

2020年11月09日

证券研究报告·公司研究报告

中国罕王 (3788.HK) 原材料业

当前价: 1.59 港元

目标价: ——港元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

主营业务相对稳定，静待 PGO 金矿投产

投资要点

- **基本逻辑:** 1、**金矿业务:** 公司 PGO 金矿项目或于 2022 年投产，至 2023 年黄金产量有望达到 5600 千克。我们测算 2023 年公司金矿业务营收可达 23.94 亿元，毛利可达 10.11 亿元，或显著增厚业绩。2、**铁矿业务:** 为公司主营业务，业绩稳定。铁精矿品位超过 68%，产品售价高于市场均价。2019 年铁矿业务毛利率达 51.64%。3、**高纯铁业务:** 2019 年注入公司，技术改造完成后高纯铁产能相对提升，产品毛利率稳定在 20% 水平，后续关注公司效率提升及行业整合。
- **金矿业务:** 1、**SXO 金矿项目:** 公司于 2013 年以 1970 万澳元收购 SXO 金矿项目。2015 年 SXO 金矿开始投产，矿石处理能力 240 万吨/年；2016 年勘探成果显著，SXO 金矿资源量由 240 万盎司增加至 460 万盎司。SXO 金矿价值大幅提升，2017 年公司以 3.3 亿澳元出售 SXO 金矿项目，实现投资收益 7.63 亿元，收回人民币 11.7 亿元。2、**PGO 金矿项目:** 2018 年公司以 3750 万澳元收购 PGO 金矿 100% 股权，低于评估价 53%。PGO 金矿预计于 2022 年投产，2023 年达产。我们测算 2022-2023 年 PGO 投产后公司金矿业务收入分别为 10.08 亿元、23.94 亿元，毛利分别为 5.82 亿元、13.83 亿元。
- **铁矿业务:** 公司共有三座铁矿，分别为毛公铁矿、傲牛铁矿与上马铁矿，位于辽宁抚顺，2019 年铁精矿总产量达 186 万吨，矿山品位 68%，公司铁精矿产品 2019 年毛利率达 51.64%。毛公铁矿为公司核心铁矿，自 2015-2018 年连续进行了四期技术改造，矿石年处理能力逐年提高，产量得以稳步提升。
- **高纯铁业务:** 公司 2019 年纳入高纯铁业务。公司主要生产球墨铸造高纯铁，主要应用于风电领域，下游客户集中度高，在国内风电高纯铁市场占有 50% 以上份额。2019.4-2019.9 停产进行技术改造，完成后高纯铁产能达 66 万吨/年。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.93、32.45 和 45.39 亿元，归母净利润分别为 4.34、4.43 和 9.74 亿元，EPS 分别为 0.24、0.24 和 0.54 元，对应 PE 分别为 6.9、6.8 和 3.1 倍。考虑到全球疫情扰动环境下，海外矿山投产进度及政策存在不确定性，暂不给予评级。
- **风险提示:** 新项目投产进度不及预期，黄金价格大幅波动的风险。

指标/年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元人民币)	1165.49	2251.88	2593.14	3245.15	4539.10
增长率	6.82%	93.21%	15.15%	25.14%	39.87%
归属母公司净利润(百万元人民币)	179.66	296.57	434.37	443.17	973.90
增长率	-79.52%	65.08%	46.46%	2.03%	119.76%
每股收益 EPS	0.10	0.16	0.24	0.24	0.54
净资产收益率	13.28%	36.86%	35.06%	26.34%	36.67%
PE	16.71	10.13	6.91	6.78	3.08

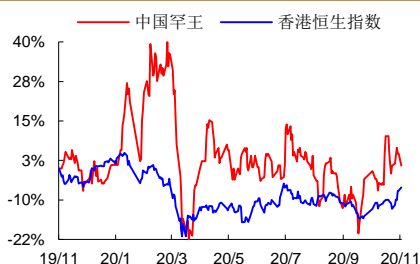
数据来源: 公司资料, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 邱培宇
 执业证号: S1250520070001
 电话: 021-58351893
 邮箱: qiupy@swsc.com.cn

分析师: 刘岗
 执业证号: S1250517100001
 电话: 010-58251918
 邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

52 周区间(港元)	1.28-2.37
3 个月平均成交量(百万)	2.12
流通股数(亿)	18.20
市值(亿)	28.94

相关研究

1. 有色行业专题报告: 全球钴供给增速平稳, 供需将现缺口 (2020-08-17)
2. 有色专题: 库存周期视角下, 有色商品价格怎么走? (2020-07-28)
3. 有色行业专题报告: 未来五年钴下游需求测算 (2020-07-27)
4. 有色行业: 白银价格有望趋势上行, 建议关注相关受益标的 (2020-07-24)
5. 有色行业专题报告: 未来五年全球氢氧化锂需求测算 (2020-07-17)
6. 有色行业专题报告: 未来五年全球碳酸锂行业需求测算 (2020-06-24)

目 录

1 公司概况：主营铁精矿业务，黄金板块是未来业绩增量	1
2 金矿业务：投资成果显著，PGO 金矿或 2022 年投产	3
2.1 SXO 金矿项目：2017 年出售，实现投资收益 7.63 亿元	3
2.2 PGO 金矿项目：较低成本完成收购，预计于 2022 年投产	4
2.3 黄金价格持续走高，长期趋势未变	5
2.4 测算 PGO 金矿投产后公司营收毛利增量	6
3 铁矿业务：毛公铁矿、傲牛铁矿、上马铁矿	7
4 高纯铁业务：国内风电高纯铁市场市占率较高	9
5 盈利预测与估值	11
5.1 盈利预测	11
5.2 相对估值	12
6 风险提示	12

