

价格下行拖累 Q2 业绩，产能扩张有望提速

2022 年 08 月 17 日

► **公司发布 2022 年半年报。**2022H1，公司实现营收 142.69 亿元，同比下降 38.3%；归母净利润 7.41 亿元，同比增加 3.9%；扣非归母净利 7.49 亿元，同比增加 65.7%。2022Q2，公司实现营收 80.44 亿元，同比减少 30.9%，环比增长 29.2%；归母净利润 3.66 亿元，同比增加 23.5%，环比减少 2.4%；扣非归母净利 2.97 亿元，同比增加 19.6%、环比减少 34.3%。

► **产品价格下行，主营板块业绩承压。**量：随着 CCM 铜钴项目产能释放，铜钴产量提升，2022H1，公司铜产量 2.62 万吨，钴产品产量 5868 吨，公司预计 2022 年铜产量达到 5.5-6 万吨，钴产量达到 9000-10000 吨，镍项目产量稳定，2022H1 镍产量 11.95 万吨，镍产量 1.97 万吨，实现满产。利：2022H1，公司实现毛利 21.76 亿元，同比增加 4.1%，环比下降 5.4%，主要因为 22Q2 海外能源价格上涨，冶炼成本上升，其中，公司铜、镍、钴等能源金属板块实现毛利 18.97 亿元，同比增长 13.93%，主要因为海外能源价格上涨，冶炼成本上升，镍钴工业金属板块实现毛利 1.60 亿元；贸易板块实现毛利 1.20 亿元。

► **衍生金融资产大幅增加，公允资产收益支撑 22Q2 业绩。**2022 上半年，金属价格处于高位，公司套期保值需求较强，22Q2 衍生金融资产 1.87 亿元，环比大幅增加 1.76 亿元，公允价值变动损益 1.84 亿元，环比大增 3.15 亿元，弥补公司主营板块毛利的下降。考虑到衍生金融工具杠杆作用，公司 1.87 亿元衍生品套保的资产或超过 15 亿元，Q3 公司主要产品价格进一步下降，而衍生品资产锁定了部分产品价格，有助于稳定公司 Q3 的业绩。

► **未来看点：1) 供应干扰仍在，产品价格或将逐步企稳。**宏观压力减弱，能源价格高企，电力持续紧张，欧洲能源危机导致镍减产，铜镍价逐步企稳；新能源车需求旺盛，而供应增长较缓，镍钴价下方空间有限。2) **定增项目资金到位，产能扩张提速。**上游：CCM3 万吨铜，5800 金吨氢氧化钴项目产能继续爬坡，公司定增募资 22.05 亿元，发行工作已完成，卡隆威 3 万吨铜，4000 吨钴的募投项目建设将提速，预计 2022 年底投产；友山镍业开始部分转产低冰镍，镍产品切入新能源车产业链，盛迈镍业 4 万吨镍项目积极推进，镍板块项目进入复制阶段。下游：科立鑫高端钴产品 2022 年产量不低于 3000 吨；贵州一期 15 万吨硫酸镍项目已通过环评、能评，基建工程正在展开，预计 2023 年上半年投产。3) **资源增储潜力大，上游管控能力增强。**卡隆威和 FTB 项目，均处于富矿带，位于大型铜钴矿附近，找矿前景良好，未来增储潜力大。

► **投资建议：**能源价格高位背景下，供应干扰仍在，铜钴镍锌价格或逐步企稳，随着产能逐步释放，公司业绩或将继续增长，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 14.40 亿元、21.39 亿元和 28.44 亿元，EPS 分别为 0.51 元、0.76 元和 1.01 元，对应 8 月 16 日收盘价的 PE 分别为 16、11 和 8 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**能源价格大幅上涨，产能释放不及预期，下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	45237	31259	26786	29635
增长率 (%)	15.3	-30.9	-14.3	10.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	1031	1440	2139	2844
增长率 (%)	1645.6	39.6	48.6	33.0
每股收益 (元)	0.36	0.51	0.76	1.01
PE	22	16	11	8
PB	1.9	1.7	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 8 月 16 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

8.05 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1. 盛屯矿业 (600711.SH) 2021 年报及 22Q1 季报点评：减值拖累业绩，一体化布局蓝图悄然绽放-2022/05/03

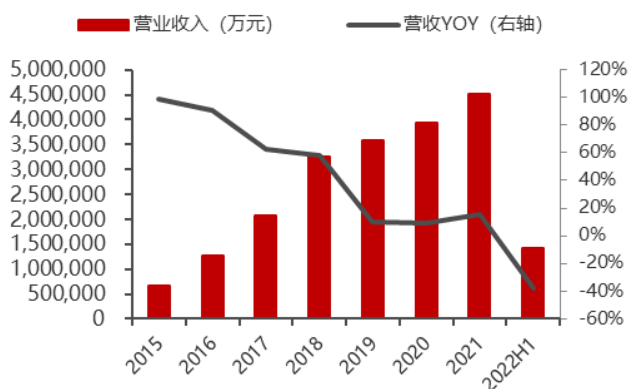
目录

1 事件：公司发布 2022 年半年报	3
2 分析	4
2.1 2022H1 业绩：产品量利齐升，业绩继续增长	4
2.2 主要子公司利润	6
2.3 2022Q2 业绩：金属价格下行，能源价格高企，业绩承压	7
2.4 未来看点：产能稳步推进，一体化布局初步成型	10
3 盈利预测与投资建议	13
3.1 估值分析	13
3.2 投资建议	13
4 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 事件：公司发布 2022 年半年报

