

海南矿业 (601969)

聚焦三大战略性资源，“运营+投资”双轮驱动优势显著

增持（首次）

2024年09月02日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 米宇

执业证书：S0600122090066

miy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	4830	4679	5358	6437	6868
同比（%）	17.26	(3.13)	14.51	20.15	6.69
归母净利润（百万元）	615.07	625.36	694.26	863.83	936.96
同比（%）	(29.66)	1.67	11.02	24.42	8.47
EPS-最新摊薄（元/股）	0.30	0.31	0.34	0.42	0.46
P/E（现价&最新摊薄）	18.52	18.21	16.41	13.19	12.16

投资要点

■ **历经三阶段扩展，实现能源领域三大板块战略布局：**公司聚焦于上游战略性资源，2007-2018年公司专注铁矿石业务板块，2019-2021年公司收购洛克石油股权、并购四川天然气田，进军油气开发产业，2021-2023年公司收购非洲锂矿，建设海南氢氧化锂项目，形成“**铁矿石+油气+新能源**”三大战略资源布局。**1) 营收端三足鼎立：**公司主要通过收购震荡上行，2014-2023年公司营收从18亿元增至47亿元，CAGR为11%，其中铁矿、油气、大宗贸易营收占比为37%/38%/22%。**2) 业绩端主要由铁矿及油气业务贡献：**2023年公司铁矿、油气、大宗贸易营收毛利率分别为44%/35%/5.6%，主要毛利由铁矿及油气业务贡献。归母净利角度公司受益于收购洛克石油2019年扭亏为盈，近年来伴随大宗商品价格表现较好，公司归母净利迈上新台阶，2023年公司归母净利为6.3亿元。

■ **长期资源为王，供需结构整体偏紧：**1) **铁矿资源定价海外为主，供给较为刚性，**近8年全球铁矿石产量稳定在25亿吨左右，分国家来看，CR4国家2023年产量占比全球78%，供应商角度，CR4产量占比43%，主导铁矿定价权。我们预计在铁矿需求较为稳定情况下，铁矿价格中枢将维持在85-100美元/吨左右；2) **原油供给处于平台期，需求匹配供给增速，**全球原油产量从1990年32亿吨增长至2023年45亿吨，CAGR为1%左右，目前供给处于平台期，增量有限；需求方面，全球原油消费量1990-2023年CAGR为1%左右，匹配供给，预计2025年布伦特原油价格为85美元/桶；3) **天然气新增产量匹配需求，价格有望保持稳定，**天然气产量近3年增速有所放缓，消费量2000-2023年保持在4万亿立方米水平，预计价格保持稳定；4) **锂价有望触底，新能源需求稳健增长，**全球锂矿产量增长迅速，氢氧化锂供给端产能过剩，我们预计随着远期供需错配逐渐平衡，氢氧化锂价格有望触底回升。

■ **资源优势突出，深度绑定客户，降本增效显著：**1) **铁矿储量丰富、产品优质、售价存在提升空间。**截至2023年，石碌铁矿保有铁矿石资源量2.43亿吨，权益储量1.11亿吨，TFe平均品位43.99%；公司产品呈酸性且含硅量高，优于进口铁矿，能有效降低炼铁成本；磁化焙烧项目建设将提高铁精粉品味2pct，基于普氏62%铁矿在100美元/吨情况下，产品销售价格有望每吨提升10-15美元左右。2) **油气业务产销不断创新高，与大型国家石油公司深化合作。**公司油气产销2023年再创新高，业绩贡献占比超60%。目前在公司主要与中石油、中海油及马国油合作，按照权益比例分摊收益。3) **新能源领域一体化布局，项目享受区位、政策及人才优势。**公司上游建设年产能10-12万吨锂精矿项目，基本满足下游加工年产2万吨氢氧化锂项目原材料供应，同时氢氧化锂项目坐落于海南省洋浦经济开发区，享受运输短、15%企业所得税、15%个人所得税等多方面优势。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年EPS分别为0.3、0.4、0.5元/股，对应PE分别为16/13/12倍。2024年可比公司平均PE为15.2倍，我们认为由于公司战略资源丰富，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**宏观经济波动导致商品价格不及预期，锂价大幅波动风险。新项目投产节奏不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.59
一年最低/最高价	4.81/7.85
市净率(倍)	1.70
流通A股市值(百万元)	11,328.45
总市值(百万元)	11,389.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.29
资产负债率(% ,LF)	39.97
总股本(百万股)	2,037.52
流通A股(百万股)	2,026.56

相关研究

内容目录

1. 聚焦三大战略性资源，打造“运营+投资”双轮驱动产业发展集团	5
1.1. 发展历程：历经三阶段扩展，实现能源领域三大板块战略布局.....	5
1.2. 公司股权结构稳定，复星集团持股公司 47%股份.....	6
1.3. 铁矿、油气板块贡献主要营收，业绩稳中向好.....	7
2. 长期资源为王，供需结构整体偏紧	9
2.1. 铁矿资源定价海外为主，供给较为刚性.....	9
2.2. 原油供给处于平台期，需求匹配供给增速.....	11
2.3. 天然气新增产量匹配需求，价格有望保持稳定.....	13
2.4. 氢氧化锂价格有望触底，新能源需求稳健增长.....	14
3. 资源优势突出，深度绑定客户，降本增效显著	16
3.1. 资源优势突出，围绕铁矿、油气、新能源三大主赛道加速布局.....	16
3.1.1. 公司铁矿储量丰富，产品优质，技术改造售价存在提升空间.....	16
3.1.2. 油气业务与大型国家石油公司合作深化，产销不断创新高.....	18
3.1.3. 新能源领域一体化布局，项目享受区位、政策、人才等多方面优势.....	20
3.2. 严格控制生产成本，毛利率保持高位，经营效率显著提升.....	22
3.3. 与国企及头部企业保持长期合作关系，客户资源优质稳定.....	24
4. 盈利预测	26
5. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年年报)	6
图 3: 2009-2023 年公司营收 (百万元) 及同比 (%)	8
图 4: 2009-2023 年归母净利 (百万元) 及同比 (%)	8
图 5: 2018-2023 年公司主营业务拆分 (百万元)	8
图 6: 2018-2023 年公司毛利率 (%)	8
图 7: 2018-2023 年公司毛利率及净利率	9
图 8: 2018-2023 年公司 ROE (摊薄)	9
图 9: 1994-2023 年全球铁矿石产量 (亿吨)	9
图 10: 1994-2023 年全球各国铁矿产量占比 (%)	9
图 11: 2009-2023 年全球铁矿石分供应商产量 (亿吨)	10
图 12: 2009-2023 年全球铁矿石分供应商产量占比 (%)	10
图 13: 全球粗钢产量 (亿吨)	10
图 14: 铁矿石普氏 62%价格指数 (美元/吨)	11
图 15: 1990-2023 年全球原油产量 (亿吨)	11
图 16: 2023 年原油产量分国家 (%)	11
图 17: 1990-2023 年全球原油消费量 (亿吨)	12
图 18: 2023 年原油消费量分国家 (%)	12
图 19: 2001-2025E 布伦特原油价格 (美元/桶)	12
图 20: 1970-2023 年全球天然气产量 (十亿立方米)	13
图 21: 2023 年天然气产量分国家 (%)	13
图 22: 2000-2023 年全球天然气消费量 (十亿立方米)	13
图 23: 2023 年各国天然气消费量(十亿立方米)及 2000-2023CAGR (%)	13
图 24: 天然气价格 (美元/百万英热)	14
图 25: 中国成都管道天然气价格 (元/立方米)	14
图 26: 1994-2023 年全球锂矿产量 (万公吨) 及 yoy	14
图 27: 2009-2023 年中国氢氧化锂产量 (万吨) 及 yoy	14
图 28: 中国新能源汽车产量 (万辆)	15
图 29: 国产 56.5%氢氧化锂价格 (万元/吨)	15
图 30: 公司产业布局.....	16
图 31: 石碌铁矿地下采矿生产工艺流程.....	17
图 32: 石碌铁矿产品生产流程.....	17
图 33: 公司目前主要产品.....	17
图 34: 焙烧炉系统投料试车成功.....	18
图 35: 铁矿石 62%及 65%产品均价 (美元/吨)	18
图 36: 应用技术指标对比.....	18
图 37: 磁化焙烧项目总体技术思路.....	18
图 38: 2019-2023 年公司油气开采营业收入 (百万元)	19
图 39: 2019-2024E 公司油气权益产量及销量 (万桶当量)	19
图 40: 氢氧化锂项目效果图.....	20
图 41: 氢氧化锂项目施工现场图 (截至 2023 年底)	20
图 42: Bougouni 锂矿项目至港口运输路径.....	21

图 43:	Bougouni 锂矿项目股权架构 (截至 2024.04)	21
图 44:	Bougouni 锂矿建设计划	22
图 45:	成品矿吨成本 (元/吨) 及 yoy	23
图 46:	铁矿石毛利率及 yoy (pct)	23
图 47:	油气吨成本 (元/桶) 及 yoy	23
图 48:	油气业务毛利率及 yoy (pct)	23
图 49:	2009-2023 年公司期间费用情况 (百万元)	24
图 50:	2009-2023 年公司各项期间费用费用率 (%)	24
图 51:	公司举办 2023 年铁矿石客户交流会	24
图 52:	公司与宝武资源签订 130 万吨铁矿石协议	24
图 53:	公司与阿吉兰兄弟控股探讨锂盐厂项目可行性	26
表 1:	公司管理层 (截至 2023 年年报)	6
表 2:	公司油气项目 (截至 2023 年年报)	19
表 3:	氢氧化锂项目受益于海南自贸区多项政策	20
表 4:	3 种氢氧化锂生产工艺的对比	21
表 5:	洛克石油运营效果	25
表 6:	盈利预测拆分 (单位: 百万元)	27
表 7:	可比公司估值表 (截至 2024 年 8 月 30 日)	28

