

# 盛屯矿业 (600711.SH) ——2021 年年报&2022 年一季报点评

## 锂电新能源材料产业链一体化布局初具规模

买入

### 核心观点

**公司发布 2021 年年报：**实现营收 452.37 亿元，同比+15.29%；实现归母净利润 10.31 亿元，同比+1645.62%；实现扣非归母净利润 6.51 亿元，同比+378.03%。其中，归母净利润和扣非归母净利润两者的差值主要是因为公司投资厦钨新能股票所产生的投资收益计入非经常性损益所致。

公司 2021 年共生产镍金属 3.94 万金属吨，铜 4.05 万金属吨，钴产品 1.05 万金属吨，锌产品 24.43 万金属吨，锆产品 6.4 金属吨，核心项目实际产量甚至超出原有设计产能。

**公司发布 2022 年一季度报告：**实现营收 62.26 亿元，同比-45.84%；实现归母净利润 3.75 亿元，同比-9.98%；实现扣非归母净利润约 4.52 亿元，同比+7.22%。公司营收规模同比明显缩减主要是公司于 2021 年提出：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。

### 聚焦能源金属，锂电新能源材料产业链一体化布局初具规模

公司核心发展战略是“**上控资源，下拓材料**”，主要聚焦于资源矿产国刚果(金)和印尼，在矿产国锁定矿产资源，为国内锂电新能源材料产业链一体化布局提供充足的原料保障。目前，刚果(金)CCR 铜钴项目产能已达年产 4 万吨铜和 3500 吨钴，保持满产状态；CCM 年产 3 万吨铜和 5800 吨钴项目已于 2021 年底投产试车；另外恩祖里卡隆威矿山年产 3 万吨铜和 3600 吨钴采冶一体化项目建设有序推进，有望于今年年底建成投产。印尼友山镍业年产 3.4 万吨镍金属项目已达到满产状态，实际年产量可以达到 4 万吨镍金属；另外公司今年将会重点建设盛迈镍业年产 4 万吨镍金属镍资源冶炼项目。

**产业链延伸方面：**公司国内拥有钴深加工企业珠海科立鑫，现有年产能 4500 金属吨，科立鑫于去年完成技改，开发高端 3C 前驱体四钴产品。公司去年还推出了贵州项目，拟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。项目 1 期建设前端高冰镍产线和 3 万吨金属镍的硫酸镍产线，将力争 2023 年上半年建成投产。公司还将深化与下游厂商合作，落地三元前驱体项目。

**风险提示：**公司核心产品产销量和售价低于预期；公司扩产进度低于预期。

**投资建议：**维持“买入”评级。

小幅上调 2022 年的盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收为 305.78/344.05/407.49 亿元，同比增速-32.4%/12.5%/18.4%，归母净利润为 19.09/30.88/42.55 亿元，同比增速 85.1%/61.8%/37.8%；摊薄 EPS 为 0.68/1.09/1.51 元，当前股价对应 PE 为 10/6/4X。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，锂电新能源材料产业链一体化布局初具规模，未来仍有巨大的成长空间，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	39236	45237	30578	34405	40749
(+/-%)	9.3%	15.3%	-32.4%	12.5%	18.4%
净利润(百万元)	59	1031	1909	3088	4255
(+/-%)	-80.3%	1645.6%	85.1%	61.8%	37.8%
每股收益(元)	0.02	0.38	0.68	1.09	1.51
EBIT Margin	2.5%	7.7%	13.9%	16.5%	18.3%
净资产收益率 (ROE)	0.6%	8.6%	14.4%	20.0%	23.1%
市盈率 (PE)	297.5	17.7	9.9	6.1	4.4
EV/EBITDA	21.6	8.0	5.3	4.1	3.3
市净率 (PB)	1.65	1.53	1.42	1.22	1.02

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

### 公司研究 · 财报点评

#### 有色金属 · 能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

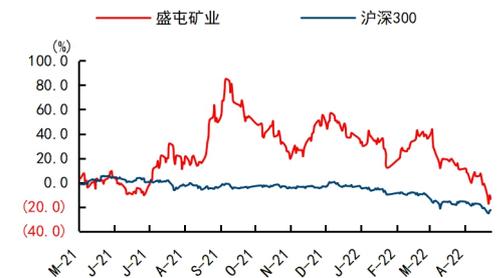
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	6.66 元
总市值/流通市值	18815/17875 百万元
52 周最高价/最低价	14.65/6.10 元
近 3 个月日均成交额	741.94 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《盛屯矿业-600711-2021 年中报点评：上半年业绩表现亮眼，镍钴铜项目处于满产状态》——2021-08-26

