

事件：公司发布 2021 年报和 2022Q1 季报。2021 年，公司实现营收 452.37 亿元，同比增长 15.3%；归母净利润 10.31 亿元，同比增长 1645.6%；扣非归母净利润 6.51 亿元，同比增长 378%。2022Q1 公司营收 62.26 亿元，同比下降 45.8%，环比下降 20.8%，归母净利润 3.75 亿元，同比下降 10.0%，环比增加 181.1%，扣非归母净利润 4.52 亿元，同比增加 7.2%，环比增加 261.1%。业绩符合我们的预期。

铜钴镍产能释放，产品量利齐升。由于友山镍业和 CCR 项目产能释放，公司铜钴镍产量大幅增加。量：锌产品销量 25.64 万吨，同比增加 3.12%；镍产品销量 4.01 万吨，同比增加 1358%；钴产品销量 1.02 万吨，同比增加 52.4%；铜产品销量 3.94 万吨，同比增加 38.27%。利：经济复苏以及新能源车快速发展，铜钴镍价格大幅上涨，公司盈利能力显著提升，锌吨毛利 1084 元，同比下降 153 元，主要因为锌精矿加工费下降；镍吨毛利 41807 元，同比增加 19229 元；钴吨毛利 112878 元，同比增加 66079 元；铜吨毛利 28779 元，增加 11417 元。公司毛利率、净利率为 9.71%和 5.60%，分别上升 5.56pct 和 5.05pct。

非经常损益变动大，减值损失拖累 2021 年业绩。2021 年，公司非经常性损益变动大，其中公允价值变动净收益 4.50 亿元，增加 4.22 亿元，主要因为交易性金融资产收益增加 2.61 亿元；资产减值损失 3.63 亿元，同比增加 2.66 亿元，主要因为无形资产、其他流动资产、在建工程减值增加，信用减值损失增加 1.65 亿元，主要因为其他应收款明显上升，减值损失影响归母净利润 3.08 亿元。22Q1 资产减值损失下降，业绩环比上升，同比看，业绩上升主要因为量价齐升。

未来看点：1) 行业维持高景气，产品价格表现较强。全球通胀高企，供应链问题继续，欧洲能源危机导致锌减产，铜锌价保持高位；新能源车需求旺盛，而供应增长较缓，镍钴价表现强势。**2) 实施“上控资源，下拓材料”战略，一体化布局逐渐成型。**上游：CCM3 万吨铜，5800 金吨氢氧化钴项目产能爬坡，卡隆威 3 万吨铜，4000 吨钴项目争取年底投产，盛迈镍业 4 万吨镍项目稳步推进。下游：科立鑫高端钴产品产量不低于 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 万吨硫酸镍争取 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：铜钴镍价格高企，随着产能逐步释放，公司业绩将明显增加，我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 19.18 亿元、24.56 亿元和 32.91 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.87 元和 1.16 元，对应 4 月 29 日收盘价的 PE 分别为 10、8 和 6 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	45888	45945	47176
增长率 (%)	15.3	1.4	0.1	2.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	1031	1918	2456	3291
增长率 (%)	1645.6	85.9	28.1	34.0
每股收益 (元)	0.37	0.68	0.87	1.16
PE	19	10	8	6
PB	1.6	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

6.98 元


分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu zuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.【民生金属公司点评】盛屯矿业：布局镍钴铜，业绩迎收获

目录

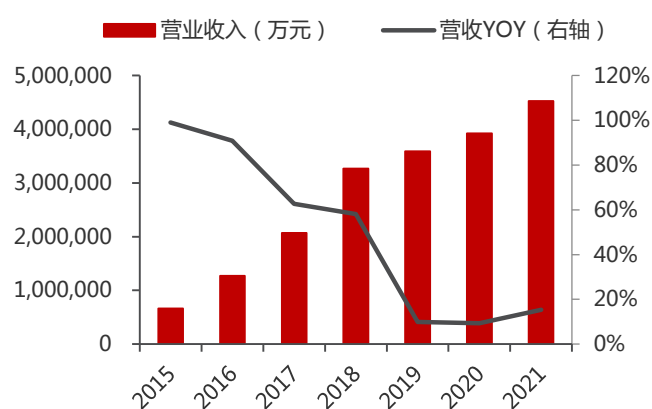
1 事件：公司发布 2021 年年报和 22Q1 季报	3
2 点评	4
2.1 2021 年度业绩：镍铜钴产能释放，产品量利齐升.....	4
2.2 主要子公司利润.....	8
2.3 2022Q1 业绩：减值损失下降，助推业绩上涨.....	9
2.4 未来看点：上控资源，下控材料，产能扩张提速.....	10
3 盈利预测与投资建议	12
3.1 估值分析.....	12
3.2 投资建议.....	13
4 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 事件：公司发布 2021 年年报和 22Q1 季报