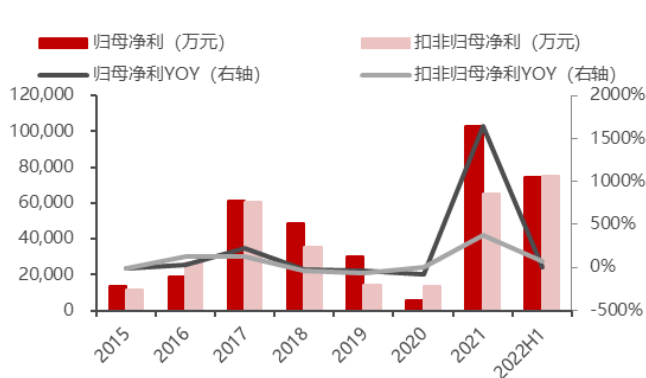
公司发布 2022 年半年报：2022H1，公司实现营收 142.69 亿元，同比下降 38.3%；归母净利润 7.41 亿元，同比增加 3.9%；扣非归母净利 7.49 亿元，同比增加 65.7%。2022Q2，公司实现营收 80.44 亿元，同比减少 30.9%，环比增长 29.2%；归母净利润 3.66 亿元，同比增加 23.5%，环比减少 2.4%；扣非归母净利 2.97 亿元，同比增加 19.6%、环比减少 34.3%。

图1：2022H1，公司营收同比下降 38.3%



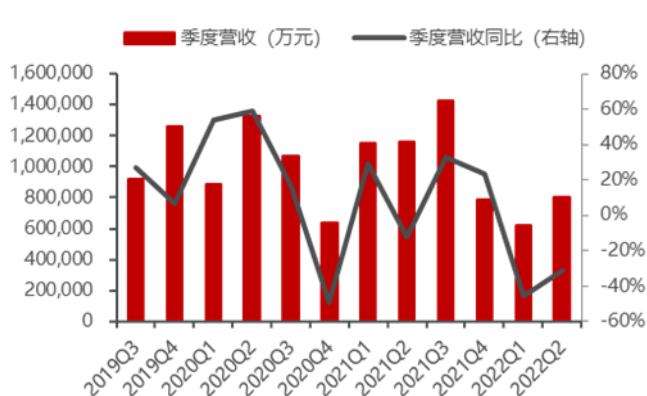
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1，公司归母净利润同比增加 3.9%



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2，公司营收同比减少 30.9%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2，公司归母净利润同比增加 23.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

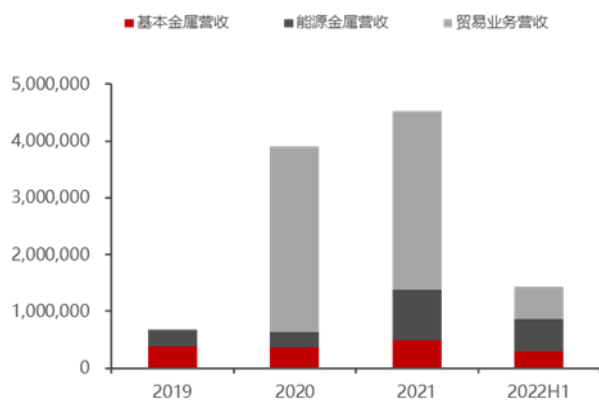
2 分析：产品价格逐步企稳，一体化布局成型

2.1 2022H1 业绩：产品量利齐升，业绩继续增长

贸易营收大幅下降，能源金属占比继续提升。2022H1，受益于 CCM 项目产能爬坡，以及铜、钴、镍价格处于高位，公司铜、镍、钴等能源金属板块实现营业收入 56.03 亿元，同比增长 37.53%，占总营收比重 39.2%；公司锌等基本金属板块实现销售收入 29.48 亿元，同比增长 19.52%，占总营收比例 20.6%，金属贸易板块实现营业收入 56.82 亿元，同比下降 65.76%；公司贸易实现营收 56.82 亿元，同比下降 65.8%，占总营收比例 39.8%，主要因为公司主动缩减贸易业务规模，聚焦实业。

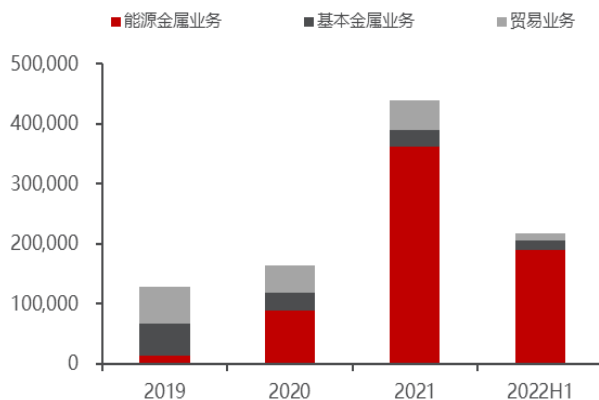
受能源价格上涨影响，能源金属板块毛利增速下降。2022H1，公司能源金属板块实现毛利 18.97 亿元，同比增长 13.93%，低于营业收入增速，主要因为海外能源价格上涨，公司冶炼成本上升，能源金属板块毛利占总毛利比例 87.2%，是公司主要的利润包块；工业金属板块实现毛利 1.60 亿元，占总毛利比例 7.4%；其他业务板块实现毛利 1.20 亿元，占比 5.4%。

图5：2022H1，公司分板块营业收入（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

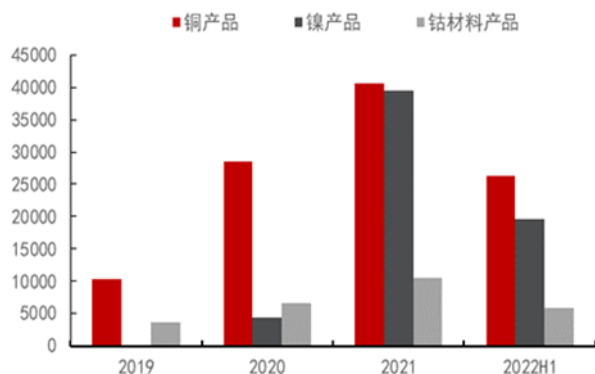
图6：2022H1，公司分板块毛利（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

