

证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属冶炼

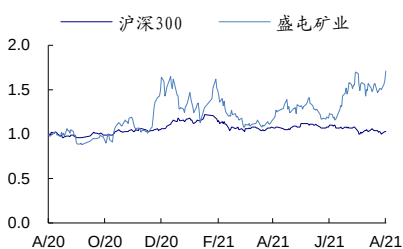
盛屯矿业(600711)
买入

2021 年半年度报告点评

(首次评级)

2021 年 08 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	2,690/2,469
总市值/流通(百万元)	27,439/25,184
上证综指/深圳成指	3,540/14,697
12 个月最高/最低(元)	10.54/5.18

证券分析师：刘孟峦

电话：010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

电话：021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040005

财报点评
上半年业绩表现亮眼，镍钴铜项目处于满产状态
● 上半年归母净利润 7.13 亿元，镍钴铜项目处于满产状态

公司上半年实现营收 231.38 亿元，同比+4.46%，其中自产营收 66.92 亿元，同比+108.99%；实现归母净利润 7.13 亿元，同比增长约 18 倍；实现扣非净利润 6.70 亿元，同比增长约 22 倍；实现经营活动产生的现金流量净额 15.87 亿元，同比转正。

公司单二季度实现营收 116.43 亿元，同比-12.13%，环比+1.29%；实现归母净利润 2.97 亿元，同比+343.59%，环比-28.84%；实现扣非归母净利润 2.48 亿元，同比+209.65%，环比-41.07%。公司二季度利润环比一季度有所下滑，主要是因为公司印尼镍金属项目在去年下半年投产，产能逐步爬坡，部分产量在今年一季度实现销售，二季度进入平稳运营的阶段。

公司今年上半年经营业绩同比实现大幅增长，主要是因为：1）市场对能源金属需求旺盛，价格上涨；2）公司投建的镍钴铜项目均处于历史最好的满产状态。其中，印尼镍金属项目于去年下半年投产，今年上半年顺利达产，经济效益显著；铜钴冶炼及四氧化三钴等材料产销量均较去年同期有大幅度提升，盈利能力持续增长。3）公司国内矿山及锌铅冶炼项目运行情况良好，产量较去年同期提升。

● 聚焦能源金属，上控资源，下拓材料

公司刚果(金)CCR 铜钴项目产能已达到年产 4 万吨铜和 3500 吨钴；CCM 在建年产 3 万吨铜和 5800 吨钴项目预计将于今年年底试车投产；卡隆威矿山年产 3 万吨铜和 3600 吨钴预计将于 2022 年建成并投产。另外公司印尼镍金属项目于去年下半年建成投产，目前已达到满产的状态，之后产品可进一步加工为硫酸镍等镍盐的高冰镍，打通从红土镍矿到新能源用镍的路径。公司在国内拥有钴深加工企业珠海科立鑫，此外还入股了厦钨新能源。未来三年公司将形成 12 万吨铜、4.5 万吨镍、1.6 万吨钴、30 万吨锌的年产能。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。

预计公司 2021-2023 年营收为 468.93/480.70/507.21 亿元，同比增速 19.5%/2.5%/5.5%，归母净利润为 15.17/17.89/27.69 亿元，同比增速 2467.8%/17.9%/54.8%；摊薄 EPS 为 0.56/0.66/1.03 元，当前股价对应 PE 为 18/15/10X。考虑到公司前期在新能源产业链布局逐步进入回报期，深度聚焦能源金属及材料生产，未来仍有巨大成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	39,236	46,893	48,070	50,721
(+/-%)	9.3%	19.5%	2.5%	5.5%
净利润(百万元)	59	1517	1789	2769
(+/-%)	-80.3%	2467.8%	17.9%	54.8%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.56	0.66	1.03
EBIT Margin	2.6%	8.2%	8.7%	10.6%
净资产收益率(ROE)	0.6%	12.9%	13.8%	18.5%
市盈率(PE)	455.6	18.1	15.3	9.9
EV/EBITDA	27.6	8.4	7.4	5.9
市净率(PB)	2.52	2.34	2.11	1.84

