

## 证券研究报告·公司深度报告

# 盛屯矿业：深耕能源金属，静待业绩释放

分析师：王介超

wangjiechao@csc.com.cn

+86-18701680190

SAC 执证编号：S1440521110005

发布日期：2022年5月11日

# 目录

---

- 盛屯矿业：完善布局，厚积薄发
- 铜钴板块：从加工到自有矿山，一体化布局已然成型
- 铜钴市场分析：新基建+新能源需求支撑，铜钴价格中枢稳定
- 镍板块：专注火法，富氧侧吹继续布局
- 镍市场分析：不锈钢、三元电池需求增速可观，需求端强支撑高位镍价
- 锌板块：收购四环锌锗，稳定贡献利润
- 锌市场分析：供给扰动持续，价格难以下行
- 盈利预测及估值分析
- 风险提示

## 投资要点

- 2022年业绩确定性较强。镍板块：友山镍业2021年开始全产运行，产能释放叠加镍价高位，量稳价增预计子板块归母净利可达5.8亿，同比上涨18%。铜钴板块：CCM项目2022年开始放量，铜钴权益销量预计分别同比增长70%/32%。科立鑫技改后，产品质量更加稳定，单吨加工利润提升0.5-1万元。
- 周期股中的成长股。镍板块：70%权益的盛迈镍业富氧侧吹项目在2023年有望投产，24年公司镍权益销量有望达到3.2万吨，较22年增长124%。铜钴板块：卡隆威有望在2023年完成投产，届时公司将在铜钴板块完成矿山板块突破，自有矿山将赋予公司成本优势，即使铜钴价格出现小幅下探，公司利润厚度仍有保证，2024年预计铜钴板块归母净利较2022年分别增长200%、65%。
- 一体化布局完善。2023年上半年，贵州项目一期15万吨硫酸镍项目有望建成投产，公司镍板块上下游一体化布局完善，有望提升盈利能力。
- 业绩预测：预计 2022-2024 年公司分别实现归母净利润19.61/27.59/36.94亿元，对应PE 10.2、7.2和5.4倍。
- 风险提示：项目进展不及预期；主要产品价格下滑；原材料/能源成本上升。

---

盛屯矿业深度报告

# 盛屯矿业：完善布局，厚积薄发



## 循序渐进，新能源上游布局逐渐完善

- 公司多年来循序渐进，新能源上游布局完善。公司1996年在上交所上市，股票代码为600711；2007年公司受让三富矿业42%股权，从此开始向有色金属矿采企业转型；2016年开始，公司不断布局新能源上游产业链，目前新能源上游布局完善，逐渐成为聚焦镍、铜、钴三大品种的国内优质矿企。

表：盛屯矿业发展历程和大事一览

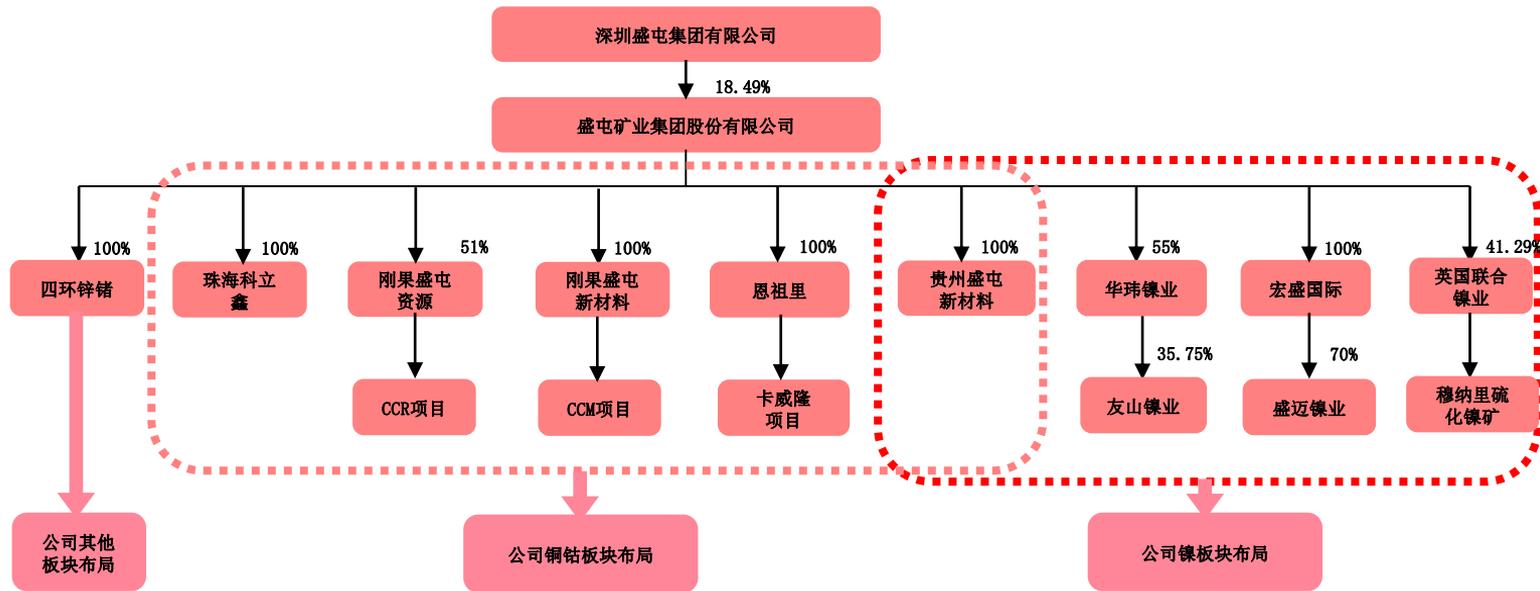
时间	大事件
1996年	公司于1996年6月在上交所上市交易，股票代码：600711，原名为厦门龙舟。
2007年	受让三富矿业42%股权，计划向有色金属矿采企业转型。
2008年	收购鑫盛矿业，正式转型矿业企业公司；名称变更为厦门雄震矿业集团股份有限公司。
2010年	收购银鑫矿业，进一步增强有色金属矿采选主业。
2011年	收购风驰矿业，扩充铜资源布局；公司名称变更为盛屯矿业集团股份有限公司。
2012年	收购埃玛矿业，大幅提升铅锌矿储备实力。
2014年	收购贵州华金，提升金矿储备实力。
2016年	收购恒源鑫茂，继续提升铅锌矿综合实力。投资刚果资源（CCR）项目，进军铜钴板块。
2017年	收购万国国际矿业16.67%股权，英国CMI25%股权，参与境外优质矿产资源。
2018年	2018年5月，购买英国联合镍业股份。2018年8月，收购珠海科立鑫，延续钴产业链。2018年12月，刚果资源（CCR）项目建设完成，开始试生产。
2019年	收购四环锌锗，提升锌、锗资源储备实力，取得大理三鑫控制权。投资CCM项目，扩充铜钴板块。
2020年	完成收购恩祖里，建设卡隆威项目，正式切入铜钴矿资源，打通钴材料产业链。
2021年	友山镍业3.4万吨高冰镍项目全产运行，同时设立盛迈镍业（70%）建设富氧侧吹年产4万吨高冰镍项目。设立贵州盛屯新材料，建设投资30万吨电池级硫酸镍、30万吨电池级磷酸铁及1万金属吨电池级钴的生产线。

数据来源：公司公告，中信建投

# 盛屯矿业股权结构

- 截止到2022年一季报，深圳盛屯集团持有公司18.49%的股份，是最大股东，姚雄杰是实际控制人。
- 公司三大板块布局完善，铜钴板块有CCR、CCM、卡威隆项目、珠海科立鑫以及贵州盛屯新材料；镍板块布局了友山镍业、盛迈镍业、穆纳里硫化镍矿以及贵州盛屯新材料；收购四环锌锗布局锌板块。

图：公司广泛布局，产业链逐渐完善



数据来源：公司公告，中信建投

# 铜钴板块布局历程

- 2016年公司投资刚果（金）CCR项目（年产金属量为3500吨钴、10000吨铜），自此进入铜钴板块。2018年公司收购珠海科立鑫，科立鑫生产的硫酸钴和四氧化三钴是三元电池和钴酸锂电池的重要原材料，自此实现钴行业产业链由行业上游至中游的延伸。2019年公司投建CCM项目（年产金属量为30000吨电铜、5800吨粗制氢氧化钴），扩充了铜钴板块的规模。2020年公司收购澳洲上市公司恩祖里，建设卡隆威项目（年产金属量为30028吨电铜、3556.4吨粗制氢氧化钴），正式切入铜钴矿资源，从此打通了钴材料产业链，完成了从铜钴矿到硫酸钴和四氧化三钴的完整布局。2019年，刚果（金）CCR项目扩产成功，铜产能从年产10000吨扩产到年产30000吨，钴产量也在稳步上升。2021年公司设立贵州盛屯新材料，建设投资30万吨电池级硫酸镍、30万吨电池级磷酸铁及1万金属吨电池级钴的生产线。

表：公司铜钴板块布局情况

控股公司	持股比例	旗下资源性质	主要产品	规划产能	建设阶段
刚果资源（CCR）	51%	铜钴冶炼	阴极铜	30000吨	已投产
			粗制氢氧化钴	3500金属吨	
刚果盛屯新材料（CCM）	100%	铜钴冶炼	阴极铜	30000吨	已完工
			粗制氢氧化钴	5800金属吨	
恩祖利铜钴矿	100%	铜钴矿山	阴极铜	30028吨	在建，2023年投产
			粗制氢氧化钴	3556.4金属吨	
珠海科立鑫	100%	加工	钴产品	4000实物吨四氧化三钴	已投产
科立鑫新能源	100%	加工	钴产品	2000实物吨四氧化三钴	已投产
贵州盛屯新材料	100%	加工	镍钴等材料	30万吨电池级硫酸镍、30万吨电池级磷酸铁及1万金属吨电池级钴盐	拟建，建设期三年

数据来源：公司公告，中信建投

# 镍板块布局历程

- 1、2018年5月，公司投资3000万美元增资入股英国联合镍业有限公司（CNM），获得CNM增发后32.01%股权，截至2020年底，公司共计持有CNM41.29%股权。并且拥有了赞比亚穆纳里硫化镍矿的租赁权，年产4650吨（镍精矿）镍和360吨钴，完成了公司布局镍矿的第一步。
- 2、2019年8月全资子公司宏盛国际增资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；友山镍业于印尼投建的产能镍金属量3.4万吨的高冰镍项目。2020年底友山四条生产线已全部投产，2021年一季度达到满产状态。项目目前处于产出镍铁阶段，下一阶段会转化为高冰镍，从而用来生产硫酸镍。
- 3、2021年12月公司盛屯矿业宣布继续布局火法高冰镍项目，全资子公司宏盛国际设立盛迈镍业，宏盛国际持有盛迈镍业70%股权，盛迈镍业拟在印度尼西亚纬达贝工业园（IWIP）投建年产4万吨镍金属量高冰镍项目，项目建设总投资为3.5亿美元，将和中国恩菲合作，采用最新的富氧侧吹技术。
- 4、2021年公司设立贵州盛屯新材料，建设投资30万吨电池级硫酸镍、30万吨电池级磷酸铁及1万金属吨电池级钴的生产线。

表：公司镍板块布局情况

控股公司	持股比例	旗下资源性质	主要产品	规划产能	建设阶段
友山镍业	35.75%	红土镍矿	高冰镍	3.4万金属吨	已投产
盛迈镍业	70%	红土镍矿	高冰镍	4万金属吨	规划中
CNM	41.29%	硫化镍矿	硫酸镍	4650金属吨	已投产
贵州盛屯新材料	100%	加工	镍钴等材料	30万吨电池级硫酸镍、30万吨电池级磷酸铁及1万金属吨电池级钴盐	拟建，建设期三年

数据来源：公司公告，中信建投

## 锌板块布局历程

- 2019年公司收购四环锌锗，提升锌、锗资源储备实力。四环锌锗为高新技术企业，目前拥有多项自主研发专利，主营业务是锌锗系列产品的生产和销售，锌锭、锗精矿以及高纯二氧化锗。具备22万吨/年的电解锌生产能力，20万吨/年的电锌废渣综合回收利用能力，40吨/年的高纯二氧化锗的生产能力。
- 2019年公司非公开发行股票募集8.16亿元，其中5.2亿元作为收购四环锌锗的部分资金，其余非公开发行股份方式进行支付。最终收购了四环锌锗97.22%的股权，四环锌锗由此成为公司的全资子公司，完成了公司在锌领域的重要布局。

表：公司锌板块布局情况

控股公司	持股比例	旗下资源性质	主要产品	规划产能	建设阶段
四环锌锗	100%	锌锭、锗	锌产品	22万吨锌锭	已投产

数据来源：公司公告，中信建投

# 公司产能逐渐释放，未来成长空间极大

- 随着CCM项目投产，公司2022年末将形成有6万金吨铜、9400金吨钴，将近4万金吨镍，以及6000实物吨的四氧化三钴和20万金吨的锌。
- 未来三年公司计划形成 12 万吨铜、10 万吨镍、1.8 万吨钴、30 万吨锌的年产能。

表：公司全板块产能情况

控股公司	持股比例	旗下资源性质	主要产品	规划产能	建设阶段
刚果资源（CCR）	51%	铜钴冶炼	阴极铜 粗制氢氧化钴	30000吨 3500金属吨	已投产
刚果盛屯新材料（CCM）	100%	铜钴冶炼	阴极铜 粗制氢氧化钴	30000吨 5800金属吨	已完工
恩祖利铜钴矿	100%	铜钴矿山	阴极铜 粗制氢氧化钴	30028吨 3556.4金属吨	在建，2022年投产
友山镍业	35.75%	红土镍矿	高冰镍	3.4万金属吨	已投产
盛迈镍业	70%	红土镍矿	高冰镍	4万金属吨	规划中
CNM	41.29%	硫化镍矿	硫酸镍	4650金属吨	已投产
四环锌锗	100%	锌锭、锗	锌产品	22万吨锌锭	已投产
珠海科立鑫	100%	加工	钴产品	4000实物吨四氧化三钴	已投产
科立鑫新能源	100%	加工	钴产品	2000实物吨四氧化三钴	已投产
贵州盛屯新材料	100%	加工	镍钴等材料	30万吨电池级硫酸镍、30万吨电池级磷酸铁及1万金属吨电池级钴盐	拟建，建设期三年

