

立足铁矿油气资源开发，不断进军新能源领域

海南矿业（601969.SH）首次覆盖报告

证券研究报告

2022年03月31日

● 核心结论

公司聚焦资源上游，助力复星形成新能源产业链闭环。2021年公司铁矿石实现营收23.88亿元，占公司总营收的57.98%；2021年公司油气实现营收11.36亿元，占公司总营业收入的27.58%。复星集团在新能源产业形成一体化布局，集团对海南矿业的定位是上游锂资源以及锂盐加工，公司规划2万吨氢氧化锂项目，并将于2023年下半年投产。

铁矿石品味提升，油气行业量价齐升。公司未来将通过磁化焙烧项目把第二类铁精粉产品品位由63%提升至65%，每吨铁矿石的售价将提升30-35美元。2021年公司通过洛克石油收购八角场气田，该气田在2020年天然气产量约为230万桶，预计公司2022年油气产量为542万桶。

拓展有色金属领域，布局氢氧化锂。从全球锂资源分布现状来看，2020年全球锂资源量约为8600万吨，其中以玻利维亚等为代表的南美地区，锂资源量约占全球的58%，受疫情影响，南美盐湖新增产能投产不及预期，澳矿短期内停产项目难以复产，预计2021-2023年有2.73、3.15、0.57万吨LCE的供给缺口，我们判断锂行业2021-2023年将处于供需紧平衡状态。公司锂盐加工项目预计将于2023年下半年投产，预计2023年氢氧化锂将为公司带来17.5亿元营收。

投资建议：预计公司2022-2024年实现归母净利润11.21/11.45/10.87亿元，对应EPS 0.55/0.57/0.54元/股。给予公司2022年19倍PE，对应目标价10.45元。公司通过提升铁矿品位，收购油田实现产量翻倍，此外，公司投资氢氧化锂，开启有色新篇章。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：铁矿石及原油价格波动风险，碳酸锂投产不及预期

● 核心数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,764	4,119	4,258	5,891	6,987
增长率	-25.7%	49.0%	3.4%	38.4%	18.6%
归母净利润（百万元）	143	874	1,121	1,145	1,087
增长率	8.2%	513.6%	28.2%	2.1%	-5.1%
每股收益（EPS）	0.07	0.43	0.55	0.57	0.54
市盈率（P/E）	128.5	20.9	16.3	16.0	16.9
市净率（P/B）	4.4	3.3	2.7	2.3	2.0

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心，以上数据更新于2022年3月30日

公司评级 增持

股票代码 601969

前次评级

评级变动 首次

当前价格 9.06

近一年股价走势



分析师



雒雅梅 S0800518080002



luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人



黄腾飞



13651914586



huangtengfei@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
海南矿业核心指标概览	6
一、立足铁矿油气资源开发，深耕海南，双轮驱动模式	7
1.1 深厚历史背景，几经周折终成型	7
1.2 公司股权结构稳定，复星系为其最大股东	7
1.2.1 复星系为公司核心成员，海南国资委间接控股	7
1.2.2 复星系积极布局新能源，大力拓展产业上下游	8
1.3 主营业务辐射铁矿石+油气，两大资源类并驾齐驱	9
1.4 降本增效效果显著，单位销售成本进一步下降	10
1.5 交通运输便利，立足海南自贸区，取得发展先机	11
二、铁矿业务营收稳定，油气业务规模扩大	12
2.1 国内矿产资源匮乏，矿产需求量大	12
2.1.1 海外铁矿石供应长期呈寡头垄断格局，我国铁矿石进口依存度高	12
2.1.2 铁矿下游需求主要来源于中国，粗钢产量占比约为 50%	13
2.1.3 2022 年全球铁矿石供应更加紧张，价格中枢上移	14
2.2 拥有丰富矿产资源，品质优良	15
2.3 全球油气资源倾斜，我国是油气消费大国	17
2.4 油气产业规模扩大，市场前景广阔	18
三、开拓新能源领域，布局氢氧化锂行业	19
3.1 氢氧化锂需求扩容趋势明确，公司有望享受行业红利	19
3.1.1 短期国内外扩容有限，长期供应多元化	19
3.1.2 新能源行业将持续发力，带动锂产品需求持续增长	20
3.1.3 全球锂供需紧平衡格局延续，锂价将维持高位	21
3.2 “十四五”夯实现有双主业，加大有色金属布局	22
四、盈利预测及投资建议	23
4.1 关键假设及盈利预测	23
4.2 相对估值	24
4.3 绝对估值	25
4.4 投资建议	26
五、风险提示	27

图表目录

图 1: 海南矿业核心指标概览图	6
图 2: 海南矿业发展历程	7
图 3: 公司股权结构 (截止 2022 年 1 月 5 日)	8
图 4: 复星集团智造业务公司架构	8
图 5: 复星集团新能源布局时间线	9
图 6: 公司营业收入 (左轴) 和增速 (右轴)	10
图 7: 公司细分业务营收 (万元)	10
图 8: 公司主要产品产量 (左轴) 和价格 (右轴)	10
图 9: 公司分业务毛利率 (%)	10
图 10: 公司营业成本 (万元)	11
图 11: 公司分业务营业成本 (左轴: 万元) 和增速 (右轴: %)	11
图 12: 全球铁矿石储量分布 (%)	12
图 13: 中国进口四大矿山铁矿石占比 (%)	12
图 14: 中国从澳洲月度进口量 (万吨)	13
图 15: 中国从巴西月度进口量 (万吨)	13
图 16: 中国从印度月进口量 (万吨)	13
图 17: 中国从南非月进口量 (万吨)	13
图 18: 世界及中国粗钢产量 (左轴: 千吨) 占比 (右轴: %)	14
图 19: 铁矿石采选、加工业务流程	15
图 20: 公司产品主要质量指标	16
图 21: 海南矿业铁矿石产销量 (左轴: 万吨) 和产销率 (右轴: %)	16
图 22: 2021 全球石油产量分布 (%)	17
图 23: 中国原油进口量 (万吨)	17
图 24: 洛克石油年产量	19
图 25: 洛克石油资源分布	19
图 26: 全球锂资源储量分布情况 (%)	20
图 27: 全球锂资源产出情况 (%)	20
图 28: 2020 全球锂需求结构 (%)	21
图 29: 全球新能源汽车产量 (万辆) 及增速 (%)	21
图 30: 氢氧化锂 56.5%: 国产价格 (元/吨)	22
图 31: 氢氧化锂 COMEX (美元/吨)	22
图 32: 海南矿业上市以来 PE (TTM) 估值变动及原因	24
图 33: 海南矿业上市以来股价 (元/股) 变动及原因	25
表 1: 全球铁矿供需平衡预测	14
表 2: 公司铁矿石募投项目	17
表 3: 洛克石油各油气项目概况	18

表 4: 公司油气板块募投项目详情	18
表 5: 海南矿业氢氧化锂募投项目	23
表 6: 海南矿业关键假设及盈利预测	23
表 7: 可比公司财务指标	25
表 8: FCFF 估值法核心指标	25
表 9: FCFF 估值敏感性分析 (元/股)	26

投资要点

关键假设

- 1、2021年铁矿石采选及加工业务产量为296.71万吨，预计公司2022-2024年铁矿石产量为300/306.00/312.12万吨，产销率为100%/100%/100%，2021年铁矿石均价为766元/吨，预计2022-2024年铁矿石价格为700/650/600元/吨，我们测算铁矿石采选及加工业务2022-2024年的营收为21.00/19.89/18.73亿元。
- 2、2021年公司油气开采业务产量为437.04万桶，随着对EOG中国的收购，预计公司2022-2024年油气产量为542/550/560万桶，产销率为80%/80%/80%，2021年油气开采的价格为343元/桶，预计2022-2024年油价为350/330/300元/桶，我们测算公司油气开采业务2022-2024年的营收为15.18/14.52/13.44亿元。
- 3、2021年公司大宗商品贸易及开发营收为4.38亿元，我们预计2022-2024年公司的大宗商品贸易及开发营收为4.60/4.90/5.30亿元。
- 4、公司的氢氧化锂项目预期于2023年下半年投产，预计公司2023-2024年氢氧化锂产量为0.5/1万吨，产销率为100%/100%，预计2023-2024年氢氧化锂的价格为35/30万元/吨，我们测算公司氢氧化锂业务2023-2024年的营收为17.50/30亿元。
- 5、综合毛利率：预计公司综合毛利率水平2022-2024年为51.51%/42.42%/37.60%。

区别于市场的观点

1. 我们认为随着公司在建产能逐步释放，公司铁矿品味逐渐提升，传统资源板块盈利能力会显著增强。预计到2024年底，公司铁矿石产量会增加至312.12万吨，随着磁化焙烧项目推进，公司铁矿石品位将得到提升，铁矿石产品售价和毛利率水平也将得到提高。
2. 随着公司未来在新能源领域的布局，公司在资源端的布局将更加多元化，新能源锂资源的布局将显著提升公司整体盈利水平。公司氢氧化锂产线预计于2023年下半年投产，将为公司带来2万吨氢氧化锂产能，考虑产能爬坡过程，预计2023年公司将有0.5万吨氢氧化锂实现销售。

股价上涨催化剂

1. 锂资源供需缺口持续存在，预计锂价将保持高位，公司进军新能源领域，布局氢氧化锂，该项业务将显著提升公司盈利能力。
2. 公司布局新能源汽车产业链上游，高速成长的新能源赛道有利于提升公司整体估值水平。

估值与目标价

我们预计公司2022-2024年实现归母净利润11.21/11.45/10.87亿元，对应EPS 0.55/0.57/0.54元/股。给予公司2022年19倍PE，对应目标价10.45元。公司通过提升铁矿品位，收购油田实现产量翻倍，不断拓展其在传统能源方面的规模；此外，公司紧跟新能源步伐，投资氢氧化锂，开启有色新篇章。首次覆盖，给予“增持”评级。

海南矿业核心指标概览

图1：海南矿业核心指标概览图



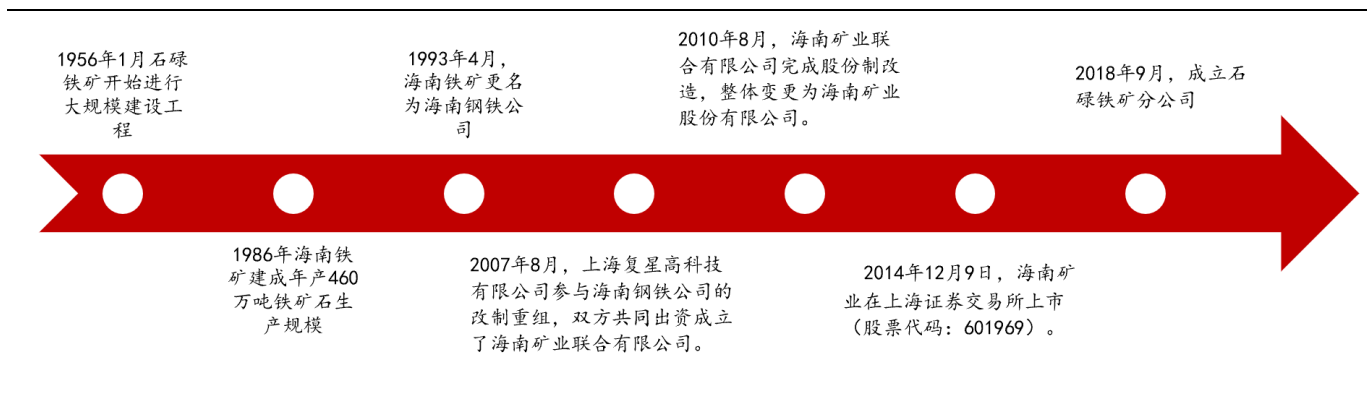
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、立足铁矿油气资源开发，深耕海南，双轮驱动模式