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

上半年业绩表现亮眼，镍钴铜项目均处于历史最好的满产状态

公司发布半年报：实现营收 231.38 亿元，同比+4.46%，其中自产营收 66.92 亿元，同比+108.99%；实现归母净利润 7.13 亿元，同比+1812.96%；实现扣非净利润 6.70 亿元，同比+2193.03%；实现经营活动产生的现金流量净额 15.87 亿元，同比转正。

公司单二季度实现营收 116.43 亿元，同比-12.13%，环比+1.29%；实现归母净利润 2.97 亿元，同比+343.59%，环比-28.84%；实现扣非归母净利润 2.48 亿元，同比+209.65%，环比-41.07%。公司二季度利润环比一季度有所下滑，主要是因为公司印尼镍金属项目在去年下半年投产，产能逐步爬坡，部分产量在今年一季度实现销售，二季度进入平稳运营的阶段。

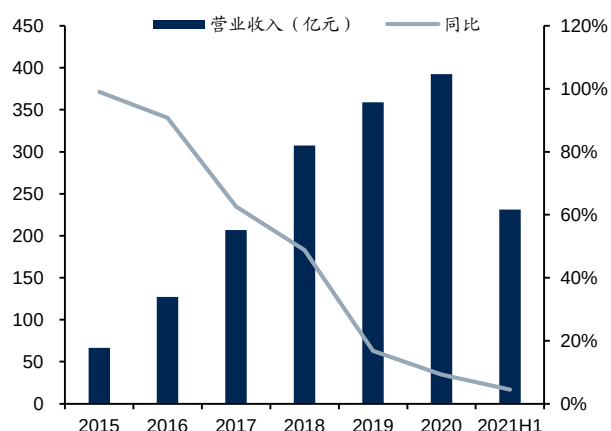
公司今年上半年经营业绩同比实现大幅增长，主要原因为：

1) 受益于新能源动力电池行业快速发展，市场对新能源动力电池金属需求旺盛，价格上涨。其中国内电钴 2020Q3/Q4/2021Q1/Q2 均价分别为 26.94/26.63/33.98/33.18 万元/吨（含税），今年上半年均价为 33.55 万元，同比+30.83%；国内电解镍 2020Q3/Q4/2021Q1/Q2 均价分别为 11.33/12.48/13.41/13.04 万元/吨（含税），今年上半年均价为 13.21 万元/吨，同比+28.34%。

2) 公司投建的镍钴铜项目均处于历史最好的满产状态。其中，印尼镍金属项目于去年下半年投产，今年上半年顺利达产，经济效益显著，今年上半年实现营收 19.14 亿元，实现净利润 7.28 亿元，盛屯矿业间接持有友山镍业 35.75% 的股权，所以实现归母净利润约 2.60 亿元。另外，铜钴冶炼及三氧化二钴等材料产销量均较去年同期有大幅度提升，盈利能力持续增长。环球资源全资子公司刚果资源在刚果（金）拥有铜钴综合冶炼项目，今年上半年实现营收 18.62 亿元，实现净利润 5.66 亿元，盛屯矿业持有环球资源 51% 股权，所以实现归母净利润约 2.89 亿元；科立鑫主要从事钴深加工业务，今年上半年实现营收 4.69 亿元，实现归母净利润 4468.69 万元。

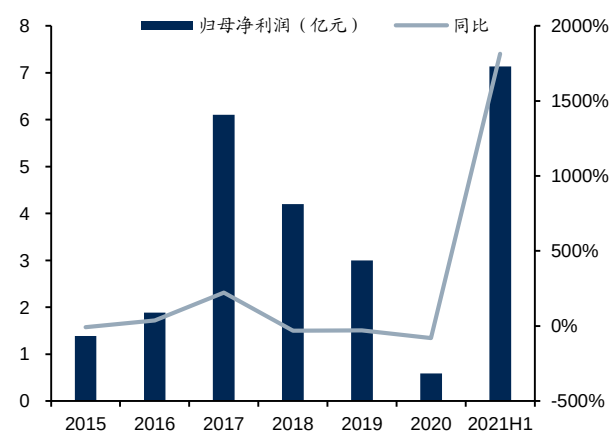
3) 公司国内矿山以及锌锗冶炼项目运行情况良好，产量较去年同期提升，综合回收效益提升。其中，四环锌锗主要从事锌锭冶炼业务，今年上半年实现营收 26.11 亿元，实现归母净利润 9933.91 万元。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速



