

# 海南矿业 (601969)

证券研究报告  
2021年04月27日

## 手握资源背靠海南 乘琼岛建设东风启航

### 公司以石碌铁矿洛克石油为核心 围绕自贸港建设打造产业资本双平台

公司于2019年6月12日与复星集团完成股权交割,公司全资子公司 Xinhai Investment Limited 以现金 2.295 亿美元方式购买复星国际全资子公司 Transcendent Resources 持有的洛克石油 51%股权,公司持续围绕铁矿石和油气资源两个方向进行资源的开发和利用,以石碌铁矿和洛克石油为核心,打造具备行业竞争力的产业运营平台,并采用多样化的融资渠道,除与金融机构长期信贷合作外,通过资本市场直接融资以及股权融资、设立产业基金、发行债券等融资手段,多措并举持续强化资本运营能力,打造资本运作平台,持续强化提升产业运营能力和投融资能力。

### 产品多元化地域均衡化趋势确立 多重资源布局提升公司抗周期风险能力

从产品维度分析,2020年公司铁矿石采选及加工业务营收占比由2019年32.82%增加至56.02%,铁矿石贸易行业营收占比由2019年的38.77%下降至2020年的16.20%,油气开采业务营收占比23.37%,与2019年的26.27%基本持平,公司营收由依靠单一铁矿石产品业务结构,转向多元化“双主业”态势发展。从地区维度分析,2020年公司在大陆地区营收占比76.63%,港澳台及海外地区营收占比23.37%。公司分地区收入同样呈现均衡化多元化趋势发展,多元化均衡化的产业和市场布局将大大提升公司的抗周期风险能力。

### 行业定位清晰竞争优势明确 海南区位优势助力公司持续成长未来可期

铁矿石产业寡头垄断局势已形成,国内需求量消费量巨大且主要依赖进口供应,国产矿难以形成聚集效应。公司现有石碌矿区是我国最为知名的大型优质富铁矿床之一,公司铁矿石产品具备独特高硅、低铝、低磷、呈酸性等特质,能够提供部分硅源可代替硅石使用,有助降低炼铁成本。2020年我国原油进口量54239万吨,增长7.3%,19年我国石油对外依存度达70.8%;天然气进口量1413.5亿立方米,同比增长5.28%,对外依存度达42%。市场需求量大、需求场景广阔。洛克石油公司作为业内经验丰富的油气勘探开发作业者,具备涵盖从石油勘探、评价到开发、生产的上游全周期作业能力。2020年6月1日,中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》指出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,公司依托海南独特的区位和政策优势,可充分搭乘现代化产业建设的东风,享受政策红利,将公司的“产业+资本”双车轮推向时代快车道。

**投资建议:** 预测公司2021-2023年实现营收分别为39.70亿元、41.27亿元、42.34亿元,归母净利润分别为3.59亿元、4.08亿元和4.20亿元,对应PE 35、30和30倍,首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示:** 铁矿石及原油价格波动的风险,资源依赖性风险,安全生产或自然灾害有关的风险,疫情超预期改变等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,718.28	2,763.66	3,970.28	4,126.71	4,234.42
增长率(%)	168.16	(25.67)	43.66	3.94	2.61
EBITDA(百万元)	842.06	1,039.28	1,097.08	1,068.05	1,148.18
净利润(百万元)	127.71	142.52	358.98	408.43	420.48
增长率(%)	(116.67)	11.60	151.88	13.78	2.95
EPS(元/股)	0.07	0.07	0.18	0.21	0.22
市盈率(P/E)	97.19	87.09	34.58	30.39	29.52
市净率(P/B)	3.19	3.11	2.79	2.55	2.35
市销率(P/S)	3.34	4.49	3.13	3.01	2.93
EV/EBITDA	11.57	9.81	10.22	9.14	8.34

资料来源:wind, 天风证券研究所

### 投资评级

行业	采掘/其他采掘
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	6.35元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,954.72
流通A股股本(百万股)	1,954.72
A股总市值(百万元)	12,412.47
流通A股市值(百万元)	12,412.47
每股净资产(元)	2.04
资产负债率(%)	40.59
一年内最高/最低(元)	7.83/4.46

### 作者

田庆争 分析师  
SAC执业证书编号: S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 中国最大富铁矿生产商 受益琼岛建立资源生态圈 .....	4
1.1. 公司简介：聚焦“铁矿石+油气”两大资源产类 .....	4
1.2. 通过参控股公司积极布局资源产业链上下游 .....	4
2. 石碌铁矿为亚洲第一富铁矿 并购洛克石油夯实产业深度 .....	5
2.1. 铁矿石业务：手握亚洲第一富铁矿 利用自贸港优势打造贸易平台 .....	6
2.1.1. 石碌铁矿储量大品味高 具备综合生产能力 .....	6
2.1.2. 以如皋矿业为依托 科学混矿定制化服务客户 .....	6
2.2. 油气业务：洛克石油油气作业经验丰富 对冲资源类单一周期性风险 .....	7
2.3. 产销基本均衡 下游客户稳定且实力较强 .....	7
3. 主要财务指标与经营状况 .....	7
3.1. 营收多元化地域均衡化趋势确立 铁矿石油气双主业提升抗风险能力 .....	7
3.2. 成本端受产品价格走势影响较大 细化阿米巴管理提升运营能力 .....	9
4. 手握资源背靠海南 资源区位双优势助力公司持续发展 .....	10
4.1. 铁矿石产业格局：寡头垄断进口依赖 国内消费量较大 .....	10
4.2. 油气产业格局：对外依存度较高 市场需求量大需求场景广阔 .....	11
4.3. 公司竞争优势：乘海南自贸港建设东风 产业资本双轮有望进入快车道 .....	11
4.3.1. 产品优势 .....	11
4.3.2. 管理优势 .....	11
4.3.3. 区位优势 .....	12
5. 盈利预测与估值 .....	13
5.1. 核心假设 .....	13
5.2. 盈利预测明细 .....	13
5.3. 行业可比相对估值 .....	14
6. 投资建议 .....	14
7. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：公司铁矿石产品示意及涵盖业务领域 .....	5
图 2：铁矿石采选及加工占主营收入比重最高（2020 年） .....	5
图 3：公司 20 年铁矿石产销达到基本均衡（单位：万吨） .....	7
图 4：公司 20 年石油产销达到基本均衡（单位：万桶当量） .....	7
图 5：20 年公司实现营收 27.64 亿元（单位：亿元） .....	8
图 6：公司营收多元化趋势确立（单位：亿元） .....	8
图 7：2020 年进口矿铁矿石价格指数持续震荡上行 .....	8
图 8：公司今年分地区收入多元化（单位：亿元） .....	8
图 9：公司近年各项业务收入多元化（%） .....	8
图 10：公司近年分业务营业成本情况（单位：亿元） .....	9

图 11: 公司近年分地区营业成本情况 (单位: %)	9
图 12: 公司铁矿石采选及加工业务毛利维持较高水平 (单位: %)	9
图 13: 公司 20 年归母净利润 1.43 亿元 (单位: 亿元)	9
图 14: 2020 年中国粗钢产量 10.53 亿吨 (单位: 万吨)	10
图 15: 我国铁矿石进口数量上升, 对外依赖程度大 (单位: 万吨)	10
图 16: 2020 年中国原油进口量累计突破 5.4 亿吨 (单位: 万吨)	11
图 17: 2020 年中国原油进口金额累计达到 1763.21 亿美元 (单位: 亿美元)	11
表 1: 公司控股股东为复星高科, 持股比例达到 51.57%	4
表 2: 公司参控股公司分布在产业链上下游	4
表 3: 公司成品铁矿石质量指标	6
表 4: 海南自贸港相关政策	12
表 5: 公司各业务收入、成本、利润拆分假设	13
表 6: 行业可比公司估值一致预测	14