公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 452.37 亿元，同比增长 15.3%；归母净利润 10.31 亿元，同比增长 1645.6%；扣非归母净利 6.51 亿元，同比增长 378%。2021Q4，公司实现营收 78.62 亿元，同比增长 23.3%、环比减少 44.8%；归母净利润-4.62 亿元，亏损同比扩大 126.5%，环比下降 159%；扣非归母净利-2.8 亿元，同比增长 88%、环比减少 207.2%。业绩符合公司预告。

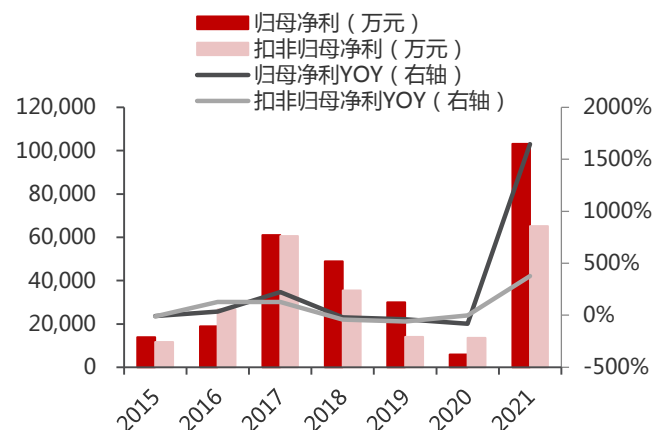
公司发布 22Q1 季报。2021 年业绩大幅上升，主要因为公司主要产品量利齐升。2022Q1 公司营收 62.26 亿元，同比下降 45.8%，环比下降 20.8%，归母净利润 3.75 亿元，同比下降 10.0%，环比增加 181.1%，扣非归母净利润 4.52 亿元，同比增加 7.2%，环比增加 261.1%。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 15.3%



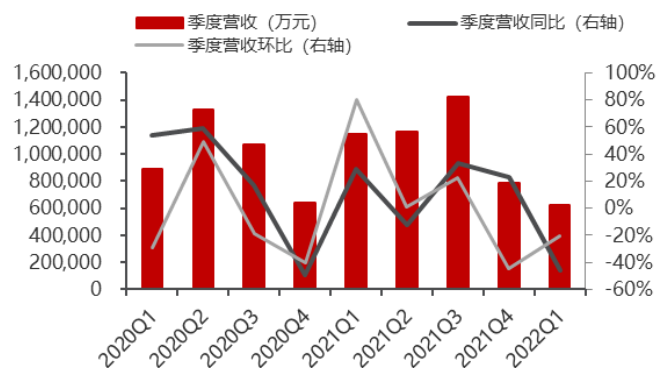
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 1645.6%



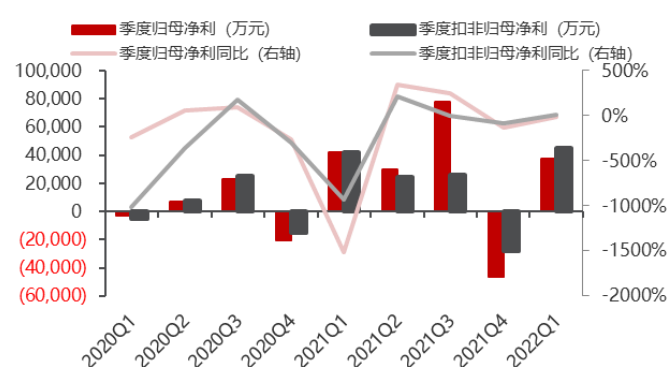
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2022Q1，公司营收同比下降 45.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2022Q1，公司归母净利润同比增加 181%



资料来源：wind，民生证券研究院

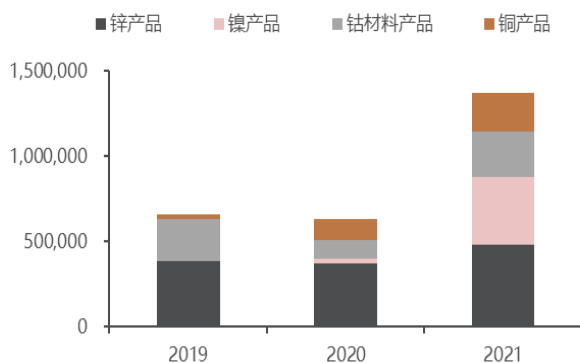
2 点评

2.1 2021 年度业绩：镍铜钴产能释放，产品量利齐升

镍钴铜营收毛利大幅上升。公司包含贸易业务，贸易高周转特征导致营收占比高，2021 年贸易营收 315.2 亿元，同比减少 3.8%，占比 53.5%。公司主营产品中，锌产品营收 48.3 亿元，同比增加 30.4%，占总营收 8.2%，镍产品营收 39.4 亿元，同比增加 1393%，占总营收比 6.7%；钴产品营收 26.9 亿元，同比增加 139.6%，占总营收比 4.6%；铜产品营收 22.5 亿元，同比增加 82.1%，占总营收比 3.8%。