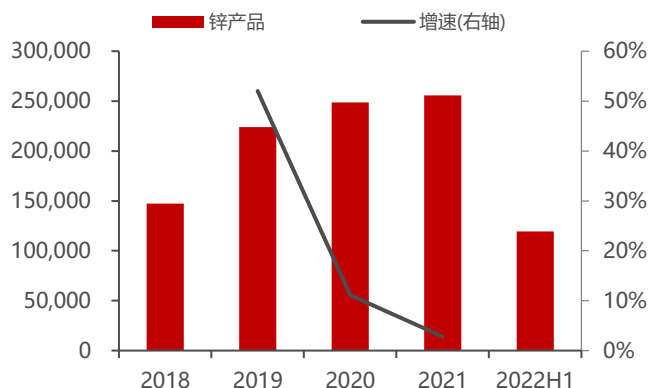
量：随着 CCM 铜钴项目产能释放，铜钴产量提升，2022H1，公司铜产量 2.62 万吨，钴产品产量 5868 吨，公司预计 2022 年铜产量达到 5.5-6 万吨，钴产量达到 9000-10000 吨，目前冶炼项目产能继续爬坡，实现铜钴全年产量目标问题不大。公司锌镍项目产能产量稳定，2022H1 锌产量 11.95 万吨，镍产量 1.97 万吨，基本实现满产。

图7: 2022H1, 公司铜、钴、镍产量 (单位: 吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

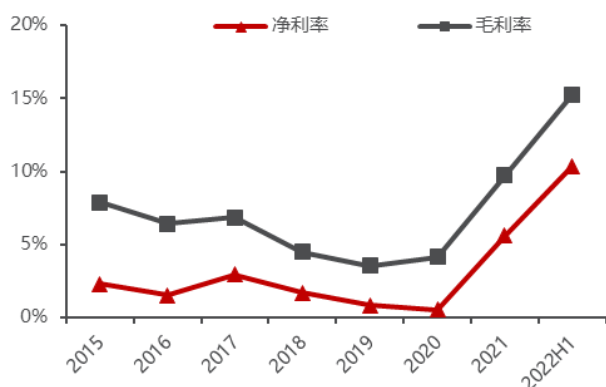
图8: 2022H1, 公司工业金属锌产量平稳 (单位: 吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

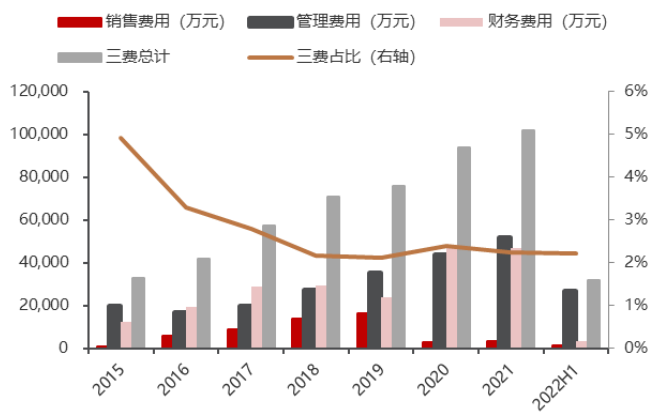
三费率上升 0.3pct, 净利率上升 4.1pct。公司 2022H1 三费费用 3.18 亿元, 同比下降 29.1%, 三费率 2.2%, 同比增长 0.3pct, 其中销售费用 0.14 亿元, 同比下降 34.7%, 主要因为执行新收入准则, 产品运输费、包装费等计入营业成本; 管理费用为 2.71 亿元, 同比增加 28.1%, 主要因为管理人员薪酬增加及股权激励开始摊销; 财务费用 0.33 亿元, 同比减少 84.8%, 主要因为美元相对人民币升值, 公司汇兑收益增加。公司毛利率、净利率为 15.5%和 10.4%, 同比分别增长 6.2 pct 和 4.1pct, 主要因为公司毛利率低的贸易业务规模下降。

图9: 2022H1, 公司净利率上升 4.1pct



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图10: 2022H1, 公司三费率上升 0.3pct

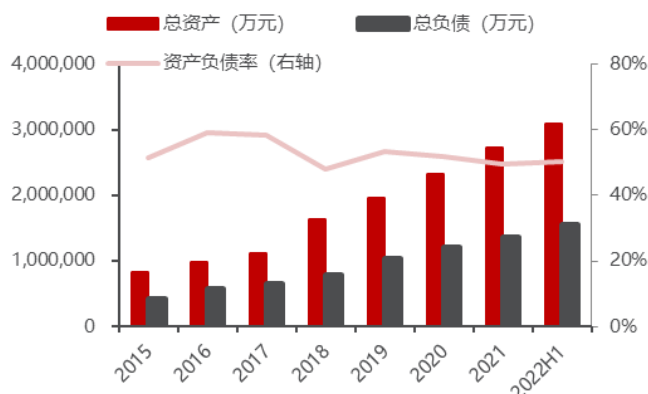


资料来源: wind, 民生证券研究院

经营性净现金流增加 3.5 亿元, 资产负债率下降 0.5pct。受益于利润向好, 公司现金流和资本结构均得到改善, 2022H1 公司经营性现金流净额 19.37 亿元, 同比增加 3.5 亿元, 公司资产负债率 50.2%, 同比下降 0.5pct。