## 1. 中国最大富铁矿生产商 受益琼岛建立资源生态圈

### 1.1. 公司简介：聚焦“铁矿石+油气”两大资源产业

公司全称海南矿业股份有限公司，前身海南矿业联合有限公司成立于 2007 年 8 月，并于 2010 年 8 月整体改制为股份有限公司。公司于 2014 年 12 月在上海证券交易所上市。

公司聚焦于铁矿石和油气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。公司旗下石碌铁矿是一个多金属和非金属矿伴生的矿区，以富铁矿石储量大、品位高而著称，被誉为“中国最大的富铁矿生产商”。

公司控股股东复星高科实力雄厚，为公司赋能在资金、资源、投资并购等多方位赋能。公司注册资本 19.55 亿元，注册地位于海南省昌江县石碌镇，并在位于澄迈县的海南生态软件园设有管理总部。公司实际控制人为郭广昌，控股股东为上海复星高科技（集团）有限公司，该公司与其控股子公司上海复星产业投资有限公司合计持有本公司 51.57% 股份。

表 1：公司控股股东为复星高科，持股比例达到 51.57%

股东名称	持股比例 (%)
上海复星产业投资有限公司	34.3800
海南海钢集团有限公司	33.4200
上海复星高科技(集团)有限公司	17.1900
中国证券金融股份有限公司	1.8400
常州投资集团有限公司	0.5100
上海并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)	0.2600
冯烈耀	0.2000
冯伟健	0.1600
中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	0.1100
周桂莲	0.1100
合计	88.1800

资料来源：wind，天风证券研究所（截止 2020 年年报披露日期）

### 1.2. 通过参控股公司积极布局资源产业链上下游

公司通过参控股公司积极布局资源产业链上下游。其中，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，通过全资子公司海矿国贸实施铁矿石国际贸易业务，通过如皋矿业进行混配矿业务；通过控股子公司洛克石油从事油气勘探开发业务。

表 2：公司参控股公司分布在产业链上下游

被参控股公司	参控关系	直接持股比例	主营业务
Xinhai Investment Limited	子公司	100.00	投资业
香港鑫茂投资有限公司	子公司	100.00	投资业
如皋昌化江矿业有限公司	子公司	100.00	服务业
昌江博创设备修造有限公司	子公司	100.00	服务业
海南枫树矿业有限公司	子公司	100.00	服务业
上海海崧商业保理有限公司	子公司	100.00	服务业
镇江市海昌矿业有限公司	子公司	100.00	加工业
海南海矿电子商务有限公司	子公司	100.00	服务业
海南星之海基金管理有限公司	子公司	100.00	资本市场服务
海南星之海新材料有限公司	子公司	100.00	批发业
昌江欣达实业有限公司	子公司	100.00	服务业
上海鑫庆实业发展有限公司	子公司	100.00	服务业

海南海矿国际贸易有限公司	子公司	100.00	服务业
Roc Oil Company Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
海礦國貿香港有限公司	孙公司		服务业
Roc Oil (Ventures) Pty Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil (Malaysia) Pty Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Anzon Energy Pty Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil Australia Holdings Pty Ltd	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil International Holdings Pty Ltd	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil (Bohai) Company	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil (Angola) Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Lacula Oil Company Ltd	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil(Finance)Pty Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil (Canning) Pty Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil (VIC) Pty Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil Malaysia (Holdings) Sdn Bhd	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil (Sarawak) Sdn Bhd	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
Roc Oil Holdings(Cayman Islands) Company	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
香港鑫匯實業有限公司	孙公司		投资业
Roc Oil(Hainan)Limited	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产
Roc Oil (China) Company	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
上海石碌河矿业有限公司	孙公司		服务业
Xinmei(BVI)Limited	孙公司		投资业
Roc Oil(Cabinda) Company	孙公司		石油,天然气勘探,开发,生产及销售
海南绿峰资源开发有限公司	联营企业	40.00	矿产资源开发与销售
海南石碌铁矿矿山公园开发有限公司	联营企业	49.00	水利,环境和公共设施管理

资料来源: wind, 2020 年报, 天风证券研究所

## 2. 石碌铁矿为亚洲第一富铁矿 并购洛克石油夯实产业深度

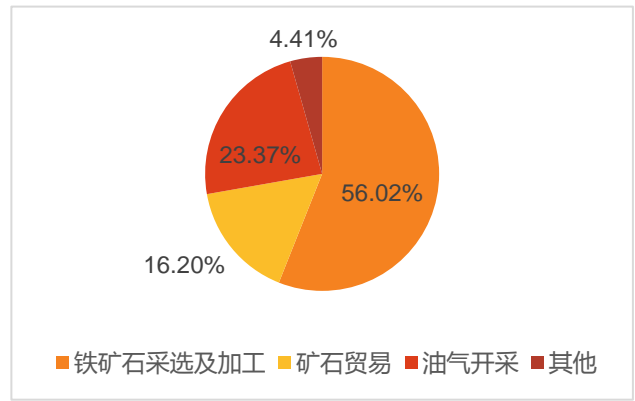
“铁矿+油气”双主业模式逐渐成型，有利于对冲单一资源产品周期性带来的业绩波动风险。公司业务领域涵盖铁矿业务、电力供应业务、机械制造业务及设备检修业务等方面，其中铁矿石的开采和加工生产是公司主营业务。公司于 2019 年 6 月 12 日与复星集团完成股权交割，公司全资子公司 Xinhai Investment Limited 以现金 2.295 亿美元方式购买复星国际之全资子公司 Transcendent Resources 持有的洛克石油 51% 股权。公司并购洛克石油将进一步夯实公司产业深度，随着公司主营业务将从单一铁矿石生产拓展到石油天然气领域，有利于对冲单一资源产品周期性带来的业绩波动风险。

图 1: 公司铁矿石产品示意及涵盖业务领域

图 2: 铁矿石采选及加工占主营收入比重最高 (2020 年)



资料来源：公司官网，天风证券研究所



资料来源：wind，天风证券研究所

公司围绕铁矿石和油气资源两个方向进行资源的开发和利用，以石碌铁矿和洛克石油为核心，打造具备行业竞争力的产业运营平台，并采用多样化的融资渠道，除与金融机构长期信贷合作外，通过资本市场直接融资以及股权融资、设立产业基金、发行债券等融资手段，多措并举持续强化资本运营能力，打造资本运作平台，持续强化提升产业运营能力和投融资能力。公司围绕海南自贸港建设机遇，发挥自身优势，利用自贸港政策支持，大力发展大宗商品贸易，将公司所控股的国贸、如皋公司打造成为一流的国内大宗商品贸易服务商。

## 2.1. 铁矿石业务：手握亚洲第一富铁矿 利用自贸港优势打造贸易平台

### 2.1.1. 石碌铁矿储量品味高 具备综合生产能力

公司具备采矿、运输、破碎、筛分、选矿、尾矿回收等铁矿石综合生产能力。公司铁矿石业务主要产品为铁矿石产品，包括块矿、粉矿和铁精粉。铁矿石产品的主要用于提供给钢铁企业冶炼成生铁和钢材。公司铁矿石产品呈高硅、低铝、低磷等特点，是合理搭配高炉炉料结构的首选酸性配料。

