

中矿资源 (002738.SZ)

买入 (首次评级)

铷铯龙头进军锂盐，产能快速成长

投资逻辑

聚焦锂盐+铷铯两大主业。公司以地勘业务为基，逐步完成锂盐和铷铯产业链布局，22年实现归母净利润32.95亿元，同增485.85%；23Q1实现归母净利润10.96亿元，同增41.41%。公司20年6月发行8亿规模可转债，第三年付息债券票面利率1.20%，每10张债券派息12元，最新转股价格10.63元/股。公司定增募资30亿元已于23年5月末上市，发行价格63.39元/股，主要用于Bikita锂矿扩建和春鹏锂业锂盐产能扩建。

锂资源、冶炼产能同步扩张，24年实现完全自供。本轮锂价触底后迅速反弹，目前随着需求回暖，锂盐厂惜售意愿强，市场处于博弈阶段，预计Q3价格仍较为坚挺，后续随着供给逐步释放，锂价将缓慢回调，预计中长期锂价在20万元/吨。公司拥有津巴布韦Bikita锂矿（22年2月全资收购）和加拿大Tanco锂矿，合计产能约1.4万吨LCE。Bikita和Tanco分别规划建设400万吨和100万吨矿石产能，预计23-24年自有矿产能分别为2.5、6.4万吨LCE。公司拥有氟化锂产能6000吨/年，碳酸锂/氢氧化锂产能2.5万吨/年，新建产能3.5万吨/年，预计23Q4投产，后续海外继续规划4万吨/年，25年达到约10万吨锂盐产能规模。22年公司自给率为43%，24年依靠Bikita扩产自给率接近100%，对于6万吨锂盐实现完全自供。

资源优势成就铷铯龙头，品类丰富、产业链完整。公司是铷铯盐精细化工领域龙头，拥有高品质铷资源（Tanco和Bikita，占全球已探明铷矿储量的80%以上）、全球两大生产基地和甲酸铯回收基地。公司的铷盐加工技术领先，品种主要包括碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯和甲酸铯等，22年铷铯盐销量793.51吨，下游可用于航天航空、国防军工、信息技术等战略新兴产业，应用场景不断扩张。甲酸铯应用于油气勘探，是油气行业中最优质的钻井液、完井液，22年底公司全球储备甲酸铯产品23728.95bbl。铷铯业务毛利率近年来维持65%左右。

盈利预测、估值和评级

预计公司23-25年营收分别为90.52亿元、115.42亿元、144.21亿元，归母净利润分别为36.54亿元、45.82亿元、53.17亿元，对应EPS分别为5.12元、6.42元、7.46元，对应PE分别为11倍、8倍、7倍。估值给予24年12倍PE，总市值550亿元，目标价77元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

产能扩张不及预期；市场需求不及预期；汇率波动风险；限售股解禁风险等。

金属材料组

分析师：李超（执业S1130522120001）

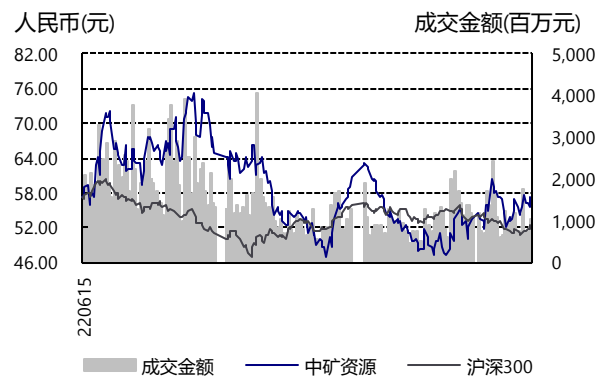
lichao3@gjzq.com.cn

联系人：宋洋

songyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：57.11元

目标价（人民币）：77.00元



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,394	8,041	9,052	11,542	14,421
营业收入增长率	87.67%	235.88%	12.56%	27.51%	24.95%
归母净利润(百万元)	558	3,295	3,654	4,582	5,317
归母净利润增长率	220.33%	490.24%	10.91%	25.37%	16.06%
摊薄每股收益(元)	1.717	7.138	5.124	6.424	7.456
每股经营性现金流净额	2.01	4.44	5.23	6.07	6.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.71%	43.88%	37.66%	36.79%	33.99%
P/E	40.99	9.34	10.60	8.45	7.28
P/B	5.62	4.10	3.99	3.11	2.48

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、地勘业务为基，锂盐、铷铯业务快速发展.....	4
二、矿冶两端齐放量，助力锂业务高速增长.....	5
2.1 本轮锂价触底反弹，市场博弈加剧.....	5
2.2 掌握优质锂矿资源，增储扩产保障供给.....	6
2.3 锂盐产能同步扩张，自给率提升显著.....	8
三、资源优势显著，成就铷铯龙头.....	9
3.1 铷铯资源稀缺，需求潜力深厚.....	9
3.2 控制全球优质资源，建成完整产业链.....	11
四、盈利预测&投资建议.....	13
五、风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 公司股权结构图.....	4
图表 2： 公司锂、铷铯业务的主要产品.....	4
图表 3： 公司分业务营收（亿元）.....	5
图表 4： 公司归母净利润（亿元）及增速（%）.....	5
图表 5： 公司分业务毛利（亿元）.....	5
图表 6： 公司分业务毛利率（%）.....	5
图表 7： 碳酸锂与氢氧化锂价格走势（元/吨）.....	6
图表 8： 锂辉石价格走势（美元/吨）.....	6
图表 9： 国内三元正极与磷酸铁锂月度产量（万吨）.....	6
图表 10： 全球锂供需平衡表.....	6
图表 11： 公司锂矿产能汇总.....	7
图表 12： 津巴布韦 Bikita 矿山股权结构.....	7
图表 13： Bikita 矿山.....	7
图表 14： Bikita 矿山锂资源量情况.....	7
图表 15： Bikita 新建及改扩建项目情况.....	8
图表 16： Tanco 矿山锂资源量情况.....	8
图表 17： 公司锂盐产能（万吨）与自给率（%）.....	8
图表 18： 公司锂盐产能规划（吨）.....	9
图表 19： 公司锂盐产销量（吨）与增速（%）.....	9
图表 20： 2020 年全球铷资源储量（吨）.....	10
图表 21： 2020 年全球铯资源储量（吨）.....	10
图表 22： 铷铯产品运用领域.....	10
图表 23： 2020 年全球铷消费领域情况（%）.....	11
图表 24： 2020 年中国铷消费领域情况（%）.....	11
图表 25： Tanco 矿山铷资源情况.....	11
图表 26： 公司铷盐制备流程.....	11

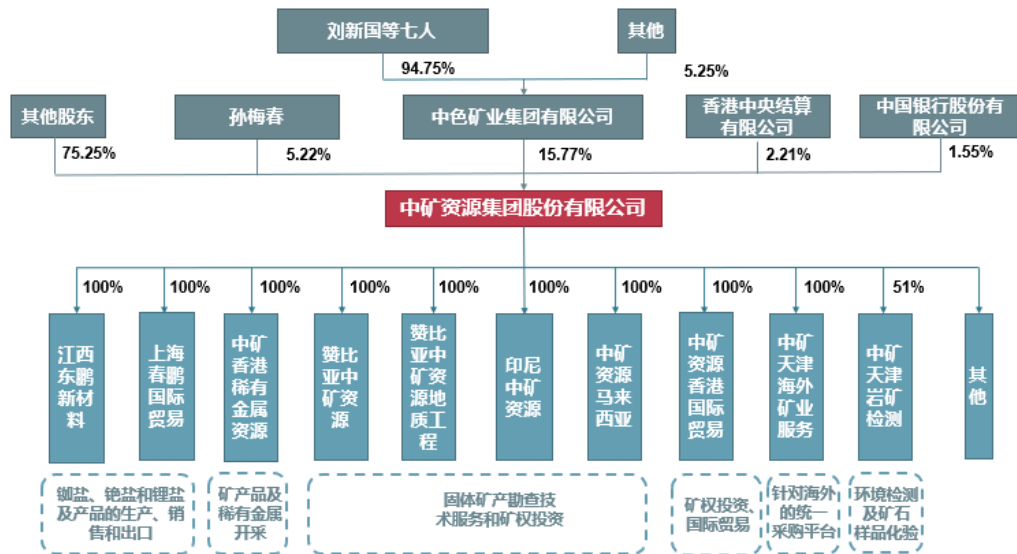
图表 27: 公司铷盐制备流程.....	11
图表 28: 铷铯盐产能产量 (吨) 及产能利用率 (%)	12
图表 29: 硫酸铯、碳酸铯销售量 (吨)	12
图表 30: 公司甲酸铯生态运营系统.....	12
图表 31: 中矿特殊流体有限公司.....	13
图表 32: 公司甲酸铯业务部分合作企业.....	13
图表 33: 分业务盈利预测.....	13
图表 34: 可比公司估值.....	14