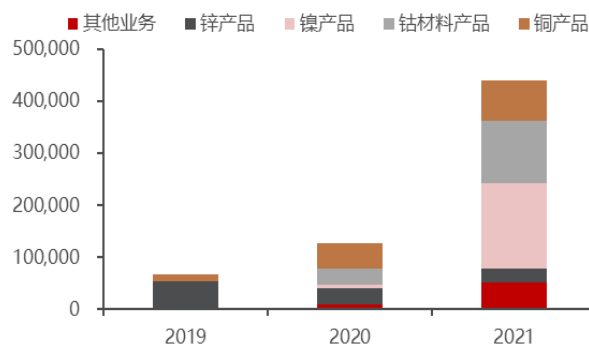
毛利方面，贸易业务毛利 5.09 亿元，同比增加 518.1%，占总毛利比 11.6%；锌产品毛利 2.65 亿元，同比减少 13.8%，占总毛利 6.0%；镍产品 16.5 亿元，同比增加 2081%，占总毛利比 37.5%；钴产品毛利 11.88 亿元，同比增加 280.1%，占总毛利比 27.0%；铜产品毛利 7.83 亿元，同比增加 58.4%，占总毛利比 17.8%。

图 5：2021 年，公司主要产品营收（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年，公司镍钴产品毛利大幅上升（单位：万元）



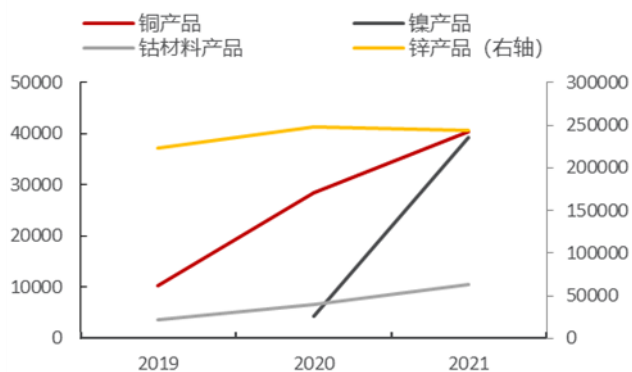
资料来源：wind，民生证券研究院

量：CCR 铜钴矿以及友山镍业产能释放，铜钴镍产销量大幅上升。随着友山镍业和刚果 CCR 铜钴矿项目产能释放，公司镍铜钴产销量大幅上升。分产品看，锌产品产销量分别为 25.56 万吨/25.64 万吨，同比分别增加 2.14%和 3.12%；镍产品产销量分别为 3.94 万吨/4.01 万吨，同比分别增加 813%和 1358%；钴产品产销量分别为 1.05 万吨/1.02 万吨，同比分别增加 63.6%和 52.4%；铜产品产销量分别为 4.04 万吨/3.94 万吨，同比分别增加 43.55%和 38.27%。

利：铜钴镍价大幅上升，盈利能力明显增强。新能源车销量大幅上涨，镍钴新能源金属需求旺盛，价格明显上升，2021 年，安泰科钴均价 37.0 万元/吨，同比上涨 39.9%，沪镍均价 13.7 万元，同比上涨 25.4%。全球经济复苏，也带动铜锌

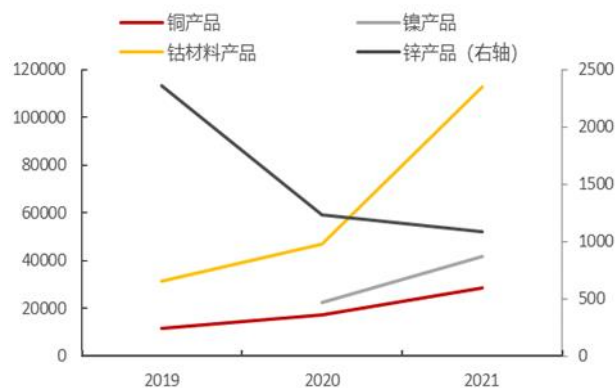
等大宗金属需求上升,价格上涨,2021年沪铜均价68381元/吨,同比上涨40.2%,沪锌均价22349元/吨,同比上涨23.0%,随着产品价格大涨,公司盈利能力大幅提升。**吨盈利方面**,2021年公司锌吨毛利1084元,同比下降153元,主要因为公司锌资产主要在冶炼端,而2021年国内锌精矿平均加工费4072元/吨,下降1291元/吨,进口锌精矿平均加工费76美元/吨,下降100美元/吨,而能源价格上涨则提升冶炼成本,导致锌冶炼利润下降;镍吨毛利41807元,同比增加19229元;钴吨毛利112878元,同比增加66079元;铜吨毛利28779元,增加11417元。**毛利率方面**,公司毛利率、净利率为9.71%和5.60%,分别上升5.56pct和5.05pct。

图7:2021年,公司铜钴镍产量增长明显(单位:万吨)



资料来源:wind,民生证券研究院

图8:2021年,公司铜钴镍毛利继续上涨(单位:元/吨)



资料来源:wind,民生证券研究院

图9:2021年,沪铜均价上涨40.2%(单位:元/吨)