图 目 录

图 1: 公司发展历程: 2018 年收购 PGO 金矿项目	1
图 2: 公司股权结构:	1
图 3: 公司 2019 年铁矿业务收入占比达 57%	2
图 4: 公司 2019 年铁矿业务毛利为 7.1 亿元	2
图 5: 公司 2019 年营业收入达 25.52 亿元	2
图 6: 公司 2019 年归母净利润为 3.0 亿元	2
图 7: 公司 2019 年销售毛利率达 39.55%	3
图 8: 铁矿业务长期为公司核心业务	3
图 9: SXO 金矿发展历史: 公司实现投资收益 7.63 亿元	4
图 10: SXO 金矿资源分布情况	4
图 11: SXO 金矿实景图	4
图 12: Mt Bundy 与 Coolgardie 金矿基本信息	5
图 13: Mt Bundy 金矿项目储量有一定增长潜力	5
图 14: 2018 年 6 月至今 COMEX 金价持续上涨	6
图 15: 全球新冠疫情现有确诊数仍超 1100 万人	6
图 16: 公司辽宁抚顺铁矿远景图	7
图 17: 公司辽宁抚顺铁矿实景图	7
图 18: 2019 年毛公铁矿产量为 160 万吨	8
图 19: 2019 年公司铁总资源量为 9095 万吨	8
图 20: 2019 年公司铁精矿销售均价为 773 元/吨	9
图 21: 2019 年公司铁矿业务营收达 12.83 亿元	9
图 22: 2019 年公司铁矿业务毛利率为 51.64%	9
图 23: 公司主要生产球墨铸造高纯铁	10
图 24: 公司高纯铁下游客户集中度高	10
图 25: 2019 年公司高纯铁产量为 28.8 万吨	10
图 26: 2019 年公司高纯铁销售收入为 9.57 亿元	10
图 27: 2019 年公司高纯铁业务毛利率为 19.49%	11
图 28: 2019 年公司高纯铁销售均价为 3319 元/吨	11

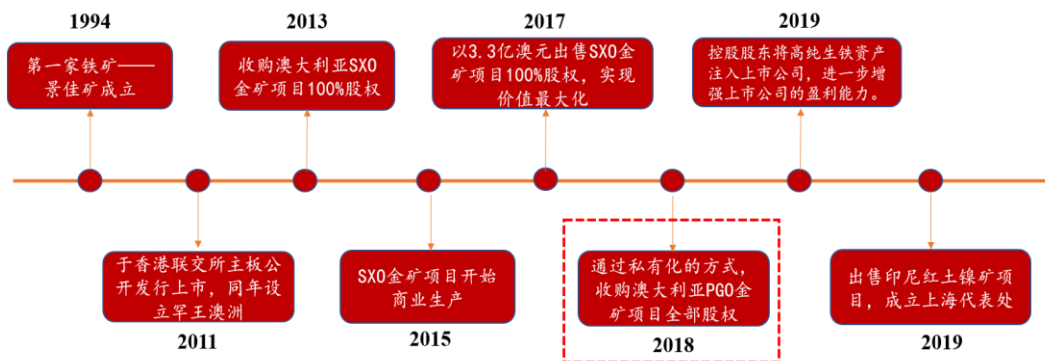
表 目 录

表 1: 2019 年末公司保有金矿资源量表	5
表 2: PGO 投产后业绩增量测算	6
表 3: 公司铁矿基本信息: 铁精矿品位大于 68%	7
表 4: 公司矿山资源量与储量: 2019 年末总资源量达 9095.5 万吨	7
表 5: 分业务收入及毛利率	11
表 6: 可比公司估值	12
附: 财务报表	13

1 公司概况：主营铁精矿业务，黄金板块是未来业绩增量

中国罕王是东北地区最大的铁精矿生产企业之一，主要业务包括铁矿、金矿的勘探、采选和冶炼，地域覆盖中国、澳大利亚等国家。1994年，公司第一家铁矿——景佳矿成立，随后陆续收购其他铁矿资产。2011年公司于香港联交所主板公开发发行上市，同年设立罕王澳洲。2013年公司以2000万澳元收购澳大利亚SXO金矿项目100%股权，金矿于2015年投产，2016年年产达12万盎司。2017年，公司以3.3亿澳元出售澳大利亚SXO金矿项目100%股权，实现价值最大化。2018年，公司通过私有化方式收购澳大利亚PGO金矿项目全部股权。2019年控股股东将高纯生铁业务注入公司，进一步提升公司的盈利能力。2020年公司将印尼红土镍矿项目出售。

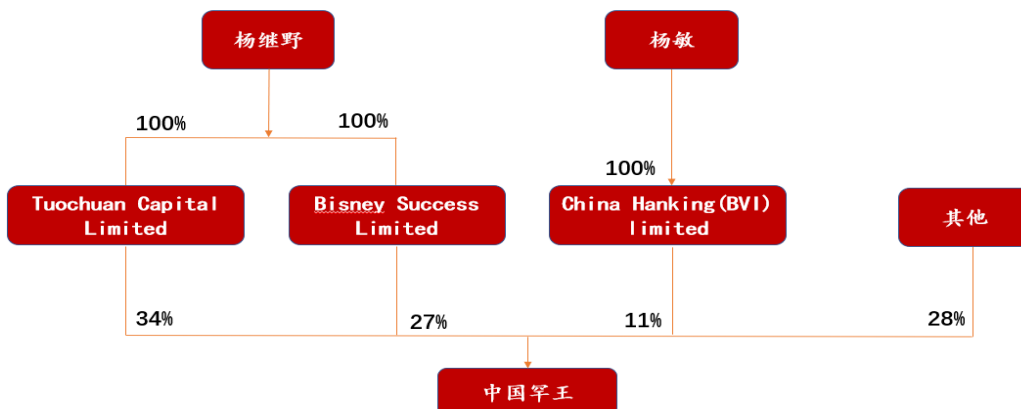
图1：公司发展历程：2018年收购PGO金矿项目



数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构：公司实际控制人为杨继野先生，通过拓川资本与Bisney Success Limited共计持股约61%。

