

## 海南矿业 (601969.SH) 买入 (首次评级)

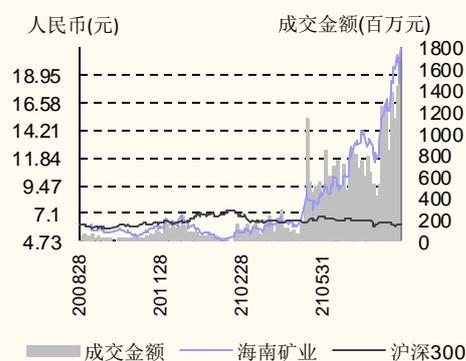
## 公司深度研究

市场价格 (人民币): 21.30 元

目标价格 (人民币): 31.00 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	19.55
已上市流通 A 股(亿股)	19.55
总市值(亿元)	416.36
年内股价最高最低(元)	21.30/4.73
沪深 300 指数	4827
上证指数	3522



## 背靠海南、复星赋能，打造新能源资源平台

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,718	2,764	4,769	5,332	7,926
营业收入增长率	168.16%	-25.67%	72.57%	11.80%	48.64%
归母净利润(百万元)	128	143	1,156	1,495	2,363
归母净利润增长率	-116.67%	11.60%	711.40%	29.29%	58.05%
摊薄每股收益(元)	0.065	0.073	0.592	0.765	1.209
每股经营性现金流净额	0.53	0.15	0.60	1.26	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.29%	3.57%	24.69%	26.79%	33.76%
P/E	88.62	82.02	36.00	27.85	17.62
P/B	2.91	2.93	8.89	7.46	5.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **背靠海南、复星赋能，聚焦资源主业。** 公司是复星集团核心成员，混合所有制改革后形成民营控股、国有参股股权结构。业务主要为铁矿石和油气。21 年上半年实现归母净利润 5.78 亿元，其中铁矿石营收占比超过 70%。
  - ✓ **铁矿石。** 1) 拥有亚洲第一富铁矿石碌铁矿，资源储量 2.34 亿吨，平均品位 46.58%。原矿年产量 600 多万吨，成品矿产量 320 万吨。2) 基于国内宏观调控及铁矿石供需面，预计 21 年铁矿石价格维持在 130-180 美元/吨之间高位区间震荡，公司盈利稳定有保障。3) 同时，公司定增募资 7.5 亿元加码铁矿石，项目为石碌铁矿-120m~-360m 中段采矿工程以及悬浮磁化焙烧技术改造项目，投产后产量增长有限，但单吨毛利可提升 200-300 元/吨。定增已在 8 月 3 日获证监会核准批文。
  - ✓ **油气。** 18 年底收购洛克石油 51% 股权，是澳大利亚独立上游油气公司，在中国、澳大利亚等地开展油气勘探开发业务，其 2020 年权益产量 302.13 万桶，整体经营稳定。
- **“十四五”规划战略转型新能源上游，锂盐加工+锂矿并购预期。**
  - ✓ 公司 8 月 23 日发布《“十四五”战略规划纲要》，计划将把新能源产业上游矿产资源采选及加工业务作为未来五年产业转型升级重要方向，拟在海南东方市投资建设 2 万吨电池级氢氧化锂（一期）。
  - ✓ 锂景气持续，投产后有望享受行业红利。判断锂行业到 25 年持续紧平衡，未来 2-3 年中枢价格维持在 12-15 万元/吨高位。考虑公司项目建设 1 年半左右周期，预计 23 年初投产后，有望继续享受行业高景气红利。

## 盈利预测&amp;投资建议

- 预测 21-23 年归母净利润为 11.56 亿元、14.95 亿元、23.63 亿元，实现 EPS 为 0.60 元、0.77 元、1.21 元，对应 PE 为 36 倍、28 倍、18 倍。其中，铁矿石定增技改项目 22 年开始贡献收益，锂业务则在 23 年贡献收益。
- 估值部分，我们采用分部估值，铁矿石油气业务对应市值 170 亿元；锂电业务考虑锂矿收购预期，到 2023 年市值空间 460 亿元，综合市值 630 亿元，对应目标价 31 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 锂电新业务不达预期风险、铁矿石和原油价格波动风险、汇率风险等。

倪文祎 分析师 SAC 执业编号: S1130519110002  
niwenyi@gzq.com.cn

## 内容目录

一、背靠海南、复星赋能，聚焦资源主业	4
1.1 复星系核心成员，海南国资委间接参股	4
1.2 传统资源主业铁矿石+油气并行	5
1.3 自贸区政策扶持，目标成为一流矿产资源集团	7
二、“十四五”规划聚焦新能源上游，战略布局氢氧化锂	8
2.1 拟投建一期 2 万吨电池级氢氧化锂项目	8
2.2 锂景气持续，公司项目有望享受行业红利	9
三、矿价高位维持，铁矿板块盈利稳定	15
3.1 手握亚洲最大富铁矿，定增夯实主业、提升盈利能力	15
3.2 铁矿石价格 130-180 美元/吨高位维持	18
3.3 我国铁矿高度依赖进口，国产优质矿商稀缺性凸显	21
四、油气业务占比不高，新项目可期待	22
五、盈利预测&投资建议	23
六、风险提示	26

## 图表目录

图表 1: 公司是复星系核心成员，实际控制人为郭广昌	4
图表 2: 控股参股子孙公司多业务布局	5
图表 3: 公司业务领域	6
图表 4: 公司分业务营收（亿元）与增速（%）	6
图表 5: 公司归母净利润（亿元）与增速（%）	6
图表 6: 2020 年铁矿石业务营收占比超过 70%	7
图表 7: 公司分业务毛利率（%）	7
图表 8: 海南自贸区政策汇总	7
图表 9: 打造“两个平台”，加强“两个能力”战略目标	8
图表 10: 2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂下游四大应用场景（万吨）（折 LCE）	10
图表 11: 2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂中游正极材料和六氟磷酸锂产能/产量（万吨）（折 LCE）	10
图表 12: 国内锂盐价格走势情况（元/吨）	11
图表 13: 动力电池是锂最大的下游需求	11
图表 14: 2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率	11
图表 15: 2020 年主要锂资源国查明资源量情况（万吨）	12
图表 16: 全球锂资源储量占比，中国占 6%	12
图表 17: 2020-2025 年海外锂矿产量（万吨）（折 LCE）	12
图表 18: 2020-2025 年南美盐湖产量（万吨）（折 LCE）	13
图表 19: 2020-2025 年国内锂矿产量（万吨）（折 LCE）	14

图表 20: 2020-2025 年国内盐湖产量 (万吨) (折 LCE) .....	15
图表 21: 公司块矿、粉矿和铁精粉产品.....	15
图表 22: 公司成品铁矿石质量指标.....	16
图表 23: 公司成品铁矿石产销量 (万吨) 与产销率 (%) .....	17
图表 24: 公司定增投资项目 .....	18
图表 25: 2016-2020 年全球铁矿石储量统计 (亿吨) .....	18
图表 26: 澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国铁矿石储量合计占比超过 70%.....	19
图表 27: 南非、印度铁矿石品位高, 中国铁矿石品位远低于平均水平.....	19
图表 28: 全球铁矿石产量 (亿吨) 与增速 (%) .....	19
图表 29: 2020 年全球铁矿石产量按地区分布.....	19
图表 30: 四大矿山 2021-2022 年新增产能统计 (万吨) .....	20
图表 31: 中国粗钢产量 (亿吨) 与全球占比 (%) .....	20
图表 32: 中国生铁产量 (亿吨) 与全球占比 (%) .....	20
图表 33: 铁矿石价格走势 (美元/吨) .....	21
图表 34: 我国铁矿石对外依存度达 80%以上.....	21
图表 35: 2019 年我国进口铁矿石来源分布.....	21
图表 36: 行业主要公司毛利率比较.....	22
图表 37: 洛克石油资源分布.....	23
图表 38: 洛克石油年产量 (百万桶油当量) .....	23
图表 39: 分业务盈利预测.....	24
图表 40: 铁矿石油气业务可比公司估值.....	25
图表 41: 可比公司每万吨锂盐产量对应市值测算.....	26

## 一、背靠海南、复星赋能，聚焦资源主业

### 1.1 复星系核心成员，海南国资委间接参股

- 海南矿业股份有限公司的前身为海南矿业联合有限公司、海南钢铁公司、海南铁矿。
  - 2007年8月，上海复星高科技（集团）有限公司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。上海复星高科技（集团）有限公司持股60%，海南海钢集团有限公司持股40%。公司注册资本19.55亿元，注册地位于海南省文昌县石碌镇，并在位于澄迈县的海南生态软件园设有管理总部。
  - 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，公司在上海证券交易所上市。
  - 2019年6月12日，完成Roc Oil Company Limited（洛克石油）51%股权收购，公司业务拓展到油气资源开发。

#### 混合所有制改革形成民营控股、国有参股的股权结构。

公司在2014年上市之前便已完成国有企业混合所有制改革，是国内国企改革的先行者，目前已形成民营控股、国有参股的稳定股权结构。

公司是复星系集团核心成员，公司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公司51.57%股份，公司实际控制人为郭广昌。复星高科实力雄厚，能在资金、资源、投资并购等方面为公司赋能。

公司第二大股东海南海钢集团股份有限公司持有公司32.42%股份，海钢集团作为海南省国资委90%控股的大型企业集团，在公司治理、产业经营等领域能有效地协助公司提升能力和水平。

图表 1: 公司是复星系核心成员，实际控制人为郭广昌



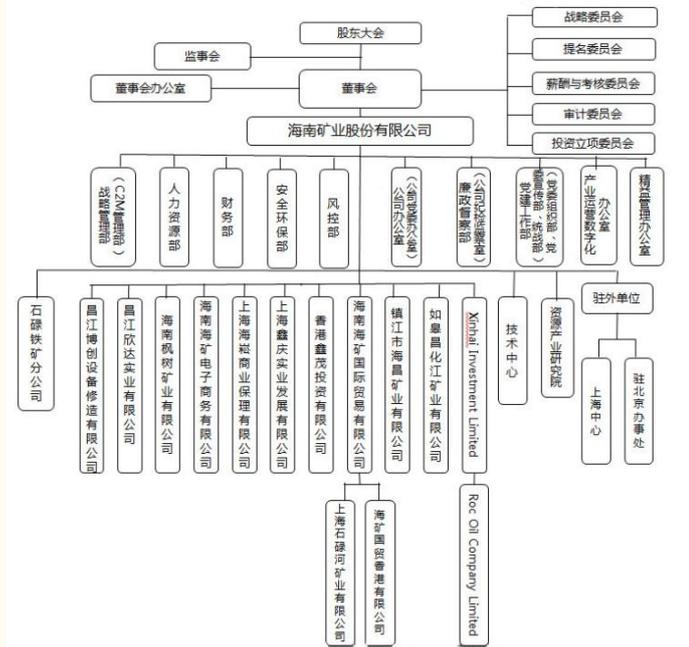
来源：公司公告，国金证券研究所

#### 境内外控股参股子孙公司覆盖产业链多项业务。

- 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；通过海矿上海中心和香港鑫茂公司从事投资业务。

图表 2：控股参股子孙公司多业务布局



来源：公司官网，国金证券研究所

## 1.2 传统资源主业铁矿石+油气并行

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，主要聚焦于铁矿石和油气两大资源类产业的经营，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。