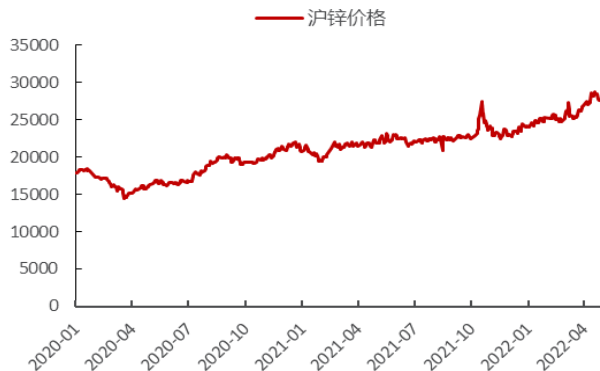
资料来源:wind,民生证券研究院

图10:2021年,沪镍均价上涨25.4%(单位:元/吨)



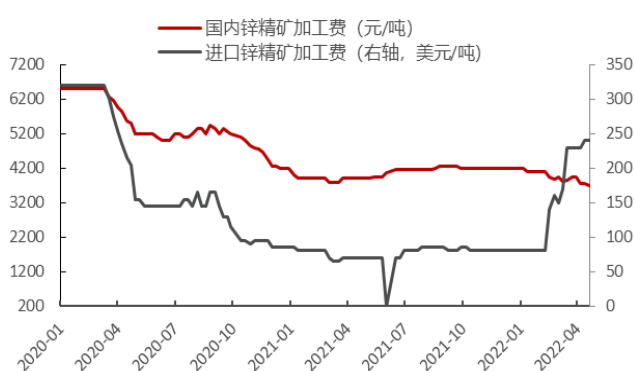
资料来源:wind,民生证券研究院

图 11：2021 年，沪锌均价上涨 23.0%（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年，国内锌精矿加工费下降 24.1%



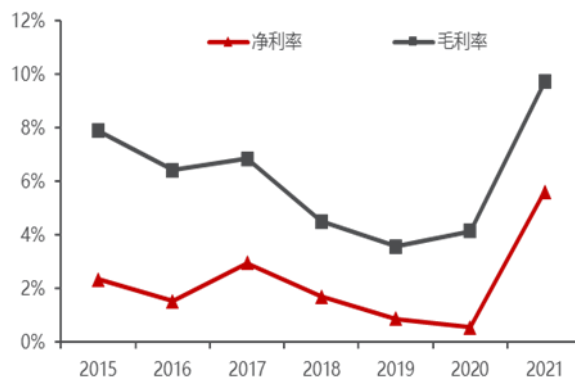
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年，安泰科钴均价上涨 39.9%（单位：元/吨）



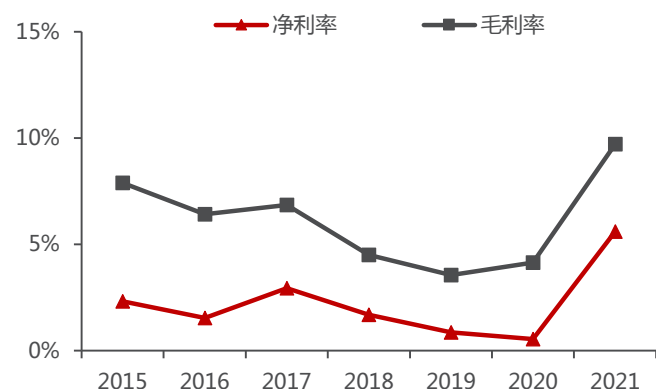
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年，公司毛利率上升 5.56pct

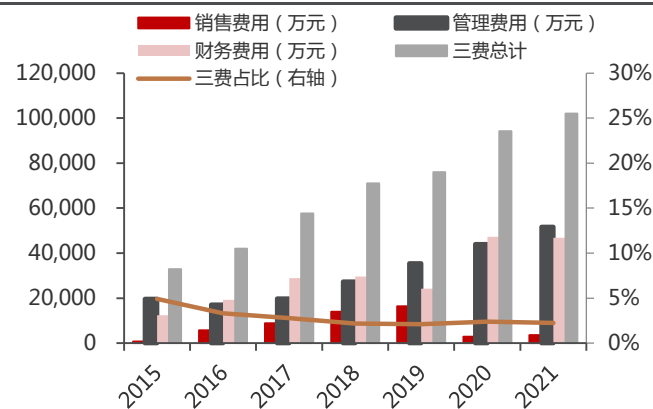


资料来源：wind，民生证券研究院

三费率下降 0.14pct，净利率上升 5.05pct。公司 2021 年三费费用 10.21 亿元，同比上升 8.40%，三费率 2.26%，同比下降 0.14pct，其中销售费用 3595 万元，同比上升 24.86%，主要是因为公司本期职工薪酬、招待费用、检测费用增加；管理费用为 5.17 亿元，同比增加 17.56%，主要是因为公司本期职工薪酬增加、股权激励费用摊销、银鑫矿业停工损失 财务费用为 4.68 万元，同比减少 1.12%，主要是因为汇兑损益减少。公司毛利率、净利率为 9.71%和 5.60%，分别上升 5.56pct 和 5.05pct。