1. 聚焦三大战略性资源，打造“运营+投资”双轮驱动产业发展集团

1.1. 发展历程：历经三阶段扩展，实现能源领域三大板块战略布局

公司聚焦于上游战略性资源的勘探、开发和采选，目前业务主要涵盖“铁矿石+油气+新能源”三个组成部分。公司发展主要经历了三个阶段：

1) 专注铁矿石业务 (1957-2018): 1957 年作为亚洲最富铁矿之一的石碌铁矿开始建成投产。2007 年，复星集团参与海南钢铁公司重组改制，双方共同出资设立海南矿业联合有限公司，复星集团通过注资 9 亿元控股持有公司 60% 的股份。2014 年，海南矿业在上交所主板上市，成为铁矿资源上市公司之一。

2) 铁矿石及油气领域双轮驱动 (2019-2021): 伴随 2018 年石碌铁矿开采从露天转为地下，公司积极寻找第二产业，2019 年及 2021 年，公司通过复星集团的强产业投资能力进一步扩展其业务，先后收购了洛克石油 51% 的股权及四川八角场天然气田，正式进军油气开发产业。

3) 布局“铁矿+油气+新能源”三大战略性资源 (2021 年-至今)。 2022 年，公司看好新能源发展方向，开始布局锂资源业务，2 万吨氢氧化锂项目（一期）正式开工，2023 年公司收购非洲布谷尼锂矿，赋能氢氧化锂项目，完善新能源方向布局。同时 2023 年基于良好的运营能力，公司进一步加强在石油方向投资，收购了洛克石油剩余 49% 股权，将洛克石油变为全资子公司，至此公司成为聚焦 3 大战略性资源，且具有良好“投资+运营”能力的产业集团。

图1：公司发展历程

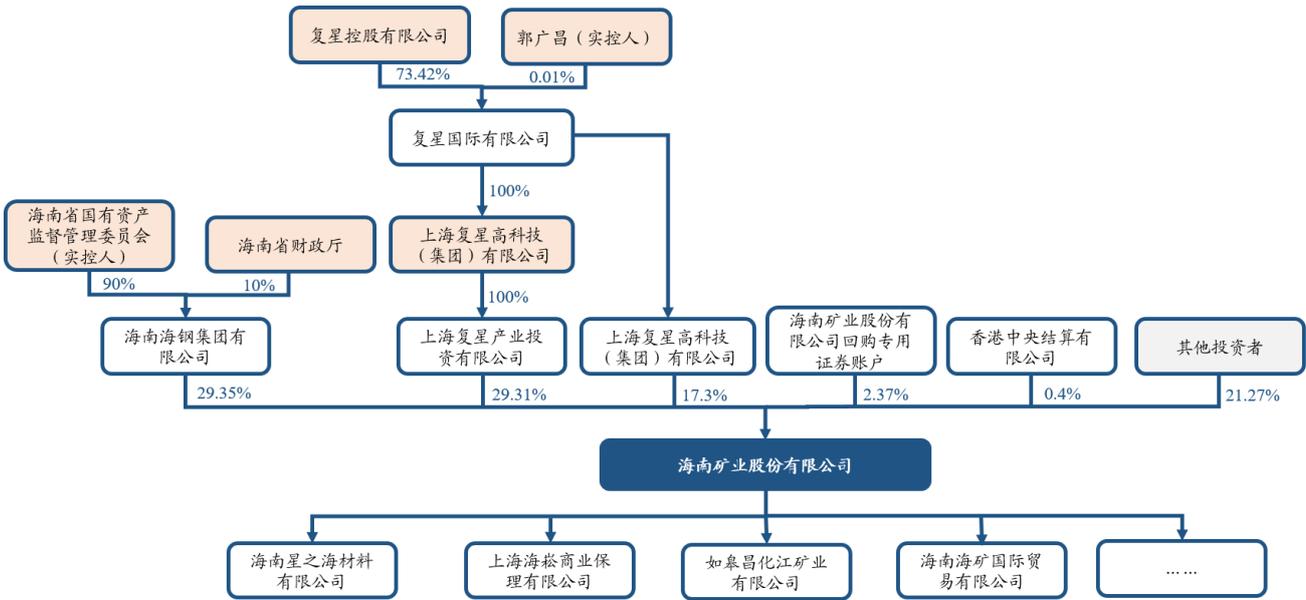


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构稳定，复星集团持股公司 47%股份

公司股权结构稳定，复星集团持股公司 47%股份。截至 2023 年年报，公司控股股东为复星集团有限公司，持股比例为 47%，另一大股东海南海钢集团有限公司持股 29%，海钢实控人为海南省国资委，其余为公众股东。

图2: 公司股权结构 (截至 2023 年年报)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司管理层管理经验丰富，深耕铁矿及油气行业多年。公司刘明东董事长自海矿创立之初陪伴公司成长，对公司战略发展方向把控明确。同时公司多位领导出身矿业、钢铁、油气等实业，管理经验丰富，对于公司运营能力起到重要领导作用。

表1: 公司管理层 (截至 2023 年年报)

姓名	职务	任职日期	出生年份	最新薪酬 (万元)	最新持股数 (万股)	简介
刘明东	董事长	2016-09-19	1967	161.57	60.00	2007-2010 年担任海南矿业联合公司董事，总经理，党委副书记;2010-2016 年担任海南矿业董事，总经理，党委副书记;2021 年 8 月至今任海南矿业董事长，党委书记。
周湘平	副董事长	2019-01-25	1967			历任海南省省直单位会计管理中心 (省财政国库支付局) 第二核算站站长，省财政厅法规处处长，省纪委监委驻省国土资源厅纪检组组长等。现任海钢集团党委书记，董事长。
滕磊	副董事长、董事、总裁	2022-11-30	1979	131.93	41.47	曾任复星集团矿业事业部执行总经理，复星资源集团投资董事总经理，现任海南矿业副董事长，洛克石油董事长。

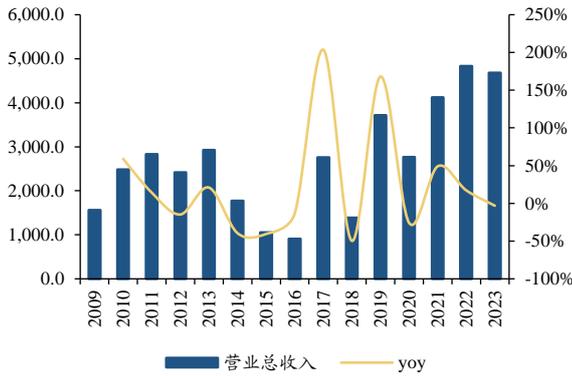
郭风芳	副董事长	2023-12-25	1965	131.58	48.00	2007年至2010年,任海南矿业联合公司总工程师,规划设计院院长,投资管理部部长,总经理助理等职务;2010年至2016年任海南矿业副总经理;2016年9月起任海南矿业总裁,党委副书记;
吴旭春	执行总裁	2021-12-29	1967	90.60	36.00	2016年9月至2017年9月,任南京钢铁股份有限公司采购中心主任;2017年9月至今,任公司副总裁。
颜区涛	副总裁	2021-01-18	1982	71.20	30.00	2012年至2015年3月,任海南省发展控股财务部副部长;2015年4月至2015年11月,任海南矿业股份有限公司财务部副部长;2015年12月至今,任海南矿业股份有限公司财务总监兼财务部长。现任公司副总裁。
何婧	副总裁、董秘	2021-03-24	1977	124.60	30.00	曾任上海贵酒副总裁兼董事会秘书,览海医疗产业投资副总裁兼董事会秘书,上海兴盛实业董事长助理,上海新梅置业副总经理兼董事会秘书。2020年7月23日起担任本公司董事会秘书。
朱彤	副总裁、财务总监	2022-11-30	1981	71.24	30.00	曾任上海贵酒副总裁兼董事会秘书,览海医疗产业投资副总裁兼董事会秘书,上海兴盛实业董事长助理,上海新梅置业副总经理兼董事会秘书。2020年7月23日起担任本公司董事会秘书。
董树星	副总裁	2023-12-25	1970	221.20	12.00	2016年至2018年历任亚美大陆煤层气首席运营官,技术副总裁;2018年12月任洛克石油首席油藏工程师;2022年5月至今任洛克石油联席总裁兼首席运营官。
房文艳	副总裁	2023-12-25	1971	193.20	12.00	2021年1月至2022年5月任洛克石油公司副总裁兼中国区总裁;2022年5月至今任洛克石油公司联席总裁兼中国区总裁。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 铁矿、油气板块贡献主要营收, 业绩稳中向好

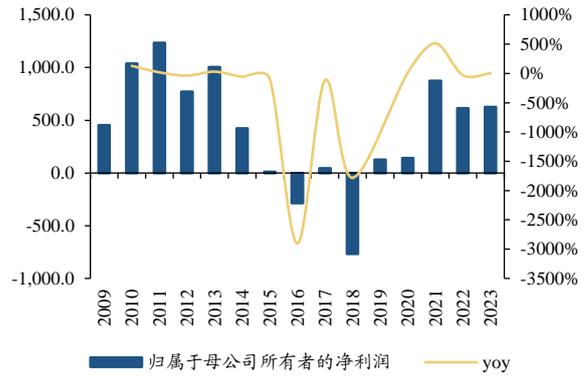
近年来公司营收通过并购震荡上行, 业绩迈上新台阶。1) 营收角度来看, 公司 2014-2018 年营收略有波动, 铁矿收入在 10-20 亿之间, 主要受石碌铁矿产量及铁矿价格影响, 2017 年公司营收增加主要受贸易量增加影响, 2019 年由于收购洛克石油股权公司营收 yoy+168% 至 37 亿元, 2021 年公司通过并购四川八角场气田以及铁矿、油价表现较好再次实现营收 49% 同比增长至 41 亿元, 2022-2023 年营收稳定在 40-50 亿之间, 2014-2023 年公司营收 CAGR 为 11%。2) 业绩角度来看, 公司 2014-2018 年公司盈利较为艰难, 2018 年由于石碌铁矿由露采转为地采, 成本大幅增加, 归母净利润为 -7.7 亿元。2019 及 2021 年受益于收购洛克石油及大宗商品价格表现较好公司业绩转正, 并提升至 2021 年 8.7 亿元, 2022-2023 年公司归母净利润稳定在 6 亿元以上, 公司业绩迈上新台阶。