◆ 2021 年实现归母净利润 10.31 亿元，22Q1 实现归母净利润 3.75 亿元

公司发布 2021 年年报：实现营收 452.37 亿元，同比+15.29%；实现归母净利润 10.31 亿元，同比+1645.62%，数据略低于此前预告 10.41-13.41 亿元范围；实现扣非归母净利润 6.51 亿元，同比+378.03%，数据在此前预告 5.23-8.23 亿元范围之内；实现经营活动产生的现金流量净额 17.35 亿元，同比+64.95%。其中，归母净利润和扣非归母净利润两者的差值主要是因为公司投资厦钨新能股票所产生的投资收益计入非经常性损益所致，公司于 2019 年 3 月入股厦钨新能源，厦钨新能源股票于 2021 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%。

公司发布 2022 年一季报：实现营收 62.26 亿元，同比-45.84%；实现归母净利润 3.75 亿元，同比-9.98%；实现扣非归母净利润约 4.52 亿元，同比+7.22%；实现经营活动产生的现金流量净额 14.46 亿元，同比+57.80%。公司营收规模同比明显缩减主要是公司于 2021 年半年报中提出：为进一步聚焦新能源金属及材料生产，提高资金使用效率，决定未来三年对贸易业务进行战略缩减。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



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（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司实现战略转型，致力于新能源电池所需有色金属资源的开发利用，重点聚焦镍、钴、铜、锌等金属品。公司目前在产项目主要包括：友山镍业年产 3.4 万吨镍金属项目，刚果（金）CCR 年产 3 万吨阴极铜、3,500 金属吨粗制氢氧化钴项目，科立鑫年产 4,500 金属吨四氧化三钴项目和四环锌锗年产 22 万吨锌锭、40 吨锗回收冶炼项目。公司 2021 年共生产镍金属 3.94 万金属吨，铜 4.05 万金属吨，钴产品 1.05 万金属吨，锌产品 24.43 万金属吨，锗产品 6.4 金属吨，核心项目实际产量甚至超出原有设计产能。

表1：公司核心产品产销量和库存数据

主要产品	单位	生产量	销售量	库存量	生产量同比增减	销售量同比增减	库存量同比增减
钴产品	金属吨	10,523.47	10,179.29	461.03	63.56%	53.44%	294.56%
铜产品	金属吨	40,450.69	39,367.04	1,319.48	43.55%	38.27%	459.50%
镍产品	金属吨	39,440.52	40,114.97	927.73	813.25%	1358.17%	-42.10%
锌产品	金属吨	255,612.81	256,395.70	5,605.70	2.14%	3.12%	-12.25%

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，公司 2021 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.38 元（含税），总计派发现金红利约 1.07 亿元；公司于 2021 年共计计提资产减值准备约 7.5 亿元，计提金额较大，对净利润产生一定的影响。另外，截止至 2021 年年末公司资产负债率为 49.63%，同比下降 2.13 个百分点，2022 年一季度末又小幅上升至 51.63%，

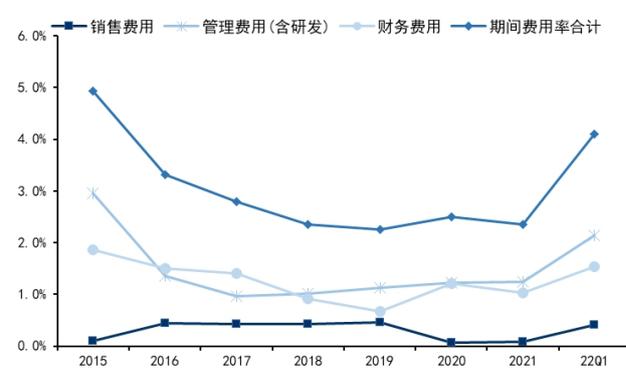
财务结构保持稳健。期间费用方面，公司 2021 年销售费用 3595 万元，同比+24.86%；管理费用 5.17 亿元，同比+17.56%；研发费用 4973 万元，同比+27.12%；财务费用 4.68 亿元，同比-1.12%；公司 2021 年期间费用率合计 2.36%，同比下降了 0.14 个百分点。

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，锂电新能源材料产业链一体化布局初具规模

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。公司核心发展战略是“上控资源，下拓材料”，主要聚焦于资源矿产国刚果(金)和印度尼西亚，在矿产国锁定矿产资源，为国内锂电新能源材料产业链一体化布局提供充足的原料保障。