### ■ 铁矿石业务

**铁矿石采选、加工及销售业务：**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，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”。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。

**国际贸易及混配矿业务：**公司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。

### 油气业务

- 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。

图表 3: 公司业务领域

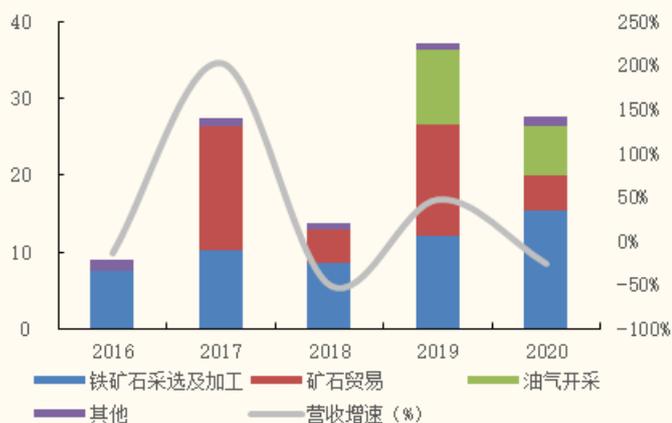


来源: 公司官网, 国金证券研究所

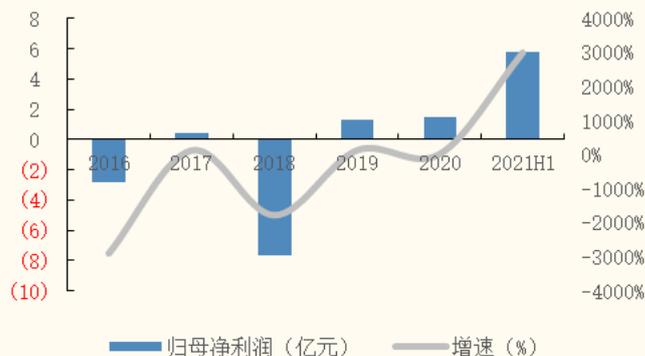
■ 净利润 2018 年后大幅改善, 精细化管理稳步推进。

- 2018 年, 公司归母净利润-7.66 亿元, 营收增速-49.69%, 主要原因系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, 导致铁矿石产量同比下降 44.75%, 生产成本明显上升, 矿石品质有所下降, 人均效能偏低。
- 2019 年, 公司提升生产组织和设备管理水平, 围绕降本减亏、人均效能提升和大项目落地三大目标, 顺利实现扭亏为盈。此外, 公司收购了洛克石油 51% 的股权, 主营业务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。
- 2020 年, 面对新冠疫情肆虐、原油价格暴跌等不利因素, 公司抓住铁矿石普指连续上涨、双井全力生产使用等有利形势, 大力推进精细化管理, 确保矿石生产系统顺行, 矿石产量销量超额完成目标, 归母净利润同比增长 11.60%。
- 2021 年上半年公司实现营业收入 20.45 亿元, 同比增长 61.02%; 归属于上市公司股东的净利润 5.78 亿元, 同比增长 2976.15%。

图表 4: 公司分业务营收 (亿元) 与增速 (%)



图表 5: 公司归母净利润 (亿元) 与增速 (%)



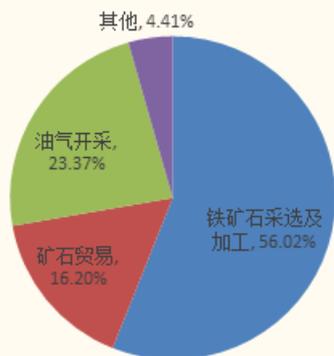
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

■ 铁矿石业务为公司目前营收的主要来源。

- 2020 年铁矿石采选及加工和进口铁矿石贸易业务营收共占比 72.23%，贡献了绝大部分营收，2018 年后铁矿石采选及加工业务毛利率恢复到 30%左右，2020 年近 35%，维持在较高水平。
- 2020 年油气开采业务营收占比 23.37%，但由于全年油价波动剧烈和澳洲油田减值影响，洛克石油账面亏损，反映在公司油气开采业务毛利率-3.8%。

图表 6: 2020 年铁矿石业务营收占比超过 70%



来源: wind, 国金证券研究所

图表 7: 公司分业务毛利率 (%)



来源: wind, 国金证券研究所

1.3 自贸区政策扶持，目标成为一流矿产资源集团

■ 海南自贸区政策利好

- 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。
- 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。截至目前，公司全资子公司海矿国贸有限公司已享受了 15% 的税率的优惠政策。公司将在深入研究自贸港系列政策的基础上，围绕公司战略目标，及时调整和优化战略发展规划，充分把握建设自贸港的历史机遇，实现产业转型升级。

图表 8: 海南自贸区政策汇总

政策类别	具体内容
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纤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。

政策类别	具体内容
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

来源:海南自贸港官方公众号,国金证券研究所

- 公司的未来发展战略是:以中国发展为动力,以整合全球资源为己任,以矿产资源开拓为核心,力争成为具有全球投融资能力的矿产资源专业服务商,致力于打造国际知名、中国一流的矿产资源集团。
- 打造“两个平台”,加强“两个能力”。打造具备行业竞争力的产业运营平台和资本运作平台,持续强化提升产业运营能力和投融资能力,实现公司战略转型升级。

图表 9: 打造“两个平台”,加强“两个能力”战略目标

产业运营平台	资本运作平台
<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 石碌铁矿:以实现地采达产为目标,通过对标管理、阿米巴管理、精细化管理等抓手提升公司产业运营效率,打造“高效率、低成本”矿山,成为具备深度产业运营能力的矿产资源集团。</li> <li>✓ 洛克石油:紧抓洛克石油并入海矿的历史契机,围绕国家全面建设海南自贸港,积极布局中国、东南亚及亚太地区,加大与海南本土企业合作力度,重点开发南海油气资源,打造独立的上游油气服务产业集团。</li> <li>✓ 混配矿贸易业务: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。</li> </ul>	<p>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,满足公司战略转型升级和企业投资发展的资金需求。</p>

来源:公司官网,国金证券研究所

## 二、“十四五”规划聚焦新能源上游,战略布局氢氧化锂

### 2.1 拟投建一期2万吨电池级氢氧化锂项目

- “十四五”发展规划聚焦上游产业,重点关注有色金属(尤其新能源矿产资源)和石油天然气。
- 公司第四届董事会第二十四次会议审议通过了《关于拟定“十四五”战略规划纲要的议案》,通过系统性地对公司“十三五”期间的发展进

行战略复盘，全面梳理过去五年的发展经验与教训，结合国内外经济形势及行业周期，科学地制定公司“十四五”发展规划。

- **布局战略性资源。**结合国家发展战略规划，聚焦上游产业，重点关注有色金属（尤其新能源矿产资源）和石油天然气，打造全球化资源产业生态，推动产业转型升级。
- **打造国际影响力。**组建国际化人才队伍、建立国际化的企业文化与管理模式，拓展海外资源业务推动全球化发展，提升精益化运营水平达国际一流。
- **产融结合。**紧抓产业周期和资本周期的上行时机，制定产融结合战略规划，多元化融资助力产业加速转型升级，力争成为最具价值的资源类上市公司。
- **投资建设海南星之海新材料有限公司 2 万吨电池级氢氧化锂项目（一期）**
  - 根据公司“十四五”战略规划，公司将把新能源产业上游矿产资源的采选及加工业务作为未来五年产业转型升级的重要方向，拟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），原材料主要自澳大利亚进口，通过全资子公司海南星之海新材料有限公司（星之海新材料）实施项目建设和运营。
  - **项目预计总投资额不超过 10.65 亿元人民币**，公司拟以不超过 5 亿元自有资金投资本项目，剩余资金拟以星之海新材料作为借款主体进行项目融资并根据融资机构的要求提供项目融资担保。
  - **地理位置优势：**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。
  - **项目建设周期预计 1.5 年。**项目包括从原料锂辉石采购运输到 2 万吨/年电池级氢氧化锂生产线建成达产及配套的公用工程和辅助设施的建设。实施过程中，计划分三个阶段，前期阶段的主要工作有包括可行性研究报告及其审批、对专利商的商务谈判及签约、工程承包商的选择；设计和采购阶段将完成初步设计和详细工程设计、设备材料的采购；施工安装及试车阶段包括地下工程，土建施工，设备、管道、仪表安装，吹扫、试压、置换、试运和仪表调试，开车，试车考核及正式运行。

## 2.2 锂景气持续，公司项目有望享受行业红利

- **锂供需平衡判断：21-25 年持续紧平衡，且不排除 21-23 年供需缺口超预期放大。**
  - **需求量：**方法一，动力电池、消费电池、储能电池和传统工业四大锂下游应用场景 2020 年对锂需求共 37 万吨，2025 年对锂需求共 148 万吨，CAGR=31.95%。方法二，LCO、LMO、三元、LFP、LiPF6 和传统工业 2020 年对锂需求 37 万吨，2025 年对锂需求 150 万吨，CAGR=32.31%。
  - **供应量：**海外锂矿、南美盐湖、中国锂矿、中国盐湖 2020 年锂供应量共 42 万吨，2025 年锂供应量共 118 万吨，CAGR=22.95%。
  - 按照方法一，2021-2024 年随着全球新增产能的陆续投放，锂供应短缺不超过 10 万吨，2025 年随着新能源汽车快速渗透，销量将大幅提升，供需缺口扩大至 29 万吨。按照方法二，2021 年锂供应短缺就达到了 14 万吨，2025 年供需缺口扩大至 31 万吨。两种测算方法对应 25 年总量需求基本一致，不同的是方法二，正极材料厂商 21-23 年三

年时间通过大规模产能投放抢占市场份额的方式或将造成这三年锂供需缺口的超预期放大。

**图表 10: 2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂下游四大应用场景 (万吨) (折 LCE)**

以 LCE 计	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
动力电池	16	29	43	59	80	107
消费电池	8	8	9	9	9	9
储能电池	3	3	5	10	14	20
传统工业	10	10	11	11	11	12
锂需求量合计 (万吨)	37	51	67	88	114	148
海外锂矿	17	19	23	29	47	57
南美盐湖	14	16	21	29	34	36
中国锂矿	5	6	10	13	13	14
中国盐湖	6	8	9	10	11	12
锂供应量合计 (万吨)	42	48	64	81	106	118
供应-需求	5	-3	-4	-7	-8	-29
过剩/短缺量与需求的比例	15%	-6%	-5%	-8%	-7%	-20%