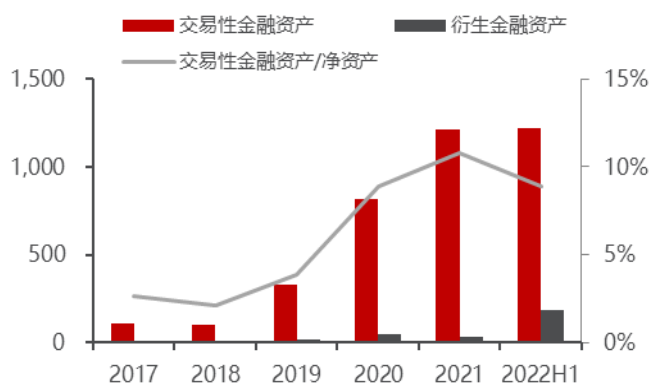
图11: 2022H1, 公司经营性净现金流下降 4.91 亿元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

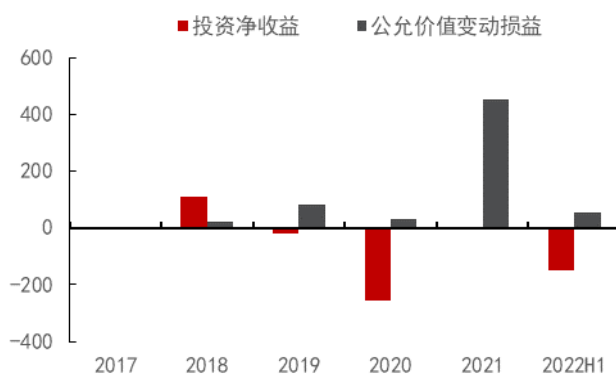
图12: 2022H1, 公司资产负债率上升 1.4pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

交易性金融资产保持稳定, 衍生金融资产大幅增加 1.7 亿元。2019 年以来, 公司参与二级市场投资增加, 交易性金融资产增长明显, 从 2018 年底的 1.0 亿元增加至 2022 年 6 月底的 12.2 亿元, 占公司净资产比例 8.9%, 二级市场股价的波动, 对公司投资收益影响较大, 2022H1, 公司投资净收益-1.5 亿元。由于担心金属价格下跌风险, 公司利用期货进行套期保值, 2022H1, 衍生金融工具产生的公允价值变动收益 1.06 亿元, 同比增加 1.14 亿元, 截至到 2022 年 6 月底, 公司衍生金融资产 1.87 亿元, 同比增加 1.72 亿元, 期货的套期保值有助于公司减少 6 月以来产品价格大幅下跌带来的损失, 平滑业绩的大幅波动。

图13: 2022H1, 公司衍生金融资产同比增加 1.72 亿元


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2022H1, 公司公允价值损益增加 1.14 亿元


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 主要子公司利润

宏盛国际和环球资源子公司贡献主要利润。2022H1, 子公司宏盛国际和环球资源贡献归母净利润分别为 5.52 亿元和 3.02 亿元, 同比分别减少 24.2%和增加 4.8%, 占公司归母净利润分别为 74.5%和 40.8%, 宏盛国际持有华玮镍业 55%股

权，间接持有友山镍业 35.75%股权。环球资源持有 CCR 项目 100%股权，CCR 项目拥有 3 万吨铜和 3500 金吨氢氧化钴冶炼能力，受铜价和钴价下跌影响，CCR 业绩有所下滑。其他主要子公司，盛屯金属 2022H1 净利润 1.37 亿元，同比增长 10.3 倍，占公司归母净利润 18.5%，四环锌锗因锌加工费下降，净利润 4416 万元，同比下降 55.6%。

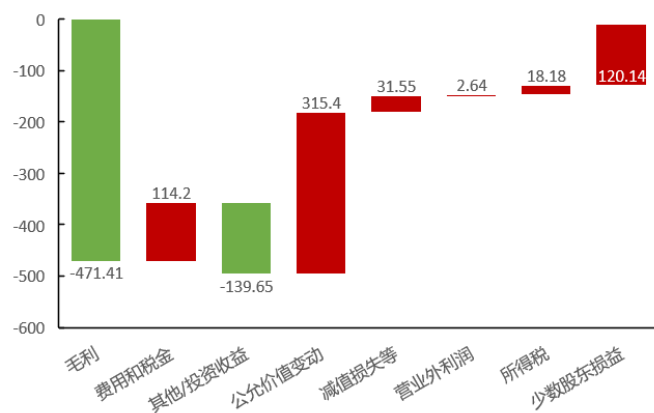
表1：主要控股子公司净利润变化（单位：万元）

公司名称	权益比例	主要经营范围	2021H1 净利润	2021 年净利润	2022H1 净利润	2022H1 净利润同比
四环锌锗	100%	锌锗冶炼、深加工等	9934	22172	4416	-55.6%
盛屯股权投资	100%	未上市公司股权投资等	-1067	-11341	-700	同比减亏
环球资源投资	51%	资源投资、冶炼厂投资	56571	116107	59278	4.8%
宏盛国际资源	100%	股权投资	72789	141231	55175	-24.2%
科立鑫金属	100%	生产销售自产的金属、粉末以及化合物	4469	10385	1229	-72.5%
盛屯金属	100%	批发零售矿产品、机电产品、家电及电子产品等	1209	-7905	13705	1033.6%

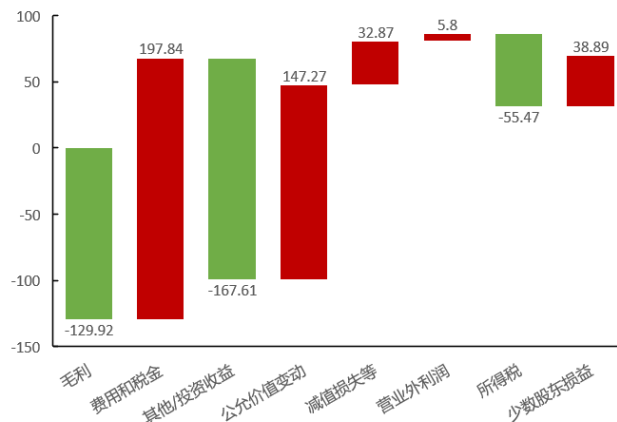
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 2022Q2 业绩：金属价格下行，能源价格高企，业绩承压