数据来源：公司公告，中信建投

# 产能逐渐释放，盈利大幅改善

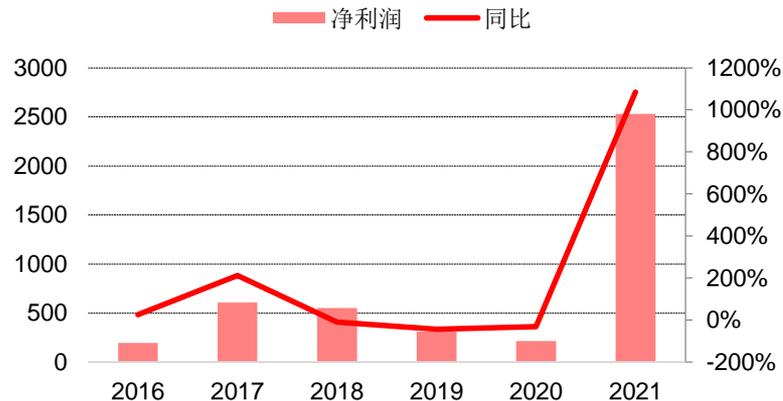
- 2021年公司营业收入和净利润都有大幅度增长。2021全年公司营业收入同比增加15.29%，净利润同比增加1085.32%。
- 主要原因：受益于新能源动力电池行业的快速发展，市场对新能源动力电池金属需求旺盛价格上涨，公司各大板块同时发力。公司投建的镍钴铜项目均处于历史最好的满产状态。公司镍金属项目友山镍业于2020年下半年投产，2021年上半年顺利达产，经济效益显著；铜钴冶炼及四氧化三钴等材料产销量较去年同期有大幅提升，盈利能力持续增长。同时公司矿山及锌锗冶炼项目运行情况良好，产量较去年同期提升，综合回收效益提升。

图：营业收入近年来不断提升



资料来源：Wind，中信建投

图：2021年项目投产+价格景气带来盈利大幅增长

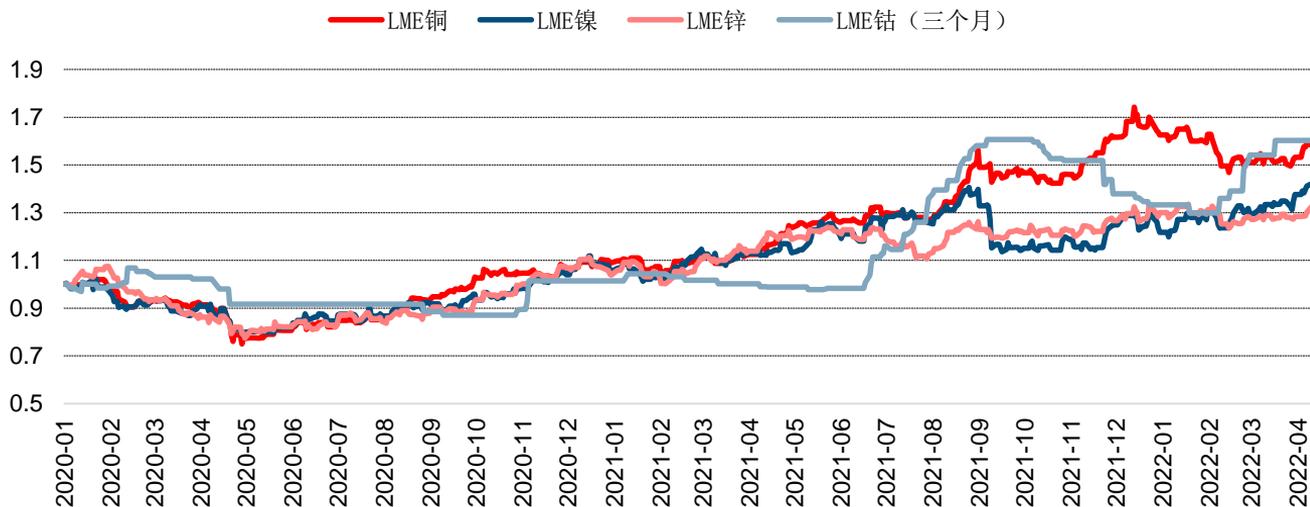


资料来源：Wind，中信建投

## 2021年公司相关金属价格大幅提升盈利水平

- 除了产能成功释放外，公司主要产品金属市场价格的大幅增长也是净利润大幅增长的重要原因。
- 2021年，受到全球需求恢复和货币宽松政策的影响，全球主要大宗商品价格纷纷上涨，具体到公司的主营业务产品：2021年全年，铜上涨48%，镍上涨14%，锌上涨23%，钴上涨31%。
- 2022年，在铜钴保持高位震荡的情况下，镍和锌保持了强势的上涨势头，公司盈利能力预计持续增强。

图：公司主要产品金属自2021年起都有不小的涨幅

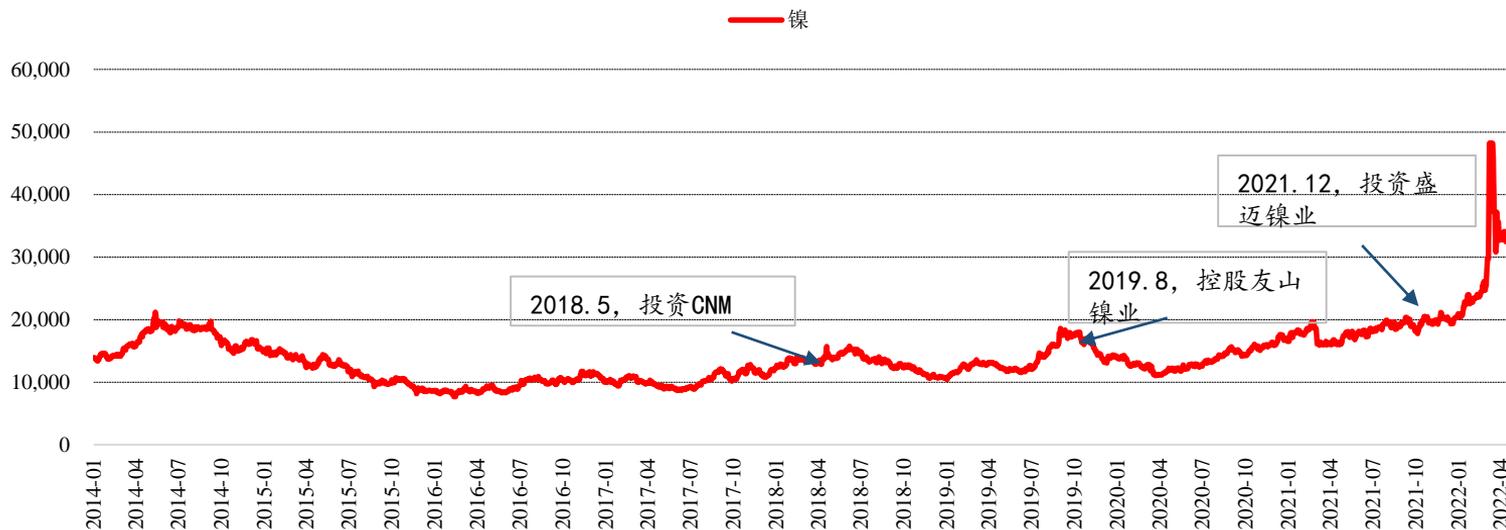


数据来源：Wind，中信建投

## 管理层战略决策能力强悍

- 基于对新能源产业的深刻把握和前瞻性研判，公司在2016年就旗帜鲜明地提出大力发展能源金属，聚焦镍、铜、钴三大品种。积极走向海外上控资源，在全球最重要的镍、铜、钴矿产资源国，刚果（金）、印度尼西亚、赞比亚等国家布局镍、铜、钴上游资源。
- 公司提前布局印尼红土镍矿项目，友山镍业是我国在印尼最早的一批RKEF火法冶炼项目，2021年已经全产运行，是公司盈利增长的重要来源。2022年镍价飞涨，相较行业可比公司镍项目业绩释放可能集中在2022年H2以及2023年，友山全产运行预计获得超高利润。

图：公司精准投资，低点抄底优质资源，管理层决策能力强悍



数据来源：Wind，中信建投

## 管理层战略决策能力强悍

- 自2016年公司布局新能源产业链上游之后，不断进行积极的资金募投，截至目前共有三次。
- 2019年非公开发行股票募集8.16亿元，作为收购四环锌锗的部分资金。
- 2020年发行可转债23.86亿元，为CCM项目融资。
- 2021年增发（拟）22.25亿元，投建恩祖里旗下的卡威隆项目：该项目使用自有矿山的铜钴矿进行冶炼，对公司产业链整体化意义深刻。

表：公司对于新能源上游资源的资金募投情况

募资方式	时间	项目内容	募集资金（亿元）	总投资（亿元）
增发（拟）	2021年6月	卡隆威项目：年产3万吨阴极铜、3556吨粗制氢氧化钴（金属量）	16	18.86
		补充流动资金	6.25	-
可转债	2020年3月	CCM项目：年产30,000吨电铜、5,800吨粗制氢氧化钴（金属量）	17	23.9
		补充流动资金	6.86	-
非公开发行	2019年7月	收购四环锌锗97.22%股份的部分资金	8.16	5.2
		总计	54.27	47.96
		投资占比		88.37%

数据来源：公司公告，中信建投

---

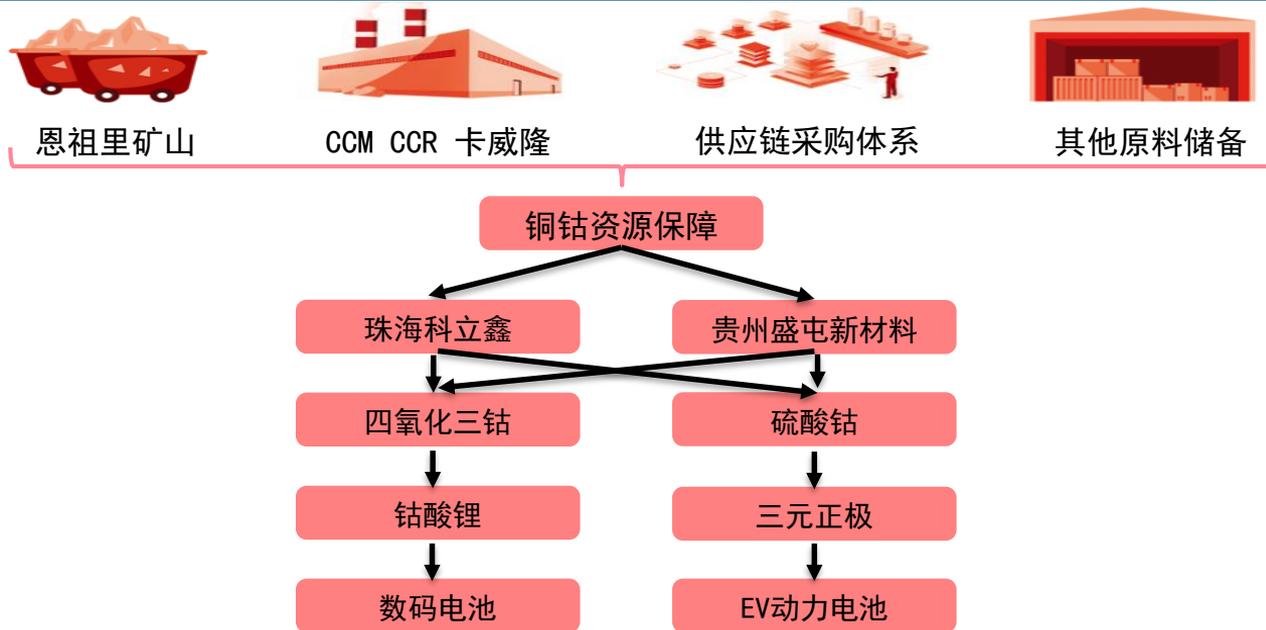
盛屯矿业深度报告

# 铜钴板块：从加工到自有矿山，一体化布局已然成型

# 从加工到自有矿山，资源保障率持续提升

- 公司产业链布局完整，从恩祖里铜钴矿到CCM、CCR和卡威隆（在建）三大冶炼项目，再到珠海科立鑫和贵州省屯新材料（在建）生产电池级钴盐，上游一体化布局成型。

图：铜钴板块布局完整，矿山到电池级钴原料一体化建设成型



数据来源：Wind，中信建投

# 加工布局两翼齐飞，CCR扩产成功，CCM投产在即

- ❑ CCR项目：2016年公司投资刚果（金）CCR项目（年产金属量为3500吨钴、10000吨铜），2019年扩产成功至年产30000吨铜，钴产量也在稳步提升中。
- ❑ CCM项目：2019年为了进一步增加资源量控制力，扩大铜钴产量规模，提升公司盈利能力。公司在CCR项目附近建设了CCM项目（年产金属量为30000吨电铜、5800吨粗制氢氧化钴）。CCM项目预计2021年底完工，2022年投产。
- ❑ CCR和CCM项目位于刚果（金）科卢韦齐地区。科卢韦齐市是刚果（金）重要的铜钴矿采炼中心，交通较为方便，与卢本巴希有航班、铁路及公路相通，该市分布有多家大型采矿、选矿企业，能有效保证新项目原料供应的稳定。
- ❑ 原料供应：以外购为主，与合格供应商有长期原料交易协议供应。如：2018年CCR项目和金川国际下属的如瓦西公司签订了氧化铜钴矿的合作协议。