图 15：2021 年，公司净利率上升 5.05pct


资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021 年，公司三费率下降 0.14pct


资料来源：wind，民生证券研究院

非经常性损益中，公允价值变动损益和减值损失占比较高。2021 年，公司公允价值变动净收益 4.50 亿元，增加 4.22 亿元，主要因为交易性金融资产收益 4.66 亿元，增加 2.61 亿元；公司资产减值损失 3.63 亿元，同比增加 2.66 亿元，主要因为无形资产、其他流动资产、在建工程以及金融资产损失增加，信用减值损失增加 1.65 亿元，主要因为其他应收款明显上升（主要系单位往来款增加），坏账损失增加。截至 2021 年底，公司应收账款和票据 21.8 亿元，同比增加 175%，主要因为公司期末部分产品销售形成应收账款。

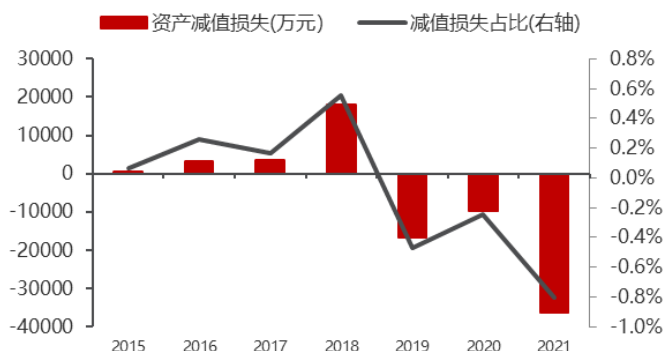
表 1：2021 年资产减值和信用减值损失分项（单位：万元）

资产减值损失	2021 年	2020 年	信用减值损失	2021 年	2020 年
存货跌价损失及合同履约成本减值损失	192.0	-405.5	预付账款坏账损失	234.1	-614.4
长期股权投资减值损失	-3,046.2		应收账款坏账损失	-9,398.6	-12,470.0
固定资产减值损失	-2,180.9		其他应收款坏账损失	-26,209.7	-8,458.3
工程物资减值损失		-5.4	长期应收款坏账损失	-4,111.0	-1,449.0
在建工程减值损失	-3,622.7	-93.6			-
无形资产减值损失	-11,292.3	-100.4			
商誉减值损失	-1,964.0	-2,010.4			
其他流动资产减值损失	-8,877.2	-3,580.4			
其他非流动金融资产减值损失	-5,500.0	-3,492.5			
合计	-36,291.2	-9,688.2	合计	-39,485.2	-22,991.6

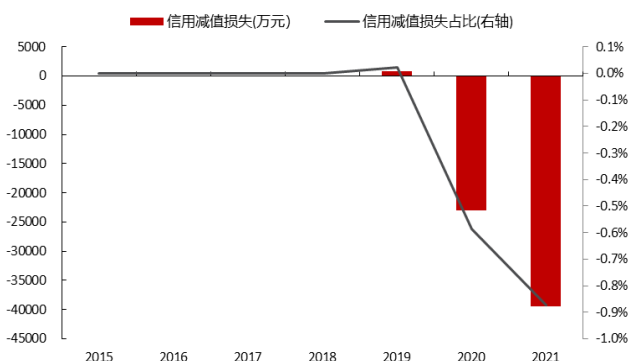
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17 :2021 年 ,公司公允价值变动净收益增加 4.22 亿元

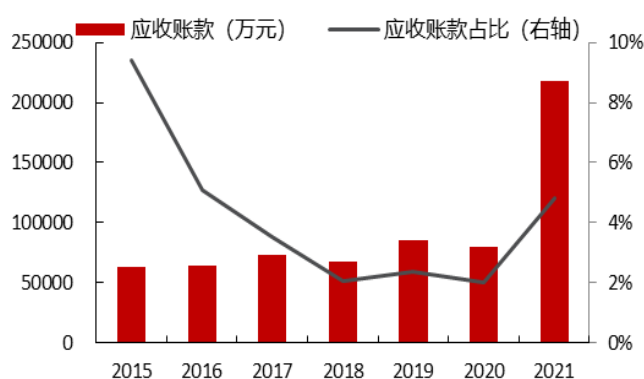

资料来源：wind，民生证券研究院

图 18 : 2021 年 ,公司资产减值损失增加 2.66 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图 19 : 2021 年 ,公司信用减值损失增加 1.65 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

图 20 : 2021 年 ,公司应收账款占比提升 2.8pct


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。2021 年，子公司宏盛国际和环球资源贡献归母净利润分别为 14.12 亿元和 5.92 亿元，同比分别增加 2376%和 234%，占公司归母净利润分别为 137.0%和 57.4%，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，2021 年，友山镍业净利润 15.17 亿元，贡献宏盛 5.42 元净利润。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，2021 年底投产，2021 年 CCR 净利润-2646 万元。