2022Q2，公司归母净利润同比上升，环比小幅下降，分拆来看，归母净利润的环比减少主要是由于毛利的下滑。公司毛利环比下降主要因为主产品铜、钴、镍价格下降，而能源价格仍然高企。**环比来看**，除了毛利（-4.71 亿元）之外，其他减利点还有投资收益（-1.40 亿元），主要增利点在于公允价值变动（+3.15 亿元），其他增利点还包括费用及税金（+1.14 亿元）、少数股东损益（+1.20 亿元）、减值损失（+0.32 亿元）、所得税（+0.18 亿元）。**同比来看**，除了毛利（-1.30 亿元）之外，其他减利点还包括投资收益（-1.68 亿元），所得税（-0.55 亿元），主要增利点在于用及税金（+1.98 亿元），其他增利点还有公允价值变动（+1.47 亿元）、减值损失（+3287 万元）、少数股东损益（+3889 万元）。

图15: 2022Q2, 公司归母净利润环比减少 896 万元 (单位: 百万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 6967 万元 (单位: 百万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

美联储激进加息背景下, 金属价格普跌。海外通胀高企, 美联储开始大幅加息, 6月以来, 大宗商品价格持续下行, 导致公司 2022Q2 毛利下降 4.71 亿元, 公司主要产品中, 2022Q2 镍铁价格环比上升 5.6%, 铜价基本持平, 估计环比下降 6.4%, 锌矿加工费环比下降 7.8%, 而受俄乌冲突影响, 能源价格高企, 公司成本压力较大, 利润受影响较为明显。

图17: 2022Q2, 沪铜价格环比下降 0.1%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2022Q2, 镍铁价格环比上升 5.6%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2022Q2, 金属钴价格环比下降 6.4%



资料来源: wind, 民生证券研究院

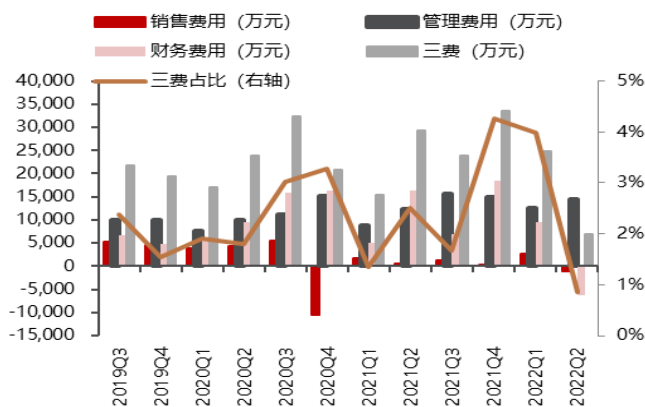
图20: 2022Q2, 锌精矿加工费环比下降 7.8%



资料来源: wind, 民生证券研究院

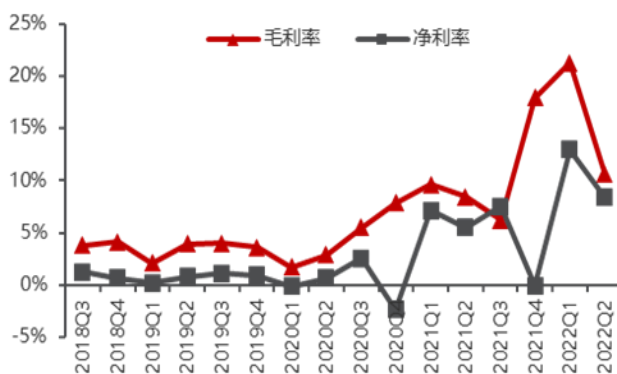
三费率环比下降 2.7pct。 2022Q2, 公司管理费用/销售费用/财务费用分别为 1.45 亿元/-0.12 亿元/-0.63 亿元, 费率分别为 1.8%/-0.1%/-0.8%, 环比分别变化-0.6pct/-0.2pct/-2.3pct。2022Q2 研发费用为 1051 万元, 研发费用率为 0.1%。2022Q2 公司毛利率、净利率分别为 10.6%和 8.4%, 环比分别下降 10.7pct 和 4.5pct。

图21: 2022Q2, 公司三费占比为 0.9%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 2022Q2, 公司净利率为 8.4%



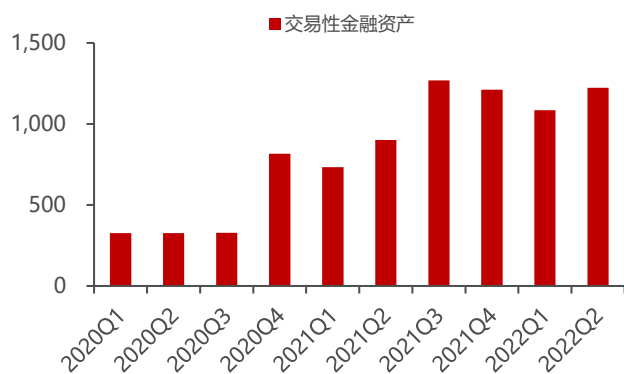
资料来源: wind, 民生证券研究院

交易性金融资产环比增加 1.48 亿元, 投资收益环比下降 1.44 亿元。 公司 2020 年 4 季度和 2021 年 3 季度购入交易性金融资产后, 持股变动不大, 而投资收益和公允价值变动损益受股票市场影响较大, Q2 股票市场表现较弱, 公司投资净收益-1.47 亿元, 环比下降 1.44 亿元。

衍生金融资产环比增加 1.76 亿元, 公允价值变动收益环比增加 1.8 亿元, 弥补 Q3 产品价格下行带来的损失。 公司衍生品金融资产变动较大, 期货投资也并非固定的套期保值, 公司会根据行情, 进行主动套保, 相关收益和损失计入到公允