公司在刚果(金)把铜钴原矿通过电解和湿法工艺，冶炼加工成阴极铜和粗制氢氧化钴。目前，刚果(金)CCR 铜钴项目产能已达年产 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已于 2021 年底投产试车，今年有望快速释放产能；另外，公司正在有序推进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的建设，有望于今年年底建成投产。

公司在印尼把红土镍矿通过 RKEF 工艺加工成镍铁，并且计划最终生产成高冰镍。目前，友山镍业年产 3.4 万吨镍金属项目已达到满产状态，实际年产量甚至可以达到 4 万吨镍金属，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。另外，公司今年将会重点建设盛迈镍业年产 4 万吨镍金属镍资源冶炼项目，进一步扩大镍资源储量和产量。

公司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，科立鑫已于去年完成技改，开发高端 3C 前驱体四钴产品，今年将确保高端产品获得下游领先企业认证，实现规模量产交付。

公司在去年还推出了贵州项目，产业链一体化布局将更进一步。公司拟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（年处理总计当量 6.8 万吨金属镍）、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，总投资金额 619,329 万元。项目总建设期三年，分两期建设，项目 1 期建设前端高冰镍产线和 3 万吨金属镍的硫酸镍产线，将力争 2023 年上半年建成投产，同步将尽快启动二期建设。与此同时，公司将深化与主流电池材料厂商、电池生产制造厂商深度合作，落地三元前驱体项目。

除此之外，公司于 2019 年 3 月入股厦钨新能源，目前持有厦钨新能源上市发行后股票总数的 2.25%。综上，公司多年以来在新能源金属产业链的布局从去年开始

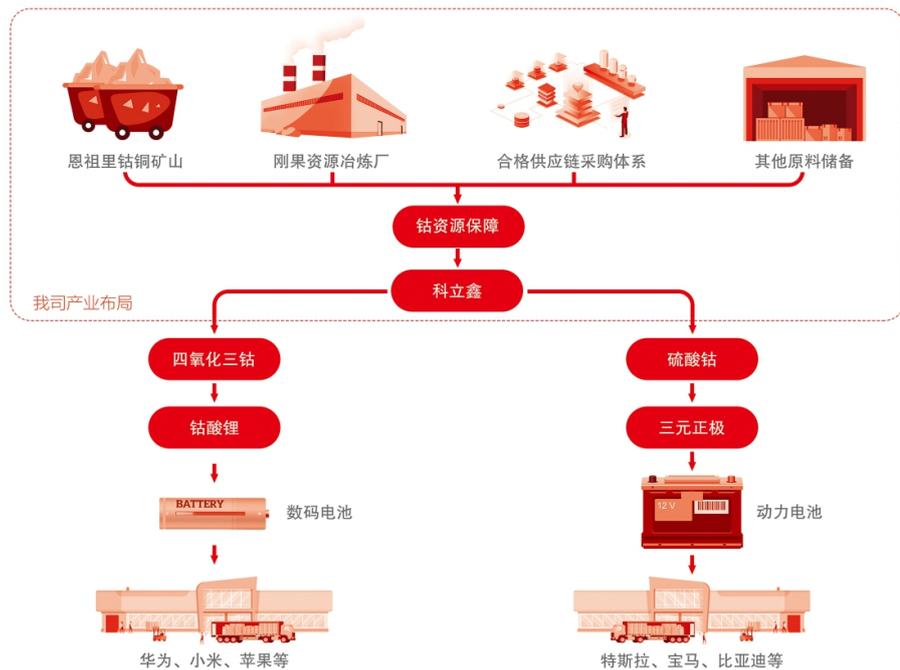
展现效益，今年有望继续实现跨越式增长，且未来仍有巨大的成长空间。公司将深化锂电新能源材料产业链一体化布局，依托在海外资源国开发矿产资源所带来的成本优势，实现在下游材料领域的快速成长。