其他子公司：22 万吨锌锭和 40 吨锗回收冶炼产能的四环锌锗，2021 年净利润 2.22 亿元，同比增加 21.4%；主营未上市股权投资业务的盛屯股权投资，2021 年净利润-1.13 亿元，去年盈利 0.14 亿元；科立鑫金属主营金属粉末、化合物的生产和销售，2021 年净利润 1.04 亿元，同比增加 79.2%。

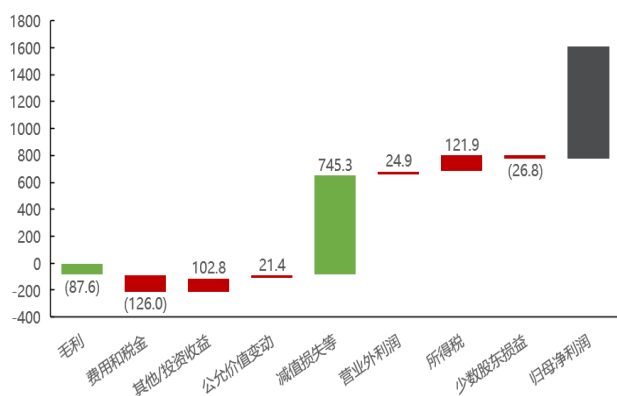
表 2：主要控股参股子公司净利润变化（单位：万元）

公司名称	权益比例	主要经营范围	2020 年净利润	2021H1 净利润	2021 年净利润	2021 年净利润同比
四环锌锗	100%	锌锗冶炼、深加工等	18259	9934	22172	21.4%
盛屯股权投资	100%	未上市公司股权投资等	1415	-1067	-11341	由盈转亏
环球资源投资	51%	资源投资、冶炼厂投资	34788	56571	116107	233.8%
宏盛国际资源	100%	股权投资	5703	72789	141231	2376.4%
科立鑫金属	100%	生产销售自产的金属、粉末以及化合物	5796	4469	10385	79.2%

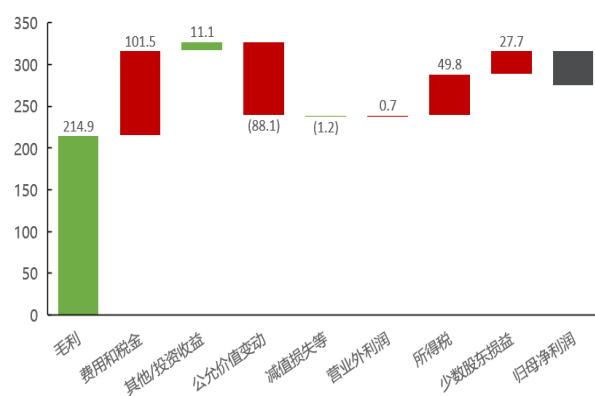
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.3 2022Q1 业绩：减值损失下降，助推业绩上涨

2022Q1，公司归母净利润环比增加 8.38 亿元，同比下降 0.41 亿元，分拆来看，归母净利润的环比增加主要是资产减值损失的减少。环比来看，主要增利点减值损失（7.45 亿元），主要因为 21Q4 坏账损失和无形资产减值较多，费用和税金（+1.26 亿元），主要因为汇兑损失减少，财务费用下降 0.89 亿元，其他投资收益（+1.03 亿元），主要减利点为所得税（-1.22 亿元）。同比看，主要增利点毛利（+2.15 亿元），主要减利点减值损失（-1.17 亿元），费用和税金（-1.02 亿元），公允价值变动（-0.88 亿元），所得税（-0.49 亿元）。

图 21：2022Q1，公司归母净利润环比增加 8.38 亿元（单位：百万元）


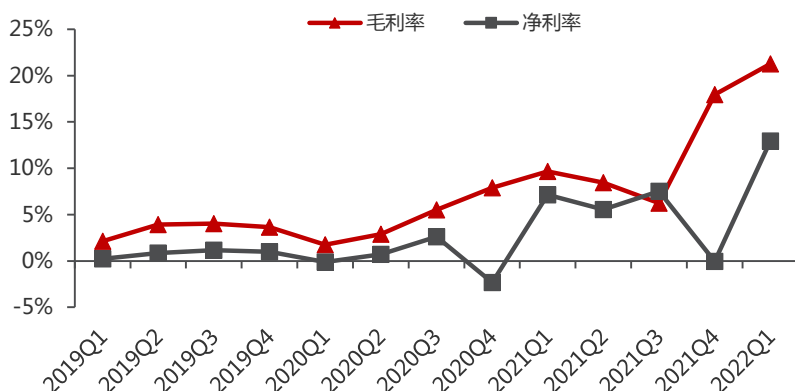
资料来源：wind，民生证券研究院

图 22：2022Q1，公司归母净利润同比下降 0.41 亿元（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2022Q1 净利率同比上升 5.81pct，环比上升 13.01pct。2022Q1 公司毛利率、净利率为 21.27%和 12.95%，同比分别上升 11.62pct、5.81pct，环比分别上升 3.31pct、13.01pct，公司整体毛利环比下降，净利率、毛利率上升主要因为低毛利的贸易业务规模缩小，业务结构优化。

