

盛屯矿业 (600711.SH)

乘三元之风，钴业常青，镍业启航

核心观点:

- **发力新能源金属，钴镍业务深入布局。**公司开拓新能源金属业务板块，加速投建海外项目，如印尼高冰镍项目、刚果金钴冶炼项目，目前新能源金属板块业务已初具规模。钴产业链一体化推进，进入主流正极材料供应链，盈利水平提升；镍项目即将投产，贡献利润。
- **钴：钴业常青，产业链一体化推进，提升盈利水平。**根据近期金融时报报道，特斯拉或从嘉能可采购钴，表明动力电池行业钴需求仍在；同时未来消费、动力电池需求修复，钴价有望反弹；钴行业估值有望提升。公司积极布局的钴材料业务全产业链将迎来收获：现有刚果（金）铜钴项目年产能 30,000 吨铜、3,500 吨粗制氢氧化钴（金属量），正在积极推进刚果金年产 30,000 吨铜、5,800 吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法项目和恩祖里卡隆威铜钴矿山的建设。未来钴深加工产品产能有望达到 1.5 万金属吨。同时公司钴产品进入厦钨等主流材料厂供应链。
- **镍：乘三元之势，携手青山，布局印尼，镍业启航。**INSG 预计到 2030 年，电池用镍的镍消耗量将达到 75 万吨。伴随印尼矿业禁止原矿出口政策落地，当地建厂成为趋势。盛屯矿业 3.4 万吨镍金属量高冰镍项目，携手青山集团，预计 2020 年下半年投产。根据公司公告，项目投产后预计年平均销售收入、利润总额分别为 41,704、12,657 万美元。
- **投资建议。**我们预计公司 2020-22 年 EPS 为 0.18/0.36/0.52 元，按 7 月 3 日收盘价对应 PB 为 1.26/1.16/1.03 倍。对标行业可比公司 2020 年均值为 4.3 倍 PB，公司过去 3 年平均 PB 为 1.98 倍；考虑公司镍项目即将投产贡献利润，钴业务估值修复；因公司业务多元，给予 20 年 1.5 倍 PB，合理价值为 6.14 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**项目投产进度及产能释放不及预期风险，金属价格波动风险，海外投资风险；资产减值、市场和其他风险等。

盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	33,925	37,314	38,384	42,642	44,107
增长率（%）	48.5	10.0	2.9	11.1	3.4
EBITDA（百万元）	1,157	942	1,100	1,534	1,951
归母净利润（百万元）	495	320	424	821	1,198
增长率（%）	-24.1	-35.4	32.7	93.5	46.0
EPS（元/股）	0.27	0.14	0.18	0.36	0.52
市盈率（P/E）	16.91	38.21	27.97	14.46	9.90
ROE（%）	6.2	3.5	4.5	8.0	10.4
EV/EBITDA	8.70	13.57	11.23	7.96	5.96

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

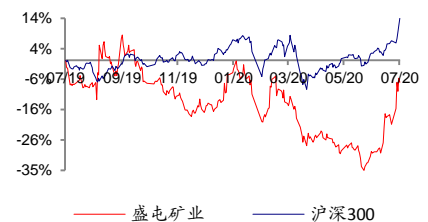
公司评级

当前价格	5.14 元
合理价值	6.14 元
前次评级	买入
报告日期	2020-07-05

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2308.03/1884.48
总市值/流通市值（百万元）	11863.30/9686.23
一年内最高/最低（元）	5.98/3.57
30 日日均成交量/成交额（百万）	67.90/320.13
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	21.23/-6.88

相对市场表现



分析师:



巨国贤
SAC 执证号: S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-82535901

分析师:



宫帅
SAC 执证号: S0260518070003



SFC CE No. BOB672



010-59136627

gongshuai@gf.com.cn

相关研究:

目录索引

一、发力新能源金属，钴镍业务深入布局	4
（一）成功转型有色，盛屯控股	4
（二）发力新能源金属，钴镍业务重点推进，基本金属同步扩大	7
二、钴：钴业常青，产业链一体化推进，提升盈利水平	8
（一）钴业务全产业链一体化推进	8
（二）上游：收购步伐不断，加强钴资源控制	8
（三）中游：进一步扩产粗制氢氧化钴项目	10
（四）下游：收购精炼钴生产商科立鑫	11
（五）供应链：与厦门钨业达成战略合作，公司下游销路稳固	11
（六）毛利贡献潜力大，产品盈利能力强	12
（七）钴业常青，消费、动力电池需求仍看好	13
三、镍：乘三元之势，携手青山，布局印尼，镍业启航	15
（一）电池用镍带动全球镍需求增长	16
（二）携手青山，布局印尼	16
（三）镍业启航，提升盈利	19
四、传统采选业务：夯实金属矿产采选业务	22
五、锌锗冶炼布局：稳步推进	22
六、金属产业链增值业务：稳健发展	22
（一）金属产业链增值业务继续保持增长	22
（二）金属产业链增值服务不断完善	23
七、盈利预测及投资建议	23
（一）盈利预测	23
（二）投资建议	25
八、风险提示	25

图表索引

图 1: 公司股权结构简图 (截止 2020 年 3 月末)	4
图 2: 公司历年营业收入及同比增速 (亿元)	5
图 3: 公司历年归母净利润及同比增速 (亿元)	5
图 4: 公司历年毛利率、净利率	6
图 5: 公司核心业务板块营收情况 (万元)	6
图 6: 公司毛利结构 (万元)	7
图 7: 2019-2020 年全球钴矿产量占比 (地区)	10
图 8: 2016-2020 年市场钴价走势 (元/吨)	12
图 9: 2015-2019 年公司钴业务营收 (万元)	13
图 10: 2016-2019 年公司钴业务毛利贡献 (万元)	13
图 11: 2016-2022 年全球精炼钴需求测算 (单位: 万吨)	14
图 12: 2015-2020 年动力电池钴金属需求预测 (单位: 万吨)	15
图 13: 2010 年以来全球镍产量趋势 (万吨)	16
图 14: 2010 年以来全球镍年增量趋势 (万吨)	16
图 15: 2030 年动力电池镍需求预测 (千吨)	16
图 16: 2030 年电池用镍占比预测	16
图 17: 中国和印尼原生镍产量成本分布图	17
图 18: 2019 年世界镍储量分布	17
图 19: 2019 年红土镍储量占比	17
图 20: 印尼矿业政策演化概述	18
图 21: 红土镍供应链	19
图 22: 友山镍业股权结构	20
图 23: 高冰镍加工工艺	21
图 24: 高冰镍项目产量预测 (吨)	21
图 25: 高冰镍项目净利润增长 (亿元)	21
表 1: 公司钴矿资源情况 (白银储量为吨, 其余均为万吨)	9
表 2: 公司刚果钴项目情况	10
表 3: 近年来科立鑫主要产品产量及产能情况 (吨/年)	11
表 4: 大余科立鑫在建项目产品情况	11
表 5: 印尼已投和在建镍铁工厂 (截止 2020 年 4 月)	18
表 6: 高冰镍项目投资支出细分 (万美元)	20
表 7: 印尼高冰镍项目盈利预测 (亿元)	22
表 8: 关键业务盈利预测假设表 (单位: 百万元)	24
表 9: 可比公司估值表 (Wind 一致预期)	25

一、发力新能源金属，钴镍业务深入布局

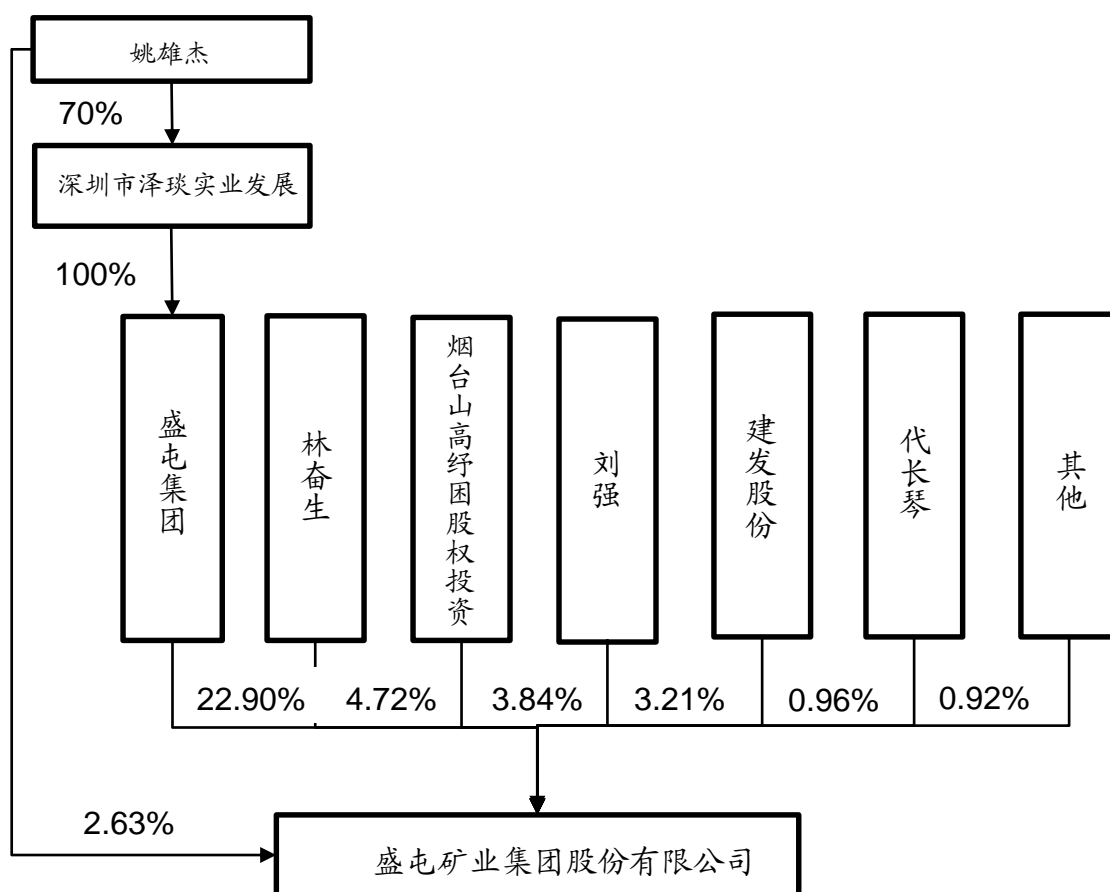
公司长期聚焦锌、钴、铜、镍金属品种业务拓展，并从 2018 年开始开辟新能源金属版块业务，加速投建海外项目，如恩祖里铜矿项目、印尼高冰镍项目、刚果金钴冶炼项目，目前新能源金属板块业务已初具规模。预测基本金属业务稳定发展基础上，钴镍新能源金属业务将成为企业业绩增长点。