图：CCR项目全景图



表：CCM项目详细信息

项目名称	CCM
总投资	3.46亿美元
产品规模	年产30000吨电铜、5800吨粗制氢氧化钴（金属量）
投资回收期（含建设期）	5.09年
原料供应	外购为主
预计投产时间	2021年底
位置	刚果（金）科卢韦齐地区，临近CCR

资料来源：Wind，中信建投

资料来源：Wind，中信建投

# 收购恩祖里，建设卡威隆，勘探FTB，锁定自有铜钴资源

图：卡威隆项目区位简图



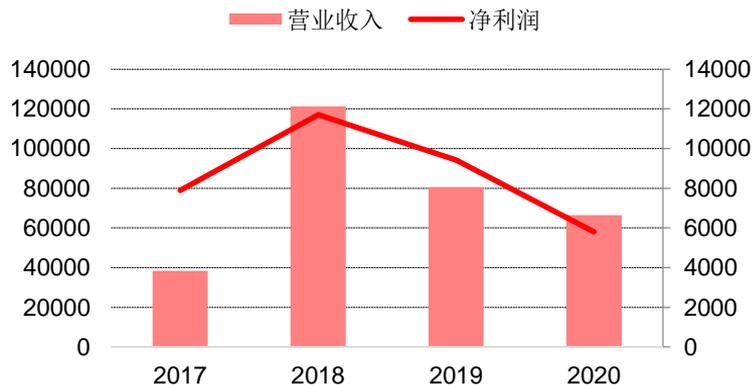
- 2020年3月12日，公司正式完成对恩祖里矿山100%股权的收购。恩祖里主要资产为卡威隆项目和 FTB 铜钴项目。
- 卡威隆项目是恩祖里子公司卡威隆资源所有的，目前公司持有卡威隆矿业公司95%的股权。卡威隆铜钴矿项目位于刚果（金）南部卢阿拉巴省科卢韦奇市，证书类型为采矿许可证，矿权面积 8.3 平方公里。该项目位于中非刚果（金）-赞比亚巨型铜成矿带的西缘，该铜矿带内已发现了数个世界级高品位铜钴矿床，著名的卡莫阿超大型铜矿距离该项目北部约 30 公里。
- 根据恩祖里前期地质工作结果，项目共探获资源量：矿石量1346万吨，铜矿石平均品位2.7%，钴矿石平均品位0.62%，金属量铜30.2万吨，钴4.27万吨。
- 产品及规模方案：设计规模为年产 30000 吨电铜、5800 吨粗制氢氧化钴（金属量），年处理自产铜钴矿100 万吨，外购16万吨。生产工艺采用酸浸、萃取、电积、沉钴湿法冶炼工艺。
- 投产时间：预计2021年底完成建设，2022年正式投产
- 项目全投资回收期(含建设期)为5.51年，投资总额2.93亿美元，投资利润率预计11.35%。



# 珠海科立鑫、贵州新材料双管齐下，钴材料产业链打通

- 珠海科立鑫和贵州新材料的布局是公司在钴产业链上布局的最后一环，完善了钴材料产业链。
- 2018年，公司通过向特定对象非公开发行股票的方式，收购珠海科立鑫100%的股份，珠海科立鑫成为公司的全资子公司。
- 科立鑫主要产品为四氧化三钴，设计产能为年产四氧化三钴4000实物吨。有两种销售模式：（1）来料加工并收取加工费：来料加工模式下，主要原材料由客户提供，科立鑫提供加工服务并取得收入，成本主要包括制造费用（能源、辅料成本等）、人工成本及运输费等。（2）常规销售模式：科立鑫采购原材料、生产出产品后，按照与客户签订的销售合同供货。目前是比亚迪、杉杉科技、天津巴莫、当升科技、湖南瑞翔、中信国安等国内大型钴酸锂生产企业的主要供应商。
- 科立鑫全资子公司科立鑫新能源（原名：阳江联邦）目前产能为年产2000实物吨四氧化三钴，主要为常规销售模式，来料加工比例较小。
- 科立鑫主体和其子公司科立鑫新能源总共产能为：**年产6000实物吨四氧化三钴，折合金属吨约4500吨。**

图：科立鑫近年来净利润和营收情况（万元）



图：公司主要产品



四氧化三钴

硫酸钴

资料来源：Wind，中信建投  
注：2020年珠海受到疫情影响，因此科立鑫较多订单未完成，导致营收不足

资料来源：Wind，中信建投

## 珠海科立鑫、贵州新材料双管齐下，钴材料产业链打通

- 2021年9月，公司宣布在贵州省黔南州福泉市投资建设年产 30 万吨电池级硫酸镍、30 万吨电池级磷酸铁及 1 万金属吨电池级钴产品新能源材料项目，投资主体为公司全资孙公司贵州盛屯新材料科技有限公司，总投资金额 619,329 万元。项目年处理总计当量 6.80 万吨金属镍、1 万吨金属钴的原料，分别为镍铁、高冰镍、硫化镍精矿、粗制氢氧化钴。产能规模为年产 30 万吨电池级硫酸镍、30 万吨电池级磷酸铁及 1 万金属吨电池级钴产品。副产物生产贵金属、硫酸铵、硫酸钠、浓硫酸、铁副产品等。
- 贵州盛屯新材料设计产能和公司原材料产能总体相当，是公司产业链一体化的重要举措，项目镍原料年需6.8万吨，而公司目前上游多个项目满产7.86万吨，项目钴原料年需1万吨，而公司目前上游多个项目满产1.29万吨，产能总体基本对应。

表：贵州盛屯新材料项目的基本情况

项目名称	贵州盛屯新材料
总投资	61.93亿元人民币
原料	6.80 万吨金属镍、1 万吨金属钴的原料
产品	30 万吨电池级硫酸镍、30 万吨电池级磷酸铁及 1 万金属吨电池级钴产品
原料种类	镍铁、高冰镍、镍精矿、粗制氢氧化钴
产量种类	电池级硫酸镍、硫酸钴、磷酸铁、三氧化二钴
公司镍产能	友山镍业3.4万吨、穆纳里0.46万吨，盛迈镍业4万吨，满产共计7.86万吨
公司钴产能	CCR 0.35万吨，CCM 0.58万吨，卡隆威项目 0.36万吨，满产共计1.29万吨
预计投产时间	建设期三年， <b>预计2024年投产</b>

数据来源：公司公告，中信建投

---

盛屯矿业深度报告

# 铜钴市场分析：新基建+新能源需求支撑，价格中枢稳定

## 铜市场分析：新能源需求仍有支撑

- 回顾2021年，海外宽松的货币政策释放大量流动性、供应短期遭遇冲击以及中国需求旺盛导致了铜价的一路走高：流动性充裕+供需偏紧分别从商品属性和工业属性两方面驱动铜价强势上行并维持高位震荡，尽管在2021年下半年由于限电限产的预期导致了铜需求有所下滑，导致了价格的较大幅度回调，但是全年铜价走势依然显著好于股市，比万得全A指数高出12.18%。
- 展望2022年，地产基建是2022年国内稳增长的主要推动力，电网需求依然强势，新能源汽车产量继续提升，因此铜需求在2022年预计继续保持强势，价格依然有强支撑。

图：铜价和铜指数从2021年至今不断走强



图：铜指数2021年至今期间跑赢万得全A



# 铜供给：短期内铜矿放量抬升，中长期存在一定供给约束

表：未来两年主流铜企产量预增明显，但多家铜企下调2022年指导产量，整体供给不及预期

公司名称	2020A	2021A	2022Q1	2022E	2023E
必和必拓	105.04	104.31	36.97	160	168
智利铜业	172.7	172.8	38.8	165	175
自由港	145.44	174.3	45.77	190	200
嘉能可	125.8	119.6	25.78	111	120
南方铜业	103.4	96.5	21.45	90	100
安托法加斯塔	73.39	72.2	13.88	67.5	68
第一量子	77.93	81.6	18.22	82.25	85
波兰铜业	70.92	75.37	19.32	77	75
英美资源	64.73	64.7	14	70.5	90
紫金矿业	45.3	53	19.36	86	100
力拓	52.79	49.4	12.5	54	54
诺里尔斯克	42.4	33.9	9.14	37.5	35
五矿资源	31.25	29	7.9	30	35
淡水河谷	36.01	29.7	5.66	34	45
泰克资源	27.61	28	6.7	28	28
伦丁矿业	23.08	26.3	6.51	27	27
巴里克	20.73	18.8	4.58	20.4	20
洛阳钼业	18.3	21	6.76	27	35
西部矿业	5	12		15	15
中铜集团	32	32		35	37
江西铜业	20.9	20.9		21	21
铜陵有色(米拉多)	5.64	5.26		14.16	15.26
小计	1300.36	1322.83		1433.55	1538.5
全球铜产量(原生)	2055	2073		2193	2340
全球铜产量(再生)	388	402		380	350
总供给	2443	2475		2573	2690

□ 主流铜企2022年产量有较大提升，但全世界总体产量提升较温和。

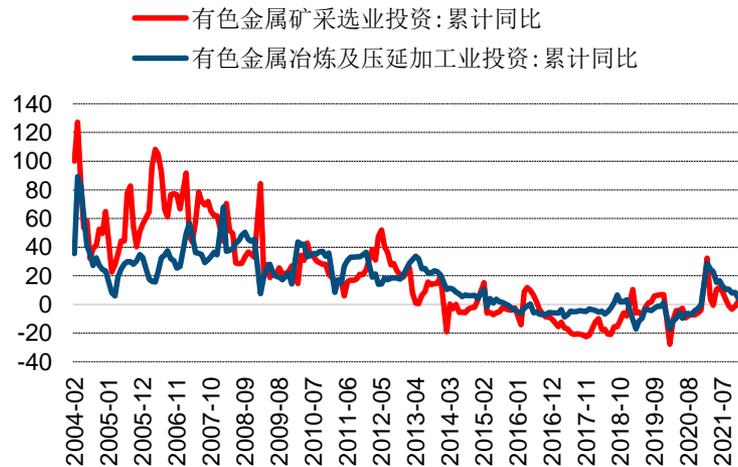
□ 2020年受困于疫情影响，全球铜供应弹性相对不足，产量为2055.2万吨，同比仅增加0.3%，2021年铜供应依然比较紧张，产量2073吨，同比增长0.8%。但随着疫情缓解后南美逐步复工复产，叠加上铜价高企加速了铜企产能扩张，2022年全球各大铜矿均有一定程度的扩产，预计全球全年同比增加5.21%。

□ 紫金矿业卡莫拉-卡库拉一期预期新增40万吨产能，一期一序列20万吨产能2021年5月已经投产，同时巨龙铜矿在2021年12月正式建成一期露天开采3000万吨/年(16.5万吨铜金属量)。西部矿业玉龙二期10万吨产能进入放量阶段。

## 铜供给：短期内铜矿放量抬升，中长期存在一定供给约束

- 供给端长期预期：资本投入不足叠加资源禀赋恶化，长期来看供给增量不足。资本投资不足，近年来，各个国家对于有色供给的资本投入呈现下降趋势，尤其对于铜矿这种勘探、投产周期较长的资源品来说，短期内即使增加资本投入，短期内供给也很难看到效果。资源禀赋恶化，过去10年全球铜矿储量品位、入选品位均明显下降，2010~2016年全球发现大型铜矿16处，2017~2019年还未发现任何一座新铜矿，长期来看供给刚性或已存在。

图：中国有色金属产业投资多年来不断下滑



数据来源：Wind，中信建投

图：资源禀赋恶化导致新铜矿未来供给不足

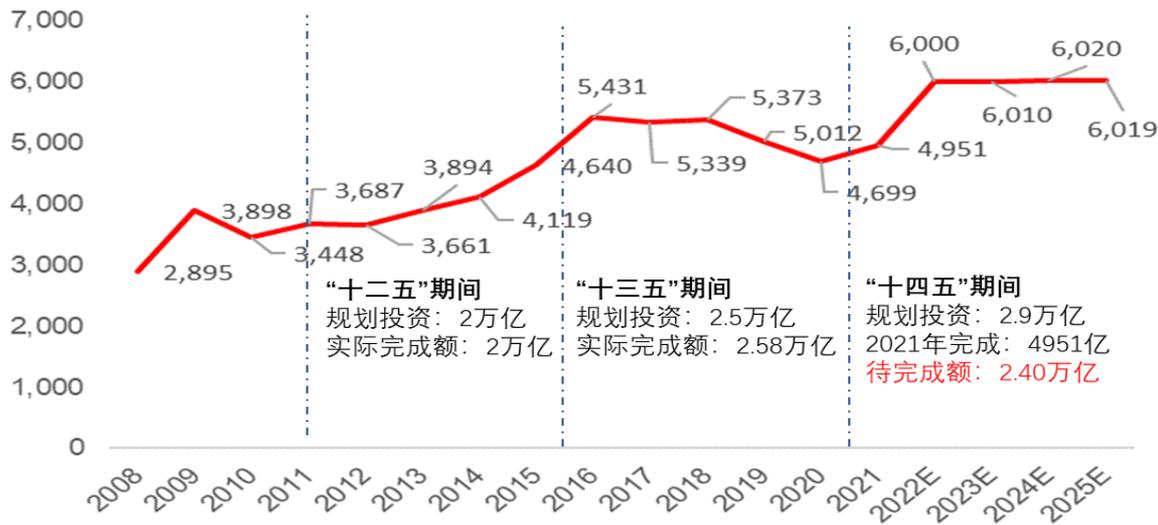


数据来源：Wind，中信建投

## 铜需求：“十四五”规划加大电网投资，铜消费获得支撑

- 根据“十四五”全国电网总投资规划，南网建设将规划投资约6700亿元，国家电网计划投入约2.23万亿元，总投资额高达2.9万亿，较“十二五”，“十三五”时期电网投资额2万亿、2.5万亿提升明显。
- 我们认为2022-2025年，电网投资有望加速，相较2021年，每年净增1000亿投资额。根据电网每投资1亿元能带动800-1000吨的铜消费来进行匡算，**2022年相较2021年净增铜需求量将达到80万吨/年。**