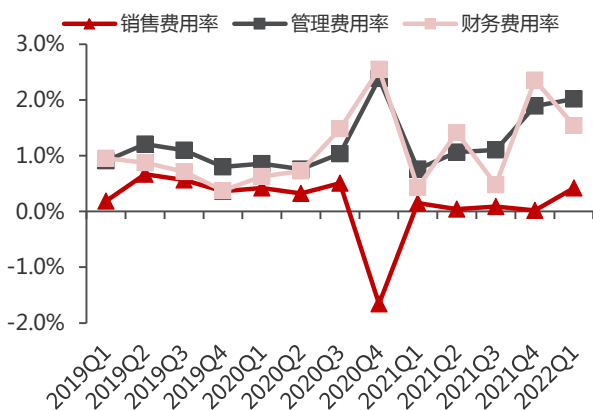
图 23：2022Q1，公司毛利率环比上升 3.31pct、净利率环比上升 13.01pct



资料来源：Wind，民生证券研究院

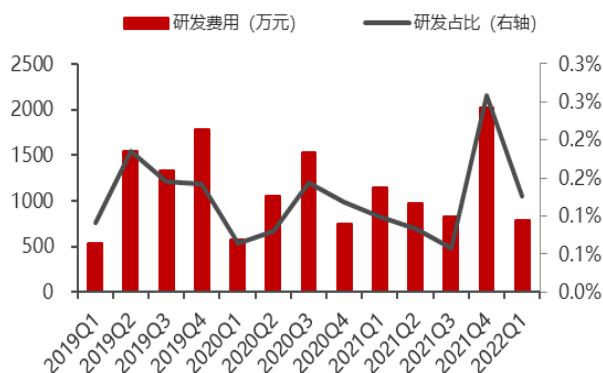
三费费率环比下降 0.28pct，研发费率环比下降 0.13pct。从费用率来看，2022Q1 公司销售费用率环比上升 0.41pct，管理费用率环比上升 0.13pct，财务费用率环比下降 0.81pct，主要因为汇兑损失下降；2022Q1 公司研发费用环比下降 61.35%，研发费率环比下降 0.13pct，主要因为研发投入在 21Q4 确认增加较多，22Q1 回归正常，研发费用下降。

图 23：2022Q1，三费费率环比下降 0.28pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图 25：2022Q1，研发费率环比下降 0.13pct



资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 未来看点：上控资源，下控材料，产能扩张提速

2.4.1 行业维持高景气，价格表现较强

供需偏紧加上通胀高企，铜锌价保持高位。铜受益于电力板块需求走高，以及市场通胀预期较强，价格预计保持高位震荡。海外能源危机蔓延，欧洲锌冶炼企业减产，供应受限，而需求仍受益于经济复苏，海外库存保持低位，锌价走势偏强，而锌矿供应逐步回升，锌冶炼供应受限，精矿加工费走高，冶炼利润增厚。

供应增长较缓，新能源车高速增长，供需错配导致镍钴价表现强势。镍：新能源车条线镍需求旺盛，而印尼疫情以及海运紧张，导致印尼镍项目进展较缓，硫酸镍条线吃紧，镍价走强。公司产品为镍铁，印尼镍铁投产项目较多，供应增长较快，但青山镍铁产线逐步转产高冰镍，未来将缓解镍铁过剩压力，所以镍铁价格仍有较强支撑。**钴**：海运仍然较为紧张，供应受限，但边际有所改善，未来随着国内疫情缓解，需求恢复将加快，供需向好格局下，预计价格下方空间有限。

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，稳步建设盛迈镍项目，卡隆威项目争取建成投产。公司 CCM3 万吨铜，5800 金吨粗制氢氧化钴项目 2021 年年底投产，2022 年产能将逐步释放，重点建设盛迈镍业 4 万吨镍项目。公司拟定增募资不超过 22.3 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，争取年底建成投产。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 3：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，公司产能布局加快。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，公司盛迈 4 万吨镍铁产能进一步扩大镍产品版图。

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 17 倍，高于公司的 10 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 4：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	4.68	0.24	0.39	0.42	20	12	11
603799.SH	华友钴业	82.31	3.19	5.09	7.49	26	16	11
300618.SZ	寒锐钴业	80.18	2.15	3.48	4.05	37	23	20
可比公司平均 PE						25	17	14
601137.SH	盛屯矿业	9.95	0.37	0.68	0.87	19	10	8