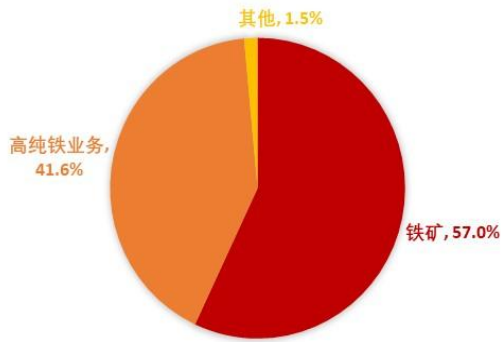
图2：公司股权结构：



数据来源：Bloomberg, Wind, 西南证券整理

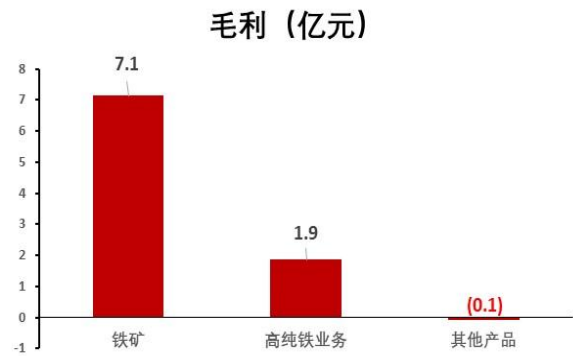
铁矿业务与高纯铁业务为公司目前的两大核心业务。收入方面, 2019 年铁矿业务实现营收 12.83 亿元(已扣除内部抵消), 占比达 57%; 高纯铁业务实现营收 9.36 亿元, 占比达 41.56%。毛利方面, 2019 年铁矿业务实现毛利 7.14 亿元(已扣除内部抵消), 占比约为 80%, 毛利率为 51.64%; 高纯铁业务实现毛利 1.9 亿元, 占比约为 20%, 毛利率为 19.49%。

图 3: 公司 2019 年铁矿业务收入占比达 57%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

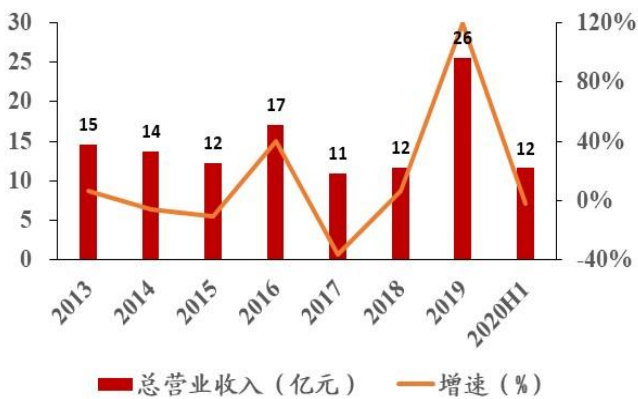
图 4: 公司 2019 年铁矿业务毛利为 7.1 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2019 年纳入高纯铁业务, 营收增速达 93.14%。2019 年公司实现营业收入 22.52 亿元, 同比增速达 93.14%; 实现扣非后归属母公司净利润 2.9 亿元, 同比增速达 64.20%, 业绩上升主要由于 2019 年公司自母公司 China Hanking(BVI) limited 处收购了拓川资本 100% 股权, 纳入了其高纯铁业务。2017 年公司出售了 SXO 金矿项目, 金矿业务营收由 2016 年的 8.93 亿元下降至零, 致使 2017 年营业收入同比下降 36.02%; 但同时出售金矿业务获得投资收益 7.63 亿元。2017 年归母净利润达 8.7 亿元, 实现扭亏为盈并大幅增加。

图 5: 公司 2019 年营业收入达 25.52 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 6: 公司 2019 年归母净利润为 3.0 亿元



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司销售毛利率、净利率情况: 2019 年公司销售毛利率达 39.55%, 较 2018 年下降 4.23pp; 销售净利率达 13.01%, 较 2018 年下降 2.86pp, 毛利率、净利率下降主要系公司新纳入高纯铁业务毛利率较低所致。2019 年公司铁矿业务毛利率为 51.64%, 高纯铁业务毛利率为 19.49%。

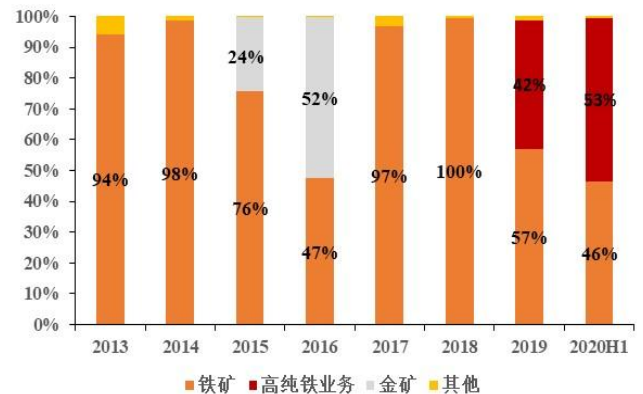
黄金板块是公司未来业绩增量。从主营收入构成看,铁矿业务长期为公司核心业务。2019年公司纳入高纯铁业务,收入占比迅速提升,2020H1达53%。金矿业务方面,2015年公司SXO金矿业务投产,2016年收入占比达52%,2017年公司将SXO金矿出售。2018年公司收购PGO金矿100%股权,预计2022年可实现投产,2023年达产,届时公司业务将主要分为铁矿、高纯铁、金矿三大板块。