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

**图表 11: 2020-2025 年全球锂供需平衡表——按锂中游正极材料和六氟磷酸锂产能/产量 (万吨) (折 LCE)**

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
LCO 锂需求量	3	4	4	4	5	5
LMO 锂需求量	4	5	6	7	8	10
三元锂需求量	15	33	45	56	74	81
LFP 锂需求量	3	8	16	24	31	35
LiPF6 锂需求量	1	2	3	5	6	7
传统工业	10	10	11	11	11	12
锂需求量合计 (万吨)	37	62	84	107	135	150
海外锂矿	17	19	23	29	47	57
南美盐湖	14	16	21	29	34	36
中国锂矿	5	6	10	13	13	14
中国盐湖	6	8	9	10	11	12
锂供应量合计 (万吨)	42	48	64	81	106	118
供应-需求	5	-14	-20	-26	-29	-31
过剩/短缺量与需求的比例	14%	-22%	-24%	-24%	-22%	-21%

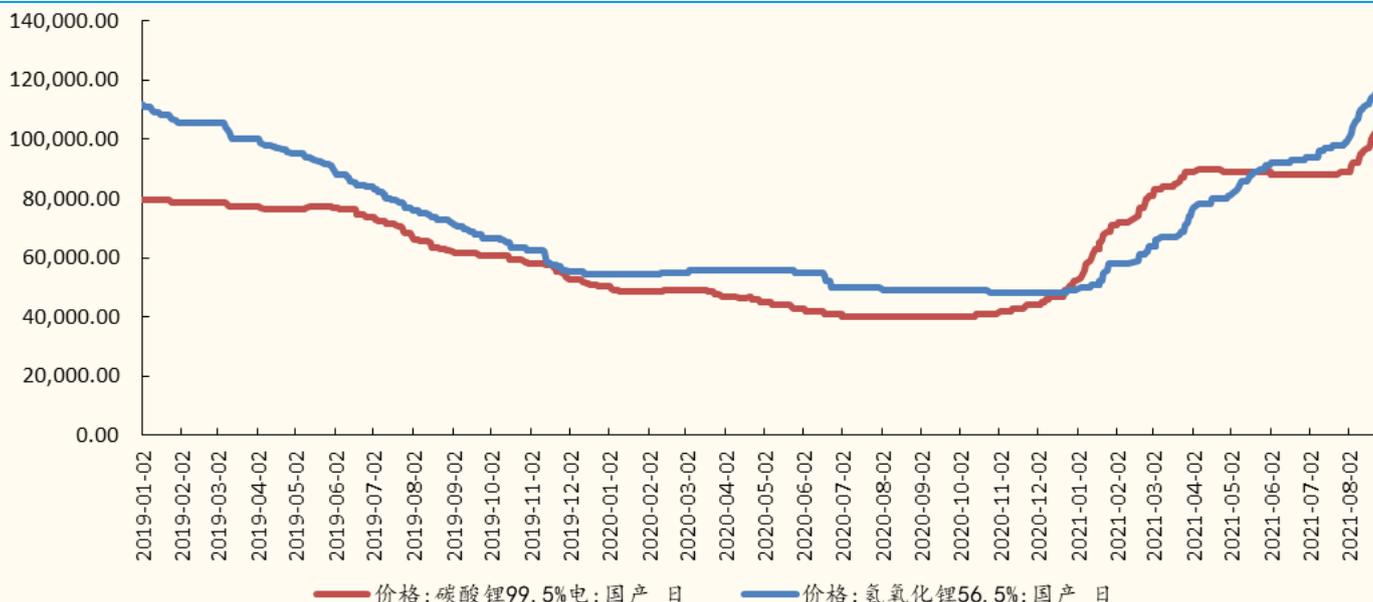
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

■ **锂盐价格进入加速上涨阶段, 未来 2-3 年中枢价格维持在 12-15 万元/吨。**

- 从 2020 年下半年开始, 下游动力电池需求较为旺盛, 对锂盐的需求有较强确定性。2020 年第三季度末, 国内电池级碳酸锂的平均价为 4 万元/吨, 2020 年底价格上涨至 5.15 万元/吨, 涨幅为 28.75%, 截至目前, 电池级碳酸锂上涨至约 10 万元/吨, 涨幅为 150%。氢氧化锂价格跟随碳酸锂价格上涨。
- 国内进口锂矿大部分来自澳大利亚, 锂精矿来源单一且来源地高度集中。澳洲锂矿资源因行业盈利问题带来的停复产以及其他不稳定 (中澳关系等) 因素, 都可能导致锂矿供应低于预期。我们认为, 围绕资源端供应紧张的问题或在未来长期存在, 因此, 判断价格在未来 2-3 年时间里高位维持为大概率。
- 节奏和幅度上, 本轮锂价自 2020Q3 见底后, 景气周期将持续至 2023 年。由于 2021 年供给端极为紧张, 判断价格大概率冲破上一轮 2018

年高点的 17-18 万元/吨；2022 年中随着供给小批量释放，预计全年均价维持在 15-20 万元/吨，保持高位震荡；2023 年开始，供应增量较前一年增加，但考虑需求仍维持强劲，因此仍处于紧平衡状态、判断价格小幅回落，但仍维持在 12-15 万元/吨较高水平。

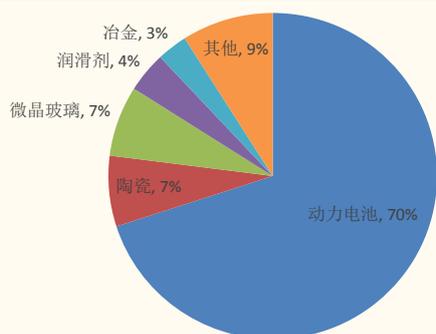
图表 12：国内锂盐价格走势情况（元/吨）



来源：安泰科，wind，国金证券研究所

- 具体看需求端：动力电池对锂的需求占锂总需求 70%，新能源车将成为未来锂电池最重要的需求来源。
  - 锂电池拥有开路电压高，比能量高，工作温度范围宽，放电平衡，自放电率等优点，在新能源汽车动力电池和储能领域具有长期需求刚性和需求前景。
  - 根据中汽协数据，2020 年中国新能源汽车销量为 136.7 万辆，渗透率为 5.4%，根据 EVTank 数据，2020 年全球新能源汽车销量为 331.1 万辆，渗透率 4.1%。2021 年 1-6 月，中国新能源汽车销量为 120.6 万辆，考虑到新能源汽车强势增长的良好态势，根据国金新能源组预测，2021 年中国新能源汽车产量 260 万辆，全球新能源汽车产量 620 万辆。
  - 综合考虑新能源汽车产业链成熟度、车企未来的规划、政策力度支持，预计全球新能源汽车将在未来保持快速增长，全球新能源汽车销量有望在 2025 年达到 1879 万辆，中国新能源汽车销量有望在 2025 年达到 788 万辆（CAGR=41.89%）。

图表 13：动力电池是锂最大的下游需求



图表 14：2015-2025 年全球新能源汽车销量及渗透率



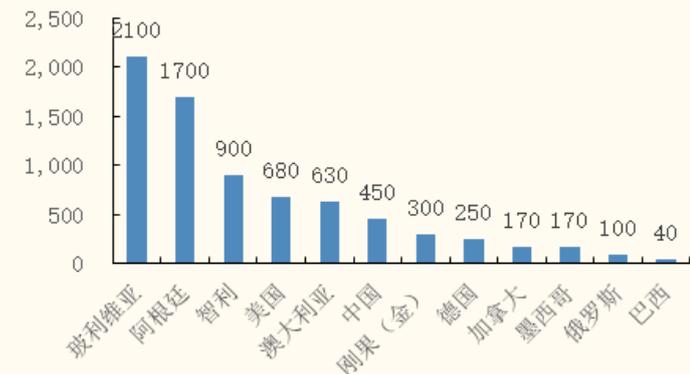
来源：智研咨询，国金证券研究所

来源：中汽协，EV Sales, EVTank, 国金证券研究所

■ 供给端：国内海外短期内供给增量有限，长期看复产和投产进度。

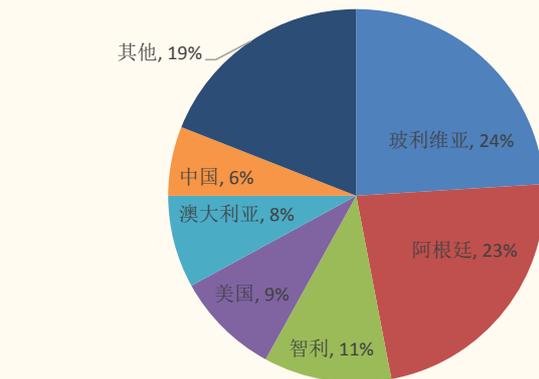
- 全球南美盐湖和澳洲锂矿为锂资源主要产地。根据美国地质调查局 USGS 数据，截至 2020 年末，全球锂资源量约 8600 万吨，其中南美“锂三角”地区（智利、阿根廷和玻利维亚交界处的高海拔湖泊和盐沼）的锂资源量之和约占全球锂资源总量的近 60%，其他资源量丰富的国家还有澳大利亚、美国和中国，其中澳大利亚锂资源量为 630 万吨且大部分为硬岩型锂矿，是世界上最大的硬岩型锂矿出口国。我国锂资源储量约占全球锂资源储量的 6%。

图表 15：2020 年主要锂资源国查明资源量情况（万吨）



来源：USGS，国金证券研究所

图表 16：全球锂资源储量占比，中国占 6%



来源：USGS，国金证券研究所

■ 海外锂矿预计 2021 年产量 19.1 万吨，2022 年产量 23.1 万吨（折 LCE）

- 目前海外锂矿在产的仅有 Greenbushes、Marion、Cattlin 和 Pilgangoora 四个澳洲矿山。Altura 今年四季度复产，预计 2022 年开始贡献增量。Alita 目前尚无复产计划，Wodgina 雅宝项目有望在 2022 年之后重启，剩下矿山绝大部分在 2023 年下半年投产，产出比较有限。
- 泰利森 Greenbushes 二期已建成 60 万吨化学级锂精矿产能，投产进度将与天齐和雅宝两大股东冶炼产能相匹配。Cattlin 和 Pilgangoora 在 21 年锂市回暖的背景下大概率将恢复满产。Altura 四季度复产后产能 22 万吨锂精矿/年，折碳酸锂约 2.5 万吨，具体产量看投产进度。
- 预计 2021 年海外锂矿产量为 19.1 万吨，比 2020 年增加 1.8 万吨，2022 年产量 23.1 万吨，2024 年后有较大供给增量。