1.1 深厚历史背景，几经周折终成型

2007年8月，上海复星高科技（集团）有限公司、上海复星产业投资有限公司（统称“复星集团”）参与海南钢铁公司（现为“海南海钢集团有限公司”，简称“海钢集团”）的重组改制，复星集团与海钢集团共同出资设立了海南矿业联合有限公司，2007年9月6日正式揭牌运营。2010年8月，海南矿业联合有限公司整体变更为海南矿业股份有限公司。2014年12月，公司在上海证券交易所挂牌上市，股票代码601969。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；公司总部负责企业整体运营管控、战略规划、对外投融资及投后管理。至此，形成了公司“总部+运营中心”的运营模式，“产业投资”+“产业运营”的双轮驱动发展格局。

图2：海南矿业发展历程



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

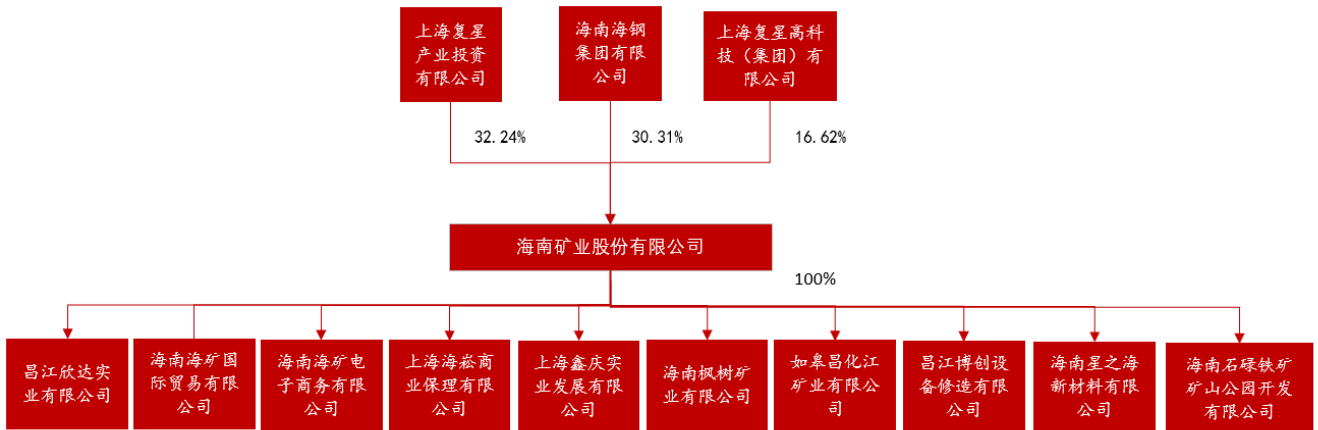
1.2 公司股权结构稳定，复星系为其最大股东

1.2.1 复星系为公司核心成员，海南国资委间接控股

截至2022年1月5日，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16.62%，此外通过其下属全资子公司复星产投间接持有公司32.24%的股份，复星系累计持有公司48.86%的股份，公司实控人为郭广昌。

公司第二大股东为海南海钢集团有限公司，持股比例约为30.31%。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。海南海钢集团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 3：公司股权结构（截止 2022 年 1 月 5 日）



资料来源：wind，西部证券研发中心

1.2.2 复星系积极布局新能源，大力拓展产业上下游

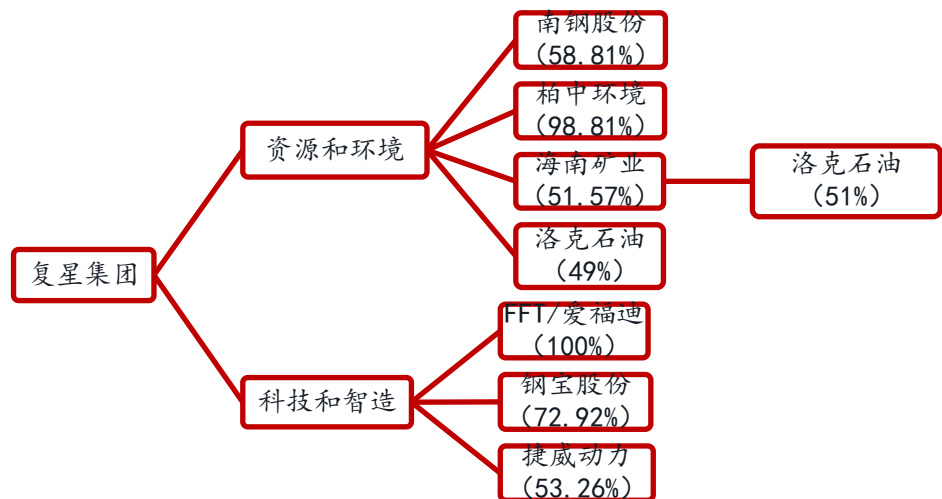
复星系的智造业务主要以钢铁与矿产资源为主题，积极拓展科技附加值高的外延业务，战略布局智能出行相关的装备与核心零部件业务，并计划在工业互联网和新材料等领域发力。智造业务主要分为资源和环境，科技和智造两大板块。

其中南钢股份是行业领先的高效率，全流程钢铁联合企业。通过持续的科技创新，形成了独具特色的“高效率生产，低成本智造”竞争优势。目前公司具备 1000 万吨粗钢的年产能。

FFT 是一家成立于 1974 年的智造解决方案提供商，目前为大型制造企业提供柔性自动化生产线解决方案，主要客户包括戴勒姆，宝马，大众等全球一线车场。

捷威动力成立于 2009 年，是国内最早进入新能源乘用车三元动力电池行业的企业之一，主要聚焦于软包电池，产品涵盖三元和磷酸铁锂体系，可满足高端纯电动汽车、混合动力汽车、插电式混合动力汽车等需求。

图 4：复星集团智造业务公司架构



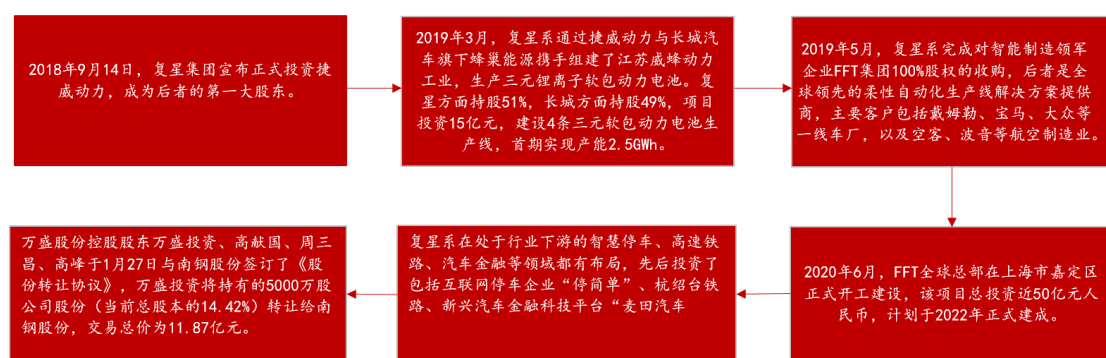
资料来源：公司年报，西部证券研发中心

对于新能源汽车，复星系在上下游产业链有着广泛的布局。根据中国汽车动力电池产业创新联盟的数据显示，2021年1-9月捷威动力在动力电池装机量排名中位列全国第10，装机量为1.05GWh，市场份额为1.1%。在装机量稳步增长的同时，2021年7月，捷威动力联合复星与湖州市长兴县人民政府签署项目投资合作协议，三方就捷威动力长兴新能源电池项目合作达成共识，10月项目正式开工建设，这是继天津、盐城、嘉兴之后，捷威动力在国内的第四大动力和储能电池生产基地。预计到2025年捷威动力将形成50GWh的动力电池产能规模，向主要大客户的电池供应能力将进一步增强。

2021年1月，复星集团控股公司南钢股份与万盛股份签订了股份转让协议，南钢股份目前持有万盛股份14.42%的股本。其中万盛股份主营业务为功能性精细化学品的生产、研发和销售，是国家火炬计划重点高新技术企业，为全球最主要的磷系阻燃剂生产、供应商之一，主要产品为阻燃剂、胺助剂、催化剂、涂料助剂四大系列。

此外，复星系在处于行业下游的智慧停车、高速铁路、汽车金融等领域都有布局，先后投资了包括互联网停车企业“停简单”、杭绍台铁路、新兴汽车金融科技平台“麦田汽车”等项目。

图5：复星集团新能源布局时间线



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

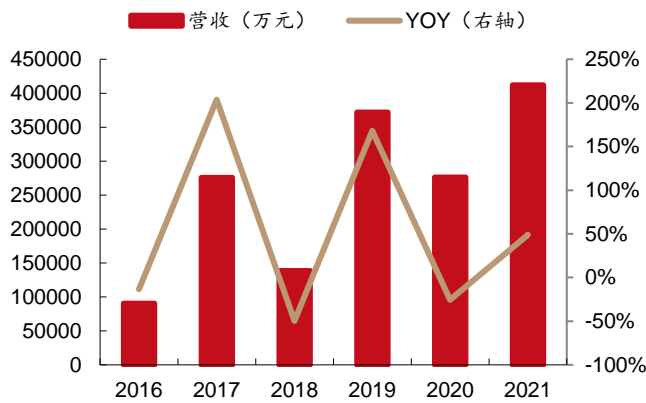
1.3 主营业务辐射铁矿石+油气，两大资源类并驾齐驱

公司聚焦于铁矿石和油气这两大资源类产业的经营，主要包括铁矿石采选、加工、销售、铁矿石国际贸易及混配矿业务，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。2021年公司实现营业收入41.19亿元，同比增长49.02%，主要系铁矿石及油气销量同比上升、价格上涨导致铁矿石采选及加工业务、油气业务收入上升。

铁矿石业务是公司目前主要的营收来源。2021年公司铁矿石销量为311.83万吨，实现营收23.88亿元，同比增长71.55%，占公司总营业收入的57.98%；大宗商品贸易及加工业务营收为4.38亿元，同比下降27.48%，占公司总营业收入的10.63%；公司销售石油331.54万桶，实现营收11.36亿元，同比增长75.85%，占公司总营业收入的27.58%。