图7: 公司2019年销售毛利率达39.55%



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图8: 铁矿业务长期为公司核心业务



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

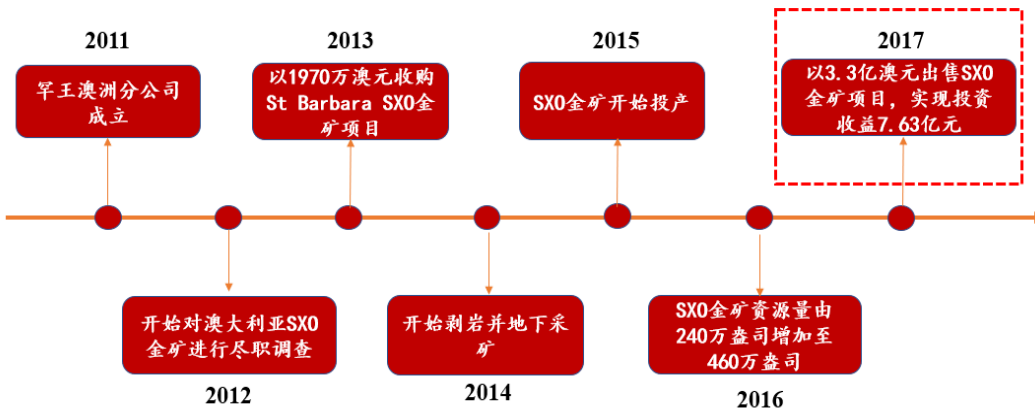
2 金矿业务: 投资成果显著, PGO 金矿或 2022 年投产

2.1 SXO 金矿项目: 2017 年出售, 实现投资收益 7.63 亿元

SXO 项目实现投资收益 7.63 亿元。军王澳洲分公司于 2011 年成立, 公司正式进军澳大利亚矿业市场, 2012 年公司开始对澳大利亚 SXO 金矿进行尽职调查, 并于 2013 年以 1970 万澳元价格收购 SXO 金矿项目。2015 年 SXO 金矿开始投产, 矿石处理能力 240 万吨/年。2016 年 SXO 金矿资源量由 240 万盎司增加至 460 万盎司, SXO 金矿价值大幅提升。2017 年公司以 3.3 亿澳元出售 SXO 金矿项目, 实现投资收益 7.63 亿元, 收回人民币 11.7 亿元。

重视勘探与资源提升, 践行矿业项目价值创造理念。从 2013 年接手至 2017 年出售, SXO 金矿在四年时间内价值由 1970 万澳元上升至 3.3 亿澳元, 主要由于两方面原因: (1) **公司在探勘环节成果显著。**自 2015-2017 年 SXO 金矿储量从 240 万盎司增加至了 460 万盎司, 增长约 92%。(2) **金矿已正式启动生产, 产能爬坡快。**2015 年 SXO 金矿正式启动生产, 当年产量为 5.89 万盎司; 2016 年通过生产方案优化, 产量爬坡至 12.10 万盎司。

图 9: SXO 金矿发展历史: 公司实现投资收益 7.63 亿元



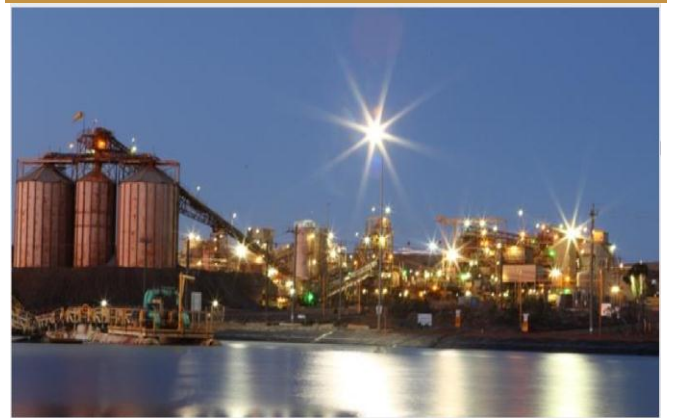
数据来源: 公司官网, 西南证券整理

图 10: SXO 金矿资源分布情况



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 11: SXO 金矿实景图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2.2 PGO 金矿项目: 较低成本完成收购, 预计于 2022 年投产

以低于评估价 53% 的价格完成 PGO 金矿项目收购。2014 年公司入股 PGO, 持股 8.4%, 成为 PGO 单一最大股东。2018 年公司以要约收购的方式完成对 PGO 公司 100% 股权的收购, 收购价为 3750 万澳元。根据独立第三方评估机构 BDO 和 CSA 对 PGO 公司的评估, PGO 估值为每股 0.088 澳元, 高于军王收购价 0.0575 澳元约 53%。以 JORC(矿石储量联合委员会)标准, PGO 现拥有资源量 200 万盎司黄金, 平均品位 1.1 克/吨, 储量约 23 万盎司黄金, 平均品位 3.9 克/吨。PGO 金矿项目资源分布相对集中, 主要为 Mt Bundy & Rustlers Roost 与 Coolgardie 两大金矿。此外, PGO 在北领地有 2000 多平方公里矿权, 近 20 年勘探较少, 找矿潜力巨大。

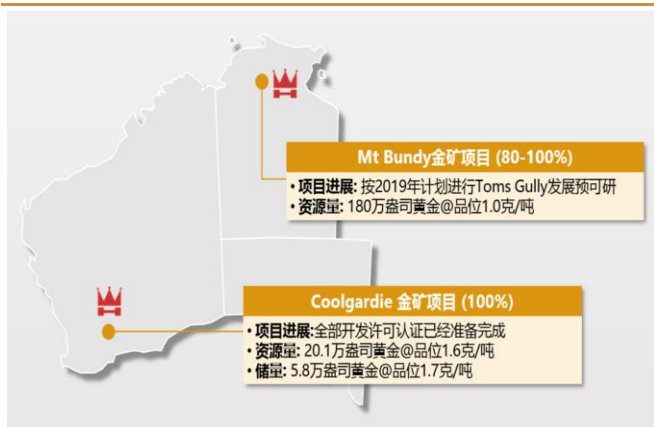
表 1: 2019 年末公司保有金矿资源量表

	可采储量 (千盎司)	预可采储量 (千盎司)	总储量 (千盎司)
Coolgardie 项目	13	45	58
Mt Bundy 项目	/	175	175
总计	13	220	233

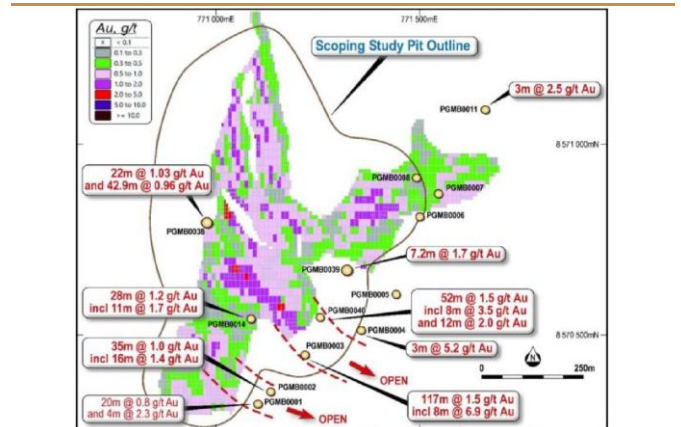
数据来源: 公司公告, 西南证券整理

Mt Bundy & Rustlers Roost 金矿项目: 资源勘探异常, 储量有增长潜力。 Rustlers Roost 金矿正处于可行性研究阶段, 现资源量 180 万盎司黄金@品位 1.0 克/吨。其位于 Darwin 东南 100 公里, 矿山类型为露天/地下开采, 采坑设计深度达地下 150 米, 剥采比为 1.8: 1。公司近期在 Rustler Roost 矿床勘探, 发现了新的化探异常, 在设计的采场之外还有很大的储量增长潜力。

Coolgardie 金矿项目: 全部开发许可认证已经准备完成。 Coolgardie 金矿位于 Kalgoorlie 西南 40 公里, 矿山类型为露天开采, 现资源量为 20.1 万盎司黄金@品位 1.6 克/吨, 储量为 5.8 万盎司黄金@品位 1.7 克/吨。Coolgardie 金矿全部开发许可认证已经准备完成, 待收到开采安排的指示后即可动工。

图 12: Mt Bundy 与 Coolgardie 金矿基本信息


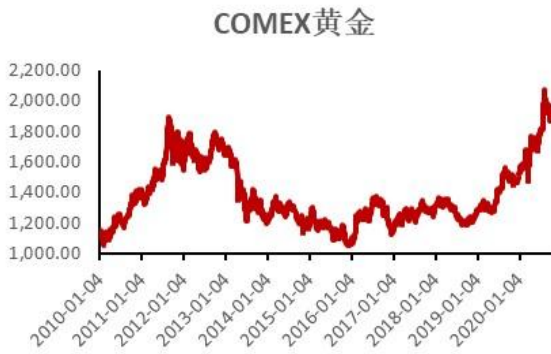
数据来源: 公司资料, 西南证券整理

图 13: Mt Bundy 金矿项目储量有一定增长潜力


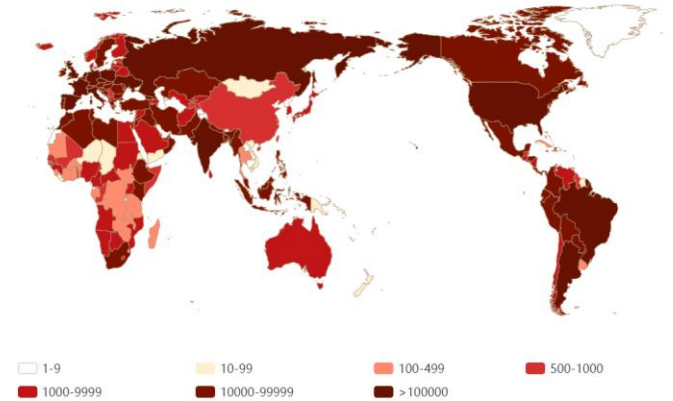
数据来源: 公司资料, 西南证券整理

2.3 黄金价格持续走高, 长期趋势未变

流动性宽松持续, 黄金价格有望高位持稳, 维持长期上涨趋势。2018 年 6 月公司收购 PGO 时, 金价约为 1158 美元/盎司。近两年来, 全球经济增速与通胀纷纷放缓, 中美贸易战影响下经济前景不确定性增加, 全球央行纷纷降息。各国流动性宽松的货币政策以及各种不确定因素的增加对黄金价格起到了强劲的推动作用, 黄金价格一路走高。2020 年新冠疫情的爆发进一步强化了黄金的避险属性, 金价加快上升步伐。2020 年 10 月金价已上涨至 1910 美元/盎司, 较 2018 年 6 月, 金价已上涨 64.94%。在当前时间节点, 全球新冠疫情未见好转, 流动性宽松的货币政策持续, 我们认为黄金价格长期上涨趋势未变。

图 14: 2018 年 6 月至今 COMEX 金价持续上涨


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 全球新冠疫情现有确诊数仍超 1100 万人


数据来源: Wind, 西南证券整理

2.4 测算 PGO 金矿投产后公司营收毛利增量

测算 PGO 金矿投产后, 预计 2023 年公司金矿业务贡献营收 23.94 亿元, 毛利 10.11 亿元。暂不考虑全球疫情影响下带来的政策和建设进度的不确定性, 若 PGO 金矿 2022 年动工开采, 2023 年实现量产, 至 2023 年 PGO 金矿产能可达 5600 千克。预计 2022-2023 年金价维持在 45 万元/千克, 金矿生产成本为 26 万元/千克 (金矿成本 1300 澳元/盎司, 换算后得到), 测算得到 2022-2023 年 PGO 投产后公司金矿业务收入分别为 10.08 亿元、23.94 亿元, 毛利分别为 5.82 亿元、13.83 亿元。