公司现有的石碌铁矿，矿产资源丰富，以富铁矿石储量大、品位高而著称，被誉为“亚洲第一富铁矿”。根据《海南省昌江县石碌铁钴铜矿 2020 年度矿山储量年报》显示，截至 2020 年 12 月 31 日，石碌矿区保有工业铁矿石资源储量 2.34 亿吨，平均 TFe 品位 46.58%；保有低品位铁矿石资源储量 2763.7 万吨，平均 TFe 品位 25.90%。矿区已累计探明铁矿石平均品位 49.08%，最高品位 68.54%。石碌铁矿自 1957 年恢复生产至今，已累计输出成品铁矿石 1.2 亿吨。公司矿山开采机械化程度较高，生产规模年采剥总量达 1600 万吨，原铁矿石 460 万吨，成品铁矿石 300 万吨。开采的原矿运输至富矿选矿厂或贫矿选矿厂，经不同的工艺加工最终形成块矿、粉矿、铁精粉等产品对外销售。

表 3：公司成品铁矿石质量指标

产品名称	成品铁矿石质量指标
甲块	全铁 (TFe) 55% (±2%)，二氧化硅 (SiO <sub>2</sub> ) 17.5% (±2%)，硫 (S) ≤0.4%，磷 (P) ≤0.08%
高炉块矿	全铁 (TFe) 55% (±2%)，二氧化硅 (SiO <sub>2</sub> ) 17.5% (±2%)，硫 (S) ≤0.9%，磷 (P) ≤0.08%。块矿粒度 8~40mm，≤8mm 和 ≥40mm 的粒度均 ≤10%
乙块	全铁 (TFe) 55% (±2%)，二氧化硅 (SiO <sub>2</sub> ) 17.5% (±2%)，硫 (S) ≤0.9%，磷 (P) ≤0.08%。块矿粒度 8~40mm，≤8mm 和 ≥40mm 的粒度均 ≤10%
粉矿	全铁 (TFe) ≥54% (±2%)，二氧化硅 (SiO <sub>2</sub> ) 18% (±2%)，硫 (S) ≤0.9%，磷 (P) ≤0.08%；粒度 10~0mm，≥10mm 的粒度 ≤10%
铁精矿	全铁 (TFe) ≥63% (±2%)，二氧化硅 (SiO <sub>2</sub> ) ≤8%，硫 (S) ≤0.25%，磷 (P) ≤0.08%；粒度 -200 目 ≥80%

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.1.2. 以如皋矿业为依托 科学混矿定制化服务客户

公司利用自贸港政策支持，大力发展大宗商品贸易，致力于将公司所控股的国贸、如皋公司打造成为一流的国内大宗商品贸易服务商。

海矿国贸专注于铁矿石国际贸易业务，业务范围涵盖金属矿物进出口贸易、可循环金属材料、钢材、燃料能源等商品全球采购销售，作为海外矿山与国内钢铁生产企业之间的桥梁，有针对性的开展进口铁矿石国际贸易，统一管理资源采购。

如皋矿业位于江苏中林如皋港区，公司利用港口储运优势，以长江沿岸钢铁客户需求为导向，通过科学混矿，为钢铁工序提供个性化混矿产品，满足不同客户的烧结高炉要求，为钢企提供一对一精细化技术服务和售后服务。

## 2.2. 油气业务：洛克石油油气作业经验丰富 对冲资源类单一周期性风险

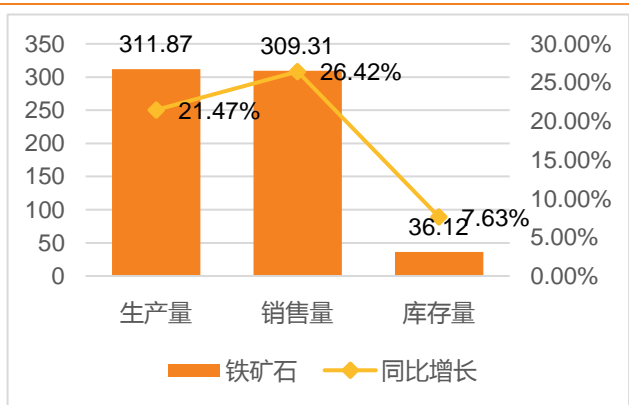
公司油气业务范围涵盖从油气勘探、评价到开发、生产的上游全周期业务，在中国、东南亚以及澳大利亚等重点区域从事小型油田开发、成熟油田再开发以及周期较短的勘探项目，为油气上游业务提供高效的运营作业服务。公司 20 年报显示，油气开采业务占主营业务比例达到 23.37%，公司通过控股子公司洛克石油公司这一领先的独立上游油气勘探开发公司，将业务范围拓展至从油气勘探、评价到开发、生产的上游全周期业务。

洛克石油公司具有近 20 年油气作业经验，主要资产位于中国渤海、中国北部湾、马来西亚、澳大利亚。除此之外，洛克石油公司具备专业能力强和技术背景突出的国际化管理团队，多年来持续保持优异的健康、安全、环保记录，在资产完整性管理方面表现突出。随着公司主营业务将从单一铁矿石生产拓展到石油天然气领域，公司业务也在逐步向多样化分布发展，这将有利于公司对冲资源类产品周期性带来的风险。

## 2.3. 产销基本均衡 下游客户稳定且实力较强

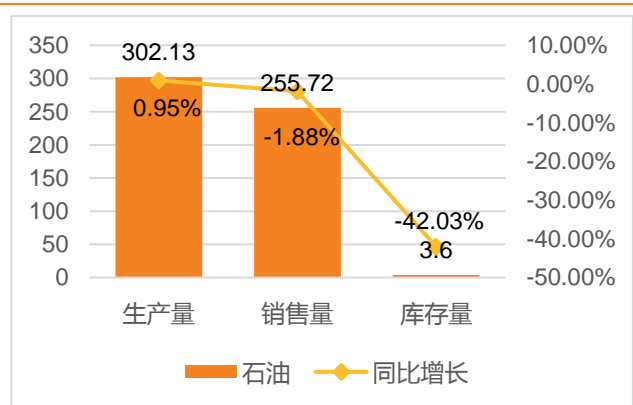
2020 年公司铁矿石产量 311.87 万吨，同比上升 21.47%、石油产量 302.13 万桶当量，同比上升 0.95%；铁矿石销量 309.31 万吨，同比上升 26.42%、石油销量 255.72 万桶当量，同比下降 1.88%。

图 3：公司 20 年铁矿石产销达到基本均衡（单位：万吨）



资料来源：公司 20 年报，天风证券研究所

图 4：公司 20 年石油产销达到基本均衡（单位：万桶当量）



资料来源：公司 20 年报，天风证券研究所

公司铁矿石产品销售采取自主销售和代理销售相结合的方式，产品销往武钢股份、南钢股份和衢州元立金属等国内多家钢铁企业。油气业务方面，洛克石油公司因其丰富的产业经验，下游客户较为稳定且实力较强，现有合作伙伴包括中国石油天然气集团有限公司、中国石油化工集团有限公司、中国海洋石油集团有限公司、马来西亚国家石油公司等大型国家石油公司等。