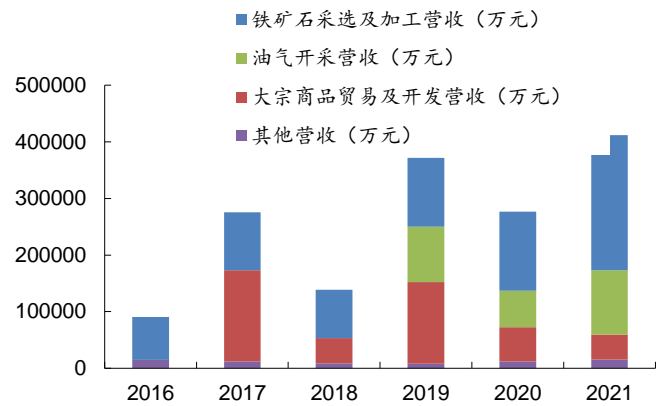
公司铁矿石业务毛利率较高，2021年铁矿石业务毛利率达到58.09%。2018年公司受矿山主采场由露采转入地采的影响，铁矿石开采的生产条件、技术工艺流程及工作环境均发生了重大变化，同时受岗位员工普遍年龄偏大等不利因素影响，公司铁矿石业务毛利率下降至3.27%。2019年后铁矿石业务毛利率回升至31%。2021年公司抓住大宗商品周期价格上涨的机遇，通过产销两端的努力，使公司铁矿石业务毛利率升高至58.09%。

图 6: 公司营业收入 (左轴) 和增速 (右轴)



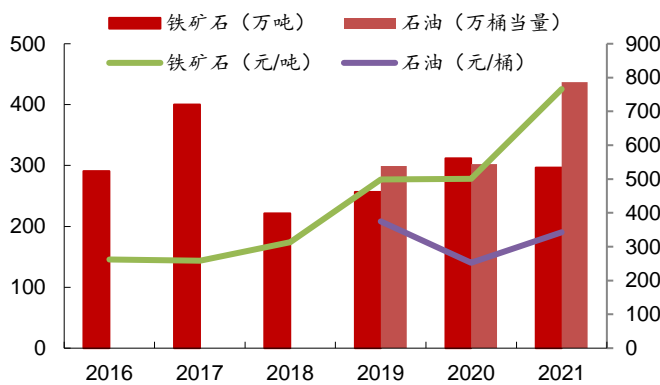
资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 7: 公司细分业务营收 (万元)



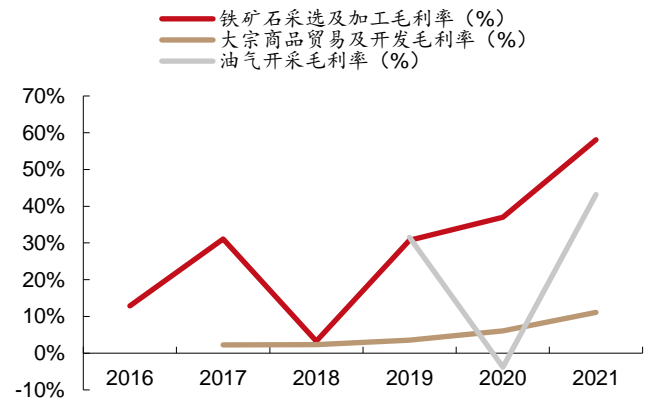
资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 8: 公司主要产品产量 (左轴) 和价格 (右轴)



资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 9: 公司分业务毛利率 (%)



资料来源: wind, 西部证券研发中心

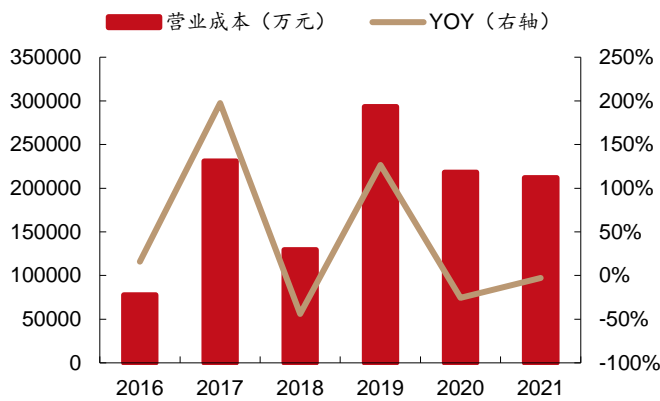
1.4 降本增效效果显著, 单位销售成本进一步下降

2021 年公司总营业成本为 21.20 亿元, 较 2020 年同比下降 2.87%, 主要系公司梳理生产流程, 制定科学有效改进方案; 建设原矿中间堆场并如期投入使用, 有效解决了采矿与选矿之间的流程制约问题; 优化生产运输方式, 将汽车转运粉矿改为胶带运输, 合理控制原矿堆存量减少二次转运, 减少运输工序等。

其中铁矿石板块的营业成本为 13.90 亿元, 同比下降 3.77%, 铁矿石单位销售成本较上年同期下降 15.16 元/吨, 主要系贸易矿业量减少导致外购矿成本下降导致。

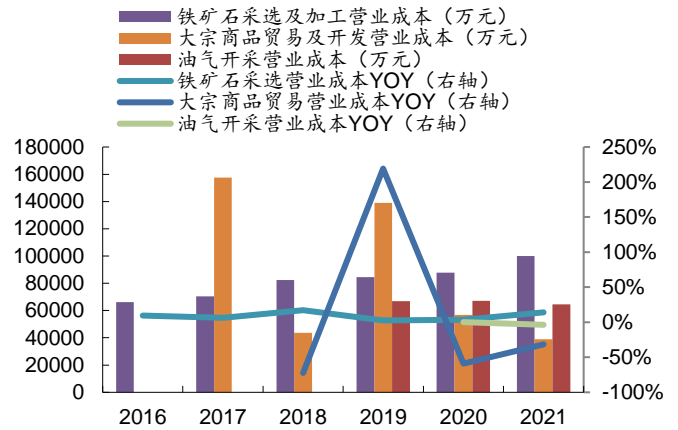
2021 年油气业务营业成本为 6.5 亿元, 同比下降 3.67%, 油气单位生产成本较上年同期下降 67 元/桶, 主要系公司通过对原有油气项目通过技术手段增储, 降低生产成本, 稳定油气田的产量和运营。对四川八角场气田新开发的 J68-3 井使用“广域电磁法”进行压裂及完井, 节省成本 21%。

图 10：公司营业成本（万元）



资料来源：wind, 西部证券研发中心

图 11：公司分业务营业成本（左轴：万元）和增速（右轴：%）



资料来源：wind, 西部证券研发中心

1.5 交通运输便利，立足海南自贸区，取得发展先机

公司的铁矿石采选及混配矿业均具有得天独厚的便利运输优势。石碌矿区距海口 192km，距三亚市 200km，环岛西线高速公路从矿区旁边经过。矿区距八所港 52km，有专线铁路相通，石海铁路与大陆铁路系统贯通，交通十分便利，运输条件良好。混配矿业方面，如皋矿业生产基地位于长江下游黄金航道、长江三角洲中心位置的中林如皋港，属于国家一类开放口岸，公司借助如皋港先进储运体系，具备向长江流域、华东、华中地区及沿海区域的下游钢企客户提供快速物流的交通便利。

此外，海南省全面深化改革开放、建设自由贸易港为新一轮的社会改革提供了前所未有的机遇。公司地处海南的区位优势，能先行充分享受自贸港改革政策利好，在公司战略规划及长远发展中取得先机。

表 1：海南自贸区政策梳理

政策类别	政策文件	政策内容
顶层设计	中共中央 国务院《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》（2018 年 4 月 11 日）	以供给侧结构性改革为主线，赋予海南经济特区改革开放新使命，建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港，解放思想、大胆创新，着力在建设现代化经济体系、实现高水平对外开放、提升旅游消费水平、服务国家重大战略、加强社会治理、打造一流生态环境、完善人才发展制度等方面进行探索
	中共中央 国务院《海南自由贸易港建设总体方案》（2020 年 6 月 1 日）	对标国际高水平经贸规则，解放思想、大胆创新，聚焦贸易投资自由化便利化，建立与高水平自由贸易港相适应的政策制度体系，建设具有国际竞争力和影响力的海关监管特殊区域，将海南自由贸易港打造成为引领我国新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户。
税收政策	财政部、税务总局《关于海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税政策的通知》（2020 年 6 月 23 日）	对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15% 的部分予以免征。
	财政部、税务总局《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》（2020 年 6 月 23 日）	对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 征收企业所得税。
	财政部、海关总署、税务总局《关于海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策的通知》（2021 年 3 月 4 日）	对符合条件的海南自贸港企业进口自用的生产设备，除法律法规和相关规定明确不予免税、国家规定禁止进口的商品，以及本通知所附《海南自由贸易港“零关税”自用生产设备负面清单》所列设备外，免征关税、进口环节增值税和消费税。

	财政部、海关总署、税务总局《关于海南自由贸易港原辅料“零关税”政策的通知》（2020年11月11日）	对包括椰子等农产品、煤炭等资源性产品、二甲苯等化工品及光导纤维预制棒等原辅料，以及飞机、其他航空器和船舶维修零部件共169项8位税目商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。
	财政部 交通运输部 税务总局《关于海南自由贸易港国际运输船舶有关增值税政策的通知》（2020年9月3日）	对在“中国洋浦港”登记并从事国际运输和港澳台运输业务的境内建造船舶，实行增值税退税政策。
人才政策	省委人才发展局等部门《吸引留住高校毕业生建设海南自由贸易港的若干政策措施》（2020年6月19日）	全面放开对省内外高校毕业生的落户限制，允许离校三年内的全日制本科学历及以上的高校毕业生在海南省先落户后就业，相应享受引进人才落户待遇。
金融政策	国家外汇管理局海南省分局《关于开展贸易外汇收支便利化试点工作的通知》（2020年6月19日）	支持符合条件的银行推荐经营稳健、业务合规、内控完善的企业，开展货物和服务贸易外汇收支便利化试点，实现银行审核从事前向事后转变，从而进一步推动贸易结算便利化。
运输政策	国家发展改革委《海南现代综合交通运输体系规划》（2020年9月10日）	构建以环岛高速铁路、高速公路、航空运输为骨干，省内国省道、农村公路为基础，大型机场、港口为枢纽，层次清晰、便捷畅通的综合交通基础设施体系。
营商环境	省委办公厅、省政府办公厅《海南自由贸易港制度集成创新行动方案（2020—2022年）》（2020年10月9日）	围绕“五自由一有序”，推动全方位、大力度、高层次的制度集成创新，制定出18项行动、60项任务清单。
产业政策	推进海南全面深化改革开放领导小组办公室《海南能源综合改革方案》（2020年8月14日）	立足海南区位特点及能源资源禀赋，借力更高水平开放的政策优势，因地制宜实施能源综合改革，拓展电力、油气改革广度和深度，着力优化能源供应体系、推进能源消费升级、完善能源市场体系、创新能源管理体制、促进能源技术创新、加强能源国际合作，推动海南率先形成能源革命示范区