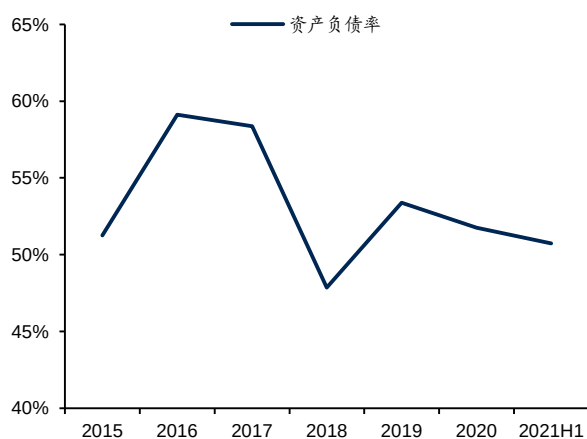
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司重要控股子公司业务和经营情况汇总

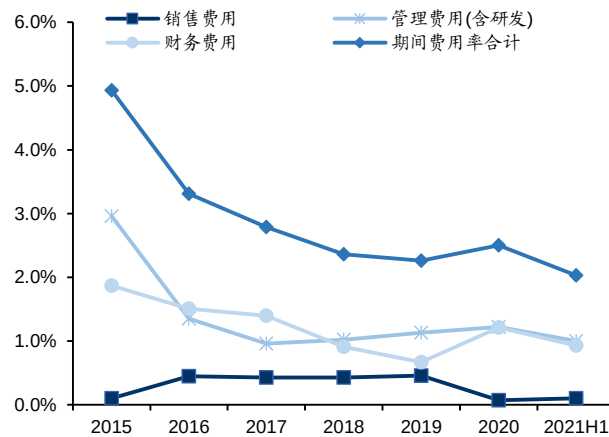
重要控股子公司	持股比例	业务	2021 年上半年 营业收入 (万元)	2021 年上半年 净利润 (万元)
盛屯环球资源投资有限公司	51%	环球资源全资子公司刚果资源在刚果(金)拥有铜钴综合冶炼项目, 目前产能已达到年产 3500 吨钴和 40000 吨铜。	186,183.86	56,570.57
珠海市科立鑫金属材料有限公司	100%	科立鑫目前钴深加工年产能已达 4500 金属吨, 目前正在筹建 10000 吨金属吨钴冶炼产能。	46,893.59	4,468.69
四川四环锌锗科技有限公司	100%	四环锌锗目前拥有年产 22 万吨电锌、38 万吨硫酸、年处理 25 万吨电锌废渣、40 吨高纯二氧化锗的生产能力。	261,107.07	9,933.91
宏盛国际资源有限公司	100%	宏盛国际持有华玮镍业 55% 股权, 从而间接持有友山镍业 35.75% 的股权成为单一第一大股东; 友山镍业于印尼投建年产 3.4 万吨镍金属量的高冰镍项目。	191,353.38	72,789.35

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面, 截止至今年上半年公司资产负债率为 50.73%, 相比 2020 年末下降 1.03 个百分点。另外公司今年上半年销售费用为 2214 万元, 同比下降 72.41%, 主要系公司执行新收入准则, 将产品运输费、包装费及装卸费等计入营业成本; 管理费用 2.11 亿元, 同比+19.39%; 研发费用 2120 万元, 同比+30.28%; 财务费用 2.14 亿元, 同比+41.49%; 综上, 公司上半年期间费用率合计 2.03%, 相比 2020 年期间费用率 2.50% 下降 0.47 百分点。