图表 17：2020-2025 年海外锂矿产量（万吨）（折 LCE）

矿山名称	股东	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
澳大利亚 Greenbushes	天齐控股 51% (IGO25%)、雅宝 49%	120 万吨/年化学级锂精矿、15 万吨/年技术级锂精矿	新增化学级锂精矿产能 60 万吨/年，投建时间未定	7.8	7.8	9.8	14	18	22
澳大利亚 Mt Marion	MRL50%、赣锋锂业 50%	45 万吨锂精矿		4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
澳大利亚 Mt Cattlin	银河资源	24 万吨锂精矿		1.1	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
澳大利亚皮尔巴拉 Pilgangoora	Pilbara Minerals	33 万吨锂精矿	二期 50-55 万吨，三期 80-85 万吨锂精矿产能	1.5	4	4.5	5	5	5
澳大利亚 Altura	Altura	22 万吨锂精矿	2021Q4 复产	2.1		1.5	2.5	2.5	2.5
澳大利亚 MtHolland	Wesfammers/智利 SQM		年产 5 万吨氢氧化锂					2	5
澳大利亚 Wodgina	MRL40%、雅宝 60%	75 万吨锂精矿，并配套建设 10 万	复产时间预计在 22 年之后					2.5	5

矿山名称	股东	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
		吨（一期5万吨） 氢氧化锂生产线							
加拿大 James Bay	银河资源		24年生产33万吨 锂精矿					4	4
非洲马里 Goulamina	荷兰 SPV 50%、赣锋锂业 50%		一期预计24年投 产，产量约45.5 万吨锂精矿，折合 LCE 5.7万吨					5.7	5.7
合计				17.3	19.1	23.1	28.8	47	56.5

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 南美盐湖预计2021年产量15.5万吨，2022年产量21.4万吨（折LCE）

- 目前南美盐湖在产的仅有 Atacama、Hombre Muerto 和 Olaroz-Orocobre 三家。2020 年受疫情影响，南美盐湖扩产建设进度均放缓，Olaroz 和 Cauchari 项目均宣布延期投产半年至一年左右，建设完工延迟至 2021 年末或 2022 年。南美盐湖产能最大增量来自智利 SQM 和雅宝控制的 Atacama 盐湖，SQM5 万吨/年碳酸锂产能将在 2021 年底投产，计划 21 年底前碳酸锂产能 12 万吨+氢氧化锂 2.15 万吨，2023 年底前碳酸锂产能 18 万吨+氢氧化锂产能 3 万吨。
- 盐湖提锂受淡水资源、卤水晾晒、生态问题等因素制约，开发存在较大难度，需要较长的开发周期，短时间内难以实现产能的快速增加，盐湖供给增量将在 2022 年开始逐步释放。预计 2021 年南美盐湖产量为 15.5 万吨，比 2020 年增加 1.3 万吨，2022 年产量 21.4 万吨。

图表 18：2020-2025 年南美盐湖产量（万吨）（折 LCE）

盐湖名称	拥有开发权的企业	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
Sal de Vida 盐湖	银河资源		一期 1 万吨电池级碳酸 锂 22Q4 建成投产			0.5	1	1	1
Atacama 盐湖	智利 SQM、美国雅 宝 ALB	7 万吨碳酸锂	21 年底前碳酸锂产能 12 万吨+氢氧化锂 2.15 万吨；2023 年底 前碳酸锂产能 18 万吨 +氢氧化锂产能 3 万吨	11	12	15	18	21	21
salar del Hombre Muerto 盐 湖	美国 Livent	1.8 万吨碳酸 锂+2.5 万吨氢 氧化锂	一期 0.95 万吨碳酸锂 2023Q1 投产；二期 1 万吨碳酸锂 2023Q4 投产；0.5 万吨氢氧化 锂 2022Q3 投产	2	2.2	2.5	3	4	5
Olaroz- Orocobre 盐湖	Orocobre66.5%、 TCC	1.8 万吨碳酸 锂	二期 2.5 万吨计划 22 年完工，24 年下半年 达产	1.2	1.3	1.3	2	2.5	3
Cauchari- Olaroz 盐 湖	荷兰赣锋 51%、美 洲锂业 49%		在建 4 万吨 2021 年底 完成建设，2022 年初 投产			2	4	4	4
Rincon 盐 湖	Argosy		2000 吨/年，2022 年 中产出			0.1	0.2	0.2	0.2
Uyuni 盐湖	Comibol	竞标中	2022 年达到 1.5 万吨 LCE/年				0.75	1.5	1.5
总计				14.2	15.5	21.4	28.95	34.2	35.7

来源：各公司公告，国金证券研究所

■ 国内锂矿预计 2021 年产量 5.9 万吨，2022 年产量 10 万吨（折 LCE）

- 目前有采矿权且有产能和开采计划的四川锂辉石矿山有甲基卡、李家沟和业隆沟。甲基卡是亚洲最大锂辉石矿，拥有 105 万吨/年露天采矿

能力、45 万吨/年矿石处理的采选能力，康定融捷锂业 250 万吨/年锂矿精选项目选址在康定市姑咱镇鸳鸯坝地块，目前已取得土地使用权，正开展项目备案及环评等工作，计划年供应锂精矿约 47 万吨，融捷股份今年计划生产 8 万吨锂精矿，折碳酸锂约 1 万吨。李家沟因环评问题延后生产，计划年产 18 万吨锂精矿。业隆沟今年计划生产 7.4 万吨锂精矿。

- 锂云母矿中宜春钽铌矿、化山瓷石矿和狮子岭锂瓷石矿现有确定性增量。宜春钽铌矿年产锂云母精矿 12 万吨，折碳酸锂 2 万吨。永兴材料 70% 持股的化山瓷石矿生产规模 100 万吨/年，现有 1 万吨碳酸锂产能，计划扩产 2 万吨碳酸锂，1 万吨 22Q1 投产，另 1 万吨 22Q2 投产。
- 预计 2021 年国内锂辉石和锂云母矿产量为 5.9 万吨，比 2020 年增加 1.3 万吨，2022 年产量 10 万吨。

图表 19: 2020-2025 年国内锂矿产量 (万吨) (折 LCE)

锂矿名称	上市公司/归属公司	现有产能	规划产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
四川省康定市甲基卡锂辉石矿 No134#脉	融捷股份	105 万吨/年露天采矿能力，45 万吨/年矿石处理的采选能力	鸳鸯坝项目计划年供应锂精矿约 47 万吨	1	1	1	2	2	3
四川省金川县李家沟锂辉石矿	川能动力 (62.75%) 雅化集团 (37.25%)	环评延后	日处理 4200 吨原矿，年处理原矿 105 万吨，年生产精矿 18 万吨，力争 2022 年实现投产			0.5	1	1	1
四川省金川县业隆沟锂多金属矿	盛新锂能 (75%)	原矿生产规模 40.5 万吨/年			0.5	2	2	2	2
宜春钽铌矿 (414 矿)	江西钨业	生产规模 231 万吨/年，年生产锂云母 (折含量 5%) 12 万吨、锂长石 108 万吨，LCE 2 万吨	拟投资建设白市村化山瓷石矿年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目	2	2	2	2	2	2
宜春云母化山瓷石矿	永兴材料 (70%) 宜春矿业 (30%)	生产规模 100 万吨/年	永兴 2 万吨扩产延后，1 万吨 22Q1 投产，另 1 万吨 22Q2 投产	0.8	1.2	2.5	3.2	3.3	3.3
宜丰县狮子岭锂瓷石矿	江特电机 (80%)	生产规模 60 万吨/年		0.8	1.2	2	3	3	3
合计				4.6	5.9	10	13.2	13.3	14.3

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

- 国内盐湖预计 2021 年产量 7.5 万吨，2022 年产量 9.1 万吨 (折 LCE)
  - 国内锂辉石矿资源储量低、扩产进度慢，锂云母矿近年来技术突破+成本下降有望成为重要补充，目前国内供给增量主要来自盐湖。
  - 我国盐湖主要分布在青海和西藏，青海盐湖起步早、集中力强，西藏盐湖资源禀赋好、潜力大。青海察尔汗盐湖低锂浓度提锂技术已经成熟，蓝科锂业现有 1+2 万吨碳酸锂产能，新增的 2 万吨已于今年 4 月爬坡释放产能，目前碳酸锂日产量达 100 吨，藏格锂业 1 万吨，未来规划合计 7 万吨规模。东台吉乃尔盐湖当前产能 2 万吨，计划扩产 1 万吨。西台吉乃尔盐湖当前产能 3 万吨，计划扩产 2 万吨。一里坪盐湖当前产能 1 万吨，计划扩产 1 万吨。西藏扎布耶盐湖资源禀赋极佳，但因为西藏开采环境限制，目前产能 1 万吨。
  - 预计 2021 年国内盐湖产量为 7.5 万吨，比 2020 年增加 1.53 万吨，2022 年产量 9.1 万吨。

图表 20: 2020-2025 年国内盐湖产量 (万吨) (折 LCE)

盐湖名称	上市公司/归属公司	现有产能	规划总产能	2020 产量	2021E 产量	2022E 产量	2023E 产量	2024E 产量	2025E 产量
察尔汗盐湖	蓝科锂业、藏格锂业、比亚迪 (中试)	4	7	1.36	2.5	3.7	4	4	4
东台吉乃尔	青海锂资源 (74.5%)	2	3	0.44	0.6	0.6	0.8	0.9	0.9
西台吉乃尔	中信国安、恒信融锂业	3	5	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.7
一里坪盐湖	赣锋锂业 (49%)	1	2	1.06	1.1	1.1	1.3	1.7	1.9
大柴旦盐湖	亿纬锂能、大华化工	1	1	0.97	1	1	1	1	1
巴伦马海盐湖	st 兆新 (16.67%)	0.7	3	0.05	0.2	0.3	0.4	0.5	0.6
扎布耶盐湖	中国宝武 (22.3%)、天齐锂业 (20%)	1	2-3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
龙木错盐湖	西藏城投 (41%)			0.46	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
合计				5.97	7.5	9.1	10.1	11	11.9

来源: 各公司公告, 国金证券研究所

### 三、矿价高位维持, 铁矿板块盈利稳定

#### 3.1 手握亚洲最大富铁矿, 定增夯实主业、提升盈利能力

##### ■ 公司铁矿石产品包括块矿、粉矿和铁精粉

- 公司铁矿石是合理搭配高炉炉料结构的首选酸性配料。铁矿石产品的主要用途系提供给钢铁企业冶炼成生铁和钢材, 由于铁矿石品位及伴生元素的差异化, 公司生产的铁矿石产品具有高硅、低铝、低磷、呈酸性等特质。高炉炼铁过程中, 炉料中通常需配比加入酸性的硅石或球团矿进行酸碱调节。目前, 国内钢铁企业铁矿石主要依赖进口, 进口矿硅含量相对较低, 而公司的铁矿石产品作为硅含量较高的酸性矿, 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。
- 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 目以下占比达到 90%以上, 是球团厂的重要原料。