（一）成功转型有色，盛屯控股

公司于1996年在上交所上市，2007年公司开始向有色金属采选行业的战略性转型。近年公司通过增资扩股及收购兼并，逐步扩充自身矿产资源储备，在国内拥有多处矿山。2014年公司向商业保理、设备融资租赁、黄金租赁等金融业务领域深度拓展，完善金属产业链增值业务体系。

2016年公司介入钴业务，开始布局新能源产业链，目前已初具规模。截止 2020Q1，盛屯集团持股18.46%，为盛屯矿业公司控股股东，另外盛屯集团有限公司-深圳盛屯集团有限公司 2017 年非公开发行可交换公司债券（第二期）质押专户占4.44%；姚雄杰间接持有盛屯集团70%，为公司实际控制人。盛屯集团目前还是威华股份（主业是锂矿以及加工）的控股股东，未来盛屯集团将通过盛屯矿业（钴镍）+威华股份（锂）两大平台强化集团在新能源金属方面布局。

图1：公司股权结构简图（截止2020年3月末）

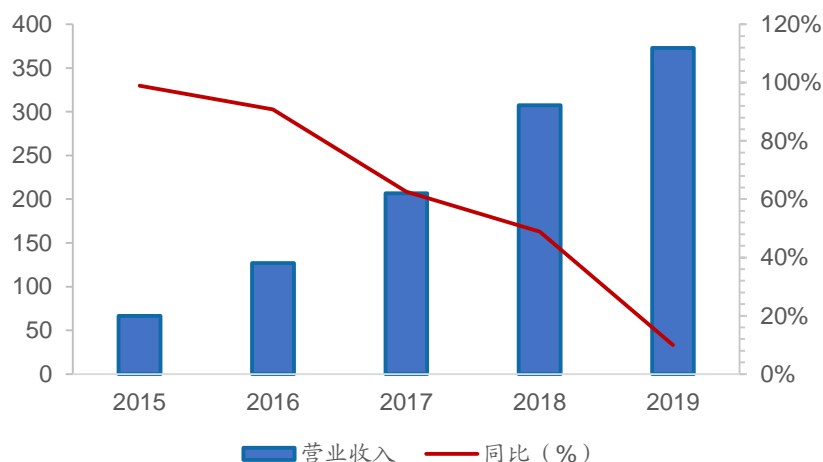


数据来源：公司债券2020年跟踪评级报告，广发证券发展研究中心

公司主营业务有有色金属采选业务、钴材料业务、金属冶炼及综合回收业务以及金属产业链增值服务，重点聚焦锌、钴、铜、镍金属品种。2020年公司在夯实有色金属采选主业的同时，大力发展钴镍新能源金属业务，预计2021年公司新增镍业务将成为业绩增长点。

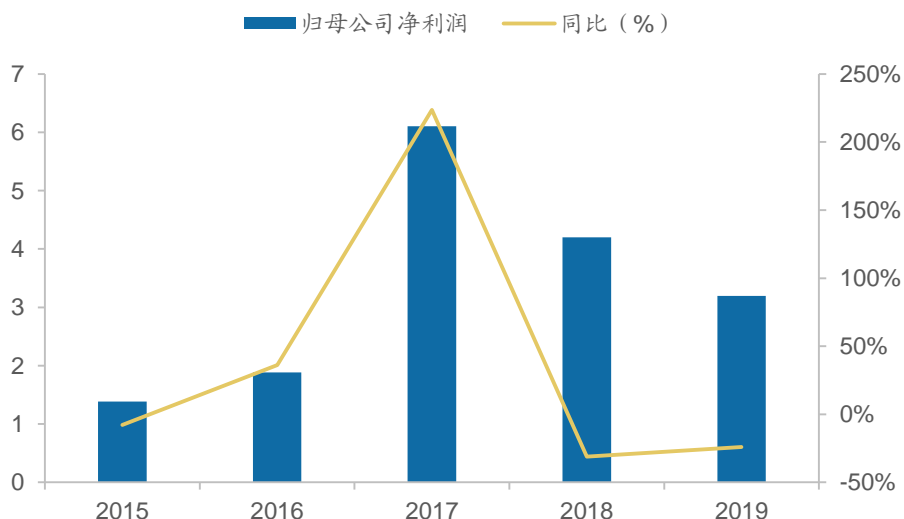
钴材料业务：随着恩祖里铜钴矿收购的完成，公司钴材料产业链进一步完善，目前公司在产项目有刚果盛屯资源 3 万吨铜，3500 吨钴综合利用项目，以及科立鑫 4500 金属吨钴材料深加工项目。公司目标在现有基础上继续扩大刚果(金)粗制氢氧化钴产能，未来粗制氢氧化钴年产量目标 1.5 万金属吨。

图2：公司历年营业收入及同比增速（亿元）



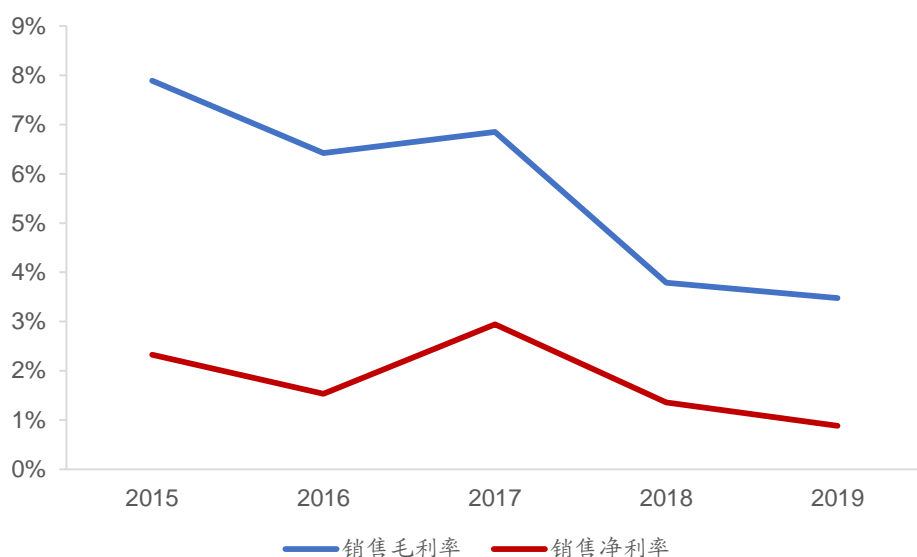
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公司历年归母净利润及同比增速（亿元）



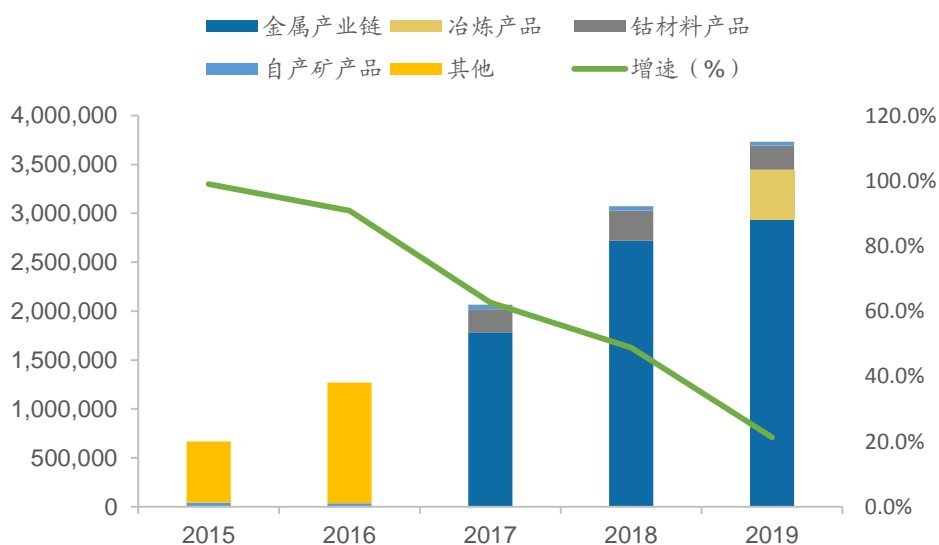
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：公司历年毛利率、净利率



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

图5：公司核心业务板块营收情况（万元）



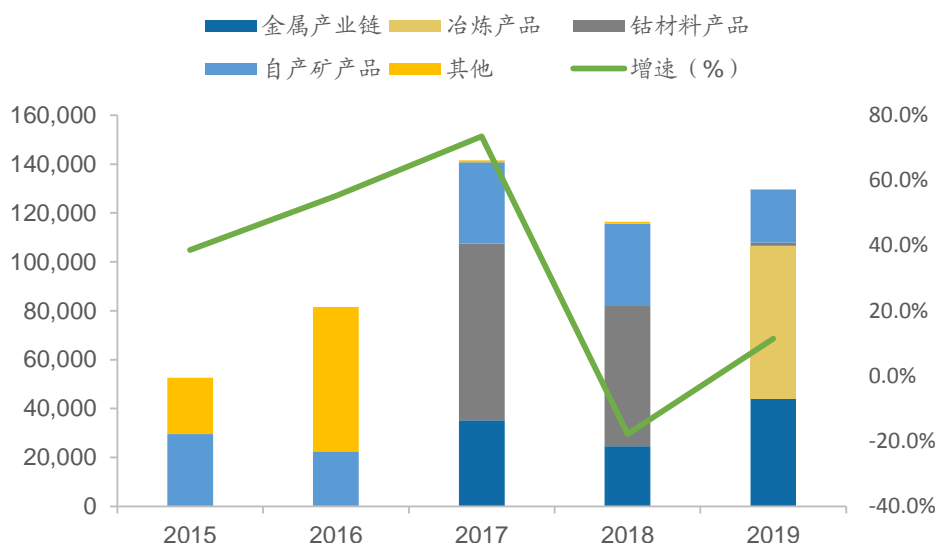
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

锌铜基本金属业务：有色金属采选业务近年一直保持稳定发展趋势。2019年采选业务主要开展主体为埃玛矿业、银鑫矿业，华金矿业，主要产品为锌、铅、铜、钨、锡、金、银等各类精矿。2019年主要矿山实现销售收入 3.80 亿元，比去年同期下降 16.08%，毛利为 2.18 亿元，同比下降主要原因为受内蒙古自治区安全生产大检查的影响，公司在内蒙的矿山埃玛矿业、银鑫矿业复工时间比往年推迟。

2019年新增公司金属冶炼及综合回收业务。目前四环锌锗拥有产能为 22 万吨锌锭、40 吨锗回收冶炼，刚果盛屯资源产能里目前也有年产 30,000 吨铜冶

炼。2019年公司金属冶炼及综合回收实现营业收入 50.79 亿元，实现毛利 6.24 亿元。

图6：公司毛利结构（万元）



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

公司金属贸易和产业链服务：主要为有色金属产业链上下游企业提供矿产品原材料采购、金属成品购销，以及金属产业链上各项服务。2019年，公司金属产业链服务实现营业收入 293.84 亿元，比上年同期增长 6.48%。实现毛利 4.41 亿元。