资料来源：海南自贸港公众号，西部证券研发中心

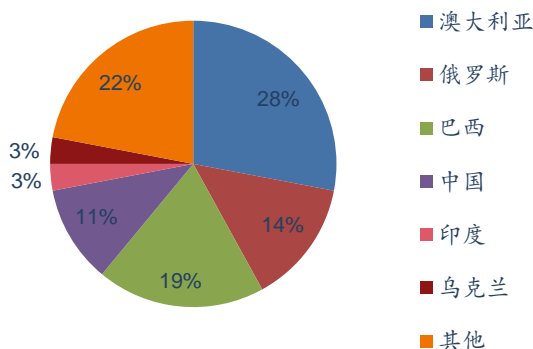
二、铁矿业务营收稳定，油气业务规模扩大

2.1 国内矿产资源匮乏，矿产需求量大

2.1.1 海外铁矿石供应长期呈寡头垄断格局，我国铁矿石进口依存度高

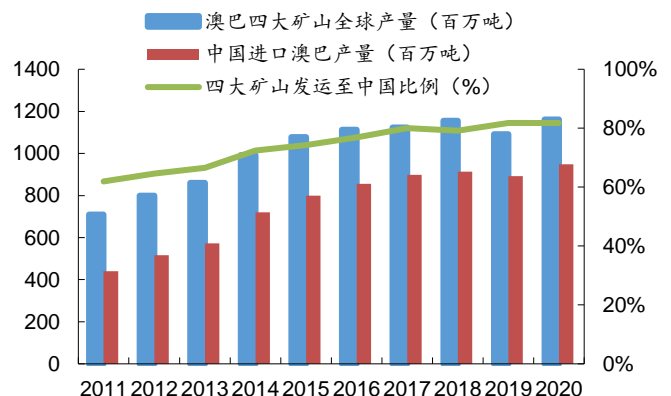
2020年全球铁矿石储量为1800亿吨，澳大利亚，俄罗斯，中国，巴西分别占比为28%，14%，19%，11%。巴西淡水河谷、以及澳大利亚的力拓、必和必拓和FMG公司，凭借掌控位于铁矿石本曲线底端的最优质铁矿资源，占据了最为有利的市场地位。2020年这四家公司铁矿石累计产量为1161百万吨，全球铁矿石产量为24亿吨，四大矿山占全球产量的48.4%。四大矿山在全球铁矿石贸易中扮演重要角色，具有较高的定价话语权。

图 12：全球铁矿石储量分布（%）



资料来源：中国粉体网，西部证券研发中心

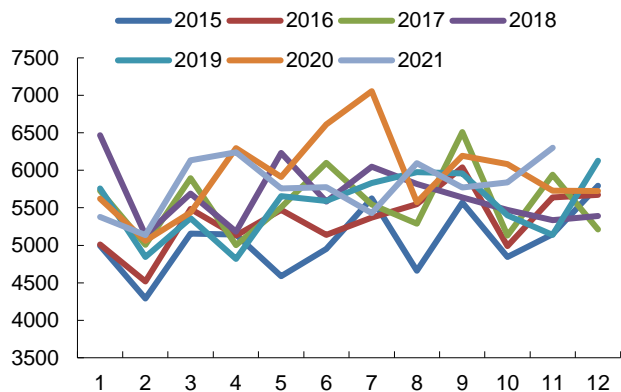
图 13：中国进口四大矿山铁矿石占比（%）



资料来源：wind，西部证券研发中心

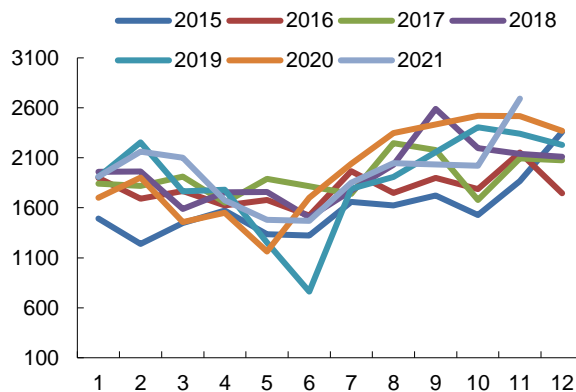
中国进口澳巴铁矿石比例稳定在 83%附近，2020 年印度等非主流进口比例提升至 18.92%。
澳巴四大矿山发运至中国比例近两年稳定在 81.71%。

图 14：中国从澳洲月度进口量(万吨)



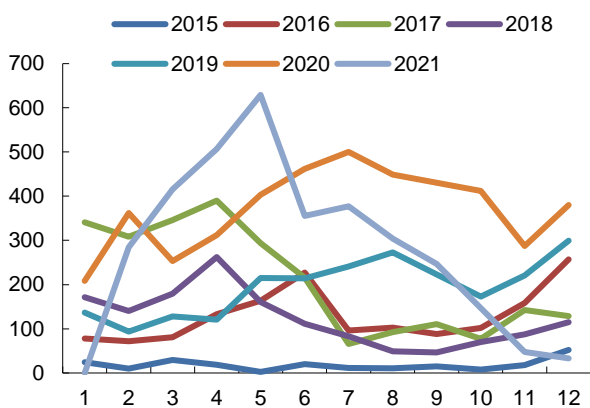
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 15：中国从巴西月度进口量(万吨)



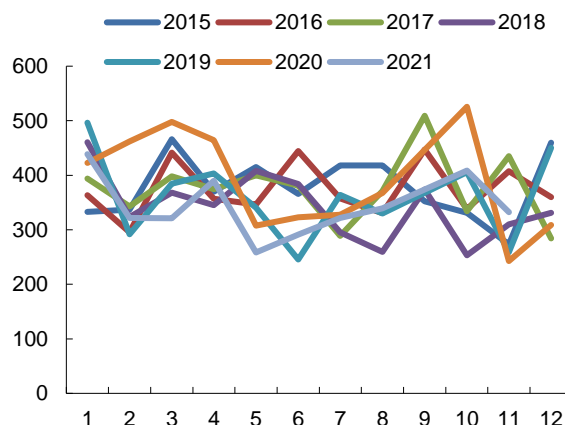
资料来源：wind，西部证券研发中心

图 16：中国从印度月进口量(万吨)



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 17：中国从南非月进口量(万吨)

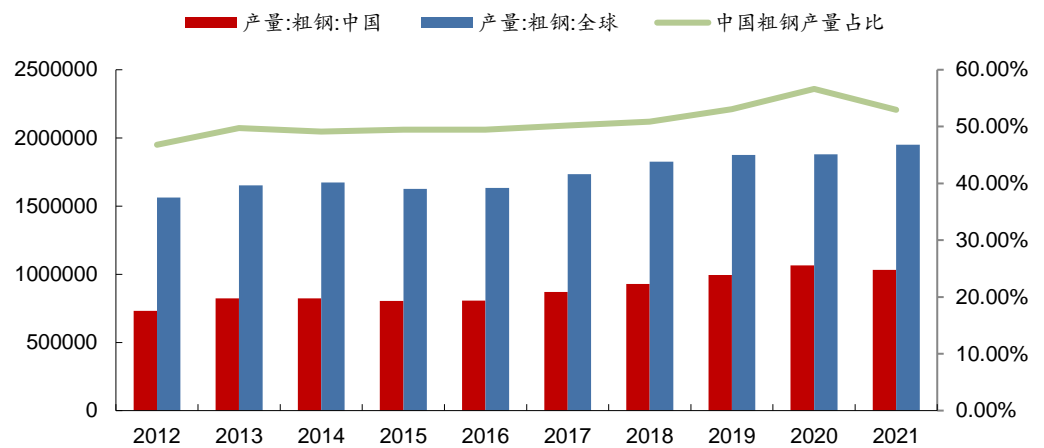


资料来源：wind，西部证券研发中心

2.1.2 铁矿下游需求主要来源于中国，粗钢产量占比约为50%

铁矿石的下游需求主要来源于国内，2021 年中国的粗钢产量为 103279 万吨，世界粗钢产量为 195054 万吨，中国粗钢产量占比约为 52.95%。

图 18：世界及中国粗钢产量（左轴：千吨）占比（右轴：%）



资料来源：wind，西部证券研发中心

2.1.3 2022年全球铁矿石供应更加紧张，价格中枢上移

通过测算，2022 年假设粗钢产量同比不增的条件下，全球铁矿石将有 200 万吨缺口，假设粗钢产量同比增长 3%的条件下，全球铁矿石将有 4600 万吨的缺口，2022 年，铁矿石仍将面临供应紧缺的局面，预计 2022 年铁矿石价格将维持在中高位置。

表 1：全球铁矿供需平衡预测

生铁产量 (百万吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E (假设 同比不增)	2022E (假设 正常增长)
中国	640	663	711	713	691	701	713	771	809	887	887	887	913.61
同比		3.59%	7.24%	0.28%	-3.09%	1.45%	1.71%	8.13%	4.93%	9.64%	0.00%	0.00%	3.00%
全球 (含直接还原 铁)	1162	1172	1266	1245	1216	1232	1250	1328	1362	1396	1440	1440	1467.61
同比		0.86%	8.02%	-1.66%	-2.33%	1.32%	1.46%	6.24%	2.56%	2.50%	3.15%	0.00%	1.92%
全球: 除中国外	522	509	555	532	525	531	537	557	553	509	553	553	554
同比		-2.49%	9.04%	-4.14%	-1.32%	1.14%	1.13%	3.72%	-0.72%	-7.96%	8.64%	8.64%	0.18%
中国铁矿需求	1024	1060.8	1137.6	1140.8	1105.6	1121.6	1140.8	1233.6	1294.4	1419.2	1419.2	1419.2	1461.776
全球: 除中国外铁矿 需求	835.2	814.4	888	851.2	840	849.6	859.2	891.2	884.8	814.4	884.8	884.8	886.4
全球铁矿需求	1859.2	1875.2	2025.6	1992	1945.6	1971.2	2000	2124.8	2179.2	2233.6	2304	2304	2348.176
铁矿供给 (百万吨)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2021E	2022E
中国进口铁矿总量	686.99	745.48	820.30	933.10	953.32	1024.70	1074.06	1064.47	1068.94	1170.00	1206.76	1226.20	1227.20
同比		8.51%	10.04%	13.75%	2.17%	7.49%	4.82%	-0.89%	0.42%	9.45%	3.14%	2.15%	102.15%
中国进口澳巴	439.7	516.28	572.5	719.49	799.39	854.99	898.07	913.66	892.13	948.68	964.71	984.15	984.15
占比	64.00%	69.25%	69.79%	77.11%	83.85%	83.44%	83.61%	85.83%	83.46%	81.08%	79.94%	80.26%	80.19%
中国进口印度南非等 非主流	247.29	229.2	247.8	213.61	153.93	169.71	175.99	150.81	176.81	221.32	242.05	242.05	243.05
占比	36.00%	30.75%	30.21%	22.89%	16.15%	16.56%	16.39%	14.17%	16.54%	18.92%	20.06%	19.74%	19.81%
中国铁精粉产量	388.69	392.56	391.65	382.83	270	271.74	260	225	226	226	236	236	236