图表 21: 公司块矿、粉矿和铁精粉产品



来源: 公司官网, 国金证券研究所

■ 石碌铁矿资源储备丰富，品质优良

- 公司拥有的石碌铁矿，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“亚洲第一富铁矿”。
- 根据海南省资源环境调查院出具的《海南省昌江县石碌铁钴铜矿 2020 年度矿山储量年报》，截至 2020 年 12 月 31 日，石碌矿区共计保有工业铁矿石资源储量 2.34 亿吨，平均 TFe 品位 46.58%（我国铁矿石平均品位约为 30%-35%），其中含探明资源量铁矿石 0.51 亿吨、控制资源量铁矿石 0.44 亿吨，推断资源量铁矿石 1.39 亿吨；低品位铁矿石储量为 0.28 亿吨，平均 TFe 品位为 25.90%。

图表 22：公司成品铁矿石质量指标

产品名称	成品铁矿石质量指标
高炉块矿	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%
	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 的粒级均 ≤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 的粒级 ≤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%

来源：公司官网，国金证券研究所

■ 公司铁矿石开采以地采为主，露采为辅，2020 年原矿产量 612.98 万吨，成品矿产量 311.87 万吨。

- 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，生产规模为年采剥总量 1600 万吨，原铁矿石 460 万吨，成品铁矿石 300 万吨。
- 公司的石碌铁矿露天矿区即将被开采完毕，开采方式将由露天开采向露天开采与地下开采相结合转变，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。
- 公司地采方面充分发挥双主井生产优势，严格执行满井给矿制度，2020 年 5 月首次实现地采月度达产。2020 年公司铁矿石产能得到大幅提升：原矿产量实现 612.98 万吨，同比增长 41.09%，创历史新高；地采产量达 421.18 万吨，同比增长 49.89%；成品矿产量 311.87 万吨，同比增长 21.47%。

图表 23: 公司成品铁矿石产销量 (万吨) 与产销率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### ■ 铁矿石运输条件便利

- 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。
- 混配矿业务方面, 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。

### ■ 建立稳定良好的上下游客户合作关系

- 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, 公司在行业内积累了良好的口碑, 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, 公司着力打造“铁矿石生态朋友圈”, 2020 年公司开发了上海欧冶金源国际贸易有限公司等 12 家新用户; 积极走访马钢国贸、南京钢铁、阳春新钢等老客户, 促成 4 家恢复使用公司产品; 积极推进与大客户的战略合作, 与宝武集团、阳春新钢等大客户签订了战略合作协议, 公司成品矿销量为 309.31 万吨, 产销率为 99.18%。
- 在油气领域, 洛克石油长期与包括马来西亚国家石油公司、中海油、中石油、中石化等在内的国家石油公司建立了稳定良好的合作关系。
- 定增募资加码铁矿石项目, 项目核心为地采及磁化焙烧改造带来的能力能力提升, 预计产量增长有限, 但单吨毛利可提升 200-300 元/吨。
- 2020 年 11 月, 公司拟向不超 35 名的特定投资者非公开发行不超 586,416,094 股 (含本数), 募集资金总额不超 75,689.00 万元, 主要投资于石碌铁矿-120m~-360m 中段采矿工程建设项目和石碌铁矿石悬浮磁化焙烧技术改造项目。2021 年 3 月 15 日, 定增项目获得了发审委的审核通过; 8 月 3 日, 公司收到关于收到中国证监会核准公司非公开发行股票批复。
- 地采项目达产后, 地下开采原矿的生产能力可达 320 万吨/年, -120m~-360m 阶段可服务 21 年, 稳产 12 年。在当前铁矿石需求与价格同时提升的情况下, 地采项目的实施有利于进一步扩大公司规模化的产能, 提高公司产品竞争力。由于公司成品矿产量已达到 310 万吨以上, 项目投产后, 对产量增加有限。

- 磁化焙烧项目实施后，经悬浮磁化焙烧处理的物料后续选别可获得优异指标，铁精矿品位从原来的 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率显著提升。其品种提升带来售价提升，预计整体吨盈利提升 200-300 元/吨。

图表 24: 公司定增投资项目

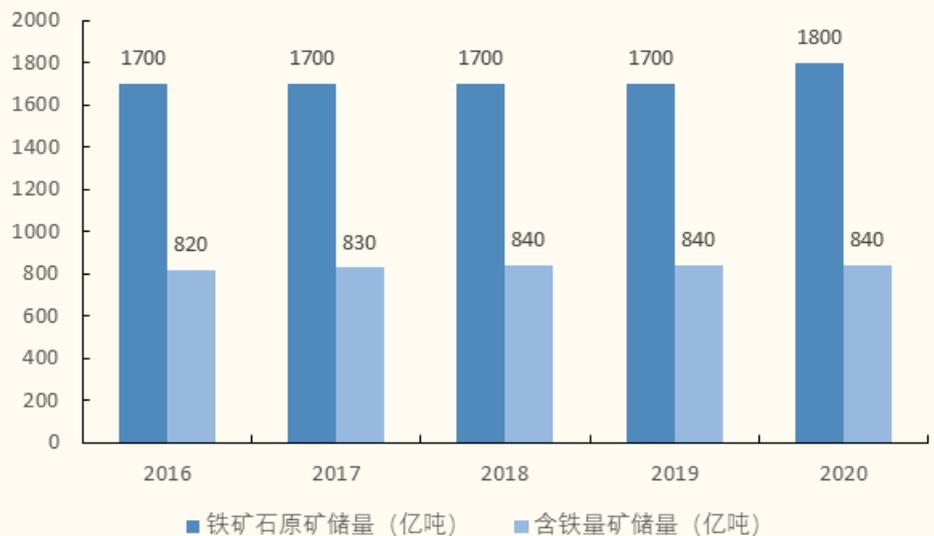
序号	项目	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 金额(万元)
1	石碌铁矿-120m~-360m 中段采矿工程建设项目	54,347.12	46,701.83
2	石碌铁矿石悬浮磁化焙烧技术改造项目	35,010.38	28,987.17
合计		89,357.50	75,689.00

来源：公司公告，国金证券研究所

### 3.2 铁矿石价格 130-180 美元/吨高位维持

- 供给端--全球铁矿石资源主要集中在澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国。
  - 目前，全球有七大洲都发现有铁矿石资源，根据美国地质调查局 USGS 的数据，2020 年全球铁矿石原矿储量约 1800 亿吨，同比增加 100 亿吨。其中，含铁量铁矿石储量在 840 亿吨左右，占全球铁矿石原矿储量的 46.67%。

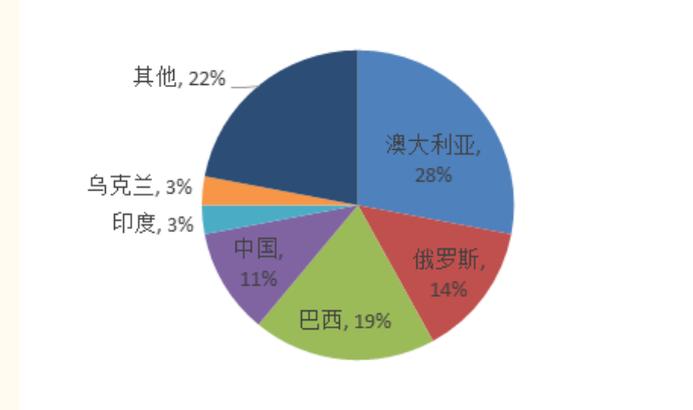
图表 25: 2016-2020 年全球铁矿石储量统计 (亿吨)



来源：USGS，前瞻产业研究院，国金证券研究所

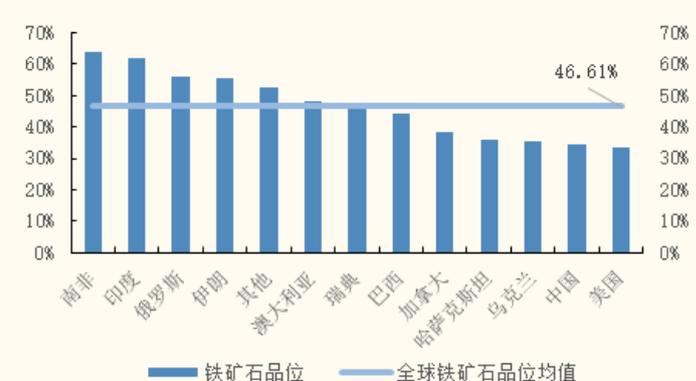
- 澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国铁矿石储量合计占比超过 70%。根据美国地质调查局 USGS 的数据，2020 年澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国铁矿石储量分别为 500 亿吨、340 亿吨、250 亿吨和 200 亿吨，分别占世界总储量的 27.8%、18.9%、13.9% 和 11.1%。另外，印度、乌克兰和加拿大等国家铁矿石资源也较为丰富。
- 南非、印度铁矿石品位高，中国铁矿石品位远低于平均水平。2020 年全球铁矿石平均品位为 46.6%，根据 USGS 数据，南非、印度铁矿石平均品位超过 60%；俄罗斯、伊朗铁矿石平均品位在 50%-60% 之间；澳大利亚、瑞典、巴西平均铁矿石品位在 40%-50% 之间；中国铁矿石平均品位仅 34.5%，远低于全球铁矿石平均品位 46.6%。

图表 26: 澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国铁矿石储量合计占比超过 70%



来源: USGS, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

图表 27: 南非、印度铁矿石品位高, 中国铁矿石品位远低于平均水平



来源: USGS, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

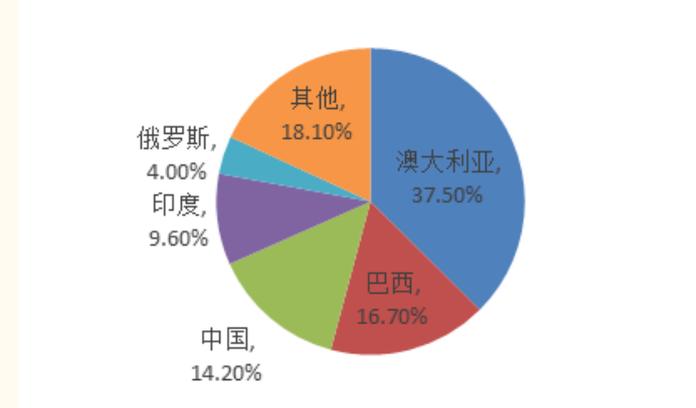
- 2020 年全球铁矿石产量达 24 亿吨, 澳大利亚、巴西、印度、中国、俄罗斯产量共占比 82%。根据 USGS 数据, 2020 年全球铁矿石产量达 24 亿吨, 同比降低 2.04%, 主要集中在澳大利亚、巴西、印度、中国、俄罗斯五国, 分别占全球铁矿石总产量的 37.5%、16.7%、9.6%、14.2%和 4.0%, 合计占比达 82%。受疫情影响, 以印度、南非、秘鲁、智利、美国和毛里塔尼亚等非主流国家为代表的 500 铁矿石减产量大约为 4400 万吨。

图表 28: 全球铁矿石产量 (亿吨) 与增速 (%)



来源: wind, USGS, 国金证券研究所

图表 29: 2020 年全球铁矿石产量按地区分布



来源: USGS, 国金证券研究所

- 全球四大矿山构成寡头垄断格局。澳大利亚拥有的力拓、必和必拓、FMG 公司和巴西拥有淡水河谷公司四大铁矿巨头垄断了全球几乎所有的在产高品位铁矿石资源、50%的铁矿石产量和 75%左右的铁矿石海运量。四大矿山公司在全球铁矿石行业中扮演了重要角色, 在全球铁矿石贸易中具有较高的定价话语权, 从一定程度上挤压了国内钢铁行业的盈利空间。
- 截至 2019 年, 淡水河谷、力拓、必和必拓和 FMG 铁矿石储量分别为 161.18 亿吨、30.66 亿吨、48.10 亿吨和 22.88 亿吨, 合计 262.82 亿吨, 占全球铁矿石储量的 15.46%。从含铁储量来看, 上述四大矿山含铁储量分别为 90.10 亿吨、18.77 亿吨、29.70 亿吨和 13.16 亿吨, 合计 151.73 亿吨, 占全球铁矿石含铁储量的比重为 18.73%。四大矿山矿产资源丰富且质量优异, 2019 年淡水河谷、力拓、必和必拓和 FMG 拥有矿山的平均品位分别为 55.90%、61.23%、61.74%和 57.50%, 四大矿山平均品位为 57.73%, 高于全球铁矿石品位平均水平。

- 根据四大矿山公司年报，2019 年度四大矿山公司的铁矿石产量分别为：淡水河谷（3.02 亿吨）、力拓（3.44 亿吨）、必和必拓（2.40 亿吨）和 FMG（1.68 亿吨），合计 10.54 亿吨，占全球产量的 46.68%。从出口来看，四大矿企占据澳大利亚、巴西两国铁矿出口量九成以上。
- 2021 年四大矿山铁矿石供给将有所回升。2021 年四大矿山新建产能主要以替代枯竭矿山为主，新增产能主要来自淡水河谷的 5500 万吨；同时国内矿山受利润驱使也将有一定的产量增加。

图表 30：四大矿山 2021-2022 年新增产能统计（万吨）

投产时间	企业名称	新建产能	项目名称
2020 年 12 月	FMG	3000	Eliwana
2021 年	必和必拓	8000	South Flank
2021 年底	力拓	4300	Koodaideri
2021 年	力拓		西安吉拉斯等项目
2021 年	力拓		西特纳辛特莱恩（Western Turner Syncline）二期项目
2021 年	淡水河谷	5500	Morro1、Timbopeba、Fabrica、MaravilhasIII 等项目
2022 年上半年	FMG	2200	铁桥磁铁矿项目

来源：卓创资讯，国金证券研究所

#### ■ 需求端--铁矿石消费增量主要来源于中国

- 从下游需求来看，铁矿石消费增量主要来源于中国。我国是全球最大的钢铁生产和消费大国，粗钢产量占全球比例近几年维持在 50%左右，生铁产量占全球比例维持在 60%左右。

图表 31：中国粗钢产量（亿吨）与全球占比（%）



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：中国生铁产量（亿吨）与全球占比（%）



来源：wind，国金证券研究所

#### ■ 2021 年铁矿石价格仍维持高位

- 2020 年，新冠疫情扰动全球铁矿石供需，巴西发货量下降，全球铁矿石需求疲软而中国铁矿石需求旺盛，截止 2020 年 12 月 31 日，普氏 62%铁矿石指数年均值 108.87 美元/吨。2020 年底以来，因国内钢厂需求强劲，加之海外钢材需求逐渐恢复等原因，铁矿石价格一路在震荡中显著走高。
- 2021 年上半年铁矿石价格呈现出震荡偏强走势，整体维持高位运行。上半年普氏 62%铁矿石指数均值 183.45 美元/吨，并在 5 月 12 日创历史新高高位 233.10 美元/吨。本轮铁矿石价格上涨因素：一是国内外经济伴随新冠疫情好转持续恢复，钢材需求保持较高增长导致需求增加；

二是国外主流矿山发运量不及预期；三是中国与澳洲地缘政治和贸易摩擦进一步加剧供给紧张趋势；四是部分投机资本借机炒作推高铁矿价格。

- 从 2021 年 6 月起，随着钢铁产能回头看、产能产量双控、钢铁出口关税政策以及货币政策等国家宏观调控措施的实施，铁矿石价格逐步回归基本面，震荡下行至 130 美元/吨左右。
- 我们预计，年内铁矿石价格在宏观调控政策压力下，进一步上行价格有限；同时，基于实际的基本面供需，进一步下行空间也有限。预计价格维持在 130-180 美元/吨之间高位区间震荡。

图表 33: 铁矿石价格走势 (美元/吨)



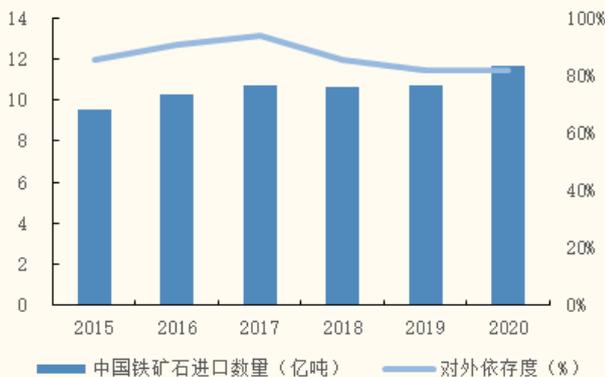
来源: wind, 国金证券研究所

### 3.3 我国铁矿高度依赖进口，国产优质矿商稀缺性凸显

#### ■ 我国铁矿中长期高度依赖进口

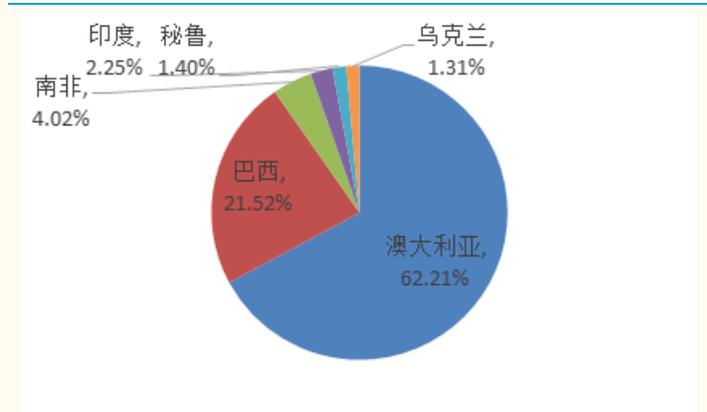
- 我国是全球最大的铁矿石进口国和消费国，根据国家统计局数据，近 10 年来，我国铁矿石进口量从 2010 年的 6.2 亿吨增长到 2020 年的 11.7 亿吨，对外依存度高达 80%以上，而困囿于国内铁矿品味低、品质差、开采成本高等原因，我国铁矿石中长期依然还将高度依赖进口。2019 年，中国从澳大利亚、巴西两国进口铁矿石量达到 8.94 亿吨，占总进口量的 83.7%，如果澳大利亚和巴西的铁矿石供应萎缩，国内钢铁行业将受到严重影响。

图表 34: 我国铁矿石对外依存度达 80%以上



来源: 中国海关总署, 国金证券研究所

图表 35: 2019 年我国进口铁矿石来源分布

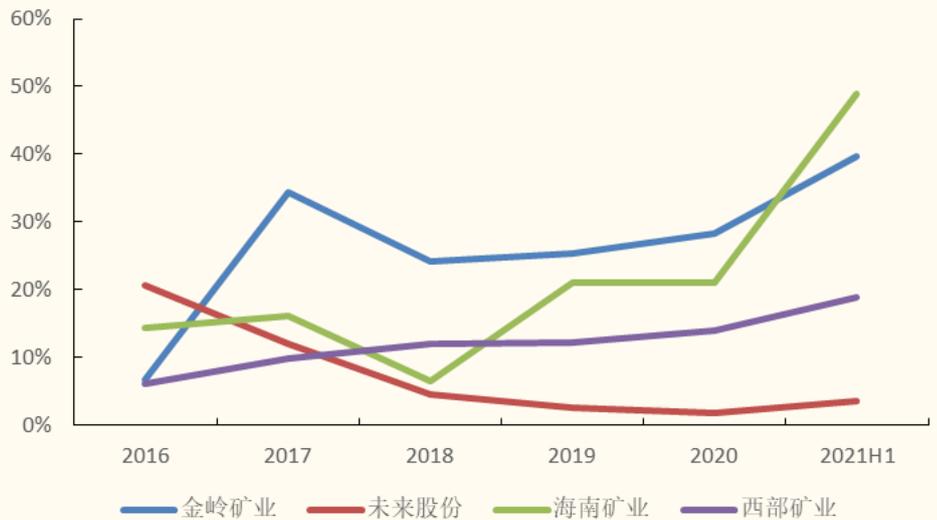


来源: mysteel, 国金证券研究所

■ 公司铁矿石具备成本优势，降本增效效果显著

- 公司目前铁矿石产品以块矿为主，由于块矿采选工艺流程简单，公司铁矿石产品生产成本在国内同行业中具有明显优势。较低的采选成本使本公司营业毛利率与同行业公司相比具备一定优势。
- 公司努力提升产量的同时有效控制成本，2020年铁矿石单位生产成本较上年同期下降46.92元/吨，2021年一季度单位生产成本较2020年约下降18元。降本增效具体措施包括：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。

图表 36：行业主要公司毛利率比较



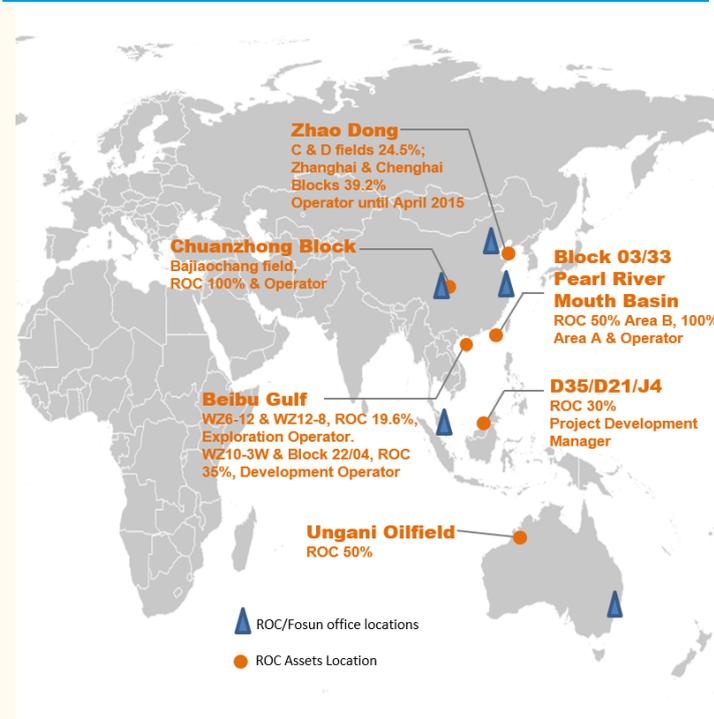
来源：wind，国金证券研究所

四、油气业务占比不高，新项目可期待

- 公司收购洛克石油 51%股权。2018年12月，公司、Xinhai、复星国际和 Transcendent Resources 签署了股份购买协议，收购复星国际之全资子公司持有的洛克石油 51%股权。截至 2019年6月12日，公司之全资子公司 Xinhai 以现金 229,500,000 美元购买复星国际之全资子公司 Transcendent Resources 所持有的洛克石油 51%股权，已完成股权交割工作。
- 洛克石油公司(洛克)是澳大利亚领先的独立上游油气公司之一，在中国、东南亚和澳大利亚均有业务。公司的业务涵盖从石油勘探、评价到开发、生产的上游全周期作业。
  - 重点区域油气上游全周期业务运营能力：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，洛克的行业定位鲜明，具备独特的竞争优势，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。现有合作伙伴包括马来西亚国家石油公司、戴乐石油公司、豪信石油公司等。在澳大利亚同等规模的石油公司里，罕有其他公司有像洛克这样开展油气上游行业的全周期作业。
  - 行业经验丰富的国际化管理团队：洛克的员工团队业务能力强，作业经验丰富，大部分具有国际化专业水准和技术背景。洛克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。洛克非常注重企业的财务业绩表现，致力于为股东创造更大价值。

- **成本控制:** 通过采取推迟和减少非必要性的资本支出、持续通过技术手段增储、摊薄固定摊销成本、与钻井供应商谈判、节省钻井费用等各项措施有效控制成本。
- 洛克石油全年整体生产经营稳定,产量较去年同期有所上升,2020 全年实现工作权益产量 302.13 万桶(原油当量),较去年同期增加 0.95%。

图表 37: 洛克石油资源分布



图表 38: 洛克石油年产量(百万桶油当量)

Production Summary (working interest)										
(MMBOE)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
<b>Production - by product (MMBOE)</b>										
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	
<b>Total</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	
<b>Production - by region (MMBOE)</b>										
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	-	-	-	-	-	
<b>Total</b>	<b>2.4</b>	<b>2.7</b>	<b>3.7</b>	<b>3.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>	

来源: 洛克石油官网, 国金证券研究所

来源: 洛克石油官网, 国金证券研究所

#### ■ 1.4 亿美元收购 EOG 中国, 实现资产结构油气平衡

- 根据公司加大在天然气等清洁能源领域布局的战略规划,洛克石油于 2021 年 5 月完成对 EOG 中国 100% 股权的并购,获得位于四川盆地的八角场天然气田 100% 作业权,并在该项目上与中石油展开后续合作。目前洛克石油正在对八角场气田进行快速投后整合。该气田 2020 年总产量为 3.78 亿立方米,约 230 万桶当量,洛克石油将获得收益相对稳定的天然气资产,资产储量结构将调整为原油 52%、天然气 48%,实现资产结构上的油气平衡。同时,通过标的公司的收购,预计洛克石油的储量可增长 70% 以上,年产量可以提升近 100%,为其持续健康发展奠定了良好基础。

## 五、盈利预测&投资建议

- **铁矿石采选及加工业务预计 2021-2023 年营收分别为 30.09 亿元、30.40 亿元、30.40 亿元,毛利率分别为 50%、60%、70%。主要假设:**
  - 产量: 公司铁矿石产量近几年较稳定,预计 2021-2023 年铁矿石产量均为 320 万吨,产销率 100%。
  - 价格: 预计未来几年铁矿石价格维持高位震荡态势,预计 2021-2023 铁矿石价格分别为 950 元/吨、950 元/吨、950 元/吨,对应 140 美元/吨左右价格,相对平稳。
  - 毛利率: 定增技改项目完成后,公司部分铁精粉产品品位从 62% 提升到 65%,单吨毛利提升 200 元/吨以上。考虑项目投产时间为 2022 年,盈利能力的完全体现在 2023 年,预计对应 2022、2023 年吨毛利分别

提升 100 元/吨、200 元/吨。综上，预计 2021-2023 年公司铁矿石业务毛利率为 50%、60%、70%。

- **油气开采业务预计 2021-2023 年营收分别为 11.90 亿元、17.00 亿元、18.70 亿元，毛利率为 40%。** 主要假设：
  - 产量：洛克石油收购 EOG 后产量将达到 500-550 万桶/年，预计公司 2021-2023 年石油产量分别为 350 万桶、500 万桶、550 万桶，产销率 85%。
  - 价格：国际原油价格正处于上涨通道，预计 2021-2023 年公司石油产品价格价格为 400 元/桶。
- **锂盐加工业务预计 2023 年营收 24 亿元，毛利率 42%。** 主要假设：
  - 产量：根据公告的 1.5 年建设周期，预计 2 万吨氢氧化锂项目最快 2022 年底投产，2023 年开始贡献营收、利润。因此，预测 2023 年产量为 2 万吨；
  - 价格：判断到 2023 年氢氧化锂主要原料锂精矿供给仍不够充足，对应氢氧化锂价格仍维持相对强势，预计价格区间在 12-15 万元/吨，保守预计 2023 年均价为 12 万元/吨。
  - 毛利率：假设 2 万吨产量中，其中 1 万吨以自有矿山为原材料，毛利率 58%左右，另 1 万吨以包销的锂精矿为原材料，毛利率 25%左右，综合毛利率 42%左右。
- 铁矿石贸易业务 2021-2023 年营收增速分别为 0%、5%、5%，营收分别为 4.48 亿元、4.70 亿元、4.94 亿元。其他业务维持不变。

图表 39：分业务盈利预测

(单位：亿元)	2018	2019	2020	2021 E	2022 E	2023 E
营业总收入	13.87	37.18	27.64	47.69	53.32	79.26
yoy	/	168.16%	-25.67%	72.57%	11.80%	48.64%
毛利	0.91	7.83	5.81	20.54	25.78	39.59
毛利率(%)	6.57%	21.06%	21.04%	43.06%	48.34%	49.95%
<b>铁矿石采选及加工</b>						
营收	8.53	12.20	15.48	30.10	30.40	30.40
yoy	/	43.10%	26.86%	94.38%	1.01%	0.00%
毛利	0.28	3.75	5.34	15.05	18.24	21.28
毛利率(%)	3.27%	30.69%	34.47%	50.00%	60.00%	70.00%
产量(万吨)	221.17	256.75	311.87	320.00	320.00	320.00
销量(万吨)	272.04	244.67	309.31	316.80	320.00	320.00
产销率(%)	123.00%	95.30%	99.18%	99.00%	100.00%	100.00%
价格(百元/吨)	3.13	4.99	5.01	9.50	9.50	9.50
<b>矿石贸易</b>						
营收	4.46	14.42	4.48	4.48	4.70	4.94
yoy	/	223.27%	-68.94%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利	0.10	0.51	0.18	0.18	0.19	0.20
毛利率(%)	2.30%	3.54%	3.93%	4.00%	4.00%	4.00%
<b>油气开采</b>						
营收		9.77	6.46	11.90	17.00	18.70
yoy		/	-33.89%	84.28%	42.86%	10.00%
毛利		3.07	-0.25	4.76	6.80	7.48
毛利率(%)		31.48%	-3.80%	40.00%	40.00%	40.00%
产量(万桶)		229.29	302.13	350.00	500.00	550.00
销量(万桶)		260.61	255.72	297.50	425.00	467.50
产销率(%)		113.66%	84.64%	85.00%	85.00%	85.00%

价格(百元/桶)		3.75	2.53	4.00	4.00	4.00
<b>锂盐加工</b>						
营收						24.00
yoy						0.00%
毛利						10.08
毛利率(%)						42.00%
产量(万吨)						2.00
价格(万元/吨)						12.00
<b>其他</b>						
营收	0.88	0.79	1.22	1.22	1.22	1.22
yoy	/	-9.68%	53.64%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利	0.53	0.50	0.55	0.55	0.55	0.55
毛利率(%)	60.35%	63.19%	45.04%	45.00%	45.00%	45.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 综上, 预测 2021-2023 年公司营收分别为 47.69 亿元、53.32 亿元、79.26 亿元, 实现归母净利润分别为 11.56 亿元、14.95 亿元、23.63 亿元, 实现 EPS 分别为 0.60 元、0.77 元、1.21 元, 对应 PE 分别为 36 倍、28 倍、18 倍。
- 估值部分, 我们采用分部估值, 铁矿石及油气业务对应市值 180 亿元; 锂电板块对应合理市值 220 亿元, 考虑锂矿收购预期, 到 2023 年市值空间 460 亿元, 综合市值 630 亿元, 对应目标价 31 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 铁矿石及油气部分。综合考虑 A 股铁矿石、油气公司平均估值, 给予上述业务 15 倍 PE, 按 21 年 11.56 亿净利润, 对应 170 亿市值以上。

图表 40: 铁矿石油气业务可比公司估值

代码	名称	股价(元)	EPS(万得一致预测均值)			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000629	攀钢钒钛	2.25	0.13	0.14	0.14	17.31	16.07	16.07
000923	河钢资源	23.10	2.71	3.85	3.90	8.54	6.00	5.92
600010	包钢股份	1.61	0.12	0.13	0.14	13.42	12.38	11.50
002978	安宁股份	59.01	2.67	3.03	3.21	22.07	19.50	18.38
601857	中国石油	5.19	0.33	0.36	0.40	15.57	14.28	12.90
	中位数					<b>15.57</b>	<b>14.28</b>	<b>12.90</b>
	平均数					<b>15.38</b>	<b>13.65</b>	<b>12.96</b>