（二）发力新能源金属，钴镍业务重点推进，基本金属同步扩大

钴材料业务：公司钴材料业务体系已形成。公司在基本金属业务稳定发展的基础上，加快布局资源，公司在刚果(金)投建并于 2019 年顺利生产运营 30,000 吨电极铜、3,500吨钴综合利用项目以及收购了钴材料深加工企业珠海科立鑫。此外，为继续推进公司钴材料业务的发展战略，公司在报告期内推进了可转债的发行，拟使用可转债募集资金，在刚果(金) 投建年产 30,000 吨铜、5800 吨粗制氢氧化钴(金属量)湿法项目，进一步提升公司钴产品的产能产量，巩固自身的行业地位。

镍业务：公司拥有赞比亚南部的穆纳里镍矿的租赁权，并稳步推进印度尼西亚纬达贝工业园区投建的3.4万吨镍金属量高冰镍项目。高冰镍计划在 2020 年实现投产。项目投产后预计年平均销售收入41,704万美元，年平均利润总额12,657万美元。

锌铜基本金属：目前四环锌锗拥有产能为 22 万吨锌锭、40 吨锗回收冶炼。后续公司将进一步扩大锌冶炼产能，目标50万吨。刚果盛屯资源产能里目前也有年产 30,000 吨铜冶炼产能，刚果金二期建设完毕后将有60,000吨铜产能。

二、钴：钴业常青，产业链一体化推进，提升盈利水平

根据近期金融时报报道，特斯拉或从嘉能可采购钴，表明动力电池行业钴需求仍在，同时未来下游消费、动力电池需求修复，钴价有望反弹。公司自 2016 年来积极布局的钴材料业务全产业链将迎来收获：上游通过陆续并购国内外优质钴矿稳定资源控制，卡隆威铜钴矿积极勘探中，目前已完成可行性研究；中游扩建粗制氢氧化钴项目以提升中端产能，二期刚果（金）铜钴项目预计 2021 年建成投产，投产后公司整体产能将提升至 60000 吨电铜、9300 吨粗制氢氧化钴；下游收购精炼钴生产商科立鑫，扩展钴业务至深加工。随产业链布局成熟与市场强力回升，公司未来钴材料业务毛利贡献潜力较大。

（一）钴业务全产业链一体化推进

作为公司未来重要战略方向，公司近年来致力于打造完整的钴产业链营收体系。公司钴材料业务始于 2016 年，2017-2020 年通过先后收购大理三鑫、CMI、科立鑫、恩祖里迅速发展，以刚果（金）为基地，围绕钴矿资源，实现包括“钴原材料”+“铜钴冶炼”+“钴产品贸易”+“钴材料深加工”+“钴回收”在内的全产业链体系。

公司通过持续并购不断加强钴资源控制，促进上中下游业务扩张。上游领域，公司目前在国内、赞比亚、刚果（金）都拥有稳定矿产资源。目前已有永平铜矿在生产，赞比亚 Kitwe 钴矿项目已进入设备调试阶段，预计本年度可投产，投产后预计年产能 0.22 万吨。公司自 2020 年 3 月完成恩祖里股权交割，随后开始积极建设卡隆威铜钴矿，预计投产后可增加 0.37 万吨的年产能。中游领域，公司在刚果（金）投建并于 2018 年底顺利生产运营 30000 吨铜、3500 吨粗制氢氧化钴一期项目；2019 年 6 月公开发行可转债用于投资二期刚果（金）铜钴项目，拟使用可转债募集资金，增建年产 30000 吨铜、5800 吨粗制氢氧化钴湿法项目，预期投产 2021 年。下游领域，公司于 2018 年收购了钴材料深加工企业珠海科立鑫，主要产品包括三氧化二钴和电池级高纯硫酸钴，通过科立鑫公司钴业务衔接至下游动力车市场。

（二）上游：收购步伐不断，加强钴资源控制

先后认购大理三鑫共 65% 股权，开始钴金属布局。2017 年和 2019 年盛屯矿业分别两次认购大理三鑫 35% 和 30% 股权，云南省永平县羊厂铜矿为大理三鑫核心钴矿资源，截至 2020 年 4 月保有矿石总储量 262.17 万吨，资源剩余可开采年限 10 年。目前矿山处于证照办理和建设阶段。

认购 CMI25% 股权，奠定海外钴资源扩张基础。2018 年 1 月 11 日全资子公司盛屯尚辉参与联合矿业投资有限公司（英文名 Consolidated Mining and Investments Ltd 以下简称“CMI”）的股票配售，以现金认购 CMI 新增股份 11,336,065 股，价格为 0.53 美元/股，认购后持有 CMI 总股本 25%；伦敦股份登记处已更新股东名册出具了股权证书。CMI 持有 CNM5.9% 的股权，CNM 是 CMI 的运营子公司。CMI 注册地在英国伦敦，是一家在镍、铜和贵金属等领域开展矿山项目开发及冶金的公司。

收购恩祖里 100% 股权，获得刚果（金）优质钴源。公司于 2019 年通过其全资子公司旭晨国际以不超过 5.46 亿元收购恩祖里铜矿有限公司 100% 股权，2020 年 3 月正式完成股权交割。恩祖里旗下拥有两个主要铜钴项目，包括卡隆威采矿项目和

FTB 勘探项目，位于刚果（金）加丹加地区。卡隆威采矿项目目前已取得采矿许可证并完成可行性研究，已探明矿石量 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。FTB 勘探项目在卡隆威外围，勘探总面积 334 平方公里，目前处于勘探初期。

1. 卡隆威项目

项目位于高品位铜钴矿床带，外部开发建设条件良好。卡隆威地处中非刚果（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，矿权面积 8.3 平方公里，著名的卡莫阿超大型铜矿距离该项目北部约 30 公里。2020 年 3 月公司拟投资 2.93 亿美元进行卡隆威矿山的建设开发，项目全投资回收期为 5.51 年，目前已完成可行性研究报告并取得相关建设的政府批文。预期项目建设十五个月，原料来自卡隆威矿山露天开采的铜钴矿。项目冶炼除处理自产铜钴矿外，还有部分外购氧化铜矿。其中，自产氧化铜矿年处理量为 100 万吨，外购氧化铜矿年处理量为 16 万吨。

2. FTB 项目

FTB 项目矿区毗邻多个世界级大型矿山和历史生产矿区，该地区拥有世界上最大的钴矿储量和丰富的铜矿，被认为是高质量勘探靶区。矿区总面积 334 平方公里，主要矿石种类包括铜、钴、铅、锌。根据区域内的矿化信息以及物探成果圈定了 8 个靶区，其中四个靶区已经获得了一定程度的找矿突破，具有进一步找矿的潜力。

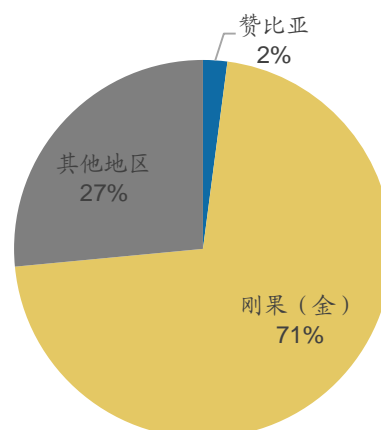
表 1：公司钴矿资源情况（白银储量为吨，其余均为万吨）

	权益	公司	权益	公司	矿山	性质	矿石储量	金属	金属量			
盛屯矿业	65%	大理三鑫矿业			青羊厂铜矿	探矿权	355	铜	7.2			
								钴	0.23			
								银	161			
	100%	盛屯尚辉	25%	CMI	赞比亚 Kitwe 铜钴矿	探矿权	11000	铜	33			
								钴	5.5			
	100%	旭晨国际	100%	恩祖里铜矿有限公司	卡隆威项目 (85%)	采矿权	1,346	铜	33.2			
					FTB 项目 (100%)	勘探中		铜、铅、锌	4.27			
											钴	

数据来源：公司对外投资公告，广发证券发展研究中心

注：根据公司对外投资公告：CMI 持有 Vulcan Mining Ltd 57.9%的股权，Vulcan Mining Ltd 持有 Copper Tree Ltd 12.5%的股权，Copper Tree Ltd 主要资产为赞比亚 Kitwe 铜钴矿项目。大理三鑫矿业有限公司核心资产为云南省永平县青羊厂铜矿详查勘查许可证探矿权。

图7：2019-2020年全球钴矿产量占比（地区）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

综合来看，公司在上游钴矿资源已经形成稳定的全球布局，在国内、赞比亚、刚果（金）都拥有矿权分布。其中刚果（金）作为全球优质钴资源的核心地区，拥有世界上储量最大、矿床分布密度最高的铜钴矿成矿带，钴矿成本及品位优势明显，公司在当地的开疆有助于构建稳定的钴产业链上游战略资源储备供给。预计随卡隆威钴矿、FTB 铜钴矿相继投产，公司在未来 5 年将迎来钴产量的大幅扩张。

（三）中游：进一步扩产粗制氢氧化钴项目

2017 年盛屯矿业建立海外子公司刚果盛屯资源有限责任公司，于 2018 年 2 月开工建设年产 10000 吨电铜、3500 吨粗制氢氧化钴湿法冶炼项目，生产工艺采用酸浸、萃取、电积、沉钴湿法冶炼工艺。项目位于刚果（金）重要铜钴矿采炼中心科卢韦齐地区，分布多家大型采选矿和铜钴冶炼企业，交通便利。项目于 2018 年底按计划产能投产，2019 年下半年，公司通过技改方式，将电解铜产能提升至 30000 吨。一期最终产能达到 30000 吨电铜、3500 吨钴。

为进一步扩大铜钴产量规模，提高盈利能力，2019 年 6 月公司公开发行可转债，总投资 23.9 亿元建设扩产刚果（金）铜钴项目。预计项目建设周期为十五个月，二期铜钴项目目前仍处于建设阶段，预计达产后可新增年产能 30000 吨电铜、5800 吨粗制氢氧化钴。一二期项目达产后将提升公司整体产能至 60000 吨电铜、9300 吨粗制氢氧化钴。

表 2：公司刚果钴项目情况

	权益	公司	产品	现有年产能	扩产后年产能
盛屯矿业	51%	刚果盛屯	电铜	3 万吨	6 万吨
			粗制氢氧化钴	3500 吨	9300 吨

数据来源：公司对外投资公告，广发证券发展研究中心

（四）下游：收购精炼钴生产商科立鑫

公司于2018年4月以12亿元价格收购珠海科立鑫金属材料有限公司100%股份。珠海科立鑫是中国最大的精炼钴生产商之一，专业从事研发、生产和销售钴系列相关制品，主要业务为钴深加工与销售，通过将粗制氢氧化钴生产成四氧化三钴与电池级高纯硫酸钴供应给3C电池和动力三元电池的原料生产。