资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：股价时间为 2022 年 04 月 29 日

3.2 投资建议

铜钴镍价格高企，随着产能逐步释放，公司业绩将明显增加，我们预计公司2022-2024年将实现归母净利19.18亿元、24.56亿元和32.91亿元，EPS分别为0.68元、0.87元和1.16元，对应4月29日收盘价的PE分别为10、8和6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	45888	45945	47176
营业成本	40845	39682	38447	37470
营业税金及附加	303	215	234	246
销售费用	36	64	50	54
管理费用	517	509	516	529
研发费用	50	52	50	52
EBIT	3117	5366	6648	8824
财务费用	468	115	47	0
资产减值损失	-363	-168	-79	-85
投资收益	-4	0	0	0
营业利润	2731	5118	6559	8775
营业外收支	-21	22	18	13
利润总额	2709	5140	6577	8787
所得税	178	345	438	585
净利润	2532	4795	6139	8202
归属于母公司净利润	1031	1918	2456	3291
EBITDA	3735	6143	7647	9972

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2186	3623	4934	5478
应收账款及票据	2184	1600	1696	1798
预付款项	1288	1892	1704	1623
存货	5417	4590	4516	4474
其他流动资产	3304	3473	4285	6088
流动资产合计	14380	15178	17135	19461
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	15437	17548	19462
资产合计	27346	30615	34684	38923
短期借款	4609	2744	3013	2062
应付账款及票据	4119	4152	3989	3880
其他流动负债	2618	2952	2835	2672
流动负债合计	11345	9849	9836	8615
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	12062	11849	10364
股本	2747	3097	3097	3097
少数股东权益	1843	4720	8403	13315
股东权益合计	13773	18553	22834	28559
负债和股东权益合计	27346	30615	34684	38923

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	1.44	0.12	2.68
EBIT 增长率	280.34	72.13	23.90	32.73
净利润增长率	1645.62	85.93	28.05	34.01
盈利能力 (%)				
毛利率	9.71	13.52	16.32	20.57
净利润率	5.60	10.45	13.36	17.39
总资产收益率 ROA	3.77	6.26	7.08	8.46
净资产收益率 ROE	8.65	13.86	17.02	21.59
偿债能力				
流动比率	1.27	1.54	1.74	2.26
速动比率	0.68	0.88	1.11	1.55
现金比率	0.19	0.37	0.50	0.64
资产负债率 (%)	49.63	39.40	34.16	26.63
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	1.50	1.32	1.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.68	0.87	1.16
每股净资产	4.22	4.90	5.11	5.40
每股经营现金流	0.61	2.36	2.43	3.02
每股股利	0.04	0.15	0.60	0.80
估值分析				
PE	19	10	8	6
PB	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	6.12	3.18	2.39	1.66
股息收益率 (%)	0.61	2.18	8.72	11.63

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2532	4795	6139	8202
折旧和摊销	618	777	999	1149
营运资金变动	-2090	755	-479	-1013
经营活动现金流	1735	6655	6865	8530
资本开支	-1560	-3229	-3110	-3093
投资	-42	135	-561	-1041
投资活动现金流	-1516	-3094	-3671	-4134
股权募资	111	350	0	0
债务募资	278	-1827	121	-1255
筹资活动现金流	493	-2124	-1882	-3852
现金净流量	686	1437	1311	543

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 15.3%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 1645.6%	3
图 3：2022Q1，公司营收同比下降 45.8%	3
图 4：2022Q1，公司归母净利润同比增加 181%	3
图 5：2021 年，公司主要产品营收（单位：万元）	4
图 6：2021 年，公司镍钴产品毛利大幅上升（单位：万元）	4
图 7：2021 年，公司铜钴镍产量增长明显（单位：万吨）	5
图 8：2021 年，公司铜钴镍毛利继续上涨（单位：元/吨）	5
图 9：2021 年，沪铜均价上涨 40.2%（单位：元/吨）	5
图 10：2021 年，沪镍均价上涨 25.4%（单位：元/吨）	5
图 11：2021 年，沪锌均价上涨 23.0%（单位：元/吨）	6
图 12：2021 年，国内锌精矿加工费下降 24.1%	6
图 13：2021 年，安泰科钴均价上涨 39.9%（单位：元/吨）	6
图 14：2021 年，公司毛利率上升 5.56pct	6
图 15：2021 年，公司净利率上升 5.05pct	7
图 16：2021 年，公司三费费率下降 0.14pct	7
图 17：2021 年，公司公允价值变动净收益增加 4.22 亿元	8
图 18：2021 年，公司资产减值损失增加 2.66 亿元	8
图 19：2021 年，公司信用减值损失增加 1.65 亿元	8
图 20：2021 年，公司应收账款占比提升 2.8pct	8
图 21：2022Q1，公司归母净利润环比增加 8.38 亿元（单位：百万元）	9
图 22：2022Q1，公司归母净利润同比下降 0.41 亿元（单位：百万元）	9
图 23：2022Q1，公司毛利率环比上升 3.31pct、净利率环比上升 13.01pct	10
图 24：2022Q1，三费费率环比下降 0.28pct	10
图 25：2022Q1，研发费率环比下降 0.13pct	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2021 年资产减值和信用减值损失分项（单位：万元）	7
表 2：主要控股参控股子公司净利润变化（单位：万元）	9
表 3：公司自有矿山的基本情况	11
表 4：可比公司 PE 数据对比	12
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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001