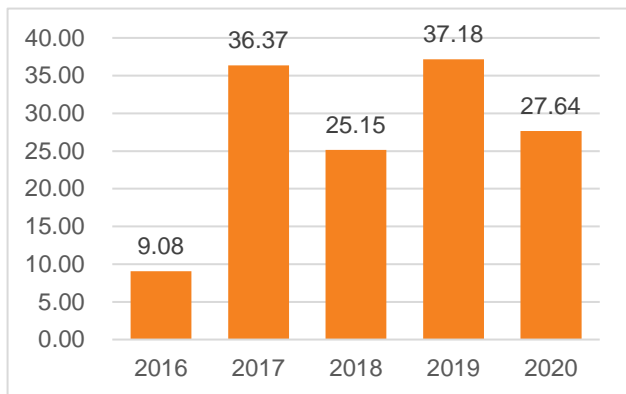
## 3. 主要财务指标与经营状况

### 3.1. 营收多元化地域均衡化趋势确立 铁矿石油气双主业提升抗风险能力

2020 年公司实现营业收入 27.64 亿元，同比下降 25.67%，实现归母净利润 1.43 亿元，同比增加 11.6%。公司 20 年报显示，公司 20 年铁矿石采选及加工实现营收 15.48 亿元，同比增加 26.86%；矿石贸易业务营收 4.48 亿元，同比下降 68.94%。

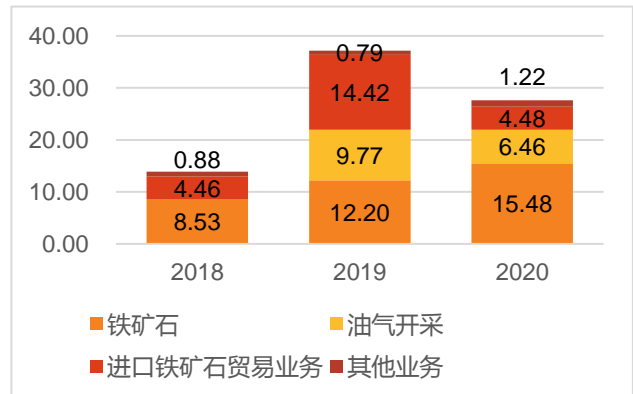
公司 2019 年 6 月 12 日与复星集团完成股权交割，完成对洛克石油 51%股权的收购，2020 年合并报表后实现油气开采营收 6.46 亿元，占总营收比例达 23.37%。

图 5：20 年公司实现营收 27.64 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

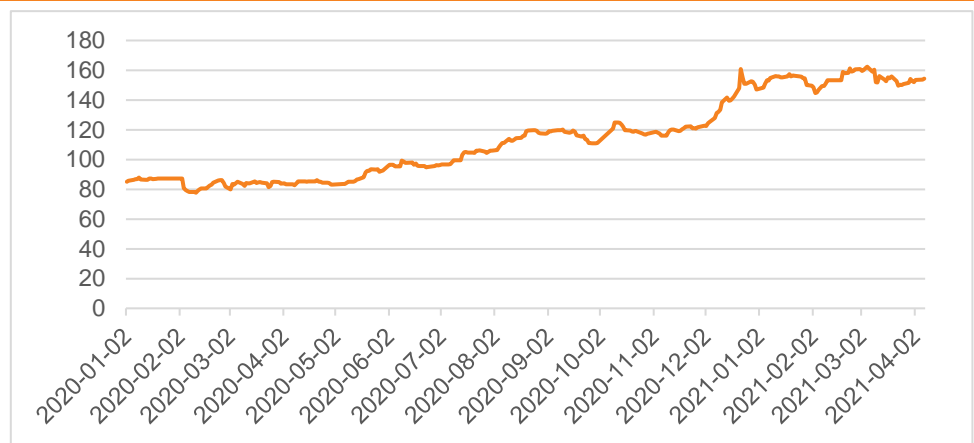
图 6：公司营收多元化趋势确立（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

我国铁矿石对外依存度高，国内优质铁矿石资源较为稀缺。淡水河谷、力拓、必和必拓等境外铁矿石生产商凭借其高品位储量资源、低成本开采优势及雄厚的资本实力，牢牢掌握全球铁矿石供应市场。2019 年我国铁矿石对外依存度达 83%，其中澳洲和巴西为我国铁矿石的最主要进口国，占比分别为 62.1%、21.4%。2020 年 5 月开始，普氏 62%铁矿石指数持续攀升，12 月 21 日普指达到年内最高点 176.9 美元/吨，截止 2020 年 12 月 31 日，普氏 62%铁矿石指数年均值 108.87 美元/吨，铁矿石价格自 20 年初以来持续震荡上行。

图 7：2020 年进口铁矿石价格指数持续震荡上行



资料来源：Mysteel，天风证券研究所

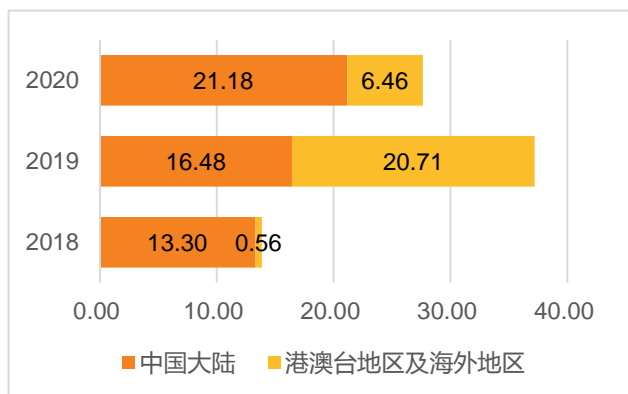
从行业层面看，2020 年公司铁矿石采选及加工业务营收占比由 2019 年 32.82%增加至 56.02%，铁矿石贸易行业营收占比由 2019 年的 38.77%下降至 2020 年的 16.20%，油气开采业务营收占比 23.37%，与 2019 年的 26.27%基本持平。公司营收由依靠单一铁矿石产品业务结构，转向多元化“双主业”态势发展，增强公司市场周期风险抵御能力。

从地区层面看，2020 年公司在大陆地区营收占比 76.63%，港澳台及海外地区营收占比 23.37%。分地区收入同样呈现均衡化多元化趋势发展。这样的产业和市场布局将大大提升公司的抗风险能力。

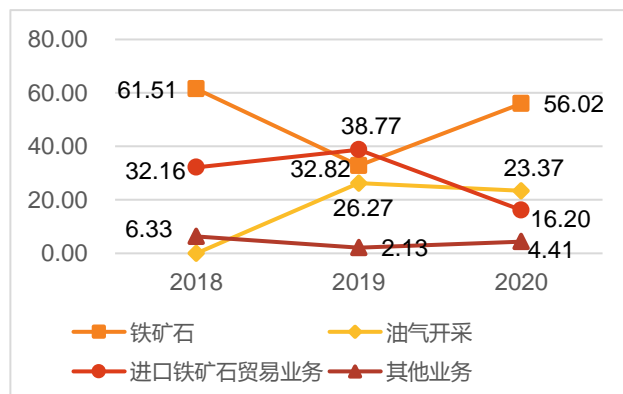
图 8：公司今年分地区收入多元化（单位：亿元）

图 9：公司近年各项业务收入多元化（%）





资料来源: wind, 天风证券研究所

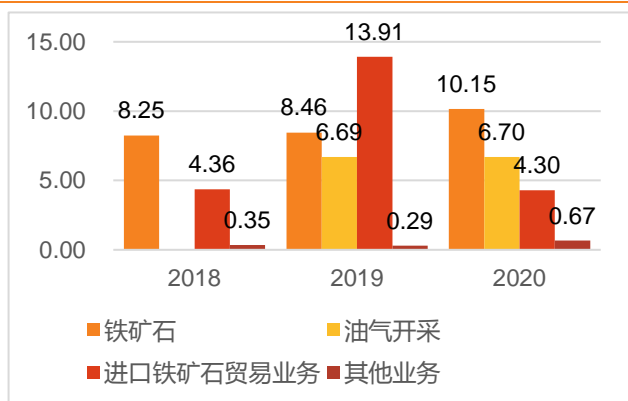


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 3.2. 成本端受产品价格走势影响较大 细化阿米巴管理提升运营能力

