

2023年02月15日  
海南矿业(601969.SH)

ESSENCE

公司分析

证券研究报告

铁矿石

## 油气业务权益有望翻番，锂电赛道或成为新的业绩增长点

公司已形成“铁矿石+油气+新能源”三个主赛道的产业布局，股东背景雄厚。

公司聚焦战略资源和能源行业，包括铁矿石采选、加工及销售业务，大宗商品贸易及加工业务，并通过控股子公司洛克石油从事油气勘探、评价和开发、生产的上游全周期业务，同时公司积极拓展新能源业务，未来有望贡献可观收益。另外股东方面，公司控股股东系复星集团，复星集团将先进的产业运营经验及全球化产业投资资源积极为公司赋能，或助力公司快速发展。同时第二大股东为海南海钢集团有限公司，其实际控制人为海南省国资委。

### ■ 掌控优质铁矿资源，铁矿石产量符合预期

公司通过石碌铁矿分公司从事铁矿石采选、加工及销售业务，目前所开采的铁矿位于海南省昌江县石碌镇，据公司公告，该矿山曾凭借其丰富的资源和较高品位，被誉为“亚洲第一富铁矿”。截至2021年年底，石碌矿区保有工业铁矿石资源储量2.278亿吨，平均TFe品位46.58%；其中含探明资源量铁矿石4778.37万吨、控制资源量铁矿石4060.06万吨，通过生产优化，铁矿石产量释放符合预期

### ■ 拟增持洛克石油至100%股权，油气业务权益有望翻番。

2022年12月，为加强对油气业务板块的运营管理，公司拟购买洛克石油剩余49%股权，交易完成后公司将持有洛克石油100%股权。截至2022年9月子公司洛克石油总资产30.1亿元，净资产21.78亿元，2022前9个月实现营业收入11.35亿元；实现净利润1.65亿元。

### ■ 依托海南自贸区，2万吨锂盐产能蓄势待发

据公司公告，公司全资子公司星之海氢氧化锂项目（一期）已于2022年12月正式开工建设，该项目拟建设一条年产2万吨的电池级氢氧化锂生产线，预计2024年一季度竣工投产。该项目位于洋浦自贸港政策先行区，临近港口，具备便利的交通运输优势，同时根据《海南自由贸易港建设总体方案》，海南岛封关后13%增值税简并为销售税，公司产品具备更强的市场竞争优势。

### ■ 拟控股Bougouni 锂矿，资源自给率有望持续提升。

公司拟收购Bougouni 股权，交易完成后将持有其57.6%股权。Bougouni 系位于马里南部的绿地项目，马里政府及当地社区支持该

投资评级	<b>增持-A</b> 首次评级
6个月目标价	9.2元
股价(2023-02-10)	7.84元

交易数据	
总市值(百万元)	15,950.45
流通市值(百万元)	15,850.14
总股本(百万股)	2,034.50
流通股本(百万股)	2,021.70
12个月价格区间	6.43/12.27元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.1	-2.4	-15.4
绝对收益	8.3	9.0	-26.9

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinj1@essence.com.cn

郑九洲 联系人

zhengjz@essence.com.cn

项目的勘探及开发。从资源禀赋来看，Bougouni 项目矿石资源量合计 0.213 亿吨，平均氧化锂品位 1.11%，对应碳酸锂资源为 58.5 万吨 LCE。经济效益方面，Bougouni 项目精矿产能 23.8 万吨/年，项目至少拥有 8.5 年的寿命，全生命周期将生产 202.4 万吨锂精矿，平均现金成本为 474 美元/吨（加上特许权使用费及维持费用则为 520 美元/吨），经济效益良好。

### 投资建议：

我们假设公司未来铁矿石产销平稳、油气业务持续放量，2022-2024 年铁矿石销量依次为 315、315、315 万吨，对应不含税售价均为 600 元/吨，2022-2024 年油气销量依次折 372、409、450 万桶当量，对应不含税售价依次为 499、413、413 元/桶当量。另外根据公司建设进度，新能源板块将于 2024 年放量，预计 2024 年精矿销量 5 万吨（假设公司如期完成收购 Bougouni 项目，盈利预测基于 Bougouni 项目并表）、氢氧化锂销量 5000 吨，对应当年矿价 3500 美元/吨、含税锂价 30 万元/吨。预计公司 2022-2024 年营业收入依次为 47.85、46.51、73.23 亿元，归母净利润依次为 7.57、8.94、14.98 亿元，对应 PE 依次为 21.1、17.8、10.6。首次覆盖，给予“增持-A”评级，6 个月目标价 9.2 元/股。

**风险提示：需求不及预期，铁矿石及油气价格大幅波动，锂盐及资源端收购项目进展不及预期，股东减持风险**

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,763.7	4,119.0	4,785.1	4,650.5	7,323.2
净利润	142.5	874.4	756.5	894.1	1,498.0
每股收益(元)	0.07	0.43	0.37	0.44	0.74
每股净资产(元)	1.96	2.75	3.17	3.61	4.35

盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	111.9	18.2	21.1	17.8	10.6
市净率(倍)	4.0	2.9	2.5	2.2	1.8
净利润率	5.2%	21.2%	15.8%	19.2%	20.5%
净资产收益率	3.6%	15.6%	11.7%	12.2%	16.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	3.1%	26.6%	24.2%	27.6%	40.1%

数据来源：Wind，安信证券研究中心预测

## 目 录

1. 立足于铁矿石+油气业务，新能源有望完成“从 0 到 1”.....	4
2. 传统主业贡献稳定现金流，资源开发经验助力拓展新赛道.....	5
3. 传统铁矿板块稳定放量，全资增持洛克石油利润贡献可观.....	8
4. 资源冶炼一体化，锂电赛道或成为新的业绩增长点.....	10

## 目 录

图 1. 海南矿业历史沿革.....	4
图 2. 公司股权结构（截至 2022 年三季报）.....	5
图 3. 公司属于复星集团智造板块.....	5
图 4. 2017-2022Q1-3 公司营业收入.....	6
图 5. 2017-2022Q1-3 公司归母净利润.....	6
图 6. 2021 年公司分业务营业收入占比.....	6
图 7. 2021 年公司分业务毛利占比.....	6
图 8. 2017-2022Q1-3 公司毛利率.....	6
图 9. 2017-2022Q1-3 公司加权净资产收益率.....	6
图 10. 公司铁矿石产销量.....	7
图 11. 公司原油产销量.....	7
图 12. 铁矿石价格指数（美元/吨）.....	7
图 13. 布伦特原油现货价（美元/桶）.....	7
图 14. 公司期间费用及费率.....	7
图 15. 2017-2022Q1-3 公司经营性现金流净额及货币资金（百万元）.....	8
图 16. 2017-2022Q1-3 公司资产负债率.....	8
图 17. 星之海位于儋州洋浦.....	10
图 18. 氢氧化锂价格高企（元/吨）.....	10
图 19. 本次交易前 Bougouni 股权结构.....	10
图 20. 本次交易完成后 Bougouni 股权结构.....	10
图 21. Bougouni 项目地理位置.....	11
图 22. Bougouni 项目工程分布图.....	11
表 1: 铁矿石采选、加工及销售业务主要生产指标.....	8
表 2: 洛克石油各油气项目概况.....	9
表 3: 油气总储量数据情况.....	9
表 4: 石油、天然气勘探开发及销售业务主要生产指标.....	9
表 5: 控股子公司洛克石油主要财务指标（单位：百万元）.....	9
表 6: Bougouni 项目资源情况.....	11
表 7: Bougouni 项目主要指标对比.....	11
表 8: Bougouni 项目生产成本结构.....	12
表 9: 可比公司估值对比表.....	12

## 1. 立足于铁矿石+油气业务，新能源有望完成“从0到1”

公司聚焦战略资源和能源行业，包括铁矿石采选、加工及销售业务，大宗商品贸易及加工业务，并通过控股子公司洛克石油从事油气勘探、评价和开发、生产的上游全周期业务，同时公司积极拓展新能源业务，未来有望贡献可观收益。

公司已形成“铁矿石+油气+新能源”三个主赛道的产业布局。2007年8月，复星集团参与海南钢铁公司的改制重组，双方共同出资成立了海南矿业联合有限公司。2010年8月，海南矿业联合有限公司完成股份制改造，整体变更为海南矿业股份有限公司。2014年12月9日，海南矿业在上海证券交易所上市。2018年9月，公司推进机构改革，成立了石碌铁矿分公司，主营铁矿石生产与销售。2019年6月12日，完成洛克石油51%股权收购，公司业务拓展到油气资源开发。2022年12月，全资子公司星之海投建2万吨电池级氢氧化钾项目（一期），加速新能源转型，同月拟增持洛克石油权益至全资持有。2023年1月，公司发布公告拟收购Bougouni 锂矿。

图1. 海南矿业历史沿革

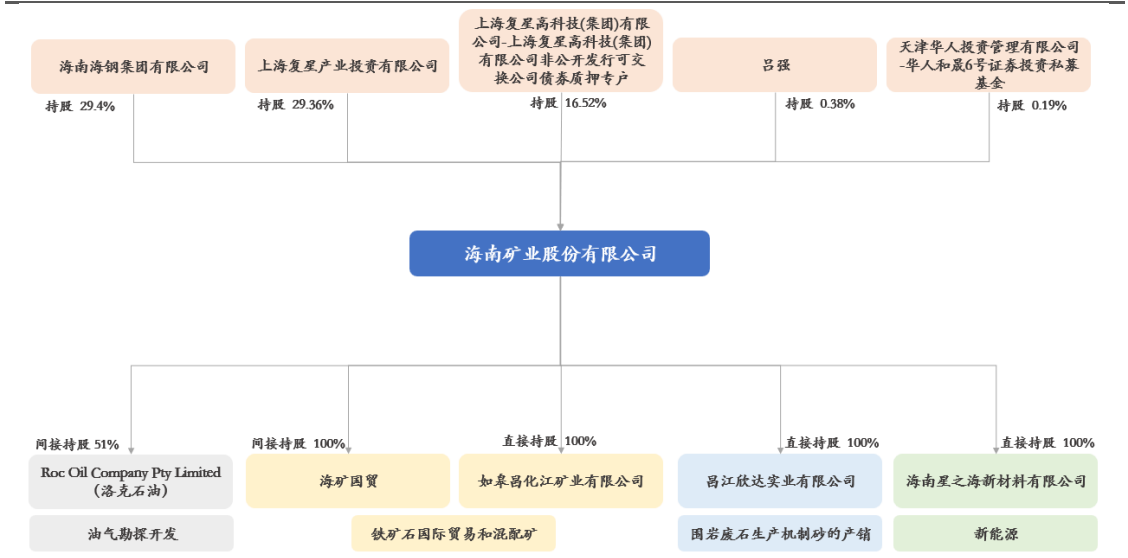


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**公司控股股东系复星集团。**截至2022年Q3，公司控股股东为上海复星高科技（集团）有限公司，该公司持股比例约为16.52%，此外通过其下属全资子公司上海复星产业投资有限公司间接持有公司29.36%的股份，复星系累计持有公司45.88%的股份，公司实际控制人为郭广昌。

**公司第二大股东为海南海钢集团有限公司，持股比例约为29.41%。**海南海钢是一家集矿业开采、投资管理、地产开发的多元化发展国有企业集团。海南海钢的第一大股东为海南省国有资产监督管理委员会，持股比例为90%，第二大股东为海南省财政厅，持股比例为10%。

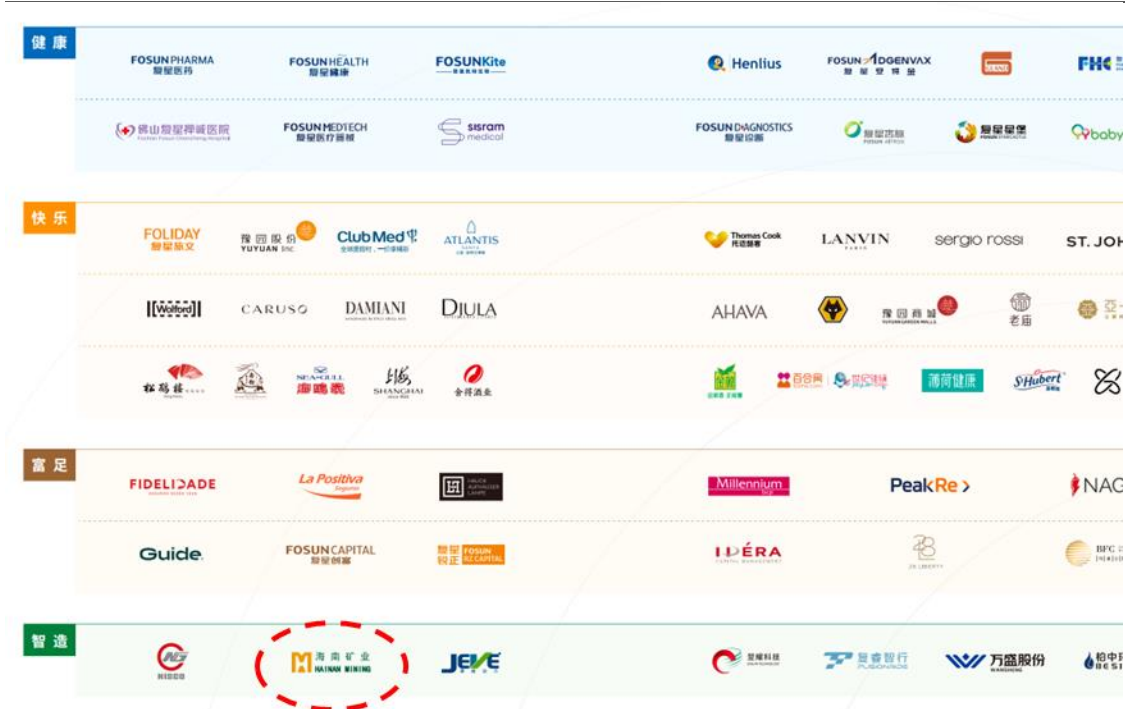
图2. 公司股权结构（截至 2022 年三季度报）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

复星集团深耕健康、快乐、富足、智造四大业务板块，已成为国内少数既具备全球化运营与投资能力，又积累了深厚科技与创新能力的企业。复星集团将先进的产业运营经验及全球化产业投资资源积极为公司赋能，或助力公司快速发展。

图3. 公司属于复星集团智造板块

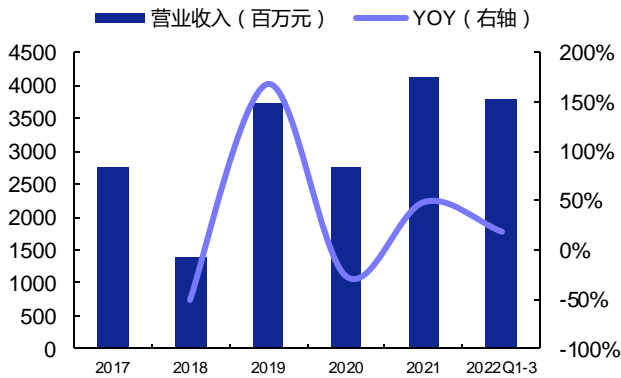


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

## 2. 传统主业贡献稳定现金流，资源开发经验助力拓展新赛道

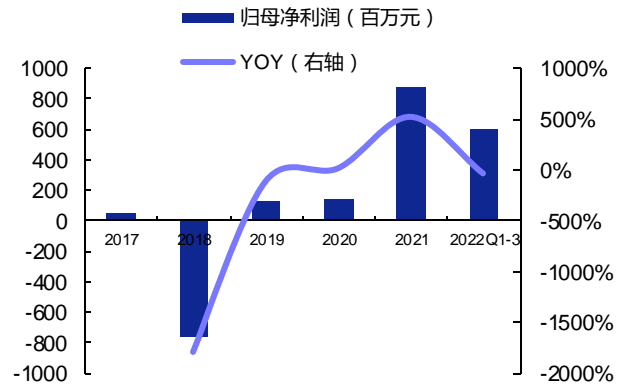
公司营业收入及利润呈现波动式上涨趋势，主要受到铁矿石及油气销量及价格变动的影响。2022 年前三季度，由于油气业务增量可观及原油价格维持高位，以及大宗商品贸易及加工板块业务表现良好，公司营业收入达到 37.93 亿元，同比增加 19.1%，但同时受到铁矿石价格回落等因素，2022 年前三季度公司利润为 5.98 亿元，同比下降 38.9%。

图4. 2017-2022Q1-3 公司营业收入



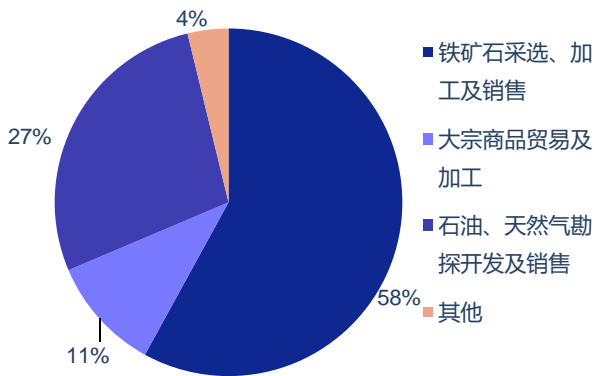
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图5. 2017-2022Q1-3 公司归母净利润



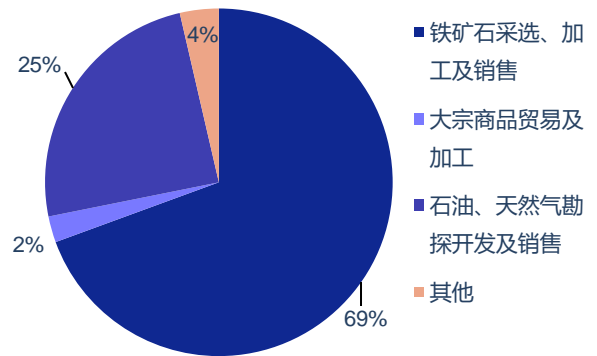
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图6. 2021 年公司分业务营业收入占比



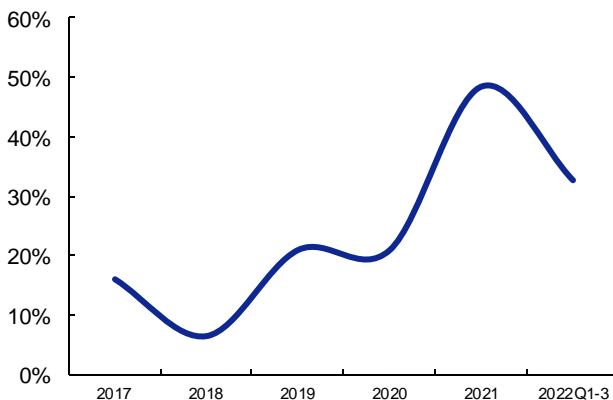
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图7. 2021 年公司分业务毛利占比



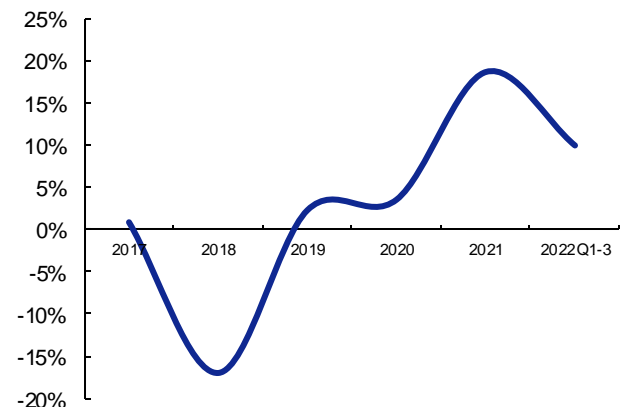
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图8. 2017-2022Q1-3 公司毛利率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图9. 2017-2022Q1-3 公司加权净资产收益率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司铁矿石产销近几年相对稳定，油气产销增幅可观。2021 年公司铁矿石产销依次为 296.7/311.8 万吨、依次同比变动-4.86%/0.81%，油气产销量依次折 437/331.5 万桶当量、依次同比+44.65%/29.65%。

从价格来看，新冠疫情反复、全球宽松货币政策、地缘政治事件等因素共同影响全球铁矿石及原油供需结构与价格走势。铁矿石方面，2022 年铁矿石价格全年呈现震荡波动，普氏 62% 铁矿石指数最高达 162.8 美元/吨，最低至 79.5 美元/吨，全年均值为 120 美元/吨，较 2020 年全年均值 159.7 美元/吨下降 24.9%。原油方面，2022 年布油现货价格最高达 137.7 美元/

桶，最低至 76.6 美元/桶，全年均值为 99 美元/桶，较 2020 年全年均值 70.9 美元/桶上升 39.6%。

图10. 公司铁矿石产销量

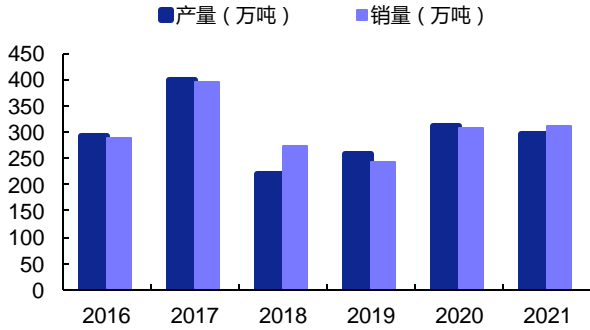
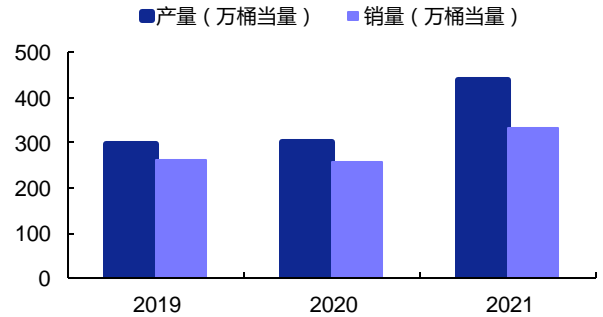


图11. 公司原油产销量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图12. 铁矿石价格指数（美元/吨）

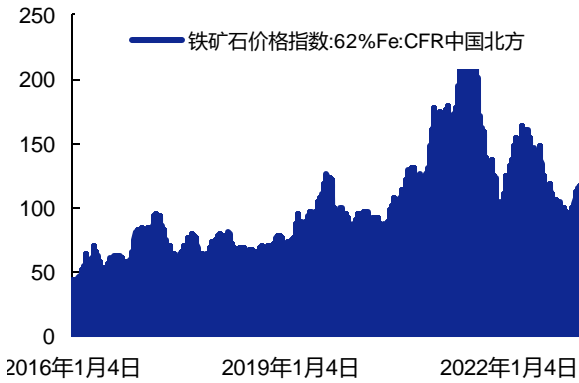
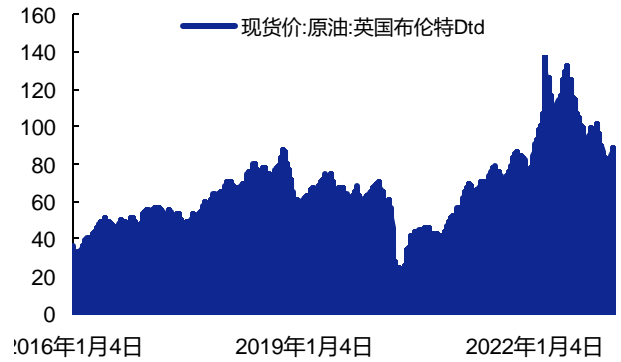


图13. 布伦特原油现货价（美元/桶）

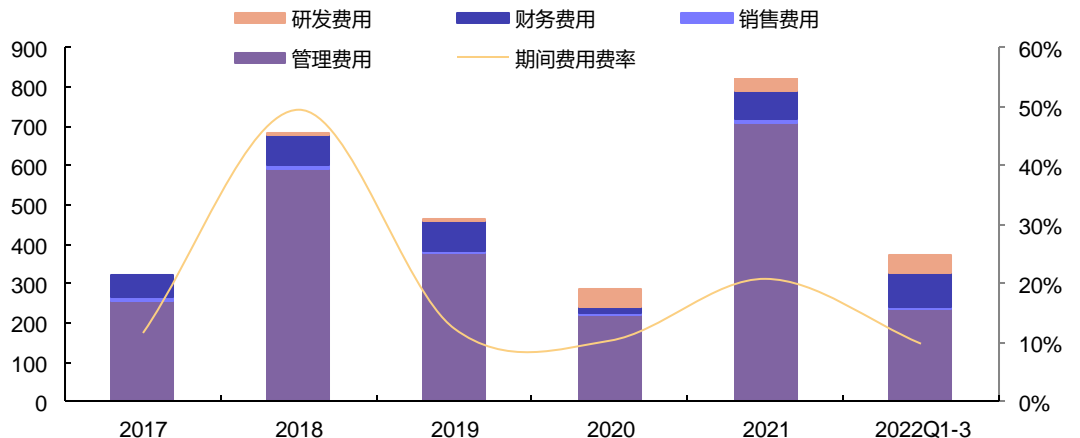


资料来源：Wind，安信证券研究中心

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2022 年前三季度公司期间费用合计 3.72 亿元，期间费用率 9.81%，较前一年明显下降。从历史来看，公司期间费用主要成分为管理费用，2021 年由于职工薪酬整体上调、一次性计提未来三年离岗待退福利、油气勘探支出等上升，公司管理费用达到 7.07 亿元，导致期间费用提升至 8.55 亿元，期间费率随之上调至 20.77%。

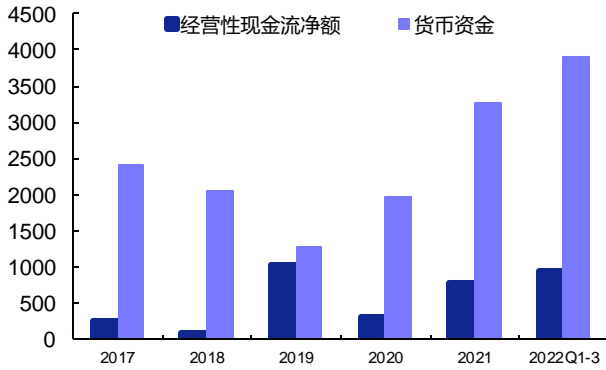
图14. 公司期间费用及费率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

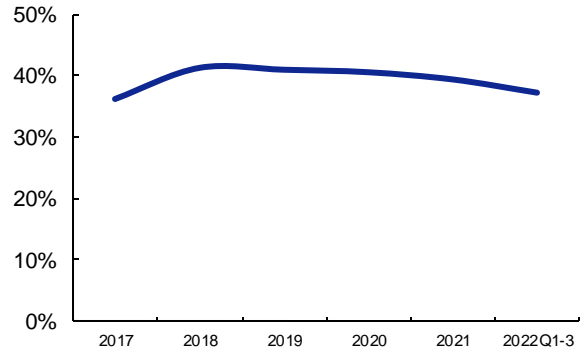
经营性现金流可观，货币资金较为充裕，或为公司业务扩张提供有利条件。据公司公告，截至 2022 年 Q3，公司货币资金列报金额 39.02 亿元，22 年前三季度经营性现金流净额 9.54 亿元，均处于稳定增长的态势，另外公司资产负债率小幅回落，资本结构不断优化。

图15. 2017-2022Q1-3 公司经营性现金流净额及货币资金  
(百万元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图16. 2017-2022Q1-3 公司资产负债率



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 传统铁矿板块稳定放量，全资增持洛克石油利润贡献可观

公司通过石碌铁矿分公司从事铁矿石采选、加工及销售业务，目前所开采的铁矿位于海南省昌江县石碌镇，据公司公告，该矿山曾凭借其丰富的资源和较高品位，被誉为“亚洲第一富铁矿”。截至 2021 年年底，石碌矿区保有工业铁矿石资源储量 2.278 亿吨，平均 TFe 品位 46.58%；其中含探明资源量铁矿石 4778.37 万吨、控制资源量铁矿石 4060.06 万吨。

**生产优化，铁矿石产量释放符合预期。**石碌分公司在 2021 年地采产量创年度新高的基础上，2022 年通过设备 TPM、第二届葛朗台降本增益及十二大战役攻关等 FES 精益管理活动，追求稳定生产和稳健运营，前三季度地采产量实现 386.41 万吨；通过优化选矿工艺，提升铁精粉产率，实现成品矿产量 219.39 万吨，或为实现全年 300 万吨成品矿产量打下良好基础。

**定价方面，公司铁矿石成品矿产品主要为高炉块矿和铁精粉，块矿产品价格贴合 PB 块市场价格趋势，铁精粉产品价格贴合普氏 62% 铁矿石指数。**

表1：铁矿石采选、加工及销售业务主要生产指标

业务类型	指标名称	2021 年	2022 年前三季度
特矿石采选、加工及销售	原矿产量 (万吨)	601.85	458.44
	其中：地采产量	456.45	386.41
	露采产量	145.40	72.03
	成品矿产量 (万吨)	296.71	219.39
	其中：块矿产量	192.48	139.94
	铁精粉产量	104.23	79.45
	销售量 (万吨)	312.93	221.16

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**公司控股子公司洛克石油从事油气勘探开发业务。**洛克石油总部位于澳大利亚，是一家具有近 20 年油气作业经验的领先的独立上游油气勘探开发公司，业务范围涵盖从油气勘探、评价到开发、生产的上游全周期业务，主要开发项目位于中国渤海（赵东油田）、中国北部湾（北部湾油田）、中国四川（八角场气田）、马来西亚（03/33 区块油田）和澳大利亚（安甘尼油田），珠江口（03/33 区块油田）。2018 年 12 月，公司收购了复星国际有限公司之全资子公司 Transcendent Resources Limited 持有的洛克石油 51% 股权，公司业务拓展到油气资源开发，2022 年 12 月公告拟增持至 100%。



表2: 洛克石油各油气项目概况

项目名称	所在区域	区块	生产状态
赵东油田	中国渤海湾	C, D 区块	生产开发
		埕海和张海区块	生产开发
		涸洲 6-12 涸洲 12-8	生产开发
北部湾油田	中国北部湾	涸洲 10-3W	勘探评估
		22/04 区块	勘探评估
03/33 区块油田	中国珠江口	合同区 A, B	勘探评估
八角场气田	中国四川	川中区块	生产开发
安甘尼油田	澳洲西澳	L20, L21	生产开发
马来西亚油气田	马来西亚沙撈越省	D21/D35/J4	生产开发

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表3: 油气总储量数据情况

类别	区块	油气储量
天然气储量 (十亿立方英尺 Bc)	马来西亚	59.36
	八角场	120.48
	赵东	0.39
	北部湾	12.65
石油储量 (百万桶 MMbb)	马来西亚	33.64
	安甘尼	0.18
	八角场	0.42

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

依托洛克石油, 油气业务持续拓展。2021 年 5 月, 公司通过洛克石油收购 EOGI 全资子公司 EOG 中国 100% 股权, 取得了位于四川八角场致密气田 100% 作业权, 在正式接管后快速展开了高效整合, 并于 2021 年下半年成功开发两口高产井, 其中 J71-1 井投产运营后创出最高瞬产 45 万立方米/天的历史水平, 该气田日产量由 86 万立方米提高至 130 万立方米。2022 年 10 月初, 珠江口 03/33 区块勘探获得重大突破, 部署的勘探井在古近系地层共钻遇近 50 米净油层 (垂厚), 钻杆测试作业获得单层自喷日产超千桶的高产工业油流。

表4: 石油、天然气勘探开发及销售业务主要生产指标

业务类型	指标名称	2021 年	2022 前三季度
石油、天然气勘探开发及销售	油气产量 (万桶当量)	437.04	403.66
	其中: 八角场气田	151.25	
	销售量 (万桶当量)	331.54	273.15

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

在经营模式上, 洛克石油主要通过与其他石油公司, 包括大型国家石油公司如中国石油天然气集团有限公司、中国海洋石油集团有限公司、马来西亚国家石油公司合作的方式开展油气勘探、评价及开发业务, 并按照约定的权益比例分摊成本和计算收益。定价方面, 洛克石油原油售价贴合布伦特原油价格, 公司天然气业务目前主要分布在中国四川, 国内天然气价格目前实行政府限价, 相对比较稳定。

拟增持洛克石油至 100% 股权, 油气业务权益有望翻番。2022 年 12 月, 根据公司“十四五”战略规划, 为加强对油气业务板块的运营管理, 公司拟购买洛克石油剩余 49% 股权, 交易完成后公司将持有洛克石油 100% 股权。截至 2022 年 9 月子公司洛克石油总资产 30.1 亿元, 净资产 21.78 亿元, 2022 前 9 个月实现营业收入 11.35 亿元; 实现净利润 1.65 亿元。

表5: 控股子公司洛克石油主要财务指标 (单位: 百万元)

财务指标	2019 上半年	2019 下半年	2020 上半年	2020 下半年	2021 上半年	2021 下半年	2022 前 9 个月
净利润	24	87	-7	-53	102	76	165
营业收入	465	512	335	311	478	658	1135

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

#### 4. 资源冶炼一体化，锂电赛道或成为新的业绩增长点

根据公司十四五战略规划，以锂资源为核心的新能源上游产业将是公司战略转型的重点。拓展冶炼产能及拟控股并实际负责 Bougouni 锂矿项目的开发运营，是实现公司战略转型的关键突破，或对公司夯实“铁矿石+油气+新能源”三个主赛道的产业布局具有重要意义。

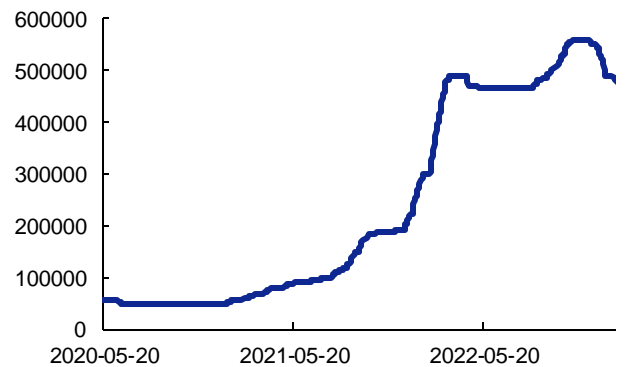
冶炼端：据公司公告，公司全资子公司星之海氢氧化锂项目（一期）已于 2022 年 12 月正式开工建设，该项目拟建设一条年产 2 万吨的电池级氢氧化锂生产线，预计 2024 年一季度竣工投产。氢氧化锂作为新能源车电池正极材料主要原材料之一，市场需求可观，2021 年以来氢氧化锂价格持续拉升，考虑供需变动，未来氢氧化锂价格仍有望维持在较高价格中枢，公司锂盐项目或具备良好的经济效益。另外该项目位于洋浦自贸港政策先行区，临近港口，具备便利的交通运输优势，同时根据《海南自由贸易港建设总体方案》，海南岛封关后 13% 增值税简并为销售税，公司产品具备更强的市场竞争优势。

图17. 星之海位于儋州洋浦



资料来源：wind，安信证券研究中心

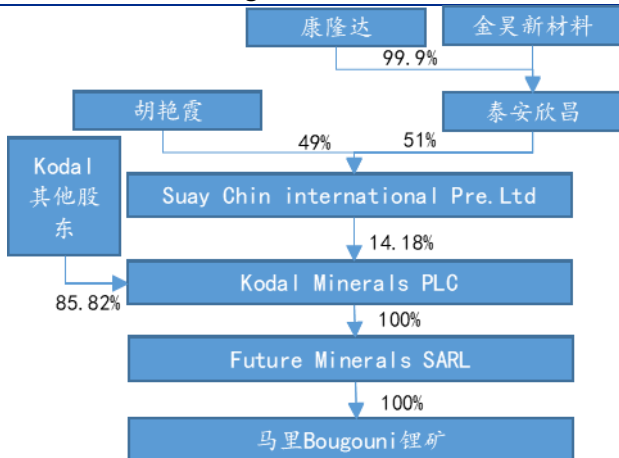
图18. 氢氧化锂价格高企（元/吨）



资料来源：SMM，安信证券研究中心

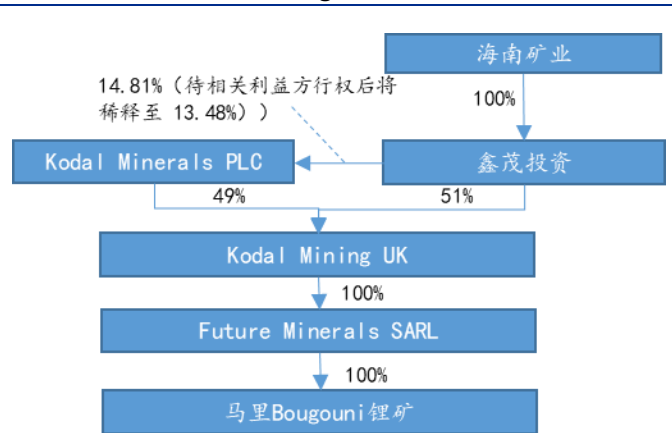
资源端：公司拟收购 Bougouni 股权，交易完成后将持有其 57.6% 股权。公司全资子公司鑫茂投资拟分别与 KOD 和 KMUK 签署增发协议和增资协议及相关的股东关系协议，拟通过现金 1775 万美元认购 KOD 向鑫茂投资增发的 14.81% 股份（如 KOD 现有股东及管理层所持期权全部行权后，鑫茂投资对 KOD 的持股比例将由 14.81% 稀释至 13.48%）；并以现金 9434 万美元增资持有 KMUK 51% 股权；同时，为实现与 KOD 向 KMUK 同比例提供借款，鑫茂投资拟向 KMUK 提供 566 万美元的股东借款。

图19. 本次交易前 Bougouni 股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图20. 本次交易完成后 Bougouni 股权结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

Bougouni 系位于马里南部的绿地项目，马里政府及当地社区支持该项目的勘探及开发。Kodal 于 2019 年第四季度获得环境和社会影响评估申请的批准，并于 2020 年第一季度提交了采矿许可证申请。采矿许可证于 2021 年 11 月上旬授予 Kodal 的马里子公司 Future Minerals SARL，有效期为初始期限为 12 年，每十年可续期，直到所有资源开采完毕。采矿许可证根据 2019

年采矿法授予，面积超过 97.2 平方公里，涵盖 Bougouni 拟议的露天采矿和加工作业。另外，项目距离南部科特迪瓦圣佩德罗港口 881 公里，全程柏油路，交通运输条件良好。

图21. Bougouni 项目地理位置



资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

图22. Bougouni 项目工程分布图



资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

从资源禀赋来看，Bougouni 项目矿石资源量合计 0.213 亿吨，平均氧化锂品位 1.11%，对应碳酸锂资源为 58.5 万吨 LCE，其中确定资源量合计 0.116 亿吨，平均氧化锂品位 1.13%，对应碳酸锂资源为 32.4 万吨 LCE，推断资源量合计 0.097 亿吨，平均氧化锂品位 1.08%，对应碳酸锂资源为 26.1 万吨 LCE。

表6: Bougouni 项目资源情况

区域	确定资源量			推断资源量			资源总量		
	矿石资源量 (百万吨)	Li2O 品位	碳酸锂资源量 (万吨 LCE)	矿石资源量 (百万吨)	Li2O 品位	碳酸锂资源量 (万吨 LCE)	矿石资源量 (百万吨)	Li2O 品位	碳酸锂资源量 (万吨 LCE)
Sogola_Baoule	8.40	1.09%	22.7	3.8	1.13%	10.6	12.2	1.10%	33.3
Ngoualana	3.1	1.25%	9.7	2.0	1.12%	5.5	5.1	1.20%	15.2
Boumou				4.0	1.02%	10.0	4.0	1.02%	10.0
合计	11.6	1.13%	32.4	9.7	1.08%	26.1	21.3	1.11%	58.5

资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

**Bougouni 项目精矿产能 23.8 万吨/年，经济效益良好。**据 PFS，项目资本开支 1.54 亿美元，选矿厂加工能力为 200 万吨原矿/年，对应精矿产能为 23.8 万吨 SC6/年，平均锂收率为 74%，项目至少拥有 8.5 年的寿命，全生命周期将生产 202.4 万吨锂精矿，平均现金成本为 474 美元/吨（加上特许权使用费及维持费用则为 520 美元/吨），以精矿平均售价 1060 美元/吨，全生命周期收入约 21.45 亿美元，预计投资回收期 0.8 年，内部收益率 91.2%。

表7: Bougouni 项目主要指标对比

项目	2020 年 1 月可研	2022 年 6 月可研
选矿产能	200 万吨/年	200 万吨/年
精矿产能	21.8 万吨/年	23.8 万吨/年
平均锂收率	71%	74%
生命周期	大于 8.5 年	大于 8.5 年
资本开支	1.29 亿美元	1.54 亿美元
全生命周期产量	194.2 万吨精矿	202.4 万吨精矿
现金成本	431 美元/吨	474 美元/吨
售价假设	738 美元/吨	1060 美元/吨
投资回收期	1.8 年	0.8 年
内部收益率	50.9%	91.20%

资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

注: 据公司投资者问答信息, 成本方面, 考虑到 2022 年至今通胀较高原因, 目前公司测算全成本不超过 650 美元/吨。

表8: Bougouni 项目生产成本结构

项目	2020年1月可研	2022年6月可研
采矿成本 (美元/吨 SC6)	172	190
处理成本 (美元/吨 SC6)	141	147
管理及行政费用 (美元/吨 SC6)	24	25
<b>C1 现金成本小计 (美元/吨 SC6)</b>	<b>337</b>	<b>362</b>
销售成本 (美元/吨 SC6)	94	112
<b>C1 现金成本合计 (美元/吨 SC6)</b>	<b>431</b>	<b>474</b>
特许权使用费 (美元/吨 SC6)	26	38
维持费用 (美元/吨 SC6)	8	8
<b>净现金运营成本 (美元/吨 SC6)</b>	<b>465</b>	<b>520</b>

资料来源: KODAL 公告, 安信证券研究中心

注: 据公司投资者问答信息, 成本方面, 考虑到 2022 年至今通胀较高原因, 目前公司测算全成本不超过 650 美元/吨

**投资建议:** 我们假设未来铁矿石产销平稳、油气业务持续放量, 2022-2024 年铁矿石销量依次为 315、315、315 万吨, 对应不含税售价均为 600 元/吨, 2022-2024 年油气销量依次折 372、409、450 万桶当量, 对应不含税售价依次为 499、413、413 元/桶当量。另外根据公司建设进度, 新能源板块将于 2024 年放量, 预计 2024 年精矿销量 5 万吨 (假设公司如期完成收购 Bougouni 项目, 盈利预测基于 Bougouni 项目并表)、氢氧化锂销量 5000 吨, 对应当年矿价 3500 美元/吨、含税锂价 30 万元/吨。预计公司 2022-2024 年营业收入依次为 47.85、46.51、73.23 亿元, 归母净利润依次为 7.57、8.94、14.98 亿元, 对应 PE 依次为 21.1、17.8、10.6。首次覆盖, 给予“增持-A”评级, 6 个月目标价 9.2 元/股。

表9: 可比公司估值对比表

	总市值 (亿元)	净利润			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
海南矿业	159.5	7.57	8.94	14.98	21.1	17.8	10.6
方大特钢	142.2	14.72	18.46	20.81	9.7	7.7	6.8
永兴材料	429.9	67.36	74.88	78.94	6.4	5.7	5.4
包钢股份	929.9	0.91	30.05	41.07	1019.1	30.9	22.6

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 方大特钢、包钢股份采用 Wind 一致预期, 行情数据日期为 2023/2/10

风险提示: 需求不及预期, 铁矿石及油气价格大幅波动, 锂盐及资源端收购项目进展不及预期, 股东减持风险

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	2,763.7	4,119.0	4,785.1	4,650.5	7,323.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,182.1	2,120.1	3,139.2	3,059.5	4,377.5	营业收入增长率	-25.7%	49.0%	16.2%	-2.8%	57.5%
营业税费	76.5	129.7	150.7	146.4	230.6	营业利润增长率	-44.3%	823.6%	-11.3%	-3.9%	99.2%
销售费用	7.5	14.3	16.7	16.2	25.5	净利润增长率	11.6%	513.6%	-13.5%	18.2%	67.6%
管理费用	220.5	706.5	335.0	325.5	512.6	EBITDA 增长率	18.8%	101.0%	-13.1%	1.8%	63.0%
研发费用	42.3	67.8	51.8	139.5	219.7	EBIT 增长率	40.3%	236.8%	-19.5%	-2.5%	89.1%
财务费用	14.9	66.7	121.0	133.1	145.2	NOPLAT 增长率	-46.9%	710.6%	1.3%	-2.5%	87.1%
资产减值损失	-149.2	-102.4	-88.0	-113.2	-101.2	投资资本增长率	-4.0%	11.5%	-14.8%	28.9%	-15.8%
加:公允价值变动收益	-17.5	80.5	-38.2	-25.4	29.7	净资产增长率	-0.7%	30.5%	15.6%	11.7%	20.6%
投资和汇兑收益	81.0	243.3	71.8	132.0	149.0						
<b>营业利润</b>	133.4	1,232.1	1,092.3	1,050.0	2,091.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.9	-3.5	27.6	27.2	26.6	毛利率	21.0%	48.5%	34.4%	34.2%	40.2%
<b>利润总额</b>	134.3	1,228.6	1,119.9	1,077.2	2,118.6	营业利润率	4.8%	29.9%	22.8%	22.6%	28.6%
减:所得税	20.8	267.1	190.4	183.1	360.2	净利润率	5.2%	21.2%	15.8%	19.2%	20.5%
<b>净利润</b>	142.5	874.4	756.5	894.1	1,498.0	EBITDA/营业收入	36.1%	48.6%	36.4%	38.1%	39.4%
						EBIT/营业收入	16.2%	36.6%	25.4%	25.4%	30.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	481	329	300	304	187
货币资金	1,960.8	3,268.6	2,926.3	2,842.4	5,320.4	流动营业资本周转天数	-10	19	5	3	16
交易性金融资产	259.4	412.0	373.8	348.4	378.1	流动资产周转天数	403	389	388	380	334
应收帐款	320.6	313.0	451.1	363.0	829.6	应收帐款周转天数	38	28	29	32	29
应收票据	318.8	677.8	100.1	725.5	695.3	存货周转天数	48	24	35	35	30
预付帐款	36.4	17.5	68.9	16.3	101.6	总资产周转天数	1,117	849	799	817	605
存货	223.8	322.7	594.6	308.9	924.5	投资资本周转天数	509	353	297	322	212
其他流动资产	296.4	462.7	324.8	361.3	382.9						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	3.6%	15.6%	11.7%	12.2%	16.9%
长期股权投资	28.5	46.7	46.7	46.7	46.7	ROA	1.3%	8.8%	9.0%	8.3%	12.7%
投资性房地产	-	53.4	53.4	53.4	53.4	ROIC	3.1%	26.6%	24.2%	27.6%	40.1%
固定资产	3,522.3	4,002.9	3,974.7	3,885.4	3,735.0	<b>费用率</b>					
在建工程	218.6	76.5	48.1	548.1	118.1	销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
无形资产	607.4	580.5	562.4	544.2	526.0	管理费用率	8.0%	17.2%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	725.1	664.4	806.1	729.3	733.3	研发费用率	1.5%	1.6%	1.1%	3.0%	3.0%
<b>资产总额</b>	8,518.0	10,898.8	10,330.8	10,772.8	13,844.8	财务费用率	0.5%	1.6%	2.5%	2.9%	2.0%
短期债务	1,191.2	1,361.6	-	-	-	四费/营业收入	10.3%	20.8%	11.0%	13.2%	12.3%
应付帐款	679.3	712.4	1,213.7	802.4	2,012.3	<b>偿债能力</b>					
应付票据	16.5	4.8	118.1	48.5	69.6	资产负债率	40.6%	39.4%	26.1%	20.9%	25.7%
其他流动负债	608.7	781.5	667.5	688.7	716.4	负债权益比	68.3%	65.0%	35.4%	26.4%	34.6%
长期借款	417.6	553.9	-	-	-	流动比率	1.37	1.91	2.42	3.23	3.08
其他非流动负债	544.0	881.2	701.2	708.8	763.7	速动比率	1.28	1.80	2.12	3.02	2.75
<b>负债总额</b>	3,457.4	4,295.5	2,700.5	2,248.4	3,562.1	利息保障倍数	29.94	22.58	10.03	8.89	15.41
少数股东权益	1,070.1	1,007.1	1,180.1	1,180.1	1,440.5	<b>分红指标</b>					
股本	1,954.7	2,021.7	2,034.5	2,034.5	2,034.5	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	2,105.8	3,659.2	4,415.7	5,309.7	6,807.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	5,060.6	6,603.3	7,630.3	8,524.4	10,282.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 现金流量表

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	业绩和估值指标					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
净利润	113.5	961.5	756.5	894.1	1,498.0	EPS(元)	0.07	0.43	0.37	0.44	0.74
加:折旧和摊销	550.4	496.9	527.0	588.1	649.2	BVPS(元)	1.96	2.75	3.17	3.61	4.35
资产减值准备	149.2	102.4	-	-	-	PE(X)	111.9	18.2	21.1	17.8	10.6
公允价值变动损失	17.5	-80.5	-38.2	-25.4	29.7	PB(X)	4.0	2.9	2.5	2.2	1.8
财务费用	59.6	73.7	121.0	133.1	145.2	P/FCF	45.0	18.8	-28.9	-89.3	7.1
投资收益	-81.0	-243.3	-71.8	-132.0	-149.0	P/S	5.8	3.9	3.3	3.4	2.2
少数股东损益	-29.0	87.1	173.0	-	260.4	EV/EBITDA	11.6	11.5	7.5	7.5	3.8
营运资金的变动	-81.1	-284.6	412.3	-582.5	138.8	CAGR(%)	99.0%	22.3%	72.2%	99.0%	22.3%
<b>经营活动产生现金流量</b>	296.6	771.1	1,879.8	875.3	2,572.3	PEG	1.1	0.8	0.3	0.2	0.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	80.7	-864.5	-261.0	-805.3	29.7	ROIC/WACC	0.3	2.6	2.3	2.7	3.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	312.7	1,454.6	-1,961.1	-153.9	-124.0	REP	10.0	2.1	1.6	1.1	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

### 收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034