2.30	2.00	2.02	2.14
股本	2308.03	2314.46	2314.46	2314.46	固定资产周转率	20.30	15.44	17.64	20.24
资本公积	4935.40	4928.97	4928.97	4928.97	应收账款周转率	58.29	49.45	49.46	50.39
留存收益	1743.39	2183.41	2845.32	3745.16	存货周转率	11.93	9.63	9.64	9.65
归属母公司股东权益	9024.97	9426.84	10088.75	10988.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.15%	—	—	—
少数股东权益	146.87	163.73	189.23	224.43	资本结构				
股东权益合计	9171.84	9590.57	10277.98	11213.03	资产负债率	51.72%	54.58%	52.07%	48.69%
负债和股东权益合计	18995.44	21115.30	21444.61	21853.19	带息债务/总负债	22.32%	41.36%	34.24%	26.00%
					流动比率	1.16	1.23	1.36	1.54
					速动比率	0.71	0.83	0.92	1.04
					股利支付率	13.18%	12.68%	13.21%	14.49%
					每股指标				
					每股收益	0.14	0.22	0.33	0.45
					每股净资产	3.90	4.07	4.36	4.75
					每股经营现金	0.30	0.14	0.76	0.84
					每股股利	0.02	0.03	0.04	0.07
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	901.43	1483.14	1771.01	2065.69					
PE	42.96	27.24	18.00	13.04					
PB	1.52	1.46	1.36	1.25					
PS	0.37	0.34	0.32	0.30					
EV/EBITDA	14.17	8.77	6.64	5.02					
股息率	0.31%	0.47%	0.73%	1.11%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn