

新疆高品位铁矿龙头，资源和区域优势明显

- **公司是新疆铁矿龙头，资源和区域优势明显。** 公司拥有松湖铁矿、宝山铁矿、察汉乌苏铁矿、哈西亚图铁多金属矿 4 处矿区，并有 5 个选矿厂，其中松湖铁矿截至 2021 年末保有储量 3,987.50 万吨，其中松湖铁矿二期新增储量 2,576.28 万吨。截至 2021 年末，公司铁矿石开采规模 200 万吨/年，募投项目建成达产后，松湖铁矿采选能力提升，整体选矿处理能力将达到 306 万吨/年。此外，公司已获得察汉乌苏铁矿探矿权并完成采矿权证办理，且取得哈西亚图铁多金属矿采矿权以及新疆吐鲁番市长泉山磁铁矿探矿权。这些矿山未来从开采设计阶段进入实际开采阶段后，将带动公司铁精粉产销量进一步增长。
- **在产铁矿品位较高，毛利率高于行业平均水平。** 公司两大在产铁矿中，松湖铁矿铁矿石平均品位为 44.62%；伊吾宝山铁矿铁矿石平均品位为 46.78%，均远高于我国铁矿石平均品位 34.50%。高品位使得公司矿石具有竞争优势，毛利处于高水平。公司毛利率除 2021 年高达 53.58% 外，近年来也均维持在 35% 以上，高于行业平均水平。
- **“稳增长”有望提振需求，主流矿山供给增速放缓，铁矿价格仍将维持高位。** 伴随着“三支箭”齐发，房地产企业融资环境改善的拐点确认，房地产正在渡过其最差的时期，未来的需求复苏仍然值得期待；制造业方面随着企业利润改善，主动去库存将逐步向主动补库存阶段过渡，2023 年钢材需求边际改善预期增强，从而有望提振铁矿需求，而供给端以淡水河谷为代表的四大矿山受疫情、天气等影响，产销量目标增量有限，有望进一步支撑铁矿价格。
- **募投项目：**公司拟向社会公众发行 20,000 万股人民币普通股，占发行后总股本的 25%，将主要用于投资“新疆天华矿业有限责任公司松湖铁矿 150 万吨/年采选改扩建项目”，项目投产后，公司松湖铁矿采选能力将提升至 150 万吨/年，整体选矿处理能力将达到 306 万吨，其中平均年产 63% 以上品位的铁精粉将达到约 67.81 万吨，新增年均约 22 万吨。采选规模提升后将有效降低生产成本，为公司未来的持续盈利能力奠定坚实的基础。
- **投资建议：**全球铁矿供给增速放缓，“稳增长”政策推进国内需求复苏，伴随募投产能释放，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.79/2.03/2.22 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 41/36/33 倍，PB 为 2.4/2.2/2.1 倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**政策变动风险，经济周期与铁矿石价格波动风险，探矿权和采矿权续期和取得的风险，资源储量与原材料供给风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	761	806	853	901
增长率（%）	-17.2	5.9	5.8	5.6
归属母公司股东净利润（百万元）	200	179	203	222
增长率（%）	-19.8	-10.6	13.5	9.2
每股收益（元）	0.25	0.22	0.25	0.28
PE	37	41	36	33
PB	3.4	2.4	2.2	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价日期为 2022 年 3 月 24 日)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

9.17 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002
邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006
邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 任恒

执业证书：S0100122020015
邮箱：renheng@mszq.com

目录

1 宝地股份：新疆高品位铁矿龙头.....	3
2 全球供给增速放缓，政策助力国产矿发展.....	5
2.1 中国铁矿资源多而不富，对外进口依存度高	6
2.2 海外主流矿山供给增速放缓.....	8
2.3 “稳增长”助力行业需求回暖	10
2.4 产业政策助力国产矿发展.....	11
3 公司矿石产量有望持续增长，业绩增长动能强.....	12
3.1 铁矿资源潜力大，未来储量有望超预期.....	12
3.2 地域优势明显，新疆市场铁矿供不应求.....	14
3.3 公司经营业绩良好，营收净利有望回升.....	17
4 募投项目：新增产能逐步释放	23
5 盈利预测与投资建议	25
5.1 盈利预测假设.....	25
5.2 估值分析.....	25
5.3 投资建议.....	26
6 风险提示.....	27
插图目录.....	29
表格目录.....	29

1 宝地股份：新疆高品位铁矿龙头

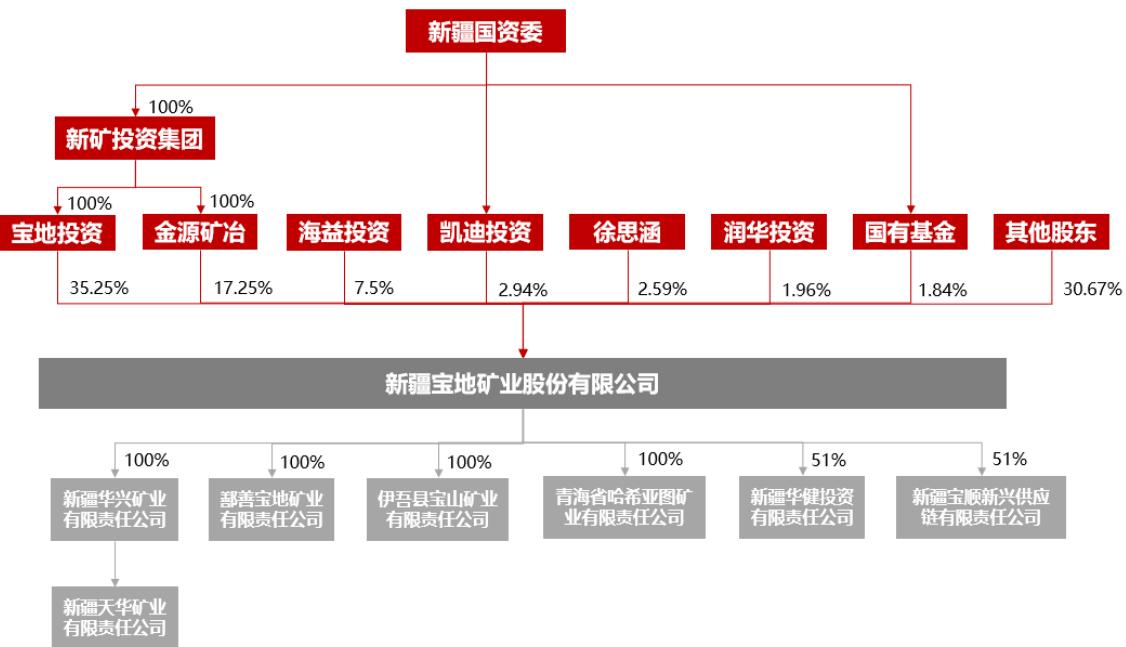
宝地股份为新疆高品位铁矿龙头。公司主营业务为铁矿石的开采、选矿加工和铁精粉销售，销售市场主要面向大型钢企。公司的矿产资源主要分布于伊犁、哈密、鄯善等地区，目前拥有松湖铁矿、宝山铁矿、察汉乌苏铁矿、哈西亚图铁多金属矿 4 处矿区，其中，松湖铁矿、宝山铁矿为正常开采矿区，察汉乌苏铁矿、哈西亚图铁多金属矿系公司新获取矿区，尚处于开采设计阶段。此外，公司还拥有松湖选矿厂、宝山选矿厂、连木沁选矿厂、迪坎儿选矿厂、七克台选矿厂 5 个选矿厂。截至 2021 年末，公司铁矿石保有储量 4,103.89 万吨，铁矿石开采规模 200 万吨/年，募投项目建成达产后，选矿处理能力将达到 306 万吨/年。此外，截至 2021 年，公司两大在产铁矿伊吾宝山铁矿和松湖铁矿铁矿石品位分别为 46.78% 和 44.62%，而我国铁矿石资源地质平均品位为 34.50%，在新疆地区主要竞争对手中，富蕴蒙库铁矿、哈密天湖铁矿、阿克陶切列克其铁矿铁矿石品位分别为 44.97%、33.68%、34.77%，公司铁矿石品位高于全国平均品位和新疆主要竞争对手。

表1：行业铁矿石品位比较

公司名称	铁矿名称	铁矿品位
中国铁矿平均品位		34.50%
富蕴蒙库铁矿有限责任公司	蒙库铁矿	44.97%
新疆大明矿业集团股份有限公司	天湖铁矿	33.68%
阿克陶乾盛矿业有限责任公司	阿克陶切列克其铁矿	34.77%
新疆宝地矿业股份有限公司	松湖铁矿	44.62%
	宝山铁矿	46.78%

数据来源：公司招股书说明书，民生证券研究院

公司实际控制人为新疆国资委，控股股东为宝地投资。截至 2023 年 3 月 18 日，宝地投资持有公司 28,200.00 万股，持股比例为 35.25%，为公司控股股东。宝地投资与金源矿冶为新矿投资集团全资子公司，因而新矿投资集团通过宝地投资、金源矿冶合计间接持有宝地矿业 42,000.00 万股，持股比例为 52.50%，为宝地矿业间接控股股东。新矿投资集团为新疆国资委的全资子公司，同时，新疆国资委通过凯迪投资、国有基金分别间接控制公司 2.94%、1.84% 的股权，系公司实际控制人。

图1：公司股权结构 (2023 年 3 月)


资料来源：公司招股说明书，wind，民生证券研究院

公司业务布局清晰，拥有 7 家全资及控股子公司和 13 家参股公司。截至 2023 年 3 月 18 日，宝地矿业拥有新疆华兴矿业有限责任公司、鄯善宝地矿业有限责任公司、伊吾县宝山矿业有限责任公司、青海省哈希亚图矿业有限责任公司 4 家全资子公司，拥有新疆华健投资有限责任公司、新疆宝顺新兴供应链有限责任公司、新疆天华矿业有限责任公司 3 家控股子公司，拥有和静县备战矿业有限责任公司、新疆蒙西矿业有限公司、新疆金昆仑矿业有限责任公司等 13 家参股公司。在全资及控股子公司以及参股公司中，鄯善宝地矿业有限责任公司、伊吾县宝山矿业有限责任公司、青海省哈希亚图矿业有限责任公司、新疆天华矿业有限责任公司主要从事铁矿石采选及铁精粉销售，新疆华兴矿业有限责任公司、新疆华健投资有限责任公司主要从事矿业投资，新疆宝顺新兴供应链有限责任公司主要从事货物运输代理。

战略上，公司未来将继续以铁矿石采选为主业，加大对疆内外矿产资源开发力度。根据近些年的找矿线索，公司将加大对新发现矿产的勘查力度，尽快完成详查和勘探工作，并加快开展察汉乌苏项目、长南山项目等储备项目的采矿权证办理及矿山及选厂建设工作，计划在 5 年内新增铁精粉产能 100 万吨左右。除铁矿外，公司还将推进阿图什市吐孜苏盖特东盐矿普查，同时择机布局其他矿产资源。公司将立足现有矿产资源开发，坚持以铁矿业为主的投资方向，依靠新疆地矿局强大的找矿力量，以探矿、并购、独资、合营等多种形式加大对疆内外矿产资源开发利用投资力度，实现资源控制战略，力争使宝地矿业成为新疆最大的矿业集团。

表2：公司全资与控股子公司情况

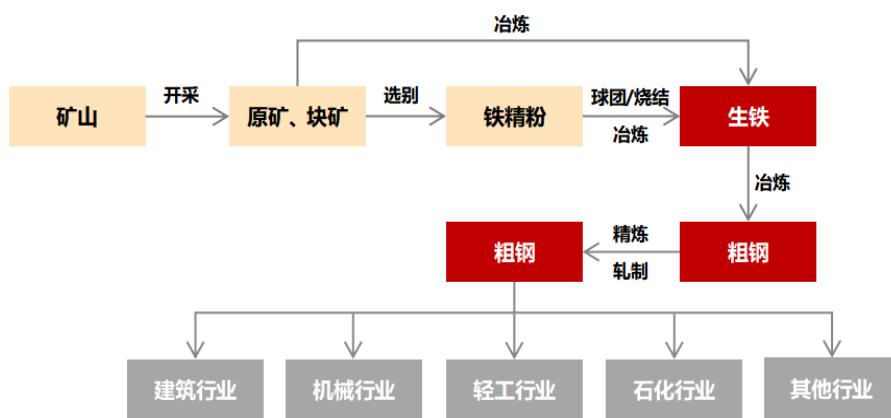
公司名称	公司持股比例	总资产 (万元)	净资产 (万元)	主营业务
新疆华兴矿业有限责任公司	100%	78,050.32	28,728.14	采矿业、矿产勘查业的投资
鄯善宝地矿业有限责任公司	100%	33,422.17	21,714.06	铁矿石采选、铁精粉销售及贸易业务
伊吾县宝山矿业有限责任公司	100%	21,873.00	11,063.16	铁矿石采选及铁精粉销售
青海省哈希亚图矿业有限责任公司	100%	33,820.67	14,522.80	铁矿石采选及铁精粉销售
新疆华健投资有限责任公司	51%	159,754.54	18,855.53	矿业投资
新疆宝顺新兴供应链有限责任公司	51%	6,436.23	3,508.18	货物运输代理
新疆天华矿业有限责任公司	68%	76,814.68	27,494.22	铁矿石采选及铁精粉销售

数据来源：公司招股说明书，wind，民生证券研究院

注：总资产与净资产截止时间为 2022 年 6 月 30 日

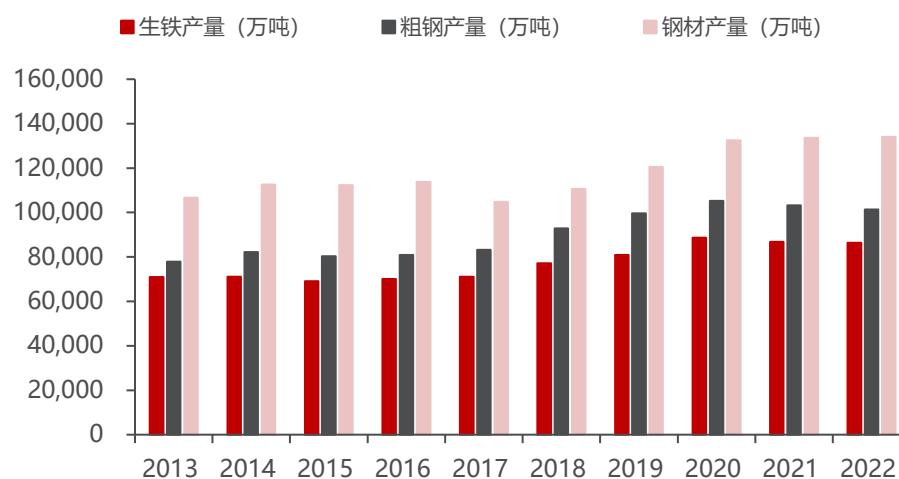
2 全球供给增速放缓，政策助力国产矿发展

公司的主要产品为铁精粉，主要用途为钢铁企业的生产原材料，位于产业链最前端。因此，钢铁产量和消费情况直接关系到对上游铁矿石的需求量，钢铁行业的景气度亦对铁矿采选行业有着重大影响。

图2：钢铁、铁矿产业链图


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

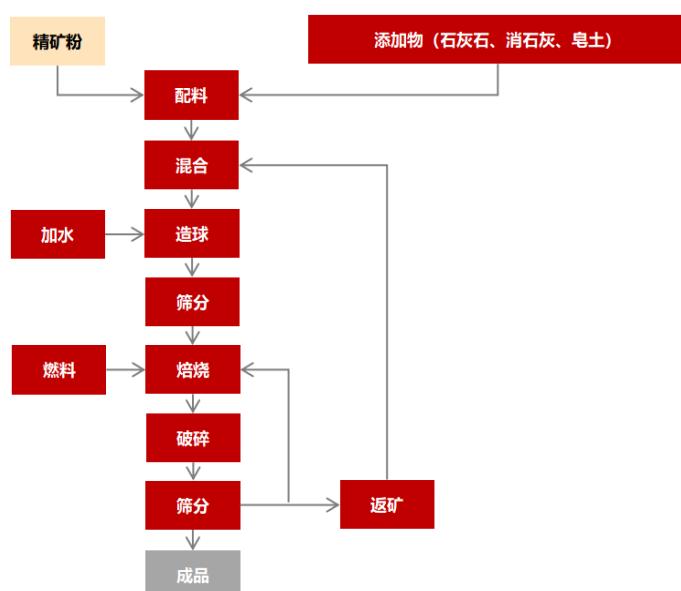
“双碳”政策下，钢铁行业产量增长放缓。自 1996 年以来，我国钢铁产量已连续 25 年位居世界第一。2021 年，随着国内“双碳”、“双控”政策措施逐步落实，我国钢铁产业综合水平自 2015 年以来首次呈现下降态势。2022 年，我国生铁、粗钢、钢材产量分别为 8.64 亿吨、10.13 亿吨和 13.40 亿吨，同比变动 -0.55%、-1.92% 和 0.27%，钢铁行业产量增长进一步放缓。

图3：2013-2022年中国钢铁生产情况


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

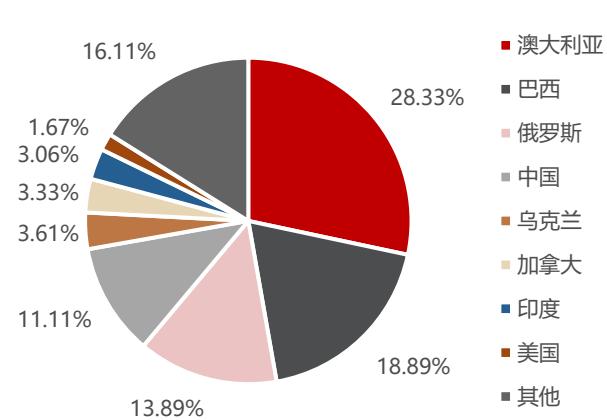
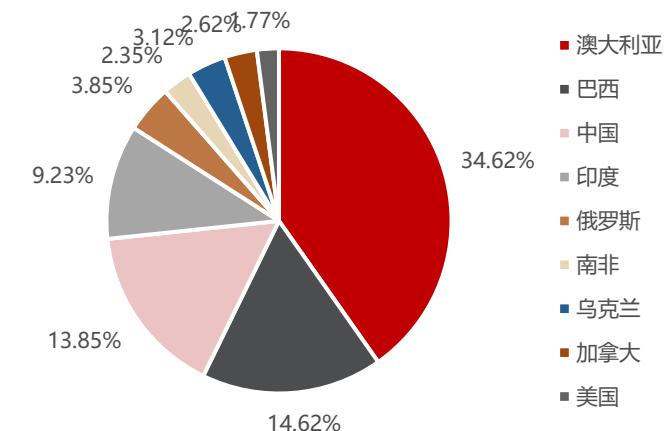
2.1 中国铁矿资源多而不富，对外进口依存度高

公司的主要产品为铁矿石原矿经过破碎、磨碎、选矿等处理环节后所生产的铁精粉。根据铁矿石产品粒度的差异，铁矿石原矿又可进一步分类为块矿、粉矿和铁精矿。公司所生产的铁精粉属于铁精矿，是烧结球团以及生产钢铁产品的主要原料，是铁矿石经过破碎、筛分、球磨、磁选等选矿程序后所生产的产品，公司将开采出的原矿通过选矿工序后，使其品位（含铁量达到 62%—65%）满足钢铁冶炼条件，从而具备利用价值。

图4：球团矿生产工艺


资料来源：百度百科，民生证券研究院绘制

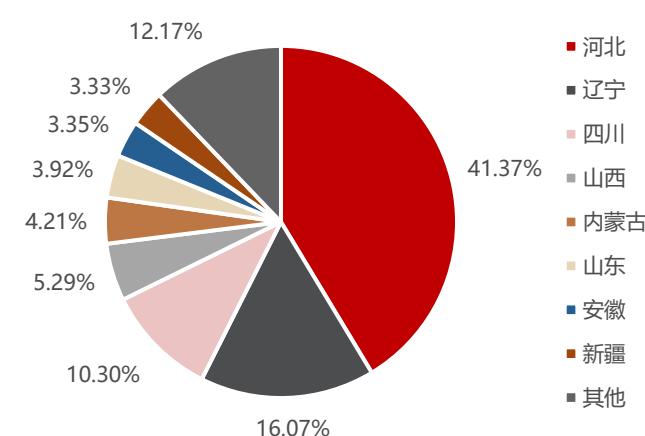
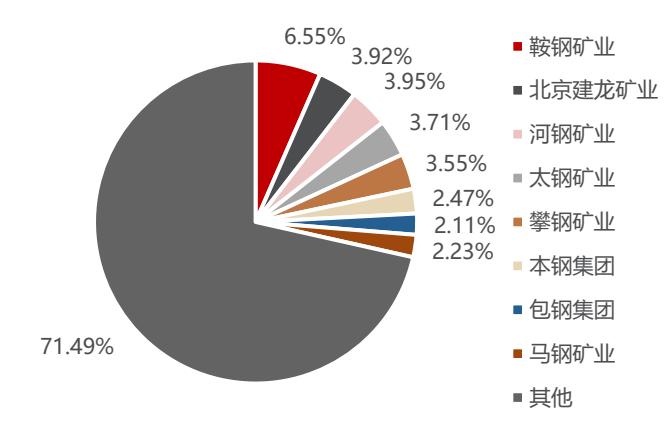
我国铁矿石资源多而不富。据《Mineral Commodity Summaries 2022》，2021 年世界铁矿石原矿储量主要集中在澳大利亚、巴西、俄罗斯和中国，分别占世界总储量的 28.33%、18.89%、13.89% 和 11.11%。另外，中国铁矿石原矿产量全球占比 13.85%，仅次于澳大利亚和巴西。总体来看，我国是世界上铁矿石资源总量相对丰富的国家。但我国的铁矿石资源多而不富，总体呈现以下特征：一是铁矿石资源品位较低，截至 2021 年底，国产铁矿石平均品位为 34.50%，远低于巴西、俄罗斯、印度等国家，也低于世界铁矿石品位平均水平；二是贫矿多，富矿少，贫矿资源储量占总储量的 80%；三是中小型矿多，大型、特大型矿少；四是矿石类型复杂，难利用的铁矿多。

图5：2021年末铁矿石原矿储量占比

图6：2021年铁矿石原矿产量占比


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

国产矿集中于冀川辽，国产矿企多属于钢铁集团公司，且集中度低。国产矿地域分布较为集中，主要分布于河北、四川、辽宁，其中河北占比最高达到了 41.37%，冀川辽三省合计达到 67.73%，公司所处的新疆地区铁矿产量全国占比 3.33%。国产矿企大多属于钢铁集团公司，矿企集中度低，CR8 仅 28.51%，产量占比最高的鞍钢矿业仅以 6341.15 万吨铁精矿产量占比 6.55%。

图7：2022年国产矿区域分布

图8：2022年国产矿企集中度


资料来源：Mysteel，民生证券研究院

资料来源：Mysteel，民生证券研究院

我国铁矿石对外进口依存度较高。虽然我国铁矿石原矿产量较大，但原矿品位较低，国内铁精粉的产量无法满足我国钢铁行业快速增长的需求，直接导致我国钢铁企业对进口铁矿石存在较高的依赖。2022年，我国生铁产量为8.64亿吨，按铁矿消耗量与生铁产量1.6:1的平均水平进行计算，得铁矿消耗量约为13.82亿吨。而根据海关总署统计，2022年我国进口铁矿石11.07亿吨，占国内需求比例80.08%。

图9：我国铁矿进口依赖度较高

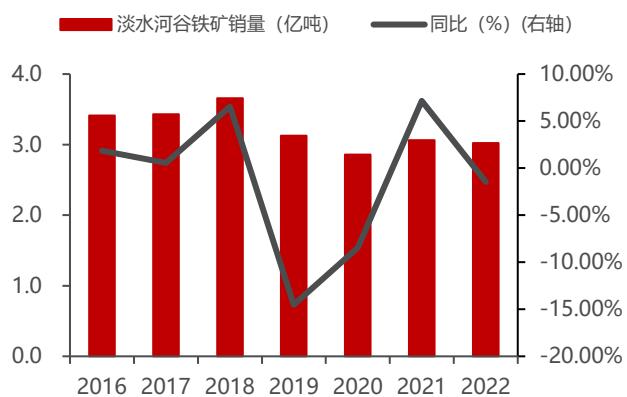

资料来源：海关总署，民生证券研究院

图10：进口铁矿石价格指数

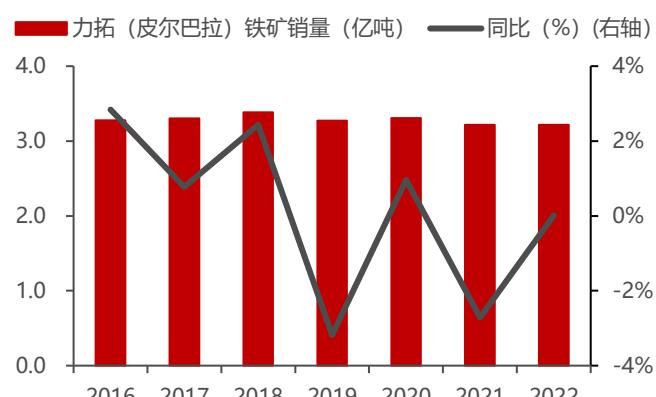

资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 海外主流矿山供给增速放缓

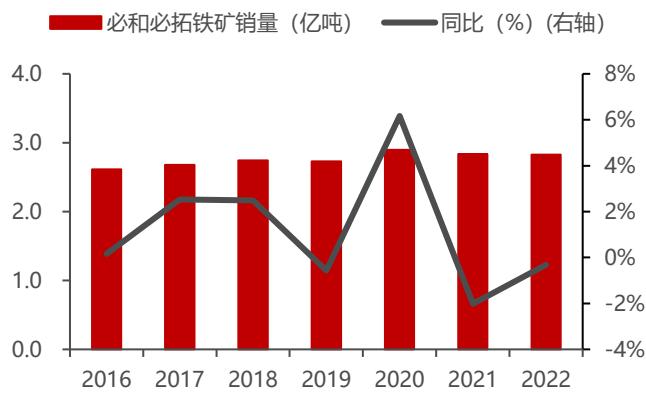
海外四大矿山供给增速放缓。1) 淡水河谷：淡水河谷被誉为巴西“皇冠上的宝石”和“亚马逊地区的引擎”，是世界上最大的铁矿石生产商。淡水河谷自2019年发生溃坝以来，生产运营缓慢修复，但2022年受疫情、天气等外部因素干扰较多，导致产量不及2021年的水平，同比减少1.47%。2) 力拓：力拓集团作为全球第二大铁矿石生产商，同样受到了疫情、气候、遗址保护管理等事宜的影响，导致2021年力拓皮尔巴拉地区产量同比减少2.72%，2022年同比增加0.01%。3) 必和必拓：必和必拓是以经营石油和矿产为主的全球著名跨国公司，也是澳大利亚第二大、全球第三大的铁矿石生产商。必和必拓同样受到疫情下劳动力短缺、边境限制等因素的影响，铁矿石产量自2021年起有所减少，同比减少2.01%，2022年产量同比减少0.32%。4) FMG：FMG铁矿石产量是澳大利亚第三大、全球第四大的铁矿石生产商。2022年FMG铁矿石产量小幅下滑，同比减少2.12%。

图11：2016-2022年淡水河谷铁矿销量


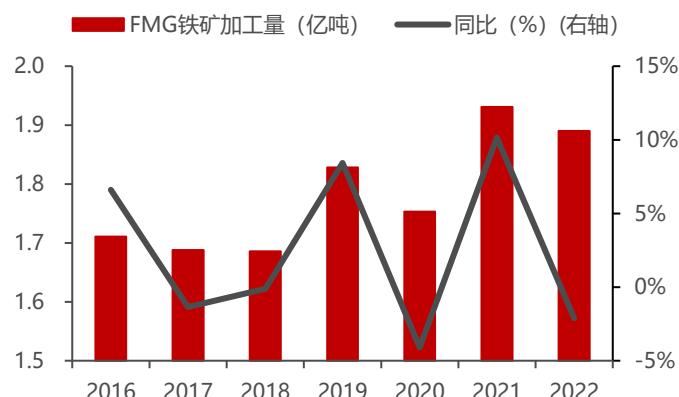
资料来源：Mysteel，民生证券研究院

图12：2016-2022年力拓（皮尔巴拉）铁矿销量


资料来源：Mysteel，民生证券研究院

图13：2016-2022年必和必拓铁矿销量


资料来源：Mysteel，民生证券研究院

图14：2016-2022年FMG铁矿加工量


资料来源：Mysteel，民生证券研究院

2023年四大矿山供给增量有限。目前主流矿山纷纷秉承“价值大于产量”的理念，根据最新的财年目标预测，我们预计2023年四大矿山产量将增加约1200万吨，增量不大。

表3：四大矿山铁矿供给预测（单位：亿吨）

供给	2021	2022E	2023E	2023年变化
淡水河谷	3.14	3.1	3.15	0.05
力拓	3.22	3.23	3.28	0.05
必和必拓	2.84	2.84	2.84	0
FMG	1.85	1.89	1.91	0.02
合计	11.05	11.06	11.18	0.12

资料来源：Mysteel，矿山财报，民生证券研究院

2.3 “稳增长”助力行业需求回暖

建筑、制造业回暖拉动钢材需求。1) **地产方面:**低迷的新开工或仍对一段时间内房地产用钢需求造成一定冲击,但伴随着“三支箭”齐发,房企融资环境改善的拐点确认,房地产正在渡过其最差的时期,未来的需求复苏仍然值得期待;2) **基建方面:**基建仍以稳为主,继续支撑钢材需求;3) **制造业方面:**随着企业库存不断降低,伴随着需求回暖,企业利润改善,主动去库存将逐步向主动补库存阶段过渡,进而支撑钢铁需求。

“稳增长”政策持续推进,需求有望回暖。2022年12月,中央经济工作会议再度强调,2023年的经济工作仍然以“稳字当头、稳中求进”以应对尚不牢固的经济恢复基础,以及需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力。随着稳增长政策的推进以及疫情影响的消退,2023年钢材需求边际改善预期增强,从而有望提振铁矿需求。

表4: 房地产政策逐步放松

日期	房地产相关政策
2022/9/29	央行、银保监会发布通知,对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市,在2022年底前,阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限。按照“因城施策”原则,符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求,自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。
2022/11/8	交易商协会表示,将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具,支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2500亿元民营企业债券融资,后续可视情况进一步扩容。
2022/11/11	人民银行、银保监会发布《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》,出台十六条措施支持房地产市场平稳健康发展。包括保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合做好受困房地产企业风险处置、依法保障住房金融消费者合法权益、阶段性调整部分金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度6方面。
2022/11/14	银保监会、住建部、央行联合印发《关于商业银行出具保函置换预售监管资金有关工作的通知》。三部门将指导商业银行按市场化、法治化原则,向优质房地产企业出具保函置换预售监管资金。
2022/11/21	央行、银保监会联合召开全国性商业银行信贷工作座谈会,表示在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上,人民银行将面向6家商业银行推出2000亿元“保交楼”贷款支持计划。
2022/11/24	六家国有银行已与17家房企达成合作协议,已披露的意向性授信额度合计为12750亿元。
2022/11/28	证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施:恢复涉房上市公司并购重组及配套融资;恢复上市房企和涉房上市公司再融资;调整完善房地产企业境外上市相关政策,与境内A股政策保持一致,恢复以房地产为主业的H股上市公司再融资;进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用;积极发挥私募股权投资基金作用。
2022/12/6	中央政治局会议指出,要推进保障性住房建设,支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求,促进房地产业健康发展和良性循环。
2022/12/16	中央经济工作会议提出,有效防范化解重大经济金融风险。要确保房地产市场平稳发展,扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作,满足行业合理融资需求,推动行业重组并购,有效防范化解优质头部房企风险,改善资产负债状况,同时要坚决依法打击违法犯罪行为。要因城施策,支持刚性和改善性住房需求,解决好新市民、青年人等住房问题,探索长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,推动房地产业向新发展模式平稳过渡。

资料来源:国务院,发改委,央行,银保监会,中共中央政治局会议,民生证券研究院

2.4 产业政策助力国产矿发展

铁矿行业产业政策支持。为逐步摆脱严重依赖海外进口矿石，提高自给率，保障钢铁产业安全，近年来国家出台了一系列政策支持铁矿采选行业的发展，鼓励有能力的企业开发利用国内外的铁矿石资源。国家产业政策对于矿石综合利用和资源保障工作的支持为我国铁矿石采选企业的长期发展提供了政策基础。

表5：铁矿行业产业政策

政策名称	发布单位	发布日期	相关内容
《关于加强矿山地质环境恢复和综合治理的指导意见》	国土资源部、工信部、财政部、环保部、国家能源局	2016.7.1	到 2025 年，全面建立动态监测体系，保护和治理恢复责任全面落实，新建和生产矿山地质环境得到有效保护和及时治理，历史遗留问题治理取得显著成效，基本建成制度完善、责任明确、措施得当、管理到位的矿山地质恢复和综合治理工作体系，形成“不再欠新账，加快还旧账”的矿山地质环境保护与治理新局面。
《钢铁工业调整升级规划（2016-2020 年）》	工信部	2016.10.28	支持一批竞争力强的现有国内铁矿企业，通过规模化、集约化开发，提高矿山管理水平和生态环境，强化国内矿产资源的基础保障作用。
《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》	国土资源部、国家发改委、工信部、财政部、环保部、商务部	2016.11.2	建设 103 个能源资源基地，划定 267 个国家规划矿区，铁、铜、铝土矿、钾盐等战略性矿产国内安全供应能力得到巩固。划定 28 个对国民经济具有重要价值的矿区，强化重要矿产保护与储备。以铁、锰、铜、铝、镍、铅、锌、钨、锡、锑、金、银等为重点，在资源条件好、环境承载力强、配套设施齐全、区位优势明显的地区，集中建设具有市场竞争力的大中型矿山，稳定国内有效供给水平。稳定国内铁矿供应能力。结合钢铁工业布局，重点建设鞍本、冀东、攀西、包白、忻州 - 吕梁、宁芜庐枞等铁矿基地，引导区内资源向大型矿业集团集中。新建西鞍山、马城等一批大型矿山。适度控制千米以深矿井和小规模低品位铁矿的开发，不再新建年产 20 万吨以下露天铁矿、10 万吨以下地下铁矿、5 万吨以下锰矿。
《关于加快建设绿色矿山的实施意见》	国土资源部、财政部、环保部、质监局、银监会、证监会	2017.3.22	经国家认定的绿色矿山企业受多方面政策支持：一是绿色金融扶持，支持绿色矿山企业上市融资；二是矿产资源政策支持，开采总量指标、矿业权投放等方面优先向绿色矿山企业倾斜；三是绿色矿山用地保障，新增采矿用地取得、存量用地使用等方面支持和保障绿色矿山企业的用地需求；四是财政政策支持，从统筹中央地方财政资金安排、实施高新技术企业税费减免政策等方面，加大对绿色矿山企业的支持。
《关于探索市场化方式推进矿山生态修复的意见》	自然资源部	2019.12.17	意见要求据实核定矿区土地利用现状地类、强化国土空间规划管控和引领、鼓励矿山土地综合修复利用、实行差别化土地供应、盘活矿山存量建设用地、合理利用废弃矿山土石料、加强监督管理。
《西部地区鼓励类产业目录（2020 年本）》	国家发展和改革委员会	2021.1.18	为推进西部大开发形成新格局，促进西部地区产业结构调整和特色优势产业发展，制定本目录。第二部份“西部地区新增鼓励类产业”中新疆维吾尔自治区（含新疆生产建设兵团）第五条新增：铁、锰、铜、镍、铅、锌、钨（锡）、锑、稀有金属勘探、有序开采、精深加工、加工新技术开发及应用，废铁、废钢、废铜、废铝以及稀有金属再生资源回收利用体系建设及运营。
《关于政协十三届全国委员会第四次会议第 1513 号（经济发展 191 号）提案答复的函》	自然资源部	2021.8.23	自然资源部将继续强化基础地质工作，将铁矿列为战略性矿产国内找矿行动主攻矿种，以规模大、易采选的“鞍山式”沉积变质型铁矿、“攀枝花式”钒钛磁铁矿以及品位较高的矽卡岩型铁矿为重点突破方向，提升基础地质工作程度，优选可供出让的勘查区块，加大探矿权出让力度。同时，指导督促矿业权人增加投入、依靠科技创新，加快实现铁矿找矿突破，促进增储上产。

《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	工信部、国家发改委、生态环境部	2022.2.8	力争到 2025 年 80%以上的钢铁产能完成超低排放改造，吨钢综合能耗降低 2%以上，水资源消耗强度降低 10%以上，确保 2030 年前碳达峰，打造 30 家智能工厂，电钢炉产量占粗钢总产量比例提升至 15%以上。
《关于印发促进工业经济平稳的若干通知》	国家发改委 12 部门	2022.2.18	做好铁矿石、化肥等重要原材料和初级产品保供稳价，进一步强化大宗商品期现货市场监管，加强大宗商品价格监测预警；支持企业投资开发铁矿、铜矿等国内具备资源条件、符合生态环境保护要求的矿产开发项目；推动废钢、废有色金属、废纸等再生资源综合利用，提高“城市矿山”对资源的保障能力。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3 公司矿石产量有望持续增长，业绩增长动能强

3.1 铁矿资源潜力大，未来储量有望超预期

公司拥有 4 处矿区采矿权及 5 处探矿权正常存续。公司目前拥有松湖铁矿、宝山铁矿、察汉乌苏铁矿、哈西亚图铁多金属矿 4 处矿区，其中，松湖铁矿、宝山铁矿为正常开采矿区，察汉乌苏铁矿、哈西亚图铁多金属矿系公司新获取矿区，尚处于开采设计阶段。此外，公司还拥有松湖选矿厂、宝山选矿厂、连木沁选矿厂、迪坎儿选矿厂、七克台选矿厂 5 个选矿厂。

图15：公司矿区分布图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司具有铁矿石品位及储量优势。国内铁矿石原矿品位普遍较低，根据《Mineral Commodity Summaries 2022》，2021 年我国铁矿石资源地质平均品位为 34.50%。截至 2021 年末，天华矿业松湖铁矿保有资源储量 3,987.50 万

吨，铁矿石平均品位为 44.62%。伊吾宝山铁矿保有资源储量 116.39 万吨，铁矿石平均品位为 46.78%。除上述矿山外，2019 年至 2022 年间，公司通过转让方式获得察汉乌苏铁矿探矿权并已完成采矿权证办理、通过股权竞拍取得哈西亚图铁多金属矿采矿权以及通过竞标方式获取新疆吐鲁番市长泉山磁铁矿探矿权。未来，在上述储备矿山完成开采设计并正式投产后，公司铁矿石储量和开采量将进一步增加。

依托新疆地矿局，公司具有新疆区域内地质勘查优势。新疆地矿局是新疆最大的地质勘查单位，主要从事地质矿产勘查与开发、地质矿产勘查报告审查与评估、地质勘查队伍管理，拥有门类齐全、性能先进、国内一流的地质勘探设备并拥有丰富的地质勘查经验及勘测资料储备。成立以来，新疆地矿局 200 余项地质找矿和科技成果荣获国家、新疆自治区和有关部委表彰。新疆地矿局为公司原实控人，原委托经营管理机构，与公司具有紧密联系，其丰富的勘查经验和高素质的勘查队伍可以为公司获取新矿权以及探矿增储等方面可以提供有力的技术支持。

表6：公司现有采矿权资源

矿山名称	权利人	采矿权证号	开采规模	发证机关	开采矿种	有效期限	变更原因
伊吾县宝山矿业有限责任公司宝山铁矿	伊吾宝山	C65000020090521200 24423	50 万吨/年	新疆维吾尔自治区自然资源厅	铁矿	2021.9.13- 2024.9.13	续期变更
新疆天华矿业有限责任公司 新疆尼勒克县松湖铁矿	天华矿业	C65000020090421100 13835	150 万吨/年	新疆维吾尔自治区自然资源厅	铁矿	2022.4.11- 2032.4.11	续期变更
新疆华健投资有限责任公司 新疆和静县察汉乌苏铁矿	华健投资	C65000020220421101 53559	450 万吨/年	新疆维吾尔自治区自然资源厅	铁矿	2022.4.11- 2037.4.11	新增
青海省哈西亚图矿业有限公司 格尔木市哈西亚图 C11 磁 异常铁多金属矿	哈西亚图矿业	C63000020210322101 51636	120 万吨/年	青海省自然资源厅	铁矿、 锌、铜、 金	2021.3.22- 2031.3.22	新增

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表7：公司现有探矿权资源

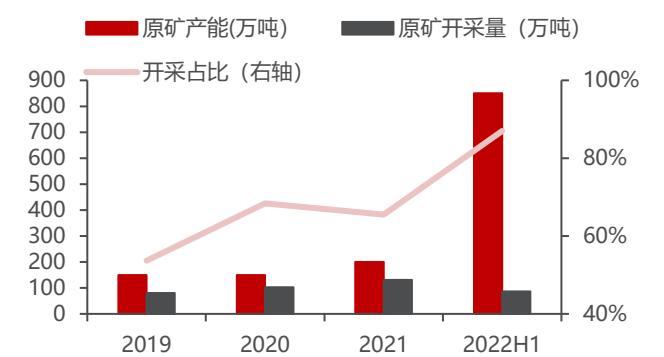
序号	勘查项目名称	探矿权人	探矿权证号	勘查面积 (平方公里)	有效期限
1	新疆尼勒克县松湖铁矿勘探	天华矿业	T6500002008052010007157	7.38	2020.11.20-2025.11.20
2	新疆尼勒克县松湖铁矿深部普查	天华矿业	T6500002021042050056343	1.74	2021.4.6-2026.4.6
3	新疆阿图什市吐孜苏盖特东盐矿普查	宝地矿业	T6500002021056040056346	24.7	2021.5.24-2026.5.24
4	新疆吐鲁番市长泉山磁铁矿普查	鄯善宝地	T6500002021082040056506	6.5	2021.8.30-2026.8.30
5	青海省格尔木市哈西亚图铁多金属矿详查	哈西亚图矿业	T6300002009092010033544	9.69	2021.4.24-2026.4.23

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司原矿产能随新增采矿证增加，原矿开采量逐渐放量。2021 年松湖铁矿核准的采矿规模由 100 万吨/年提上至 150 万吨/年，使得 2021 年产能提升至 200 万吨。2022 年公司所取得的察汗乌苏铁矿、哈西亚图铁多金属矿核准开采规模分别为 450 万吨/年、120 万吨/年，当前总原矿产能提升至 770 万吨/年。2019-2022H1 公司原矿开采量分别为 80.49/102.59/131.10/86.99 万吨。2022 年新获得采矿权矿区处于开采设计阶段，尚未正式投产。在不考虑新获得采矿权的情况下，公司原矿开采量占产能比重逐渐提高。

公司选矿能力保持稳定，产能利用率逐渐提升，铁精粉选比有所提升。2019-2021 年公司选矿厂原矿处理能力保持在 276 万吨/年，2022 年起七克台选厂因前期环评手续问题被主管部门限制生产规模，使得整体原矿处理能力下降至 256 万吨/年。公司 IPO 募投项目将包含选矿系统建设，建成后选矿处理能力将达到 306 万吨/年。选矿厂产能利用率逐渐提升，2022H1 达到了 81.05%，有效地提高了选矿厂原矿处理效率。同时，铁精粉选比呈现上升趋势，表明公司对原矿的利用率提高，处理水平提升。

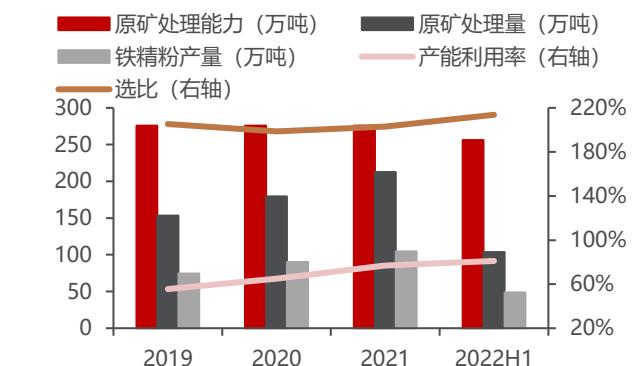
图16：公司铁矿石原矿开采情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：原矿产能为《采矿许可证》核准开采规模；开采占比=原矿产能/原矿开采量，其中，2022H1 开采占比计算中剔除了 2022 年新增矿权产能，同时对半年进行调整。

图17：公司铁精粉生产及产能利用情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：选比=原矿处理量/铁精粉产量

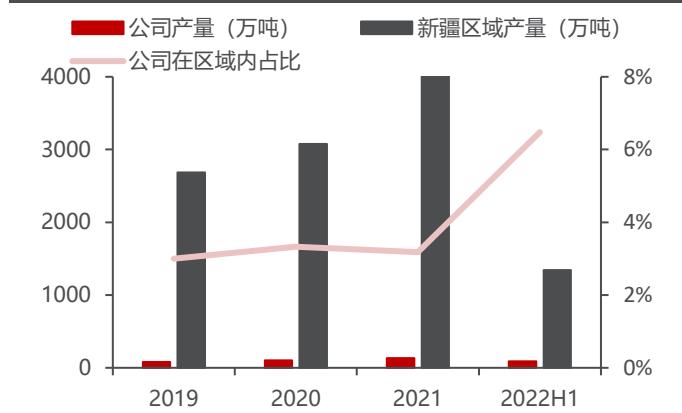
3.2 地域优势明显，新疆市场铁矿供不应求

不同区域内的铁矿采选企业之间一般不产生直接竞争。由于我国铁矿石采选行业布局分散、原矿品位较低、生产成本较高，导致我国铁矿石定价能力较弱，同时，受限于产品的供不应求以及就近销售的模式决定了不同区域内的铁矿采选企业之间一般不产生直接竞争。与国内同行业情形相似，公司所在新疆地区也存在铁矿石产品无法满足当地钢铁企业需求的情形。

公司在新疆区域内市场份额逐渐提升。2019 年至 2022 年 6 月，公司铁矿石原矿开采量为 80.49 万吨、102.59 万吨、131.10 万吨和 86.99 万吨，公司铁精粉产品产量分别为 74.64 万吨、90.30 万吨、104.70 万吨和 48.54 万吨，在

新疆地区铁精粉产量占比为 12.18%、15.80%、16.63%、18.27%，属于当地生产规模较大的铁矿石产品供应商。公司产量的提升带来了公司在新疆区域内铁矿石原矿与铁精粉中所占市场份额的上升。

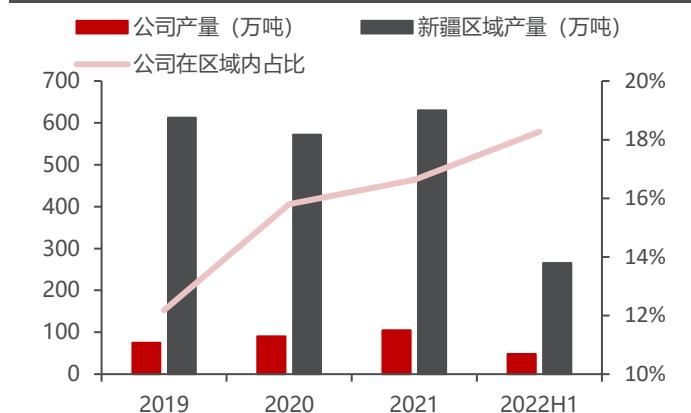
图18：公司与新疆区域铁矿石原矿产量情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：公司铁精粉产量占比高于铁矿石原矿产量占比，系因部分大型钢企所拥有的自主矿山在其开采铁矿石后，通常是直接加工为铁精粉或球团作为生产原材料自用，故该等矿石选矿数据未计入铁精粉生产数据。

图19：公司与新疆区域铁精粉产量情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司与客户关系稳定，优质客户集中度较高。公司地处新疆，受制于交通条件的影响，客户绝大部分为新疆本地的钢铁企业，客户相对集中。公司面向主要客户包括新疆八一钢铁股份有限公司、首钢伊犁钢铁有限公司、新疆伊犁钢铁有限责任公司、甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司等大型钢铁企业。2019 年至 2022 年 6 月，公司对前五大客户的销售收入占当年主营业务收入的比例分别为 73.00%、85.87%、84.80% 和 86.30%。未来随着公司采选规模继续扩大，公司将继续积极开发优质客户，但基于铁精粉作为钢铁企业大宗生产原材料以及新疆钢企市场的特点，未来公司客户仍可能较为集中。但公司主要客户为大型钢铁行业国央企在新疆所设子公司，生产经营稳定，客户经营或客户本身出现重大不利变化导致对公司铁精粉采购大幅减少的可能性低。

表8：公司向前 5 大客户的销售情况

序号	客户名称	销售产品	是否为关联方	销售收入 (万元)	占主营业务收入比例
2022 年 1-6 月					
1	新疆伊犁钢铁有限责任公司	铁精粉	否	18,508.87	41.72%
	新疆天山钢铁巴州有限公司	贸易产品	否	2.93	0.01%
	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司及其控制的企业合计			18,511.80	41.72%
2	新疆昕昊达矿业有限责任公司	铁精粉、贸易产品	否	8,645.53	19.49%
3	新疆大安特种钢有限责任公司	铁精粉	否	4,713.90	10.62%
4	安阳环顺再生资源有限公司	铁精粉	否	3,759.92	8.47%
5	新疆和众国际贸易有限公司	铁精粉、贸易产品	否	2,658.70	5.99%

合计			38,289.85	86.30%
2021 年度				
	新疆昕昊达矿业有限责任公司	铁精粉、贸易产品	否	37,654.80
1	甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司	贸易产品	否	142.92
	酒钢集团及其实际控制的企业合计			37,797.72
	新疆伊犁钢铁有限责任公司	铁精粉、贸易产品	否	15,137.14
2	新疆八一钢铁股份有限公司	铁精粉、贸易产品	否	7,959.17
	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	贸易产品	否	34.12
	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司及其控制的企业合计			23,130.43
3	首钢伊犁钢铁有限公司	铁精粉	否	4,959.84
4	兰鑫钢铁集团有限公司	铁精粉、贸易产品	否	4,812.30
5	陕西檀溪港供应链管理有限公司	铁精粉、贸易产品	否	3,689.52
合计			74,389.81	84.80%
2020 年度				
	新疆昕昊达矿业有限责任公司	铁精粉、贸易产品	否	28,158.68
1	甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司	贸易产品	否	113.22
	酒钢集团及其实际控制的企业合计			28,271.90
2	新疆大安特种钢有限责任公司	铁精粉	否	11,672.46
	新疆伊犁钢铁有限责任公司	铁精粉	否	9,437.70
	新疆八一钢铁股份有限公司	铁精粉、贸易产品	否	465.92
3	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	贸易产品	否	185.82
	新疆宝新昌佳石灰制品有限公司	贸易产品	否	40.34
	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司及其控制的企业合计			10,129.78
4	首钢伊犁钢铁有限公司	铁精粉	否	5,704.71
5	新疆中泰物产有限公司	铁精粉、贸易产品	否	2,689.74
合计			58,468.59	85.87%
2019 年度				
1	新疆昕昊达矿业有限责任公司	铁精粉、贸易产品	否	11,127.02
2	新疆伊犁钢铁有限责任公司	铁精粉	否	11,030.90
	新疆八一钢铁股份有限公司	铁精粉、贸易产品	否	7,623.34
	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司	贸易产品	否	89.56
3	新疆宝新昌佳石灰制品有限公司	贸易产品	否	190.65
	新疆钢铁雅满苏矿业有限责任公司	铁精粉、贸易产品	否	9.86
	宝钢集团新疆八一钢铁有限公司及其控制的企业合计			7,913.41
4	首钢伊犁钢铁有限公司	铁精粉	否	6,422.71
5	新疆大安特种钢有限责任公司	铁精粉、贸易产品	否	6,267.74
合计			42,761.78	73.00%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

区域位置优势降低运输成本。公司拥有并正在运营的宝山铁矿、松湖铁矿地处新疆铁矿资源丰富地区，周边钢铁企业众多，所生产铁精粉产品可直接供应至下游钢企客户，相对于铁矿石进口贸易公司的产品具有显著的运输成本优势。

3.3 公司经营业绩良好，营收净利有望回升

3.3.1 产销量逐步提升，营收周期波动

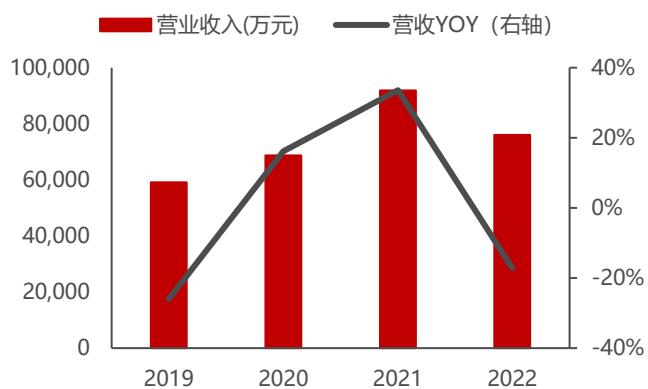
铁精粉市场价格波动影响公司营业收入。2022 年公司营业收入 76,060.93 万元，较上年同期下降 15,767.46 万元，降幅为 17.17%，主要因市场行情原因，2022 年铁精粉平均售价 720.41 元/吨较 2021 年 972.74 元/吨下降 25.94% 导致。其中，2022 年 7-12 月公司营收 29,958.15 万元同比下降 36.37%，主要因 2022 年 7-12 月铁精粉平均售价 635.00 元/吨较 2021 年同期 1,160.06 元/吨下降 54.74%。从 2019 年到 2021 年，铁精粉销售价格持续上涨，导致公司销售收入增加，2022 年 1-6 月铁精粉销售价格较 2021 年下降较多，但仍高于 2020 年价格。公司铁精粉销售价格变动趋势与行业价格变动趋势一致。

图20：国产铁矿石(62%品位干基铁精矿)价格变化



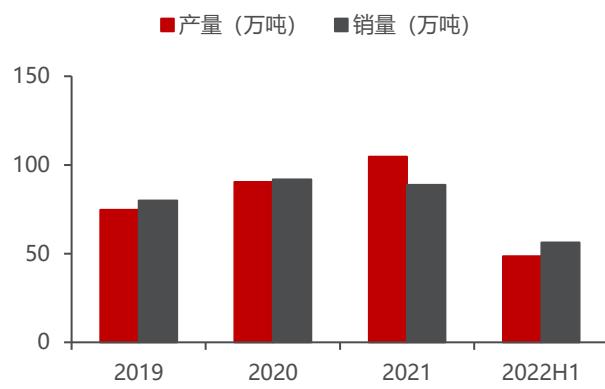
资料来源：中国钢铁工业协会，民生证券研究院

随着新矿开采放量，公司产销量整体呈现上升趋势。2022 年上半年销量 56.19 万吨，明显高于 2021 年全年销量的一半，使得公司营收的下降幅度低于铁精矿降幅。截至 2021 年末，公司铁矿石开采规模 200 万吨/年，募投项目建成达产后，松湖铁矿采选能力提升，整体选矿处理能力将达到 306 万吨/年。此外，2022 年公司新获取矿区察汉乌苏铁矿、哈西亚图铁多金属矿，未来从开采设计阶段进入实际开采阶段后，将带动公司铁精粉产销量进一步增长。