图3: 2009-2023 年公司营收 (百万元) 及同比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

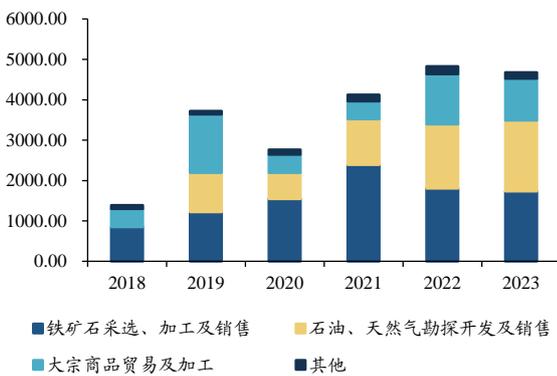
图4: 2009-2023 年归母净利润 (百万元) 及同比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

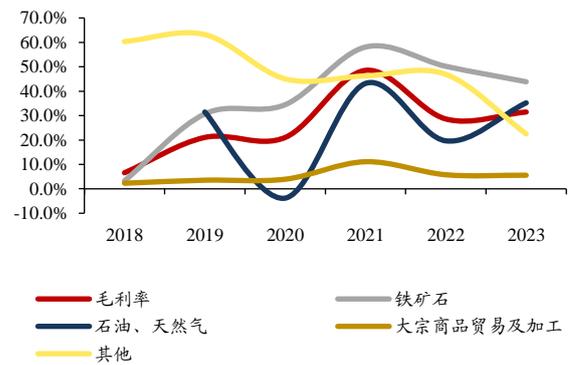
2023 年公司铁矿、油气、大宗贸易营收占比为 37%/38%/22%，铁矿及油气业务贡献主要毛利。从业务划分来看，2023 年公司铁矿、油气、大宗贸易营收占比分别为 37%/38%/22%，较为均衡，其中铁矿石业务收入达 17.4 亿元 (yoy-4%)，油气开采业务贡献增量显著，2023 年收入为 17.5 亿元 (yoy+11%)，2019-2023 年 CAGR 为 16%。毛利率角度，2023 年公司铁矿、油气、大宗贸易营收毛利率分别为 44%/35%/5.6%，主要毛利由铁矿及油气业务贡献。

图5: 2018-2023 年公司主营业务拆分 (百万元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

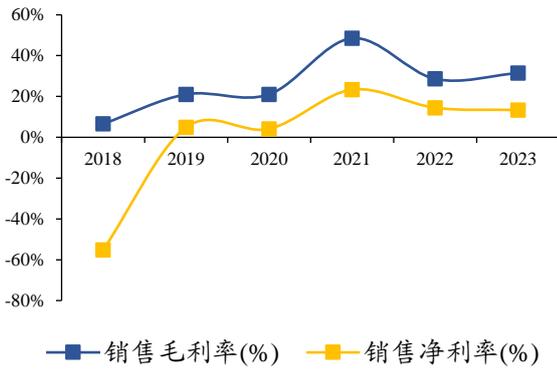
图6: 2018-2023 年公司毛利率 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

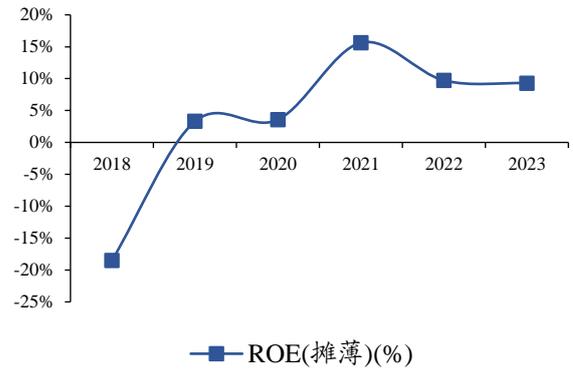
2018-2023 年，公司盈利能力稳中有升。2018-2023 年，公司毛利率从 6.6% 提升至 31.5%，主要由于铁矿石业务稳健提升，油气业务毛利率逐渐趋于稳定导致。净利率角度，除 2018 年由于计提离岗人员福利费用导致费用率较高外，其余年份费用率较为稳定，2023 年销售净利率为 13.4%。ROE 角度，2023 年公司 ROE (摊薄) 为 9%，主要跟随净利率指标变动。

图7: 2018-2023 年公司毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2018-2023 年公司 ROE (摊薄)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 长期资源为王, 供需结构整体偏紧

公司所处行业为能源行业, 国际供需偏紧。公司涉足铁矿石、油气以及新能源三大行业。铁矿定价由国际市场主导, 供给较为刚性。油气资源的供需关系较为紧张, 原油供给增量有限而需求稳健增长, 导致价格维持在较高水平。天然气方面, 新增产量能够匹配需求, 价格有望保持稳定。新能源领域需求稳健, 锂价有望触底, 发展前景广阔。

2.1. 铁矿资源定价海外为主, 供给较为刚性

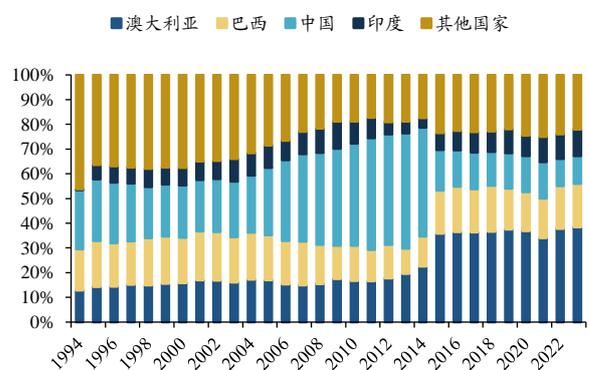
近 8 年全球铁矿石产量稳定在 25 亿吨左右, CR4 国家 2023 年产量集中, 占比 78%。2023 年全球铁矿石产量为 25 亿吨, 同比持平。分国家来看, 2023 年澳大利亚、巴西、中国及印度 CR4 铁矿产量占比分别为 38%/18%/11%/11%, 合计占比为 78%, 贡献主要产量。

图9: 1994-2023 年全球铁矿石产量 (亿吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

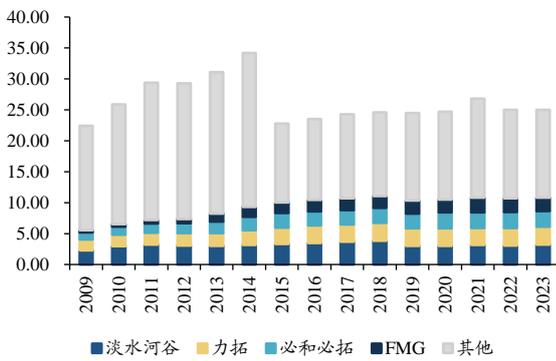
图10: 1994-2023 年全球各国铁矿产量占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

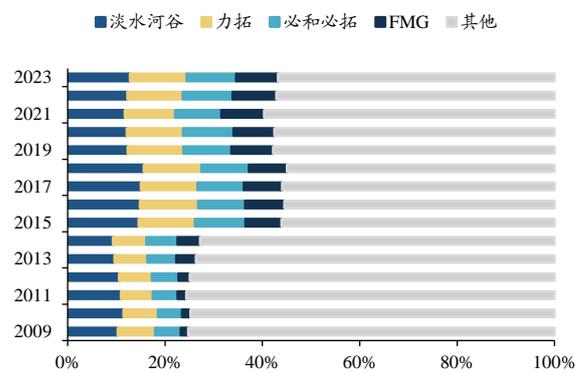
供应商角度，在全球铁矿石市场 CR4 淡水河谷、必和必拓、力拓及 FMG 四大矿业巨头产量占比近一半，主导铁矿定价。2015-2023 年，全球铁矿四大供应商寡头垄断格局基本形成，淡水河谷主要铁矿产量在巴西，年产量在 3.0 亿吨左右波动，必和必拓、力拓及 FMG 产量主要位于澳大利亚，年产量均在 2-3 亿吨左右。截至 2023 年淡水河谷、必和必拓、力拓及 FMG 合计产量为 10.8 亿吨，占全球总产量 43%，主导铁矿产量及定价权。

图11: 2009-2023 年全球铁矿石分供应商产量(亿吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

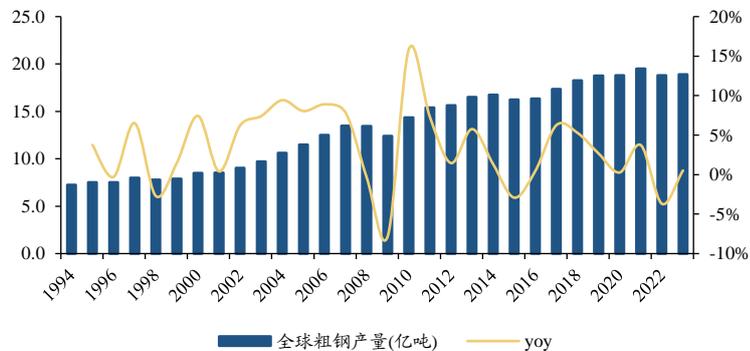
图12: 2009-2023 年全球铁矿石分供应商产量占比 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

铁矿石下游主要钢铁需求稳健增长。铁矿石下游主要需求为钢铁行业，1994-2023 年全球粗钢产量由 7.3 亿吨增长至 18.9 亿吨，CAGR 为 5%，稳健增长。目前我国钢铁年产量约 10 亿吨，占全球总需求一半以上，在双碳背景下，我们预计未来钢铁行业增速有望稳定在 0-5% 左右。

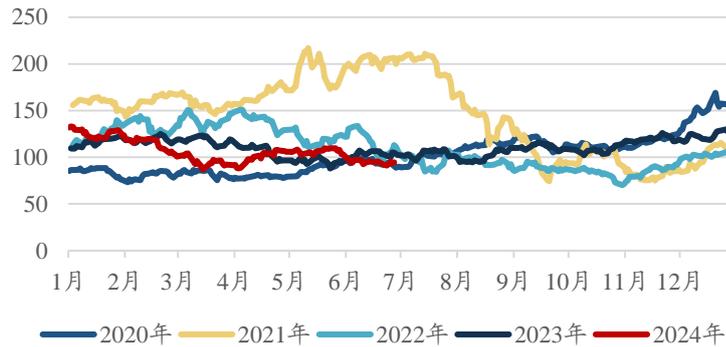
图13: 全球粗钢产量(亿吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们预计未来铁矿石价格中枢将维持在 85-100 美元/吨左右。近 5 年以来，铁矿石价格指数除 2021 年均在 75-150 美元/吨震荡，2021 年上半年受到全球疫情好转、海外钢铁需求快速回升以及供应链中断影响，铁矿价格快速攀升，然而随着下半年中国需求预期减弱，价格回落至 100 美元/吨左右。我们预计由于铁矿下游需求保持平稳状态，供给较为刚性，后续铁矿价格中枢将保持在 85-100 美元/吨左右。

图14: 铁矿石普氏 62%价格指数 (美元/吨)

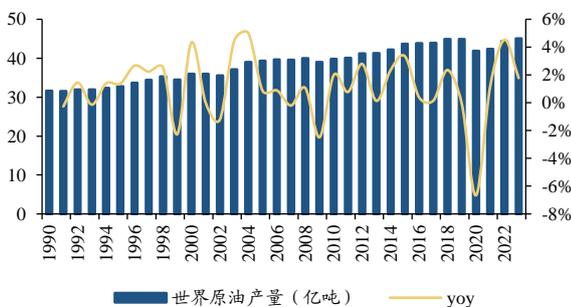


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 原油供给处于平台期，需求匹配供给增速

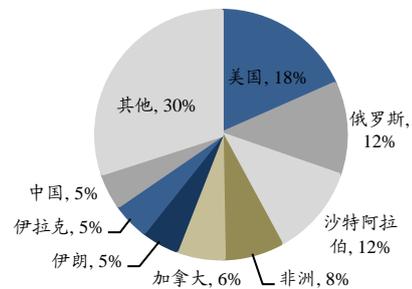
2023 年全球原油市场供应端整体呈波动上升趋势，近 4 年处于恢复平台期。全球原油产量从 1990 年 32 亿吨增长至 2023 年 45 亿吨，CAGR 为 1%左右，2020 年受疫情影响、宏观经济下行等影响，原油产量大幅下滑至 42 亿吨左右，目前虽有恢复，但整体仍处于恢复平台期。2023 年分国家来看，美国、俄罗斯、沙特阿拉伯是最主要的生产国前三，产量占比分别为 18%/12%/12%。

图15: 1990-2023 年全球原油产量 (亿吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

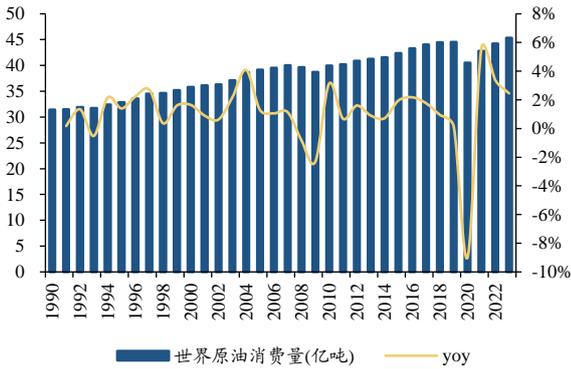
图16: 2023 年原油产量分国家 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

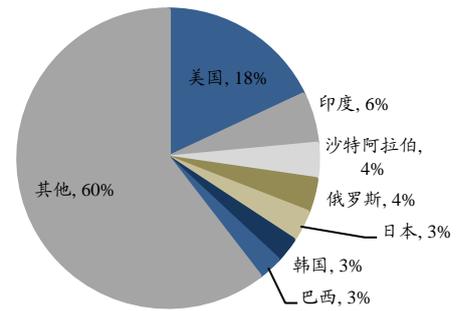
原油市场需求端匹配供给增速，美国石油消费量遥遥领先其他国家。全球原油消费量从1990年31亿吨增长至2023年45亿吨，CAGR为1%左右，2020年受疫情影响、宏观经济下行等影响，原油消费量匹配产量大幅下滑至41亿吨左右，目前有所恢复。2023年分国家来看，美国、印度、沙特阿拉伯为CR3，消费量占比分别为18%/6%/4%，美国为最主要消费国家，遥遥领先。

图17: 1990-2023 年全球原油消费量 (亿吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图18: 2023 年原油消费量分国家 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

全球原油供需整体紧张，预计 2025 年布伦特原油价格将为 85 美元/桶左右。我们预计目前供给角度原油市场绝对量仍处在波动阶段，美国产量处于高位但整体稳定，从领先的钻机数量指标来看有下降趋势，对供给有一定制约，同时欧佩克减产计划正常履行，叠加几大石油集团并未增加资本开支，供给不会快速上升。需求角度，我们判断短期新能源替代传统能源速度有限，需求或仍维持稳健增长态势，预计布伦特原油价格将维持在 85 美元/桶左右。

图19: 2001-2025E 布伦特原油价格 (美元/桶)



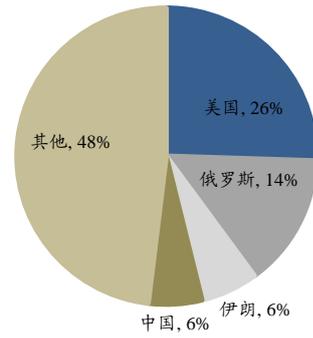
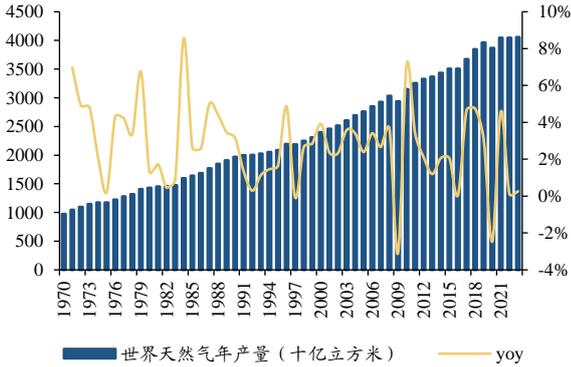
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 天然气新增产量匹配需求，价格有望保持稳定

天然气产量持续增长，近3年增速有所放缓，CR4产量占比超一半。2000-2023年，全球天然气产量呈现稳步增长的趋势，CAGR为2%，近3年全球天然气产量均在4万亿立方米左右，增速趋缓。分国家来看，2023年美国天然气产量占比全球26%，领先其他国家，其次为俄罗斯，占比全球14%，我国与伊朗均占全球产量6%左右。

图20: 1970-2023年全球天然气产量(十亿立方米)

图21: 2023年天然气产量分国家(%)



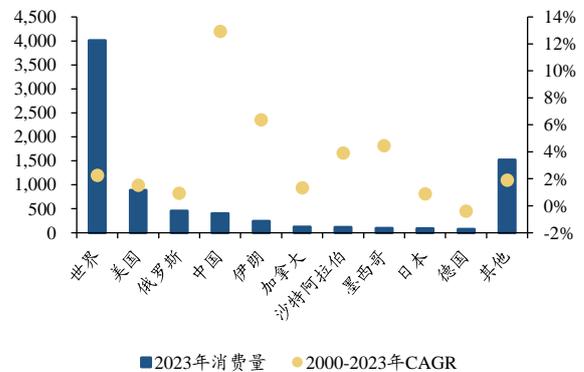
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

中国天然气消费量受益于经济快速发展及能源结构调整，2000-2023年增速显著。2000-2023年，中国天然气消费量CAGR为13%，在2023年全球消费量CR9中增速第一，反映了中国在能源结构调整和清洁能源需求增加的背景下，对天然气需求不断增加。全球天然气消费量2000-2023年稳步增长，CAGR为2%，匹配供给增速，并保持在约4万亿立方米的水平。

图22: 2000-2023年全球天然气消费量(十亿立方米)

图23: 2023年各国天然气消费量(十亿立方米)及2000-2023CAGR(%)

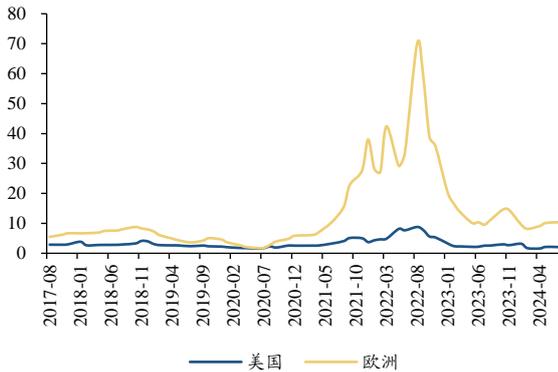


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

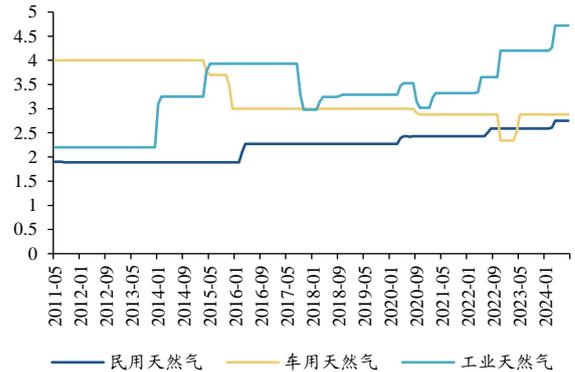
伴随我国经济发展趋于稳健，预计天然气市场供需处于较为平衡状态，价格或保持稳定。全球天然气价格受地域影响较大，北美、欧洲完全市场化，例如美国天然气价格基本稳定在 2-4 美元/百万英热，由于对俄罗斯天然气的依赖和地缘政治紧张问题，欧洲的天然气价格在 2021-2022 年上涨至 70 美元/百万英热以上高位。我国 LNG、非常规气价格机制已实现市场化，而管道气受政府管制，价格较为稳定。

图24: 天然气价格 (美元/百万英热)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图25: 中国成都管道天然气价格 (元/立方米)

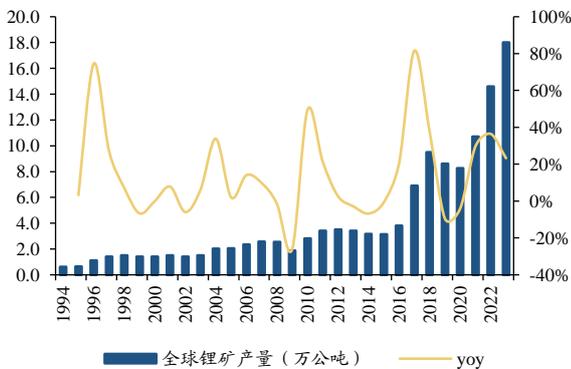


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.4. 氢氧化锂价格有望触底，新能源需求稳健增长

全球锂矿产量增长迅速，氢氧化锂供给端产能过剩。2016-2023 年，全球锂矿产量受益于新能源快速发展由 3.8 万公吨增至 18 万公吨，CAGR 为 25%，增长迅猛。下游氢氧化锂角度，2016-2023 年中国产量由 3 万吨增长至 32 万吨，CAGR 为 44%，根据中国有色金属协会锂分会统计，我国 2023 年氢氧化锂产能为 70 万吨，呈现过剩状态。

图26: 1994-2023 年全球锂矿产量 (万公吨) 及 yoy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

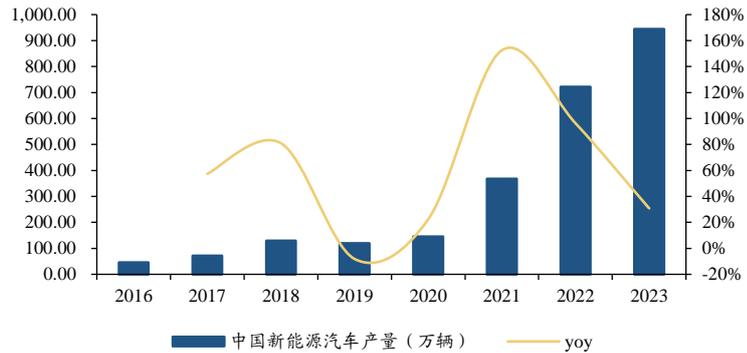
图27: 2009-2023 年中国氢氧化锂产量 (万吨) 及 yoy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

中国新能源汽车市场产量持续增长，需求具有韧性。我国新能源汽车 2019-2021 年呈现高速增长态势，2023 年新能源汽车产量为 944 万辆，yoy+31%，需求具有韧性，2024 年 1-7 月新能源汽车累计产量 589 万辆，yoy+33%，增速维持 30%以上，保持快速发展状态，拉动相应电池级氢氧化锂等需求。

图28：中国新能源汽车产量（万辆）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

供需错配逐渐平衡，氢氧化锂价格有望触底。2021-2022 年，由于电动汽车产业的高速增长和供应链的短暂紧张，氢氧化锂价格从 5 万元/吨涨至 56 万元/吨，2023 年因全球供应增加及需求增速下降氢氧化锂价格急速下滑，至 2024 年 8 月目前氢氧化锂价格为 7.3 万元/吨，基本触底。

图29：国产 56.5%氢氧化锂价格（万元/吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 资源优势突出，深度绑定客户，降本增效显著

3.1. 资源优势突出，围绕铁矿、油气、新能源三大主赛道加速布局

公司产业布局围绕铁矿、油气及新能源，涉及中国、马里及马来西亚三个国家。公司总部位于海南省昌江黎族自治县石碌镇境内，1)公司铁矿业务主要涉及三家子公司：石碌铁矿分公司（铁矿石采选）、如皋矿业公司（混配矿业务）、海矿国贸公司（大宗商品贸易业务）；2)油气业务涉及洛克石油中国公司，下有4个油气田：四川八角场天然气田、南海北部湾油田、南海珠江口油田以及马来西亚海上油气田；3)新能源业务主要涉及海南氢氧化锂项目公司、马里的布谷尼锂矿公司。

图30: 公司产业布局

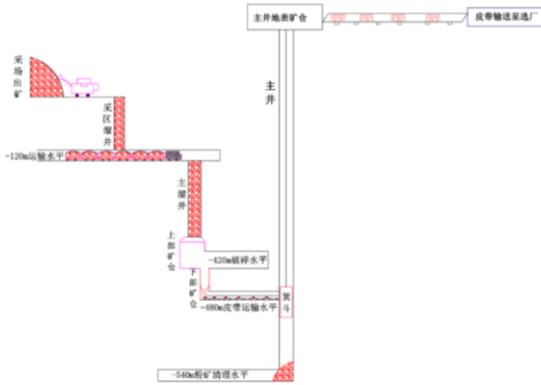


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1.1. 公司铁矿储量丰富，产品优质，技术改造售价存在提升空间

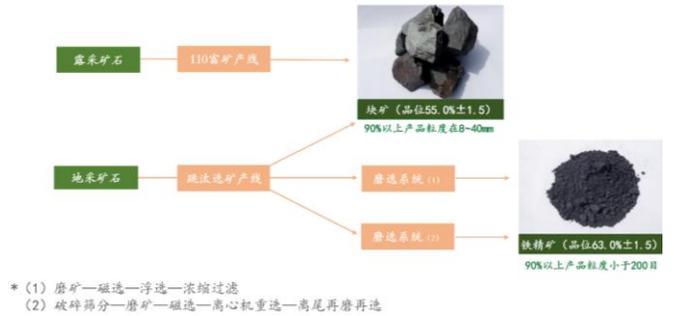
石碌铁矿资源储量丰富，产量保持稳定。石碌铁矿曾被誉为“亚洲第一富铁矿”，截至2023年，石碌铁矿保有铁矿石资源量2.43亿吨，权益储量1.11亿吨，TFe平均品位43.99%。石碌铁矿经过多年建设与发展，现已成为具有采矿、选矿、运输、尾矿回收等综合生产能力的大型机械化、自动化矿山。公司主要产品为品位55%的高炉块矿、品位62%-63%铁精粉等，2023年公司铁矿石产量保持稳定，实现原矿产量590.63万吨，yoy-1%，其中地采原矿产量506.63万吨，成品矿销量为279.96万吨，yoy+5.84%。

图31: 石碌铁矿地下采矿生产工艺流程



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图32: 石碌铁矿产品生产流程



* (1) 磨矿—磁选—浮选—浓缩过滤
(2) 破碎筛分—磨矿—磁选—离心机重选—离心再磨再选

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司产品呈酸性且含硅量高, 优于进口铁矿。由于石碌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, 更优于国内钢铁企业依赖进口的低硅含量铁矿石, 能有效降低炼铁成本, 是合理搭配高炉炉料结构的首选酸性配料。

图33: 公司目前主要产品



高炉块矿 品位55%



铁精粉 品位63%

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

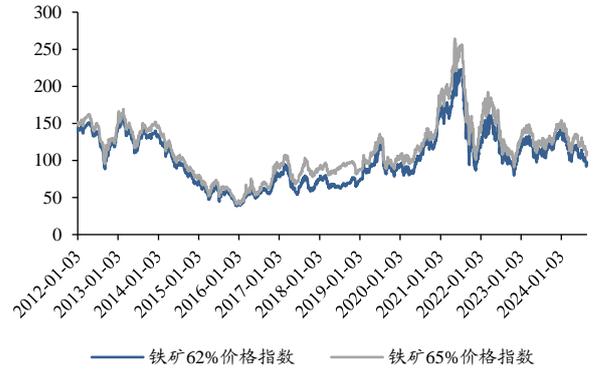
磁化焙烧项目建设将提高铁精粉品味 2pct, 产品价格有望提升。由于石碌铁矿存在矿物组成较为复杂、铁矿物颗粒纯度低, 矿物粒度嵌布微细且不均问题, 公司对项目进行改造, 采用悬浮磁化焙烧技术。截至 2024 年 7 月 15 日, 磁化焙烧项目已基本完成建设和设备安装, 并于近日实现焙烧炉系统投料试车成功, 各装置试车顺利, 流程贯通。项目实施并投产后, 预计铁精矿品位将由投产前 62.5%提升至 65%以上, 铁回收率由投产前 65%提升至 85%以上, 基于普氏 62%铁矿在 100 美元/吨情况下, 产品销售价格有望每吨提升 10-15 美元左右。

图34: 焙烧炉系统投料试车成功



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图35: 铁矿石 62%及 65%产品均价 (美元/吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

磁化焙烧项目技术领先, 有望得到规模性推广。磁化焙烧项目采用的是全球首创的难选铁矿高效开发新技术—氢基矿相转化技术, 主要利用氢气或者富氢气体做还原气, 将赤铁矿、褐铁矿、菱铁矿等弱磁性矿物转化为强磁性矿物, 然后通过分选获得高品质铁精矿, 实现难选铁矿资源的高效利用。通过试验, 采用悬浮磁化焙烧新技术处理复杂难选铁矿石和铁尾矿、排岩等固废, 获得了铁精矿 TFe 品位 60%-68%, 作业回收率 85%-97%的优异技术指标, 铁回收率较现有工艺均提高 15pct 以上, 预计可盘活我国难选铁矿资源 200 亿吨以上。

图36: 应用技术指标对比

矿石样品	原矿品位	原工艺技术		悬浮磁化焙烧		指标对比情况	
		精矿品位	回收率	精矿品位	回收率	精矿品位	回收率
辽宁三和 Fe	44.71	无法利用	0	67.46	97.23	-	+97
赞比亚矿 Mn	17.86	无法利用	0	50.18	88.68	-	+88
阿尔及利亚铁矿	56.38	无法利用	0	63.89	93.86	-	+93
山钢塞矿综合矿	42.85	无法利用	0	67.40	62.74	-	+62
鞍钢眼前山排岩	19.41	无法利用	0	63.01	61.68	-	+61
山钢鑫矿 DSO 尾矿	55.58	无法利用	0	65.09	88.27	-	+88
酒钢集团尾矿	21.52	无法利用	0	58.67	57.82	-	+57
鞍钢东部尾矿	11.48	无法利用	0	65.69	55.33	-	+55
海南矿业铁矿	40.60	61~62	62~64	65.68	85.56	+3	+21
鞍钢东鞍山矿	31.74	63~64	63~65	66.60	88.56	+3	+23
酒钢集团粉矿	33.10	44~46	64~66	60.59	85.62	+14	+19
酒钢集团块矿	33.65	59~60	75~76	60.88	90.96	+0.8	+15
昆钢包子铺铁矿	32.50	45	55	60.50	86.0	+15	+31

数据来源: 中国金属协会, 东吴证券研究所

图37: 磁化焙烧项目总体技术思路



数据来源: 中国金属协会, 东吴证券研究所

3.1.2. 油气业务与大型国家石油公司合作深化, 产销不断创新高

公司证实+概算原油净权益储量为 842 万桶, 天然气为 833 亿立方英尺。公司在油

气方面全资子公司为洛克石油，主要与中石油、中海油以及马国油合作，按照权益比例分摊成本及收益，目前公司项目主要位于中国及马来西亚。截至 2023 年年底，公司证实+概算原油净权益储量为 842 万桶，天然气为 833 亿立方英尺，其中八角场气田解决了外输瓶颈，惠州 12-7 油田新增石油探明储量近 1000 万吨，为公司后续资源提供良好支撑。

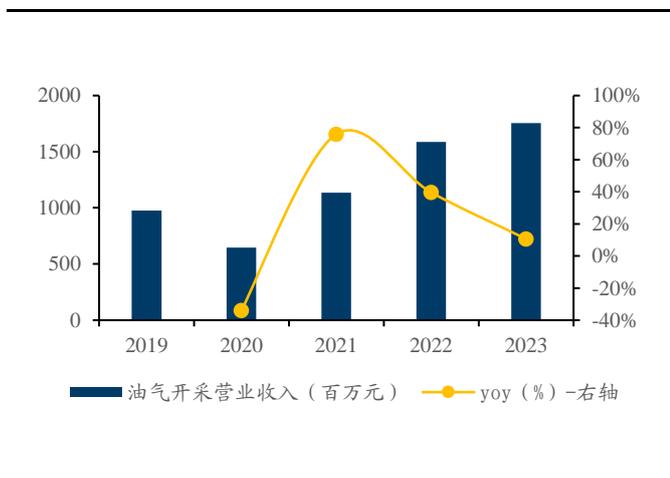
表2: 公司油气项目 (截至 2023 年年报)

国家	项目	作业者	项目阶段	权益占比	权益产量/万吨当量	说明
中国	赵东油田	中石油	生产	24.50%	6.4	2023 年 4 月底合同期结束退出
	涠洲 6-12 油田、涠洲 12-8 油田西区、东区	中海油	生产	19.60%	94	涠洲 12-8 油田东区作业权于 2023 年 3 月交接给中海油
	涠洲 10-3 油田西区	洛克石油	开发	35%		
	惠州 12-7 油田	洛克石油	评价	50%		
	川中八角场气田	洛克石油	生产	100%	360.6	当前分成比例 72%
马来西亚	D35/D21/J4 油田	马国油	生产	30%	162.6	洛克石油系项目开发经理
澳大利亚	安甘尼油田	Buru	生产	50%	2.4	于 2023 年 9 月 30 日退出

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

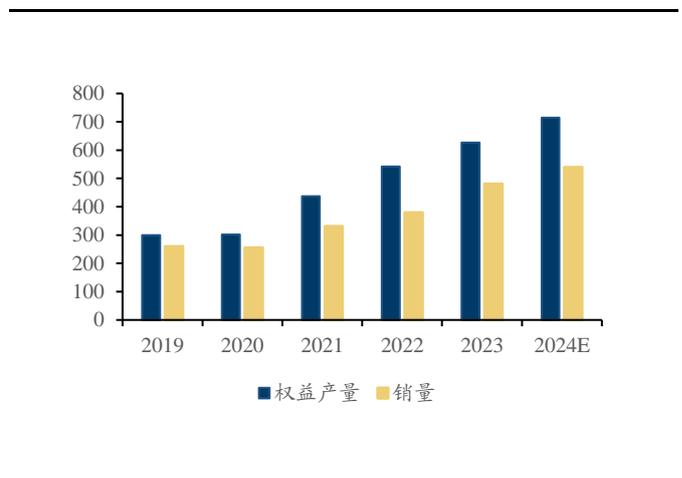
公司 2023 年油气开采产销再创新高，业绩贡献占比超六成。2021-2023 年公司实现油气开采业务营收连续三年增长，2019-2023 年 CAGR 为 12%。2023 年油气业务占公司主营业务收入的比重为 37.5%，归母净利润 3.85 亿元, 占公司 62%，成为公司主要利润贡献业务。公司 2023 年油气开采业务生产 626.16 万桶当量，销售 481.27 万桶当量。其中原油产量 229.3 万桶当量，天然气产量 396.86 万桶当量，原油销量 190.26 万桶当量，天然气销量 291.01 万桶当量，洛克石油作为海南矿业重要组成部分, 自 2019 年被公司收购以来，发展潜力已得到有效兑现。

图38: 2019-2023 年公司油气开采营业收入(百万元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图39: 2019-2024E 公司油气权益产量及销量(万桶当量)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.1.3. 新能源领域一体化布局，项目享受区位、政策、人才等多方面优势

公司一体化布局新能源产业链，两个项目一期产能为 2 万吨电池级单水氢氧化锂以及 10-12 万吨/年锂精矿。公司 2021 年开始布局新能源方向，2023 年 11 月完成非洲马里 Bougouni 锂矿收购，截至 2024 年 Q1，公司 2 万吨氢氧化锂项目（一期）火法段建构物结构部分完成约 95%，主体生产设备回转窑、酸化窑、酸化冷却窑、球磨机等已经安装就位。Bougouni 锂矿一期重选厂的锂精矿的产量基本能满足公司 2 万吨氢氧化锂项目的上游原材料供应，上下游一体化布局初见成效。

图40：氢氧化锂项目效果图



图41：氢氧化锂项目施工现场图（截至 2023 年底）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司氢氧化锂项目坐落于海南省洋浦经济开发区，享受地理位置、政策、人才等多方面优势。项目距离洋浦港 5 公里左右，洋浦港拥有全品类、全吨位的 47 个码头集群，是海南核心港口，良好的区位优势为原材料进口和成品出口带来较大便利。同时，洋浦港作为自贸港政策先行区，项目享受 15% 企业所得税、封关后 13% 增值税简并为销售税、15% 个人所得税等多项税收优惠，有利于项目的持续经营和人才吸引。

表3：氢氧化锂项目受益于海南自贸区多项政策

文件名称	发布时间	主要内容	执行时间
《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% 的税率征收企业所得税。	2020 年 1 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日
《中华人民共和国海南自由贸易港法》	2021 年 6 月 10 日	全岛封关运作时，将增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，在货物和服务零售环节征收销售税；全岛封关运作后，进一步简化税制。	

《关于海南自由贸易港高
端紧缺人才个人所得税政
策的通知》

2020年6月23日

对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个
人所得税实际税负超过15%的部分，予以免征。

2020年1月1日至2024年
12月31日

数据来源：海南自由贸易港公众号，东吴证券研究所

公司氢氧化锂项目生产工艺为硫酸锂苛化法，具有生产流程短、成本低、回收率高、性能稳定等诸多优点。根据使用原料和生产方法不同，氢氧化锂生产主要分为碳酸锂苛化法、硫酸锂苛化法、石灰石焙烧法，公司采用的硫酸锂苛化法为主流生产工艺，具有流程短、回收率高、成本低等优点，缺点为能耗较高，国内采用该方法的有赣锋锂业及天齐锂业。

表4: 3种氢氧化锂生产工艺的对比

工艺名称	原材料	优点	缺点	代表性生产厂家
碳酸锂苛化法	碳酸锂、精制石灰乳	工艺成熟可靠、生产流程短、能耗低	对原料纯度要求高、除杂工艺繁琐、回收率偏低	智利QSM、美国Livent、美国雅宝
硫酸锂苛化法	锂辉石精矿	生产流程短、回收率高、生产成本低、成品性能稳定	能耗高、产品难以达到最优级	赣锋锂业、天齐锂业、美国雅宝
石灰石焙烧法	锂辉石（或锂云母）、石灰石	流程简单、不耗用贵重化工原料	除杂过程复杂、废渣量大、能耗高、物料流通量大、成本高、产品质量难以提高	

数据来源：SMM，东吴证券研究所

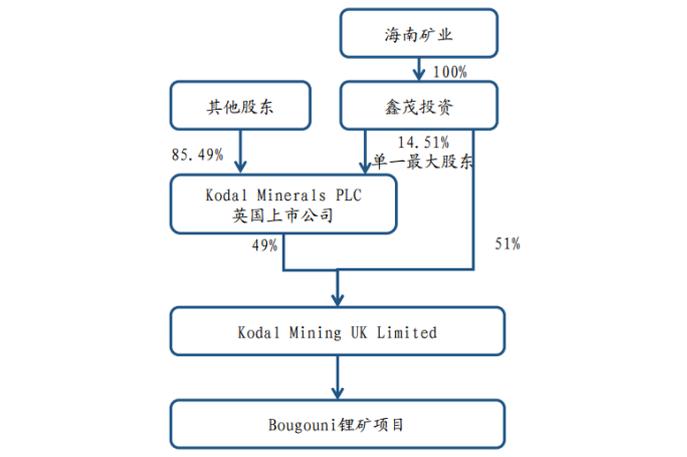
公司收购上游非洲马里 Bougouni 锂矿，保障原材料供应来源。根据公司公告，2023年11月，公司完成了KOD 14.72%股份的认购及获得子公司KMUK 51%股权的全部手续，从而取得位于非洲马里的 Bougouni 锂矿控股权，标志着公司在以锂资源为主的新能源赛道的产业布局正式落地。截至2024年Q1，已完成 Bougouni 锂矿现场踏勘和选矿系统总体设计；采矿工程承包方已确定并完成合同谈判；总图已完成更新，现场设施布置及炸药库选址等已确定。

图42: Bougouni 锂矿项目至港口运输路径



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图43: Bougouni 锂矿项目股权架构（截至2024.04）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Bougouni 锂矿项目资源优质，分两期建设，合计产出锂精矿 25-27 万吨/年。截至 2023 年末，Bougouni 锂矿锂辉石矿资源量 3190 万吨，公司权益储量 676 万吨，氧化锂平均品位 1.06%，矿产储量丰富。后续公司 Bougouni 锂矿项目将分两期建设两个选矿厂及附属设施。一期采选 Ngoualana 矿区，资本成本较低，目的为快速获取现金流，预计建设时间 12 个月，预计寿期为 44 个月，采用重介质选矿工艺 DMS，选矿设计产能为 140 万吨/年，可产出 5.5%的精矿 10-12 万吨/年。二期计划开发 Sogola-Baoule 和 Boumou 的细粒锂辉石资源，以便进行更长期的开发勘探前景，二期将采用浮选工艺，选矿设计能力约为 150 万吨/年，可产出 5.5%的精矿 15 万吨/年。

图44: Bougouni 锂矿建设计划



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 严格控制生产成本，毛利率保持高位，经营效率显著提升

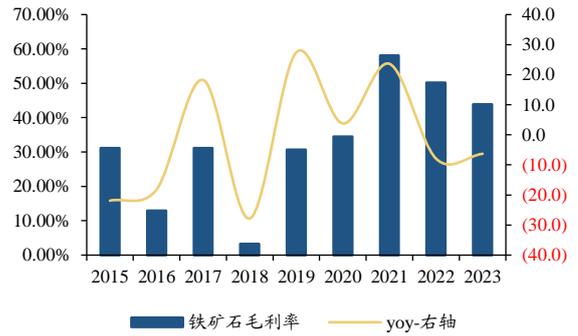
公司铁矿生产成本保持稳定，毛利率近 3 年稳定在 40%以上。2023 年公司铁矿石产品平均销售成本 348 元/吨，yoy+2%，整体可控，公司通过控制入选原矿品位标准、改善进入磨选系统的配矿方式、提高磨矿细度及加强生产过程管控等手段，有效保障了原矿品位波动较大情况下的成品矿品质和成本稳定。公司铁矿石毛利率近 3 年受益于铁矿价格高位及成本控制较好，持续稳定在 40%以上，我们预计伴随公司磁化焙烧项目落地，公司产品毛利率有望趋于稳定。

图45: 成品矿吨成本(元/吨)及yoy



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

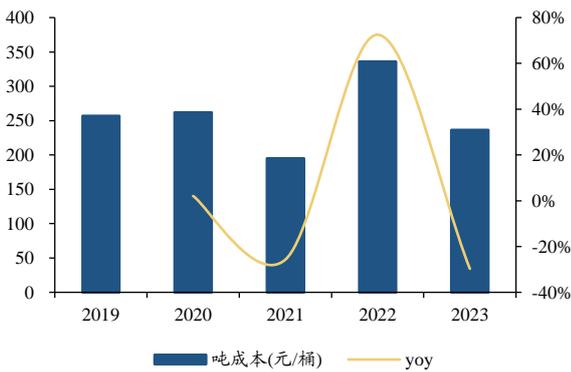
图46: 铁矿石毛利率及yoy (pct)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

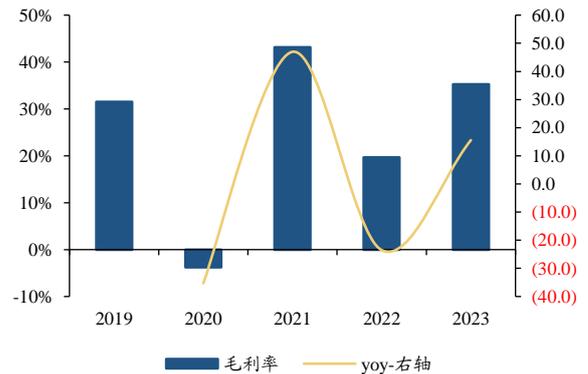
油气业务成本有望稳定在 250 元/桶左右, 毛利率保持在 30%以上。分项目来看, 洛克石油八角场气田项目团队加强承包商管理和精细组织安排, 钻井、完井作业创多个项目乃至川渝地区历史记录, 实现效率大幅提升和投资节约。同时, 马来西亚项目高效完成了多项低成本增产措施作业, 有效提高了油田产量; 涠洲 12-8 油田东区项目通过不断优化调整生产井的工作制度、采取高含水井间歇轮换开采以及通过酸化措施和处理流程优化来稳定生产水回注井注水量的策略, 降低了产量递减。2023 年公司油气开采产品平均销售成本 236 元/桶当量, yoy-29.7%, 降本效果显著, 我们预计油气成本将稳定在 250 元/桶左右, 毛利率受油价影响, 2023 年毛利率达到 35%, yoy+16pct。

图47: 油气吨成本(元/桶)及yoy



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

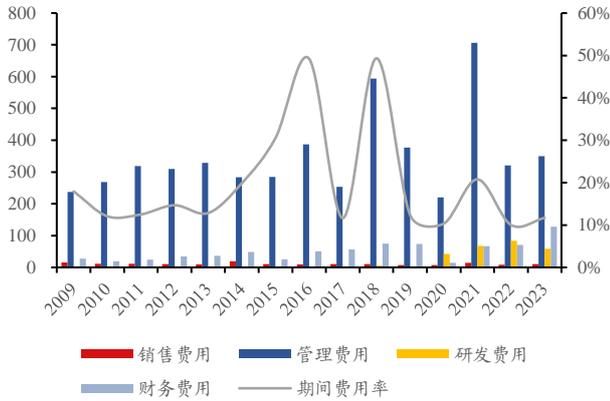
图48: 油气业务毛利率及yoy (pct)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

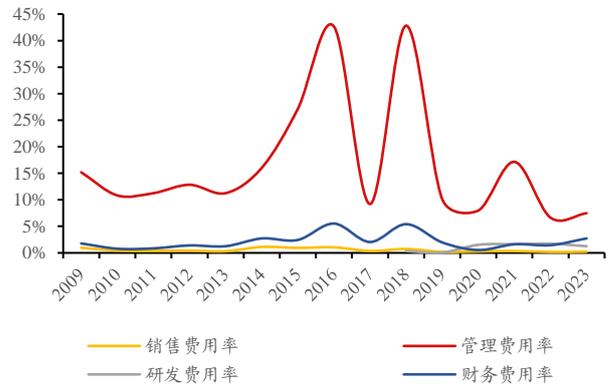
公司期间费用率近年有望保持稳定在 13%以内。2023 年公司期间费用率 11.69%, yoy+1.68pct, 除 2021 年由于职工薪酬整体上调、一次性计提未来三年离岗待退福利、油气勘探支出等上升导致管理费用较高以外, 公司期间费用率均稳定在 13%以内, 精益管理成果显著。

图49: 2009-2023 年公司期间费用情况 (百万元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图50: 2009-2023 公司各项期间费用费用率 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.3. 与国企及头部企业保持长期合作关系, 客户资源优质稳定

铁矿石业务客户多为国内头部钢企, 2023 年战略及长协订单占比 60%。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, 具备一定的品牌知名度和影响力, 并已形成了稳定良好的客户基础。公司与中国宝武钢铁集团有限公司、首钢集团有限公司、衢州元力金属制品有限公司及敬业钢铁有限公司等签订战略合作协议或年度长协, 截至 2023 年年报, 公司战略与长协订单量占全年销量 60%。2024 年 1 月 9 日, 公司与宝武资源在上海签订 2024 年度战略合作协议, 全年供应 130 万吨铁矿石, 占 2024 年成品矿产量目标 47%。

图51: 公司举办 2023 年铁矿石客户交流会



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图52: 公司与宝武资源签订 130 万吨铁矿石协议



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

油气业务领域，洛克石油受益于强大运营能力不断积累优质客户资源。洛克石油与中石油、中海油、马国油已经友好合作超过 20 年，其专业水平、作业能力和先进管理受到国家石油合作伙伴们的认可。其中与中海油合作的涠洲项目截至 2023Q1 累计产油 3448 万桶、惠州油田获得重大勘探突破，新增储量近 1000 万吨；与马国油合作的马来西亚油田在预算成本内实现超产。

表5: 洛克石油运营效果

国家	项目	作业者	说明
中国	涠洲 6-12 油田、涠洲 12-8 油田西区、东区	中海油	南海北部湾 22/12 合同区石油合同于 1999 年 12 月签署，2013 年 4 月 WZ12-8W/6-12 油田正式投产。因属海上边际油田开发，合作油田在初期曾经困难重重，中外合作团队大胆突破、创新求变，合作油田最终得以经济有效的开发。油田投产后运营良好，持续稳产超产，截至 2023 年 1 季度末，累计产油 3448 万桶，油田产量在投产 10 年后依然保持在 10000 桶/天左右的水平。
中国	惠州 12-7 油田	洛克石油	洛克石油与中国海油于 2015 年签署南海东部首个勘探项目— 03/33 合同区石油合同，并担任该勘探区块作业者。2022 年 10 月，位于该合同区的惠州 12-7 油田获得重大勘探突破，勘探井在古近系恩平组地层中共钻遇近 50 米净油层(垂厚)。2023 年 6 月，惠州 12-7 油田收到了中国政府有关部门批复，新增石油探明地质储量近 1000 万吨。
中国	川中八角场气田	洛克石油	2021 年 5 月，洛克石油收购取得四川八角场致密气田的 100% 作业权，大幅提升天然气的业务占比。2023 年上半年增压脱烃项目投产后，八角场气田 6 月底日产量已提升到 200 万立方米，同比 2022 年 120 万立方米的日均产量实现大幅增长。
马来西亚	D35/D21/J4 油田	马国油	洛克石油自 2014 年 1 月 1 日进入位于沙撈越近海的马来西亚海上油气田项目，负责地下油储、油井干预、新设施项目和油田再开发钻探。洛克石油进入该项目后，积极组织开发钻探评估，应用创新技术，同时推进钻探与生产，不仅扭转了此前产量下降的局面，更是在预算成本内实现了超出预期的溢产目标。自 2014 年至 2022 年底，项目石油总产量超过 3100 万桶。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

新能源业务领域，公司积极探索对外合作道路。新能源领域，公司积极对接海内外锂电池及正极材料头部企业，2024 年 7 月 16 日，公司与阿吉兰兄弟控股在会上签署合作备忘录，双方将共同探讨在沙特合作建设锂盐厂项目的可行性，并共同设立以上游锂资源、当地矿产勘探及在全球范围内寻求新能源金属矿产和技术投资机会为主的产业基金。

图53: 公司与阿吉兰兄弟控股探讨锂盐厂项目可行性



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

核心假设: 1) 假设公司未来主要增量来自于新能源产能释放。截至 2024 年 8 月公司 2 万吨氢氧化锂项目仍处于建设阶段, 原料端仍需对外采购, 预计后续伴随公司马里布谷尼锂矿投产成本有进一步下降空间。

2) 假设 2024-2026 年氢氧化锂价格稳定在 8/7.5/8 万元/吨。我们认为由于氢氧化锂产能资源集中性较强, 整体供大于求短期势头不改, 因此假设中枢维持稳定。

3) 假设 2024-2026 年铁矿、油气业务量价稳健。

公司层面:

- 1) 铁矿石采选、加工及销售: 假设公司铁矿产品 2024-2026 年收入为 19.8/21.0/21.4 亿元, 由于公司铁矿露采转为地采, 品味略有波动, 假设毛利率水平为 41%/39%/37%;
- 2) 石油、天然气勘探开发及销售: 假设油气产品 2024-2026 年收入为 18.2/19.5/20.9 亿元, 毛利率水平为 35%/36%/37%;
- 3) 大宗商品贸易及加工: 假设公司大宗贸易及加工 2024-2026 年收入为 11.4/10.9/11.2 亿元, 毛利率水平为 6%/6%/6%;
- 4) 新能源: 假设公司氢氧化锂产品 2024-2026 年收入为 2.4/11.3/13.6 亿元, 毛利率水平为 14%/28%/32%;

盈利预测: 根据以上假设, 我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 54/64/69

亿元，yoy+14.5%/20.2%/6.7%；公司归母净利润分别为 6.9/8.6/9.4 亿元，yoy+11%/+24%/+8%。

表6: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

单位: 百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,119	4,830	4,679	5,358	6,437	6,868
yoy	49.0%	17.3%	-3.1%	14.5%	20.2%	6.7%
铁矿石采选、加工及销售	2,388	1,806	1,737	1,980	2,096	2,138
yoy	54%	-24%	-4%	14%	6%	2%
占比	58%	37%	37%	37%	33%	31%
石油、天然气勘探开发及销售	1,136	1,586	1,755	1,824	1,953	2,087
yoy	76%	40%	11%	4%	7%	7%
占比	28%	33%	38%	34%	30%	30%
大宗商品贸易及加工	438	1,240	1,033	1,144	1,090	1,118
yoy	-2%	183%	-17%	11%	-5%	3%
占比	11%	26%	22%	21%	17%	16%
新能源				240	1,125	1,360
yoy					369%	21%
占比				13%	58%	65%
其他	156	197	154	169	173	165
yoy	28%	26%	-22%	10%	3%	-5%
占比	4%	4%	3%	3%	3%	2%
毛利率	49%	29%	31%	30%	30%	31%
yoy	27%	-20%	3%	-1%	0%	0%
铁矿石采选、加工及销售	58%	50%	44%	41%	39%	37%
yoy	24%	-8%	-6%	-3%	-2%	-2%
石油、天然气勘探开发及销售	43%	20%	35%	35%	36%	37%
yoy	47%	-24%	16%	0%	1%	1%
大宗商品贸易及加工	11%	6%	6%	6%	6%	6%
yoy	7%	-5%	0%	0%	0%	0%
新能源				14%	28%	32%
yoy					14%	5%
其他	46%	47%	23%	39%	36%	32%
yoy	1%	1%	-24%	16%	-3%	-4%
归母净利润	874	615	625	694	864	937
yoy	514%	-30%	2%	11%	24%	8%
归母净利率	21%	13%	13%	13%	13%	14%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

估值及投资建议: 我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.3、0.4、0.5 元/股, 对应 PE 分别为 16/13/12 倍。对应具体可比公司上, 我们选取了铁矿、氢氧化锂及油气重点公司大中矿业、金岭矿业、赣锋锂业、天齐锂业及中国海油进行对比, 截至 8 月 30 日, 2024 年可比公司平均 PE 为 15.2 倍, 我们认为由于公司战略资源丰富, 首次覆盖,

给予公司“增持”评级。

表7：可比公司估值表（截至 2024 年 8 月 30 日）

股票代码	公司	市值 (亿元)	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
001203.SZ	大中矿业	118	7.8	10.8	13.3	14.8	10.9	8.9	8.0
000655.SZ	金岭矿业	32	5.3	2.2	2.3	2.3	14.3	14.0	13.6
002460.SZ	赣锋锂业	551	27.3	30.1	45.5	61.2	18.3	12.1	9.0
002466.SZ	天齐锂业	431	26.3	18.7	42.5	54.8	23.0	10.1	7.9
600938.SH	中国海油	13,961	29.4	1479.0	1569.7	1642.2	9.4	8.9	8.5
	平均						15.2	10.8	9.4
601969.SH	海南矿业	114	5.6	6.9	8.6	9.4	16.4	13.2	12.2

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

备注：可比公司预测来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

宏观经济波动导致商品价格不及预期。如海外经济陷入衰退，国内经济增速不及预期，导致钢铁需求下滑带动铁矿价格下滑、油价下滑等，影响公司业绩。

锂价大幅波动风险。公司新投新能源项目涉及氢氧化锂及锂资源，目前锂资源有所过剩，容易存在锂价持续下跌可能，导致业绩不及预期风险。

新项目投产节奏不及预期。公司新能源项目需严控成本，若投产过程中存在基建问题、技术问题、运输问题等，或影响新项目投产节奏。

海南矿业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,073	5,552	6,092	6,399	营业总收入	4,679	5,358	6,437	6,868
货币资金及交易性金融资产	3,350	3,523	3,659	3,794	营业成本(含金融类)	3,206	3,745	4,483	4,752
经营性应收款项	1,152	1,329	1,610	1,734	税金及附加	94	108	130	139
存货	296	346	415	439	销售费用	10	12	14	15
合同资产	0	0	0	0	管理费用	350	401	481	514
其他流动资产	275	353	409	431	研发费用	59	67	81	86
非流动资产	7,140	7,960	9,058	10,056	财务费用	128	146	176	188
长期股权投资	183	253	332	417	加:其他收益	5	9	10	8
固定资产及使用权资产	2,277	2,333	2,402	2,483	投资净收益	52	50	60	54
在建工程	707	957	1,252	1,547	公允价值变动	18	15	12	15
无形资产	1,487	1,924	2,433	2,973	减值损失	(85)	(84)	(75)	(81)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	3	3	3	3
长期待摊费用	4	4	5	6	营业利润	824	870	1,082	1,173
其他非流动资产	2,482	2,490	2,634	2,630	营业外净收支	(1)	(3)	(2)	(2)
资产总计	12,213	13,512	15,151	16,455	利润总额	823	868	1,080	1,171
流动负债	3,631	4,041	4,412	4,514	减:所得税	197	174	216	234
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,570	1,665	1,602	1,536	净利润	626	694	864	937
经营性应付款项	123	143	171	182	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	56	64	77	82	归属母公司净利润	625	694	864	937
其他流动负债	1,882	2,169	2,561	2,715	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.31	0.34	0.42	0.46
非流动负债	1,136	1,324	1,574	1,824	EBIT	991	1,014	1,256	1,359
长期借款	218	268	318	368	EBITDA	1,743	2,112	2,355	2,464
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.47	30.09	30.36	30.81
租赁负债	339	539	739	939	归母净利率(%)	13.37	12.96	13.42	13.64
其他非流动负债	579	517	517	517	收入增长率(%)	(3.13)	14.51	20.15	6.69
负债合计	4,767	5,365	5,986	6,338	归母净利润增长率(%)	1.67	11.02	24.42	8.47
归属母公司股东权益	6,732	7,433	8,451	9,403					
少数股东权益	714	714	714	714					
所有者权益合计	7,446	8,147	9,165	10,116					
负债和股东权益	12,213	13,512	15,151	16,455					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,545	1,989	2,169	2,244	每股净资产(元)	3.30	3.65	4.15	4.61
投资活动现金流	(1,030)	(1,987)	(2,058)	(2,118)	最新发行在外股份(百万股)	2,038	2,038	2,038	2,038
筹资活动现金流	(965)	183	27	10	ROIC(%)	7.87	8.04	8.95	8.77
现金净增加额	(473)	188	153	150	ROE-摊薄(%)	9.29	9.34	10.22	9.96
折旧和摊销	752	1,098	1,100	1,106	资产负债率(%)	39.03	39.71	39.51	38.52
资本开支	(1,180)	(1,839)	(1,970)	(2,017)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.21	16.41	13.19	12.16
营运资本变动	10	63	43	16	P/B (现价)	1.69	1.53	1.35	1.21

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>