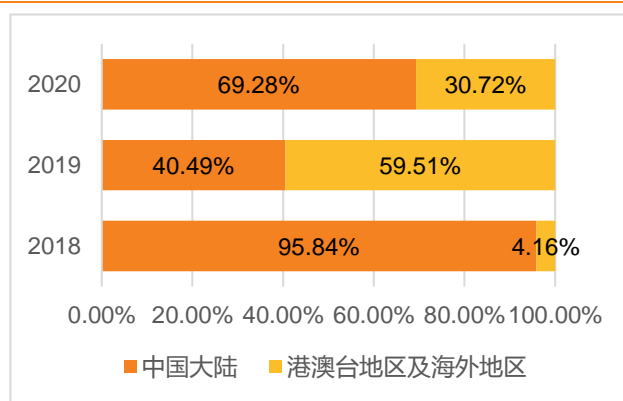
公司 2020 年营业总成本 21.82 亿元, 同比下降 25.66%。受进口铁矿石价格整体高位影响, 2020 年公司进口铁矿石贸易业务营业成本 4.30 亿元, 同比降低 69.07%, 毛利率同比增加 0.39%。公司各主营行业平均毛利率 21.04%, 同比降低 0.02%。公司细化阿米巴管理模式, 实现全员参与的经营, 持续强化和提升公司管理能力和运营水平。

图 10: 公司近年分业务营业成本情况 (单位: 亿元)



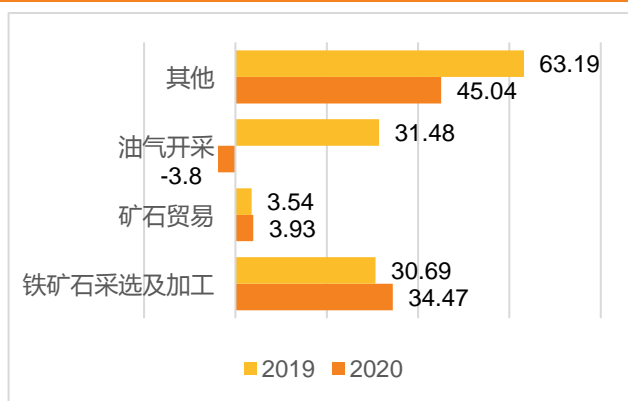
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 公司近年分地区营业成本情况 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 12: 公司铁矿石采选及加工业务毛利维持较高水平 (单位: %)



资料来源: 公司 20 年报, 天风证券研究所

图 13: 公司 20 年归母净利润 1.43 亿元 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4. 手握资源背靠海南 资源区位优势助力公司持续发展

### 4.1. 铁矿石产业格局：寡头垄断进口依赖 国内消费量较大

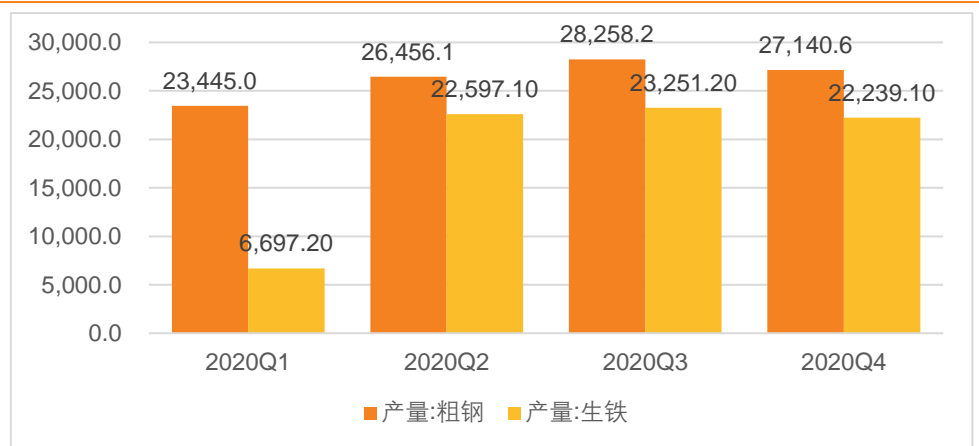
自 1997 年起，我国已经保持全球粗钢第一大钢铁生产国 20 余年，中国国内巨大的需求量和消费量引领全球钢铁工业的发展。2020 年中国粗钢产量 10.53 亿吨，是 2000 年的 8.3 倍，2010 年的 1.7 倍。近 10 年来中国粗钢产量依旧保持 5% 以上的复合增长率。预计，未来较长时间，中国在全球钢铁工业的地位不可动摇。

**铁矿石供应寡头垄断格局构成多年，我国铁矿石以进口为主。** 目前全球铁矿石供应主要集中在两个国家（澳大利亚和巴西）、四大矿企（力拓、必和必拓、FMG、淡水河谷），2017 年出口分别占全球铁矿石出口量 70% 和 66%，已构成寡头垄断格局；东亚四国和地区 2017 年进口铁矿石占全球总量 82% 以上，其中我国占全球总进口量 68% 以上，是铁矿石最大消费中心。

中国虽然是全球铁矿资源总量相对丰富的国家，但矿产资源分布较为均散，大多数为中小型矿山，产业集中度低，难以形成规模效应。

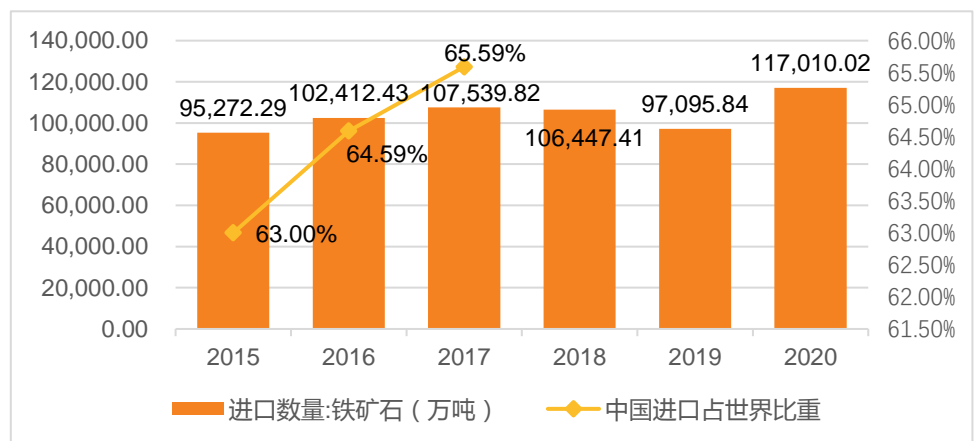
本土高品位铁矿较为稀缺。从矿石品位上看，南半球富铁矿较多，北半球富铁矿较少。巴西、澳大利亚等国家高品位矿分布较广，且大都具备露天开采条件，开采成本低；我国目前探明的铁矿绝大部分都是贫矿，需要经过选矿富集后才能使用。从全球主要国家铁矿石储量平均品位来看，我国铁矿石平均品位约为 30%-35%，低于世界铁矿石平均品位 13.44 个百分点。

图 14：2020 年中国粗钢产量 10.53 亿吨（单位：万吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：我国铁矿石进口数量上升，对外依赖程度大（单位：万吨）

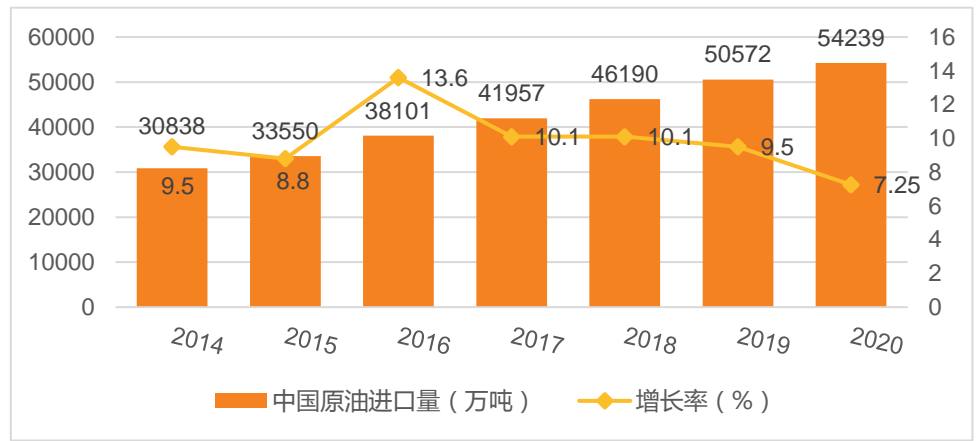


资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.2. 油气产业格局：对外依存度较高 市场需求量大需求场景广阔

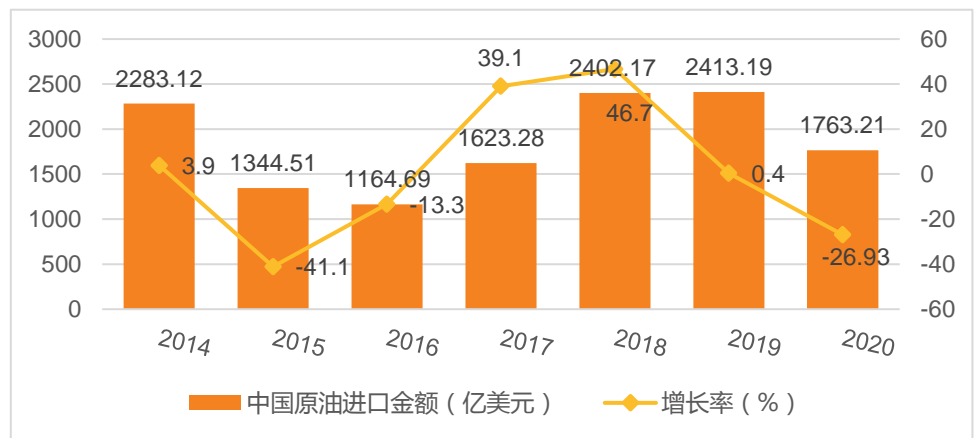
2019 年我国炼油产能重回增长轨道,产能结构性优化调整加速,全产业链开放进入新阶段。2020 年国内原油产量 1.95 亿吨,同比增长 2.0%;天然气产量 1925 亿立方米,同比增长 9.3%。2020 年我国原油进口量 54239 万吨,增长 7.3%;天然气进口量 1413.5 亿立方米,同比增长 5.28%,对外依存度达 42%。市场需求量大、需求场景广阔。

图 16: 2020 年中国原油进口量累计突破 5.4 亿吨 (单位: 万吨)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 17: 2020 年中国原油进口金额累计达到 1763.21 亿美元 (单位: 亿美元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 4.3. 公司竞争优势：乘海南自贸港建设东风 产业资本双轮有望进入快车道

### 4.3.1. 产品优势

1. 铁矿石资源、品味及产品特性优势：**石碌矿区是我国最为知名的大型优质富铁矿床之一，资源丰富且平均品位较好。** 由于铁矿石品位及伴生元素的差异化,公司铁矿石产品具备独特高硅、低铝、低磷、呈酸性等特质,不仅提供了冶炼用的铁份,同时也能够提供部分硅源,可代替硅石使用,高炉中适当搭配使用有利于炉况顺行,降低炼铁成本。这些特性也将公司产品与硅含量相对较低的进口矿进行区分,进一步增加公司铁矿石产品的竞争力。
2. 油气上游全周期业务运营能力：**洛克石油公司作为业内公认的经验丰富、声誉良好的油气勘探开发作业者,行业定位鲜明、竞争优势独特,具备涵盖从石油勘探、评价到开发、生产的上游全周期作业能力,与包括国家石油公司以及国际石油公司在内的很多公司建立了广泛而深厚的合作关系。**

### 4.3.2. 管理优势

公司具备专业背景强的管理和技术团队，核心管理层拥有丰富行业经验，深刻了解国内外行业发展趋势，能够依据行业动态变化及时制订和调整公司的发展战略，使公司能够在市场竞争占据优势地位。公司建立复星资源集团和海矿投资团队商议机制，系统全面梳理潜在投资项目、增加投资项目储备；细化阿米巴管理模式，对选矿一厂系统通过加强管理和技术培训，露天采场全面推行阿米巴承包模式，2020年矿石产量销量超额完成目标；此外，公司2019年4月与北科大签订战略合作协议，双方开始在科研平台建设、高级人才培养和科技创新研究等领域开展广泛合作；通过设备冷却水改造、资源深部开采井下废水综合利用、尾矿库回水系统改造、生活污水综合利用等措施，最大限度地实现水资源充分利用，降低用水成本，减少污水排放；推进精细化管理，2020年公司产销率达到99.18%，并且公司不断加强成品矿管理，全年实现港口堆存费为零，实现用户质量异议为零，用户满意度大幅提升；研究铁矿石长效定价机制，推进与大客户签订战略合作。

### 4.3.3. 区位优势

2020年6月1日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》指出，要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，到2025年，将初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系。公司依托海南独特的区位和政策优势，可充分搭乘现代化产业建设的东风，享受贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动等红利，将公司的“产业+资本”双车轮推向时代快车道。

表 4：海南自贸港相关政策

政策类别	具体政策文件内容
企业所得税方面	财政部、税务总局联合印发《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。
“零关税”方面	财政部、海关总署、税务总局联合印发《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)：发布了包括椰子等农产品、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位税目商品的《海南自由贸易港“零关税”原辅料清单》。
“一线”放开、“二线”管住方面	海关总署印发《中华人民共和国海关对洋浦保税港区监管办法》(2020年6月3日)：对区内鼓励类产业企业生产的不含进口料件或含进口料件在洋浦保税港区加工增值超过30%的货物，出区进入境内区外销售时，免征进口关税。
人员进出自由便利方面	省委人才发展局印发《关于开展海南自由贸易港国际人才服务管理改革试点工作的实施方案》(2020年9月21日)：省内事业单位、国有企业和法定机构可根据需要引进境外人才，按人事管理权限进行报批任命。在省内高校、医院、科研院所和法定机构拿出一定数量专业技术高级岗位和工勤技能一级、二级岗位，开展面向外籍人员招聘工作。
人才引进方面	省委人才发展局、省人社厅等部门联合出台《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。
跨境资金自由流动方面	国家外汇管理局海南分局印发《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。
交通运输方面	国家税务总局发布《国际运输船舶增值税退税管理办法》(2020年12月2日)；交通运输部发布《关于在中国(海南)自由贸易试验区深化改革开放调整实施有关规章规定的公告》(2020年9月14日)等
营商环境方面	省委办公厅、省政府办公厅印发《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。
社会治理方面	省委办公厅、省政府办公厅印发《关于深化市场监管综合行政执法改革的实施方案》(2020年6月12日)；推进海南全面深化改革开放领导小组办公室印发《智慧海南总体方案(2020-2025年)》(2020年8月14日)等
其他方面	推进海南全面深化改革开放领导小组办公室印发《海南能源综合改革方案》(2020年8月14日)；省政府印发

《海南省实施国务院授权土地征收审批事项管理办法》(2020年11月24日);省资规厅等七部门印发《关于海南省建设用地出让控制指标和产业项目用地准入协议实施有关问题的通知》(2020年9月30日);海口边检总站印发《关于贯彻国家重大战略推进海南自由贸易港建设的实施意见》(2020年7月16日)等

资料来源:海南自贸港官方公众号,天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 核心假设

1. 根据公司公告21年主要生产目标,假设公司2021年实现铁矿石成品矿产量315万吨,油气产量331.5万桶当量,2022-2023年产量在此基础上小幅上涨。
2. 由于铁矿石价格处于上行周期,随着2021年1月开始各国逐步审核批准疫苗上市并推广接种,全球钢铁企业的产能有望全面恢复、甚至扩大产能,带动钢铁的需求、铁矿石的价格有望保持相对高位,铁矿石供需仍将保持紧平衡状态,促使矿价保持相对高位。因此假设公司2021-2023年铁矿石产品平均价格中枢620元/吨。
3. 公司当前建重点项目涠洲12-8E项目于2020年10月得到中海油正式批准,假设进度符合预期,顺利于2022年第一季度产油。
4. 公司混配矿业务进展顺利,客户推进符合预期。

### 5.2. 盈利预测明细

表5:公司各业务收入、成本、利润拆分假设

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>铁矿石采选及加工</b>						
产量(万吨)	221.17	256.75	311.87	315.00	321.30	337.37
销量(万吨)	272.04	244.67	309.31	311.85	320.28	336.36
库存量(万吨)	21.48	33.56	36.12	39.27	40.29	41.29
平均单价(百元/吨)	3.13	4.99	5.01	6.41	6.20	5.92
收入(百万)	852.83	1220.44	1548.31	1997.40	1985.76	2031.76
成本(百万)	824.93	845.93	1014.66	973.60	993.07	1021.87
单吨生产成本(百元)	3.73	3.29	3.25	3.09	3.09	3.03
毛利(百万)	27.91	374.51	533.65	1023.80	992.69	1009.89
毛利率(%)	3.27	30.69	34.47	51.26	49.99	49.71
<b>油气开采</b>						
产量(万桶)		299.29	302.13	331.50	351.50	369.08
销量(万桶)		260.61	255.72	281.78	298.78	313.71
单价(百元/桶)		3.75	2.53	3.34	3.55	3.40
收入(百万)		976.81	645.75	942.26	1060.65	1066.63
成本(百万)		669.35	670.31	738.43	781.41	821.30
单桶成本(百元/桶)		2.24	2.22	2.23	2.22	2.23
毛利(百万)		307.47	(24.57)	203.83	279.24	245.32
毛利率(%)		31.48	(3.80)	21.63	26.33	23.00
<b>进口铁矿石贸易业务</b>						
收入	445.98	1441.74	447.79	934.20	980.91	1029.96
成本	435.74	1390.74	430.20	895.65	940.44	987.46
毛利	10.24	51.00	17.59	38.55	40.48	42.50
毛利率(%)	2.30	3.54	3.93	4.13	4.13	4.13
<b>其他</b>						
收入	87.79	79.29	121.82	96.30	99.14	105.75

成本	34.81	29.18	66.96	43.65	46.60	52.40
毛利	52.98	50.11	54.86	52.65	52.54	53.35
毛利率(%)	60.35	63.19	45.04	54.67	53.00	50.45
<b>合计</b>						
总收入	3,718.28	3,718.28	2,763.66	3,970.28	4,126.71	4,234.42
总成本	2,935.21	2,935.21	2,182.13	2,651.35	2,761.59	2,883.21
总毛利	91.12	783.08	581.54	1318.83	1364.95	1351.06
平均毛利率(%)	6.57	21.06	21.04	33.22	33.08	31.91

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 5.3. 行业可比相对估值

按照假设, 我们预测 2021-2023 年公司净利润分别为 3.59 亿元、4.08 亿元和 4.20 亿, 对应 EPS 分别为 0.18 元/股、0.21 元/股、0.22 元/股。公司是国内铁矿石行业龙头企业, 产品以铁矿石和油气为主, 根据公司的产品品种和规模, 我们选取包钢股份、方大炭素、攀钢钒钛作为可比公司, 参考 2021 年可比公司 PE 均值 37x, 考虑到公司作为国内铁矿石资源龙头企业, 且同时有望享受海南政策优势, 我们认为 35-40x 为合理的估值区间, 对应目标价格区间 6.3 元-7.2 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 6: 行业可比公司估值一致预测

证券代码	公司	股价	EPS			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
600010.SH	包钢股份	1.61	0.01	0.04	0.05	179.44	41.53	33.07
600516.SH	方大炭素	9.18	0.14	0.21	0.22	49.15	44.62	41.03
000629.SZ	攀钢钒钛	2.34	0.03	0.1	0.1	82.72	24.36	24.22
平均值		4.38	0.06	0.12	0.12	103.77	36.84	32.77

资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 股价为 2021 年 4 月 23 日收盘价

## 6. 投资建议

公司作为国内铁矿石龙头企业, 同时依托海南独特的区位和政策优势, 有望充分搭乘现代化产业建设的东风, 享受政策红利。假设公司生产计划稳步推进, 我们预计, 2021 年至 2023 年公司归母净利润分别为 3.59 亿元、4.08 亿元和 4.20 亿, 对应 EPS 分别为 0.18 元/股、0.21 元/股、0.22 元/股, 对应目前 PE 为 35、30、30 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 7. 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, 铁矿石的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, 铁矿石价格的大幅波动将对公司的盈利能力具有直接影响。公司通过子公司洛克石油经营油气勘探及开采业务, 其主要产品的市场销售价格受原油价格波动影响较大, 国际原油价格的剧烈波动会使公司面临营业收入大幅波动的风险。
2. 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。
3. 安全生产或自然灾害有关的风险: 作为矿产资源开发企业, 公司在生产过程中必然产生大量的废石、尾矿渣, 如果排渣场和尾矿库管理不善, 存在形成局部灾害的可能。
4. 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，也导致了石油能源价格的大幅下滑。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超预期改变，将可能对公司相关业务未来的业绩造成负面影响。

5. 国际关系走势的不确定性影响：公司 2020 年澳大利亚地区的营收占比达到 23%以上。目前中澳关系存在恶化的风险，可能会对公司此部分营收造成一定负面影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,274.34	1,960.76	1,981.37	2,812.12	2,967.57
应收票据及应收账款	247.42	513.22	1,216.91	508.77	535.32
预付账款	30.29	36.39	118.99	53.28	69.50
存货	509.18	223.80	753.47	155.46	884.52
其他	717.34	679.88	804.17	676.72	818.84
<b>流动资产合计</b>	<b>2,778.58</b>	<b>3,414.04</b>	<b>4,874.92</b>	<b>4,206.34</b>	<b>5,275.74</b>
长期股权投资	34.44	28.55	28.55	28.55	28.55
固定资产	2,195.54	2,196.76	2,193.19	2,171.95	2,127.10
在建工程	278.77	219.49	167.69	148.61	119.17
无形资产	634.25	607.40	581.14	554.88	528.61
其他	2,713.26	2,049.73	1,772.58	2,176.99	1,998.24
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,856.27</b>	<b>5,101.93</b>	<b>4,743.15</b>	<b>5,080.97</b>	<b>4,801.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,634.84</b>	<b>8,518.04</b>	<b>9,618.76</b>	<b>9,288.23</b>	<b>10,078.64</b>
短期借款	879.42	1,191.24	1,191.24	991.24	891.24
应付票据及应付账款	188.10	78.22	444.79	211.07	242.71
其他	1,263.96	1,226.32	1,449.11	1,111.00	1,690.37
<b>流动负债合计</b>	<b>2,331.48</b>	<b>2,495.78</b>	<b>3,085.14</b>	<b>2,313.32</b>	<b>2,824.32</b>
长期借款	530.19	417.59	337.59	317.59	117.59
应付债券	0.00	0.00	102.00	34.00	45.33
其他	678.42	544.04	536.26	586.24	555.51
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,208.61</b>	<b>961.63</b>	<b>975.85</b>	<b>937.83</b>	<b>718.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,540.09</b>	<b>3,457.41</b>	<b>4,060.99</b>	<b>3,251.15</b>	<b>3,542.76</b>
少数股东权益	1,208.32	1,070.09	1,107.98	1,178.85	1,257.17
股本	1,954.72	1,954.72	1,954.72	1,954.72	1,954.72
资本公积	3,047.37	3,119.16	3,149.50	3,149.50	3,149.50
留存收益	1,891.44	2,105.76	2,495.07	2,903.51	3,323.99
其他	(3,007.09)	(3,189.11)	(3,149.50)	(3,149.50)	(3,149.50)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,094.75</b>	<b>5,060.62</b>	<b>5,557.77</b>	<b>6,037.08</b>	<b>6,535.87</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,634.84</b>	<b>8,518.04</b>	<b>9,618.76</b>	<b>9,288.23</b>	<b>10,078.64</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	181.94	113.50	358.98	408.43	420.48
折旧摊销	520.98	550.40	141.63	146.58	150.56
财务费用	78.17	59.56	69.53	58.28	40.62
投资损失	61.90	(80.97)	(14.60)	(11.22)	(35.60)
营运资金变动	(1,560.13)	273.06	(552.06)	567.99	(161.36)
其它	1,751.94	(618.98)	90.13	102.15	43.29
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,034.80</b>	<b>296.58</b>	<b>93.61</b>	<b>1,272.22</b>	<b>457.99</b>
资本支出	514.16	593.16	67.78	30.02	80.73
长期投资	25.74	(5.90)	0.00	0.00	0.00
其他	(2,591.18)	(506.52)	(212.30)	(159.18)	(21.83)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,051.28)</b>	<b>80.74</b>	<b>(144.52)</b>	<b>(129.16)</b>	<b>58.90</b>
债权融资	1,657.88	1,710.03	1,752.80	1,499.98	1,180.93
股权融资	330.89	(53.36)	30.75	(58.28)	(40.62)
其他	(2,066.19)	(1,343.91)	(1,712.02)	(1,754.00)	(1,501.76)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(77.42)</b>	<b>312.75</b>	<b>71.52</b>	<b>(312.31)</b>	<b>(361.44)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,093.90)</b>	<b>690.07</b>	<b>20.62</b>	<b>830.75</b>	<b>155.44</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3,718.28</b>	<b>2,763.66</b>	<b>3,970.28</b>	<b>4,126.71</b>	<b>4,234.42</b>
营业成本	2,935.21	2,182.13	2,651.35	2,761.59	2,883.21
营业税金及附加	66.19	76.53	105.59	99.16	84.69
营业费用	7.05	7.47	27.79	24.76	21.17
管理费用	377.01	220.54	402.57	412.67	359.93
研发费用	2.72	42.33	71.47	61.90	33.88
财务费用	73.55	14.94	69.53	58.28	40.62
资产减值损失	(12.30)	(149.24)	(179.08)	(113.54)	(147.29)
公允价值变动收益	38.26	(17.51)	50.25	30.08	(36.80)
投资净收益	(61.90)	80.97	14.60	11.22	35.60
其他	52.97	172.10	228.47	144.48	296.98
<b>营业利润</b>	<b>239.51</b>	<b>133.40</b>	<b>527.75</b>	<b>636.10</b>	<b>662.43</b>
营业外收入	2.70	2.03	1.72	1.50	1.75
营业外支出	1.15	1.17	1.17	1.17	1.17
<b>利润总额</b>	<b>241.06</b>	<b>134.26</b>	<b>528.30</b>	<b>636.43</b>	<b>663.01</b>
所得税	59.12	20.75	129.43	155.93	162.44
<b>净利润</b>	<b>181.94</b>	<b>113.50</b>	<b>398.87</b>	<b>480.51</b>	<b>500.57</b>
少数股东损益	54.23	(29.02)	39.89	72.08	80.09
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>127.71</b>	<b>142.52</b>	<b>358.98</b>	<b>408.43</b>	<b>420.48</b>
每股收益(元)	0.07	0.07	0.18	0.21	0.22

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	168.16%	-25.67%	43.66%	3.94%	2.61%
营业利润	-128.26%	-44.30%	295.61%	20.53%	4.14%
归属于母公司净利润	-116.67%	11.60%	151.88%	13.78%	2.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.06%	21.04%	33.22%	33.08%	31.91%
净利率	3.43%	5.16%	9.04%	9.90%	9.93%
ROE	3.29%	3.57%	8.07%	8.41%	7.97%
ROIC	7.95%	5.42%	18.05%	16.15%	24.05%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.00%	40.59%	42.22%	35.00%	35.15%
净负债率	7.53%	-4.95%	-4.11%	-21.73%	-27.34%
流动比率	1.19	1.37	1.58	1.82	1.87
速动比率	0.97	1.28	1.34	1.75	1.56
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	10.24	7.27	4.59	4.78	8.11
存货周转率	8.96	7.54	8.13	9.08	8.14
总资产周转率	0.47	0.32	0.44	0.44	0.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.07	0.07	0.18	0.21	0.22
每股经营现金流	0.53	0.15	0.05	0.65	0.23
每股净资产	1.99	2.04	2.28	2.49	2.70
<b>估值比率</b>					
市盈率	97.19	87.09	34.58	30.39	29.52
市净率	3.19	3.11	2.79	2.55	2.35
EV/EBITDA	11.57	9.81	10.22	9.14	8.34
EV/EBIT	30.32	20.82	11.73	10.59	9.60



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com