公司深度研究 | 海南矿业

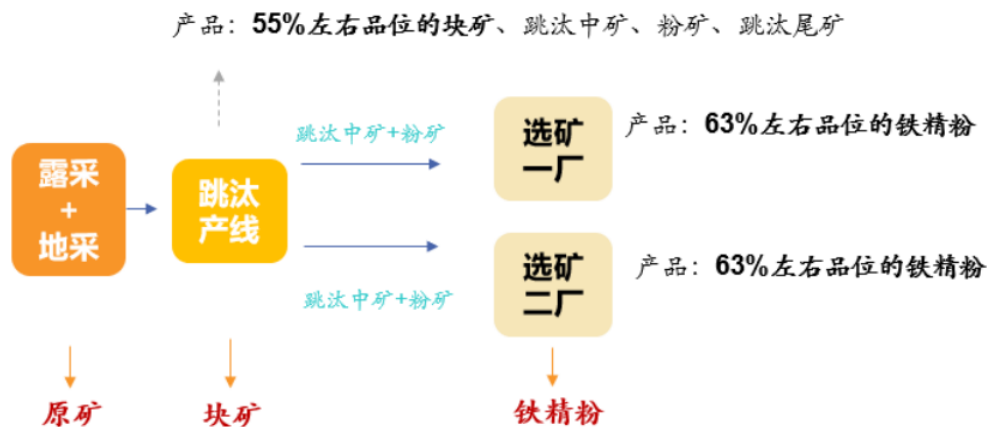
澳巴四大矿山全球产量	710	799	860	993	1077	1112	1123	1155	1091	1161	1191	1215	1215
同比		12.54%	7.63%	15.47%	8.46%	3.25%	0.99%	2.85%	-5.54%	6.42%	2.58%	4.65%	2.02%
四大矿山发运至中国比例	61.93%	64.62%	66.57%	72.46%	74.22%	76.89%	79.97%	79.10%	81.77%	81.71%	81.00%	81.00%	81.00%
中国铁矿供应（进口+国内）	1075.68	1138.04	1211.95	1315.93	1223.32	1296.44	1334.06	1289.47	1294.94	1396.00	1442.76	1462.20	1463.20
全球铁矿供应	1958	1904	2002	2077	2030	2116	2153	2143	2153	2223	2288	2302	2302
同比		-2.76%	5.15%	3.75%	-2.26%	4.24%	1.75%	-0.46%	0.47%	3.25%	2.92%	3.55%	0.61%
中国铁矿：供应-需求	51.68	77.24	74.35	175.13	117.72	174.84	193.26	55.87	0.54	-23.20	23.56	43.00	1.42
全球铁矿：供应-需求	98.8	28.8	-23.6	85	84.4	144.8	153	18.2	-26.2	-10.6	-16	-2	-46.176

资料来源：mysteel,wind, 西部证券研发中心

2.2 拥有丰富矿产资源，品质优良

海南矿业铁矿石的开采以地采为主、露采为辅，主要产品为高炉块矿和铁精粉，主要用途系提供给钢铁企业冶炼成生铁和钢材。公司块矿产品品位 55% 左右，是国内优质的铁矿石块矿产品，属酸性矿石，其生产工艺成熟、流程短、无需复杂的选矿工艺，是高炉首选的酸性配加矿种，能够改善炉渣流动性、高炉料柱的透气性。公司铁精粉产品品位 63% 左右，-200 米以下占比达 90% 以上，是球团厂的重要原料。

图 19：铁矿石采选、加工业务流程



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

海南省昌江县石碌矿区是我国最为知名的大型优质富铁矿床之一。根据海南省资源环境调查院编制的《海南省昌江县石碌铁钴铜矿 2021 年度矿山储量年报》，截至 2021 年 12 月 31 日，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。推断资源量铁矿石 13943.03 万吨；低品位铁矿石储量为 2763.7 万吨，平均品位为 25.90%。经过多年发展与建设，石碌铁矿已成为具有采矿、选矿、运输、尾矿回收、电力、机修、电修、汽修等综合生产能力的大型机械化矿山。

图 20：公司产品主要质量指标

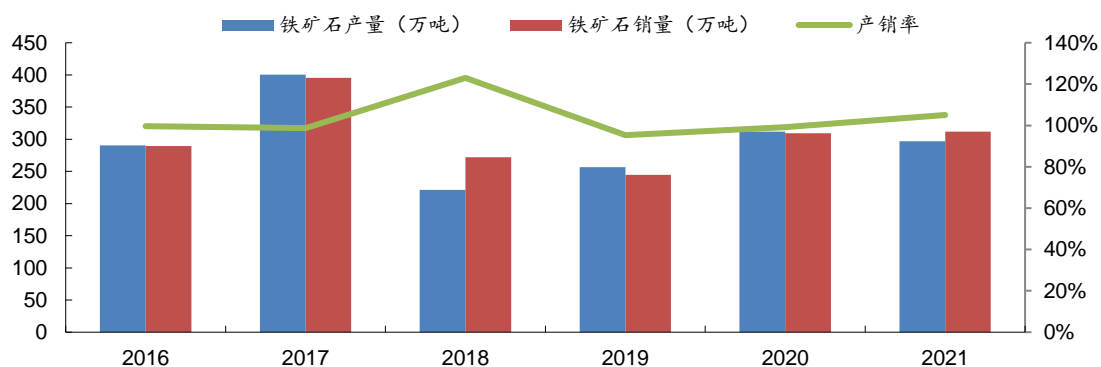
产品名称	TFe(%)	产品主要质量指标				粒度	其他元素指标
		二氧化硅 (SiO ₂)	硫 (S)	磷 (P)	三氧化二铝 (AL ₂ O ₃)		
高炉块矿	55±2	17.5±2	≤0.9	≤0.08	≤1.5	8~40mm, ≤8mm和≥40mm的粒级均≤10%	CaO≤1.0% MgO≤1.0% K ₂ O≤0.2% Na ₂ O≤0.04% TiO ₂ ≤0.12% (其中铁精矿FeO=5-8% K ₂ O≤0.2% Na ₂ O≤0.04% TiO ₂ ≤0.08%) Cu、Pb、As 微量
铁精矿	63±2	≤8	≤0.25	≤0.08	≤1.2	-200目≥80%	

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

公司铁矿产销平衡，拥有稳定的上下游客户关系。2021 年公司铁矿石产能得到大幅提升：原矿产量实现 601.85 万吨。其中地矿产量达 456.45 吨，同比增长 8.37%；成品矿产量 296.71 万吨，同比下降 4.86%。

受益于多年的经营累积以及市场上对于公司“海南矿”的认可度，公司在行业积累了良好的口碑，其品牌知名度和影响力也在逐渐提高，并已形成了稳定良好的上下游客户基础。在铁矿石领域，公司的品牌客户资源包括宝武集团、南京钢铁、首都钢铁、安阳钢铁、衢州元立等知名钢铁企业。

图 21：海南矿业铁矿石产销量（左轴：万吨）和产销率（右轴：%）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 2: 公司铁矿石募投项目

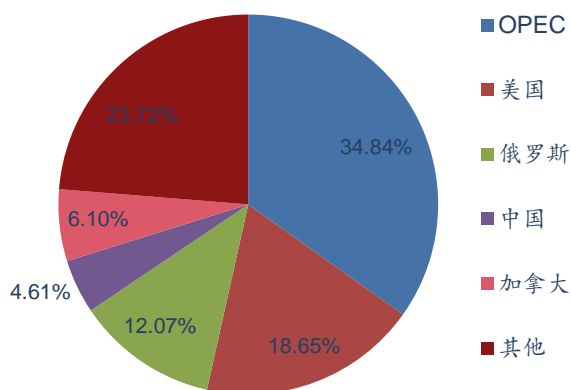
项目名称	项目详情	项目建设周期	项目进展
地采-120 开拓工程	公司目前生产中段为-120m 运输水平，按设计规模 480 万吨/年，预计 2026 年将结束回采，还可服务 6~7 年。为确保公司在矿区深部产能合理衔接、平稳过渡。根据公司现有业务的发展情况及未来发展战略规划，对-120m~-360m 中段水平进行开拓。开拓区域包括北一矿区、保秀矿区两个部分，其中，北一矿区的产量在 200 万吨/年~360 万吨/年，保秀矿区的产量在 40 万吨/年~120 万吨/年。项目全部达产后，地下开采原矿的生产能力可达 320 万吨/年。	3 年	2020 年下半年开工，年内累计完成 735 米，完成计划进度的约 20%
磁化焙烧项目	项目是对公司石碌铁矿现有 200 万吨选矿厂进行技术改造，新建部分主要包括：预选脱硫系统、悬浮磁化焙烧系统、天然气裂解系统、尾气除尘脱硫系统、焙烧矿磨矿分选系统。磁化焙烧项目实施并达产后，公司铁精矿品位将从原来的 62.5%提高到 65.0%以上，铁金属回收率由 60.0%提高至 85.0%，产品质量及资源综合利用水平显著提升。年产铁品位 65%的铁精矿 115.25 万吨。	2 年	该项目于 2021 年 11 月 27 日正式开工建设。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2.3 全球油气资源倾斜，我国是油气消费大国

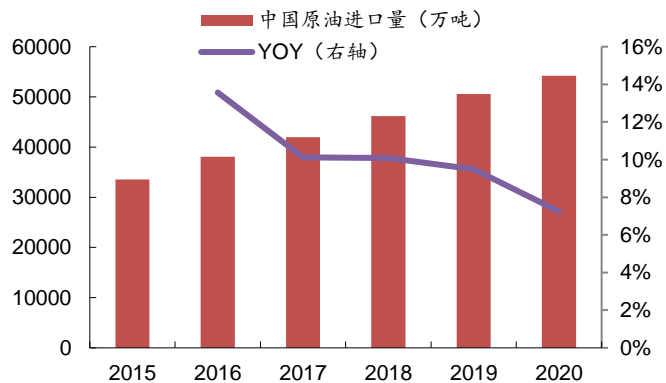
全球油气供应集中在少数几个产油大国美国、沙特、俄罗斯等。近年来以沙特、伊拉克、伊朗等 13 个核心产油国组成的“石油输出国组织”（OPEC）与俄罗斯建立“OPEC+”联盟，通过协议减产的方式调节原油供应，从而从供给端支撑油价。2021 年全球石油产量为 44.23 亿吨，其中 OPEC 地区产量占比为 34.84%，美国产量占比为 18.65%，中国产量占比仅为 4.61%。而中国原油消费量排名世界第二，仅次于美国，因此我国石油天然气长期处于净进口状态。2020 年我国的原油进口量约为 54239 万吨，同比增长 7.25%。

图 22: 2021 全球石油产量分布 (%)



资料来源：国际石油网，西部证券研发中心

图 23: 中国原油进口量 (万吨)



资料来源：wind，西部证券研发中心

2.4 油气产业规模扩大，市场前景广阔

2019年6月12日，公司完成对洛克石油51%的股权收购，此后公司通过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，主要资产位于中国渤海、中国北部湾、马来西亚和澳大利亚。

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。

表3：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：公司年报，西部证券研发中心

表4：公司油气板块募投项目详情

项目名称	项目详情	项目建设周期	项目进展
涸洲 12-8E 项目	涸洲 12-8 油田东区的开发采用海上平台租赁的模式，由洛克石油与海油发展签订了一体化服务合同，并由海油发展委托武船机承建油田平台的建造。	预期 2022 年第一季度产油。	2021 年 8 月 16 日正式启航

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

海南矿业 2021 年实现石油产量 437.04 万桶（其中八角场气田产量为 151.25 万桶），较 2020 年同比上涨 44.65%；销售量为 331.54 万桶，较 2020 年同比上涨 29.65%。此外，海南矿业于 2021 年 5 月 17 日通过控股子公司洛克石油收购了 EOGI 全资子公司 EOG 中国 100% 股权，获得了其所持有的四川盆地陆上川中区块八角场气田 100% 作业者权益，八角场气田位于四川绵阳市盐亭县三元镇，总面积 528 平方公里，目前有 34 口生产井；2020 年总产量为 3.78 亿立方米，约 230 万桶油当量。该气田净储量约 1301 万桶油当量。此次交易增强了洛克石油的盈利能力和可持续发展能力。目前洛克石油资产储量结构为原油 52%、天然气 48%，实现了资产结构上的油气平衡。