表 2: PGO 投产后业绩增量测算

	2022E	2023E
金矿产能 (千克)	5600.00	5600.00
产能投放率 (%)	40.00	95.00
销量 (吨)	2240.00	5320.00
平均销售价格 (万元/千克)	45.00	45.00
平均生产成本 (万元/千克)	26.00	26.00
收入 (百万元)	1008	2394
成本 (百万元)	582.4	1383.2
毛利 (百万元)	425.6	1010.8
毛利率 (%)	42.22	42.22

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

3 铁矿业务：毛公铁矿、傲牛铁矿、上马铁矿

公司铁矿业务基本情况：公司共有三座铁矿，分别为毛公铁矿、傲牛铁矿与上马铁矿，均位于辽宁抚顺，总矿权面积为 9.25 平方公里。以 JORC 标准，公司现资源量为 9998 万吨 @全铁 31.17%，储量为 4,383 万吨 @全铁 26.48%，选矿能力为 600 万吨/年，铁精矿品位大于 68%，全铁品位为 31.92%。2019 年公司铁精矿产量为 186 万吨，年末储量达 9095.5 万吨。上马铁矿于 2016 年暂停生产，公司正在上马铁矿所在地区进行勘探和开发设计，为矿山后续资源开发及与傲牛铁矿发挥协同发展做储备。

表 3：公司铁矿基本信息：铁精矿品位大于 68%

地理位置	矿权面积	采矿方法	JORC 资源量	JORC 储量	选矿能力	品位 (铁精矿)
辽宁抚顺	9.25 平方公里	地下开采	9,998 万吨@全铁 31.17%	4,383 万吨@全铁 26.48%	600 万吨/年	>68%

数据来源：公司资料，西南证券整理

表 4：公司矿山资源量与储量：2019 年末总资源量达 9095.5 万吨

矿山名称	铁精矿产量 (万吨)	采矿成本 (元/吨)	选矿成本 (元/吨)	年末资源量 (万吨)	全铁品位 (%)
毛公铁矿	160	192	110	3616.1	31.24
傲牛铁矿	26	160	136	2278.4	33.61
上马铁矿	/	/	/	3201.1	31.44
合计	186			9095.5	31.92

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 16：公司辽宁抚顺铁矿远景图



数据来源：公司资料，西南证券整理

图 17：公司辽宁抚顺铁矿近景图



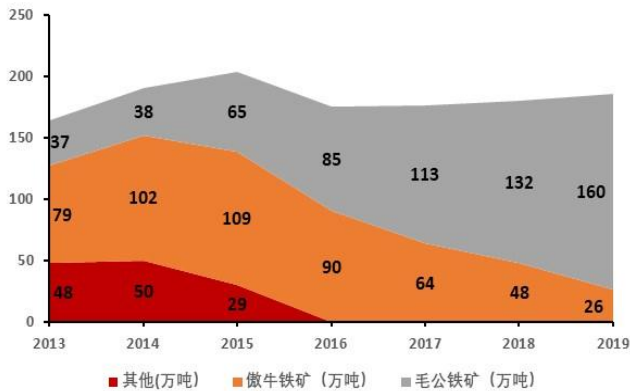
数据来源：公司资料，西南证券整理

公司铁矿业务产量总体保持平稳，毛公铁矿产量上升。2013-2019 年公司铁矿产量总体维持在 160 万吨-200 万吨区间。毛公铁矿产量持续上升，由 2013 年的 37 万吨上升至 2019 年的 160 万吨，毛公铁矿同时进行露天和地下采矿，自 2015-2018 年连续进行了四期技术改造，矿石年处理能力逐年提高，产量得以稳步提升。傲牛铁矿产量先升后降，2019 年产量仅为 26 万吨，主要原因系傲牛铁矿露天开采采区自 2016 年起逐步开始复垦，产量逐年减少，2018 年下半年起闭坑。此外，公司兴洲铁矿与本溪铁矿于 2015 年暂停生产，上马铁矿于 2016 年暂停生产。

出售兴洲铁矿，公司铁总资源量下降。2013-2019年公司铁总资源量从22230万吨下降至9096万吨，主要由于2017年公司以3.6亿元出售了兴洲铁矿，兴洲铁矿总资源量达到了12446万吨。

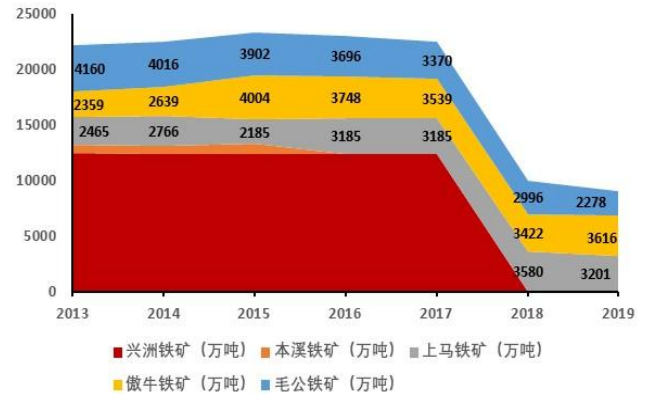
公司铁精矿全年计划产量下调至150万吨。2020年上半年，受疫情导致的停工停产影响，公司铁精矿产量86.1万吨，同比减少9.18%。同时，受毛公铁矿斜坡道封闭、供矿量减少的影响，铁精矿全年计划产量由185万吨调减为150万吨。毛公铁矿地采矿主要采用斜坡道与竖井的方式，预计斜坡道封闭对毛公铁矿产量的影响将持续至2021年。