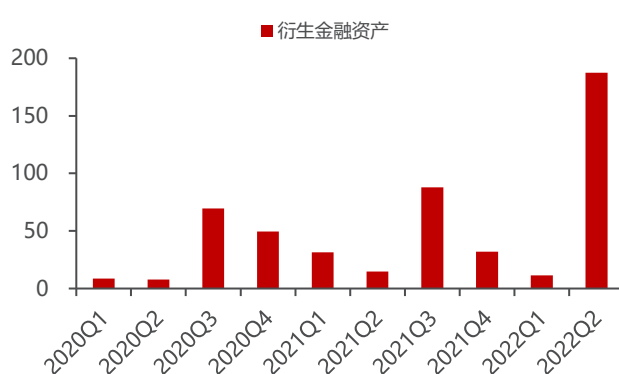
价值变动损益和投资收益,并未计入到主营业务中。由于上半年大宗商品价格处于高位,公司套保需求较强,2022年6月底,公司衍生品金融资产1.87亿元,环比增加1.76亿元,考虑到期货的杠杆作用,衍生品盘面套期保值的资产或超过15亿元,6月以来,公司主要商品价格大幅下降,公司衍生品资产收益丰厚,2022Q2公允价值变动损益1.84亿元,环比大增3.15亿元。三季度大宗商品价格继续下行,公司主营产品业绩承压,但由于期货盘面套保头寸较大,公司衍生品资产的收益可以弥补主营业务的损失,对公司Q3季度业绩形成一定支撑。

图23: 2022Q2,公司交易性金融资产环比增加1.38亿元



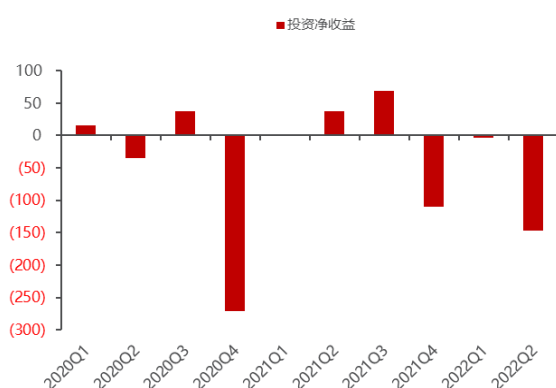
资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 2022Q2,公司衍生金融资产环比增加1.76亿元



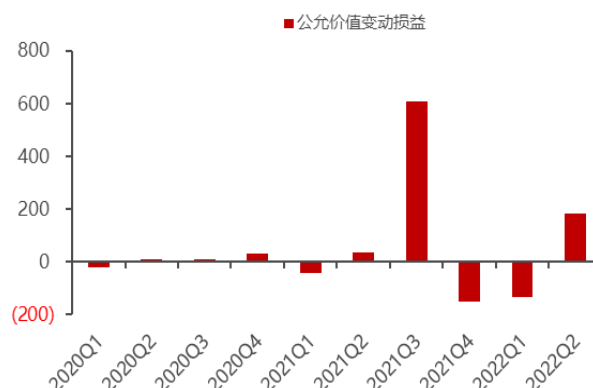
资料来源: wind, 民生证券研究院

图25: 2022Q2,公司投资净收益-1.27亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图26: 2022Q2,公司公允价值变动损益1.84亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.4 未来看点: 产能稳步推进, 一体化布局初步成型

2.4.1 能源价格高企, 供应干扰仍在, 产品价格或将逐步企稳

宏观压力减弱, 能源成本高企, 铜、锌价逐步企稳。铜: 美国通胀有所回落, 美联加息或将放缓, 宏观压力减弱, 而国内高温天气持续, 部分地区冶炼产能减产, 海外能源更为紧张, 冶炼影响或更明显, 需求端, 新能源快速发展, 电网投资强劲,

铜需求较强，LME 铜库存处于历史低位，铜价下方支撑较强。**锌**：海外能源危机蔓延，欧洲锌冶炼企业进一步减产，而国内也高温不断，电力供应吃紧，部分地区减产可能较大，供应干扰下，锌价走势偏强，由于冶炼端产能受限，精矿加工费或将逐步抬升，冶炼利润增厚。

新能源车销量旺盛，钴、镍铁产能逐步释放，供需均向好，价格下方空间或有限。**镍**：公司目前镍产品为镍铁，但友山镍业开始部分转产低冰镍，切入到新能源车供应链，享受新能源车市场高速增长的红利，新能源车需求旺盛，三元电池需求边际改善，硫酸镍供需保持紧平衡，镍铁因为转产高冰镍产能增加，供应过剩压力有望缓解，价格也将逐步企稳。**钴**：海运逐步恢复，供应开始回升，而需求端，消费电子表现较弱，新能源车需求较强，三元电池需求边际改善，国内可能的收储也会带动需求，预计钴价下行趋势或放缓。

2.4.2 坚持“上控资源，下拓材料”战略，一体化布局逐渐成型

公司预计未来三年能源金属材料需求保持高速增长，为保证原料供应，公司将通过勘探、并购、建设、合作开发等方式，进一步提升能源金属镍、铜、钴资源控制量，重点也将逐步由基本金属向能源金属转变，以匹配公司下游材料加工制造业业务扩张需求，保障公司能源金属业务综合比较优势可持续。

上游资源布局成果显著：CCM 产能逐步释放，盛迈镍项目稳步推进，卡隆威项目 2022 年底投产试车。公司 CCM3 万吨铜，5800 金吨粗制氢氧化钴项目 2021 年年底投产，产能将逐步释放。盛迈镍业 4 万吨镍项目稳步推进，镍项目进入复制阶段。公司定增募资 22.05 亿元，其中 16 亿元用于卡隆威 3 万吨铜，4000 吨钴采选一体化项目建设，目前定增项目已过会，发行工作完成，随着募集资金到位，卡隆威项目建设有望加快，预计 2022 年底投产试车。**公司预计 2022 年铜产量合计达到 5.5-6 万吨，钴产量达到 9000-10000 吨。**