图 24：洛克石油年产量

Production Summary (working interest)										
(MMBOE)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Production - by product (MMBOE)										
Oil & Liquids	2.4	2.7	3.5	3.1	2.5	2.3	2.3	2.3	2.4	
Gas	0	0	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.6	
Total	2.4	2.7	3.7	3.3	2.7	2.6	2.7	3.0	3.0	
Production - by region (MMBOE)										
Australia	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	
China	1.6	2.1	2.2	1.8	1.5	1.4	1.2	1.0	1.0	
South East Asia	-	-	1	1.1	1.0	1.2	1.3	1.8	0.8	
UK	0.3	0.2	0.2	0.1	-	-	-	-	-	
Africa	0	0	0	0	-	-	-	-	-	
Total	2.4	2.7	3.7	3.3	2.7	2.6	2.7	3.0	3.0	
Production rates - by region (BOEPD)										
Australia	1,306	1,061	801	643	499	180	384	508	509	
China	4,352	5,637	5,919	5,028	4,177	3,736	3,370	2,662	2,972	
South East Asia	-	-	2,807	3,132	2,648	3,303	3,534	5,030	4,774	
UK	693	565	508	246	-	-	-	-	-	
Africa	93	-	-	-	-	-	-	-	-	
Total	6,444	7,263	10,035	9,051	7,324	7,219	7,288	8,200	8,255	

资料来源：洛克石油官网，西部证券研发中心

图 25：洛克石油资源分布



资料来源：洛克石油官网，西部证券研发中心

表 2：公司收购兼并情况

投资标的名称	投资金额	收购详情	收购日期	主营业务发展情况
EOG Resources China Limited	基准购买价格为 1.4 亿美元	海南矿业股份有限公司之境外控股子公司洛克石油拟通过其全资子公司洛克开曼与美国上市公司 EOG Resources, Inc. 之全资子公司 EOGI China International Ltd. 签署《股权转让协议》，收购 EOGI 持有的 EOG 中国 100% 股权	2021.05.17	EOG 中国持有四川盆地陆上川中区块八角场气田 100% 作业者权益，合作方为中国石油天然气集团。八角场气田位于四川绵阳市盐亭县三元镇，总面积 528 平方公里，目前有 34 口生产井；2020 年总产量为 3.78 亿立方米，约 230 万桶油当量。该气田净储量约 1301 万桶油当量。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

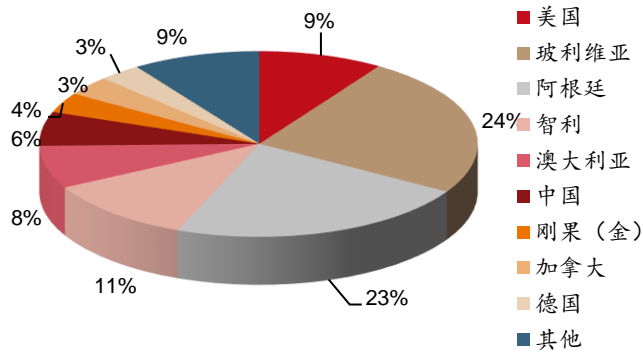
三、开拓新能源领域，布局氢氧化锂行业

3.1 氢氧化锂需求扩容趋势明确，公司有望享受行业红利

3.1.1 短期国内外扩容有限，长期供应多元化

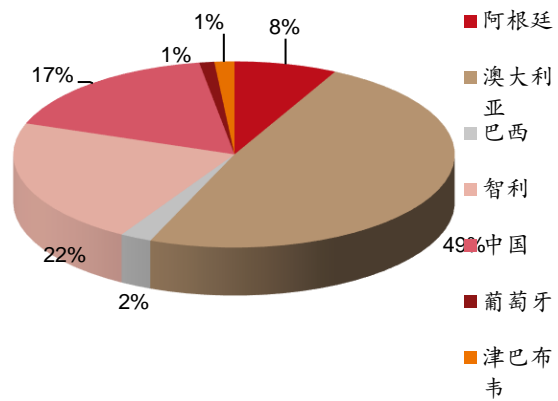
从全球锂资源分布现状来看，2020 年全球锂资源量约为 8600 万吨，其中以玻利维亚，阿根廷，智利为代表的南美地区，锂资源量约占全球的 58%，而我国的锂资源量仅占全球的 6%。此外，从全球锂资源的产出情况来看，澳大利亚和智利锂资源产出约占全球的 71%，我国占比约为 17%。

图 26: 全球锂资源储量分布情况 (%)



资料来源: USGS, 西部证券研发中心

图 27: 全球锂资源产出情况 (%)



资料来源: USGS, 西部证券研发中心

以 2015-2017 年上游资源扩产周期看, 新建露天矿山建设周期至少需要 12-18 个月, 新建盐湖项目建设周期至少需要 18 个月, 预计新建项目整体建设周期均需要 18 个月以上, 同时考虑产能爬坡效应, 预计当前规划新建项目投产集中在 2023 年之后。

表 4: 新建项目整体建设周期均需要 18 个月以上建设

项目名称	公告日期	投产日期	时间间隔
Alita Mt. Bald	2016 年 9 月	2018 年 7 月	22 个月
Pilgangoora Altura	2017 年 2 月	2018 年 7 月	17 个月
藏格锂业	2017 年 9 月	2019 年 1 月	16 个月
平均			18 个月

资料来源: 公司公告、西部证券研发中心

2021-2023 年锂供给 (折合碳酸锂当量) 总量分别为 51.20/69.28/91.31 万吨, YOY+16%/35%/32%。

表 5: 2018-2023 年全球锂供应情况 (单位: 万吨 LCE)

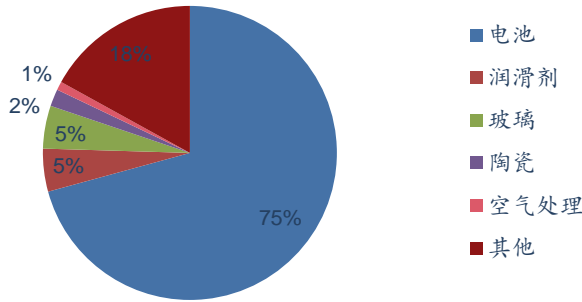
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
国外矿山	19.00	20.89	18.59	20.04	26.31	30.44
中国矿山	1.00	1.00	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	10.70	11.60	13.70	15.70	21.08	32.55
国内盐湖	2.00	3.00	5.00	6.00	6.00	6.00
锂云母	1.50	3.00	6.00	7.18	10.04	12.18
总计	34.20	39.49	44.29	51.20	69.28	91.31
YOY	18%	15%	12%	16%	35%	32%

资料来源: 安泰科、产业信息网、真锂研究、西部证券研发中心

3.1.2 新能源行业将持续发力, 带动锂产品需求持续增长

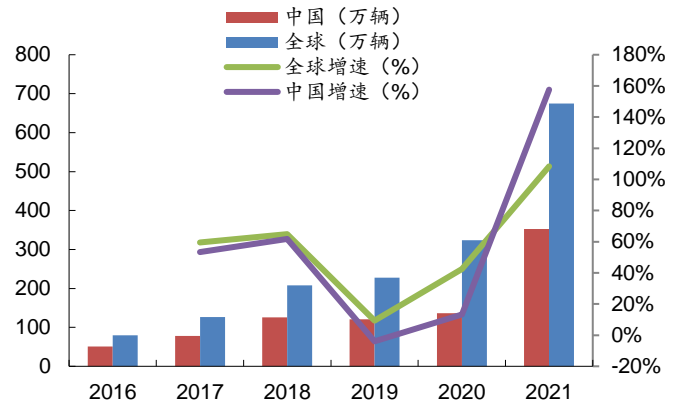
锂金属由于质量轻、燃烧温度高, 被广泛应用于新能源汽车动力电池的制造。2020 年全球锂需求结构中, 电池约占 75%, 是最大的需求端。此外, 2020 年全球新能源汽车产量为 312.5 万辆, 同比增长 41.4%, 其中中国新能源汽车产量约为 145.6 万辆, 占比约为 46.6%, 同比上升 22.35%。根据乘联会的数据显示, 2021 我国新能源汽车的渗透率为 14.8%, 较 2020 年 5.8% 的渗透率提升明显。2022 年新能源汽车有望突破 600 万辆, 渗透率达 22% 左右。

图 28: 2020 全球锂需求结构 (%)



资料来源: 前瞻产业院, 西部证券研发中心

图 29: 全球新能源汽车产量 (万辆) 及增速 (%)



资料来源: 中国汽车工业协会, Ev-volumes, 西部证券研发中心

依托于新能源汽车以及储能系统行业发展迅速, 我们预测 2021-2023 年全球锂需求总量为 53.93、72.43、91.88 万吨 LCE, 分别同比增长 48%、34%、27%。动力电池需求上升带动锂市场持续扩容, 结合全球动力电池发展趋势, 高镍正极材料将成为动力电池主流方向, 锂盐需求将出现分化, 氢氧化锂需求扩容趋势明确。

表 6: 2018-2023 年全球锂需求情况 (单位: 万吨 LCE)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
全球新能源车锂需求	8.55	9.91	11.61	21.75	33.47	45.61
储能锂需求	0.95	1.48	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子锂需求	5.47	5.64	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	10.90	11.30	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.42	3.96	3.48	8.68	13.35	18.51
总计	29.28	32.29	36.53	53.93	72.43	91.88
YOY	13%	10%	13%	48%	34%	27%

资料来源: CBEA、安泰科、GGII、乘联会、西部证券研发中心

3.1.3 全球锂供需紧平衡格局延续, 锂价将维持高位

以欧美为代表的海外新能源汽车市场需求远超预期, 国内新能源车市场出现“淡季不淡”的情况, 新能源汽车行业景气度带动锂的需求。由于受疫情影响南美盐湖新增产能投产不及预期, 澳矿短期内停产项目难以复产, 预计 2021-2023 年有 2.73、3.15、0.57 万吨 LCE 的供给缺口。短期来看市场低估了需求, 高估了供给。我们判断锂行业 2021-2023 年将处于供需紧平衡状态。

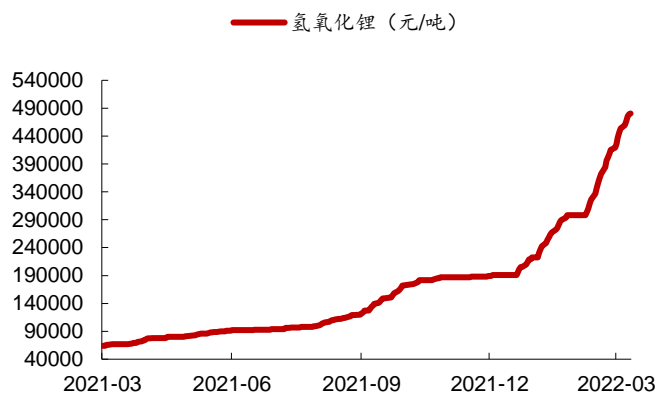
表 7: 2021-2023 年全球锂供需情况 (单位: 万吨 LCE)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
供给端						
国外矿山	19.00	20.89	18.59	20.04	26.31	30.44
中国矿山	1.00	1.00	1.00	2.28	5.85	10.14
南美盐湖	10.70	11.60	13.70	15.70	21.08	32.55
国内盐湖	2.00	3.00	5.00	6.00	6.00	6.00
锂云母	1.50	3.00	6.00	7.18	10.04	12.18