一、地勘业务为基，锂盐、铷铯业务快速发展

中矿资源是一家提供地质工程技术的股份制公司，成立于 1999 年并在 2014 年于深交所上市。目前公司的主要业务为稀有锂电新能源原料开发与利用业务、轻金属（铯、铷）资源开发与利用业务以及固体矿产勘查和矿权开发业务。

中色矿业集团有限公司为公司控股股东，持有公司 16.9% 的股份。刘新国等七人共持有中色矿业集团有限公司 94.75% 的股份，为公司的共同实控人。目前公司在海内外拥有子公司 20 余家，涉及铷盐、铯盐和锂盐及产品的生产、销售和出口，固体矿产勘查技术服务和矿权投资，环境检测及矿石样品化验等业务，范围分布非洲、亚洲、欧洲和美洲的 20 多个国家和地区，形成了世界范围内的良好市场声誉。

图1：公司股权结构图



来源：公司公告，国金证券研究所

以固体矿产勘查为基础，逐步完成锂和铷铯产业链布局

1) 固体矿产勘查业务：公司自 2014 年上市以来一直从事固体矿产勘查技术服务，是公司其他业务的基础，同时公司也开展国际工程、矿权投资与开发及国际贸易等业务。

2) 锂业务：2018 年公司取得 PSC 公司旗下 Arcadia 锂矿项目产品包销权，借此契机，公司积极对接锂矿下游企业，于 2018 年 8 月收购东鹏新材 100% 股权。该次收购使得公司向锂盐、铯盐及铷盐深加工制造等新能源、新材料行业进行深入拓展，进入轻稀金属原料加工及研发业务板块。2022 年 1 月，公司收购津巴布韦 Bikita 锂矿权，进一步增加了锂矿矿产资源储备和生产自给率。目前，公司锂电新能源原料开发与利用业务主要包括电池级氢氧化锂、碳酸锂以及氟化锂的开发及生产。

3) 铷铯业务：2019 年公司通过收购 Cabot 公司特殊流体事业部 100% 股权，公司取得其储量巨大的铯榴石矿山及丰富的铯资源。该次收购使得公司得以控制稀缺的铯矿资源，完成了“铯资源开发+铯盐生产与研发+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局，进一步巩固了公司铯盐业务的全球领先地位。目前，公司的主要铯盐产品包括碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯和甲酸铯等；主要铷盐产品包括碳酸铷和硝酸铷等。

图2：公司锂、铷铯业务的主要产品

主营业务	产品类别	具体产品	主要应用领域
锂业务	锂盐	电池级碳酸锂	制备磷酸铁锂、钴酸锂、锰酸锂及三元材料等锂离子电池的正极材料和电解质材料等
		电池级氢氧化锂	
		电池级氟化锂	制备六氟磷酸锂，进而制备锂离子电池电解液
铷铯业务	铯盐	硫酸铯	基础原料，用于制备催化剂、分析试剂等
		碳酸铯	基础原料，用于医药行业、制备催化剂等
		碘化铯	医学荧光屏、闪烁晶体材料等
		甲酸铯	石油天然气行业的完井液、钻井液等
		铷盐	碳酸铷和硝酸铷等

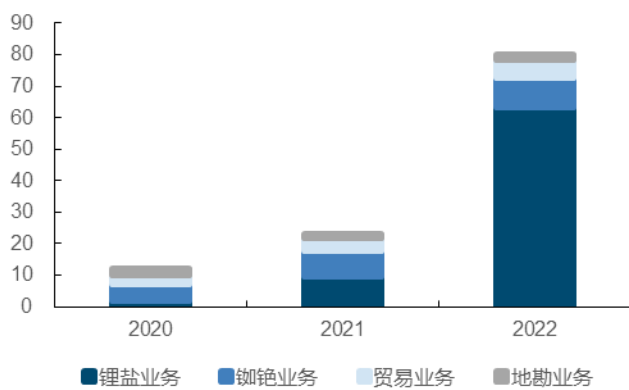
来源：公司公告，国金证券研究所

锂+铷双驱动，贡献主要业绩

近年来，新能源产业快速发展，锂盐行业景气度不断上升，公司锂盐业务产销情况良好，提高了自有矿的使用比例并积极扩大产能，公司采选冶一体化产业链优势已初见成效。铷铯业务方面，公司积极推进国家新兴材料发展战略，优化公司铷盐业务的产品结构，不断拓展应用领域，下游需求保持较高的景气度。固体矿产勘查和矿权开发业务在自身盈利的同时，实现了保障公司现有矿山的正常生产和在全球范围内获取锂、铷、铯的优质矿产资源的主要职能。

22年公司实现营收80.41亿元，同增232.51%，实现归母净利润32.95亿元，同增485.85%。23Q1公司实现营收20.72亿元，同增12.13%；实现归母净利润10.96亿元，同增41.41%。22年锂盐下游需求旺盛，公司全力加大生产力度，在自有矿供给之外，通过富余产能代加工的形式提高产能利用率。22年公司锂盐业务实现营收63.35亿元，占比78.78%，较上年增长39.45pcts；铷铯业务实现营收9.31亿元，占比11.58%，较上年下降22.31pcts。

图表3：公司分业务营收（亿元）



图表4：公司归母净利润（亿元）及增速（%）

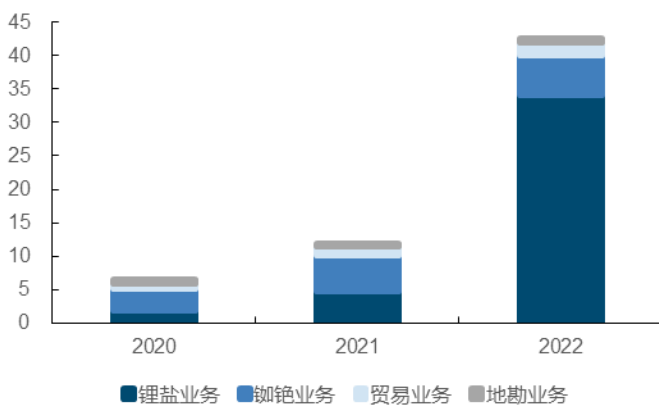


来源：公司公告，国金证券研究所

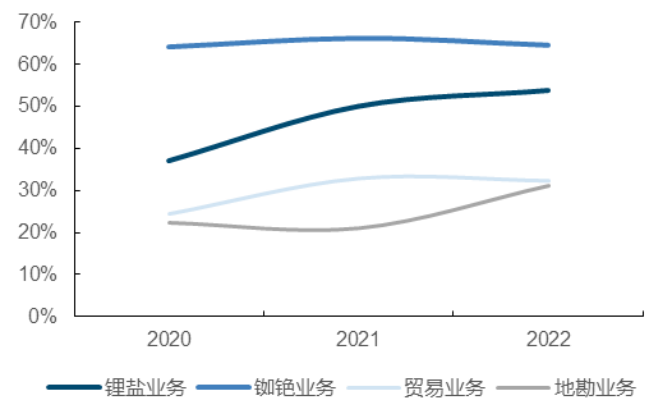
来源：公司公告，国金证券研究所

22年公司锂盐业务贡献毛利34.08亿元，占比80.02%，较上年增长39.46pcts；铷铯业务贡献毛利6.02亿元，占比14.14%，较上年下降32.13pcts。公司锂盐业务采取一体化布局，且随着近年来锂盐价格增长，毛利率提升显著，22年公司综合毛利率52.96%，同比增长4.44pcts。

图表5：公司分业务毛利（亿元）



图表6：公司分业务毛利率（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

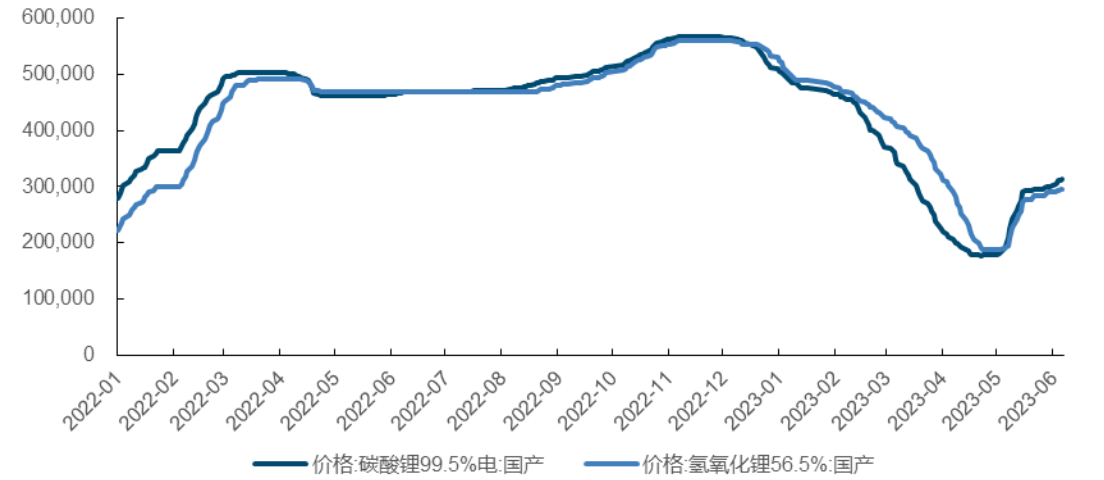
二、矿冶两端齐放量，助力锂业务高速增长

2.1 本轮锂价触底反弹，市场博弈加剧

由于一季度下游需求较差、产业链库存较高等原因，锂价迅速下跌，电碳价格底部达到17.65万元/吨，市场成交量减少，优先去库，按需采购。根据产业链调研，贸易商层面交易量的提升，叠加补库需求回暖，锂价开启反弹。本轮锂价回升至30万元/吨的位置后，增速放缓。

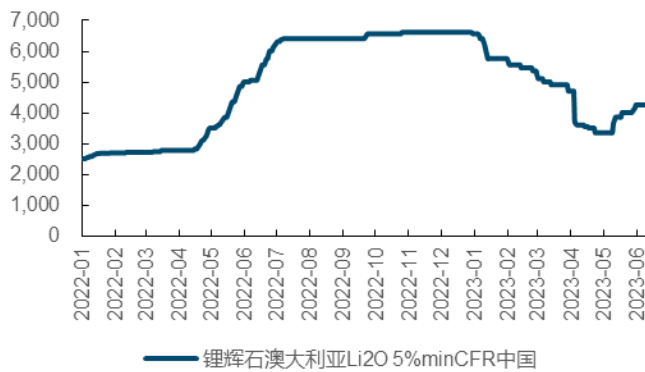
需求端5月三元产量4.8万吨，环增11%；铁锂产量13.2万吨，环增62%。目前随着需求回暖，锂盐厂惜售意愿强，市场处于博弈阶段，根据海外价格走势、阶段性供需情况和下游接受度来看，预计Q3价格仍较为坚挺，后续随着供给逐步释放，锂价将缓慢回调。

图表7：碳酸锂与氢氧化锂价格走势（元/吨）



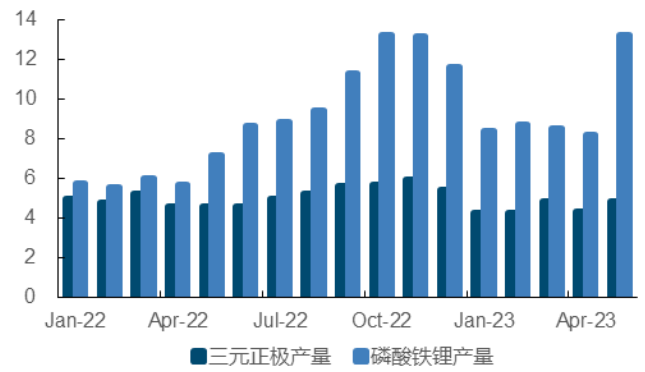
来源：wind，国金证券研究所

图表8：锂辉石价格走势（美元/吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

图表9：国内三元正极与磷酸铁锂月度产量（万吨）



来源：百川盈孚，国金证券研究所

从供需平衡表来看，随着供应端项目的逐步释放，预计23-25年分别过剩4万吨、7万吨、12万吨，由于矿石原料端价格对成本的支撑，预计中长期锂价将在20万元/吨左右。

图表10：全球锂供需平衡表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
动力电池	13	30	49	65	86	108
消费电池	8	8	8	8	8	8
储能电池	2	4	9	17	26	39
传统工业	11	12	12	12	12	12
锂需求量合计（万吨）	33	54	77	102	132	167
海外锂矿	18	25	33	48	64	83
南美盐湖	14	17	24	34	43	54
中国锂矿	5	8	11	15	19	27
中国盐湖	5	7	8	10	13	15
锂供应量合计（万吨）	42	58	76	107	139	179
供给-需求	9	4	-2	4	7	12

来源：各公司公告，中汽协，CNESE，国金证券研究所

2.2 掌握优质锂矿资源，增储扩产保障供给

公司拥有津巴布韦 Bikita 和加拿大 Tanco 两座锂矿山，目前 Bikita 产能 70 万吨/年，折合碳酸锂当量 1 万吨；Tanco 矿山产能 18 万吨/年，折合碳酸锂当量 0.4 万吨。Bikita 矿山新建 200 万吨/年锂辉石产能，且原有 120 万吨/年透锂长石产能扩建至 200

万吨/年，预计 23 年下半年投产，Bikita 将拥有约 6 万吨碳酸锂当量年产能。Tanco 矿山预计扩建 100 万吨/年产能，在 24-25 年投产，将拥有约 2.5 万吨碳酸锂当量年产能。

图表11: 公司锂矿产能汇总

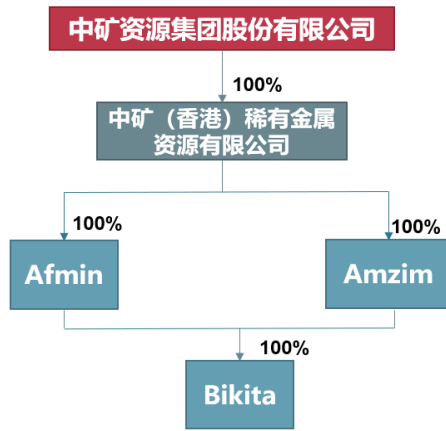
锂矿资源	目前产能 (万吨)	规划产能 (万吨)	投产时间
Bikita	70 (折 1 万吨 LCE)	400 (折 6 万吨 LCE)	23 年 Q3
Tanco	18 (折 0.4 万吨 LCE)	118 (折 2.5 万吨 LCE)	24 年

来源: 公司公告, 国金证券研究所

1、津巴布韦 Bikita 矿山

22 年 1 月 19 日, 公司的全资子公司中矿(香港)稀有金属资源有限公司与 AMMS 和 SAMM 签署《股份和债权出售协议》, 香港中矿稀有拟以基准对价 18000 万美元现金收购 AMMS 和 SAMM 合计持有的交易标的 Afmin 的 100% 股权和交易标的 Amzim 的 100% 股权。交易最终完成后, 公司持有 Bikita 矿山 100% 的股权。

图表12: 津巴布韦 Bikita 矿山股权结构



图表13: Bikita 矿山



来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

Bikita 锂矿区资源丰富, Shaft+SQ16 矿体累计探获的保有锂矿资源量为 2941.40 万吨矿石量, Li₂O 平均品位 1.17%, Li₂O 金属含量 34.40 万吨, 折合 84.96 万吨 LCE。其中 SQ16 矿体伴生钽矿资源量 840 万磅 Ta₂O₅, Ta₂O₅ 平均品位 186ppm。

22 年 10 月, 公司对未提交过资源量估算报告的 Bikita 矿山东区伟晶岩体进行了地质建模及资源量估算, 共计探获(探明+控制+推断类别)锂矿资源量 2510.10 万吨矿石量, 平均 Li₂O 品位 1.15%, Li₂O 金属含量 28.78 万吨, 折合 71.09 万吨 LCE。截至 22 年底, Bikita 矿山共计探获锂矿资源量 6541.93 万吨矿石量, 折合 183.78 万吨 LCE。

图表14: Bikita 矿山锂资源量情况

矿区	资源类别	矿石量 (万吨)	平均品位 Li ₂ O (%)	Li ₂ O 金属量 (万吨)	折合 LCE
西区 Shaft 和 SQ16	探明的资源量	2172.37	1.17	25.42	62.78
	控制的资源量	1249.21	1.09	13.62	33.63
	推断的资源量	610.24	1.08	6.59	16.28
	合计	4031.83	1.13	45.62	112.69
东区伟晶岩体	探明的资源量	1206.34	1.29	15.59	38.51
	控制的资源量	885.17	1.09	9.68	23.91
	推断的资源量	418.59	0.84	3.51	8.67
	合计	2510.10	1.15	28.78	71.09
总合计		6541.93	1.16	74.40	183.78

来源: 公司公告, 国金证券研究所

Bikita 矿区原有选厂单一生产透锂长石精矿, 在锂盐需求增长, 资源斗争日益激烈的背景下, 公司为了扩充锂盐产能, 进一步提升盈利能力, 将 Bikita 原有的 70 万吨/年原矿处理能力通过改扩建提升至 120 万吨/年, 并新建 200 万吨/年原矿处理项目。后续公司决定将现有 Bikita 锂矿 120 万吨/年改扩建工程的生产能力增加至 200 万吨/年, 预计 23 年陆续建成投产, 项目建成后, 公司预计实现超过 332 万吨锂矿处理产能。

图表15: Bikita 新建及改扩建项目情况

项目	总投资 (万元)	预计年产能	预计建设工期
200 万 t/a 建设工程	127,338.	锂辉石精矿 (Li ₂ O 5.5%) 约 30 万吨, 锂云母精矿 (Li ₂ O 2.5%) 9 万吨, 钽精矿 0.03 万吨	12 个月
120 万 t/a 改扩建工程 (预计增加至 200 万 t/a)	36,421	透锂长石精矿 (Li ₂ O 4.3%) 约 9 万吨	12 个月
200 万吨方案 (现行方案)	66,395.4	增加至: 透锂长石精矿 (Li ₂ O 4.3%) 约 18 万吨,、混合精矿 (锂辉石、锂霞石等, Li ₂ O 4.3%) 约 6.7 万吨。	
		增加至: 透锂长石精矿 (Li ₂ O 4.3%) 约 30 万吨,、混合精矿 (锂辉石、锂霞石等, Li ₂ O 4.3%) 约 12 万吨。	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

2、加拿大 Tanco 矿山

19 年公司收购 Cabot 公司特殊流体事业部后, 持有 Tanco 矿区 100% 的股份, 其作为全球储量最大的铯榴石矿山为公司铯盐业务提供坚实的资源保障。Tanco 矿山曾于 1987 年至 09 年从事锂矿石采选运营, 生产 Li₂O ≥ 7.0% 的锂辉石精矿产品。

21 年 10 月, Tanco 矿山原有 12 万吨/年处理能力的锂辉石采选系统技改恢复项目正式投产, 并于年底完成了 2000 吨锂辉石精矿的生产和运往国内。22 年三季度, Tanco 矿山 12 万吨/年改扩建至 18 万吨/年的锂辉石采选生产线的建设项目完成, 目前生产线生产顺利, 部分产品已经运回并使用。

23 年公司决定在 Tanco 建设规模为处理能力 100 万吨/年的选矿厂, 主要产品为锂辉石精矿、磷铝锂石精矿和铯榴石精矿, 项目建设期为 23-24 年。同时, 公司正积极推进 Tanco 矿区的露天开采方案, Tanco 矿区在露采方案的条件下保有锂矿产资源量将会大幅度增加。

图表16: Tanco 矿山锂资源量情况

总平均品位 (%)	资源类别	矿石量 (万吨)	平均品位 Li ₂ O (%)	Li ₂ O 金属量 (万吨)	折合 LCE (万吨)
3.146	(331)	148.132	3.155	4.869	12.026
	(332)	42.238	3.095	1.307	3.229
	(333)	3.855	3.323	0.128	0.316
	合计	194.225	3.146	6.304	15.571
1.852	(331)	170.014	1.873	3.149	8.125
	(332)	56.843	1.824	1.075	2.654
	(333)	5.583	1.733	0.097	0.239
	合计	232.440	1.852	4.321	11.018

来源: 公司公告, 国金证券研究所

除此之外, 公司持续在全球范围内积极寻找潜在的资源标的, 增加锂资源储备。22 年子公司 Tanco 与加拿大上市公司 Grid Metals Corp. 签署了《谅解备忘录》就加拿大 Donner 湖锂矿合作开发的可行性进行积极探讨; 香港中矿控股与盛新锂能在津巴布韦设立了合资公司, 共同在津巴布韦勘探寻找优质锂矿资源项目。

2.3 锂盐产能同步扩张, 自给率提升显著

目前公司拥有碳酸锂/氢氧化锂产能 2.5 万吨/年, 氟化锂产能 6000 吨/年, 规划建设碳酸锂/氢氧化锂产能 3.5 万吨/年, 预计 23 年 Q4 投产, 后续公司将在海外继续规划 4 万吨左右产能, 预计 25 年达到约 10 万吨锂盐产能。根据公司锂矿扩产计划, 预计 24 年自给率接近 100%, 对于 6 万吨碳酸锂/氢氧化锂实现完全自供。

图表17: 公司锂盐产能 (万吨) 与自给率 (%)

	2022	2023E	2024E	2025E
锂盐产能 (万吨)	3.1	6.6 (23Q4 投产)	6.6	10.6
自有矿产能 (万吨)	1.05	6.4 (23Q3 投产)	6.4	8.5
自给率 (%)	34%	97%	97%	80%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

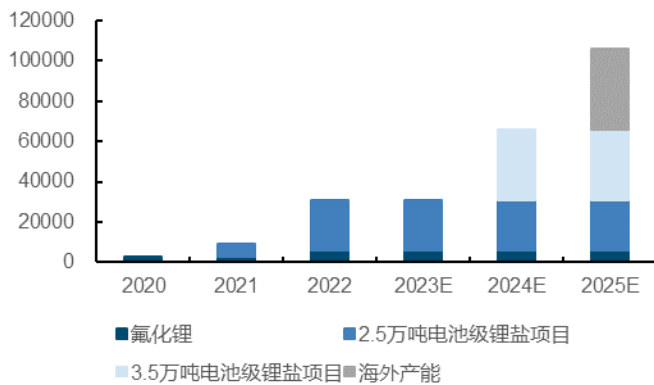
公司冶炼端拥有行业领先的技术工艺，2.5万吨/年锂盐产线是全国率先使用透锂长石生产电池级碳酸锂/氢氧化锂的柔性生产线，目前公司以氢氧化锂出货为主。22年公司通过定增募资投资建设春鹏锂业年产3.5万吨高纯锂盐项目，新建设的3.5万吨电池级氢氧化锂和碳酸锂生产线预计于23年底前投入运行。项目建成后，公司电池级碳酸锂和氢氧化锂总产能将达到6万吨/年。

23年1月，公司子公司东鹏新材与爱思开新能源有限公司签订了《销售合同》，东鹏新材将在23-25年期间向爱思开供应单水氢氧化锂产品合计19000吨（±10%以内），此次合作有利于公司与韩国SK On长期稳定的合作关系。

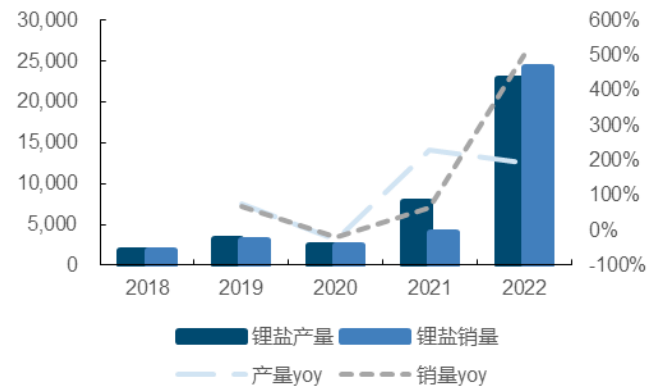
公司生产的电池级氟化锂采用的工艺为行业首家发明，具有回收率高、成本低、产品粒径粗、粒度均一、纯度高且易于烘干等特点。电池级氟化锂是生产锂电池常用电解质六氟磷酸锂的必要原料之一，22年公司电池级氟化锂产品的市场占有率超过35%，凭借优良稳定的产品品质，公司电池级氟化锂已通过日本森田化工进入特斯拉全球供应链体系，其余客户包括杉杉股份、天际股份、冀中能源等。

22年公司锂盐产量为2.29万吨，同增192.89%，产能利用率为73.72%，销量为2.42万吨，同增500.74%。

图表18：公司锂盐产能规划（吨）



图表19：公司锂盐产销量（吨）与增速（%）



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

三、资源优势显著，成就铯铷龙头

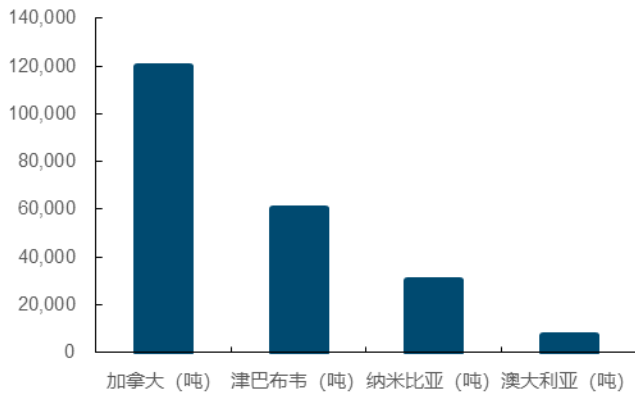
3.1 铯铷资源稀缺，需求潜力深厚

供给端：储量稀少，集中度高

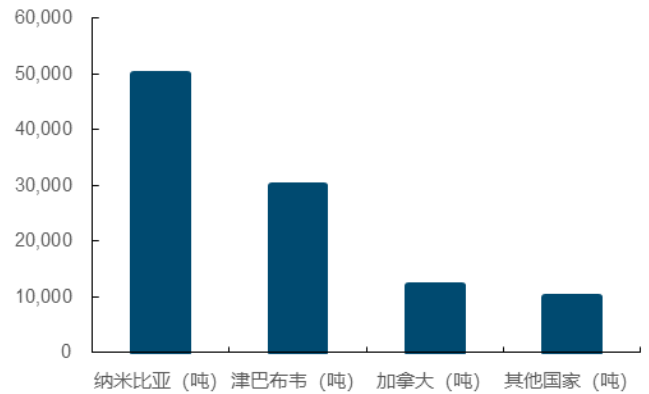
铯是一种稀有矿种，在地壳中的丰度处于中等水平。铯在自然界没有单质形态，主要以盐形式极少的分布于陆地和海洋中，全球保有矿石量稀少。根据美国地质调查局（USGS）的数据显示，2020年全球伟晶岩型铯矿产资源储量为21.71万吨，主要集中在加拿大、津巴布韦、纳米比亚以及澳大利亚。全球可规模化开采的铯榴石资源主要集中的三大矿区为加拿大Tanco矿区、津巴布韦Bikita矿区和澳大利亚Sinclair矿区。

铷无单独工业矿物，常分散在锂云母、铯榴石和盐矿层之中。铷比锂和铯的地球丰度高，但由于不存在富铷矿物，提取难度较大，因此主要是作为铯和锂的加工副产品进行综合回收。根据美国地质调查局（USGS）数据显示，2020年全球铷资源储量10.2万吨，资源集中度高，主要分布于纳米比亚、津巴布韦以及加拿大。2021年，全球没有新增铷资源储量。

图表20: 2020 年全球铯资源储量 (吨)



图表21: 2020 年全球铷资源储量 (吨)



来源: 美国地质调查局 (USGS), 公司公告, 国金证券研究所

来源: 美国地质调查局 (USGS), 公司公告, 国金证券研究所

需求端: 性能卓越, 应用广泛

铯光电性能优异、化学活性强, 是红外技术的必须材料, 在国家科技、军事、工业等领域扮演重要角色。铯产品运用领域广泛, 主要用于精细化工、油气钻探、航空航天、光电、医疗医药、5G 通信、时间频率行业、防火材料等领域。铷产品在电子器件、催化剂、特种玻璃以及能源等高科技应用领域也具有良好的运用。

目前, 西方发达国家是全球铯的主要消费国, 由于成本和工艺等原因, 我国在铯的高端应用领域与西方发达国家仍有差距。随着相关技术的进步以及国家对于环境保护的日益重视, 铯、铷盐产品的应用空间将进一步打开, 市场前景广阔。

根据《中国铯铷资源需求展望》, 2020 年全球铯消费量约 2400 吨, 主要集中在传统领域, 占比约 78%, 此外, 高科技领域消费占比约 18%, 医药领域应用占比约 4%。其中, 传统领域包括油气钻探钻井液生产、硫酸催化剂、二氧化钛光催化剂、其他催化剂和助焊剂等产品的生产。高科技领域主要涵盖原子钟、低轨道卫星、光电器件和特种玻璃等产品。中国铯消费量近 800 吨, 主要消费于传统领域, 约占 89%, 高科技领域及医药领域应用占比相较于全球较少。

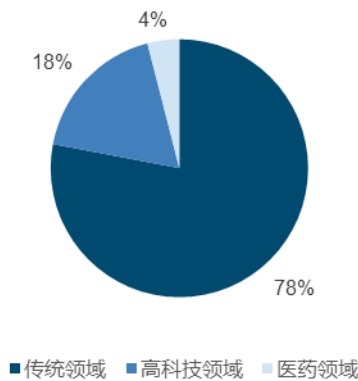
甲酸铯是全球单一铯盐产品中下游需求占比最高的产品, 主要应用于油气行业钻探领域。未来五年, 全球油气市场将进入变动期, 天然气仍将是需求增长最快的化石能源。甲酸铯作为油气行业中最优质的钻井液、完井液、封隔液、射孔液和填充液等, 将迎来广阔的应用空间。

图表22: 铯铷产品运用领域

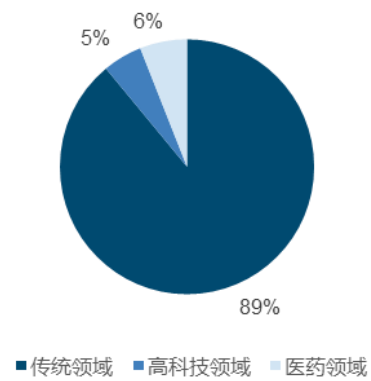
产品	应用领域	具体应用
铯铷的精细化工产品 (碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯、碳酸铷和硝酸铷等)	国防军工	夜视成像、特种玻璃、放射性报警器、光电管、无线电电子管、军用红外信号灯
	航空航天	原子钟、离子推动发动机
	通讯	5G、离子云通讯、光纤通讯
	新兴能源	磁流体发电材料、热离子转化发电
	医药	安眠药、镇静剂及医治癫痫病等药剂、合成碱性溶剂
	特种玻璃	可降低玻璃导电率、增加玻璃使用寿命和稳定性等
	工业催化剂	广泛应用于氨合成、硫酸合成、氢化、氧化、聚合等催化合成反应中
	电子器件	光电池、光电发射管、电视摄像管和光电倍增管等光电转换的重要材料; 辐射探测设备、医学影像设备和夜视设备等红外技术的必需材料。
甲酸铯	油气勘探	钻井液、完井液、封隔液、射孔液、填充液等

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表23: 2020 年全球铯消费领域情况 (%)



图表24: 2020 年中国铯消费领域情况 (%)



来源:《中国铯铷资源需求展望》, 国金证券研究所

来源:《中国铯铷资源需求展望》, 国金证券研究所

3.2 控制全球优质资源, 建成完整产业链

公司是铯铷盐精细化工领域的龙头企业, 是全球铯产业链最完善的制造商。公司具备铯榴石开采、加工、精细化工产品的生产和提供产品技术服务的能力。公司拥有世界主要高品质铯资源 (加拿大 Tanco 矿山, 津巴布韦 Bikita 矿山)、全球两大生产基地 (加拿大温尼伯、中国江西省新余市) 和甲酸铯回收基地 (英国阿伯丁、挪威卑尔根)。

公司控制了全世界已探明且在产 80%以上的铯资源, 资源优势显著。公司所属 Tanco 矿山是全球现有在产的唯一以铯榴石为主矿石的矿山, 也是世界上储量最大的铯榴石矿山, 其生产的铯榴石品位高、具有较高的经济开采价值。公司对高品质铯矿资源拥有绝对优势的控制, 奠定了公司在铯盐业务领域的显著资源优势, 对整个铯盐产业链的全球定价具有明显的话语权。公司所属 Bikita 矿山锂矿床矿石类型为共生有铯榴石的透锂长石和锂辉石型矿石, 矿区内仍发育有多条未经验证的 LCT 型 (锂铯钽型) 伟晶岩体, 具备进一步扩大锂铯钽矿产资源储量的潜力。

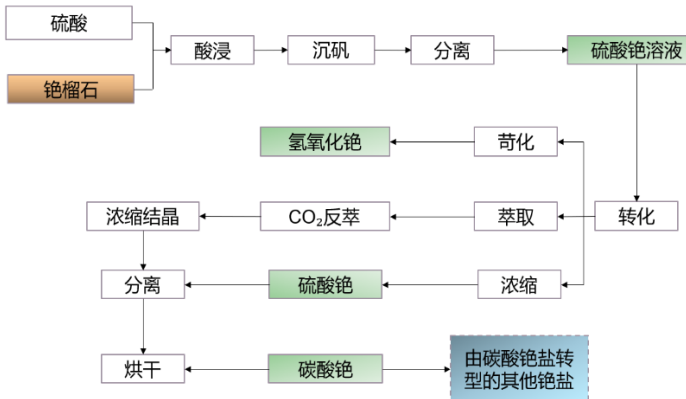
图表25: Tanco 矿山铯资源情况

资源种类	资源类别	矿产资源量 (万吨)	Cs20 金属资源量 (万吨)
铯	未开采铯矿	11.64	1.61
	铯尾矿	352.22	2.6
	合计	363.86	4.21

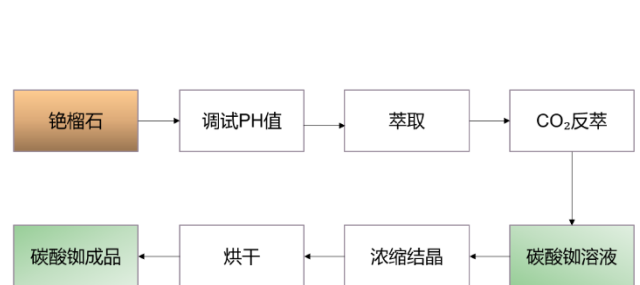
来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司的铯盐加工技术领先、工艺精湛, 形成了种类丰富、品种齐全的铯盐产品, 主要包括碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯和甲酸铯等, 在全球范围内形成了优秀的声誉。公司生产的铯盐是以铯榴石经酸浸沉矾后的母液中的铯为原料, 采用萃取的方法将铯分离出来, 并制备成高纯度铯盐。公司是硫酸铯、甲酸铯、硝酸铯、金属铯等多个产品的国家行业标准的制定者之一, 公司设立的江西省铯铷资源综合利用及材料工程研究中心是目前我国唯一一家省级铯铷资源研究中心。

图表26: 公司铯盐制备流程



图表27: 公司铷盐制备流程



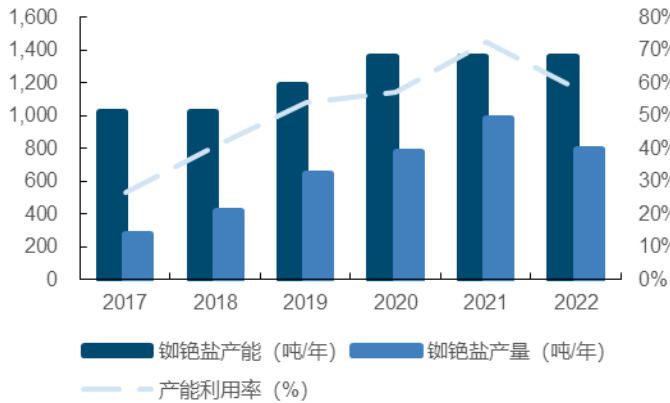
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

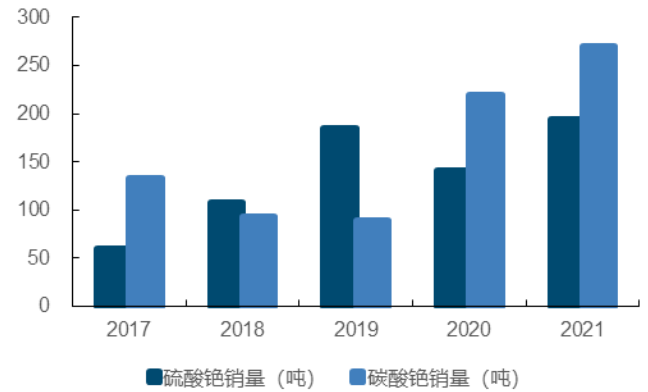
22 年公司实现铯铷盐销量 793.51 吨, 同比下降 8%。21 年分产品看, 硫酸铯实现销量 194.04 吨, 碳酸铯销量 270.35 吨。预计后续铯铷盐产量及利用率逐步提升, 铯铷板块

经营业绩将平稳增长。

图表28: 铷铯盐产能产量(吨)及产能利用率(%)



图表29: 硫酸铯、碳酸铯销售量(吨)



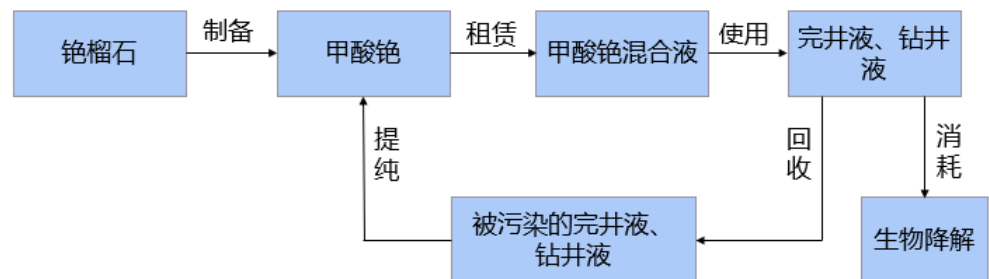
来源: 公司公告, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司是全球甲酸铯重要的生产商和供应商, 占有绝对的市场份额。甲酸铯目前主要用于石油天然气行业, 在高温高压油气井的钻井和完井作业中作为钻井液、完井液使用。甲酸铯具有溶解度高、粘度低、无固相、热稳定性好、耐高温、无腐蚀性、生物可降解、对环境无污染的特性。与其他传统钻井液和完井液相比, 甲酸铯具有大幅度提高产油率和钻进效率、减小摩擦系数、降低卡钻风险、不易引起金属腐蚀、环保等无可比拟的优势, 具有广阔的应用前景。

公司甲酸铯业务采用生产、租售+技术服务、回收和提纯的生态产业链模式。甲酸铯钻井液和完井液的回收分为筛分、离心、化学处理、重力沉降和储存等 5 个步骤, 回收再利用率达 80%以上, 且回收后的基液性能不发生变化, 产品具有性能优越以及环境友好的特点。截止 22 年底公司全球储备甲酸铯产品 23728.95bb1 (折合密度 2.3t/m³的甲酸铯溶液), 折合铯金属当量 5343.20 吨, 22 年公司甲酸铯销量 2597.485bb1。

图表30: 公司甲酸铯生态运营系统



来源: 公司公告, 国金证券研究所

公司甲酸铯业务运营中心为中矿特殊流体有限公司, 位于英国阿伯丁和挪威卑尔根, 业务遍及欧洲、AMEA (亚洲、中东和非洲) 和北美地区, 为众多世界知名的油服企业和世界级石油公司提供了甲酸铯产品和技术服务。具体来看, 公司通过甲酸铯业务与哈利伯顿、斯伦贝谢等全球知名油服企业, 壳牌、BP 等全球知名油气公司, 以及巴斯夫、杜邦等全球知名化工企业均保持良好合作关系。

图表31: 中矿特殊流体有限公司



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表32: 公司甲酸铯业务部分合作企业



来源: 公司公告, 国金证券研究所

四、盈利预测&投资建议

1、锂盐业务: 预计 23-25 年公司锂电业务营收分别为 71 亿元、93 亿元、119 亿元, 毛利率分别为 53.19%、51.35%、47.06%。

1) 量: 公司锂电业务产品包括括电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂和电池级氟化锂, 目前产能 3.1 万吨/年, 根据扩产计划, 预计 23Q4 公司 3.5 万吨新建产能投产, 届时产能达到 6.6 万吨/年, 25 年实现海外 4 万吨产能布局, 预计 23-25 年产能分别为 3.1、6.6、10.6 万吨, 22 年锂电业务出货量 2.42 万吨, 预计 23 年接近满产, 24-25 年产能利用率 75%、70%, 预计 23-25 年出货量分别为 3、5、7 万吨。

2) 价利: 随着供应逐步释放, 23-25 年价格下行, 预计 23-25 年锂价分别为 23.5、18.5、17 万元/吨。随着公司自有矿比例逐年提高, 24-25 年实现 100%自给率, 吨成本将持续下降, 预计 23-25 年锂电业务平均吨成本分别为 11、9、9 万元/吨, 吨毛利分别为 12.5、9.5、8 万元/吨。

2、铷铯业务: 预计 23-25 年公司铷铯业务营收分别为 11.17 亿元、12.85 亿元、14.13 亿元。公司铷铯业务目前合计产能约为 1361 吨/年, 23 年产能利用率 58.3%, 随着应用场景的扩张, 预计 23-25 年产能利用率逐年攀升, 23-25 年铷铯业务营收增速分别为 20%、15%、10%。铷铯业务毛利率稳定, 预计 23-25 年毛利率均为 65%。

3、贸易业务: 预计 23-25 年公司贸易业务营收分别为 6.88 亿元、7.91 亿元、8.70 亿元。公司贸易业务毛利率稳定, 预计 23-25 年毛利率与 22 年相同均为 32.28%。22 年贸易业务营收增速达 41.20%, 预计 23-25 年增速放缓, 分别为 20%、15%、10%。

4、固体矿山勘察业务: 预计 23-25 年公司固体矿山勘察业务营收分别为 1.97 亿元、2.16 亿元、2.38 亿元, 毛利率均为 31.01%。公司矿山业务更多对内, 预计 23-25 年 10% 营收增速, 23-25 年毛利率与 22 年持平。

5、费用预测: 预计公司 23-25 年销售费用率与 22 年持平, 均为 0.6%; 管理费用率根据近几年变化趋势, 略低于 22 年, 均为 3.2%; 研发费用率均为 2.7%。

图表33: 分业务盈利预测

(单位: 亿元)	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
营业总收入	12.76	23.94	80.41	90.52	115.42	144.21
yoy	9.51%	87.67%	235.88%	12.56%	27.51%	24.95%
毛利	5.37	11.62	42.59	47.59	59.08	68.73
毛利率(%)	42.06%	48.52%	52.96%	52.58%	51.18%	47.66%
锂电业务						
营收	1.91	9.42	63.35	70.50	92.50	119.00
yoy	/	393.41%	572.83%	11.28%	31.21%	28.65%
毛利	0.71	4.71	34.08	37.50	47.50	56.00
毛利率(%)	37.18%	50.04%	53.79%	53.19%	51.35%	47.06%
产量(万吨)	0.24	0.57	2.29	3.00	5.00	7.00
销量(万吨)	0.25	0.40	2.42	3.00	5.00	7.00

(单位: 亿元)	2020	2021	2022	2023 E	2024 E	2025 E
自有矿LCE当量(吨)			1.05	2.50	6.40	8.50
自有矿比例(%)			43.38%	83.33%	100%	100%
价格(万元/吨)	7.78	23.37	26.17	23.50	18.50	17.00
吨成本(万元/吨)	4.89	11.67	12.09	11.00	9.00	9.00
吨毛利(万元/吨)	2.89	11.69	14.08	12.50	9.50	8.00
铷铯业务						
营收	5.09	8.11	9.31	11.17	12.85	14.13
yoy	/	59.41%	14.77%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利	3.27	5.37	6.02	7.26	8.35	9.19
毛利率(%)	64.30%	66.25%	64.69%	65.00%	65.00%	65.00%
贸易业务						
营收	3.06	4.06	5.73	6.88	7.91	8.70
yoy	53.33%	32.72%	41.20%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利	74.60	133.31	185.00	222.00	255.30	280.83
毛利率(%)	24.39%	32.85%	32.28%	32.28%	32.28%	32.28%
固体矿产勘查业务						
营收	2.10	1.59	1.79	1.97	2.16	2.38
yoy	18.52%	-24.57%	12.59%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利	46.78	33.25	55.41	60.95	67.05	73.75
毛利率(%)	22.24%	20.95%	31.01%	31.01%	31.01%	31.01%

来源: wind, 国金证券研究所

预计公司 23-25 年营收分别为 90.52 亿元、115.42 亿元、144.21 亿元, 归母净利润分别为 36.54 亿元、45.82 亿元、53.17 亿元, 对应 EPS 分别为 5.12 元、6.42 元、7.46 元, 对应 PE 分别为 11 倍、8 倍、7 倍。

估值采用 PE 法, 由于公司未来增长点主要为锂盐业务, 选取 A 股主要锂盐上市公司, 考虑到公司 23Q4 新建产能投产, 且矿端产能市场, 24 年自给率达 100%, 在可比公司里面自给率提升较快, 给予公司 24 年 12 倍 PE, 总市值 550 亿元, 目标价 77 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表34: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
002466	天齐锂业	73.89	1.41	15.52	10.06	10.86	10.52	76.03	5.37	8.64	8.01	8.26
002460	赣锋锂业	63.09	3.73	10.18	7.49	7.93	8.17	39.27	6.84	8.76	8.29	8.04
002240	盛新锂能	33.67	1.08	6.4	5.85	5.99	6.45	58.95	6.16	6.50	6.35	5.90
002756	永兴材料	64.31	2.22	15.59	14.71	13.92	12.21	67.74	6.05	5.74	6.07	6.92
002192	融捷股份	72.7	0.26	9.4	10.23	11.93	6.02	494.84	10.42	6.53	5.6	11.09
002497	雅化集团	18.96	0.82	3.94	2.33	2.43	2.63	35.27	5.9	7.99	7.66	7.09
中位数										7.26	7.00	7.56
平均数										7.36	7.00	7.88
002738	中矿资源	56.29	1.77	7.21	5.12	6.42	7.46	40.99	9.34	10.60	8.45	7.28

来源: wind, 国金证券研究所

注: 股价截至 2023 年 6 月 12 日, 天齐锂业、赣锋锂业、盛新锂能和永兴材料采用覆盖报告预测值

五、风险提示

产能扩张不及预期风险。若公司 Bikita 矿山和 Tanco 矿山在建项目或锂盐在建项目完成进度大幅不及预期, 将导致公司锂资源自给率提升较缓或锂盐业务增长不及预期。

市场需求不及预期风险。若下游锂电、铷铯需求不及预期, 公司可能面临产能无法消化的风险, 将导致相应业务板块业绩不及预期。

贸易保护以及外商投资政策变化风险。公司固体矿产勘查业务实施地点均在海外和公司稀有轻金属业务客户也以海外为主，发生贸易保护事件，或海外业务所在国的外商投资政策发生重大变化，将影响公司海外业务的资产安全和盈利水平。

汇率波动风险。公司营业收入部分来源于海外，并以外币进行结算。汇率变化或外币间的汇率变化都可能使公司产生汇兑损益，使公司以外币计价的资产和业务收入受到影响。

限售股解禁风险。公司非公开发行新增股份 47326076 股，于 2023 年 4 月 12 日在深圳证券交易所上市，限售期 6 个月，将于限售期届满后的次一交易日起在深圳证券交易所上市流通交易。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	1,276	2,394	8,041	9,052	11,542	14,421
增长率	87.7%	235.9%	12.6%	27.5%	24.9%	
主营业务成本	-739	-1,232	-3,783	-4,292	-5,634	-7,548
%销售收入	57.9%	51.5%	47.0%	47.4%	48.8%	52.3%
毛利	537	1,162	4,259	4,759	5,908	6,873
%销售收入	42.1%	48.5%	53.0%	52.6%	51.2%	47.7%
营业税金及附加	-9	-10	-58	-65	-81	-101
%销售收入	0.7%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	-47	-50	-49	-54	-67	-84
%销售收入	3.7%	2.1%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	-195	-238	-268	-290	-335	-404
%销售收入	15.3%	9.9%	3.3%	3.2%	2.9%	2.8%
研发费用	-31	-58	-237	-244	-289	-332
%销售收入	2.4%	2.4%	2.9%	2.7%	2.5%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	255	806	3,646	4,106	5,137	5,953
%销售收入	20.0%	33.6%	45.3%	45.4%	44.5%	41.3%
财务费用	-35	-19	29	44	104	153
%销售收入	2.8%	0.8%	-0.4%	-0.5%	-0.9%	-1.1%
资产减值损失	-55	-103	11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-3	78	100	100	100
%税前利润	0.0%	n.a	2.0%	2.3%	1.9%	1.6%
营业利润	190	695	3,810	4,299	5,390	6,256
营业利润率	14.9%	29.0%	47.4%	47.5%	46.7%	43.4%
营业外收支	2	1	2	0	0	0
税前利润	192	695	3,813	4,299	5,390	6,256
利润率	15.0%	29.0%	47.4%	47.5%	46.7%	43.4%
所得税	-21	-139	-518	-645	-809	-938
所得税率	10.7%	20.0%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	171	556	3,295	3,654	4,582	5,317
少数股东损益	-3	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	174	558	3,295	3,654	4,582	5,317
净利率	13.7%	23.3%	41.0%	40.4%	39.7%	36.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	171	556	3,295	3,654	4,582	5,317
少数股东损益	-3	-2	0	0	0	0
非现金支出	112	171	131	162	195	228
非经营收益	14	40	-134	6	-27	-37
营运资金变动	-65	-112	-1,242	-97	-427	-574
经营活动现金净流	232	654	2,050	3,725	4,322	4,933
资本开支	-172	-295	-343	-633	-660	-660
投资	-1	4	-1,400	0	0	0
其他	-333	99	106	100	100	100
投资活动现金净流	-507	-192	-1,636	-533	-560	-560
股权募资	141	6	84	1	0	0
债权募资	904	239	694	-213	-233	-90
其他	-363	-123	-113	-1,549	-1,906	-2,190
筹资活动现金净流	682	122	665	-1,761	-2,139	-2,280
现金净流量	398	573	1,093	1,432	1,623	2,094

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,214	1,752	2,912	4,343	5,967	8,060
应收款项	518	441	1,235	1,197	1,494	1,827
存货	489	718	1,581	1,646	2,007	2,481
其他流动资产	55	196	505	565	632	727
流动资产	2,277	3,107	6,232	7,751	10,099	13,096
%总资产	46.3%	50.6%	54.3%	57.5%	62.0%	66.4%
长期投资	23	81	23	23	23	23
固定资产	536	911	1,344	1,822	2,267	2,680
%总资产	10.9%	14.8%	11.7%	13.5%	13.9%	13.6%
无形资产	1,331	1,378	3,172	3,142	3,162	3,182
非流动资产	2,643	3,039	5,250	5,720	6,185	6,617
%总资产	53.7%	49.4%	45.7%	42.5%	38.0%	33.6%
资产总计	4,920	6,145	11,482	13,470	16,284	19,714
短期借款	228	448	1,080	975	741	651
应付款项	265	247	363	420	534	693
其他流动负债	154	445	870	799	969	1,128
流动负债	647	1,140	2,312	2,193	2,245	2,472
长期贷款	596	604	791	791	791	791
其他长期负债	504	330	844	758	771	783
负债	1,747	2,074	3,948	3,743	3,808	4,046
普通股股东权益	3,166	4,070	7,510	9,703	12,452	15,642
其中：股本	306	325	462	713	713	713
未分配利润	751	1,293	4,514	6,706	9,455	12,646
少数股东权益	7	0	25	25	25	25
负债股东权益合计	4,920	6,145	11,482	13,470	16,284	19,714

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.569	1.717	7.138	5.124	6.424	7.456
每股净资产	10.334	12.518	16.268	13.605	17.459	21.933
每股经营现金净流	0.758	2.012	4.441	5.227	6.065	6.923
每股股利	0.050	0.100	1.000	2.051	2.572	2.985
回报率						
净资产收益率	5.50%	13.71%	43.88%	37.66%	36.79%	33.99%
总资产收益率	3.54%	9.08%	28.69%	27.13%	28.14%	26.97%
投入资本收益率	5.17%	12.07%	31.42%	28.76%	29.80%	28.50%
增长率						
主营业务收入增长率	9.51%	87.67%	235.88%	12.56%	27.51%	24.95%
EBIT增长率	10.09%	216.25%	352.65%	12.60%	25.11%	15.90%
净利润增长率	24.44%	220.33%	490.24%	10.91%	25.37%	16.06%
总资产增长率	20.13%	24.91%	86.85%	17.31%	20.89%	21.06%
资产管理能力						
应收账款周转天数	115.6	49.8	16.4	25.0	24.0	23.0
存货周转天数	258.0	178.8	110.9	140.0	130.0	120.0
应付账款周转天数	54.6	48.9	20.4	25.0	24.0	23.0
固定资产周转天数	98.0	131.3	43.4	45.7	40.5	35.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.81%	-14.07%	-15.07%	-27.47%	-36.30%	-42.85%
EBIT利息保障倍数	7.2	42.5	-126.7	-94.1	-49.6	-39.0
资产负债率	35.51%	33.76%	34.38%	27.78%	23.38%	20.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

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

最终评分与平均投资建议对照：

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

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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

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

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806