

海南矿业：“铁矿石+油气+锂”三轮驱动，海外布局再下一城

601969 CH
Hainan Mining
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb8.32

Xianlong Chen
xl.chen@htisec.com

Jiayao Gan
jy.gan@htisec.com

Yijie Wu
lisa.yj.wu@htisec.com

Manqi Wang
mq.wang@htisec.com

投资要点：

- 聚焦战略型资源，品种布局多元化。**公司多年深耕铁矿石采选业务，于2019年完成主营业务由单一铁矿石到“铁矿石+油气”的业务布局。公司2021年开始布局新能源产业链，积极推进2万吨氢氧化锂项目（一期）建设，并于2023年11月完成非洲Bougouni锂矿收购，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，公司“铁矿石+油气+新能源”三个主赛道完成布局。通过聚焦战略性资源、跨周期品种布局，提升了公司的盈利能力，构筑公司业绩安全垫。
- 全面要约收购 Tethys Oil，增储增产潜力巨大。**洛克石油拟全面要约收购 Tethys Oil AB，该公司地处重要的产油国阿曼。2024年上半年，洛克石油在产区块（3&4 区块油田）平均日权益产量约为7860万桶。本次交易完成后，洛克石油的原油2P净权益储量将提升123%。3&4 区块是产量基础，后续三年有望保持年产量约300万桶。剩余三个勘探区块（56、49 和 58 区块）仍处于评价工作阶段，转开发后将进入20年的生产期，远景资源量可观。
- 税收政策改善业绩，铁矿技改降本增效。**公司地处海南自贸港，自2021年开始减按15%缴纳企业所得税，个人所得税实际税负超过15%的部分予以免征，公司氢氧化锂项目在海南自贸港将享受到进口生产原辅料免征进口关税、出口环节增值税的税收优惠政策，增强盈利能力。石碌铁矿石悬浮磁化焙烧技术改造项目一标段焙烧炉系统于2023年10月成功点火烘炉，二标段已完成预选过滤车间等相关设备安装及调试，项目整体进度完成约90%。磁化焙烧项目实施并达产后，铁精粉品位将提高到65%以上，铁金属回收率将由60%提高至85%，产品质量及资源综合利用水平显著提升。
- 新能源上游项目持续推进，打造新的盈利增长点。**1) 2万吨氢氧化锂（一期）建设项目，公司预计于2024年底建成投产。2) Bougouni 锂矿建设项目，预计2024年底完成Ngoualana 矿区重介质选矿（DMS）建设，完成土建安装联合体组建和进厂道路建设，力争实现年内投产。项目建成投产后，公司将跻身国内少数具备自有优质矿山与高品质先进加工产线一体化优势的锂资源上游企业，打造新的盈利增长点。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司24-26年归母净利润分别为6.57亿元、7.53亿元、8.82亿元，EPS分别为0.32元、0.37元、0.43元，参考可比公司估值水平，考虑到公司持续外延并购增长潜力，给予其24年26倍PE，对应目标价8.32元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。
- 风险提示：**下游需求不及预期，油气价格大幅波动，项目建设不及预期。

主要财务数据及预测

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 4830 | 4679 | 4665 | 6596 | 7452 |
| (+/-)YoY(%) | 17.3% | -3.1% | -0.3% | 41.4% | 13.0% |
| 净利润（百万元） | 615 | 625 | 657 | 753 | 882 |
| (+/-)YoY(%) | -29.7% | 1.7% | 5.1% | 14.5% | 17.2% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.30 | 0.31 | 0.32 | 0.37 | 0.43 |
| 毛利率(%) | 28.6% | 31.5% | 30.9% | 26.0% | 26.8% |
| 净资产收益率(%) | 9.7% | 9.3% | 9.2% | 9.9% | 10.7% |

资料来源：公司年报（2022-2023），HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。（Please see appendix for English translation of the disclaimer）

目 录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 海南矿业：根植海南、面向全球的冶金矿业 | 7 |
| 1.1 “三步走”行稳致远，“铁矿石+油气+新能源”布局完成 | 7 |
| 1.2 民营控股、国有参股，股权结构稳定 | 7 |
| 1.3 “铁矿+油气”业绩显著提升，资产负债率稳中有降 | 8 |
| 2. 铁矿石：现金流的稳定支柱，供需结构有望向好 | 9 |
| 2.1 国内矿石含铁率低，高度依赖进口 | 9 |
| 2.2 终端需求主要为地产，政策指引方向 | 10 |
| 2.3 基本面向好，价格有上升空间 | 11 |
| 3. 油气澎湃，共绘发展宏图 | 14 |
| 3.1 原油：供紧需稳，油价存在基本面支撑 | 14 |
| 3.1.1 OPEC+和美国主导，短期供应偏紧 | 14 |
| 3.1.2 新兴经济体带动需求增长，石油需求或为见顶 | 14 |
| 3.1.3 油价震荡略升，下方存在支撑 | 15 |
| 3.2 天然气：供需呈现紧平衡，量价齐升迎东风 | 15 |
| 3.2.1 勘探开采不间断，增储增产效果明显 | 15 |
| 3.2.2 市场持续回暖，消费需求加速释放 | 16 |
| 3.2.3 俄乌局势持续紧张，气价高位运行 | 16 |
| 3.3 精耕细作深挖油气潜力，构筑企业护城河 | 17 |
| 3.4 全面要约收购 Tethys Oil，全球化布局再下一城 | 18 |
| 4. 锂：打造新能源第三赛道，挖掘产业成长新引擎 | 19 |
| 4.1 供给出清在即，供需结构不断优化 | 19 |
| 4.2 氢氧化锂项目区位得天独厚，项目进展顺利 | 20 |
| 4.3 锂矿项目布局海外，上游供应能力进一步增强 | 21 |
| 5. 投资建议 | 21 |
| 6. 风险提示 | 22 |

海南矿业股份有限公司(以下简称“海南矿业”或“公司”)成立于 2007 年，由上海复星集团与海南海钢集团共同出资成立，2014 年在上海证券交易所挂牌上市(股票代码：601969.SH)。经过多年深耕运营，海南矿业已完成“铁矿石+油气+新能源”三个主赛道布局，并已成为国内具备技术和管理优势的领先企业。公司旗下的石碌铁矿曾被誉为“亚洲第一富铁矿”，其块矿产品在国内钢铁行业中久负盛名，是钢铁高炉炉料结构的首选酸性配料之一；公司全资子公司洛克石油以其专业水平、作业能力和先进管理受到国家石油合作伙伴们的认可，赵东油田和川中八角场气田被合作方评为对外合作典范。公司于 2021 年开始布局新能源赛道上游的锂盐加工和锂矿采选产业，2 万吨氢氧化锂项目(一期)和马里布谷尼锂矿建成投产后，公司将跻身国内少数具备自有优质矿山与高品质先进加工产线一体化优势的锂资源上游企业。海南正在加快建设具有世界影响力的中国特色自由贸易港，海南矿业将根植海

南,面向全球,以资源产业为发展方向,致力成为一家“以战略性资源为核心,具有国际影响力的产业发展集团”。 23

附表 前十大股东: 23

财务报表分析和预测 24

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1 公司历史沿革图 | 7 |
| 图 2 公司股权架构图（截止至 2024 年第三季度） | 8 |
| 图 3 海南矿业分产品产量图 | 8 |
| 图 4 海南矿业历年营业收入和同比增速 | 8 |
| 图 5 海南矿业销售/研发/管理/财务费用率及其变化图 | 9 |
| 图 6 海南矿业资产负债率和归母净利润变化图 | 9 |
| 图 7 2023 年全球各国铁矿石原矿储量占全球储量比重 | 9 |
| 图 8 中国铁矿石每月进口量及同比增速（万吨） | 9 |
| 图 9 中国铁矿石当月原矿产量及其同比增速 | 10 |
| 图 10 中国粗钢当月产量及其同比增速 | 10 |
| 图 11 铁矿石产业链图 | 10 |
| 图 12 中国北方 62%铁矿石价格指数和青岛港 62%铁矿石价格指数图 | 11 |
| 图 13 海南矿业高炉块矿产品图 | 12 |
| 图 14 海南矿业铁精粉产品图 | 12 |
| 图 15 海南矿业成品矿生产流程图 | 12 |
| 图 16 海南矿业悬浮磁化焙烧项目图 | 13 |
| 图 17 海南矿业营业收入、营业成本及毛利率变化图 | 13 |
| 图 18 海南矿业成品矿产销量与产销率图 | 13 |
| 图 19 2023 年全球按区域划分的石油产量及年增长率图 | 14 |
| 图 20 2023 年全球部分国家炼油产能占比图 | 14 |
| 图 21 2023 年部分国家石油消费量（百万桶/天） | 15 |
| 图 22 中国石油在一次能源和总碳排放量中的占比预期图 | 15 |
| 图 23 WIT 原油和布伦特原油价格走势图 | 15 |
| 图 24 世界和中国天然气产量图（十亿立方米） | 16 |
| 图 25 世界各洲天然气产量占全球总产量比重图 | 16 |
| 图 26 世界与中国天然气年消费量变化图 | 16 |
| 图 27 海南矿业天然气产销量与产销率变化图 | 16 |
| 图 28 中国四川 LNG 出厂价格指数（元/吨） | 17 |
| 图 29 洛克石油部分项目实景图 | 17 |
| 图 30 Tethys Oil 核心资产位置图 | 18 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 31 海南矿业全面要约进程图 | 18 |
| 图 32 锂产业链图 | 19 |
| 图 33 2023 年全球各国锂矿储量占比图 | 20 |
| 图 34 国产 99.5%碳酸锂和 56.5%氢氧化锂价格走势 | 20 |
| 图 35 海南矿业氢氧化锂项目现场建设图 | 20 |
| 图 36 海南矿业氢氧化锂项目建设预期图 | 20 |
| 图 37 布谷尼锂矿采矿及选矿建设现场图 | 21 |
| 图 38 非洲马里 Bougouni 锂矿项目规划图 | 21 |

表目录

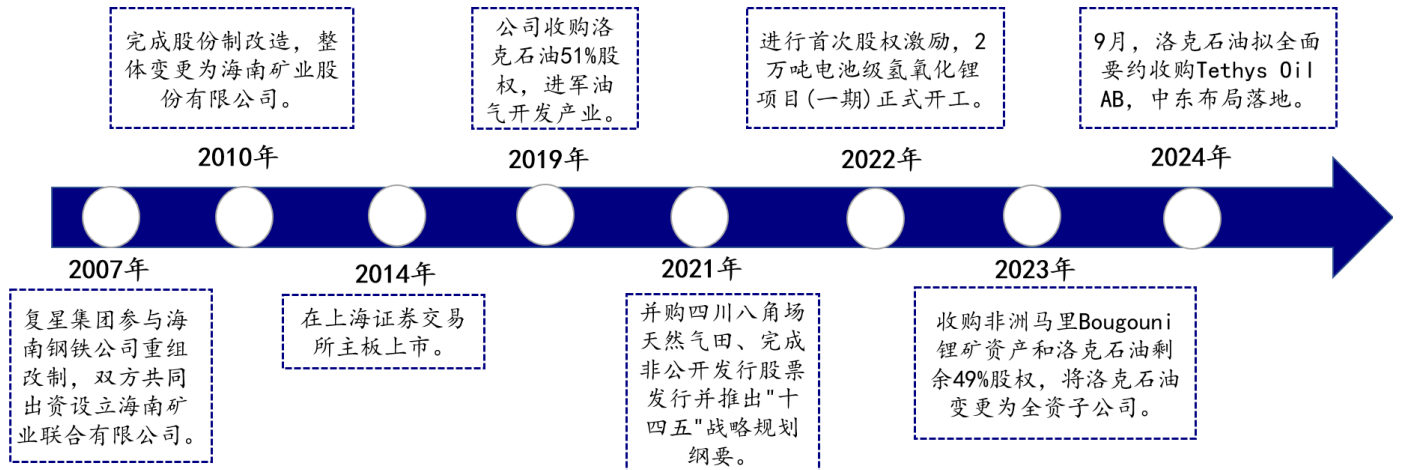
| | | |
|-----|-----------------------------|----|
| 表 1 | 2024 年有关铁矿石的重大政策文件表..... | 11 |
| 表 2 | 2024 年上半年洛克石油各项目概况表..... | 17 |
| 表 3 | Tethys Oil AB 核心资产概况表 | 19 |
| 表 4 | 海南矿业非洲马里布谷尼锂矿建设项目规划表 | 21 |
| 表 5 | 海南矿业关键盈利假设..... | 22 |
| 表 6 | 可比公司估值表 | 22 |
| 表 7 | 海南矿业分业务盈利假设..... | 22 |

1. 海南矿业：根植海南、面向全球的冶金矿业

1.1 “三步走”行稳致远，“铁矿石+油气+新能源”布局完成

公司深耕铁矿石和油气业务，积极布局新能源赛道。海南矿业以资源产业为发展核心，根植海南，立足产业运营与产业投资双轮驱动，具有悠久的历史。1957年，石碌铁矿大规模建设完成并正式投产。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。2014年，在上海证券交易所主板上市。2019年，公司收购洛克石油51%股权，进军油气开发产业，完成主营业务由单一铁矿石到“铁矿石+油气”的业务布局。2021年，公司并购四川八角场天然气田、完成非公开发行股票发行并推出“十四五”战略规划纲要。2022年，公司进行首次股权激励，2万吨电池级氢氧化锂项目(一期)正式开工。2023年，公司收购非洲马里Bougouni锂矿资产和洛克石油剩余49%股权，将洛克石油变更为全资子公司，公司“铁矿石+油气+新能源”三个主赛道完成布局。2024年9月，洛克石油拟全面要约收购Tethys Oil AB，至此公司在中东的产业布局也得以落地。

图1 公司历史沿革图

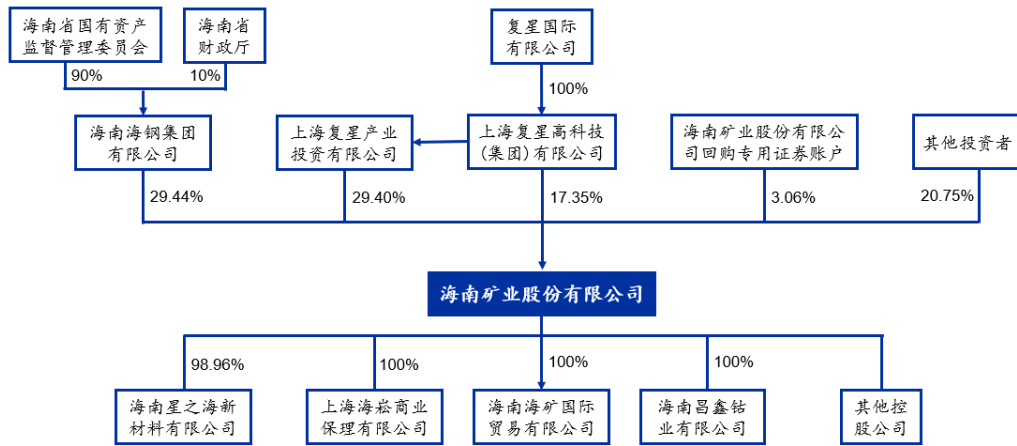


资料来源：公司官网，2023年年报，《关于全资子公司拟全面要约收购Tethys Oil AB暨对外投资事项的进展公告》，HTI

1.2 民营控股、国有参股，股权结构稳定

复星集团作为大股东，为公司提供有效支持。公司由复星高科和海钢集团共同出资设立，目前已形成民营控股、国有参股的稳定股权结构。根据公司公告，截至2024年第三季度，公司前三大股东分别为海南海钢集团、复星产业投资有限公司以及上海复星高科技(集团)有限公司，持股比例分别为29.44%、29.40%、17.35%。复星高科为公司控股股东，创立于1992年，经过逾30年发展，已成为一家创新驱动的全球家庭消费产业集团，深耕健康、快乐、富足、智造四大业务板块；海钢集团作为海南省国资控股的大型企业集团，以建材产业链供应链、区域开发、产业投资与资本运营为主业。生产经营、资产经营、资本运营一体化发展的产业集团积极协助公司推进合规治理，并在内部控制、审慎决策等方面能给予公司有效支持。

图 2 公司股权架构图 (截止至 2024 年第三季度)

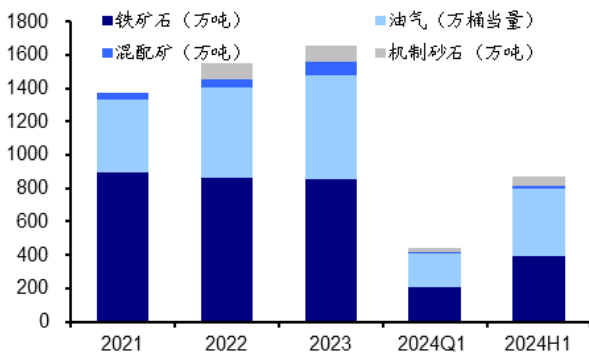


资料来源: wind, 爱企查, 2024 年第三季度报告, HTI

1.3 “铁矿+油气”业绩显著提升，资产负债率稳中有降

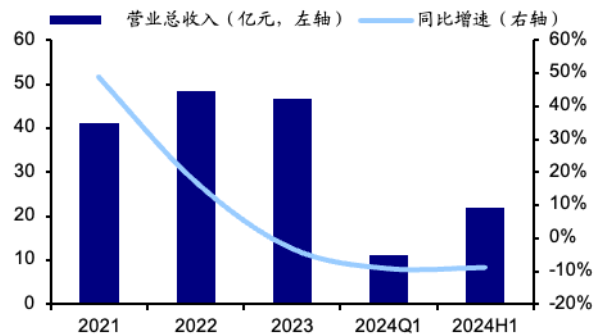
“铁矿+油气”为营业收入和利润的主要来源，资产结构逐步优化。公司自 2021 年以来，主要进行铁矿石采选、加工及销售、石油、天然气勘探开发及销售、大宗商品贸易及加工三大业务。2022 年，新增砂石料生产及销售板块。“铁矿+油气”业绩表现稳定，分产品产量占总产品产量的较大比重，双主业布局构筑业绩安全垫。营业收入在 2020-2022 年间稳定上涨，2023 年有轻微下滑。近年来，公司降本增效成果显著，销售/研发/管理/财务费用率在 2024 年上半年分别为 0.20%/0.72%/9.11%/1.39%，持续维持低位，主要原因系公司充分发挥 110 富矿系统短流程加工产线作用和加强承包商管理和精细组织安排。公司毛利率大幅提高，稳定在 30% 以上，主要来源于油气业务的产量上升，摊销成本下降，毛利大约同比上升 15%。公司的资产负债率也呈现逐年下降的趋势，资本结构得到优化，偿债能力不断加强。

图 3 海南矿业分产品产量图



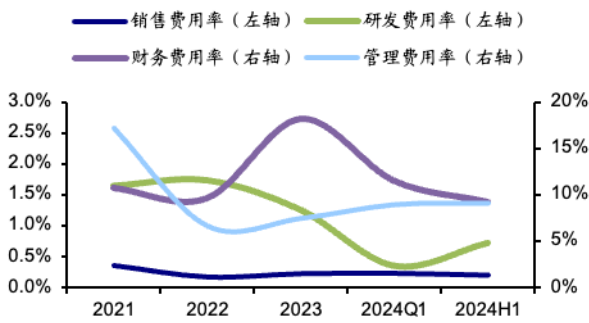
资料来源: wind, HTI

图 4 海南矿业历年营业收入和同比增速



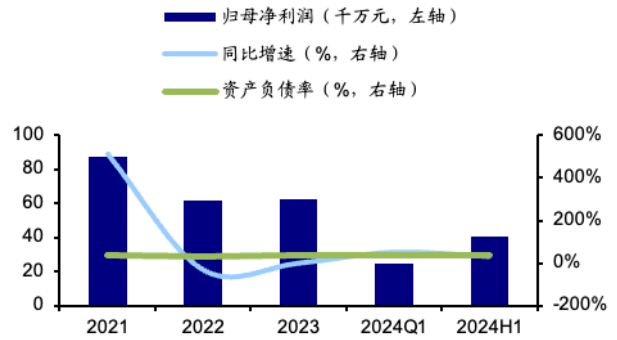
资料来源: wind, HTI

图 5 海南矿业销售/研发/管理/财务费用率及其变化图



资料来源: wind, HTI

图 6 海南矿业资产负债率和归母净利润变化图



资料来源: wind, HTI

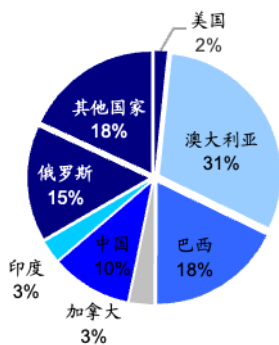
2. 铁矿石: 现金流的稳定支柱, 供需结构有望向好

2.1 国内矿石含铁率低, 高度依赖进口

铁矿石是钢铁产业重要原料, 中国粗钢产量达 10 亿吨。铁矿石是钢铁工业的重要原料, 是我国钢铁产业链的源头和工业体系的物质基础, 其稳定供应对我国庞大工业体系安全运行至关重要。根据 USGS, 截止 2023 年, 全球铁矿石储量大约为 1900 亿吨, 含铁量大约为 870 亿吨。全球粗钢产量达到近 19 亿吨, 中国粗钢产量达到 10 亿吨, 在全球粗钢产量中占比较大。

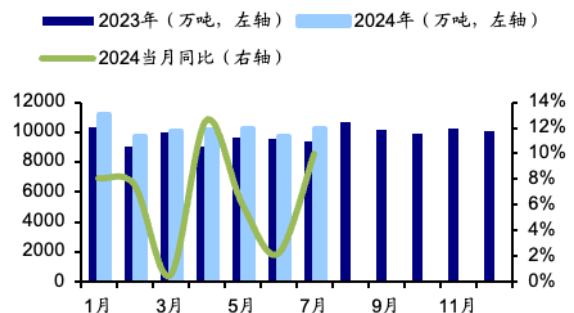
中国铁矿石高度依赖进口, 自产率约 20%。全球原矿产量排名前四的国家依次为澳大利亚、巴西、俄罗斯以及中国。根据海关总署、国家统计局数据, 上半年, 中国铁矿石原矿产量 5.54 亿吨, 同比增长 13.2%。生铁产量 4.36 亿吨, 同比下降 3.6%。但是, 全球原矿平均含铁率为 45.79%, 澳大利亚、巴西、俄罗斯的原矿含铁率分别为 46.55%、44.12%、48.28%。而中国的含铁率为 34.5%, 与前三个国家还有较大差距, 高度依赖进口。2024 年上半年, 中国进口铁矿砂 6.11 亿吨, 同比增长 6.2%。

图 7 2023 年全球各国铁矿石原矿储量占全球储量比重



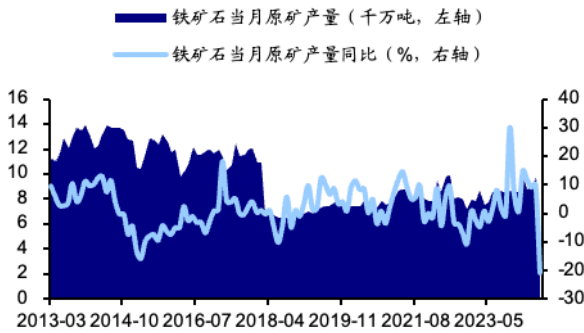
资料来源: USGS, HTI

图 8 中国铁矿石每月进口量及同比增速 (万吨)



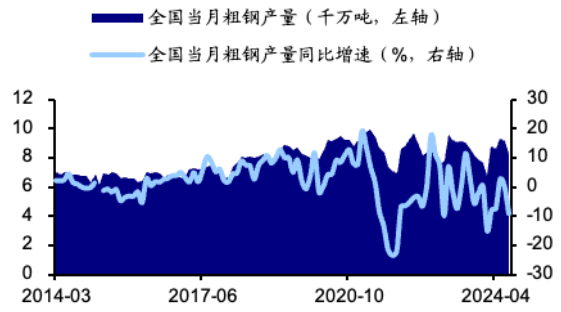
资料来源: SMM, HTI

图 9 中国铁矿石当月原矿产量及其同比增速



资料来源: wind, HTI

图 10 中国粗钢当月产量及其同比增速

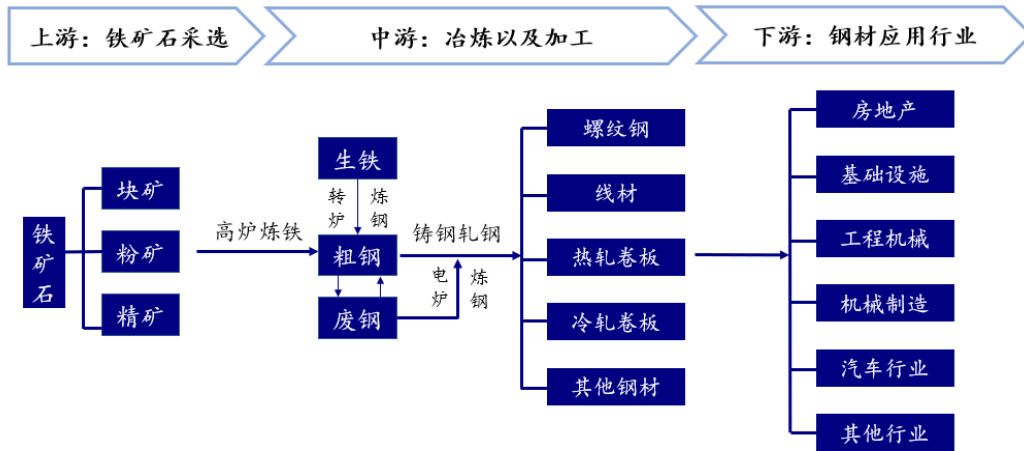


资料来源: wind, HTI

2.2 终端需求主要为地产，政策指引方向

房地产在终端需求中占主要地位。铁矿石终端需求主要是房地产、机械、基建、轨道交通等方面。24 年一季度受季节性因素影响较小，供应同比增量明显；但终端需求不及预期，钢厂高炉铁水产量较低。二季度初钢厂高炉复产数量大增带来的铁水产量增加短期将给铁矿石带来一定的需求支撑。9 月下旬钢厂高炉复产节奏加快，10 月高炉或仍以复产为主。随着钢厂铁水产量见顶之后，钢材需求端口对铁矿的需求将减弱。

图 11 铁矿石产业链图



资料来源: CNKI, 教艺斌《商品期货跨品种套利策略设计——以铁矿石产业链为例》, HTI

多重政策落地，废钢增量仍然有限。在 6 月 7 日，国家发改委、工业和信息化部等五个部门印发《钢铁行业节能降碳专项行动计划》，《行动计划》指出，到 2025 年底，废钢利用量需达到 3 亿吨，同时电炉钢产量占粗钢总产量的比例力争提升至 15%。这将大大减少铁矿石的需求。然而，目前废钢的增量仍然有限。国务院在第一季度发布了促进大规模设备更新和消费品以旧换新的行动计划，粗略计算，这部分废钢增量约为 360 万吨/年；此外，工信部批准的废钢基地产能正在加速提升；废钢进口政策也在调整。24 年 9 月，废钢供应的增长速度有所加快，但要在 2025 年底达到 3 亿吨的目标仍面临较大挑战。

表 1 2024 年有关铁矿石的重大政策文件表

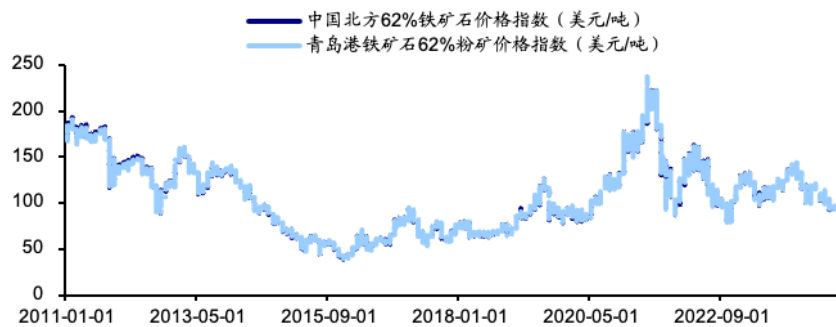
| 政策文件 | 日期 | 部门 | 内容 |
|------------------|-----------------|--------------------|--|
| 《钢铁行业节能降碳专项行动计划》 | 2024 年 5 月 27 日 | 国家发改委、工业和信息化部等五个部门 | 1. 到 2025 年底，钢铁行业高炉、转炉工序单位产品能耗分别比 2023 年降低 1% 以上，电炉炉冶炼单位产品能耗比 2023 年降低 2% 以上，吨钢综合能耗比 2023 年降低 2% 以上，余热余压余能自发电率比 2023 年提高 3 个百分点以上，2024—2025 年，通过实施钢铁行业节能降碳改造和用能设备更新形成节能量约 2000 万吨标准煤、减排二氧化碳约 5300 万吨。 2. 同时，加快推动高炉—转炉长流程炼钢转型为电炉短流程炼钢，提升短流程比重结构等转型要求。支持废钢资源高质高效利用，扩大再生钢铁原料进口。到 2025 年底，废钢利用量达到 3 亿吨，电炉钢产量占粗钢总产量比例力争提升至 15%。 一、暂停实施钢铁产能置换 各地区自 2024 年 8 月 23 日起，暂停公示、公告新的钢铁产能置换方案。未按本通知要求，继续公示、公告钢铁产能置换方案的，将视为违规新增钢铁产能，并作为反面典型进行通报。 二、修订钢铁产能置换办法 我部将会同有关方面加快研究修订钢铁产能置换办法，进一步健全完善产能置换政策措施，广泛征求各有关方面的意见建议后印发实施。 |
| 《钢铁行业产能置换实施办法》 | 2024 年 8 月 20 日 | 工业和信息化部办公厅 | 一、暂停实施钢铁产能置换 各地区自 2024 年 8 月 23 日起，暂停公示、公告新的钢铁产能置换方案。未按本通知要求，继续公示、公告钢铁产能置换方案的，将视为违规新增钢铁产能，并作为反面典型进行通报。 二、修订钢铁产能置换办法 我部将会同有关方面加快研究修订钢铁产能置换办法，进一步健全完善产能置换政策措施，广泛征求各有关方面的意见建议后印发实施。 |

资料来源：中国政府网、工信部，HTI

2.3 基本面向好，价格有上升空间

宏观政策利好，价格有上行空间。24 年上半年受供应超预期、中国下游需求疲软等因素影响，上半年铁矿石价格开局震荡下行；而后受中国政府出台多项政策、海外制造业复苏、中东印度等地基建投资热潮等影响，价格回调震荡。铁矿石普指 62% 均值 118 美元/吨，同比下降 5%；青岛港 PB 块价格均值 1041 元/吨，同比增长 8%。从基本面来看，国产铁矿资源供应相对紧张，节后钢厂有一定的补库存需求。同时，随着钢厂高炉的复产，铁水产量仍有上升的可能，这将进一步增加铁矿石的整体需求，支撑矿价上涨。此外，十一假期前后的宏观政策利好也推动了铁矿期货价格的上行，进而带动了国产铁矿市场。我们预计短期内国产铁矿价格仍有上升空间。

图 12 中国北方 62% 铁矿石价格指数和青岛港 62% 铁矿石价格指数图



资料来源：wind，HTI

公司深耕铁矿石开采与加工业务，品牌优势显著。公司自 2007 年改制设立起就专注于深耕铁矿石行业，依据中国冶金矿山企业协会统计数据，公司成品矿产能在协会内企业处于中等偏上水平，按地采原矿产能划分，属于大型地下矿山。公司的成品块矿主要类型为品位 55% 左右的高炉块矿和品位 62.5% 左右的铁精粉，在国内钢铁行业中久负盛名，是国内钢铁高炉炉料结构的首选酸性配料之一。铁矿石的开采以地采为主，露采为辅，主要产品为高炉块矿和铁精粉，主要用于给钢铁企业冶炼成生铁和钢材。

图 13 海南矿业高炉块矿产品图



高炉块矿 品位55%

资料来源：公司官网，HTI

图 14 海南矿业铁精粉产品图



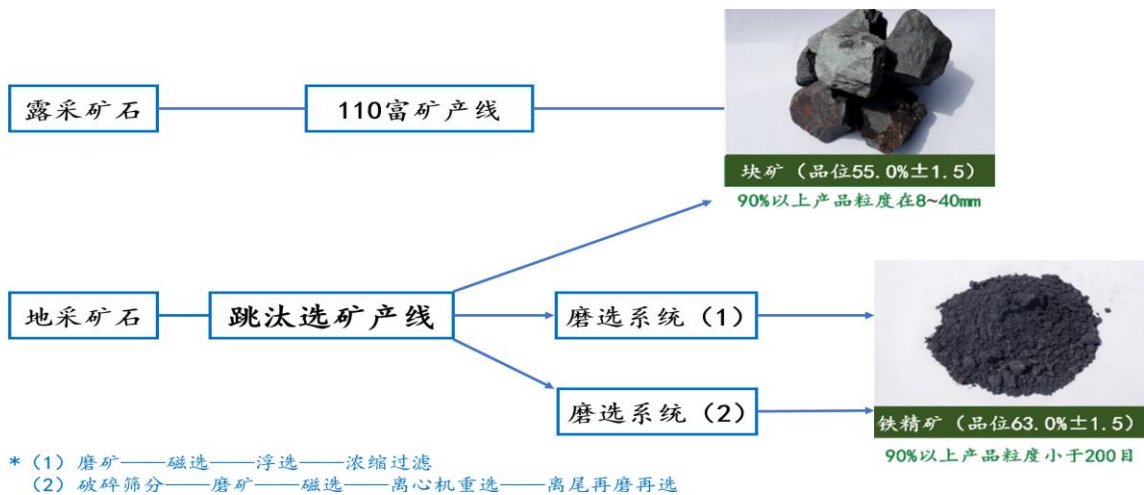
铁精粉 品位63%

资料来源：公司官网，HTI

跳汰技术成熟，选矿技术优势显著。由于采用跳汰预选，地采可以由原定的贫富分采调整为混采，简化采矿工艺，提高采矿效率和资源回收率，满足了地采规模化生产要求。跳汰预选降低了采选生产成本。废石干堆可开发为建材销售，解决了由于原矿贫化选矿及资源回收率低问题，减少固废占地和环境污染，提升环保水平。

技术改造提高品位，降本增利。2019 年应用该技术处理原矿 369.3 万吨，经跳汰预选，成品矿量 184.2 万吨；原矿如经贫矿选别，可产铁精矿 144.7 万吨，精矿回收率 61.23%。原矿经跳汰预选工艺较原矿直接进贫矿选别精矿产量增加 39.4 万吨，精矿回收率提高 10.67%，产值增加 1.48 亿元，生产成本减少 0.8 亿元。海南矿业通过技术改造为块矿和铁精矿板块降本增效定了坚实的基础。

图 15 海南矿业成品矿生产流程图



资料来源：2023 年年报，HTI

公司积极推进铁矿的地下开采，铁矿石悬浮磁化焙烧技术更新改造。截止 24 年上半年，公司的石碌铁矿-120m~-360m 工程掘进 4809 米，累计施工工程量达 28.9 万立方米，完成总进度的 64.4%。公司在国内创新采用选矿预先抛尾工艺，预先抛出废石，提前获得合格的高品位入炉块矿产品，降低后续选矿负荷，提高采矿效率和资源回收率，显著降低生产成本。石碌铁矿石悬浮磁化焙烧技术改造项目也已基本完成建设和设备安装，并正在组织进行单体投料试车，后续还将完成与原有设备实现全产线打通和联动试

车。磁化焙烧项目实施并达产后,铁精粉品位将提高到 65%以上,铁金属回收率将由 60% 提高至 85%,产品质量及资源综合利用水平显著提升。

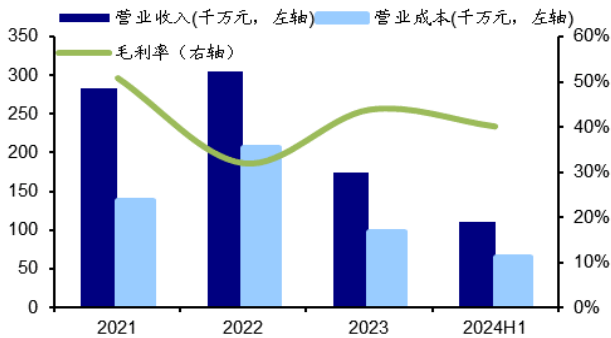
图 16 海南矿业悬浮磁化焙烧项目图



资料来源: 2023 年年报, HTI

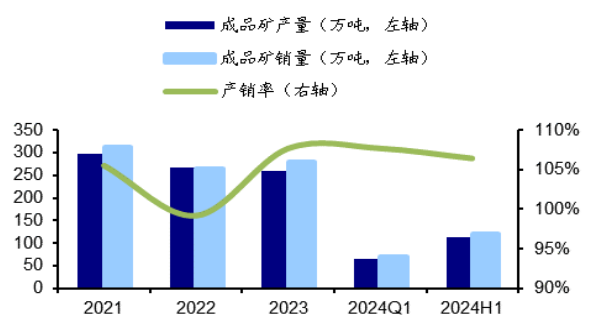
铁矿石业务行稳致远, 夯实公司立业之本。 24 年上半年, 铁矿石的原矿产量达到 282.45 万吨, 地采 254.75 万吨, 露采 27.7 万吨; 成品矿产量达到 114.14 万吨, 块矿 78.79 万吨, 铁精粉 35.35 万吨; 成品矿销量达到 121.41 万吨, 块矿 86.71 万吨, 铁精粉 34.7 万吨; 铁矿石的自采及加工营收达到 8.85 亿元, 占总营收的 40.48%。公司的长协和战略客户订单占比提升至 75%, 为铁矿石业务全年稳定运营打下基础。

图 17 海南矿业营业收入、营业成本及毛利率变化图



资料来源: 2021、2022、2023 年年报, 2024 年半年报, HTI

图 18 海南矿业成品矿产销量与产销率图



资料来源: 2021、2022、2023 年年报, 2024 年半年报, HTI

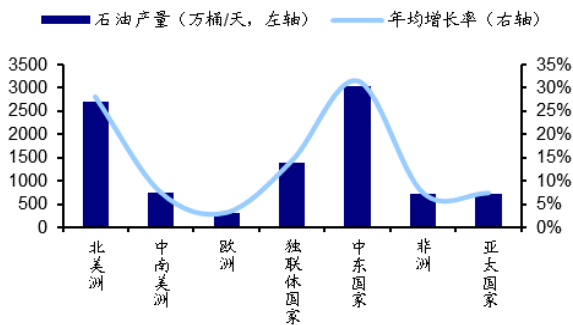
3. 油气澎湃，共绘发展宏图

3.1 原油：供紧需稳，油价存在基本面支撑

3.1.1 OPEC+和美国主导，短期供应偏紧

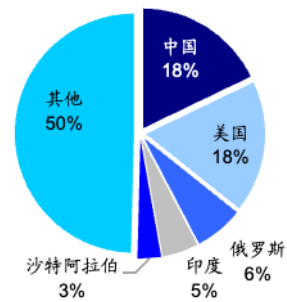
全球原油供应集中，主要为 OPEC 成员国。据世界能源统计年鉴，2023 年，全球石油产量增达到 9600 万桶/天的创纪录水平。美国稳居最大产油国地位，产量增长超过 8%。根据美国能源信息署数据，目前欧佩克成员国的原油产量占全球产量近 40%，在原油产量这方面占支配地位。以美国和其他美洲产油国为首的全球石油产能激增，将导致石油供应过剩；预计到 2030 年，全球石油供应能力将升至每日近 1.14 亿桶，比预计的全球石油需求高出 800 万桶。根据《世界能源统计年鉴》，2023 年，世界炼油总能力为 1.034 亿桶/天，其中，前五大炼油能力的国家分别为：中国、美国、俄罗斯、印度、沙特阿拉伯。他们的炼油产能分别为 1848.4、1842.9、678.1、508.5、328.9 万桶/天，占比世界的 17.9%、17.8%、6.6%、4.9%、3.2%，呈现出明显的资源导向性。

图 19 2023 年全球按区域划分的石油产量及年增长率图



资料来源：世界能源统计年鉴，HTI

图 20 2023 年全球部分国家炼油产能占比图

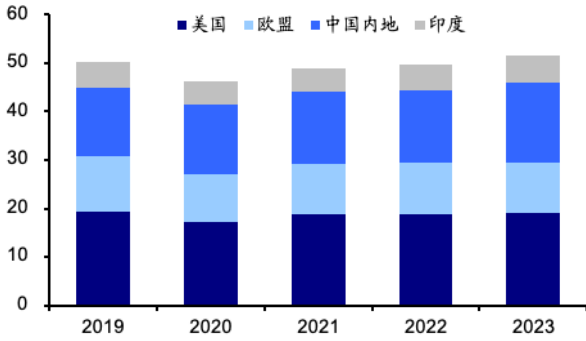


资料来源：世界能源统计年鉴，HTI

3.1.2 新兴经济体带动需求增长，石油需求或为见顶

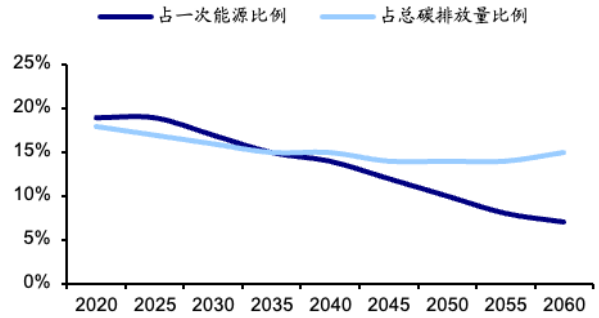
发达国家需求稳定，新兴经济体贡献核心增量。目前，美中欧三大经济体原油需求量稳定，发展中经济体，如中国、印度贡献需求新增量。2023 年我国石油终端消费约 7.6 亿吨，对外依存度 73.6%，在我国一次能源消费结构中占比约 18.8%。从消费领域来看，石油主要用于交通、石化、工业、建筑以及民用等。中长期看，石油将从重要的交通燃料向必不可少的石化原材料转化，在我国一次能源中长期保持重要地位。同时，石化高端新材料在建筑节能和光伏发电建筑等节能环保领域均发挥了至关重要的作用。

图 21 2023 年部分国家石油消费量 (百万桶/天)



资料来源: 世界能源统计年鉴, HTI

图 22 中国石油在一次能源和总碳排放量中的占比预期图

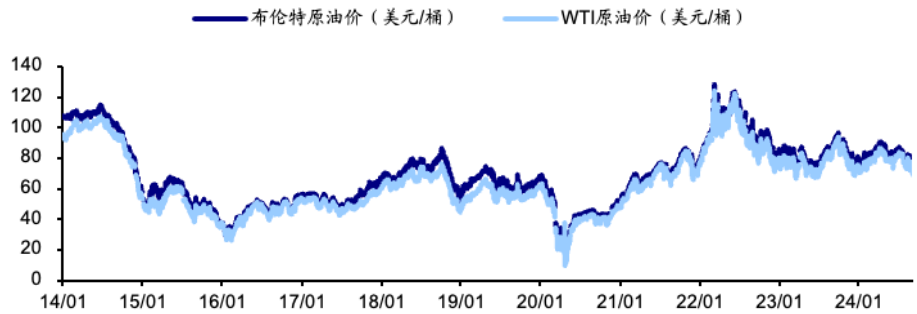


资料来源: 中国能源展望, HTI

3.1.3 油价震荡略升, 下方存在支撑

油价受地缘政治影响巨大。2023 年, 布伦特期货市场价格年内最高点为 9 月 27 日的 96.55 美元/桶, 年内最低点为 6 月 12 日的 71.84 美元/桶, 全年均价 82.17 美元/桶。国际油价起伏波动, 主要受俄乌持续冲突、美联储加息、巴以冲突、沙特和俄罗斯宣布延长减产、红海危机、OPEC+宣布减产等地缘政治因素影响。24 年上半年地缘政治事件频发, 国际油价整体呈现上涨态势。布伦特原油均值 83.4 美元/桶, 同比增长 4%; WTI 均值 78.7 美元/桶, 同比增长 5%。长期来看, 油价存在基本面支撑, 美国原油库存连续大幅下降, 且旺季持续刺激原油需求增长, OPEC+延续减产至今年年底, 美国飓风季节预计影响供应, 油价下方有所支撑, 可能震荡略升。

图 23 WIT 原油和布伦特原油价格走势



资料来源: wind, HTI

3.2 天然气: 供需呈现紧平衡, 量价齐升迎东风

3.2.1 勘探开采不间断, 增储增产效果明显

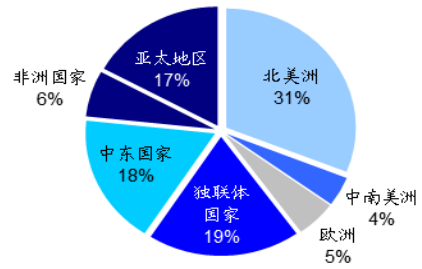
常规气田开采见顶, 非常规气田贡献主要增量。据国家能源局, 2023 年, 世界天然气产量 4.06 万亿立方米, 同比增长 0.3%; 全球新发现气田 88 个, 新增储量 1.08 万亿立方米, 新发现气田个数和储量创近 5 年新低; 世界天然气剩余探明可采储量 192 万亿立方米, 增量主要来自印度尼西亚和俄罗斯。中国天然气产量 2324 亿立方米, 同比增长 5.6%, 增量 123 亿立方米, 连续 7 年增产超百亿立方米。非常规天然气产量突破 960 亿立方米, 占天然气总产量的 43%, 成为增储增产重要增长极。

图 24 世界和中国天然气产量图 (十亿立方米)



资料来源: wind, HTI

图 25 世界各洲天然气产量占全球总产量比重图



资料来源: 世界能源统计年鉴, HTI

3.2.2 市场持续回暖, 消费需求加速释放

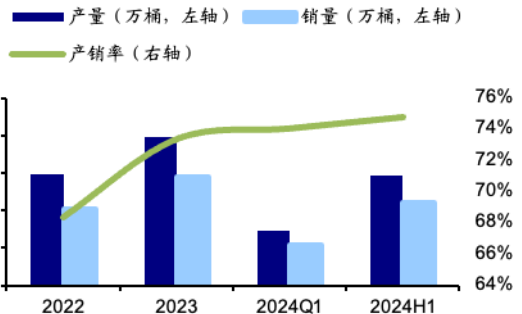
我国天然气市场稳中向好, 消费量同比增长超 10%。2023 年, 国民经济回升向好, 市场调节作用增强, 用气结构持续优化, 多能互补成效初显, 市场需求较快增长。全年天然气消费量 3945 亿立方米, 增量 282 亿立方米, 同比增长 7.6%。24 年上半年, 我国经济态势持续向好, 天然气需求快速增长。根据国家发改委数据, 我国天然气表观消费量为 2137.5 亿立方米, 同比增长 10.1%。公司天然气销量达到 220.15 万桶, 同比增长 111.78%。油气业务营收达到 9.97 亿元, 占比总营收 45.60%, 其中, 八角场气田单日最高产量达到 260 万立方米, 累计产量实现 281 万桶当量, 较去年同期增长 128%, 成为洛克石油产量增长的主要来源。

图 26 世界与中国天然气年消费量变化图



资料来源: wind, HTI

图 27 海南矿业天然气产销量与产销率变化图



资料来源: 22、23 年年报, 2024 年一季报、半年报, HTI

3.2.3 俄乌局势持续紧张, 气价高位运行

欧洲天然气供应短缺引发担忧, 气价再度攀升。2023 年天然气价格高位回落, 长期仍然有较强的支撑。受季节性因素及进口 LNG 价格竞争等因素影响, 上半年中国 LNG 价格整体呈现了先跌后升趋势。据金十数据, 此前有俄罗斯非官方军事博客称乌克兰军队占领了位于俄罗斯境 Sudzha 的一个关键天然气中转站, 引发市场对该管道断供的担忧。受供应减少、需求增加、地缘政治等因素影响, 预计未来气价呈高位运行。

图 28 中国四川 LNG 出厂价格指数 (元/吨)



资料来源: wind, HTI

3.3 精耕细作深挖油气潜力，构筑企业护城河

做强做大油气产业，持续提升储量替代与产量接替。公司自 2019 年通过并购洛克石油涉足油气业务领域，目前已进入稳定高效运营阶段。洛克石油在 2023 年大幅提产的基础上，继续实现油气产量增长，平均日产量稳定在 2.2 万桶当量以上。各在产油气田的主要稳产增产措施包括：1) 涠洲 6-12 油田和涠洲 12-8 油田东区分别投产 1 口和 3 口加密井；2) 马来西亚油田 D21 区块新钻井 3 口，已完井 2 口，产量较去年同期增长 7%；3) 八角场气田顺利完成角 135 井组的完井工作，目前正有序推进角 63 井组压裂方案的设计工作。截止 24 年上半年，八角场气田单日最高产量达到 260 万立方米，累计产量实现 281 万桶当量，较去年同期增长 128%，并成为洛克石油产量增长的主要来源。公司上半年天然气的权益产量达到 294.55 万桶，同比增长 105.6%。油气产销量同比提升近 50%，增厚了油气收入占比，优化了营收结构。

表 2 2024 年上半年洛克石油各项目概况表

| 项目阶段 | 国家 | 区域 | 项目 | 权益占比 | 权益产量 (万桶当量) |
|------|------|-------|----------------------------|-------|-------------|
| 生产 | 中国 | 北部湾区域 | 涠洲 6-12 油田、涠洲 12-8 油田西区、东区 | 19.6% | 31.25 |
| | | 四川 | 川中八角场气田 | 100% | 280.79 |
| | 马来西亚 | 沙撈越省 | D35/D21/J4 油田 | 30% | 87.23 |
| 开发 | 中国 | 北部湾区域 | 涠洲 10-3 油田西区 | 35% | - |
| 评价 | 中国 | 珠江口区域 | 惠州 12-7 油田 | 50% | - |

资料来源: 2024 年半年报, HTI

图 29 洛克石油部分项目实景图

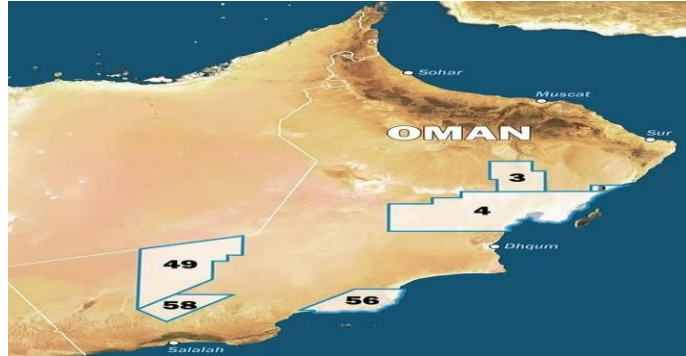


资料来源: 2023 年年报, HTI

3.4 全面要约收购 Tethys Oil, 全球化布局再下一城

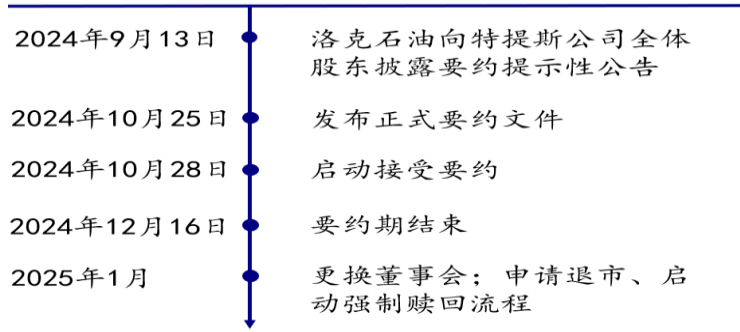
中东再落一子，全球化进程加速推进。洛克石油拟全面要约收购 Tethys Oil AB，要约收购对价为 58.70 瑞典克朗/股，总价约 1.83 亿美元。特提斯公司专注于陆上油田的勘探、开发和生产，主要区块分公司位于阿曼。中东等新兴市场一直是公司全球化战略重点关注的区域，阿曼是中东及全球重要的产油国，也是中国一带一路政策的友好合作伙伴。本次交易完成后，洛克石油的原油 2P 净权益储量将提高约 123%，主营业务将拓展至阿曼，公司在中东的产业布局也得以落地，有利于加速推动公司全球化战略目标，进一步提升公司国际化运营能力。

图 30 Tethys Oil 核心资产位置图



资料来源：海南矿业公众号，HTI

图 31 海南矿业全面要约进程图



资料来源：《关于全资子公司拟全面要约收购 Tethys Oil AB 暨对外投资事项的进展公告》，HTI

远景资源量可观，Tethys Oil AB 与洛克协同优势明显。阿曼 3&4 区块、56 区块、58 区块及 49 区块油田的油田面积合计约 6 万平方公里，约占阿曼国土面积的 18%。而且标的公司在产区块油田合同期不低于 16 年，勘探区块油田开发方案获批后的合同期均不低于 15 年，能够有效实现洛克石油现有项目的产量接续，保障洛克石油中长期可持续发展。此外，标的公司拥有成熟的运营管理和技术团队，结合洛克石油的运营经验和国际化视野，能够进一步增强洛克石油在油气行业的技术和管理能力。

表 3 Tethys Oil AB 核心资产概况表

| | 3&4 区块油田 | 56 区块油田 | 49 区块 | 58 区块 |
|------|----------------------|---------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 阶段 | 开发 | 勘探 | 勘探 | 勘探 |
| 区块面积 | 29127km ² | 5808km ² | 15439km ² | 4557km ² |
| 合同期 | 至 2040 年，到期后可延 10 年 | 开发方案获批后，开发及生产期为 20 年；可到期后延期 5 年 | 开发方案获批后，开发及生产期为 15 年，到期后可延 5 年 | 开发方案获批后，开发及生产期为 15 年，到期后可延 5 年 |
| 权益占比 | 30% | 65% | 100% | 100% |

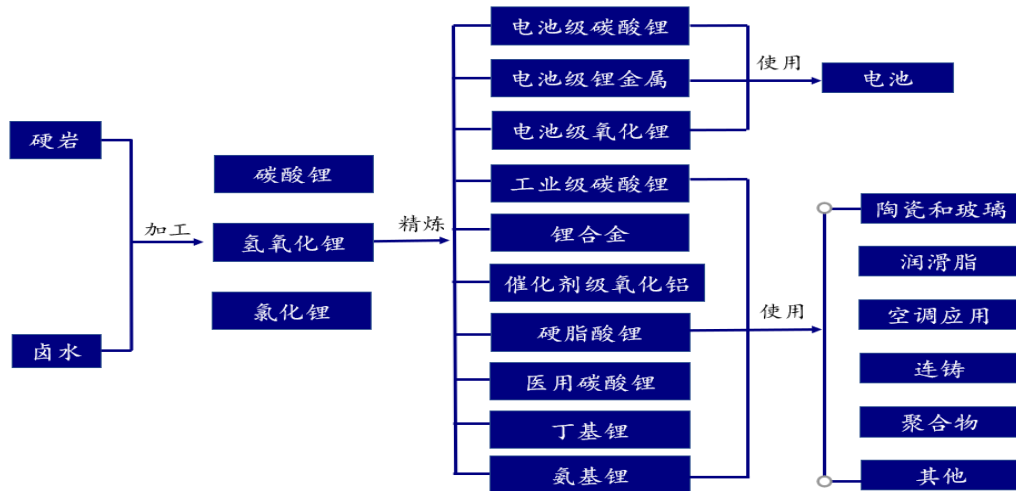
资料来源：《关于全资子公司拟全面要约收购 Tethys Oil AB 暨对外投资事项的进展公告》，HTI

4. 锂：打造新能源第三赛道，挖掘产业成长新引擎

4.1 供给出清在即，供需结构不断优化

锂战略地位突显，成为新能源行业的主要原料。锂是元素周期表密度最小的金属。其电极电势最负，金属活动性最强。锂的应用广泛，包括新能源汽车、手机、平板、航空、药品、玻璃等领域，近年来新能源汽车行业进入快速发展时期，同时全球绿色低碳转型趋势，推动锂元素在新能源汽车以及储能等领域的需求快速提升，锂元素具备长期需求刚性和前景。根据美国地质勘探局数据，截止 2023 年，全球已探明锂储量约为 2769 万吨，主要分布在南美洲、澳洲、非洲等地区，中国锂储量为 300 万吨；根据我国地质调查局数据，我国锂资源中，盐湖卤水、锂辉石和锂云母分别占我国锂资源总量的 82%、11%和 7%。

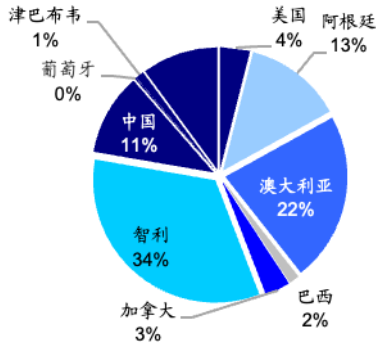
图 32 锂产业链图



资料来源：CNKI，周娜《中国锂产业链安全态势与治理研究》，HTI

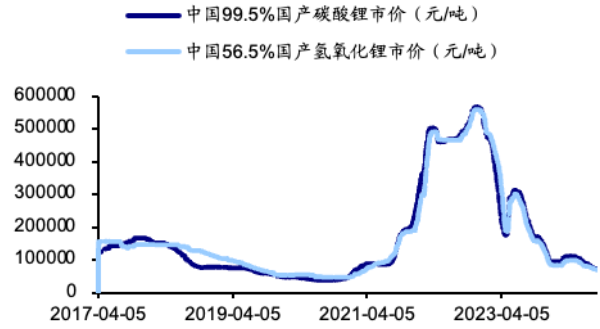
锂库存即将去化，价格有望回升。从供应端来看，2023 年我国锂盐供应量仍在持续增长。根据中国有色金属工业协会锂业分会统计，2023 年，我国碳酸锂产能 110 万吨，产量 51.79 万吨，产量同比增长 31.1%；氢氧化锂产能 70 万吨，产量 31.96 万吨，同比增长 30.1%。从需求端来看，全球金属锂最终用途中电池占比达 87%，锂电池主要应用于新能源汽车和储能等领域。2023 年全球新能源汽车总体销量达到 1465.3 万辆，同比增长 35.4%。24 年上半年，全球各地产能集中释放，超过下游需求增长，持续累库，锂资源价格连续承压，或将在下半年迎来转折，锂开始库存去化，价格回升。

图 33 2023 年全球各国锂矿储量占比图



资料来源：USGS, HTI

图 34 国产 99.5%碳酸锂和 56.5%氢氧化锂价格走势图



资料来源：wind, HTI

4.2 氢氧化锂项目区位得天独厚，项目进展顺利

项目建设有条不紊，预计 24 年年底建成。2 万吨电池级氢氧化锂项目（一期）项目建设快速推进，目前工程质量合格率为 100%；设备安装率目前超过 80%。5 月 20 日，项目核心装置回转窑完成筑窑后，已进行点火烘窑，标志着项目建设实现重要阶段性目标。项目试生产所需的锂精矿原材料已在国投洋浦港完成装卸 1.5 万吨，项目预计于 2024 年内建成投产。

税收优势显著，吸引大量人才。2 万吨电池级氢氧化锂项目（一期）项目位于海南省洋浦经济开发区，拥有得天独厚的区位优势。项目位置不仅临近港口，海运距离短，海运成本低，而且能先充分享受自贸港改革政策利好，在公司战略规划及长远发展中取得先机。公司自 2021 年开始减按 15% 缴纳企业所得税，并且个人所得税实际税负超过 15% 的部分予以免征，公司大部分高级管理人员及中层管理人员均能享受此项税收红利；同时公司氢氧化锂项目在海南自贸港将享受到进口生产原辅料免征进口关税、出口环节增值税的税收优惠政策，将增强企业盈利能力和行业竞争力。

图 35 海南矿业氢氧化锂项目现场建设图



资料来源：海南矿业公众号，HTI

图 36 海南矿业氢氧化锂项目建设预期图



资料来源：公司官网，HTI

4.3 锂矿项目布局海外，上游供应能力进一步增强

海外锂矿保障上游供应，提高一体化水平。公司的非洲马里布谷尼锂矿建设项目分两期建设两个选矿厂及附属设施，一期为重介质选矿厂，开发 Ngoualana 矿坑；二期为浮选厂，开发 Sogola Baoule 和 Boumou 两个矿坑，目前正在进行一期项目建设。截止到 24 年上半年，一期项目建设施工前期筹备工作已基本完成，预计于 2024 年底建成投产。该锂矿项目拥有矿石资源量 2131 万吨，主要产品为锂辉石，氧化锂平均品位 1.11%，能够为 2 万吨电池级氢氧化锂项目提供稳定的上游资源保障，进一步增强市场竞争力，推进可持续健康发展。

表 4 海南矿业非洲马里布谷尼锂矿建设项目规划表

| 项目 | 内容 | 开始时间 | 开采矿区 | 选矿设计能力 | 预计效果 |
|-------------------|----------|--------|---------------------------|----------|---------------------------|
| 非洲马里布谷尼 锂矿建设项目 | 一期重介质选矿厂 | 2023 年 | Ngoualan 矿区 | 140 万吨/年 | 年产 5.5% 以上品位的锂精矿 10-12 万吨 |
| | 二期浮选厂 | 2026 年 | Sogola-Baoulé 和 Boumou 采区 | 150 万吨/年 | 年产 5.5% 以上品位的锂精矿 15 万吨/年 |

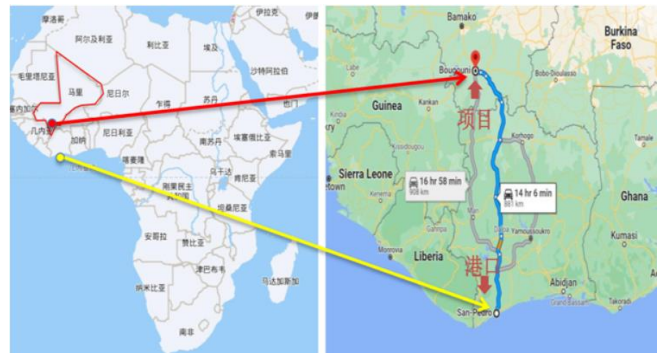
资料来源：wind，海南矿业公众号，HTI

图 37 布谷尼锂矿采矿及选矿建设现场图



资料来源：2024 年半年报，HTI

图 38 非洲马里 Bougouni 锂矿项目规划图



资料来源：公司官网，HTI

5. 投资建议

我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 6.57 亿元、7.53 亿元、8.82 亿元，EPS 分别为 0.32 元、0.37 元、0.43 元，参考可比公司估值水平，考虑到公司持续外延并购增长潜力，给予其 24 年 26 倍 PE，对应目标价 8.32 元，首次覆盖给予“优于大市”投资评级。

表 5 海南矿业关键盈利假设

| 关键指标 | | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-----|------|-------|-------|-------|
| 价格 (元/吨) | 铁矿石 | 609 | 627 | 624 | 623 |
| | 原油 | 579 | 578 | 549 | 547 |
| | 天然气 | 225 | 227 | 224 | 223 |
| 销量 (万吨) | 铁矿石 | 280 | 240 | 245 | 248 |
| | 原油 | 190 | 164 | 354 | 434 |
| | 天然气 | 291 | 445 | 449 | 449 |
| 平均成本 (元/吨) | 铁矿石 | 454 | 441 | 442 | 444 |
| | 原油 | 240 | 237 | 240 | 242 |
| | 天然气 | 240 | 141 | 147 | 147 |

资料来源: 公司 23 年年报, wind, HTI

表 6 可比公司估值表

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | | PB (倍) |
|-----------|------|-------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | | | 2023 | 2024E | 2025E | 2023 | 2024E | 2025E | 2024E |
| 001203.SZ | 大中矿业 | 144 | 0.76 | 0.68 | 0.78 | 13.4 | 14.0 | 12.4 | 2.2 |
| 002192.SZ | 融捷股份 | 93 | 1.46 | 1.34 | 1.40 | 37.0 | 26.8 | 25.6 | 2.7 |
| | 均值 | | 1.11 | 1.01 | 1.09 | 25.2 | 20.4 | 19.0 | 2.5 |

注: 收盘价为 2024 年 12 月 13 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, HTI

表 7 海南矿业分业务盈利假设

| 业务 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|------|-------|-------|-------|
| 铁矿石 | | | | |
| 收入 (百万元) | 2770 | 2476 | 2606 | 2636 |
| 成本 (百万元) | 1950 | 1789 | 1827 | 1,857 |
| 毛利 (百万元) | 820 | 688 | 779 | 779 |
| 毛利率(%) | 30% | 28% | 30% | 30% |
| 油气开采 | | | | |
| 收入 (百万元) | 1755 | 1956 | 2953 | 3375 |
| 成本 (百万元) | 1137 | 1238 | 2022 | 2276 |
| 毛利 (百万元) | 618 | 718 | 930 | 1099 |
| 毛利率(%) | 35% | 37% | 32% | 33% |
| 锂盐 | | | | |
| 收入 (百万元) | | 71 | 872 | 1,271 |
| 成本 (百万元) | | 75 | 907 | 1,197 |
| 毛利 (百万元) | | -4 | -36 | 74 |
| 毛利率(%) | | -6% | -4% | 6% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 (百万元) | 154 | 161 | 166 | 170 |
| 成本 (百万元) | 119 | 122 | 124 | 126 |
| 毛利 (百万元) | 35 | 40 | 42 | 43 |
| 毛利率(%) | 22% | 25% | 25% | 25% |

资料来源: wind, HTI

6. 风险提示

下游发展不及预期, 项目建设不及预期, 天然气价格大幅波动。

海南矿业股份有限公司(以下简称“海南矿业”或“公司”)成立于 2007 年,由上海复星集团与海南海钢集团共同出资成立,2014 年在上海证券交易所挂牌上市(股票代码:601969.SH)。经过多年深耕运营,海南矿业已完成“铁矿石+油气+新能源”三个主赛道布局,并已成为国内具备技术和管理优势的领先企业。公司旗下的石碌铁矿曾被誉为“亚洲第一富铁矿”,其块矿产品在国内钢铁行业中久负盛名,是钢铁高炉炉料结构的首选酸性配料之一;公司全资子公司洛克石油以其专业水平、作业能力和先进管理受到国家石油合作伙伴们的认可,赵东油田和川中八角场气田被合作方评为对外合作典范。公司于 2021 年开始布局新能源赛道上游的锂盐加工和锂矿采选产业,2 万吨氢氧化锂项目(一期)和马里布谷尼锂矿建成投产后,公司将跻身国内少数具备自有优质矿山与高品质先进加工生产线一体化优势的锂资源上游企业。海南正在加快建设具有世界影响力的中国特色自由贸易港,海南矿业将根植海南,面向全球,以资源产业为发展方向,致力成为一家“以战略性资源为核心,具有国际影响力的产业发展集团”。

附表 前十大股东:

| 股东名称 | 占总股本比例(%) |
|---|-----------|
| 海南海钢集团有限公司 | 29.3500 |
| 上海复星产业投资有限公司 | 29.3100 |
| 上海复星高科技(集团)有限公司-上海复星高科技(集团)有限公司非公开发行可交换公司债券质押专户 | 16.4900 |
| 王一添 | 0.2900 |
| 芦虎 | 0.2000 |
| 中国农业银行股份有限公司-中证 500 交易型开放式指数证券投资基金 | 0.1800 |
| 香港中央结算有限公司(陆股通) | 0.1700 |
| 高银飞 | 0.1600 |
| 刘伟 | 0.1200 |
| 招商银行股份有限公司-国泰中证钢铁交易型开放式指数证券投资基金 | 0.1200 |
| 合计 | 76.3900 |

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 4679 | 4665 | 6596 | 7452 |
| 每股收益 | 0.31 | 0.32 | 0.37 | 0.43 | 营业成本 | 3206 | 3223 | 4880 | 5457 |
| 每股净资产 | 3.30 | 3.49 | 3.75 | 4.04 | 毛利率% | 31.5% | 30.9% | 26.0% | 26.8% |
| 每股经营现金流 | 0.76 | 0.40 | 0.54 | 0.54 | 营业税金及附加 | 94 | 98 | 135 | 153 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.10 | 0.12 | 0.14 | 营业税金率% | 2.0% | 2.1% | 2.0% | 2.1% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 10 | 9 | 13 | 15 |
| P/E | 22.20 | 21.13 | 18.45 | 15.74 | 营业费用率% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| P/B | 2.06 | 1.95 | 1.82 | 1.69 | 管理费用 | 350 | 425 | 511 | 605 |
| P/S | 2.97 | 2.98 | 2.11 | 1.86 | 管理费用率% | 7.5% | 9.1% | 7.7% | 8.1% |
| EV/EBITDA | 7.07 | 8.89 | 9.52 | 9.02 | EBIT | 991 | 962 | 1086 | 1268 |
| 股息率% | 1.5% | 1.5% | 1.7% | 2.0% | 财务费用 | 128 | 131 | 137 | 139 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 2.7% | 2.8% | 2.1% | 1.9% |
| 毛利率 | 31.5% | 30.9% | 26.0% | 26.8% | 资产减值损失 | -113 | -9 | -6 | -1 |
| 净利润率 | 13.4% | 14.1% | 11.4% | 11.8% | 投资收益 | 52 | 58 | 88 | 91 |
| 净资产收益率 | 9.3% | 9.2% | 9.9% | 10.7% | 营业利润 | 824 | 834 | 951 | 1131 |
| 资产回报率 | 5.1% | 5.3% | 5.5% | 6.1% | 营业外收支 | -1 | -3 | -2 | -2 |
| 投资回报率 | 7.9% | 7.6% | 8.2% | 9.0% | 利润总额 | 823 | 831 | 948 | 1129 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 1743 | 1487 | 1398 | 1503 |
| 营业收入增长率 | -3.1% | -0.3% | 41.4% | 13.0% | 所得税 | 197 | 173 | 195 | 246 |
| EBIT 增长率 | 11.5% | -2.9% | 12.8% | 16.8% | 有效所得税率% | 24.0% | 20.9% | 20.6% | 21.8% |
| 净利润增长率 | 1.7% | 5.1% | 14.5% | 17.2% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 625 | 657 | 753 | 882 |
| 资产负债率 | 39.0% | 36.8% | 38.6% | 38.3% | | | | | |
| 流动比率 | 1.40 | 1.42 | 1.30 | 1.23 | 资产负债表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 速动比率 | 1.30 | 1.27 | 1.14 | 1.06 | 货币资金 | 3232 | 2884 | 2732 | 2420 |
| 现金比率 | 0.89 | 0.83 | 0.65 | 0.54 | 应收账款及应收票据 | 1046 | 1007 | 1399 | 1618 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 296 | 390 | 540 | 590 |
| 应收账款周转天数 | 34.53 | 34.21 | 27.10 | 31.36 | 其它流动资产 | 500 | 663 | 774 | 871 |
| 存货周转天数 | 39.61 | 38.36 | 34.33 | 37.29 | 流动资产合计 | 5073 | 4945 | 5446 | 5500 |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.38 | 0.51 | 0.53 | 长期股权投资 | 183 | 235 | 297 | 378 |
| 固定资产周转率 | 2.39 | 2.37 | 3.21 | 3.45 | 固定资产 | 1930 | 2003 | 2102 | 2215 |
| | | | | | 在建工程 | 707 | 695 | 767 | 831 |
| | | | | | 无形资产 | 1487 | 1780 | 2179 | 2690 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 7140 | 7441 | 8144 | 9003 |
| 现金流量表 (百万元) | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 资产总计 | 12213 | 12385 | 13589 | 14503 |
| 净利润 | 625 | 657 | 753 | 882 | 短期借款 | 1178 | 1174 | 1111 | 1045 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 122 | 114 | 180 | 200 |
| 非现金支出 | 837 | 534 | 319 | 235 | 预收账款 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非经营收益 | 72 | -39 | -42 | -48 | 其它流动负债 | 2330 | 2197 | 2884 | 3241 |
| 营运资金变动 | 10 | -343 | 77 | 37 | 流动负债合计 | 3631 | 3485 | 4176 | 4487 |
| 经营活动现金流 | 1545 | 809 | 1107 | 1107 | 长期借款 | 218 | 218 | 218 | 218 |
| 资产 | -1180 | -746 | -897 | -973 | 其它长期负债 | 918 | 856 | 856 | 856 |
| 投资 | 154 | -155 | -101 | -145 | 非流动负债合计 | 1136 | 1074 | 1074 | 1074 |
| 其他 | -4 | 4 | 86 | 90 | 负债总计 | 4767 | 4559 | 5250 | 5561 |
| 投资活动现金流 | -1030 | -897 | -912 | -1028 | 实收资本 | 2038 | 2036 | 2036 | 2036 |
| 债权募资 | 7 | 60 | -63 | -66 | 归属于母公司所有者权益 | 6732 | 7112 | 7625 | 8227 |
| 股权募资 | 19 | 5 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 714 | 714 | 714 | 715 |
| 其他 | -990 | -328 | -285 | -325 | 负债和所有者权益合计 | 12213 | 12385 | 13589 | 14503 |
| 融资活动现金流 | -965 | -264 | -347 | -391 | | | | | |
| 现金净流量 | -473 | -348 | -152 | -312 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 13 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1

Summary

Investment Highlights:

Focus on strategic resources with diversified portfolio. Transitioned from iron ore to 'iron ore + oil & gas' in 2019. Entered new energy sector in 2021, advancing a 20000-ton lithium hydroxide project. Completed acquisition of Bougouni lithium mine in November 2023, establishing presence in lithium resources. Enhanced profitability through strategic resource focus and cross-cycle portfolio. Comprehensive offer to acquire Tethys Oil, significant potential for reserve and production increase. Post-acquisition, Rock Oil's 2P net reserves to rise by 123%. Tax policy improves performance, iron ore tech upgrades reduce costs. Located in Hainan Free Trade Port, benefiting from tax incentives. New energy upstream projects continue, creating new growth drivers. 1) 20000-ton lithium hydroxide project to complete by end of 2024. 2) Bougouni lithium mine project to complete DMS construction by end of 2024. Profit forecast and investment advice: Net profit for 2024-2026 expected at RMB 657 million, RMB 753 million, RMB 882 million. EPS at RMB 0.32, RMB 0.37, RMB 0.43. Given growth potential, 24x PE for 2024, target price RMB 8.32, rated 'Outperform'.

Risk Warning: Downstream demand weaker than expected, significant oil & gas price fluctuations, project construction delays.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，陈先龙，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xianlong Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，甘嘉尧，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Jiayao Gan, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，吴漪婕，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yijie Wu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，王曼琪，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的3个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Manqi Wang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去12个月内参与了601288.CH and 600036.CH的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 601288.CH and 600036.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 601288.CH and 600036.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

601288.CH 及 600036.CH 目前或过去12个月内是海通的投资银行业务客户。

601288.CH and 600036.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

601288.CH 及 600036.CH 目前或过去12个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

601288.CH and 600036.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从601288.CH获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 601288.CH.

海通在过去的 12 个月中从 600036.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600036.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行) :

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

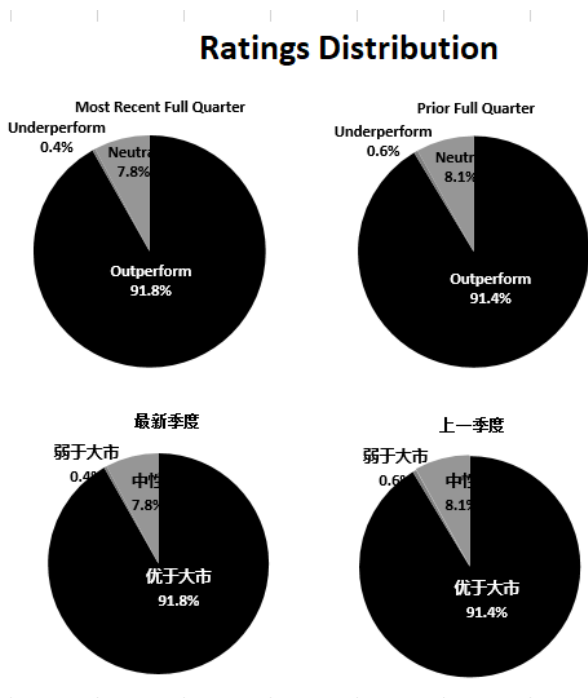
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

评级分布 Rating Distribution



截至 2024 年 9 月 30 日海通国际股票研究评级分布

| | 优于大市 | 中性 (持有) | 弱于大市 |
|-------------|-------|------------|------|
| 海通国际股票研究覆盖率 | 91.8% | 7.8% | 0.4% |
| 投资银行客户* | 3.5% | 4.4% | 0.0% |

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of September 30, 2024

| | Outperform | Neutral (hold) | Underperform |
|------------------------------|------------|-------------------|--------------|
| HTI Equity Research Coverage | 91.8% | 7.8% | 0.4% |
| IB clients* | 3.5% | 4.4% | 0.0% |

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款：在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing,

selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaptation, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account

your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards

and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein

without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors”.

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

Hainan Mining - 601969 CH