总计	34.20	39.49	44.29	51.20	69.28	91.31
需求端						
新能源汽车	8.55	9.91	11.61	21.75	33.47	45.61
储能电池	0.95	1.48	1.85	3.02	4.18	5.35
消费电子	5.47	5.64	5.84	6.05	6.27	6.49
传统应用	10.90	11.30	13.75	14.44	15.16	15.92
其他	3.42	3.96	3.48	8.68	13.35	18.51
总计	29.28	32.29	36.53	53.93	72.43	91.88
供需情况						
供需缺口/过剩 (-/+)	4.92	7.20	7.76	-2.73	-3.15	-0.57

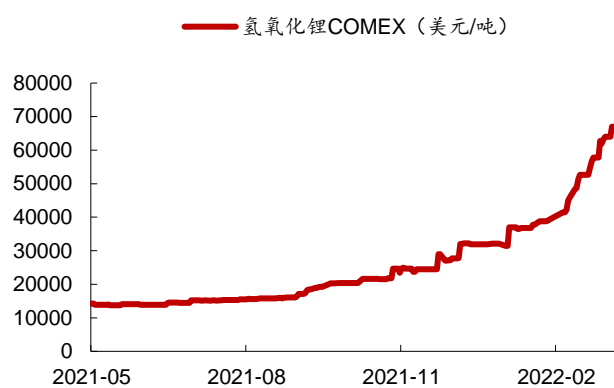
资料来源：CBEA、安泰科、GGII、乘联会、SMM、西部证券研发中心

图 30：氢氧化锂 56.5%: 国产价格（元/吨）



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 31：氢氧化锂 COMEX（美元/吨）



资料来源：CME Group，西部证券研发中心

3.2 “十四五” 夯实现有双主业，加大有色金属布局

公司在“十四五”期间的发展目标主要分为三个阶段：

1. 转型（2021-2023 年）

夯实现有双主业，关注有色金属并购标的，扩大贸易规模，捕捉海南投资机会。加强铁矿石和油气业务运营提质增效，强化核心技术，为技术输出与并购整合筑基。

2. 突破（2024-2025 年）

加大有色金属布局，提升油气板块整合价值，持续关注黑色资源，结合周期实施并购。实现资源与贸易协同。提升组织支撑能力，强化板块化管理、专业化运作，实现矿产核心技术业内领先。

3. 领先（2026-2030 年）

产业运营与投资双轮驱动，全面提升经营水平达国际一流水平。并购及整合世界级资源项目，捕捉海南自贸港高成长机会，着重于价值投资和产业链整合，实现产业间价值互补。

氢氧化锂加工属于高新技术行业，项目落户海南，可以利用海南自贸港政策中相应的税收优惠。同时，海南省离项目原材料锂辉石的主产地澳大利亚的距离更近，相比内地主要的氢氧化锂产地江西和四川有明显的海运物流优势；东方工业园区西部为北部湾海域，西北侧有八所港，是海南最大的深水良港之一，属国家一类开放口岸，开辟有多条国内外航线，运输便捷、运输成本优势明显。

表 5：海南矿业氢氧化锂募投项目

项目名称	项目详情	项目建设周期	进展
电池级氢氧化锂项目（一期）的公告	拟以总投资额不超过 10.65 亿元人民币在海南省东方市投资建设 2 万吨电池级氢氧化锂项目（一期）。	1.5 年	土地征收阶段

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

四、盈利预测及投资建议

4.1 关键假设及盈利预测

1、2021 年铁矿石采选及加工业务产量为 296.71 万吨，预计公司 2022-2024 年铁矿石产量为 300/306.00/312.12 万吨，产销率为 100%/100%/100%，2021 年铁矿石均价为 766 元/吨，预计 2022-2024 年铁矿石价格为 700/650/600 元/吨，我们测算铁矿石采选及加工业务 2022-2024 年的营收为 21.00/19.89/18.73 亿元。

2、2021 年公司油气开采业务产量为 437.04 万桶，随着对 EOG 中国的收购，预计公司 2022-2024 年油气产量为 542/550/560 万桶，产销率为 80%/80%/80%，2021 年油气开采的价格为 343 元/桶，预计 2022-2024 年油价为 350/330/300 元/桶，我们测算公司油气开采业务 2022-2024 年的营收为 15.18/14.52/13.44 亿元。

3、2021 年公司大宗商品贸易及开发营收为 4.38 亿元，我们预计 2022-2024 年公司的大宗商品贸易及开发营收为 4.60/4.90/5.30 亿元。

4、公司的氢氧化锂项目预期于 2023 年下半年投产，预计公司 2023-2024 年氢氧化锂产量为 0.5/1 万吨，产销率为 100%/100%，预计 2023-2024 年氢氧化锂的价格为 35/30 万元/吨，我们测算公司氢氧化锂业务 2023-2024 年的营收为 17.50/30 亿元。

5、综合毛利率：预计公司综合毛利率水平 2022-2024 年为 51.51%/42.42%/37.60%。

盈利预测：预计 2022-2024 年公司分别实现营业收入 42.58/58.91/69.87 亿元，3 年复合增速 19.26%。实现归母净利润 11.21/11.45/10.87 亿元，3 年复合增速 7.51%。

表 6：海南矿业关键假设及盈利预测

产品名称	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
铁矿石采选及加工	产量 (万吨)	256.75	311.87	296.71	300.00	306.00	312.12
	销量 (万吨)	244.67	309.31	311.83	300.00	306.00	312.12
	产销率 (%)	95.30%	99.18%	105.10%	100%	100%	100%
	价格 (百元/吨)	4.99	4.50	7.66	7.00	6.50	6.00
	营业收入 (亿元)	12.20	13.92	23.88	21.00	19.89	18.73
	yoy (%)		14.10%	71.55%	-12.06%	-5.29%	-5.85%
	毛利 (亿元)	3.75	5.15	13.87	13.65	10.94	9.36
	毛利率 (%)	30.74%	36.98%	58.09%	65.00%	55.00%	50.00%

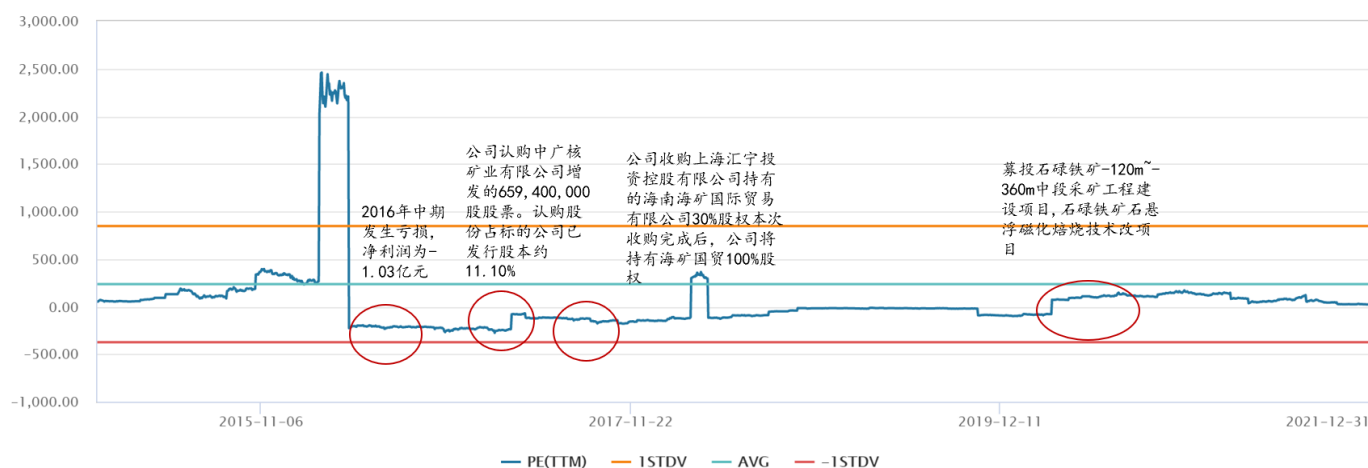
油气开采	产量 (万桶)	299.29	302.13	437.04	542.00	550.00	560.00	
	销量 (万桶)	260.61	255.72	331.54	433.60	440.00	448.00	
	产销率 (%)	87.08%	84.64%	75.86%	80.00%	80.00%	80.00%	
	价格 (百元/桶)	3.75	2.53	3.43	3.50	3.30	3.00	
	营业收入 (亿元)	9.77	6.46	11.36	15.18	14.52	13.44	
	yoy (%)		-33.88%	75.85%	33.59%	-4.32%	-7.44%	
	毛利 (亿元)	3.07	-0.25	4.90	6.83	6.24	5.38	
大宗商品贸易及开发	毛利率 (%)	31.48%	-3.81%	43.17%	45.00%	43.00%	40.00%	
	营业收入 (亿元)	14.42	6.04	4.38	4.60	4.90	5.30	
	yoy		-58.11%	-27.48%	5.02%	6.52%	8.16%	
	毛利率 (%)	3.54%	6.06%	11.10%	12.00%	12.00%	12.00%	
	毛利 (亿元)	0.51	0.37	0.49	0.55	0.59	0.64	
	氢氧化锂	产量 (万吨)					0.50	1.00
		销量 (万吨)					0.50	1.00
产销率 (%)						100%	100%	
价格 (万元/吨)						35.00	30.00	
营业收入 (亿元)						17.50	30.00	
毛利率						35%	32%	
毛利 (亿元)						6.13	9.60	
其他	营业收入 (亿元)	0.79	1.22	1.57	1.80	2.10	2.40	
	毛利率 (%)	63.29%	45.03%	46.25%	50%	52%	54%	
	毛利 (亿元)	0.50	0.55	0.73	0.90	1.09	1.30	
合计	营收 (亿元)	37.18	27.64	41.19	42.58	58.91	69.87	
	成本 (亿元)	29.35	21.82	21.20	20.64	33.92	43.60	
	毛利 (亿元)	7.83	5.82	19.99	21.93	24.99	26.27	
	毛利率 (%)	21.06%	21.04%	48.53%	51.51%	42.42%	37.60%	