图 3: 公司资产负债率


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司期间费用率


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

聚焦能源金属, 上控资源, 下拓材料

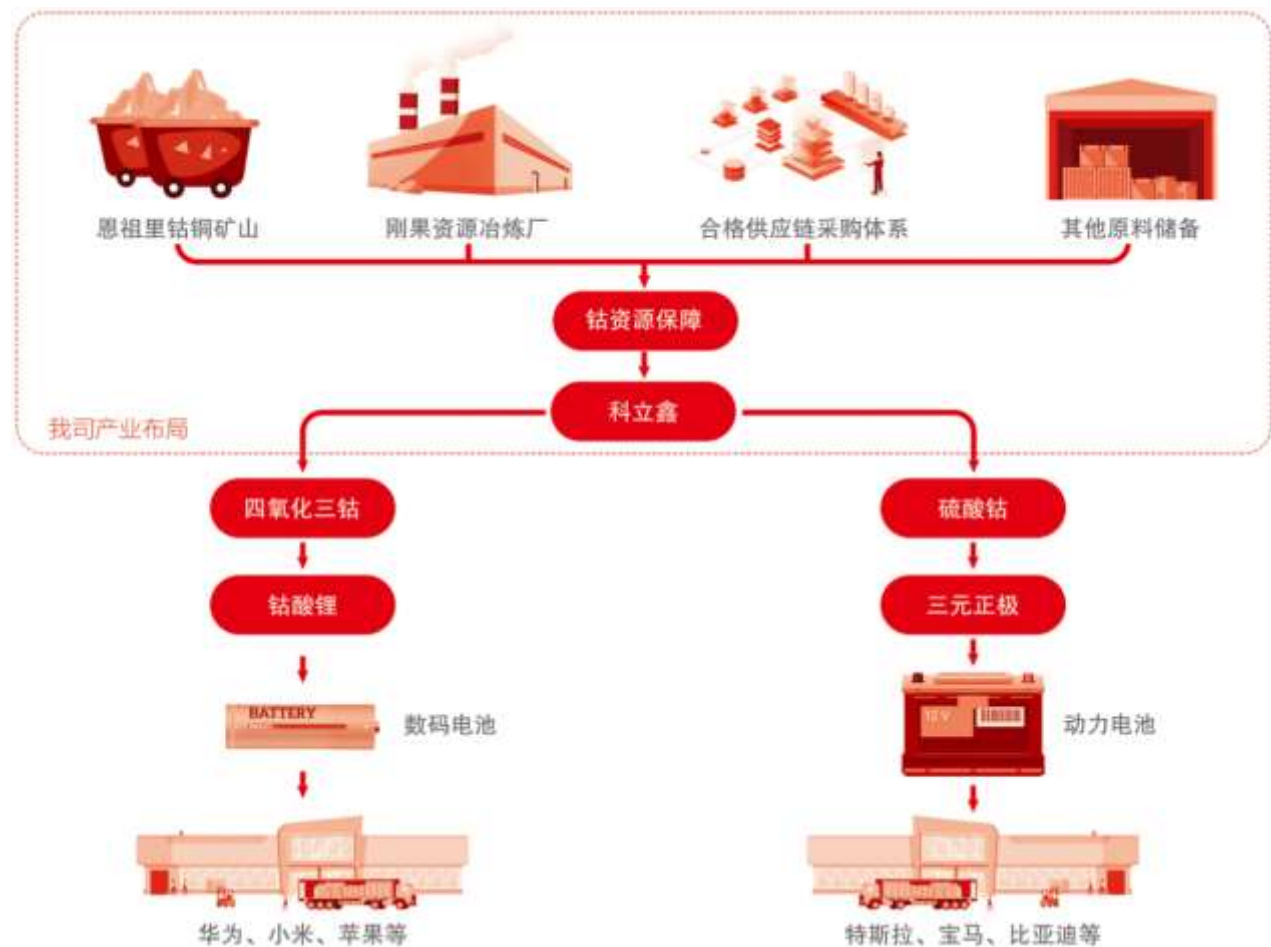
公司 2016 年开始布局镍、铜、钴能源金属, 主营业务及利润来源逐步由基本金属业务向能源金属聚焦。目前公司刚果(金)CCR 铜钴项目产能已达到年产 4 万吨铜和 3500 吨钴; CCM 年产 3 万吨阴极铜和 5800 金属吨粗制氢氧化钴项目按计划有序推进, 预计将于今年年底试车投产; 恩祖里卡隆威矿山年产 3 万吨铜和 3600 金属吨粗制氢氧化钴采冶一体化项目按计划有序推进, 预计将于 2022 年建成投产。另外公司印尼镍金属项目于去年下半年建成投产, 目前已达到满产的状态, 稳步贡献利润, 之后产品可进一步加工为硫酸镍等镍盐的高冰镍, 打通从红土镍矿到新能源用镍的路径。公司在国内拥有钴深加工企业珠海科立鑫, 现有年产能 4500 金属吨, 长期为优美科、厦钨新能源等优质客户供货。除此之外, 公司于 2019 年 3 月入股厦钨新能源, 厦钨新能源股票于今年 8 月 5 日在上海证券交易所上市, 公司持有厦钨新能源 566.04 万股, 占厦钨新能源上市发行后股票总数 2.25%。综上, 公司多年以来在新能源金属产业链的布局在今年开始展现效益, 未来仍有巨大的成长空间。公司为进一步聚焦新能源金属及材料生产, 决定未来三年对贸易业务进行战略缩减。

图 5：公司积极拓展海外业务，加快国际化布局



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

图 6：公司新能源板块图



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。预计公司 2021-2023 年营业收入为 468.93/480.70/507.21 亿元，同比增速 19.5%/2.5%/5.5%，归母净利润为 15.17/17.89/27.69 亿元，同比增速 2467.8%/17.9%/54.8%；摊薄 EPS 为 0.56/0.66/1.03 元，当前股价对应 PE 为 18/15/10X。考虑到公司前期在新能源产业链布局逐步进入回报期，深度聚焦能源金属及材料生产，未来仍有巨大的成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1357	300	300	1669	营业收入	39236	46893	48070	50721
应收款项	1132	1353	1387	1464	营业成本	37609	42280	43072	44502
存货净额	3479	3894	3957	4080	营业税金及附加	121	272	279	294
其他流动资产	3997	4778	4897	5167	销售费用	29	47	48	51
流动资产合计	10781	11140	11357	13196	管理费用	440	620	632	658
固定资产	5828	7077	8208	9217	财务费用	473	422	433	456
无形资产及其他	3784	3632	3481	3330	投资收益	(254)	40	40	40
投资性房地产	2500	2500	2500	2500	资产减值及公允价值变动	126	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	341	341	341	341	其他收入	(407)	151	151	151
资产总计	23233	24690	25887	28584	营业利润	29	3343	3698	4850
短期借款及交易性金融负债	3100	1652	527	100	营业外净收支	85	5	5	5
应付款项	4019	4499	4571	4713	利润总额	113	3348	3703	4855
其他流动负债	2585	2901	2948	3040	所得税费用	(100)	335	555	728
流动负债合计	9704	9052	8046	7854	少数股东损益	155	1496	1358	1357
长期借款及应付债券	969	969	969	969	归属于母公司净利润	59	1517	1789	2769
其他长期负债	1351	1351	1351	1351					
长期负债合计	2320	2320	2320	2320					
负债合计	12024	11372	10366	10174					
少数股东权益	529	1577	2528	3478					
股东权益	10680	11742	12994	14932					
负债和股东权益总计	23233	24690	25887	28584					

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	59	1517	1789	2769
资产减值准备	(64)	22	15	16
折旧摊销	373	781	905	1026
公允价值变动损失	(126)	100	100	100
财务费用	473	422	433	456
营运资本变动	(296)	(600)	(82)	(219)
其它	(700)	1026	936	934
经营活动现金流	(753)	2846	3662	4627
资本开支	(3259)	(2000)	(2000)	(2000)
其它投资现金流	(488)	0	0	0
投资活动现金流	(3666)	(2000)	(2000)	(2000)
权益性融资	24	0	0	0
负债净变化	253	0	0	0
支付股利、利息	(351)	(455)	(537)	(831)
其它融资现金流	3995	(1448)	(1126)	(427)
融资活动现金流	3822	(1903)	(1662)	(1258)
现金净变动	(597)	(1057)	0	1369
货币资金的期初余额	1954	1357	300	300
货币资金的期末余额	1357	300	300	1669
企业自由现金流	(1227)	1625	2384	3369
权益自由现金流	3020	64	1190	2918

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.02	0.56	0.66	1.03
每股红利	0.13	0.17	0.20	0.31
每股净资产	4.05	4.36	4.83	5.55
ROIC	17%	24%	23%	28%
ROE	1%	13%	14%	19%
毛利率	4%	10%	10%	12%
EBIT Margin	3%	8%	9%	11%
EBITDA Margin	4%	10%	11%	13%
收入增长	9%	20%	3%	6%
净利润增长率	-80%	2468%	18%	55%
资产负债率	54%	52%	50%	48%
息率	1.3%	1.7%	2.0%	3.1%
P/E	455.6	18.1	15.3	9.9
P/B	2.5	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	27.6	8.4	7.4	5.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032