从钴材料业务角度，2019年以前，盛屯矿业钴材料相关业务主要采取材料贸易的形式，在上游刚果（金）地区采购钴矿运输至国内销售。自公司2018年8月收购珠海科立鑫以来，公司进一步延展其产业链，钴业务从材料贸易拓展至深加工产品诸如四氧化三钴与硫酸钴的生产销售。科立鑫是国家高新技术企业，在产品质量保障、资源循环利用、生产线自主设计、生产工艺优化等方面均积累了一定的技术优势，目前拥有钴金属年产能4500吨。

表3：近年来科立鑫主要产品产量及产能情况（吨/年）

产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
钴产品 (金属量)	4060	1777.28	43.78%	4500	3135.64	69.68%	4500	2416.44	53.70%

数据来源：公司可转债公告，广发证券发展研究中心

其全资子公司大余科立鑫于2019年投资15亿元建设“年产1万吨钴金属（含10万吨车电池回收及3万吨三元前驱体）新能源材料生产线项目”，整体建设期预计38个月。项目分两期建设，一期主要原料为废旧3C电池、钴中间品和钴原矿，合计含钴金属5000吨；二期主要原料为10万吨回收利用的汽车动力电池，钴中间品，合计含钴金属5000吨，镍金属9000吨。两期项目完成后大余科立鑫形成年产1万吨钴金属新能源材料的生产能力。

表4：大余科立鑫在建项目产品情况

项目	主要原料	金属量（吨）
一期	废旧3C电池	
	钴中间品	含钴5000
	钴原矿	
二期	10万吨回收利用汽车动力电池	含钴5000
	钴中间品	含镍9000

数据来源：公司对外投资公告，广发证券发展研究中心

（五）供应链：与厦门钨业达成战略合作，公司下游销路稳固

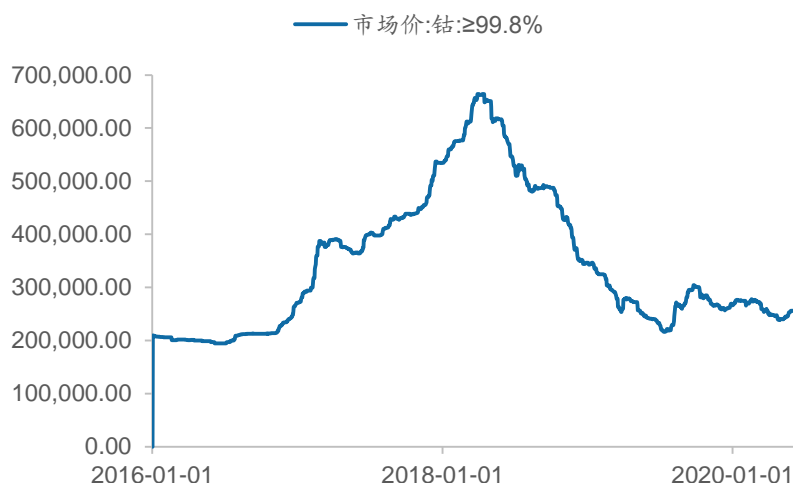
2020年5月公司与厦门钨业下属子公司厦门厦钨新能源材料股份有限公司签订《战略合作框架协议》，厦钨新能源公司具有钴酸锂、三元材料及前驱体的研发和制造优势，目前锂离子电池材料产销量处于行业领先水平，对钴、镍、锂金属需求较大。该战略合作协议承诺厦钨新能源基于市场化原则的同等商务条件下优先采购

来自盛屯矿业的含钴原料、三氧化二钴等钴材料产品，加速推进盛屯矿业三氧化二钴认证工作，并优先对盛屯矿业产品进行品质认证、采购使用和相应的技术交流。该战略合作进一步打开盛屯矿业钴产品下游销路，达成稳定采购协议与钴业务盈收。

（六）毛利贡献潜力大，产品盈利能力强

2016年以前公司主营业务主要包括金属贸易和产业链服务、金属冶炼及综合回收、有色金属采选三部分构成，其中金属贸易和产业链服务为公司的主要营收来源，2016-2018年该项业务占公司总体营收比平均为82.3%。自2017年公司大力发展钴产业链相关业务起，钴材料产品总体营收2017年达到23.46亿元，占总体营收的比例从2016年的2%迅速增长至2017年10%，钴业务2017年实现毛利7.23亿元，占比45%，超过金属贸易和综合冶炼成为公司利润的主要贡献点。

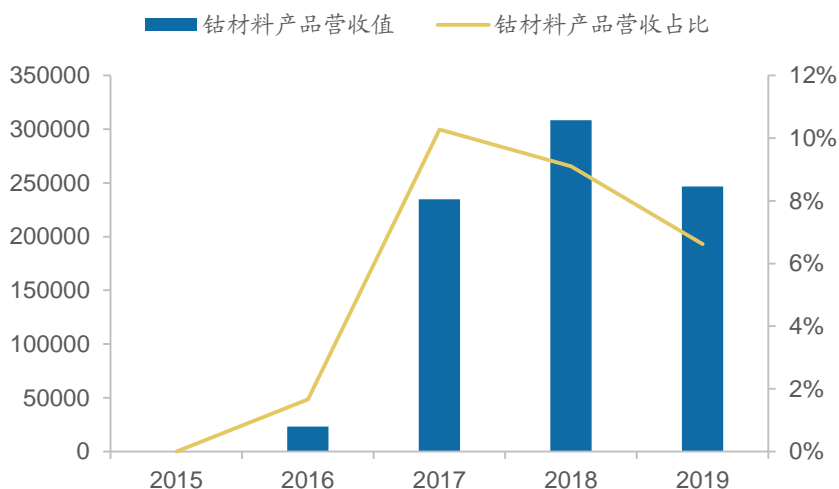
图8：2016-2020年市场钴价走势（元/吨）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

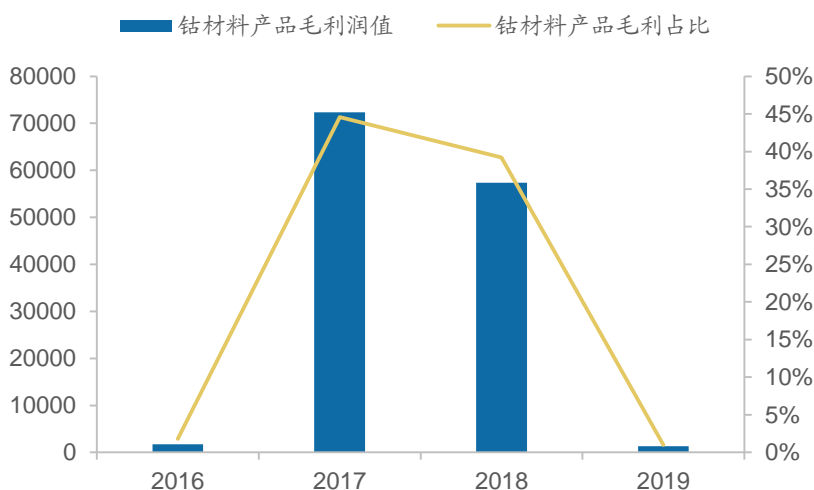
公司钴业务的盈利能力与钴市场行情紧密相关。2016年至2018年是钴价的上行期，市场钴价（≥99.8%）在两年间上涨近两倍，2018年5月达到峰值近70万元/吨，随后开始钴市场的下行周期，市场钴价一度跌至今年6月24.5万元每吨，受股价下跌影响，2019年公司钴材料业务盈利波动较大。2017-2018年市场上行期间，钴材料产品占公司毛利结构达到39%-45%。从营收构成上看，2017-2018年钴材料产品仅占公司总营收比例的9%-10%，但却超过作为核心营收来源的金属贸易和产业链服务，成为公司最主要利润来源。说明在市场行情稳固时，公司的钴材料相关业务利润空间较大，具有良好的盈利潜力。

图9：2015-2019年公司钴业务营收（万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图10：2016-2019年公司钴业务毛利贡献（万元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

同时，随着工信部将新能源车补贴延长至 2022 年，新能源汽车领域市场增长空间较大，下游需求旺盛，钴价在未来两年预期迎来趋势性上涨，有望使公司摆脱过去两年由于钴产品跌价造成资产减值损失较大的被动局面。2018-2019 年两年，受钴产品跌价影响，直接导致公司存货跌价损失，商誉减值损失（珠海科立鑫公司）累计达到 1.62 亿元，另外还间接造成公司部分坏账损失、其他资产损失。展望未来，受益于钴行业触底回升，景气度提高，公司资产减值压力将大幅下降。

（七）钴业常青，消费、动力电池需求仍看好

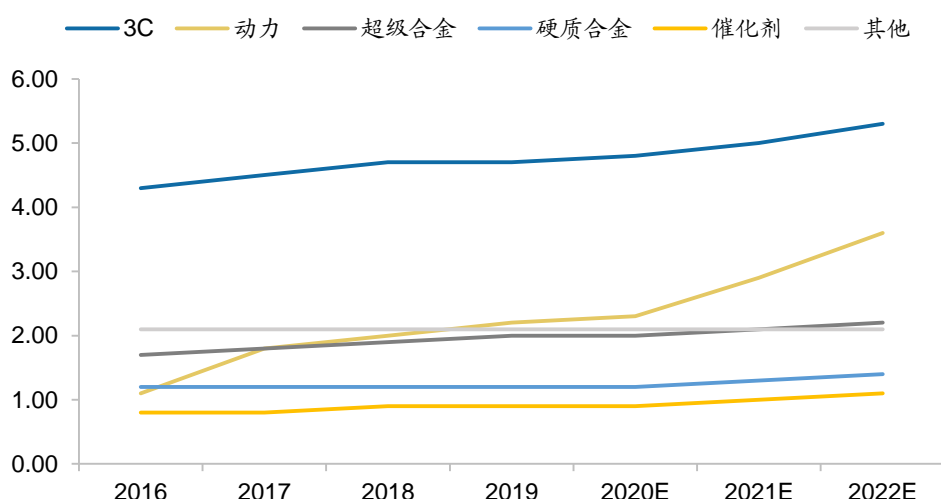
据英国金融时报 6 月 16 日报道，“Tesla 将其新的汽车工厂从嘉能可公司购买钴”。其主要内容有三点：（1）嘉能可的钴将供应给 Tesla 刚建成的上海工厂和计

划中的柏林工厂，并用在锂电池中；（2）Tesla 与嘉能可的这笔交易最高可涉及 6000 吨钴金属量/年；（3）特斯拉表示，它支持从刚果金进行采购，“只要可确保包括钴在内的所有矿产均来自符合社会和环境标准的矿山”。

若特斯拉从嘉能可采购钴，可有效破除所谓无钴电池对钴行业压制。自今年 2 月 19 日，路透社报道“特斯拉与宁德时代就电池供应进行商讨，计划使用无钴电池技术”以来，钴行业接连受到一些列打击，包括蜂巢能源 5 月 18 日举行的电池发布会以无钴作宣传，特斯拉近期的电池日不少讨论围绕无钴展开。而此前 BMW 在 2019 年宣称其将坚持不从刚果金采购钴。特斯拉市值超过 1800 亿美元，与丰田汽车为全球市值前二的车企，其一举一动都有较强的示范效应。特斯拉的这个动作，如消息属实，则将拨乱反正，意味着（1）特斯拉仍将钴视为其电池中重要原材料，不仅计划供应柏林工厂，也供其上海工厂；（2）特斯拉支持从刚果金购买符合条件的钴原料，将打消对刚果金钴供应的一些担忧。根据安泰科数据，刚果金 2019 年的钴矿产量占全球的 69.4%，特斯拉此举使得能够用于新能源车上的合规的钴更多了，将有效降低无钴化动力。

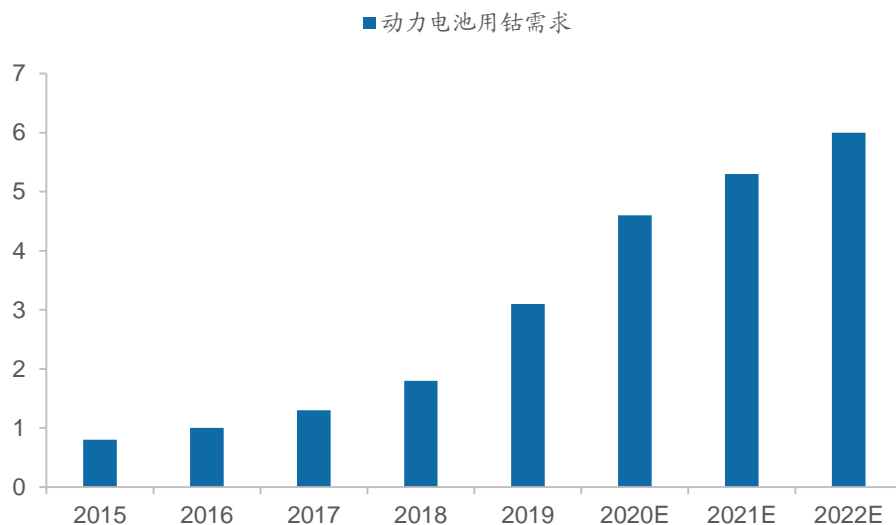
电池消费需求向好，刚果（金）供应受限，钴价有望上行。本轮钴价从 2018 年 4 月开始下跌，从 66 万元/吨下滑至 2019 年 7 月份的 19 万元/吨触底反弹，触及企业生产成本，反弹后伴随着嘉能可公布年底停止 Mutanda 钴矿生产，行业预期供给收缩。受新冠疫情影响，刚果（金）钴矿发运效率较低，供应仍受限制。这导致钴中间品计价系数从 61% 上涨至 65%。目前钴价仍处低位。5G 手机渗透率提升，带动钴需求。从消费电子来看，全球主要消费电子种类进入零增长和负增长。2020 年上半年依然负增长，但预计下半年随着 5G 商用带来的换机潮以及单机带电量提升，将有效带动钴需求的增长。根据中国信通院，5 月中国手机出货中，5G 占比已达到近 46.3%。

图 11：2016-2022 年全球精炼钴需求测算（单位：万吨）



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

图12：2015-2020年动力电池钴金属需求预测（单位：万吨）



数据来源：中国产业信息网，广发证券发展研究中心

电池材料作为钴需求结构的主要部分，2018-2019 年占全球精炼钴总需求高达 52%-53%，其中 3C 市场的钴需求达到 4.7 万吨，占总需求的 37%，以 3C 市场为主导的新能源电池材料未来仍将成为引领钴需求的重要因素。以 2019-2020 年全球新能源汽车销量分别 339 万辆、521 万辆为基准，2019-2020 年新能源汽车用钴量将分别达到 3.1 万吨、4.6 万吨。若保守估计年均增长 0.7 万吨，至 2022 年全球动力电池钴需求量至少将达到 6 万吨。随着电动汽车生产商特斯拉签订供货协议，声明将继续从嘉能可购买钴原料用于其动力电池生产，此举为钴市场注入强心剂，作为特斯拉主要电池供应商的 LG Chem 主导生产高含钴量的 NCM622，动力电池无钴化在未来 3-5 年将不可能实现，钴在动力电池领域未来仍有稳定增长空间。

从新能源汽车需求领域，2017 年 4 月我国颁布的《汽车产业中长期发展规划》要求，至 2020 年新能源汽车年产销量目标达到 200 万辆，2025 年新能源汽车占汽车产销 20%以上。而 2018 年度我国新能源汽车销量仅 125.6 万辆，2019 年渗透率为 4.52%，与规划目标 2020 年实现 200 万辆销量仍有较大差距，2020-2025 年按要求仍有年化 24%的增长空间。随着工信部将新能源车补贴延长至 2022 年，新能源汽车领域市场增长空间较大，下游需求旺盛，钴价在未来两年预期迎来趋势性上涨。

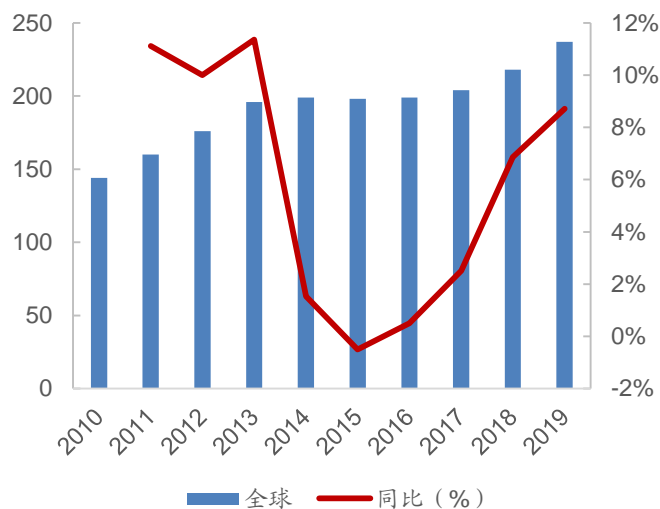
三、镍：乘三元之势，携手青山，布局印尼，镍业启航

根据INGRS预测到2030年，电池用镍的镍消耗量将达到75万吨，而镍的主要供应增量将来自拥有最大镍储量的印尼。伴随印尼矿业禁止原矿政策落地，叠加印尼镍矿冶炼具有成本优势，印尼当地建设冶炼厂成为投资趋势，目前已投和在建冶炼厂达150个，其中青山集团占37个。盛屯矿业3.4万吨镍金属量高冰镍项目，携手青山集团，依靠大厂获得资源，并顺应电池用镍增长趋势，成长可期。根据公司公告，项目投产后预计年平均销售收入41,704万美元，年平均利润总额12,657万美元。

（一）电池用镍带动全球镍需求增长

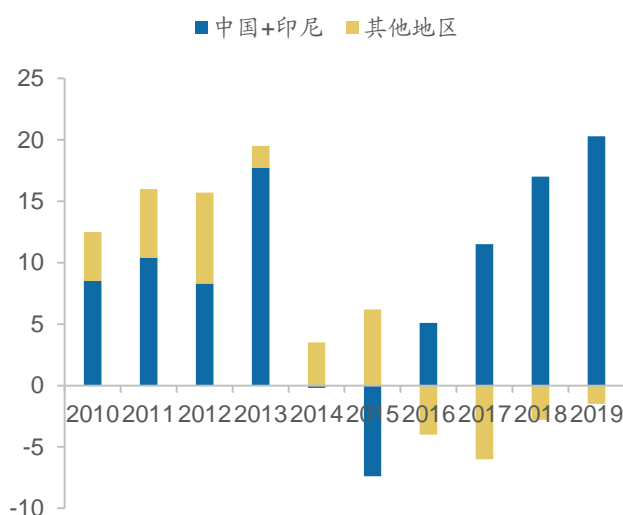
根据INGRS预测到2030年，电池用镍的镍消耗量将达到75万吨，较2019年增加4.9倍。未来全球镍的增量也将来自印尼。

图 13：2010 年以来全球镍产量趋势（万吨）



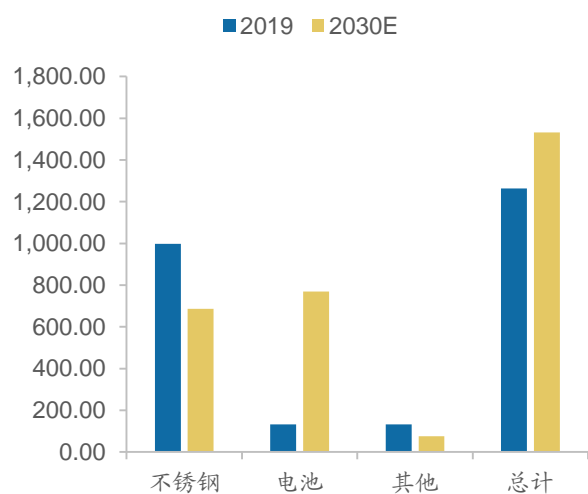
数据来源：安泰科，广发证券发展研究中心

图 14：2010 年以来全球镍年增量趋势（万吨）



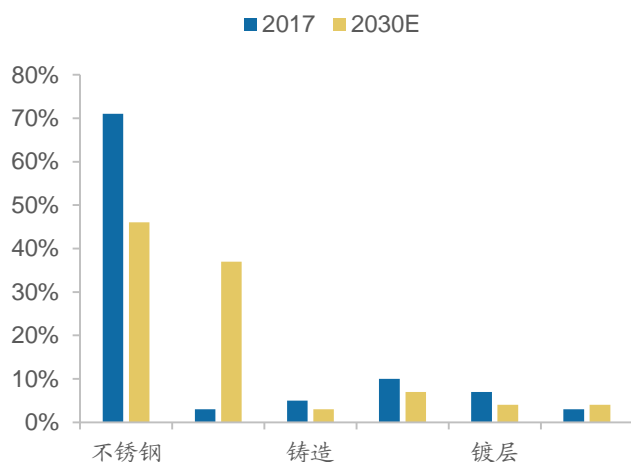
数据来源：安泰科，广发证券发展研究中心

图 15：2030 年动力电池镍需求预测（千吨）



数据来源：INGRS，广发证券发展研究中心

图 16：2030 年电池用镍占比预测



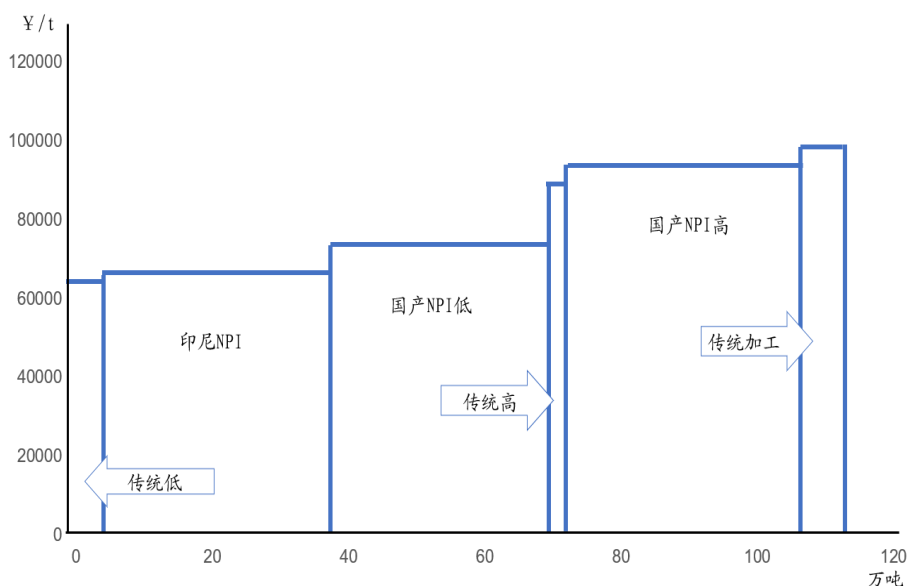
数据来源：Vale，广发证券发展研究中心

（二）携手青山，布局印尼

印尼具有全球最大的镍矿储量，并有低成本优势。据美国地质调查局(USGS)数据显示，2019年全球镍资源量超过1.3亿吨，镍储量为8,900万吨。其中印尼镍资源储量2,100万吨，约占全球储量的23.6%。印尼建设镍铁冶炼厂将能够有效利用其

资源与成本优势。

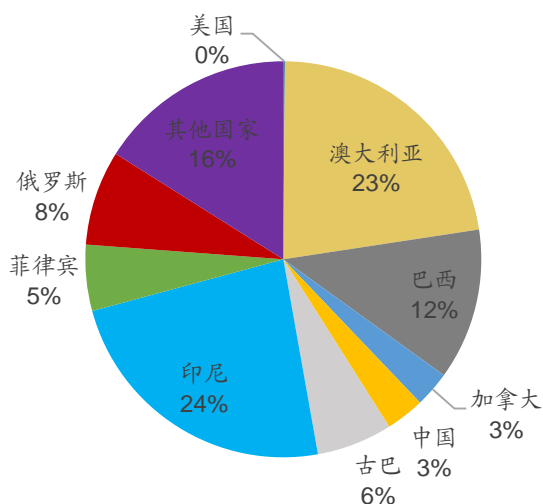
图17：中国和印尼原生镍产量成本分布图



数据来源：Wind，公司年报，广发证券发展研究中心

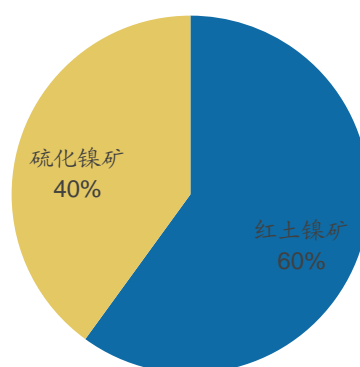
印尼镍矿藏主要为红土镍矿。全球陆基镍矿储量中，60%的镍是以红土镍矿的形式存在，主要分布在赤道附近的古巴、新喀、印尼、菲律宾、缅甸、越南、巴西等国；40%是以硫化镍矿的形式存在，主要分布在加拿大、俄罗斯、澳大利亚、中国和南非等国。

图 18：2019 年世界镍储量分布



数据来源：USGS，广发证券发展研究中心

图 19：2019 年红土镍储量占比



数据来源：USGS，广发证券发展研究中心

印尼矿业原生矿出口将受限，冶炼厂本地化成趋势。伴随印尼冶炼厂开始规模化运作，叠加印尼本国的终端下游可以消化冶炼产品，印尼已于2020年1月起禁止镍矿出口。目前印尼已投和在建工厂达到150个，开工炉子数达到72个。

图20: 印尼矿业政策演化概述



数据来源: Wood Mackenzie, nickelmines, 广发证券发展研究中心

表 5: 印尼已投和在建镍铁工厂 (截止 2020 年 4 月)

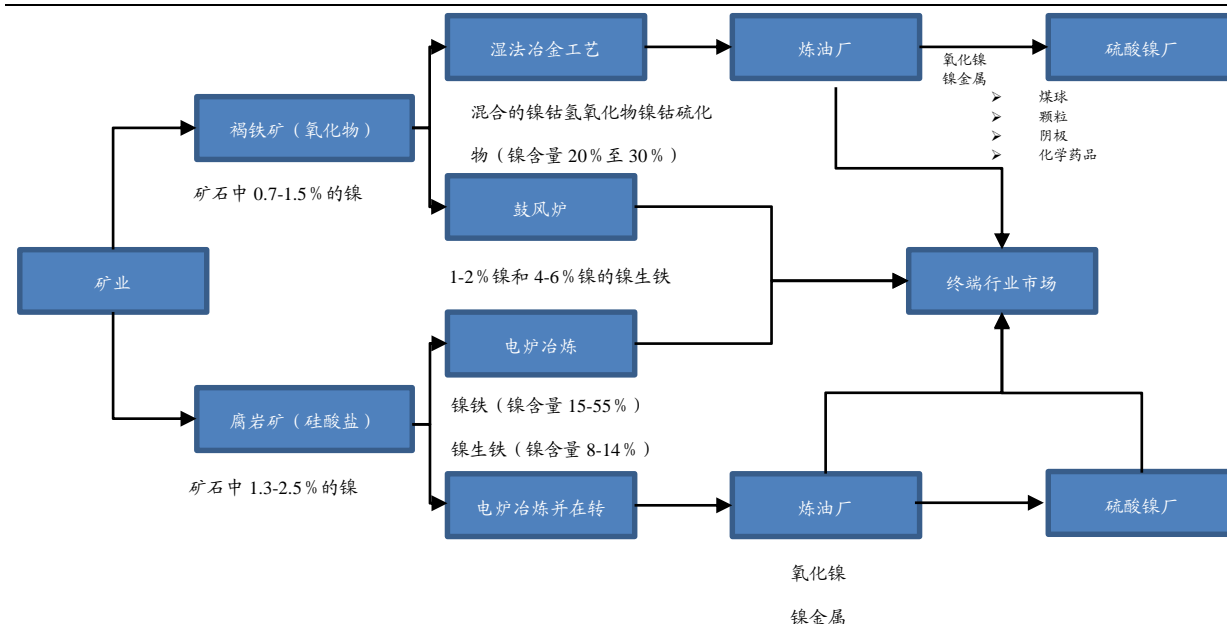
投建 国别	投建企业	印尼工厂名字	产品	投建炉型	投建 数量	开工炉 子数
中国	青山集团	PT 苏拉威西矿业投资(SMI) 1 期	M14.32 %	33000kvaRKEF	4	4
中国	青山集团	印尼广青镍业有限公司(GCNS) 2 期	Ni13.14 %	33000kvaRKEF	8	8
中国	青山集团	印尼青山不锈钢有限公司(ITSS) 3 期	Ni13.14 %	33000kvaRKEF	8	8
中国	青山集团	印尼青山钢铁(TSI)	Ni3.4 %	580m3	1	1
中国	青山集团	印尼恒嘉镍业有限公司 (HNI)	Ni13.14 %	42000kvaRKEF	2	2
中国	青山集团	印尼仁嘉镍业有限公司(RNI)	Ni13.14 %	42000kvaRKEF	2	2
中国	青山集团	印尼瑞浦镍铬合金有限公司(IRNC)	Ni14 %	42000kvaRKEF	4	4
中国	青山集团	印尼查哈雅冶炼有限公司(CSI)	Ni14 %	42000kvaRKEF	2	2
中国	青山集团	印尼小山冶炼有限公司(BSI)	Ni14 %	42000kvaRKEF	2	2
中国	青山集团	印尼永恒冶炼有限公司(LSI)	Ni14 %	42000kvaRKEF	4	2
中国	weda bay	weda bay (青山)	Ni11.12 %	43000kvaRKEF	4	2
中国	weda bay	weda bay (青山&埃赫曼)	0	43000kvaRKEF	4	0
中国	weda ba	weda ba (青山&振石)	0	43000kvaRKEF	4	2
中国	weda ba	weda ba (青山&华友)	0	43000kvaRKEF	4	0
中国	德龙	印尼德龙(PTVirtue Dragon) 1 期	Ni12.6-16.5 %	33000kvaRKEF	15	13
中国	德龙	印尼德龙(PTVirtue Dragon) 2 期	Ni12.13 %	36000kvaRKEF	35	2
中国	新兴铸管	PT Me ah Su a Pertiwl (MSP) 1 期	Ni11-11.09 %	33000kvaRKEF	4	4
中国	新兴铸管	PT Megah Surya PertiWI (MSP) 2 期	Ni11-11.09 %	33000kvaRKEF (新建)	8	0
中国	振石集团		Ni19.10 %	80m3	4	0
中国	新华联	Pt Central Omega Resources Tbk	Ni 8.7 %	80m3	4	3

(COR)

中国	福建泛华矿业	Pt Bintan Smelter Indonesia	Ni19.11 %	80m3	2	0
中国	上海华迪实业	印尼华迪镍业有限公司	Ni12.61-13.02 %	16500KVA	2	2
中国	金川集团	PT.Wanatiara Persada	Ni12.6 %	33000kvaRKEF	4	2
中国	恒顺众屏		Ni10.15 %	45m3	4	0
中国	恒顺众异		Ni10.15 %	33000kvaRKEF (新建)	4	0
中国	印尼金麟镍业责任有限公司	印尼金麟镍业责任有限公司	N18.10 %	30m3 (一期)	2	0
印尼	印尼世纪冶金有限公司	PT. CENTURY METALINDO	Ni13.14 %	6300kva	3	2
印尼	Indoferro	Indoferro	Ni11.78-12.83 %	16500kva	2	2
印尼	Indoferro	Indoferro	Ni4.6 %	450m3	1	0
印尼	安塔姆	Pomalaa Ferronickel Plant Expansion Project (P3FP) (FeNi I/VI 升级)	Ni21.32-23.22 %	32 MW RKEF	2	2
印尼	安塔姆	Pomalaa Ferronickel Plant Expansion Project (P3FP) (FeNi III)	Ni21.32-23.22 %	42 MW RKEF	1	1

数据来源：铁合金在线，金川集团，广发证券发展研究中心

图21：红土镍供应链



数据来源：Macquarie Commodities Strategy，广发证券发展研究中心

（三）镍业启航，提升盈利

公司建设年产3.4万吨镍金属量高冰镍项目，该项目总投资为4.07亿美元。根据公司所占股权比例（35.75%）计算，公司本次对外投资金额为1.45亿美元（约合10.24亿人民币）。2019年，基于全球新能源产业的快速发展，电池和不锈钢产能迅速扩大，镍需求的快速增长，公司通过全资子公司宏盛国际资源有限公司为主

体，对华玮镍业有限公司增资550万美元，增资完成后，公司持有华玮镍业55%股权。华玮镍业与永青科技股份有限公司在香港设立的子公司恒通亚洲科技有限公司合资在印尼设立友山镍业印尼有限公司，以此为投资主体投资印度尼西亚纬达贝工业园年产3.4万吨镍金属量高冰镍项目。

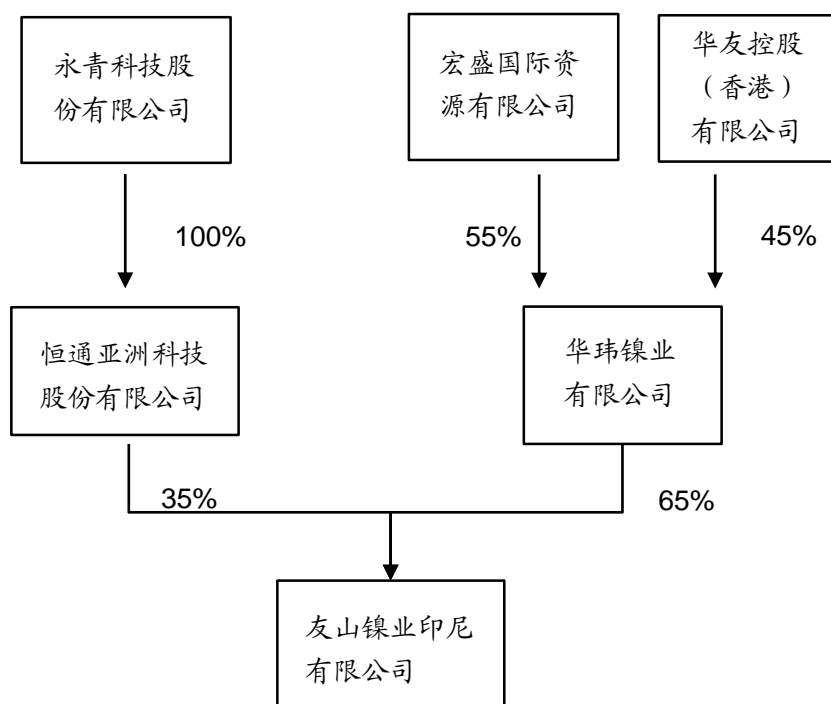
表6：高冰镍项目投资支出细分（万美元）

项目	投资额
冶炼系统建设投资	18,662
1 × 250MW 电厂建设投资	9,643
5 万吨码头建设投资	3,193
项目建设投资	31,498
其他费用	9,182
项目总投资	40,679

数据来源：公司对外投资公告，广发证券发展研究中心

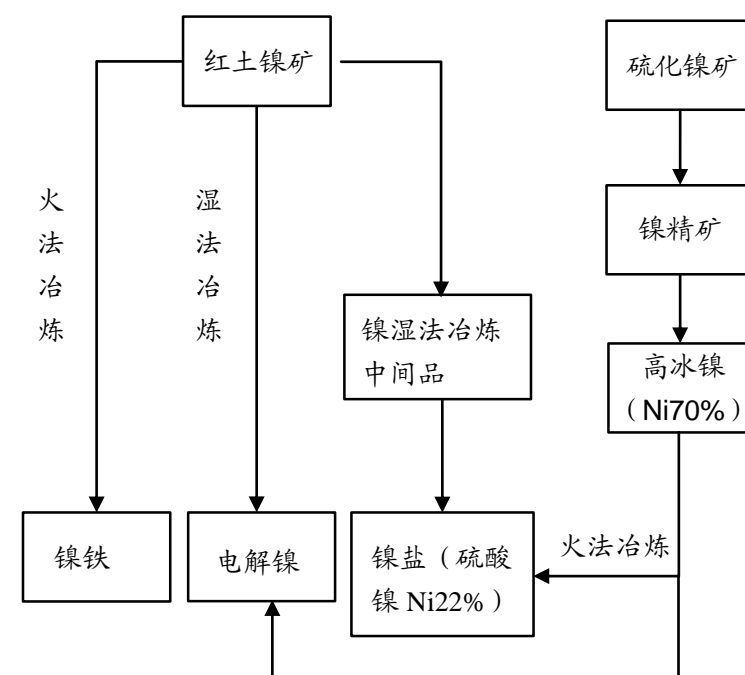
联合镍铁供应巨头，资源保障能力强。友山镍业 35%股东是青山集团，青山集团是全球不锈钢行业龙头，同时在印尼镍矿行业深耕多年，掌握大约 1200 万金属吨红土镍矿资源，其在印尼投建工厂数量占比 25%，开工炉子数占比 50%。

图22：友山镍业股权结构



数据来源：公司对外投资公告，广发证券发展研究中心

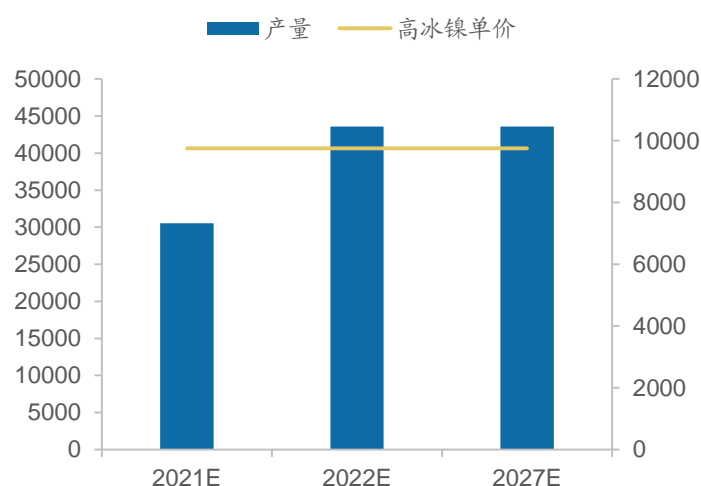
图23：高冰镍加工工艺



数据来源：广发证券发展研究中心

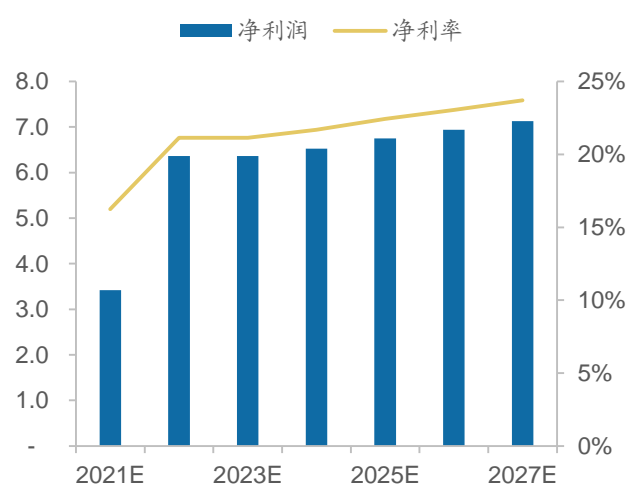
项目投产后预计年平均销售收入 **41,704 万美元**，年平均利润总额 **12,657 万美元**，成为毛利贡献最大业务。项目采用火法冶炼，建设 4 台干燥回转窑、4 台焙烧回转窑、4 台矿热电炉，设计产能为高冰镍量为 43590t/年。项目建设周期二年，建成投产后，第一年达产 70%，第二年达产 100%，根据公司公告，项目投产后预计年平均销售收入 41,704 万美元，年平均利润总额 12,657 万美元。预计最快 2020 年 Q3 将逐步试产。

图 24：高冰镍项目产量预测（吨）



数据来源：公司对外投资公告，广发证券发展研究中心

图 25：高冰镍项目净利润增长（亿元）



数据来源：公司对外投资公告，广发证券发展研究中心

表 7：印尼高冰镍项目盈利预测（亿元）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	21.1	30.1	30.1	30.1	30.1	30.1	30.1
总成本费	16.7	21.6	21.6	21.4	21.1	20.8	20.6
毛利	4.4	8.5	8.5	8.7	9.0	9.3	9.5
所得税	1.0	2.1	2.1	2.2	2.3	2.3	2.4
净利	3.4	6.4	6.4	6.5	6.8	6.9	7.1

注：营业收入按高冰镍价格 9,750 美元/吨测算，成本按公司问询函答复计算，汇率按当前 7.08 人民币兑 1 美元计算
数据来源：公司回复问询函公告，广发证券发展研究中心

四、传统采选业务：夯实金属矿产采选业务

有色金属采选业务是公司的传统主营业务，公司从2007年收购三富矿业部分股权以来，积极扩展矿产资源储量；截至2019年底，公司控、参股8家矿业子公司，合计矿石探明储量约6300万吨。目前主力开采矿山为埃玛矿业和银鑫矿业，矿石产能分别为30万吨/年和72 万吨/年，并且19年华金矿业完成技改恢复生产。2019年主要矿山实现销售收入 3.80 亿元，比去年同期下降 16.08%，毛利为 2.18 亿元，同比下降主要原因为受内蒙古自治区安全生产大检查的影响，公司在内蒙的矿山埃玛矿业、银鑫矿业复工时间比往年推迟。

五、锌锗冶炼布局：稳步推进

2019年4月，公司通过发行股份及支付现金收购了四环锌锗科技股份有限公司，整体作价22亿元。四环锌锗的主要产品为锌锭、锗精矿以及高纯二氧化锗，副产品包括从单宁锗、电解锌废渣中回收得到的银精矿和硫酸。四环锌锗目前具备20万吨/年的电锌废渣综合回收利用能力，年产电解锌 22万吨；另外，四环高锗的废渣资源综合利用项目达产后将实现年产高纯二氧化锗40万吨。

实际业绩完成业绩承诺。四环锌锗原股东作出业绩承诺，承诺内容为自2018年年初至2018年末、2019年末、2020年末、2021年末累积净利润分别不低于1.4亿元、3.4亿元、6.0亿元、8.6 亿元。四环锌锗 2019 年实现扣非后净利润304,856,970.09元，2018-2019 累计实现扣非后净利润 451,095,783.14 元，完成业绩承诺指标。

六、金属产业链增值业务：稳健发展

公司金属贸易业务和金属产业链增值服务收入贡献非常大。金属贸易业务主要为有色金属产业链上下游企业提供矿产品原材料采购、金属产成品购销；金属产业链增值服务主要为金属产业链上各项服务，公司向商业保理、设备融资租赁、黄金租赁等金融业务领域深度拓展，完善产业链金融综合服务体系。

（一）金属产业链增值业务继续保持增长

2019 年，公司金属产业链服务实现营业收入 293.84 亿元，比上年同期增长 6.48%。实现毛利 4.41 亿元。在近几年有色金属行情不景气的情况下，公司营业

收入和利润依旧保持良好的增长势头，这与金属产业链增值业务的发展有较大关系。

（二）金属产业链增值服务不断完善

公司金属产业链增值服务指公司围绕金属产业链开展的商业保理、设备融资租赁、黄金租赁等业务。公司商业保理业务的经营主体为盛屯保理；公司所经营的黄金租赁业务开始于2014年，该业务由盛屯黄金租赁埃玛黄金租赁具体负责经营。

七、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

公司有色金属采选主要开采矿山为埃玛矿业和银鑫矿业，2019年华金矿业完成技改，华鑫矿业贡献主要增量；镍业务将在2020年成为公司业绩增长点。

根据近期金融时报报道，特斯拉或从嘉能可采购钴，表明动力电池行业钴需求仍在，同时未来下游消费、动力电池需求修复，钴价有望反弹。公司自2016来积极布局的钴材料业务全产业链将迎来收获：上游通过陆续并购国内外优质钴矿稳定资源控制，卡隆威铜钴矿积极勘探中，目前已完成可行性研究；中游扩建粗制氢氧化钴项目以提升中端产能，二期刚果（金）铜钴项目预计2021年建成投产，投产后公司整体产能将提升至60000吨电铜、9300吨粗制氢氧化钴；下游收购国内最大精炼钴生产商科立鑫，扩展钴业务至深加工，在建年产1万吨钴金属新能源材料生产线项目，二期预计2020年投产。随着产业链布局成熟与市场强力回升，公司未来钴材料业务毛利贡献潜力较大。

预计到2030年，电池用镍的镍消耗量将达到75万吨，而镍的主要供应增量将来自拥有最大镍储量的印尼。伴随印尼矿业禁止原矿政策落地，叠加印尼镍矿冶炼具有成本优势，印尼当地建设冶炼厂成为投资趋势，目前已投和在建设冶炼厂达150个，其中青山集团占37个。盛屯矿业3.4万吨镍金属量高冰镍项目，携手青山集团，依靠大厂获得资源，并顺应电池用镍增长趋势，成长可期。根据公司公告，项目投产后预计年平均销售收入41,704万美元，年平均利润总额12,657万美元。

关键假设：

（1）钴业务：假设公司项目生产正常。现有刚果（金）年产 30,000 吨铜、3,500 吨粗制氢氧化钴（金属量），正在积极推进刚果金年产 30,000 吨铜、5800 吨粗制氢氧化钴（金属量）湿法项目和恩祖里卡隆威铜钴矿山的建设。未来钴深加工产品产能有望达到1.5 万金属吨。同时，受益于需求好转，钴价提升，毛利率好转。

（2）镍业务：公司对外投资公告的印尼3.4万吨镍金属量高冰镍项目，预计2020年下半年投产，2022年基本达产。

（3）金属冶炼及综合回收：锌锗冶炼稳健发展，逐步放量。

（4）有色金属采选业务、金属贸易和产业链服务保持相对稳定。

根据以上假设，我们预计公司20/21/22年营收收入分别为384/426/441亿元，归母净利润分别为4.2/8.2/12.0亿元，EPS分别为0.18/0.36/0.52元。

表 8：关键业务盈利预测假设表（单位：百万元）

业务	2019A	2020E	2021E	2022E
有色金属采选业务				
营业收入	380.17	380.17	380.17	380.17
营业成本	161.79	161.79	161.79	161.79
毛利率	57.44%	57.44%	57.44%	57.44%
钴材料业务				
营业收入	2,467.46	2,714.20	2,612.45	2,829.19
营业成本	2,454.47	2,564.21	2,337.45	2,389.92
毛利率	0.53%	5.53%	10.53%	15.53%
金属冶炼及综合回收				
营业收入	5,078.79	5,332.73	5,599.36	5,879.33
营业成本	4,455.17	4,664.83	4,884.05	5,113.23
毛利率	12.28%	12.52%	12.77%	13.03%
金属贸易和产业链服务				
营业收入	29,383.76	29,383.76	29,383.76	29,383.76
营业成本	28,942.10	28,942.10	28,942.10	28,942.10
毛利率	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
镍业务				
营业收入		362.38	2,174.26	3,623.76
营业成本		321.15	1,632.51	2,676.25
毛利率		11.38%	24.92%	26.15%
其他业务				
营业收入	4.09	573.29	4,666.29	5,634.70
营业成本	3.15	687.24	4,445.41	5,187.65
毛利率	23.11%	-19.88%	4.73%	7.93%
合计				
营业收入	37,314.27	38,384.15	42,642.03	44,107.15
营业成本	36,016.68	37,020.17	40,770.81	41,794.69
毛利率	3.48%	3.55%	4.39%	5.24%

数据来源：公司回复问询函公告，公司年报，广发证券发展研究中心

表9：可比公司估值表（Wind一致预期）

可比公司	PE			PB		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
华友钴业	64.2	36.9	27.0	5.2	4.6	4.0
寒锐钴业	57.6	29.0	22.6	8.8	7.1	5.6
洛阳钼业	42.1	31.8	26.4	2.0	1.9	1.7
驰宏锌锗	31.5	27.5	20.3	1.2	1.1	1.1
均值	48.8	31.3	24.1	4.3	3.7	3.1

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）投资建议

结合行业发展格局和公司现有及新建产能投放情况，我们预计公司2020-22年EPS为0.18/0.36/0.52元，按7月3日收盘价对应PB为1.26/1.16/1.03倍。对标行业可比公司2020年均值为4.3倍PB，公司过去3年平均PB为1.98倍；考虑公司镍项目即将投产贡献利润，钴业务估值修复；因公司业务多元，给予20年1.5倍PB，合理价值为6.14元/股，维持“买入”评级。

八、风险提示

项目投产进度及产能释放不及预期风险。刚果金氢氧化钴及印尼高冰镍项目投产进度及产能释放存在不确定性。

海外投资风险。公司分别在刚果金和印尼进行矿业投资，投资金额较大，回报存在不确定性，盈利预测存在不确定性，可能面临资金汇出和审批等风险，投资方无法按期缴款的风险以及其他不可预见风险。

资产减值风险。包括但不限于因商品价格超预期下行导致存货减值，因市场环境不利导致应收账款产生较大坏账，因业绩不及预期导致商誉减值风险等。

市场风险。铜铅锌锡钴镍等金属价格回调以及其他相关金属价格波动风险，新能源汽车产销量低于预期，动力电池产销量低于预期。公司钴镍产品与新能源动力电池，新能源车行业强相关，可能面临政策变化、市场需求、技术路径选择和更新迭代等方面风险。

其他风险。如传统采选业务投产放量低于预期，锌锗冶炼业绩低于预期等，以及其他不可预见风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,236	9,988	9,007	10,424	11,698	经营活动现金流	1,154	690	843	1,161	1,631
货币资金	1,069	1,954	500	895	1,679	净利润	558	330	438	848	1,238
应收及预付	2,475	2,923	3,005	3,318	3,410	折旧摊销	205	280	390	390	390
存货	3,493	3,857	3,964	4,366	4,476	营运资金变动	116	-170	-62	-128	-60
其他流动资产	1,199	1,253	1,537	1,845	2,132	其它	275	249	76	51	62
非流动资产	8,088	9,008	9,078	9,438	9,808	投资活动现金流	-833	-1,074	-682	-978	-987
长期股权投资	536	421	307	183	68	资本支出	-547	-592	-567	-867	-867
固定资产	1,832	2,670	3,330	3,989	4,649	投资变动	-375	-501	-123	-123	-133
在建工程	766	217	117	317	517	其他	89	19	8	11	13
无形资产	3,055	3,274	2,937	2,600	2,262	筹资活动现金流	-455	330	-1,615	212	141
其他长期资产	1,900	2,425	2,387	2,349	2,312	银行借款	2,917	3,048	-1,534	259	200
资产总计	16,324	18,995	18,085	19,862	21,506	股权融资	1,431	814	0	0	0
流动负债	6,281	8,583	7,234	8,163	8,568	其他	-4,803	-3,532	-81	-46	-59
短期借款	1,966	2,075	541	800	1,000	现金净增加额	-134	-57	-1,454	395	785
应付及预收	3,346	5,246	5,393	5,955	6,121	期初现金余额	664	530	1,954	500	895
其他流动负债	969	1,262	1,299	1,408	1,447	期末现金余额	530	473	500	895	1,679
非流动负债	1,492	1,241	1,241	1,241	1,241	主要财务比率					
长期借款	216	17	17	17	17	至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付债券	458	100	100	100	100	成长能力					
其他非流动负债	818	1,123	1,123	1,123	1,123	营业收入增长	48.5%	10.0%	2.9%	11.1%	3.4%
负债合计	7,773	9,824	8,475	9,404	9,809	营业利润增长	-28.0%	-46.5%	42.8%	93.5%	46.0%
股本	1,831	2,308	2,308	2,308	2,308	归母净利润增长	-24.1%	-35.4%	32.7%	93.5%	46.0%
资本公积	4,640	4,935	4,935	4,935	4,935	获利能力					
留存收益	1,469	1,743	2,168	2,988	4,186	毛利率	4.4%	3.5%	3.6%	4.4%	5.2%
归属母公司股东权益	7,989	9,025	9,449	10,270	11,468	净利率	1.6%	0.9%	1.1%	2.0%	2.8%
少数股东权益	562	147	161	189	229	ROE	6.2%	3.5%	4.5%	8.0%	10.4%
负债和股东权益	16,324	18,995	18,085	19,862	21,506	ROIC	7.1%	5.3%	6.2%	9.1%	11.0%
利润表						偿债能力					
单位: 百万元						资产负债率	47.6%	51.7%	46.9%	47.3%	45.6%
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净负债比率	90.9%	107.1%	88.2%	89.9%	83.9%
营业收入	33,925	37,314	38,384	42,642	44,107	流动比率	1.31	1.16	1.25	1.28	1.37
营业成本	32,449	36,017	37,020	40,771	41,795	速动比率	0.47	0.47	0.40	0.46	0.56
营业税金及附加	51	65	67	74	77	营运能力					
销售费用	140	164	169	187	194	总资产周转率	2.08	1.96	2.12	2.15	2.05
管理费用	274	355	365	406	419	应收账款周转率	57.24	49.34	49.34	49.34	49.34
研发费用	59	52	53	59	61	存货周转率	9.71	9.67	9.68	9.77	9.85
财务费用	294	291	252	237	235	每股指标 (元)					
资产减值损失	-180	-169	-27	-40	-40	每股收益	0.27	0.14	0.18	0.36	0.52
公允价值变动收益	22	81	0	0	0	每股经营现金流	0.63	0.30	0.37	0.50	0.71
投资净收益	112	31	32	35	36	每股净资产	4.36	3.91	4.09	4.45	4.97
营业利润	617	330	472	912	1,332	估值比率					
营业外收支	41	25	0	0	0	P/E	16.91	38.21	27.97	14.46	9.90
利润总额	659	355	472	912	1,332	P/B	1.05	1.35	1.26	1.16	1.03
所得税	101	25	33	64	94	EV/EBITDA	8.70	13.57	11.23	7.96	5.96
净利润	558	330	438	848	1,238						
少数股东损益	63	11	14	27	40						
归属母公司净利润	495	320	424	821	1,198						
EBITDA	1,157	942	1,100	1,534	1,951						
EPS (元)	0.27	0.14	0.18	0.36	0.52						

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 陈先龙：复旦大学-LUISS大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任CRU中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfhqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。