图：“十四五”电网投资额匡算



## 铜需求：风光装机量维持高速增长

- 根据IEA数据，2021年，全球光伏新增装机容量达到166GW，其中，中国、美国和印度仍旧是前三大装机市场，2022年，全球新增装机量将首次突破200GW。
- 全球风能理事会（GWEC）发布的分析报告显示，2021-2025年，预计全球新增风电装机470GW。预计2021年全球风电新增装机将降至87.5GW，略低于2020年，为历史第二高水平，未来几年全球风电新增装机容量GAGR有望达到4%。

表：全球光伏和风电装机量预测

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球光伏装机量	GW	138.2	166	200	230	239	245
净增铜需求	万吨	0	14.46	17.68	15.60	4.68	3.12
全球风电装机量	GW	93	87.5	91	94.6	98.4	102.4
净增铜需求	万吨	0	-4.73	3.01	3.13	3.26	3.39
全球光伏+风电净增铜需求	万吨	0	9.73	20.69	18.73	7.94	6.51

匡算假设：每GW风电耗铜8600吨；每GW光伏耗铜5200吨

数据来源：IEA，GWEC，中信建投

## 铜需求：单车用铜量大幅增长，叠加整体销量快速提升，新能源汽车带动铜消费

- 根据ICSG，传统汽车单车用铜量为23kg，混动汽车单车用铜量60kg，纯电动汽车单车用铜量83kg，主要增量来自于电池、电动机以及高压电束带来的用铜量增长。
- 新能源车的刚性需求较强，价格敏感性较低，销量继续走高。2022年1-3月，1-3月，新能源汽车销售完成125.7万辆，同比均增长1.4倍。其中纯电动汽车销售完成100.7万辆，同比增长1.3倍，预计全年销量突破550万辆。

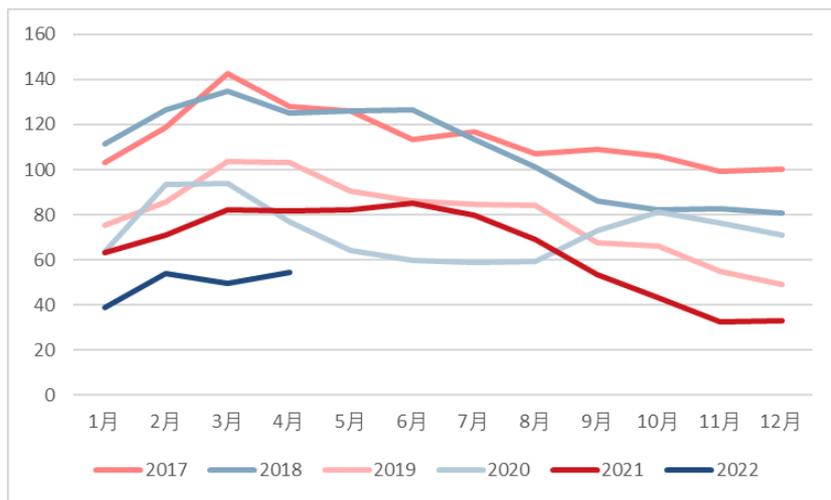
表：新能源汽车新增铜需求

	单位	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
全球纯电	万辆	194.8	468.8	800	1000	1200	1400
全球混动	万辆	84.5	151.7	200	350	500	600
新能源汽车	万辆	279.3	620.5	1000	1350	1700	2000
净增铜需求(纯电动)	万吨		22.74	27.49	16.60	16.60	16.60
净增铜需求(混动)	万吨		4.03	2.90	9.00	9.00	6.00
净增铜需求（合计）	万吨		26.77	30.39	25.60	25.60	22.60

# 铜价格：铜价全年预计仍将高位震荡

- 2022年，供需偏紧的格局或将延续，国内为库存仍处于低位，铜价全年预计仍将高位震荡。
- 供给端，2022年多个矿山投产，2022年预计供给端增长4.0%，今年供需格局预计小幅改善，但整体仍然偏紧；
- 需求端，随着新能源产业格局不断深化，新能源汽车+风光装机提供边际增量，预计后续铜价仍将处于高位震荡。

图：全球铜库存（LME+SHFE+COMEX+保税区库，万吨） 表：铜供需平衡



	单位	2021	2022	2023
供给净新增	万吨	32	98	117
需求净新增	万吨	39	110	120
供需平衡量	万吨	-7	-12	-3

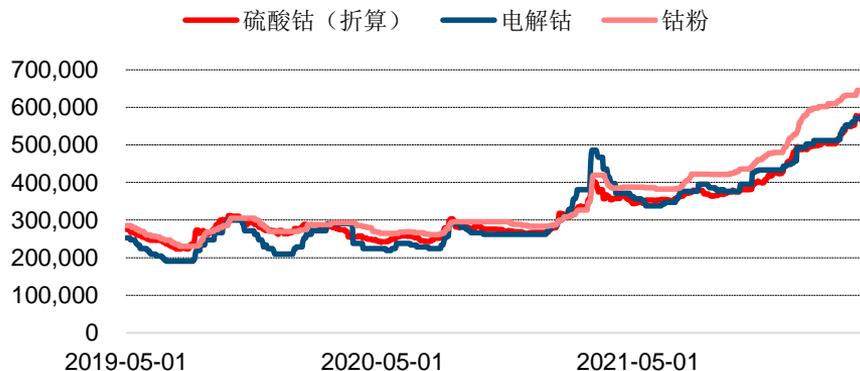
数据来源：公司公告，中信建投

数据来源：公司公告，中信建投

## 钴供给端：钴增量主要聚焦在Mutanda复产以及印尼镍钴项目放量

- 嘉能可已于2021年底重启Mutanda，据季报数据显示，Mutanda在2021年已形成0.39万吨金属量产能，但整体以此前矿石存货加工为主。目前，Mutanda最具成本优势的地表氧化矿已于2019年底采完，后续复产中面临氧化矿到硫化矿工艺路线切换的问题，结合2022年产量指引，我们认为2022-2023年Mutanda钴金属产量分别为1.1、1.1万吨。
- 印尼湿法项目将提供新的供给来源。目前力勤OBI项目（5000吨），华友钴业华越项目（7800吨），格林美青美邦项目（4000吨），已先后投产，贡献新的钴边际增量。
- 此外，欧亚资源RTR二期可贡献近万吨级别增量；中色刚波夫、中国电建、以及其他中国企业项目可贡献0.3-0.5万吨增量。在手抓矿规模受限以及回收项目将加速的大背景下，我们预计2021-2023年钴供应量将达到17.3/20.0/24.9万吨。

图：钴主要产品价格变化（元/吨）



# 钴供给端：钴增量主要聚焦在Mutanda复产以及印尼镍钴项目放量

## 表：全球钴项目梳理

钴（千吨）	项目	项目所在国	矿石类型	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	
1	嘉能可	katanga	刚果金	铜钴	0	0	11.1	17.1	23.9	23.8	34	35
		mutanda	刚果金	铜钴	24.5	23.9	27.3	25.1	0	3.9	11	11
		murrin murrin	澳大利亚	镍钴	3.2	3	3.2	3.7	2.9	2.5	3.5	3.5
		其他		镍钴	0.6	0.5	0.6	0.8	0.6	1.1	0	0.5
		小计			28.3	27.4	42.2	46.7	27.4	31.3	48	50
2	洛阳钼业	Tenke	刚果金	铜钴	1.57	16.42	18.75	16.1	15.44	18	20	40
		Kisanfu	刚果金	铜钴	0	0	0	0	0	0	0	0
		小计			1.57	16.42	18.75	16.1	15.44	18	20	40
3	欧亚资源	Boss mining	刚果金	铜钴			3	0	0	0	0	0
		RTR	刚果金	铜钴				5.5	11	12	20	22
		小计			0	0	3	5.5	11	12	20	22
4	Chemaf	Etoile+Etoile extention	刚果金	铜钴	1.6	5.16	6	6	5.5	5	5	5
		Mutoshi	刚果金	铜钴	0	0	0	0	0	0	0	0
		小计			1.6	5.16	6	6	5.5	5	5	5
5	谢里特	Moa JV	古巴	镍钴	3.69	3.60	3.23	3.38	3.37	3.50	3.50	3.50
6	住友金属	Ambatovy JV	马达加斯加	镍钴	3.27	3.05	2.85	2.90	3.00	3.00	3.50	5.60
7	华友钴业	Mikas+PE527	刚果金	铜钴	3.50	3.50	3.50	4.50	4.50	5.00	5.00	5.00
		华越	印度尼西亚	镍钴	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	4.00	7.80
		小计			3.5	3.5	3.5	4.5	4.5	5	9	12.8
8	中国中冶	瑞木	巴布亚新几内亚	镍钴	2.19	3.31	3.27	2.92	2.94	3	3	3
9	诺里尔斯克（销量）	Kola MMC/Polar Division	俄罗斯	镍钴	5	0	4	7	6	6	6	6
		Sudbury+Thompson+Voi sey' s Bay/VNC	加拿大/新喀里多	铜镍钴/镍钴	5.8	5.81	5.09	4.38	4.67	5	5	5
10	淡水河谷	Ruashi+Musonci	刚果金	铜钴	3.39	4.64	4.75	5.07	4.16	4.16	4.2	4.4
11	金川集团								3.5	8	13	
12	盛屯矿业											
13	中色集团	Deziwa+Muliashi North	刚果金	铜钴	0	0	0	0	3	5	6	6
14	万宝矿业	Pompi	刚果金	铜钴	0	0	0	0	2	6	6	
15	力勤矿业	OBI	印度尼西亚	镍钴	0	0	0	0	2	3.5	15	
16	格林美	青美邦	印度尼西亚	镍钴	0	0	0	0	0	1.5	3	
		手抓矿	刚果金	铜钴	10	10	10	10	10	7.5	7.5	7.5
铜钴项目小计				45	64	84	89	78	90	127	155	
刚果金产量				64	73	104	100	95	116	146	167	
主要铜钴项目占刚果金产量				69.63%	87.15%	81.15%	89.37%	81.58%	80.00%	87.00%	93.00%	
刚果金产量占全球比例				57.66%	60.83%	70.27%	69.44%	67.86%	67.25%	69.50%	66.66%	
镍钴项目小计				23.76	19.27	22.24	25.08	23.48	26.10	33.50	52.90	
镍钴项目产量增速					-18.88%	15.42%	12.73%	-6.36%	11.16%	28.35%	57.91%	
镍钴项目占全球比例				21.40%	16.06%	15.03%	17.41%	16.77%	15.13%	15.99%	21.17%	
二次钴资源（格林美回收钴产能年均5000吨左右+其他）				3.00	5.00	5.00	5.00	6.00	15.00	15.00	15.00	
其他项目				20.24	22.73	16.76	13.92	15.52	15.40	15.40	15.40	
全球产量				111	120	148	144	140	173	210	250	

数据来源：公司公告，中信建投

## 钴消费端：无惧高镍低钴趋势，总需求增长仍存确定性

- 三元前驱体仍是钴需求的重要增量，高镍趋势降低单体用量，但总量增长仍存确定性。
- 匡算标准：2021-2023年高镍低镍比例分别为：40%/60%、50%/50%、60%/40%。
- 匡算标准：根据我们的梳理情况，2021-2023年前驱体产量分别为74.8/121/175.8万吨。

图：钴在三元前驱体中的消费预测（万吨）

单位：万吨	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
三元前驱体国内产量	15	24.4	33.4	63.7	109	162.8
三元前驱体国外产量	8	9	9.6	11.05	12	13
三元前驱体全球产量	23	33.4	43	74.75	121	175.8
三元前驱体国内占比	65.22%	73.05%	77.67%	85.22%	90.08%	92.61%
高镍占比	30%	40%	40%	40%	50%	60%
低镍占比	70%	60%	60%	60%	50%	40%
523/622钴含量	13%	13%	13%	13%	13%	13%
811钴含量	6%	6%	6%	6%	6%	6%
钴需求	2.49	3.41	4.39	7.63	11.58	15.70

数据来源：GGII，SMM，中信建投

## 钴消费端：无惧高镍低钴趋势，总需求增长仍存确定性

- 目前全球新能源汽车产销仍将维持高速增长，尽管高镍低钴趋势明确，但三元电池总量上的大幅增长将覆盖单位用钴量的下降，我们预计2022-2023年钴在新能源汽车领域的需求仍将维持高速增长。
- 此外，硬质合金/高温合金需求超出预期，带动钴价格走出独立行情，我们预计2022-2023，钴仍将处于紧平衡状态，价格将持续维持高位。