表2：公司自有矿山的基本情况

矿山名称	主要品种	矿石资源量(万吨)	品位	设计矿石产能(万吨)	剩余可开采年限(年)	许可证/采矿权有效期
卡隆威	铜、钴	1,346	铜: 2.70%; 钴: 0.62%	116	10	采矿证至 2045 年 10 月 22 日。
埃玛矿业	铅、锌	采矿范围: 332.1; 探矿范围: 342.06	铅: 3.24%; 锌: 6.33%	30	10	采矿证至 2023 年 7 月 1 日; 探矿证至 2022 年 10 月 17 日。
银鑫矿业	铜、钨、锡	2584.05	铜: 0.66%; 钨: 0.14%; 锡: 0.13%	72	21	采矿证至 2022 年 12 月 13 日。
风驰矿业	锡、铜、锌	143.39	锡: 0.46%; 铜: 0.41%; 锌: 0.78%	6	10	采矿权至 2020 年 8 月 5 日 (正在办理延续)。
鑫盛矿业	铜、镍、金	328.35	铜: 0.49%; 镍: 0.31%; 金: 0.34g/t	16	12	采矿证至 2022 年 9 月 14 日。
华金矿业	金	403.75	金: 3.37g/t	15	14	丫他采矿证至 2026 年 11 月 11 日; 板其采矿证至 2024 年 3 月 1 日; 丁马沟采矿证至 2027 年 3 月 27 日。
恒源鑫茂	铅、锌	1242.4	铅: 2.59%; 锌: 2.93%	49.5	22	赵寨采矿证至 2021 年 10 月 27 日 (正在办理延续); 李家寨探矿证至 2023 年 1 月 13 日。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

下游材料稳步拓展，客户市场逐步打开：科立鑫（钴深加工）2021 年技改完成，积极开展下游规模企业的认证，公司与厦钨新能源签订战略合作框架协议，下游客户市场逐步打开，2022 年争取高端产品产量不低于 3000 吨；重点推进贵州 30 万吨硫酸镍，30 万吨磷酸铁，1 万金吨含钴电池材料建设，一期 15 万吨硫酸镍项目已完成能评、环评，逐步开展基建工程，争取 2023 年上半年投产，并尽快启动二期建设。

公司未来着重发展能源金属上下游产业，上游把控镍、钴资源，下游加快硫酸镍、三元材料等深加工建设，一体化布局逐步晚上，整体形成海外做资源，国内深加工的格局，抗风险能力增强。

2.4.3 资源增储潜力大，上游管控能力增强

卡隆威项目所在矿带找矿前景较好。公司卡隆威铜钴矿项目铜储量 30.2 万吨，平均品味 2.7%，钴金属量 4.27 万吨，平均品味 0.62。卡隆威项目位于中非刚果（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，找矿前景良好。

FTB 项目勘探工作稳步推进，成果显现。FTB 矿区毗邻多个世界级大型矿山和历史生产矿区，这条褶皱带拥有世界上最大的钴矿储量，铜矿储量也比较丰富，目前 FTB 项目正在勘探中，主要矿石种类包括铜、钴、铅、锌，根据现有勘探情况来看，FTB 项目有四个靶区已经获得了一定程度的找矿突破，其中，MONWEZI7 靶区揭露一条厚 19 米，品位 1.48%的钴矿体；KAMBUNDJI 靶区揭露一条厚 22 米，品位 1.97%的铜矿体，其中 5 米的品位达 3.25%，具有进一步找矿的潜力。

镍产业链利润集中在冶炼端，镍板块进入项目复制阶段。印尼禁止镍矿出口，导致国内镍矿供应过剩，而镍铁产能不足，目前镍产业链与铝产业链较为相似，供应的约束在冶炼端，冶炼产能不足，导致供应受限，价格上涨，而矿端供应比较充足，价格相对较低，利润集中在冶炼端。2022 年上半年，公司友山镍业 3.4 万吨镍项目开始部分转产低冰镍产品，未来将根据硫酸镍和镍铁价差，确定转产量，转产工艺的实现，可以帮助公司提前切入新能源车供应链，加快新能源产业链一体化布局，4 万吨盛迈项目直接生产高冰镍，公司镍板块进入项目复制阶段，逐步形成规模化。

3 盈利预测与投资建议

3.1 估值分析

目前公司主营产品以铜钴镍为主，我们选择 A 股主营铜钴的洛阳钼业和寒锐钴业，以及主营镍钴的华友钴业，作为可比公司，2022 年可比公司 PE 平均值为 19 倍，高于公司的 16 倍。公司产能扩张较快，成长性较强，因此我们认为公司估值水平具备提升空间。

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
603993.SH	洛阳钼业	5.41	0.24	0.39	0.42	23	14	13
603799.SH	华友钴业	81.15	2.45	3.82	5.68	33	21	14
300618.SZ	寒锐钴业	57.32	2.14	2.46	3.05	37	23	20
可比公司平均 PE						31	19	16
601137.SH	盛屯矿业	8.05	0.37	0.51	0.76	22	16	11

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：股价时间为 2022 年 08 月 16 日

3.2 投资建议

能源价格高位背景下，供应干扰仍在，铜钴镍锌价格或逐步企稳，随着产能逐步释放，公司业绩或将继续增长，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 14.40 亿元、21.39 亿元和 28.44 亿元，EPS 分别为 0.51 元、0.76 元和 1.01 元，对应 8 月 16 日收盘价的 PE 分别为 16、11 和 8 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 能源价格大幅上涨。公司镍铁冶炼属于高耗能行业，锌耗电量也较高，能源价格大涨将提高公司生产成本，侵蚀利润。