资料来源: wind, 公司公告, 西部证券研发中心

4.2 相对估值

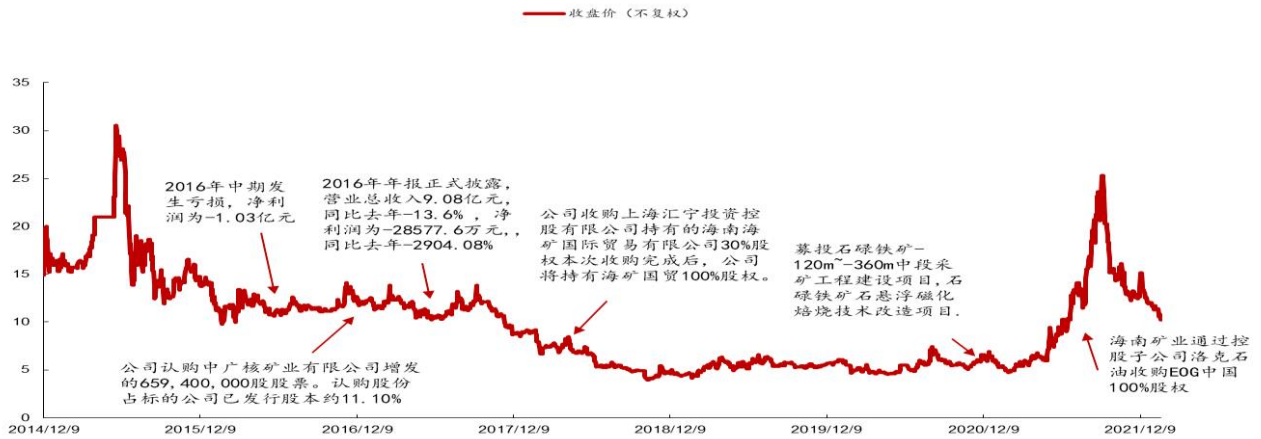
当前 (2022年3月30日) PETTM 估值为 20.95 倍。当前估值水平处在相对合理估值区间。

图 32: 海南矿业上市以来 PE (TTM) 估值变动及原因



资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 33: 海南矿业上市以来股价 (元/股) 变动及原因



资料来源: wind, 西部证券研发中心

由于公司同时涉猎黑色金属和有色金属行业，同时考虑到公司作为一家矿业公司，我们选取河钢资源、格林美、盛新锂能和华友钴业作为可比公司。根据 wind 一致预测结果，2021-2022 年行业平均 PE 为 32.52/20.86 倍。我们保守给予公司 2022 年 19 倍 PE 估值，对应 2022 年目标价为 10.45 元。

表 7: 可比公司财务指标

代码	简称	最新价 (元)	总市值 (亿)	归母净利润 (亿)			归母净利润增速 (%)			P/E(倍)			P/B(倍)		
				21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E	21A	22E	23E
000923	河钢资源	14.49	94.58	15.80	12.68	15.71	111.8%	-19.7%	23.9%	5.99	7.46	6.02	1.27	0.92	0.80
002340	格林美	8.62	412.34	11.51	18.07	24.68	53.5%	57.0%	36.5%	35.82	22.81	16.71	3.10	2.58	2.28
002240	盛新锂能	54.33	470.14	8.67	15.93	35.79	-1489.8%	83.7%	124.6%	54.23	29.51	13.14	14.61	6.23	4.28
603799	华友钴业	99.85	1,219.56	35.84	51.56	66.17	3214.7%	43.8%	28.3%	34.03	23.65	18.43	12.29	5.65	4.38
	均值			17.96	24.56	35.58	472.5%	41.2%	53.3%	32.52	20.86	13.58	7.82	3.85	2.93
601969	海南矿业	9.06	183.17	8.74	11.21	11.44	513.6%	28.2%	2.1%	20.90	16.30	16.00	3.30	2.70	2.30

资料来源: wind, 西部证券研发中心, 以上数据更新于 2022 年 3 月 30 日

4.3 绝对估值

FCFF 估值的基本假设:

- 1、长期增长率: 假设永续增长率为 2.00%，永续增长前过渡期为 3 年，增长率为 4.00%。
- 2、加权平均资本 WACC 为 10.54%。
- 3、根据 FCFF 估值法得到公司目标价为 10.12 元。

表 8: FCFF 估值法核心指标

永续增长率 g	2.00%	加权平均资本成本 WACC	10.54%
企业价值 (百万)	20559.76	债务资本成本 Kd	4.55%
加: 非核心资产 (百万)	3236.99	债务资本比重 Wd	24.77%
减: 付息债务 (百万)	2211.66	贝塔值 (β)	1.30
减: 少数股东权益 (百万)	1117.46	无风险利率 Rf (%)	2.80%

股权价值 (百万)	20467.64	市场的预期收益率 Rm (%)	10.50%
总股本 (百万)	2021.70	股权资本成本 Ke	12.81%
每股价值 (元)	10.12	有效税率 Tx (%)	20.00%

资料来源: wind, 西部证券研发中心

表 9: FCFE 估值敏感性分析 (元/股)

永续增长率 g	1.24%	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%	3.22%
WACC											
6.54%	15.29	15.60	15.95	16.36	16.84	17.41	18.09	18.91	19.92	21.20	22.83
7.20%	13.82	14.06	14.33	14.65	15.02	15.45	15.97	16.58	17.33	18.24	19.39
7.92%	12.53	12.72	12.93	13.18	13.47	13.80	14.19	14.66	15.21	15.88	16.71
8.71%	11.39	11.54	11.71	11.91	12.13	12.39	12.69	13.04	13.46	13.96	14.57
9.58%	10.39	10.51	10.65	10.80	10.97	11.18	11.41	11.68	12.00	12.38	12.83
10.54%	9.51	9.60	9.71	9.83	9.97	10.12	10.31	10.52	10.76	11.05	11.39
11.59%	8.72	8.79	8.88	8.97	9.08	9.21	9.35	9.51	9.70	9.92	10.18
12.75%	8.01	8.07	8.14	8.22	8.30	8.40	8.51	8.64	8.79	8.96	9.16
14.03%	7.38	7.43	7.49	7.55	7.61	7.69	7.78	7.88	8.00	8.13	8.28
15.43%	6.82	6.86	6.90	6.95	7.00	7.06	7.13	7.21	7.30	7.41	7.53
16.97%	6.31	6.34	6.37	6.41	6.46	6.51	6.56	6.62	6.70	6.78	6.87

资料来源: wind, 西部证券研发中心

4.4 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 11.21/11.45/10.87 亿元, 对应 EPS 0.55/0.57/0.54 元/股。给予公司 2022 年 PE 19 倍, 对应目标价 10.45 元。公司通过提升铁矿品位, 收购油田实现产量翻倍, 不断拓展其在传统能源方面的规模; 此外, 公司紧跟新能源步伐, 投资氢氧化锂, 开启有色新篇章。首次覆盖, 给予“增持”评级。

五、风险提示

1. **铁矿石及原油价格波动的风险**，公司主要产品为铁矿石产品和原油，其价格受宏观经济状况、供需关系、海运价格、汇率等多方面因素影响，近年来波动较大。铁矿石和原油价格的大幅波动将会使公司面临营业收入和盈利能力大幅波动的风险。
2. **行业竞争风险**，公司面临着国内外其他同类产品生产商的竞争。其中，淡水河谷、力拓和必和必拓等全球三大矿业公司在世界铁矿石贸易中拥有较高份额，对我国铁矿石行业存在重要影响力；而国内竞争对手主要为钢铁企业集团下属的铁矿石企业和独立的铁矿石企业。在日益加剧的竞争环境中，公司经营业绩和财务状况可能受到不利影响。
3. **资源依赖性风险**，铁矿石采选行业对资源的依赖性较强，拥有的铁矿石资源储量及其品位的高低，直接影响到铁矿石生产企业的生存和发展，并成为决定铁矿石生产企业综合竞争力的重要因素之一。从长远来看，如果公司不能通过购买或其他方式获得新的矿石资源，将可能影响公司的持续发展。
4. **受新冠疫情影响的风险**，新冠疫情在全球的传播，对于航运、国际贸易等产业均带来了负面影响。新冠疫情可能通过影响境外铁矿石贸易规模和国际油价的途径，形成影响整个行业的宏观风险，如新冠疫情在全球范围内难以得到有效控制，将可能对公司相关业务未来的业绩造成负面影响。
5. **碳酸锂投产不及预期，碳酸锂价格下跌风险**，由于全球企业对锂矿资源争夺激烈，因此不排除公司在获取锂资源方面遇到阻碍的风险，进而导致碳酸锂投产不及预期。同时，我们测算全球碳酸锂供需缺口会在2023年逐步收敛，碳酸锂价格有回落的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

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	1,961	3,269	2,347	3,144	3,755	营业收入	2,764	4,119	4,258	5,891	6,987
应收款项	676	1,008	1,711	2,124	2,297	营业成本	2,182	2,120	2,064	3,392	4,360
存货净额	224	323	310	509	654	营业税金及附加	77	130	149	206	245
其他流动资产	556	875	520	520	950	销售费用	7	14	13	18	21
流动资产合计	3,416	5,474	4,888	6,297	7,656	管理费用	263	774	490	677	803
固定资产及在建工程	3,742	4,079	4,833	4,947	4,988	财务费用	15	67	80	70	67
长期股权投资	29	47	40	40	40	其他费用/(-收入)	86	(218)	(83)	(48)	(4)
无形资产	607	581	581	581	581	营业利润	133	1,232	1,545	1,575	1,496
其他非流动资产	724	718	499	501	503	营业外净收支	1	(4)	(5)	(4)	(4)
非流动资产合计	5,102	5,424	5,953	6,069	6,111	利润总额	134	1,229	1,540	1,572	1,492
资产总计	8,518	10,899	10,840	12,366	13,768	所得税费用	21	267	308	314	298
短期借款	1,191	1,362	1,000	1,000	1,000	净利润	114	962	1,232	1,257	1,194
应付款项	1,166	1,389	742	994	1,173	少数股东损益	(29)	87	110	113	107
其他流动负债	139	110	42	55	74	归属于母公司净利润	143	874	1,121	1,145	1,087
流动负债合计	2,496	2,860	1,783	2,050	2,247						
长期借款及应付债券	691	1,072	1,012	958	986	财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他长期负债	271	364	211	266	249	盈利能力					
长期负债合计	962	1,435	1,222	1,224	1,235	ROE	3.6%	18.2%	18.2%	15.7%	12.9%
负债合计	3,457	4,295	3,005	3,274	3,481	毛利率	21.0%	48.5%	51.5%	42.4%	37.6%
股本	1,955	2,022	2,022	2,022	2,022	营业利润率	4.8%	29.9%	36.3%	26.7%	21.4%
股东权益	5,061	6,603	7,835	9,092	10,286	销售净利率	4.1%	23.3%	28.9%	21.3%	17.1%
负债和股东权益总计	8,518	10,899	10,840	12,366	13,768	成长能力					
						营业收入增长率	-25.7%	49.0%	3.4%	38.4%	18.6%
						营业利润增长率	-45.2%	823.6%	25.4%	2.0%	-5.0%
						归母净利润增长率	8.2%	513.6%	28.2%	2.1%	-5.1%
						偿债能力					
						资产负债率	40.6%	39.4%	27.7%	26.5%	25.3%
						流动比	1.37	2.74	2.74	3.07	3.41
						速动比	1.28	1.80	2.57	2.82	3.12
						每股指标与估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
						每股指标					
						EPS	0.07	0.43	0.55	0.57	0.54
						BVPS	1.97	2.77	3.32	3.89	4.43
						估值					
						P/E	128.5	20.9	16.3	16.0	16.9
						P/B	4.4	3.3	2.7	2.3	2.0
						P/S	6.6	4.4	4.3	3.1	2.6

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

- 买入： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20% 以上
增持： 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 到 20% 之间
中性： 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差 -5% 到 5%
卖出： 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区月坛南街 59 号新华大厦 303
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。