图5：公司全球范围内投资布局图



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：公司钴材料业务板块图



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：维持“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年营收为 305.78/344.05/407.49 亿元，同比增速-32.4%/12.5%/18.4%，归母净利润为 19.09/30.88/42.55 亿元，同比增速 85.1%/61.8%/37.8%；摊薄 EPS 为 0.68/1.09/1.51 元，当前股价对应 PE 为 10/6/4X。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，锂电新能源材料产业链一体化布局初具规模，未来仍有巨大的成长空间，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1357	2186	2115	4050	6937	营业收入	39236	45237	30578	34405	40749
应收款项	1132	2840	1920	2160	2559	营业成本	37609	40845	25290	27558	31890
存货净额	3479	5417	3310	3598	4165	营业税金及附加	121	303	275	310	367
其他流动资产	3997	2725	1842	2073	2455	销售费用	29	36	122	138	163
<b>流动资产合计</b>	<b>10781</b>	<b>14380</b>	<b>10398</b>	<b>13091</b>	<b>17326</b>	管理费用	440	517	755	832	959
固定资产	5828	6554	7759	8872	9859	研发费用	39	50	40	45	53
无形资产及其他	3784	3593	3449	3306	3162	财务费用	473	468	398	447	530
投资性房地产	2500	2458	2458	2458	2458	投资收益	(254)	(4)	40	40	40
长期股权投资	341	361	361	361	361	资产减值及公允价值变动	126	813	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>23233</b>	<b>27346</b>	<b>24425</b>	<b>28088</b>	<b>33166</b>	其他收入	(407)	(1146)	104	99	91
短期借款及交易性金融负债	3100	4881	2000	2000	2000	营业利润	29	2731	3881	5259	6972
应付款项	4019	4119	2517	2735	3167	营业外净收支	85	(21)	5	5	5
其他流动负债	2585	2345	1459	1587	1838	<b>利润总额</b>	<b>113</b>	<b>2709</b>	<b>3886</b>	<b>5264</b>	<b>6977</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9704</b>	<b>11345</b>	<b>5976</b>	<b>6322</b>	<b>7005</b>	所得税费用	(100)	178	389	526	698
长期借款及应付债券	969	696	696	696	696	少数股东损益	155	1500	1589	1650	2025
其他长期负债	1351	1532	1532	1532	1532	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>59</b>	<b>1031</b>	<b>1909</b>	<b>3088</b>	<b>4255</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2320</b>	<b>2228</b>	<b>2228</b>	<b>2228</b>	<b>2228</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>12024</b>	<b>13573</b>	<b>8203</b>	<b>8550</b>	<b>9233</b>	净利润	59	1031	1909	3088	4255
少数股东权益	529	1843	2955	4110	5528	资产减值准备	(64)	266	111	58	60
股东权益	10680	11930	13266	15427	18406	折旧摊销	373	520	828	972	1097
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>23233</b>	<b>27346</b>	<b>24425</b>	<b>28088</b>	<b>33166</b>	公允价值变动损失	(126)	(813)	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	473	468	398	447	530
每股收益	0.02	0.38	0.68	1.09	1.51	营运资本变动	(296)	(2026)	1534	(353)	(605)
每股红利	0.13	0.17	0.20	0.33	0.45	其它	(700)	553	1001	1097	1357
每股净资产	4.05	4.34	4.70	5.46	6.51	<b>经营活动现金流</b>	<b>(753)</b>	<b>(469)</b>	<b>5382</b>	<b>4861</b>	<b>6164</b>
ROIC	9%	18%	20%	26%	32%	资本开支	0	(2236)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	1%	9%	14%	20%	23%	其它投资现金流	(488)	(395)	0	0	0
毛利率	4%	10%	17%	20%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(407)</b>	<b>(2652)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>
EBIT Margin	3%	8%	14%	16%	18%	权益性融资	(30)	111	0	0	0
EBITDA Margin	3%	9%	17%	19%	21%	负债净变化	253	62	0	0	0
收入增长	9%	15%	-32%	13%	18%	支付股利、利息	(351)	(468)	(573)	(926)	(1276)
净利润增长率	-80%	1646%	85%	62%	38%	其它融资现金流	790	4651	(2881)	0	0
资产负债率	54%	56%	46%	45%	45%	<b>融资活动现金流</b>	<b>563</b>	<b>3950</b>	<b>(3454)</b>	<b>(926)</b>	<b>(1276)</b>
息率	1.9%	2.6%	3.1%	5.1%	7.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(597)</b>	<b>829</b>	<b>(71)</b>	<b>1935</b>	<b>2887</b>
P/E	297.5	17.7	9.9	6.1	4.4	货币资金的期初余额	1954	1357	2186	2115	4050
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.0	货币资金的期末余额	1357	2186	2115	4050	6937
EV/EBITDA	21.6	8.0	5.3	4.1	3.3	企业自由现金流	0	(485)	4176	3719	5207
						权益自由现金流	0	4228	1177	3680	5223

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

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

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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