2) 产能释放不及预期。公司有较多产能规划，若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 下游需求不及预期等。公司在建项目较多，产能持续增长，若下游市场开拓遇到困难，或是需求不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量减少，对公司盈利产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	45237	31259	26786	29635
营业成本	40845	26591	20467	21404
营业税金及附加	303	146	136	155
销售费用	36	44	29	34
管理费用	517	347	301	333
研发费用	50	35	29	33
EBIT	3117	4096	5824	7678
财务费用	468	116	55	34
资产减值损失	-363	-168	-79	-85
投资收益	-4	0	0	0
营业利润	2731	3836	5711	7581
营业外收支	-21	22	18	13
利润总额	2709	3858	5729	7594
所得税	178	259	381	506
净利润	2532	3599	5348	7088
归属于母公司净利润	1031	1440	2139	2844
EBITDA	3735	4874	6822	8826

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2186	3176	4081	4414
应收账款及票据	2184	1090	989	1130
预付款项	1288	1268	907	927
存货	5417	3076	2404	2556
其他流动资产	3304	3235	3970	5806
流动资产合计	14380	11845	12351	14833
长期股权投资	361	324	300	278
固定资产	5637	7593	9404	11120
无形资产	3593	3708	3787	3833
非流动资产合计	12966	15482	17593	19507
资产合计	27346	27327	29944	34340
短期借款	4609	2795	3134	3148
应付账款及票据	4119	2782	2123	2217
其他流动负债	2618	2179	1827	1769
流动负债合计	11345	7756	7084	7133
长期借款	333	333	233	233
其他长期负债	1895	1881	1781	1517
非流动负债合计	2228	2213	2013	1750
负债合计	13573	9969	9097	8882
股本	2747	3097	3097	3097
少数股东权益	1843	4002	7211	11455
股东权益合计	13773	17357	20847	25457
负债和股东权益合计	27346	27327	29944	34340

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	15.29	-30.90	-14.31	10.64
EBIT 增长率	280.34	31.41	42.16	31.84
净利润增长率	1645.62	39.57	48.59	32.96
盈利能力 (%)				
毛利率	9.71	14.94	23.59	27.78
净利润率	5.60	11.51	19.96	23.92
总资产收益率 ROA	3.77	5.27	7.14	8.28
净资产收益率 ROE	8.65	10.78	15.69	20.31
偿债能力				
流动比率	1.27	1.53	1.74	2.08
速动比率	0.68	0.97	1.28	1.59
现金比率	0.19	0.41	0.58	0.62
资产负债率 (%)	49.63	36.48	30.38	25.87
经营效率				
应收账款周转天数	13.65	10.74	11.15	11.43
存货周转天数	48.41	42.22	42.87	43.58
总资产周转率	1.65	1.14	0.89	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.36	0.51	0.76	1.01
每股净资产	4.22	4.72	4.82	4.95
每股经营现金流	0.61	2.19	2.26	2.61
每股股利	0.04	0.15	0.60	0.80
估值分析				
PE	22	16	11	8
PB	1.9	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	7.01	4.79	3.31	2.49
股息收益率 (%)	0.52	1.86	7.45	9.94

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2532	3599	5348	7088
折旧和摊销	618	777	999	1149
营运资金变动	-2090	1497	-164	-1073
经营活动现金流	1735	6203	6392	7379
资本开支	-1560	-3229	-3110	-3093
投资	-42	135	-561	-1041
投资活动现金流	-1516	-3139	-3671	-4134
股权募资	111	350	0	0
债务募资	278	-1776	191	-290
筹资活动现金流	493	-2073	-1816	-2911
现金净流量	686	990	905	334

插图目录

图 1: 2022H1, 公司营收同比下降 38.3%	3
图 2: 2022H1, 公司归母净利润同比增加 3.9%	3
图 3: 2022Q2, 公司营收同比减少 30.9%	3
图 4: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 23.5%	3
图 5: 2022H1, 公司分板块营业收入 (单位: 万元)	4
图 6: 2022H1, 公司分板块毛利 (单位: 万元)	4
图 7: 2022H1, 公司铜、钴、镍产量 (单位: 吨)	5
图 8: 2022H1, 公司工业金属锌产量平稳 (单位: 吨)	5
图 9: 2022H1, 公司净利率上升 4.1pct	5
图 10: 2022H1, 公司三费费率上升 0.3pct	5
图 11: 2022H1, 公司经营性净现金流下降 4.91 亿元	6
图 12: 2022H1, 公司资产负债率上升 1.4pct	6
图 13: 2022H1, 公司衍生金融资产同比增加 1.72 亿元	6
图 14: 2022H1, 公司公允价值损益增加 1.14 亿元	6
图 15: 2022Q2, 公司归母净利润环比减少 896 万元 (单位: 百万元)	8
图 16: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 6967 万元 (单位: 百万元)	8
图 17: 2022Q2, 沪铜价格环比下降 0.1%	8
图 18: 2022Q2, 镍铁价格环比上升 5.6%	8
图 19: 2022Q2, 金属钴价格环比下降 6.4%	9
图 20: 2022Q2, 锌精矿加工费环比下降 7.8%	9
图 21: 2022Q2, 公司三费占比为 0.9%	9
图 22: 2022Q2, 公司净利率为 8.4%	9
图 23: 2022Q2, 公司交易性金融资产环比增加 1.38 亿元	10
图 24: 2022Q2, 公司衍生金融资产环比增加 1.76 亿元	10
图 25: 2022Q2, 公司投资净收益-1.27 亿元	10
图 26: 2022Q2, 公司公允价值变动损益 1.84 亿元	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 主要控股子公司净利润变化 (单位: 万元)	7
表 2: 公司自有矿山的基本情况	11
表 3: 可比公司 PE 数据对比	13
公司财务报表数据预测汇总	15

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026