图21：营业收入情况


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

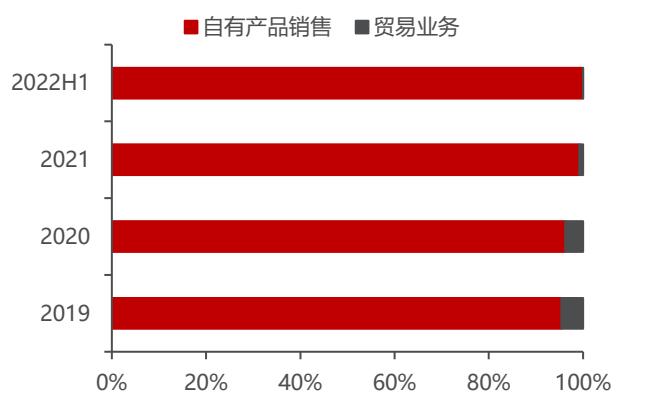
注：2022 年度财务数据来自公司《2022 年度经审阅的财务报告》

图22：铁精粉产销量情况


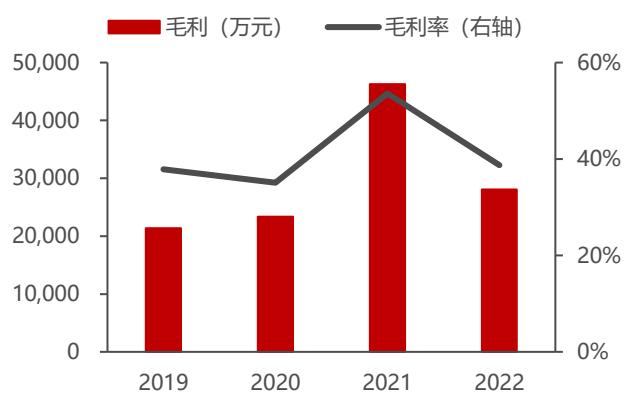
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.3.2 毛利率受价格波动影响明显，未来有望回升

铁精粉占据毛利绝对比例，毛利率变化受铁精粉价格影响。主营业务毛利主要来源于自有产品销售，贸易业务贡献毛利较少且占比逐渐缩小。2020 年以来，自有产品销售业务毛利全部来自于铁精粉销售。公司 2019-2022 年铁精粉毛利率分别为 37.85%/35.08%/53.58%/38.70%，出现了较大的波动，主要是由于铁精粉价格的波动，导致公司产品单价、利润在该期间均受此影响而波动。2021 年，自产铁精粉毛利率较 2020 显著上涨，主要是由于同期铁精粉市场价格涨幅较大，而公司成本变化较小所致。2022 年，自产铁精粉毛利率较 2021 年下降，主要是由于同期铁精粉市场价格下降导致。

图23：自有产品销售为主营业务毛利主要来源


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

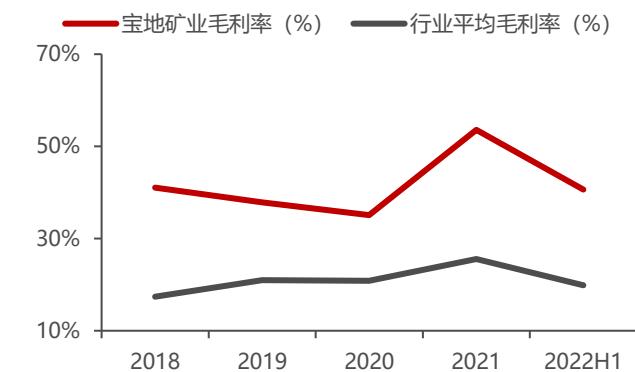
图24：铁精粉毛利情况


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司毛利率高于行业平均水平。公司两大在产铁矿中，松湖铁矿铁矿石平均品位为 44.62%；伊吾宝山铁矿铁矿石平均品位为 46.78%，高于我国铁矿石平均品位 34.50%。凭借高品铁矿优势，公司毛利率近年来均维持在 35%以上，2021 年受益于铁矿产品价格上涨毛利率高达 53.58%，远高于行业平均水平。

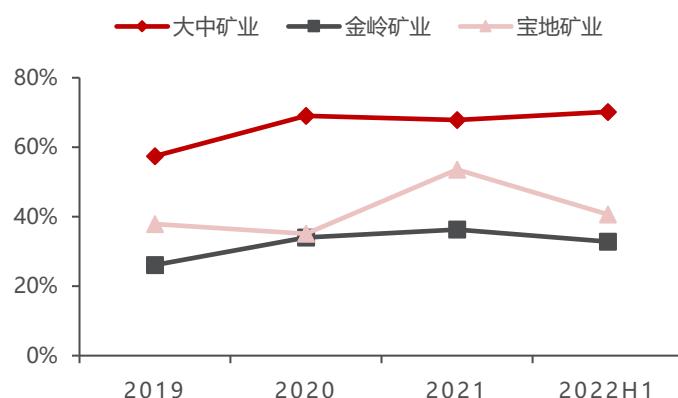
图25：中国黑色金属矿采选业毛利率情况


资料来源：公司招股说明书，wind，民生证券研究院

图26：公司与中国黑色金属矿采选业毛利率对比


资料来源：公司招股说明书，wind，民生证券研究院

公司毛利率低于大中矿业，高于金岭矿业。公司毛利率低于大中矿业，主要由于大中矿业铁精粉产量以内蒙古地区为主，内蒙地区的铁精粉品位通常为65.5-66.5%，而公司铁精粉品位通常为TFe63%左右，比大中矿业铁精粉品位略低。此外，公司生产成本高于大中矿业，矿山位于偏远山区或戈壁自然环境恶劣，地质构造复杂，施工难度大，人工和材料等成本也较高；选矿厂因需要充足且稳定的水电供应远离矿山，运费约为原矿成本的9%-16%。与金岭矿业相比，公司毛利率较高，主要是由于金岭矿业外购铁矿石较多，2022H1金岭矿业外购铁矿石金额占其当期营业成本比重约为46%；而公司2019年到2022H1入库矿石中外购矿石数量比例分别为40.53%/40.46%/5.69%/7.19%，外购矿石比例低于金岭矿业。

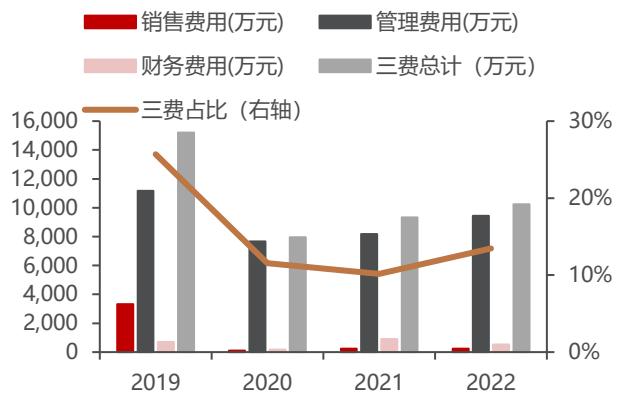
图27：同行业可比公司铁精粉毛利率


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

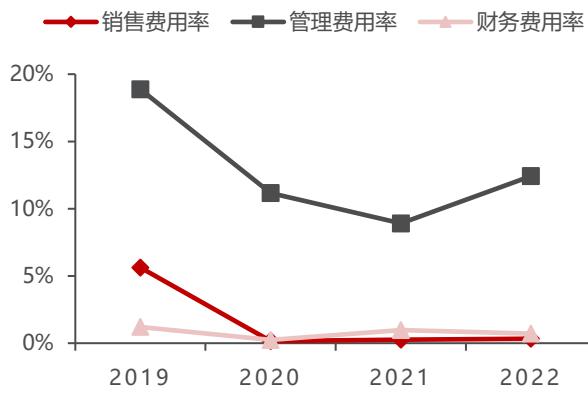
注：在国内铁矿采选行业A股上市公司（不包含钢铁上市公司）中，金岭矿业（000655.SZ）与大中矿业（001203.SZ）的生产业务模式均涉及铁矿石采矿及选矿业务，可作为同行业可比上市公司。

3.3.3 管理费用占比较高，三费占比整体保持稳定

管理费用占比较高，三费占比整体保持稳定。 1) **销售费用：**2019-2022 年销售费用分别为 3326.04/108.80/244.56 /245.30 万元，销售费用率分别为 5.62%/0.16%/0.27/0.32%。2020 年起销售费用较 2019 年大幅下降主要是因为根据新收入准则要求，销售发生的运费作为合同履约成本，分类至主营业务成本所致。2020 年起，销售费用以职工薪酬为主，2020-2022 年职工薪酬在销售费用中占比分别为 91.31%/93.92%/85.58%。销售费用率较低是因为公司在新疆市场中竞争优势明显，客户集中度高，为所处区域内长期合作钢企，销售相对集中，需要的专门销售人员数量较少度。2021、2022 年较 2020 年增长较多是因为业绩提升，员工奖金增加以及基层销售员工增加。2) **管理费用：**管理费用在三费中占比高，2019-2022 年分别为 11167.03/7672.67/8182.7/9451.99 万元，管理费用率分别为 18.87%/11.16%/8.91%/12.43%。2021 年管理费用较 2020 年增加主要系职工薪酬上升导致，其中管理人员数量增长 21.94%，加之 2021 年业绩提升，部分员工涨薪及员工的年终奖奖金相应增加，人均薪酬增长 35.09%。2020 年管理费用较 2019 年减少较多，2022 年管理费用较 2021 年增加较多，主要原因均系矿业权出让收益的波动。根据 2019 年新疆自然资源厅《新疆维吾尔自治区探矿权采矿权出让收益市场基准价的通知》，公司 2019-2022 年补缴以前年度已动用储量对应的矿业权出让权益金分别为 4,605.60/1,427.91/8.96/1,137.75 万元。此外，2021 及 2022 年度，公司由于筹备上市事宜，支付了较多的中介费用。3) **财务费用：**2019-2022 年财务费用分别为 711.35/167.89/903.65/538.04 万元，财务费用率分别为 1.20%/0.24%/0.98%/0.71%。公司财务费用率低，不会对公司经营造成重大影响。2020 年较 2019 年公司财务费用降低，主要是因为公司债务方式融资金额逐年降低，公司借款逐渐被偿还所致。2021 年较 2020 年财务费用增加主要系公司不再对外进行票据贴现，2021 年无贴现收入导致。2022 年度财务费用发生额较 2021 年度减少 365.61 万元，减少比例 40.46%，主要为本年度货币资金保有量增加产生的利息收入增加，内部借款减少导致确认的税差减少及本年度福费廷业务减少所致。4) **无研发费用：**公司主营业务为铁矿石的开采、选矿加工和铁精粉销售，属于传统行业，相关配套技术较为成熟，运行模式稳定，因此报告期内无研发费用。

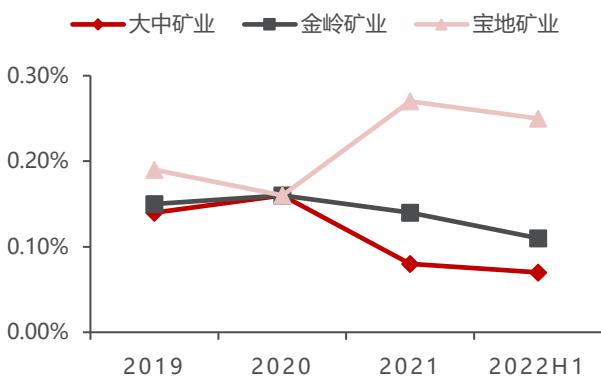
图28：公司三费情况


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图29：销售、管理、财务费用率变化


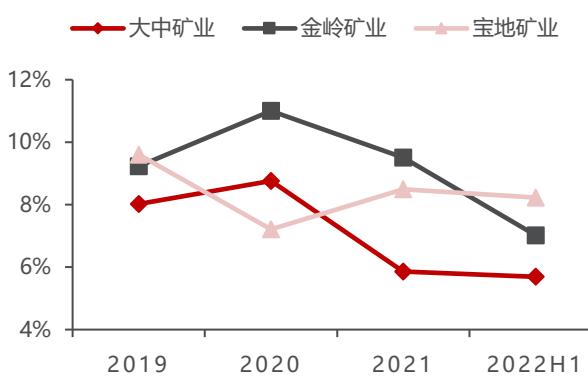
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司销售费用率、管理费用率水平与可比公司接近。2020 年起财务数据根据新收入准则要求，销售发生的运费作为合同履约成本，分类至主营业务成本，因而对销售费用率排除运费因素。2019 年和 2020 年公司扣除运输费之后的销售费用率与同行业可比公司费用比率接近，2021 年销售费用率较同行业可比公司较高，主要系公司 2021 年销售人员增加导致。2022 年上半年销售费用率与 2021 年基本一致，变动趋势与可比公司一致。管理费用率中，对公司和可比公司剔除停工资产折旧摊销、辞退福利后，管理费用率与同行业可比上市公司不存在重大差异。

图30：同行业可比公司销售费用率


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：各期销售费用率中排除了运费因素

图31：同行业可比公司管理费用率


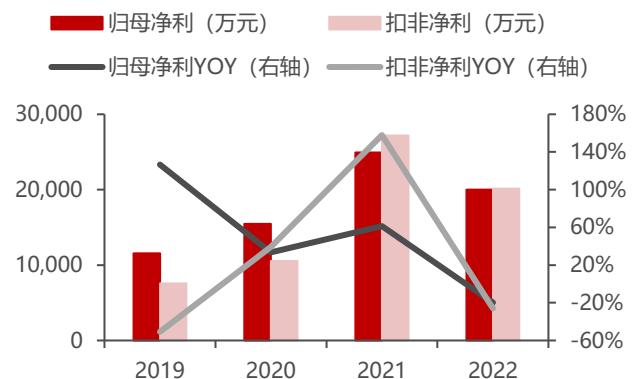
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：公司管理费用中剔除停工损失、矿权出让收益、辞退福利，同时可比公司剔除停工资产折旧摊销、辞退福利

公司归母净利润整体呈上升趋势，2022 年小幅回落。公司 2019-2022 年归母净利润分别为 11576.87/15470.7/24949.8/20011.1 万元，净利润率为 18.96%/21.66%/29.98%/29.81%，扣除非经常性损益后的归母净利润为 7565.02/10533.61/27170.97/20141.1 万元。伴随铁精粉价格从 2021 年高位逐渐回落至正常区间带来的毛利下滑，2022 年公司归母净利润较 2021 年下滑

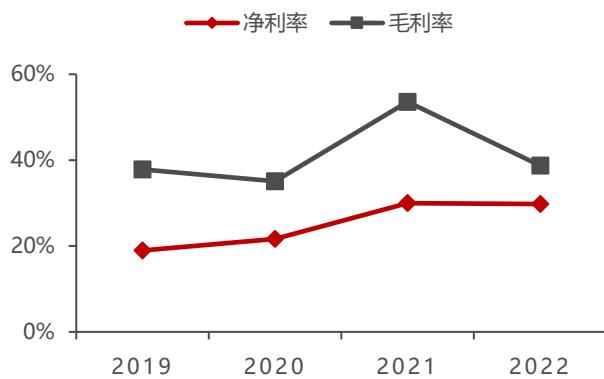
19.79%。

图32：归母净利润与扣非净利润情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图33：净利率与毛利率对比

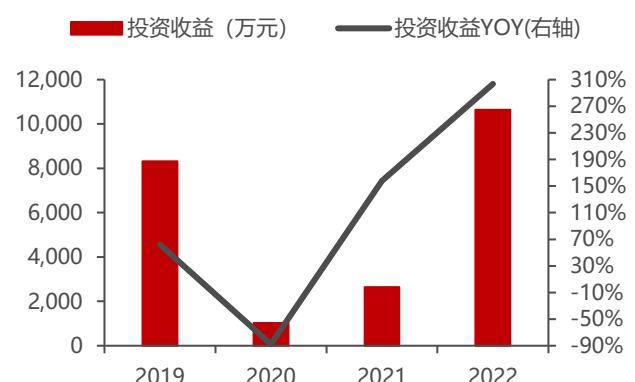


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3.3.4 2022 年投资收益增长明显

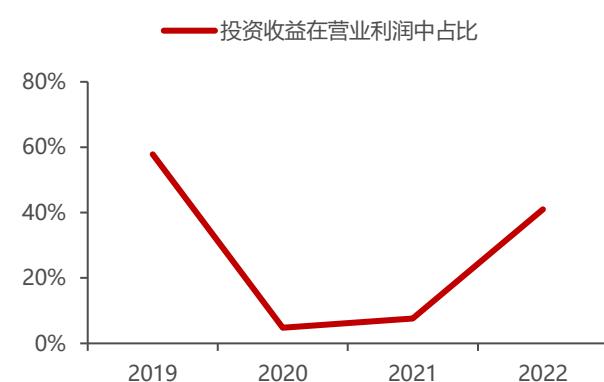
2022 年公司投资收益增长明显。2020 年投资收益较 2019 年大幅下滑，主要系合营公司和静备战盈利下滑及联营企业和田广汇汇鑫投资由盈利转亏损导致。2021 年因铁精粉价格上涨较快，合营企业和静备战盈利较好，导致 2021 年度的投资收益较 2020 年增加。2022 年公司投资收益为 10,637.82 万元，同比增长 303.56%，主要为合营企业和静备战按权益法确认的投资收益增加所致。投资收益的增长对于利润的下降起到了平滑作用，在公司 2022 年铁精粉毛利同比下降 39.35% 的背景下，营业利润同比仅下降 25.22%。

图34：公司投资收益情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图35：公司投资收益占营业利润比例



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：总毛利=营业收入-营业总成本

4 募投项目：新增产能逐步释放

公司向社会公众发行 20,000 万股人民币普通股，占发行后总股本的 25%，发行价格 4.38 元/股，发行市盈率 17.51 倍。2023 年 2 月，公司获得 IPO 上市的核准批复，并于 2023 年 3 月 10 日上市，扣除发行费用后募集资金 8.14 亿元。本次新股发行及上市的募集资金扣除发行费用后将用于投资“新疆天华矿业有限责任公司松湖铁矿 150 万吨/年采选改扩建项目”与补充流动资金。

募投项目投产后，公司松湖铁矿采选能力将提升至 150 万吨/年，新增年均生产 63%以上品位的铁精矿约 22 万吨，同时缓解公司资金压力。公司下属天华矿业通过不断加大勘查投入，截至 2021 年末，松湖铁矿保有储量 3,987.50 万吨，其中松湖铁矿二期新增储量 2,576.28 万吨。本次募投项目实施后，松湖铁矿矿山及选厂的采选能力将提升至 150 万吨/年（原生产规模 100 万吨/年）。达产后可充分开发利用新增储量，平均年产 63%以上品位的铁精粉达到约 67.81 万吨，其中新增年均约 22 万吨。采选规模提升后将有效降低生产成本，为公司未来的持续盈利能力奠定坚实的基础。随着公司日益增长的收入水平和开采规模，以及未来拟实施的察汉乌苏铁矿、长泉山铁矿项目的开发建设仍需预先投入大量资金，本次募投项目实施后，可有效提升公司的资金流动性水平，缓解未来业务发展大额资本开支后的资金压力，有利于公司未来战略实施和持续发展。

表9：募集资金投资项目

序号	项目名称	项目总投资 额 (万元)	募集资金投资 额 (万元)	核准/备案文件	环保批文
1	新疆天华矿业有限责任公司松湖铁矿 150 万吨/年采选改扩建项目	67828	67481.9	《自治区发展改革委关于新疆天华矿业有限责任公司松湖铁矿 150 万吨/年采选改扩建项目核准的批复》（新发改批复 [2021]103 号）	《关于新疆天华矿业有限责任公司松湖铁矿 150 万吨/年采选改扩建项目环境影响报告书的批复》（新环审 [2021]74 号）
2	补充流动资金	58000	13962.91	-	-
	合计	125828	81444.81	-	-

数据来源：公司招股说明书，民生证券研究院

本项目建设内容主要包括采矿系统工程、选矿系统工程、尾矿（输送）系统工程、辅助生产项目工程、公用系统工程。本项目新增建设投资为 67,828.00 万元，其中工程费用为 52,771.26 万元、工程建设其他费用为 7,253.53 万元、基本预备费为 7,803.22 万元。项目分两期建设，其中一期工程新增建设投资为 34,039.80 万元，其中工程费用为 23,641.34 万元、工程建设其他费用为 6,482.30 万元、基本预备费为 3,916.08 万元，一期工程建设期为两年；二期建设投资为 33,788.20 万元。

表10：募投项目具体投资情况

序号	工程或费用名称	投资金额 (万元)	占比 (%)
1	采矿系统	31061.13	45.79
2	选矿系统	5478.65	8.08
3	尾矿系统	10963.93	16.16
4	辅助生产系统	1937.08	2.86
5	公共系统	2075.46	3.06
6	人工阻隔及止水措施工程	1255	1.85
	工程费用合计	52771.26	77.8
7	其他费用	7253.53	10.69
8	基本预备费	7803.22	11.5
	总投资	67828	100

数据来源：公司招股说明书，民生证券研究院

募投项目将会从三个方面提升公司效益：

1) 把握市场机遇，满足增长的新疆铁矿石市场需求

本世纪首钢、宝钢等大型钢企新疆市场扩大了钢铁产能。而随着近些年部分矿山停产、闭坑，进口球团和废钢逐步减少，加之酒钢集团、西宁特钢等周边企业对新疆区域冶铁矿产资源的抢占，以及一些中小型的钢铁企业的新建和扩建，新疆铁矿石长期供不应求。募投项目位于新疆伊犁地区，周边大型钢铁企业较多，铁精粉产品需求量较大。项目实施后，将进一步满足市场需求，扩大市场份额，提升公司区域内市场竞争力。

2) 缓解资金压力，拓宽融资渠道

铁矿石采选行业属于资本密集型行业，尤其是新项目的前期开发，往往需要投入大量资金。除募投项目松湖铁矿项目外，未来拟实施的察汉乌苏铁矿、长南山铁矿项目开发建设也需要投入大量资金。公司目前项目的投资来源主要为自身经营积累及银行贷款，融资渠道较为狭窄。募投资金到位后，可有效丰富公司的资金来源，拓宽公司的融资渠道，提升公司的资金流动性水平。

3) 优化资产结构，提升盈利能力

通过本次发行股票，公司总资产将大幅增加，将降低公司资产负债率，优化资本结构，从而提高公司信用状况与资产健康状况，增强公司防范风险的能力。本次发行完成后，净资产规模将提高，由于短期内募投项目不能立即实现效益，净资产收益率将会有所下降，但随着项目经济效益的实现，净资产收益率等指标将有所回升和进一步提高。根据公司最近三年销售均价 637 元/吨（不含税，出厂价）计算，预计项目达产后可实现年均销售收入约 45,417.15 万元，净利润 10,770.65 万元；其中，年均销售收入增量 15,404.57 万元，净利润增量 4,034.78 万元。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设

公司主营铁精粉采选及销售。随着募投产能逐步投放，而铁矿市场价格保持稳定，铁精粉销量增长而毛利稳定，公司营收与利润将有望实现增长。

自产铁精粉方面，募投项目建设期为两年，随着公司募投产能投放，且运营效率不断提升，公司自产铁精粉销量有望稳步增长。假设2023-2025年自产铁精粉销量分别为110、115、120万吨，售价跟随市场波动分别为700、710和720元/吨，预计自产铁精粉业务2023-2025年分别实现营业收入7.70、8.17和8.64亿元，毛利率分别为38.29%、39.15%与40.00%。

表11：自产铁精粉业务收入拆分及预测

单位：亿元	2022E	2023E	2024E	2025E
收入	7.25 (披露值)	7.70	8.17	8.64
YoY	-16.04%	6.19%	6.04%	5.82%
成本	4.43	4.75	4.97	5.18
毛利	2.82	2.95	3.20	3.46
毛利率(%)	38.85%	38.29%	39.15%	40.00%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

综上包含公司贸易和其他业务（2021年毛利占比分别为0.03%和1.71%），我们预计公司主营业务2023-2025年分别实现营业收入8.06、8.53与9.01亿元，毛利率分别为38.47%、38.34%与39.18%。

表12：公司收入拆分及预测

单位：亿元	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	7.61	8.06	8.53	9.01
YoY	-17.2%	5.9%	5.8%	5.6%
成本	4.72	5.04	5.26	5.48
毛利	2.89	3.02	3.27	3.53
毛利率(%)	37.97%	37.47%	38.34%	39.18%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取同样以铁精粉为主要业务的安宁股份、大中矿业作为可比公司。以3月24日收盘价测算，可比公司2022-24年平均PB为3.0/2.6/2.3倍，宝地矿业2022-24年PB为3.4/2.4/2.2倍，2023年后低于可比公司均值。

表13：可比公司 PB 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	PB (倍)		
			2022E	2023E	2024E
002978.SZ	安宁股份	37.45	2.6	2.2	1.9
001203.SZ	大中矿业	12.35	3.3	3.0	2.7
	平均值	3.0	2.6	2.3	
601121.SH	宝地矿业	9.17	3.4	2.4	2.2

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：宝地矿业 2022 年为实际值；股价时间为 2023 年 3 月 24 日

5.3 投资建议

全球铁矿供给增速放缓，“稳增长”政策推进国内需求复苏，伴随募投产能释放，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.79/2.03/2.22 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 41/36/33 倍，PB 为 2.4/2.2/2.1 倍，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

6 风险提示

1) 政策变动风险

产业政策调整会对铁矿石产品产量和价格产生影响。2016 年开始的钢铁行业供给侧结构性改革导致下游钢铁企业对铁矿石产品需求减少。未来如再度发生对钢铁行业进行产业政策调控，可能会对铁矿石行业发展带来较大影响。此外，因铁矿石行业属于资源型行业，国家对铁矿石的生产实施严格的行政许可制度，行政许可标准的提高亦有可能会对公司扩大再生产或对外扩张带来限制。2018-2020 年期间，公司因伊犁地区尼勒克县黑蜂保护区划定和鄯善地区禁止功能区划定使用等地方政策影响，导致公司出现松湖铁矿采矿权暂停延续以及鄯善宝地下属 5 处矿山采矿权灭失的情形，对公司的持续经营能力造成了不利影响。尽管松湖铁矿最终未被划入黑蜂保护区且矿山已恢复正常生产，但若未来地方政策出现调整，仍可能会对公司矿山的生产经营造成不利影响。

2) 经济周期与铁矿石价格波动风险

铁矿石产品作为冶炼钢铁的重要原料，其生产销售在很大程度上受到下游钢铁行业的影响。钢铁行业是顺周期行业，与宏观经济周期紧密相关。建筑业、机械制造业、汽车船舶制造业等行业的景气程度，亦对钢铁产品的需求量有着直接影响。铁矿石产品价格的波动与公司的经营业绩直接相关，如果未来铁矿石产品受供需关系、政策调控等因素影响导致价格出现大幅下降，则可能会导致公司业绩大幅下滑，将对公司经营业绩产生重大不利影响。

3) 探矿权和采矿权续期和取得的风险

截至本招股说明书签署日，公司拥有 4 项采矿权和 5 项探矿权。目前，公司正在申请办理吐鲁番长泉山磁铁矿的采矿权证，并已将办理采矿权证的申请材料提交至主管部门进行评审。公司虽已按照相关要求向主管部门提交有关材料申请办理采矿权证，但仍存在采矿权证无法办理的风险。若公司在采矿权许可期届满后无法获得采矿权的延期批准，或公司拥有的探矿权未来无法及时转为采矿权，将会给公司的业务和经营带来重大不利影响。

4) 资源储量与原材料供给风险

公司目前正常开采的两座矿山中，宝山铁矿截至 2021 年末其保有储量仅剩 116.39 万吨，按照宝山铁矿采矿权证所核准的开采规模 50 万吨/年计算，其可开采年限已不足 3 年，而 2022 年公司新取得的两处矿区采矿权尚处于开采设计阶段。未来，若公司无法通过外购铁矿石、或新申请采矿权证未获批从而无法开发利用新矿山等方式补充矿石来源，将对公司的持续经营能力造成不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	761	806	853	901
营业成本	472	504	526	548
营业税金及附加	40	43	46	49
销售费用	2	2	3	3
管理费用	95	91	96	101
研发费用	0	0	0	0
EBIT	159	167	184	202
财务费用	5	-0	-9	-9
资产减值损失	0	-13	-13	-13
投资收益	106	83	88	93
营业利润	260	238	269	292
营业外收支	-4	-3	-2	-1
利润总额	256	235	267	291
所得税	29	34	39	42
净利润	227	201	228	249
归属于母公司净利润	200	179	203	222
EBITDA	247	251	282	318

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,028	1,805	1,807	1,831
应收账款及票据	100	108	114	120
预付款项	8	7	7	8
存货	105	121	127	134
其他流动资产	141	147	151	156
流动资产合计	1,383	2,187	2,207	2,249
长期股权投资	532	615	703	795
固定资产	309	350	388	471
无形资产	2,353	2,353	2,351	2,350
非流动资产合计	3,375	3,553	3,745	3,939
资产合计	4,758	5,740	5,951	6,188
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	867	877	915	953
其他流动负债	591	598	544	493
流动负债合计	1,459	1,475	1,459	1,446
长期借款	261	211	211	211
其他长期负债	591	591	591	591
非流动负债合计	852	802	802	802
负债合计	2,311	2,277	2,261	2,248
股本	600	800	800	800
少数股东权益	320	342	367	394
股东权益合计	2,447	3,462	3,691	3,940
负债和股东权益合计	4,758	5,740	5,951	6,188

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-17.17	5.94	5.81	5.61
EBIT 增长率	-52.90	5.05	10.26	9.76
净利润增长率	-19.79	-10.56	13.51	9.20
盈利能力 (%)				
毛利率	37.97	37.47	38.34	39.18
净利润率	26.31	22.21	23.83	24.63
总资产收益率 ROA	4.21	3.12	3.41	3.59
净资产收益率 ROE	9.41	5.73	6.11	6.26
偿债能力				
流动比率	0.95	1.48	1.51	1.56
速动比率	0.83	1.35	1.38	1.41
现金比率	0.70	1.22	1.24	1.27
资产负债率 (%)	48.57	39.68	37.99	36.33
经营效率				
应收账款周转天数	14.75	12.79	12.79	12.79
存货周转天数	81.53	90.00	90.00	90.00
总资产周转率	0.19	0.15	0.15	0.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.22	0.25	0.28
每股净资产	2.66	3.90	4.16	4.43
每股经营现金流	0.57	0.27	0.36	0.40
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	37	41	36	33
PB	3.4	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	28.10	24.36	21.42	18.75
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	227	201	228	249
折旧和摊销	88	84	98	116
营运资金变动	230	-14	27	28
经营活动现金流	452	212	288	321
资本开支	-310	-189	-213	-227
投资	-84	0	0	0
投资活动现金流	-220	-189	-213	-227
股权募资	238	814	0	0
债务募资	185	-50	-64	-60
筹资活动现金流	409	754	-74	-70
现金净流量	641	777	2	25

插图目录

图 1: 公司股权结构 (2023 年 3 月)	4
图 2: 钢铁、铁矿产业链图	5
图 3: 2013-2022 年中国钢铁生产情况	6
图 4: 球团矿生产工艺	6
图 5: 2021 年末铁矿石原矿储量占比	7
图 6: 2021 年铁矿石原矿产量占比	7
图 7: 2022 年国产矿区域分布	7
图 8: 2022 年国产矿企集中度	7
图 9: 我国铁矿进口依赖度较高	8
图 10: 进口铁矿石价格指数	8
图 11: 2016-2022 年淡水河谷铁矿销量	9
图 12: 2016-2022 年力拓 (皮尔巴拉) 铁矿销量	9
图 13: 2016-2022 年必和必拓铁矿销量	9
图 14: 2016-2022 年 FMG 铁矿加工量	9
图 15: 公司矿区分布图	12
图 16: 公司铁矿石原矿开采情况	14
图 17: 公司铁精粉生产及产能利用情况	14
图 18: 公司与新疆区域铁矿石原矿产量情况	15
图 19: 公司与新疆区域铁精粉产量情况	15
图 20: 国产铁矿石(62% 品位干基铁精矿)价格变化	17
图 21: 营业收入情况	18
图 22: 铁精粉产销量情况	18
图 23: 自有产品销售为主营业务毛利主要来源	18
图 24: 铁精粉毛利情况	18
图 25: 中国黑色金属矿采选业毛利率情况	19
图 26: 公司与中国黑色金属矿采选业毛利率对比	19
图 27: 同行业可比公司铁精粉毛利率	19
图 28: 公司三费情况	21
图 29: 销售、管理、财务费用率变化	21
图 30: 同行业可比公司销售费用率	21
图 31: 同行业可比公司管理费用率	21
图 32: 归母净利润与扣非净利润情况	22
图 33: 净利率与毛利率对比	22
图 34: 公司投资收益情况	22
图 35: 公司投资收益占营业利润比例	22

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 行业铁矿石品位比较	3
表 2: 公司全资与控股子公司情况	5
表 3: 四大矿山铁矿供给预测 (单位: 亿吨)	9
表 4: 房地产政策逐步放松	10
表 5: 铁矿行业产业政策	11
表 6: 公司现有采矿权资源	13
表 7: 公司现有探矿权资源	13
表 8: 公司向前 5 大客户的销售情况	15
表 9: 募集资金投资项目	23
表 10: 募投项目具体投资情况	24

表 11：自产铁精粉业务收入拆分及预测	25
表 12：公司收入拆分及预测	25
表 13：可比公司 PB 数据对比	26
公司财务报表数据预测汇总	28

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元；518026