图 18: 2019 年毛公铁矿产量为 160 万吨



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 19: 2019 年公司铁总资源量为 9095 万吨



数据来源：公司公告，西南证券整理

铁精矿市场价格具有较强的周期属性。2013-2015年铁精矿市场价格急速下降，以62%品位铁精矿为例，2013-2015年税后单价由816.12元/吨下降至477.30元/吨，降幅达70.99%，主要系全球铁矿石供给增加，同时美元大幅升值导致全球大宗商品价格普遍下降。2017年起铁矿石新增产能释放周期接近尾声，铁精矿价格企稳回升。2016-2020H1，62%品位铁精矿税后单价由451.46元/吨上升至629.41元/吨，增幅达39.42%。

公司铁精矿资源禀赋高，销售单价高于市场均值。市场对铁精矿品位的要求一般为62%，公司铁精矿的品位大于68%，杂质相对比较少。对于钢厂而言，高品位铁精矿对窑炉的损害较小，产品质量也有所保障，因此有一定产品溢价。同时公司铁矿产量较大，具有规模化优势，因此铁精矿总体销售单价高于市场均值。2019年公司铁精矿销售均价为773元/吨，较62%品位铁精矿税后单价高25.99%，较65%品位铁精矿税后单价高12.94%。

公司铁矿业务盈利能力与铁精矿销售单价高度相关。2014-2016年铁精矿市场价格大幅下降，公司营业收入由13.47亿元下降至8.10亿元，降幅达39.87%，2016年铁矿业务毛利率为29.36%，净利率为-20.61%。自2017年起，铁精矿市场价格反弹，公司铁矿业务营收与毛利率呈稳步上升趋势，净利率也由负转正。2019年公司铁矿业务毛利率为51.64%，净利率为24.76%，盈利能力可观。

图 20：2019 年公司铁精矿销售均价为 773 元/吨


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 21：2019 年公司铁矿业务营收达 12.83 亿元


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 22：2019 年公司铁矿业务毛利率为 51.64%


数据来源：公司公告，西南证券整理

4 高纯铁业务：国内风电高纯铁市场市占率较高

高纯铁业务于 2019 年纳入公司。公司于 2019 年 4 月 1 日自控股股东 China Hanking (BVI) Limited 处以 10.2 亿元收购了拓川资本 100% 股权，拓川资本持有的高纯铁业务 99% 股权一并纳入公司。后公司又于 2020 年 1 月以 1180 万元收购了剩余 1% 高纯铁业务股权。现公司高纯铁业务总产能为 66 万吨，伴随公司进行行业整合，2021 年或可达 90 万吨。

公司主要生产球墨铸造高纯铁，下游客户集中度高。球墨锻铁是一种高强度铸铁材料，其综合性能接近于钢，应用广泛。公司球墨铸铁产品主要用于风电领域，在国内风电高纯铁市场占有 50% 以上份额。

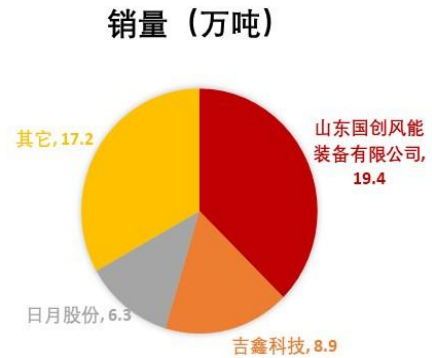
图 23: 公司主要生产球墨铸造高纯铁


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

技术改造完成, 高纯铁产能上升至 66 万吨。公司高纯铁业务原产能为 55 万吨/年, 2019.4-2019.9 停产进行技术改造, 受停产影响, 2019 年公司仅生产高纯铁 28.8 万吨, 高纯铁业务营收仅为 9.57 亿元, 同比下降 42.45%。技术改造完成后, 高纯铁的产能上升至 66 万吨/年。2020H1 公司高纯铁产量达 32 万吨, 营收 7.66 亿元, 同比增速达 50.50%, 技术改造已现成效。公司正持续扩增高纯铁产能, 预计 2021 年产能可达 90 万吨。

图 25: 2019 年公司高纯铁产量为 28.8 万吨


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

图 24: 公司高纯铁下游客户集中度


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

图 26: 2019 年公司高纯铁销售收入为 9.57 亿元


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

公司高纯铁业务售价与毛利率情况: 2018-2020H1 公司高纯铁业务销售毛利率由 21.60% 下降至 17.13%, 主要原因系技术改造, 成本端支出较大。

图 27: 2019 年公司高纯铁业务毛利率为 19.49%


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

图 28: 2019 年公司高纯铁销售均价为 3319 元/吨


数据来源: 公司资料, 西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设:

假设 1: 假设 2020-2021 年公司铁精矿产量受毛公铁矿斜坡道关闭的影响, 分别下降至 150 万吨、145 万吨, 2022 年有望恢复至 180 万吨。

假设 2: 参考 2020H1 铁精矿市场价格, 假设 2020-2022 年公司铁精矿销售单价为 820 元/吨。

假设 3: 假设 2020-2022 年公司高纯铁产能分别为 66 万吨、90 万吨、90 万吨, 产能利用率为 95%, 2020-2022 年产量分别为 63 万吨、86 万吨、86 万吨。

假设 4: 参考 2020H1 高纯铁市场价格, 假设 2020-2022 年公司高纯铁销售单价为 3040 元/吨。

假设 5: 假设 2022 年 PGO 金矿产能投放率为 40%, 产量为 2240 千克。

假设 6: 我们预计全球黄金价格高位持稳, 假设 2022 年公司黄金平均销售价格为 45 万元/千克。

表 5: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
铁矿业务	收入	1422.62	1225.50	1184.65	1470.60
	增速	22.28%	-13.86%	-3.33%	24.14%
	成本	687.98	582.00	562.60	698.40
	毛利率	51.64%	52.51%	52.51%	52.51%
高纯铁业务	收入	956.58	1906.08	2599.20	2599.20
	增速	-42.47%	99.26%	36.36%	0.00%