来源: wind、国金证券研究所

- **锂电新业务。** 锂盐可比公司中, 当前 A 股锂盐公司普遍每万吨锂盐产量对应市值在 110-250 亿之间, 行业龙头公司每万吨锂盐产量估值可以给到 300 亿以上, 整体均值在 230 亿左右, 主要考虑因素为技术路径不同、成本差异, 特别是资源匹配度。
- 考虑公司 2 万吨氢氧化锂项目建设周期为 1 年半左右, 预计 2023 年初有望投产。同时, 氢氧化锂主要原料为锂精矿, 在锂精矿供给极为有限背景下, 其价格强势程度有望超预期, 我们判断锂价特别是氢氧化锂价格大概 2023 年仍有望维持高位, 且盈利能力不错。因此, 每万吨锂盐产量估值按最低的 110 亿元仍合理, 即按 2023 年 2 万吨产量, 对应该板块市值 220 亿元。
- 同时, 考虑公司“十四五”战略规划已经明确布局新能源上游金属, 若未来资源自给率上升, 叠加锂矿收购预期, 其每万吨锂盐产量估值可给予 230 亿元以上, 即按 2023 年 2 万吨产量, 对应该板块市值 460 亿元。
- 综上, 我们给予锂电新业务中期市值空间到 460 亿元。

**图表 41：可比公司每万吨锂盐产量对应市值测算**

股票代码	股票名称	2021E 锂盐产量 (万吨)	锂业务市值 (亿元)	每万吨产量对应市值 (亿元)
600499	科达制造	1 万吨 (权益产量, 蓝科锂业产量 2.5 万吨, 科达参股 43%)	215 (已剔除传统主业 150 亿左右市值)	215
002756	永兴材料	1.3	300 (已剔除传统主业 60 左右市值)	230
002466	天齐锂业	4.5	1789	397
002460	赣锋锂业	9	2700	300
002240	盛新锂能	3.9	426	110
002497	雅化集团	3	343	114
300390	天华超净	1.7 万吨 (权益产能, 控股 68% 天宜锂业, 21 年 2.5 万吨产能)	479 (已剔除传统主业 60 左右市值)	246
均值				230

来源: wind、国金证券研究所

## 六、风险提示

### ■ 锂电新业务潜在风险。

- 锂电项目的实施需要办理备案、环评和安评审批、建设规划许可施工许可等前置审批程序, 能否通过核准及通过核准的时间存在不确定性; 如因国家或地方有关政策调整、项目备案等实施条件因素发生变化, 该项目的实施可能存在变更、延期、中止或终止的风险。
- 原材料锂辉石价格在产品成本中占比较大, 且原材料主要自澳大利亚进口, 原材料的价格受汇率波动及可能存在的国际间政治风险的影响, 可能对项目收益情况造成较大影响。
- 锂电项目投资金额较大, 公司拟通过自有资金、产业基金和银行贷款等方式筹集项目建设运营资金, 存在因资金筹措不能及时满足项目进度需求导致项目实施变更、延期、中止或终止的风险。
- 公司在现有铁矿石和油气主业基础上首次涉足锂上游资源加工产业, 存在因技术、人才、客户市场、管理经营等方面储备和经验不足而造成项目收益不达预期的风险。

- **铁矿石和原油价格波动风险。** 公司两大产品铁矿石和油气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, 对公司经营业绩有直接影响。

- **资源依赖性风险。** 铁矿石采选行业对资源的依赖性较强, 如果公司不能获得新的矿石资源, 将可能影响公司的持续发展。

- **股东减持风险。** 公司股东海钢集团于 2021 年 6 月 18 日计划通过集中竞价交易、大宗交易等方式, 减持其持有的公司股份不超过 117,283,218 股, 减持比例不超过公司总股本的 6%。截至 8 月 11 日, 公告已通过集中竞价减持 1%, 不排除后续进一步减持可能性。

- **人民币汇率波动风险。** 公司 2020 年海外业务营收占比超过 20%, 若人民币汇率出现波动, 或影响公司盈利。

- **资产减值风险。** 公司 2021 上半年资产减值 9715 万元, 其中存货跌价损失及合同履行成本减值损失 3251 万元, 固定资产减值损失 6464 万元。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>1,387</b>	<b>3,718</b>	<b>2,764</b>	<b>4,769</b>	<b>5,332</b>	<b>7,926</b>	货币资金	2,057	1,274	1,961	2,213	3,113	4,469	
增长率		168.2%	-25.7%	72.6%	11.8%	48.6%	应收款项	562	350	777	1,654	1,944	3,030	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,295</b>	<b>-2,935</b>	<b>-2,182</b>	<b>-2,716</b>	<b>-2,754</b>	<b>-3,967</b>	存货	321	509	224	469	491	706	
%销售收入	93.4%	78.9%	79.0%	56.9%	51.7%	50.1%	其他流动资产	691	645	455	730	831	955	
<b>毛利</b>	<b>91</b>	<b>783</b>	<b>582</b>	<b>2,054</b>	<b>2,578</b>	<b>3,959</b>	流动资产	3,632	2,779	3,416	5,066	6,378	9,161	
%销售收入	6.6%	21.1%	21.0%	43.1%	48.3%	49.9%	%总资产	51.5%	32.2%	40.1%	47.5%	50.9%	57.7%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-48</b>	<b>-66</b>	<b>-77</b>	<b>-132</b>	<b>-148</b>	<b>-220</b>	长期投资	23	509	211	289	393	497	
%销售收入	3.4%	1.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	固定资产	2,198	4,143	3,742	4,271	4,743	5,224	
<b>销售费用</b>	<b>-10</b>	<b>-7</b>	<b>-7</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	%总资产	31.2%	48.0%	43.9%	40.1%	37.9%	32.9%	
%销售收入	0.7%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	无形资产	650	642	614	591	569	547	
<b>管理费用</b>	<b>-594</b>	<b>-377</b>	<b>-221</b>	<b>-381</b>	<b>-425</b>	<b>-632</b>	非流动资产	3,422	5,856	5,102	5,588	6,142	6,705	
%销售收入	42.8%	10.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	%总资产	48.5%	67.8%	59.9%	52.5%	49.1%	42.3%	
<b>研发费用</b>	<b>-5</b>	<b>-3</b>	<b>-42</b>	<b>-73</b>	<b>-80</b>	<b>-119</b>	<b>资产总计</b>	<b>7,054</b>	<b>8,635</b>	<b>8,518</b>	<b>10,654</b>	<b>12,521</b>	<b>15,866</b>	
%销售收入	0.4%	0.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	短期借款	1,366	1,128	1,292	1,986	2,437	3,085	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>-565</b>	<b>330</b>	<b>235</b>	<b>1,455</b>	<b>1,910</b>	<b>2,966</b>	应付款项	650	962	696	810	896	1,391	
%销售收入	n.a	8.9%	8.5%	30.5%	35.8%	37.4%	其他流动负债	205	242	508	701	883	1,418	
<b>财务费用</b>	<b>-75</b>	<b>-74</b>	<b>-15</b>	<b>-80</b>	<b>-134</b>	<b>-164</b>	流动负债	2,221	2,331	2,496	3,497	4,216	5,894	
%销售收入	5.4%	2.0%	0.5%	1.7%	2.5%	2.1%	长期贷款	0	530	418	668	768	868	
<b>资产减值损失</b>	<b>-16</b>	<b>2</b>	<b>154</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	其他长期负债	692	678	544	685	785	885	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-220</b>	<b>38</b>	<b>-18</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>负债</b>	<b>2,914</b>	<b>3,540</b>	<b>3,457</b>	<b>4,850</b>	<b>5,769</b>	<b>7,647</b>	
<b>投资收益</b>	<b>25</b>	<b>-62</b>	<b>81</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,140</b>	<b>3,886</b>	<b>3,991</b>	<b>4,684</b>	<b>5,581</b>	<b>6,999</b>	
%税前利润	-2.9%	n.a	60.3%	7.0%	5.5%	3.5%	其中：股本	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955	1,955	
<b>营业利润</b>	<b>-847</b>	<b>240</b>	<b>133</b>	<b>1,427</b>	<b>1,828</b>	<b>2,854</b>	未分配利润	-943	-1,601	-1,459	-765	132	1,550	
<b>营业利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>6.4%</b>	<b>4.8%</b>	<b>29.9%</b>	<b>34.3%</b>	<b>36.0%</b>	少数股东权益	0	1,208	1,070	1,120	1,170	1,220	
<b>营业外收支</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,054</b>	<b>8,635</b>	<b>8,518</b>	<b>10,654</b>	<b>12,521</b>	<b>15,866</b>	
<b>税前利润</b>	<b>-848</b>	<b>241</b>	<b>134</b>	<b>1,427</b>	<b>1,828</b>	<b>2,854</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>利润率</b>	<b>n.a</b>	<b>6.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>29.9%</b>	<b>34.3%</b>	<b>36.0%</b>	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>82</b>	<b>-59</b>	<b>-21</b>	<b>-221</b>	<b>-283</b>	<b>-441</b>	每股收益	-0.392	0.065	0.073	0.592	0.765	1.209	
<b>所得税率</b>	<b>n.a</b>	<b>24.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.5%</b>	<b>15.5%</b>	每股净资产	2.118	1.988	2.041	2.396	2.855	3.581	
<b>净利润</b>	<b>-766</b>	<b>182</b>	<b>114</b>	<b>1,206</b>	<b>1,545</b>	<b>2,413</b>	每股经营现金净流	0.047	0.527	0.152	0.599	1.264	1.698	
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>54</b>	<b>-29</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	<b>50</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.237	0.306	0.484	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>-766</b>	<b>128</b>	<b>143</b>	<b>1,156</b>	<b>1,495</b>	<b>2,363</b>	<b>回报率</b>							
<b>净利率</b>	<b>n.a</b>	<b>3.4%</b>	<b>5.2%</b>	<b>24.2%</b>	<b>28.0%</b>	<b>29.8%</b>	净资产收益率	-18.50%	3.29%	3.57%	24.69%	26.79%	33.76%	
							总资产收益率	-10.86%	1.48%	1.67%	10.85%	11.94%	14.89%	
							投入资本收益率	-8.78%	3.54%	2.83%	14.09%	15.64%	19.83%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	-49.69%	168.16%	-25.67%	72.57%	11.80%	48.64%	
							EBIT增长率	N/A	-158.40%	-28.91%	520.03%	31.28%	55.30%	
							净利润增长率	1782.28%	-116.67%	11.60%	711.40%	29.29%	58.05%	
							总资产增长率	-9.16%	22.41%	-1.35%	25.08%	17.52%	26.72%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	46.4	14.2	26.9	27.0	28.0	29.0	
							存货周转天数	88.9	51.6	61.3	63.0	65.0	65.0	
							应付账款周转天数	46.6	14.2	13.9	16.0	16.0	16.0	
							固定资产周转天数	536.0	379.4	465.2	302.4	302.8	230.5	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-14.59%	-1.31%	-10.08%	-0.32%	-6.93%	-14.31%	
							EBIT利息保障倍数	-7.5	4.5	15.7	18.2	14.2	18.1	
							资产负债率	41.30%	41.00%	40.59%	45.52%	46.08%	48.20%	

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402