表：钴消费预测（千吨）

钴（千吨）	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
3C电池消费	53.20	60.50	48.78	51.65	46.49	48.80	46.36	46.36
YOY		13.72%	-19.37%	5.88%	-9.99%	4.97%	-5.00%	0.00%
动力电池	4.00	4.00	26.12	32.75	39.85	76.30	115.70	157.00
YOY		0.00%	553.00%	25.38%	21.68%	91.48%	51.63%	35.70%
硬质合金	7.20	8.20	8.50	8.60	8.00	8.50	9.00	9.50
YOY		13.89%	3.66%	1.18%	-6.98%	6.25%	5.88%	5.56%
高温合金	15.90	17.40	17.70	18.10	17.80	18.00	18.80	19.50
YOY		9.43%	1.72%	2.26%	-1.66%	1.12%	4.44%	3.72%
其他	23.70	24.70	25.10	23.30	22.40	22.70	22.90	23.00
YOY		4.22%	1.62%	-7.17%	-3.86%	1.34%	0.88%	0.44%
全球钴消费量	104.00	114.80	126.20	134.40	134.54	174.30	212.76	255.36
YOY		10.38%	9.93%	6.50%	0.10%	29.56%	22.06%	20.02%
全球钴产量	111.00	120.00	148.00	144.00	140.00	172.50	209.53	249.86
YOY		8.11%	23.33%	-2.70%	-2.78%	23.21%	21.47%	19.25%
供需平衡	7.00	5.20	21.80	9.60	5.46	-1.80	-3.23	-5.50
消费占供给比例	93.69%	95.67%	85.27%	93.33%	96.10%	101.05%	101.54%	102.20%

---

盛屯矿业深度报告

# 镍板块：专注火法，富氧侧吹继续布局

## 镍：专注火法，富氧侧吹继续布局

- 公司在镍板块的布局主要分成了三大块：友山镍业、穆纳里硫化镍项目以及盛迈镍业。
- 盛屯矿业控股的友山镍业年产3.4万吨的高冰镍项目于2020年末开始试运行，2021年上半年顺利达产，目前正在满产运行。
- 赞比亚穆纳里硫化镍矿项目设计产能为年产4650吨硫酸镍。
- 2021年12月，盛屯矿业宣布继续布局火法高冰镍项目，全资子公司宏盛国际设立盛迈镍业，宏盛国际持有盛迈镍业70%股权，盛迈镍业拟在印度尼西亚纬达贝工业园（IWIP）投建年产4万吨镍金属量高冰镍项目，项目建设总投资为3.5亿美元，将和中国恩菲合作，采用最新的富氧侧吹项目。

表：公司镍板块布局

项目名称	友山镍业	穆纳里镍矿	盛迈镍业
镍矿类型	红土镍矿	硫化镍矿	红土镍矿
工艺	RKEF	硫化矿工艺	富氧侧吹
产能	3.4万吨	4650吨	4万吨
项目地	印尼	赞比亚	印尼
产品	镍铁（高冰镍）	硫酸镍	高冰镍
投产时间	2020年	2018年	2023年

数据来源：Wind，中信建投

# 友山镍业，国内最早一批火法高冰镍项目

- 2019年8月公司全资子公司宏盛国际增资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。友山镍业的高冰镍项目是我国公司在印尼最高的一批火法项目，2020年投产，2021年已经开始全产运行，目前产品为镍铁，未来会进一步转化为高冰镍。
- 项目采用了非常典型的RKEF镍铁硫化工艺，友山高冰镍项目投资总额4.07亿美元，处理含镍量为1.85%的红土镍矿，年产量为43690吨，其中配套250MW燃煤法电厂及5万吨码头以及完备的冶炼系统，除去流动资金和贷款利息，对于项目建设投资总计为31498万元。由于实际生产高冰镍34000金属吨，因此项目投资对应单万金吨镍投资1.2万美元，设备投资对应单万金吨镍投资0.93万美元，扣除码头和电厂这样的辅助设施后对应单万金吨镍投资0.82万美元。

表：友山镍业建设成本

项目	工程和费用	建筑工程	设备购置费用	安装工程	其他费用	总估算价值
A	冶炼系统建设投资	5154	6841	980	5687	18662
B	250MW电厂建设投资	2780	3289	2284	1290	9643
C	5万吨码头建设投资	850	1877	255	211	3193
D	项目建设投资	8784	12007	3518	7188	31497
E	基建贷款利息				2200	2200
F	流动资金				6982	6982
G	项目总投资	8784	12007	3518	16370	40679
	单万吨投资	2584	3531	1035	4815	11964
	单万吨设备投资	2584	3531	1035	2114	9264
	扣除码头/电厂单万吨投资	1516	2012	288	4373	8189

## 友山镍业，国内最早一批火法高冰镍项目

- 根据友山镍业可研报告拆分，工艺核心成本在于原材料、辅料以及燃料动力消耗：1) 原辅料成本为11570万，占比为38%，这里面包括原料（红土镍矿28%）和辅料（石灰石，焦炭等）10%。2) 燃料动力消耗9473万，占31%，这里面包括电力27%和燃煤4%。工资费用2247万，占比7%，折旧和维修费用1870万，占比11%，期间费用（销售费用+管理费用+制造费用）为1700万，占比5.6%，财务费用同样占比5.6%。最终单位成本为8840美元/吨。
- 在保持折旧、工资等费用不变的情况，鉴于2021年和2022年燃煤费用和红土镍矿价格的提升，我们预计电费和燃煤费用提升了40%，红土镍矿提升了40%，在这样的基础上，现行单吨成本处于11000美元左右。

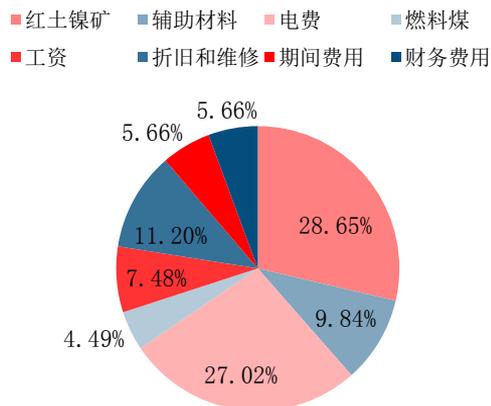
表：友山镍业RKEF成本细分

项目	年成本（万美元）	单位成本（美元）	占比	调整后现行单位成本	占比
红土镍矿	8611	2533	28.65%	3546	31.33%
辅助材料	2959	870	9.84%	1218	10.77%
电费	8122	2389	27.02%	3344	29.56%
燃料煤	1351	397	4.49%	556	4.92%
工资	2247	661	7.48%	661	5.84%
折旧和维修	3366	990	11.20%	990	8.75%
期间费用	1700	500	5.66%	500	4.42%
财务费用	1700	500	5.66%	500	4.42%
总计	30056	8840	100%	11316	100%

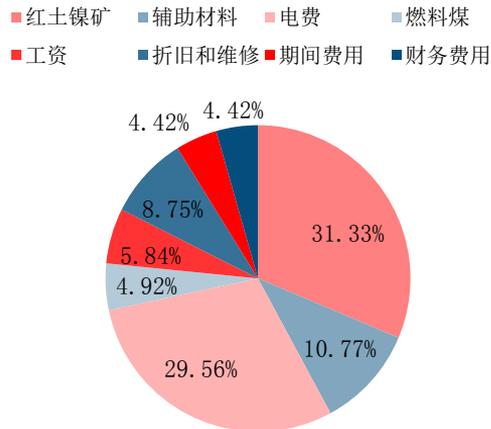
# 友山镍业，国内最早一批火法高冰镍项目

- 根据友山镍业可研报告拆分，工艺核心成本在于原材料、辅料以及燃料动力消耗：1) 原辅料成本为11570万，占比为38%，这里面包括原料（红土镍矿28%）和辅料（石灰石，焦炭等）10%。2) 燃料动力消耗9473万，占31%，这里面包括电力27%和燃煤4%。工资费用2247万，占比7%，折旧和维修费用1870万，占比11%，期间费用（销售费用+管理费用+制造费用）为1700万，占比5.6%，财务费用同样占比5.6%。最终单位成本为8840美元/吨。
- 在保持折旧、工资等费用不变的情况，鉴于2021年和2022年燃煤费用和红土镍矿价格的提升，我们预计电费和燃煤费用提升了40%，红土镍矿提升了40%，在这样的基础上，现行单吨成本处于11000美元左右。

图：友山镍业成本拆分（可行性报告）



表：友山镍业成本拆分（调整后的现行成本）



数据来源：公司公告，Wind，Mysteel，中信建投

数据来源：公司公告，Wind，Mysteel，中信建投

## 盛迈镍业，富氧侧吹继续布局

- 2021年12月，盛屯矿业宣布继续布局火法高冰镍项目，全资子公司宏盛国际设立盛迈镍业，宏盛国际持有盛迈镍业70%股权，盛迈镍业拟在印度尼西亚纬达贝工业园（IWIP）投建年产4万吨镍金属量高冰镍项目，项目建设总投资为3.5亿美元，将和中国恩菲合作，采用最新的富氧侧吹工艺。
- 富氧侧吹技术事实上和RKEF镍铁硫化技术非常相似，在回转窑干燥以及镍铁后硫化这些环节基本类似。主要的区别在于还原时富氧侧吹不使用电炉，同时可以使用余热进行发电，因此可以节省电力，但是侧吹需要大量的氧气，因此耗氧费用提升。我们测算：相较RKEF，富氧侧吹的电力费用是其25%，此外需要增加一定的氧气费用，其余部分基本一致。最终单吨成本为7702美元。
- 在保持折旧、工资等费用不变的情况，鉴于2021年和2022年燃煤费用和红土镍矿价格的提升，我们预计电费和燃煤费用提升了40%，红土镍矿提升了40%，在这样的基础上，单吨成本处于9470美元左右（若考虑到富氧侧吹工艺带来的钴回收，预计成本仍有1000美元左右的下降空间）。

表：富氧侧吹工艺成本细分

项目	单位成本（美元）	占比	调整后现行单位成本	占比
红土镍矿	2533	32.88%	3546	37.44%
辅助材料	870	11.30%	1218	12.86%
电费	621	8.06%	870	9.18%
燃料煤	397	5.16%	556	5.87%
氧气费用	630	8.18%	630	6.65%
工资	661	8.58%	661	6.98%
折旧和维修	990	12.85%	990	10.45%
期间费用	500	6.49%	500	5.28%
财务费用	500	6.49%	500	5.28%
总计	7702	100%	9471	100%

## 盛迈镍业，富氧侧吹继续布局

- 在同样的原材料和电力价格上涨40%的情况下，RKEF镍铁硫提升了2500美元，而富氧侧吹仅提升1770美元。由此也能看出富氧侧吹的成本是更加稳定的，因为成本中煤和电等材料的戏份较低，在当今能源价格不稳定的情况下不仅成本较低，而且成本稳定，如果顺利达产，很可能是未来取代RKEF镍铁硫化，成为红土镍矿制造高冰镍的主流工艺。

表：富氧侧吹工艺成本细分

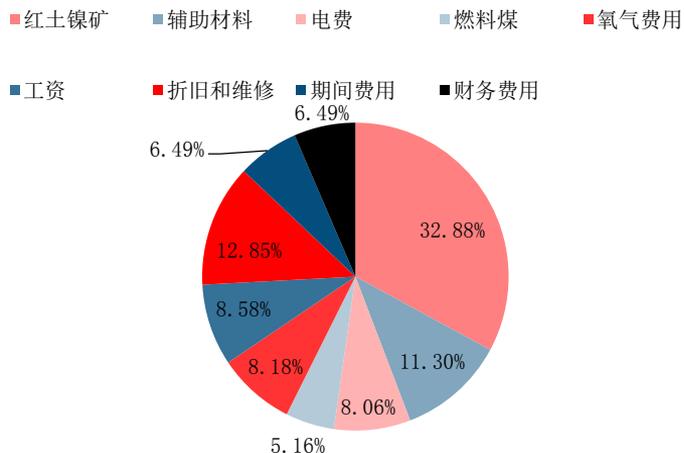
项目	RKEF		富氧侧吹	
	调整后单位成本	占比	调整后单位成本	占比
红土镍矿	3546	31.33%	3546	37.44%
辅助材料	1218	10.77%	1218	12.86%
电费	3344	29.56%	870	9.18%
燃料煤	556	4.92%	556	5.87%
氧气费用			630	6.65%
工资	661	5.84%	661	6.98%
折旧和维修	990	8.75%	990	10.45%
期间费用	500	4.42%	500	5.28%
财务费用	500	4.42%	500	5.28%
总成本	11316	100%	9471	100%

数据来源：公司公告，Wind，Mysteel，中信建投

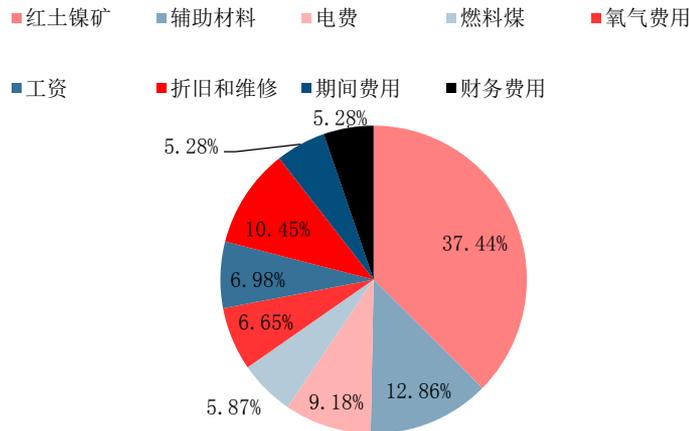
# 盛迈镍业，富氧侧吹继续布局

- 在同样的原材料和电力价格上涨40%的情况下，RKEF镍铁硫提升了2500美元，而富氧侧吹仅提升1770美元。由此也能看出富氧侧吹的成本是更加稳定的，因为成本中煤和电等材料的戏份较低，在当今能源价格不稳定的情况下不仅成本较低，而且成本稳定，如果顺利达产，很可能是未来取代RKEF镍铁硫化，成为红土镍矿制造高冰镍的主流工艺。

图：富氧侧吹成本拆分（可行性报告）



表：富氧侧吹成本拆分（调整后的现行成本）



数据来源：公司公告，Wind，Mysteel，中信建投

数据来源：公司公告，Wind，Mysteel，中信建投

---

盛屯矿业深度报告

# 镍市场分析：不锈钢、三元电池需求增速可观， 需求端强支撑高位镍价

# 镍：供需逐渐平衡，价格高位震荡，公司产能释放及时，获得超额收益

- 2021年，受到供给不足和需求旺盛的双重影响，镍价一路走高。
- 2022年初，青山集团遭遇“逼仓”，镍价一路上行创历史新高，虽然后有回落，但目前LME价格仍处于25000美元/吨以上的高位震荡。
- 2022年和2023年，虽然供给有所释放和恢复，但是不锈钢和三元电池的需求依然旺盛，紧平衡的局面预计维持。镍价大概率仍会处于高位震荡的局面。
- 公司镍布局早，友山镍业和穆纳里硫化矿2021年已经满产运行，将近40000吨的镍产能释放及时。相比国内的其他厂商，在镍价高位周期中占据先机，镍板块预计带来可观的超额盈利。

图：公司镍产能在镍价上行周期中释放，获得极大的盈利时间和空间



# 镍供给：2022年有所恢复，增量较明显

图：全球主要镍厂商供给

单位：千吨	项目	项目所在国	矿石类型和工艺	产品	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年E	2023E
诺里尔斯克	Norilsk and Kola	俄罗斯	硫化镍矿	一级镍	158	166.3	172.4	172	170	170
	NN Harjavalt	芬兰	硫化镍矿	一级镍	60.8	62.4	63.4	28	60	60
诺里尔斯克总计					218.8	228.7	235.8	200	230	230
Vale	PTV	印尼	红土镍矿RKEF	高冰镍	71.6	68.2	72.1	72	72	72
	VALE Canade	加拿大	硫化镍矿	一级镍	89.6	97.5	104	104	104	104
	Puma	巴西		镍铁	22.9	11.6	16	16	16	16
	VNC(Goro)	新喀里多尼亚	红土镍矿HPAL	MHP	32.5	23.4	31	0	0	0
	vale总计					216.6	200.7	223.1	192	192
嘉能可	Murrin Murrin	澳大利亚	红土镍矿HPAL	镍金属	35.5	36.6	36.4	30.1	37	37
	Koniambo	新喀里多尼亚	红土镍矿RKEF	镍铁	28.3	23.7	16.9	17	19	19
	INO	加拿大	硫化镍矿	镍金属	59.5	59.8	56.5	55	59	59
嘉能可总计					123.8	120.6	110	102	115	115
Eramet	weda bay	印度尼西亚	红土镍矿RKEF	镍铁	0	0	23.5	39	40	40
	SLN	新喀里多尼亚	红土镍矿回转窑硫化	高冰镍	58	54.3	48	38.2	40	40
Eramet总计					58	54.3	71.5	77.2	80	80
住友	aganito (THPAL)	菲律宾	红土镍矿HPAL	MHP	56.7	58.8	55.8	55	55.5	55.5
	Coral Bay	菲律宾	红土镍矿HPAL	MHP						
	新喀镍矿	新喀里多尼亚	红土镍矿RKEF	镍铁	12.9	13.6	13.0	13	13.9	13.9
住友总计					69.6	72.5	68.8	68	69	69
力勤	PT OBI	印尼奥比岛	红土镍矿HPAL	MHP	0	0	0	8.00	40	60
	HJL	印尼	红土镍矿RKEF	镍铁	0	0	0	0	50	90
	江苏镍铁项目	中国江苏	红土镍矿RKEF	镍铁	0	14.55	17.98	14.94	18	18
力勤总计					0	14.55	17.98	22.94	108	173
华友钴业	华越	印尼Morowali	红土镍矿HPAL	MHP	0	0	0	0	30	60
	华飞	印尼Weeda Bay	红土镍矿HPAL	MHP和MSP	0	0	0	0	0	60
	华科	印尼	红土镍矿RKEF	高冰镍	0	0	0	0	20	45
华友总计					0	0	0	0	50	165
第一量子	Ravensthorpe	澳大利亚	红土镍矿HPAL	MHP	0	0	12.7	16.8	27.5	27.5
	enterprise	赞比亚	硫化镍矿	一级镍	0	0	0	0	7.5	17.5
第一量子总计					0	0	12.7	16.8	35	45
盛屯矿业	友山	印尼IWIP	红土镍矿RKEF	高冰镍	0	0	0	34	34	34
	穆纳里	赞比亚	硫化镍矿	一级镍	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	4.7
盛屯矿业合计					3.6	3.6	3.6	37.6	37.6	38.7
BHP	NICKEL WEST	澳大利亚	硫化镍矿	镍粉镍豆	93	87.4	80.1	89	90	100
姜美资源	Barro Alto	巴西	红土镍矿RKEF	镍铁	42.3	42.6	43.5	41.7	41	42
South32	CERRO MATOSO	哥伦比亚	红土镍矿RKEF	镍铁	43.8	41.1	40.6	34.1	43.8	45
IGO	Novo	澳大利亚	镍钴砷矿	高冰镍	15.6	21.5	22.0	22.7	21.1	21.1
Terraflame		欧洲	硫化镍矿	高冰镍	27.4	27.5	28.7	28.7	28.7	28.7
中国中冶	瑞木	巴布亚新几内亚	红土镍矿HPAL	MHP	35.4	33.1	33.7	33.7	33.7	33.7
谢里特	Moa	吉布	红土镍矿HPAL	MSP	30.7	33.1	31.5	31.2	33	33
金川		中国/印尼	硫化镍矿和红土RKEF	一级镍	140	140	145	145	145	145
格林美	青美邦	印尼Morowali	红土镍矿HPAL	MHP	0	0	0	0	25	50
青山		印尼	红土镍矿RKEF	镍铁/高冰镍	300	330	340	600	840	1100
吉恩镍业	不包含广源矿业	中国	硫化镍矿	高冰镍/一级镍	53.8	59.3	52	60	65	65
中国一重		印尼	红土镍矿RKEF	镍铁						
以上厂商总计					1472.3	1510.5	1560.7	1802.7	2283.3	2771.6
全球总计					2240	2368	2489	2656	3145	3600
统计厂商占比					65.73%	63.79%	62.70%	67.87%	72.60%	76.99%

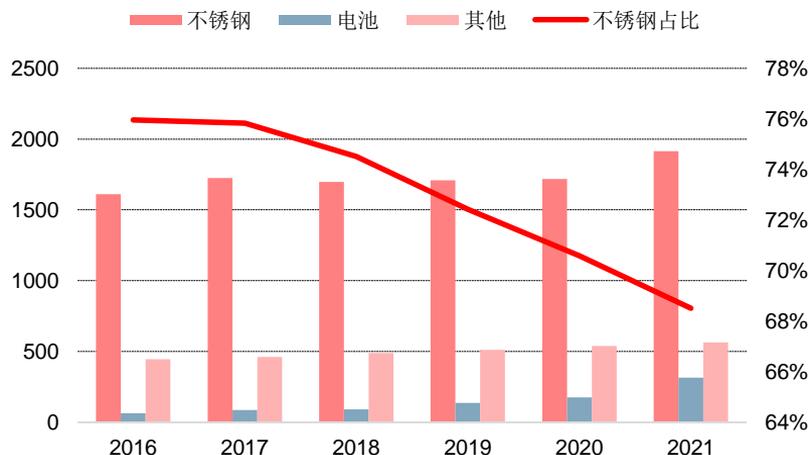
2021年，我们统计的全球主要厂商镍产量有了较大幅度的提升，达到180.27万吨，比起2020年的156.07万吨，同比提升15.51%。产能提升的主要来源是中国厂商，受益于新能源和不锈钢市场的景气，中国的厂商积极布局新能源三元电池产业链，因此拉动了总体产量的提升：青山集团2021年镍产量达到了60万吨，相比于2020年的34万吨提升巨大；盛屯矿业旗下的友山镍业2021年开始了全产运行，全年生产镍铁3.4万吨；宁波力勤的奥比岛项目2021年开始了运营，全年预计生产8千吨MHP。2021年国外镍厂商受困于疫情和突发状况总体产量略有下行。

展望2022和2023年，随着2022年格林美、华友钴业、宁波力勤以及青山集团诸多项目的投产，中国厂商的扩产将带动世界总体镍矿产量的进一步增加，同时国外厂商的复产也会带来一定增量，2022年我们统计的全球主要厂商的镍产量预计将达到228.33万吨，同比增速达到26.7%，2023年预计达到277.16万吨，同比增速为21.39%。

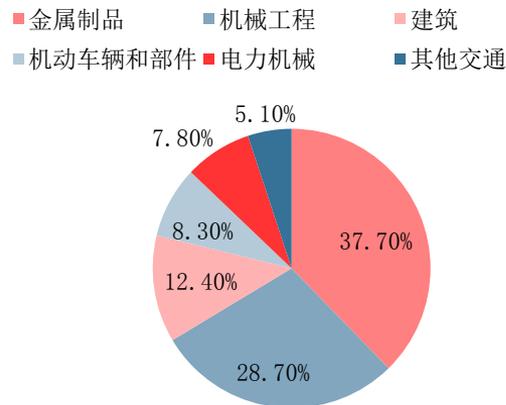
# 镍需求：不锈钢是镍需求的重中之重

- 镍的需求主要集中在不锈钢、新能源汽车电池的三元前驱体以及其他（电镀、高镍合金等）：1、不锈钢是镍的最大需求，目前占到全部镍需求的70%左右。2、随着新能源汽车数量的高速增加以及三元电池的高镍化，新能源市场对于镍的需求将成为镍需求的最大增量。3、电镀和高镍合金的需求是比较稳定的，总量也较小。
- 不锈钢产量预计未来保持增速，镍需求持续增长：200系和300系不锈钢含镍量高，是不锈钢镍需求的主要来源：300系不锈钢含镍量最高，达到8%—12%，广泛使用于工业和家具装饰行业和食品医疗行业。200系不锈钢含镍量较低，在3.5%—5.5%，般用于中性干燥环境中的结构支撑领域，如照明设备、电信杆、汽车框架等普通用途。
- 中国未来是不锈钢需求的最大市场，目前中国人均不锈钢消费量是18KG，远低于意大利（33.8KG）、韩国(30.1KG)等制造业大国，未来消费潜力巨大。不锈钢产量近年来稳定增长，2020年全球生产不锈钢粗钢5089.2万吨，2021年产量提升至5628.9万吨，同比增速为10.6%，2022年印尼不锈钢预计新增200万吨，国内产量也有提升，因此2022年预计全球不锈钢产量为5820万吨，2023年为6000万吨。

图：不锈钢是镍需求的重中之重（全球需求结构）



表：不锈钢下游需求结构与经济周期强相关



## 镍需求：三元电池增速可观

- 三元前驱体是镍需求的重要增量。前驱体厂商使用硫酸镍、硫酸钴、硫酸锰（铝）等作为原材料，合成三元前驱体，正极厂商将三元前驱体与碳酸锂或氢氧化锂反应，制成镍钴锰酸锂作为三元正极材料。进一步与负极材料、电解液、隔膜等构成动力电池。
- 中国三元前驱体的产量占到全世界的90%左右，因此我们统计了中国主要前驱体的产量和未来的产能释放情况，来预测未来前驱体方面的镍需求。2021年全球产出前驱体74.8万吨，2022年预计出货121万吨，2023年预计出货176万吨，增速可观。

图：三元前驱体产能，中国目前产量占比接近90%

单位：千吨	2021底产能	21年时间 加权产能	2021年出货	2022底产能	22年时间 加权产能	2022年出货	2023底产能	23年时间 加权产能	2023年出货
中伟股份	255	180	150	320	270	270	440	390	370
格林美	180	120	110	250	200	180	300	250	250
华友钴业	150	80	65	330	150	130	330	300	250
邦普	100	80	50	200	150	100	200	180	150
兰州金通	60	50	30	70	60	60	70	70	70
容百科技	40	40	35	60	50	50	60	60	60
美都海创	54	30	30	54	50	45	60	50	50
优美科	80	50	40	100	80	70	150	100	100
金驰科技	80	50	45	120	90	80	160	120	120
赣锋锂业	16.5	17	10	16.5	17	10	17	17	10
诸暨帕瓦	15	15	10	30	20	15	50	40	35
河南科隆	17	15	15	37	30	25	60	50	40
芳源环保	36	25	24	61	50	40	112.3	100	90
杉杉股份	12	12	10	0	0	0	0	0	0
厦门钨业	10	0	0	10	0	0	30	10	8
天力锂能	8	8	8	12	10	10	15	12	12
当升科技	5	5	5	5	5	5	5	5	5
其他	176.29	0	0	205.09	0	0	20	10	8
国内合计	1294.79	777	637	1880.59	1232	1090	2079.3	1764	1628
全球合计			747.5			1210			1758
国内产出占比			85.22%			90.08%			92.61%

数据来源：公司公告，中信建投

# 镍供需平衡：供需两端逐渐平衡，镍价2022预计高位震荡，2023出现下行趋势

- 根据我们的测算，前驱体产量在未来的两年将会有大幅的提升，国内2022年预计达到109万吨，2023年为162.8万吨，同时伴随着高镍化的持续，对于镍的需求将会有很大的提升：2022年预计电池镍需求预计为51.18万吨，2023年预计为76.457万吨，同比分别达到66.57%和49.39%。同时伴随着不锈钢产量的提升，总体需求在2022年提升到313.69万吨，2023年为353.73万吨，同比分别为12.65%和12.76%。与此同时，随着国内厂商的不断扩产以及国外厂商的产能恢复，预计2022年和2023年供需平衡转负为正，2022年盈余为0.81万吨，维持了一种紧平衡的状态，2023年盈余预计扩大到6.27万吨（未考虑库存影响），因此我们预测2022年镍价可能维持高位震荡，2023年可能出现下行趋势。

表：镍总体供需平衡表

单位：万吨	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
三元前驱体国内产量	15	24.4	33.4	63.7	109	162.8
三元前驱体国外产量	8	9	9.6	11.05	12	13
三元前驱体全球产量	23	33.4	43	74.75	121	175.8
三元前驱体国内占比	65.22%	73.05%	77.67%	85.22%	90.08%	92.61%
811高镍占比	30.00%	40.00%	40.00%	40.00%	50.00%	60.00%
低镍占比	70.00%	60.00%	60.00%	60.00%	50.00%	40.00%
电池镍需求	9.18	13.73	17.68	30.73	51.18	76.46
全球不锈钢产量	5073	5222	5089	562.90	5800	6000
不锈钢镍需求	169.8	170.9	171.8	191.39	203.7	216
其他镍需求	48.89	51.32	53.92	56.36	58.81	61.27
总镍需求	227.87	235.95	243.40	278.47	313.69	353.73
镍供给	224	236.8	248.9	265.60	314.5	360
供需平衡	-3.87	0.85	5.51	-12.87	0.81	6.27

数据来源：安泰科，灼识咨询，中信建投

---

盛屯矿业深度报告

# 锌板块：收购四环锌锗，稳定贡献利润

## 锌：收购四环锌锗，稳定贡献利润

- 2019年公司非公开发行股票募集8.16亿元，其中5.2亿元作为收购四环锌锗的部分资金，其余非公开发行股份方式进行支付。最终收购了四环锌锗97.22%的股权，四环锌锗由此成为公司的全资子公司。
- 四环锌锗的主营业务是锌锗系列产品的生产和销售，锌锭、锗精矿以及高纯二氧化锗。目前年产能为22万吨锌锭、40吨锗的回收冶炼项目。

图：四环锌锗主要产品

锌锭



用途广泛，主要用于镀锌、合金、压延、油漆、医药、化学、电气等多种行业。

锗精矿



半导体工业的重要原料，掺有微量特定杂质的锗单晶，可用于制各种晶体管、整流器及其他器件。

二氧化锗

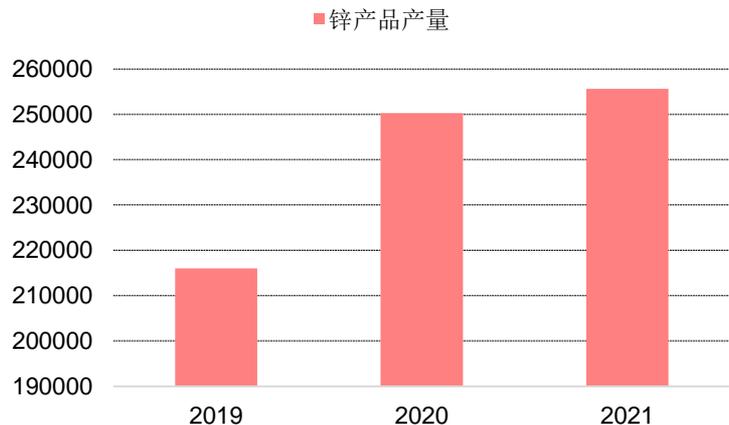


聚合反应的催化剂，含二氧化锗的玻璃有较高的折射率和色散性能，可作广角照相机和显微镜镜头。

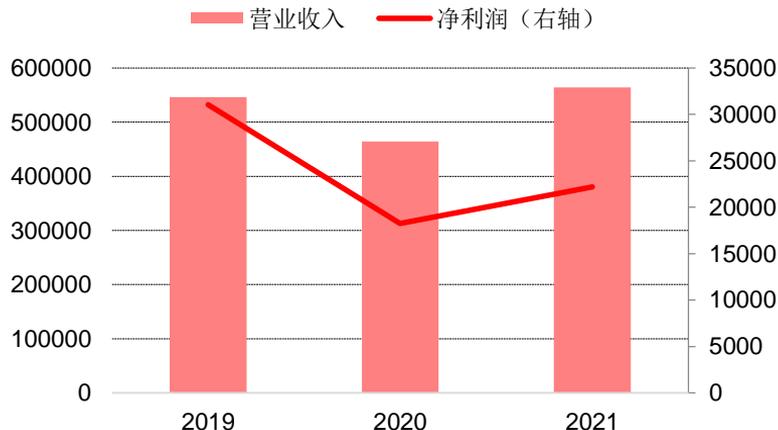
## 积极工艺改进，拥抱双碳目标

- 2020年，四环锌锗为实现资源综合利用，促进产业可持续发展，减少环境污染，投资 7 亿元建设一条年处理能力 15 万吨含锌废渣综合利用生产线和一条年处理 10 万吨高含锗物料多金属回收生产线，充分将废渣中的稀有金属提炼出来，实现了经济循环，提高了资源利用率，减少废物的产生量，做到了废渣的资源化、减量化利用。
- 四环锌锗汉源基地通过优化工艺，渣处理采用富氧燃烧方式，降低了燃煤单耗，减少了碳排放，每个分厂都完成了节能整改并完成报告编制通过专家评审，能耗单耗均达到了行业先进水平；四环锌锗石棉基地2021年对公司资源再生二车间1#线余热锅炉项目技改，在不额外增加煤耗的前提下，优化余热利用，提高能源效率；对湿法厂电解二车间电耗优化，由卡接式改为搭接式，电解效率由 80%提升到 88%，从电力上技能减排。

图：公司锌产品产量逐年提升（吨）



图：四环锌锗近年来营业收入和净利润（万元）



---

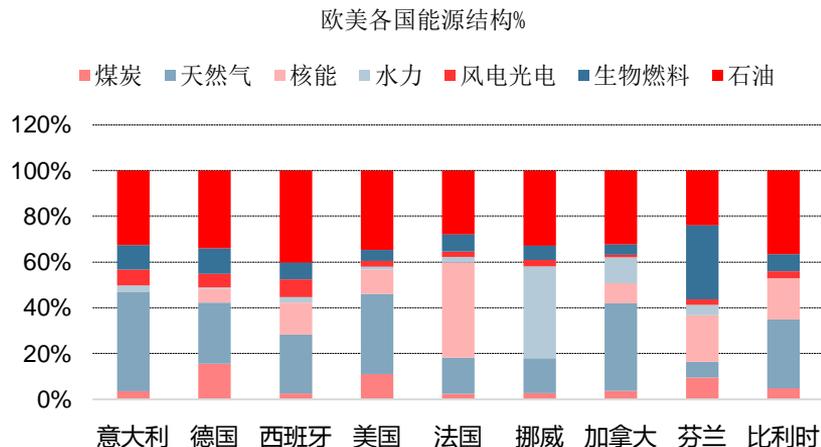
盛屯矿业深度报告

# 锌市场分析：供给扰动持续，价格仍有支撑

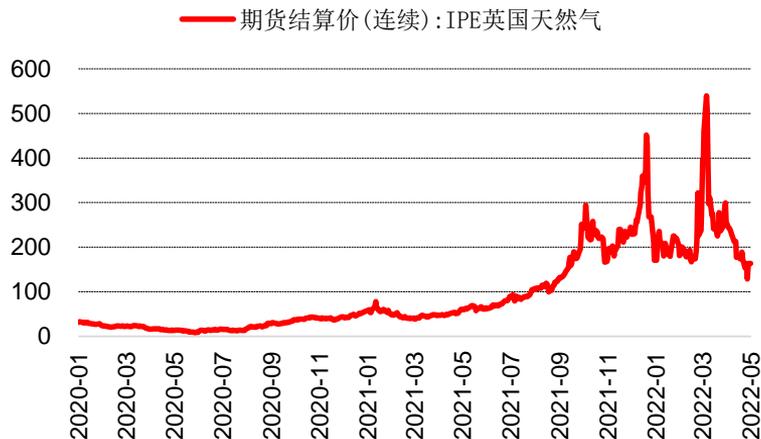
# 天然气价格飞涨，欧洲锌冶炼供给持续受到扰动

- 锌供给：2021年欧洲能源价格大涨，欧洲国家能源结构中，天然气比重较高，因此天然气价格波动对欧洲锌冶炼的影响较大。
- 欧洲主要厂商受到成本扰动影响，有所减产。其中世界锌冶炼龙头Nyrstar2021年10月宣布由于能源价格过高，旗下的Budel，Balen和Auby工厂计划减产50%左右，对锌价产生较大冲击。世界最大锌厂商嘉能可2021年产量为111.78万吨，比2020年略有下降，主要是因为矿山品位不可逆的下降，虽然2022年Zhairem投产，但是产能爬坡不会带来太大增量。Boliden2021年产量为26.8万吨，比2020年有所下降。
- 2022年，欧洲能源价格受到俄乌战争影响进一步上涨，国内能耗双控预计持续，锌供给大概率再度承压。

图：欧洲能源结构中，天然气比重较高



图：欧洲天然气价格持续高位（便士/色姆）



## 欧美供给难恢复，国内供应受到双碳影响

- 欧美主要冶炼厂均未来均会受到天然气等能源价格的影响，冶炼端预计保持紧缩。Nyrstar2021年四季度旗下三大冶炼厂均减产50%，今年仍难恢复。Hudbay已经宣布减产3万吨以上，Boliden受到能源价格进一步上涨产能预计保持平稳，Trevali2022年的预计产量同样保持紧缩，下降2万吨以上。其余厂商除了Lundin的ZEP项目投产（5万吨）带来较大增量外，预计产量均保持与2021持平或略有紧缩。
- 国内：电价提升带来成本端压力。2021年四季度开始四环锌锗电价提升了0.09—0.1元/度，全国厂商均受到电价提升的影响，有些甚至成本更高。
- 总之，国内外供给均有扰动，供给端给锌价保持高位奠定了基础。

表：欧美主要锌冶炼厂分布

公司	国家	冶炼厂	年产能（万吨）
嘉能可	意大利	Portovesme	24
	德国	Nordenham	5
	西班牙	San Juan de Nieca	46
	美国	Northfleet	5
Nyrstar	法国	Auby	15
	比利时	Balen	26
Boliden	芬兰	Bydel	30
	芬兰	Kokkola	30
	挪威	Odda	20
Teck	加拿大	Trail	30
合计		230	

图：国内锌供应平稳

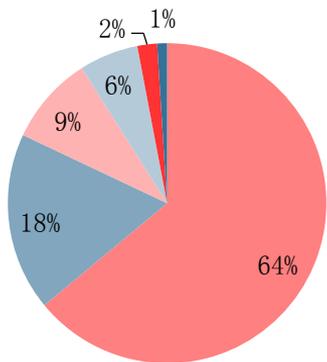


## 需求：镀锌是主要需求，基建房地产占据重要地位

- 镀锌是锌需求的重中之重。镀锌是指在金属、合金或者其它材料的表面镀一层锌以起美观、防锈等作用的表面处理技术。国内锌消费结构中有64%用于钢材镀锌，包括镀锌板带、镀锌钢丝绳钢绞线、镀锌焊管及镀锌钢结构等。其他使用形态还有铜锌合金、压铸锌合金、锌盐等。从终端消费领域来看，国内锌最主要用于基础设施建设，占比达到33%，其次是建筑（房地产为主）占到23%，之后是汽车、机械等。
- 从锌的需求来看，其需求具有很强的周期性，尤其是国内而言，基建和房地产占总需求超过50%，因此国内锌的需求与国内的宏观经济调控政策息息相关。

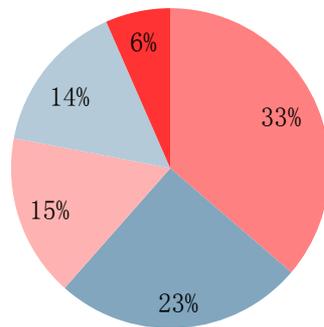
表：国内锌直接消费格局

■ 镀锌 ■ 压铸合金 ■ 锌盐 ■ 铜锌合金 ■ 电池 ■ 其他



图：国内锌终端消费格局

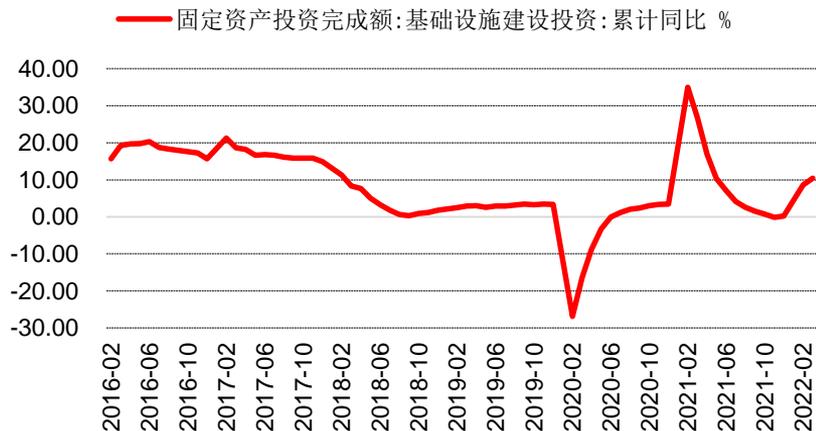
■ 基建 ■ 建筑 ■ 交通工具 ■ 耐用消费品 ■ 机械



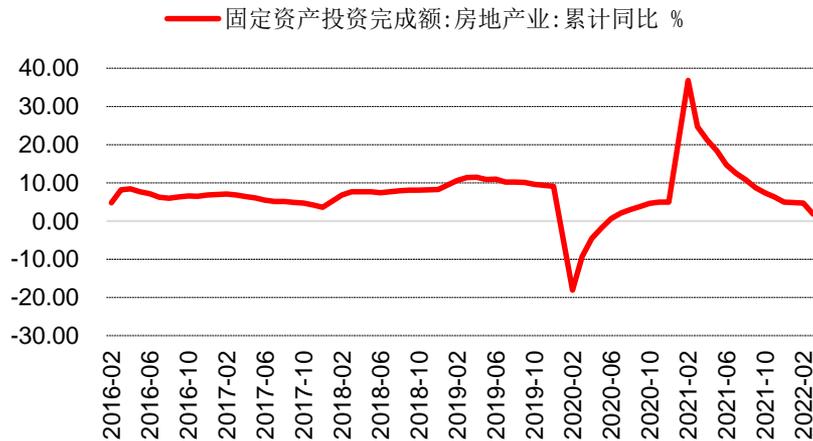
# 基建房地产边际宽松，锌需求2022预计保持景气

- 2022年至今，国内宏观经济环境不断受到新冠疫情的脉冲式冲击，基建和房地产成为了经济增长的重要推动力。
- 2022年4月26日中央财经委员会第十一次会议：全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系。会议强调基建不仅是当前稳增长的需要，也是为国家中长期发展打好基础的战略布局。随着专项债在2022年以来的不断发力，今年1—3月基建投资同比增长10.48%，预计全年基建投资保持高景气。
- 房地产市场宽松信号不断，今年以来不仅人民银行降低5年期LPR利率至4.6%，地方政策也纷纷宽松进行降低首付比例以及加快放款速度。预计在政策调控的支持下，房地产行业有望实现底部反转。
- 我们预计，在基建保持高速增长，房地产政策大力支持的情况下，锌需求在2022有望保持高景气，在供给受限情况下，锌价大概率保持高位。

表：基建增速不断提升



图：政策大力支持，房地产有望底部反转



---

盛屯矿业深度报告

# 盈利预测

# 盈利预测

- 关键假设1：2022-2024年，钴板块权益销量为11185/14085/16285吨，销售价格（不含税）分别为37.5/35.4/34.0（万/吨）；
- 关键假设2：2022-2024年，铜板块权益销量3.4/5.8/7.7万吨，销售价格（不含税）分别为6.0/5.7/5.5（万/吨）。

表：公司主营业绩预测简表（百万元）

业务	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
钴	预计销量（总量，吨）	6,677.77	10,179.29	12,900	15,800	18,000
	预计销量（权益，吨）	4,962.77	8,464.29	11,185.00	14,085.00	16,285.00
	营业收入（百万）	1,124.67	2,694.52	4,840.35	5,592.92	6,116.81
	营业成本（百万）	812.16	1,506.72	2,744.32	2,992.12	2,914.94
	毛利（百万）	312.51	1,187.80	2,096.04	2,600.80	3,201.87
	归母净利润（百万）	115.77	581.59	1,066.52	1,378.64	1,756.60
铜	预计销量（总量，吨）	28,471.88	39,367.04	53,350	77,600	97,000
	预计销量（权益，吨）	14,520.66	20,077.19	34,060.15	58,310.15	77,710.15
	营业收入（百万）	1,235.51	2,249.85	3,184.48	4,436.25	5,300.66
	营业成本（百万）	741.18	1,466.98	2,076.81	2,538.05	2,777.69
	毛利（百万）	494.33	782.87	1,107.66	1,898.20	2,522.97
	归母净利润（百万）	141.19	223.26	395.39	835.10	1,206.79

# 盈利预测

- 关键假设3：2022-2024年，镍板块权益销量为14300/13585/13585吨，销售价格（镍铁，不含税）分别为12.7/10.4/8.8（万/吨）；
- 关键假设4：2022-2024年，锌板块权益销量均为26万吨，销售价格（不含税）分别为2.2/1.9/1.9（万/吨）。

表：公司主营业绩预测简表（百万元）

业务	项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
镍	预计销量（总量，吨）	2,751.04	40,114.97	40,000.00	38,000.00	66,500.00
	预计销量（权益，吨）	983.50	14,341.10	14,300.00	13,585.00	32,135.00
	营业收入（百万）	263.93	3,941.05	4,778.76	3,934.51	5,826.11
	营业成本（百万）	188.40	2,294.01	2,886.70	2,449.79	3,975.24
	毛利（百万）	75.53	1,647.04	1,892.07	1,484.72	1,850.87
	归母净利润（百万）	19.45	490.19	556.82	432.33	697.33
锌	预计销量（权益，吨）	255,612.8	256,395.7	260,000	260,000	260,000
	营业收入（百万）	3,702.89	4,828.42	5,671.11	4,960.71	4,960.71
	营业成本（百万）	3,395.22	4,563.21	5,343.30	4,617.19	4,617.19
	毛利（百万）	307.66	265.20	327.80	343.52	343.52
	净利润（百万）	167.10	102.30	134.02	165.49	165.49

资料来源：公司公告，中信建投

# 盈利预测

□ 我们预计 2022/2023/2024 年公司将分别实现归母净利润19.61/27.59/36.94亿元，同比分别增加 90.1%/40.7%/33.9%，对应PE 10.2、7.2和5.4倍。

表：公司盈利预测简表（百万元）

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	39,236	45,237	50,793	50,924	54,204
增长率(%)	9.3	15.3	12.3	0.3	6.4
净利润(百万元)	59	1,031	1,961	2,759	3,694
增长率(%)	-80.3	1645.6	90.1	40.7	33.9
ROE(%)	1.9	18.4	22.4	20.4	19.7
EPS(摊薄/元)	0.02	0.38	0.69	0.98	1.31
P/E(倍)	315.8	18.8	10.2	7.2	5.4
P/B(倍)	1.8	1.6	3.7	1.2	1.0

资料来源：公司公告，中信建投

# 估值分析

- 公司主营业务为铜钴镍的冶炼，我们选择华友钴业、寒锐钴业和洛阳钼业作为可比公司，以上三家上市公司主营业务涉及铜钴镍冶炼业务，且资源地均为刚果金、印尼，具有较强可比性；
- 参考 Wind 一致盈利预测，上述三家可比公司 2022 年的平均市盈率 (PE) 为 14.5 倍，2023 年的平均市盈率 (PE) 为 11.8 倍。参考 2022 年盈利预测，我们给予公司 14 倍 PE，合理市值为 274.5 亿元；参考 2023 年盈利预测，我们给予公司 11 倍 PE，合理市值为 303.5 亿元，因此我们认为对应每股合理价值区间为 9.72 - 10.74 元；

表：可比上市公司估值情况

代码	简称	市值	EPS				PE			
			2022/5/10	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E
600711.SH	盛屯矿业	200亿	0.38	0.69	0.98	1.31	18.8	10.2	7.2	5.4
603799.SH	华友钴业	982亿	3.19	4.7	6.33	8.89	34.6	17.1	12.7	9.0
300618.SZ	寒锐钴业	160亿	2.14	3.86	4.49	5.1	37.4	13.4	11.5	10.1
603993.SH	洛阳钼业	200亿	0.38	0.69	0.98	1.22	19.3	10.4	7.4	6.0
均值							31.9	14.5	11.8	9.1

资料来源：公司公告，中信建投

# 报表预测

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	10781	14380	17692	20923	26672	
现金	1357	2186	5936	8857	13941	
应收票据及应收账款合计	795	2184	1161	2193	1377	
其他应收款	337	656	459	659	531	
预付账款	2247	1288	2681	1299	2937	
存货	3479	5417	4309	5298	4705	
其他流动资产	2566	2648	3145	2617	3180	
<b>非流动资产</b>	12453	12966	13270	12975	13039	
长期投资	341	361	395	404	425	
固定资产	5541	5637	5978	5785	5882	
无形资产	3784	3593	3685	3749	3828	
其他非流动资产	2787	3376	3213	3038	2904	
<b>资产总计</b>	23233	27346	30962	33898	39710	
<b>流动负债</b>	9704	11345	11403	11012	11830	
短期借款	2918	4609	4609	4609	4609	
应付票据及应付账款合计	4019	4119	4778	4010	5140	
其他流动负债	2767	2618	2016	2393	2081	
<b>非流动负债</b>	2320	2228	2166	2092	2025	
长期借款	270	333	270	197	130	
其他非流动负债	2050	1895	1895	1895	1895	
<b>负债合计</b>	12024	13573	13569	13103	13855	
少数股东权益	529	1843	3836	5562	7242	
股本	2639	2747	2825	2825	2825	
资本公积	6263	6745	6745	6745	6745	
留存收益	1666	2558	5565	8806	12749	
归属母公司股东权益	10680	11930	13557	15233	18613	
<b>负债和股东权益</b>	23233	27346	30962	33898	39710	

资料来源:公司公告, 中信建投

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	39236	45237	50793	50924	54204	
营业成本	37609	40845	44659	44111	45928	
营业税金及附加	121	303	340	341	363	
销售费用	29	36	51	51	54	
管理费用	440	517	889	891	949	
研发费用	39	50	53	55	58	
财务费用	473	468	675	574	485	
资产减值损失	-97	-363	-266	-338	-322	
公允价值变动收益	29	450	240	345	292	
其他收益	55	24	40	32	36	
投资净收益	-254	-4	-129	-67	-98	
<b>营业利润</b>	29	2731	4913	5957	7335	
营业外收入	90	4	43	41	45	
营业外支出	6	25	15	17	18	
<b>利润总额</b>	113	2709	4942	5981	7362	
所得税	-100	178	988	1495	1988	
<b>净利润</b>	214	2532	3953	4486	5374	
少数股东损益	155	1500	1993	1727	1680	
<b>归属母公司净利润</b>	59	1031	1961	2759	3694	
EBITDA	703	3554	5588	6561	7848	
EPS (元)	0.02	0.38	0.69	0.98	1.31	

资料来源:公司公告, 中信建投



# 报表预测

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1052	1735	5418	3591	6131	
净利润	214	2532	3953	4486	5374	
折旧摊销	436	609	479	515	543	
财务费用	473	468	675	574	485	
投资损失	254	4	129	67	98	
经营性应收项目的减少	-289	-635	-370	351	-823	
经营性应付项目的增加	-372	476	263	-392	818	
其他经营现金流	-36	-1243	552	-2402	454	
投资活动现金流	-2685	-1516	-699	58	-412	
资本支出	1600	1567	297	-304	42	
长期投资	-730	-143	-34	-15	-22	
其他投资现金流	-1815	-92	-437	-261	-392	
筹资活动现金流	1789	493	-969	-728	-635	
短期借款	688	1690	0	0	0	
长期借款	253	62	-62	-74	-67	
普通股增加	331	108	78	0	0	
资本公积增加	1327	483	0	0	0	
其他筹资现金流	-810	-1850	-985	-654	-568	
现金净增加额	126	686	3751	2921	5084	

资料来源: 公司公告, 中信建投

主要财务比率		单位: 百万元				
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
<b>成长能力</b>						
营业收入(%)	9.3	15.3	12.3	0.3	6.4	
营业利润(%)	-90.7	9368.0	79.9	21.2	23.1	
归属于母公司净利润(%)	-80.3	1645.6	90.1	40.7	33.9	
<b>获利能力</b>						
毛利率(%)	4.1	9.7	12.1	13.4	15.3	
净利率(%)	0.2	2.3	3.9	5.4	6.8	
ROE(%)	1.9	18.4	22.4	20.4	19.7	
ROIC(%)	4.3	20.1	35.5	40.5	55.3	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)	51.8	49.6	43.8	38.7	34.9	
净负债比率(%)	23.8	27.3	-1.5	-14.8	-30.8	
流动比率	1.1	1.3	1.6	1.9	2.3	
速动比率	0.8	0.8	1.2	1.4	1.9	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5	
应收账款周转率	47.5	36.4	36.4	36.4	36.4	
应付账款周转率	20.5	19.8	19.8	19.8	19.8	
<b>每股指标 (元)</b>						
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.38	0.69	0.98	1.31	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.14	1.92	1.27	2.17	
每股净资产(最新摊薄)	4.01	4.31	4.85	5.80	7.08	
<b>估值比率</b>						
P/E	315.8	18.8	10.2	7.2	5.4	
P/B	1.8	1.6	3.7	1.2	1.0	
EV/EBITDA	31.8	6.9	1.5	3.2	2.2	

资料来源: 公司公告, 中信建投

---

盛屯矿业深度报告

# 风险提示

## 风险提示

---

- **项目进展不及预期**：若卡隆威项目投产进度不及预期，单体项目铜钴产销量下滑5%，公司净利润将面临0.7亿左右的损失；
- **主要产品价格下滑**：若钴、铜、镍价格下跌5%，公司净利润将面临约1.5亿的损失；
- **原材料/能源成本上升**：目前公司镍板块采用火法工艺，成本容易受原材料、能源价格上升拖累，其中，原材料、辅料价格成本占比超过55%，若原材料价格上涨20%，能源价格也上涨20%，公司镍板块净利润将面临1.2亿损失。

## 分析师介绍

**王介超：**金属新材料首席分析师，高级工程师，一级建造师，咨询师（投资）冶金及建筑行业工作近8年，金融行业工作5年，2017年开始从事卖方研究工作，主编国标GB/T 18916.31，拥有《一种利用红土镍矿生产含镍铁水的方法》等多项专利技术，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的行业经验，擅长金属及建筑产业链研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅15%以上
		增持	相对涨幅5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅5%—15%
		卖出	相对跌幅15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：(i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

## 中信建投证券研究发展部

北京  
东城区朝内大街2号凯恒中心B  
座12层  
电话：(8610) 8513-0588  
联系人：李祉瑶  
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海  
浦东新区浦东南路528号南塔2106  
室  
电话：(8621) 6882-1612  
联系人：翁起帆  
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳  
福田区益田路6003号荣超商务中心  
B座22层  
电话：(86755) 8252-1369  
联系人：曹莹  
邮箱：caoying@csc.com.cn

## 中信建投（国际）

香港  
中环交易广场2期18楼  
电话：(852) 3465-5600  
联系人：刘泓麟  
邮箱：charleneliu@csc.hk