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	成本	769.54	1677.23	2287.13	2287.13
	毛利率	19.49%	12.01%	12.01%	12.01%
金矿业务	收入				1008.00
	增速				
	成本				582.40
	毛利率				42.22%
绿色建材项目及其他	收入	13.20	20.56	20.30	20.30
	增速	531.58%	55.77%	-1.27%	0.00%
	成本	23.08	25.00	20.00	20.00
	毛利率	-74.82%	-21.59%	1.48%	1.48%
内部抵消	收入	-140.52	-559.00	-559.00	-559.00
	成本	-120.06	-559.00	-559.00	-559.00
合计	收入	2251.88	2593.141	3245.15	4539.1
	增速	-20.38%	15.15%	25.14%	39.87%
	成本	1361.21	1725.225	2310.725	2872.125
	毛利率	39.55%	33.47%	28.79%	36.72%

数据来源：Wind, 西南证券

5.2 相对估值

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.93、32.45 和 45.39 亿元，归母净利润分别为 4.34、4.43 和 9.74 亿元，EPS 分别为 0.24、0.24 和 0.54 元，对应 PE 分别为 6.9、6.8 和 3.1 倍。考虑到全球疫情扰动下海外矿山投产进度及政策存在不确定性，暂不给予评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (港元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
2899.HK	紫金矿业	6.68	0.18	0.21	0.32	0.40	21	32	21	17
2099.HK	中国黄金国际	11.02		0.07	0.20	0.31	-11	157	55	36
0826.HK	天工国际	2.85	0.15	0.19	0.22	0.27	8	15	13	11
0581.HK	中国东方集团	1.81	0.86	0.54	0.59	0.64	16	10	10	10

数据来源：Wind, 西南证券整理 (注：公司以外的 EPS 为万得一致预测值；股价为 2020.11.6 日收盘价)

6 风险提示

新项目投产进度不及预期，黄金价格大幅波动风险。

附：财务报表

资产负债表						利润表					
会计年度(百万 CNY)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度(百万 CNY)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	325.55	153.61	259.31	324.52	453.91	营业额	1165.49	2251.88	2593.14	3245.15	4539.10
应收账款	164.11	99.46	239.84	221.74	364.99	销售成本	655.19	1361.21	1725.23	2310.73	2872.13
预付款项、按金及其他应收款项	296.45	232.48	469.92	582.84	702.13	其他费用	0.00	0.00	2.38	0.99	1.85
存货	73.29	236.18	245.30	328.55	408.37	销售费用	38.08	95.09	85.57	97.35	136.17
其他流动资产	1566.46	1.00	519.63	650.03	908.82	管理费用	187.47	209.13	194.49	227.16	317.74
流动资产总计	2425.86	722.73	1734.00	2107.67	2838.22	财务费用	90.58	98.69	43.53	49.45	30.16
固定资产	710.05	958.01	0.00	0.00	0.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	892.25	895.17	866.74	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	396.75	497.34	110.00	110.00	110.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	44.98	61.18	94.85	110.86	124.22	营业利润	194.17	487.77	541.94	559.46	1181.05
非流动资产合计	1151.78	1516.52	1532.38	1505.92	1437.13	其他非经营损益	-62.04	-3.17	-3.17	-3.17	-3.17
资产总计	3577.65	2239.25	3266.39	3613.59	4275.35	税前利润	132.13	484.61	538.77	556.30	1177.89
短期借款	1108.50	662.50	1075.73	771.84	204.24	所得税	-41.91	187.66	103.87	112.58	202.78
应付账款	432.40	422.95	406.97	545.08	677.51	税后利润	174.04	296.94	434.91	443.72	975.11
其他流动负债	460.96	224.96	261.49	330.76	452.58	归属于非控制股东利润	-5.62	0.37	0.54	0.55	1.21
流动负债合计	2001.86	1310.40	1744.19	1647.67	1334.32	归属于母公司股东利润	179.66	296.57	434.37	443.17	973.90
长期借款	0.00	53.76	212.20	212.20	212.20	EPS(元)	0.10	0.16	0.24	0.24	0.54
其他非流动负债	34.94	59.43	59.43	59.43	59.43						
非流动负债合计	34.94	113.19	271.63	271.63	271.63						
负债合计	2036.80	1423.59	2015.82	1919.30	1605.95						
股本	148.96	148.32	148.32	148.32	148.32	财务指标					
储备	1203.48	656.36	656.36	656.36	656.36	会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
留存收益	0.00	0.00	434.37	877.53	1851.43	成长能力					
归属于母公司股东权益	1352.44	804.68	1239.04	1682.21	2656.11	营收额增长率	0.07	0.93	0.15	0.25	0.40
归属于非控制股东权益	188.41	10.98	11.52	12.08	13.29	EBIT 增长率	-0.25	1.62	-0.00	0.04	0.99
权益合计	1540.85	815.66	1250.57	1694.29	2669.40	EBITDA 增长率	-0.27	1.13	0.07	0.08	0.71
负债和权益合计	3577.65	2239.25	3266.39	3613.59	4275.35	税后利润增长率	-0.80	0.71	0.46	0.02	1.20
						盈利能力					
						毛利率	0.44	0.40	0.33	0.29	0.37
						净利率	0.15	0.13	0.17	0.14	0.21
						ROE	0.13	0.37	0.35	0.26	0.37
						ROA	0.05	0.13	0.13	0.12	0.23
						ROIC	0.12	0.16	0.31	0.19	0.37
						估值倍数					
						P/E	16.11	9.76	6.91	6.78	3.08
						P/S	2.48	1.29	1.16	0.93	0.66
						P/B	2.14	3.60	2.42	1.79	1.13
						股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						EV/EBIT	5.95	1.65	2.65	2.05	0.56
						EV/EBITDA	3.60	1.23	1.84	1.37	0.44

数据来源：公司资料，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对恒生指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于恒生指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于恒生指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于恒生指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn