



Research and  
Development Center

# 参与特斯拉供应链，全球铯盐龙头

—— 中矿资源（002738.sz）深度报告

2020 年 02 月 21 日

娄永刚 首席分析师  
丁士涛 行业分析师  
冯孟乾 研究助理

## 证券研究报告

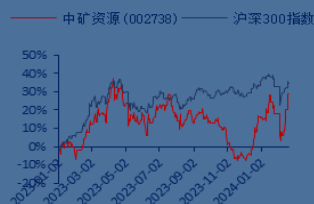
### 公司研究——首次覆盖

#### 中矿资源 (002738.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

#### 中矿资源相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2019.2.21)

收盘价(元)	19.19
52 周内股价波动区间(元)	13.17-20.99
最近一月涨跌幅(%)	8.29
总股本(亿股)	2.78
流通 A 股比例(%)	66.57
总市值(亿元)	53.33

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
邮编：100031

姜永刚 首席分析师

执业编号：S1500520010002

联系电话：+86 10 83326716

邮箱：louyonggang@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号：S1500514080001

联系电话：+86 10 83326718

邮箱：dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理

联系电话：+86 10 83326730

邮箱：fengmengqian@cindasc.co

## 参与特斯拉供应链，全球铯盐龙头

2020 年 02 月 21 日

### 本期内容提要：

- ◆ **参与特斯拉供应链，全球铯盐龙头。** 公司为国内重要氟化锂供应商，国内市占率约为 30%，同时已与特斯拉上游供应商森田化工形成良好合作，从而参与特斯拉供应链。公司已于 2019 年完成收购 Cabot 特殊流体事业部相关事宜，进一步掌握了铯盐从原料到最终商品的主动权及定价权，从而成为全球铯盐龙头。
- ◆ **新能源汽车需求拉升，锂盐板块盈利或将增厚。** 目前，子公司东鹏新材共有 3000 吨电池级氟化锂，以及 6000 吨电池级高纯碳酸锂产能，拟投资新建年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂、1 万吨电池级碳酸锂生产线项目。我们预计，随着新能源汽车需求的持续拉动以及动力电池高镍化的不断推动，公司锂盐板块盈利或将增厚。
- ◆ **资源优势凸显，掌握铯产品定价权。** Cabot 流体事业部的收购，一方面打破了铯榴石来源单一的困境，另一方面，通过收购全球铯盐龙头，公司进一步掌握了铯盐从原料到最终商品的主动权及定价权，从而成为全球铯盐龙头。
- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预计中矿资源 19-21 年摊薄 EPS 为 0.54 元、0.98 元和 1.36 元。公司估值低于行业平均值。考虑到下游新能源汽车需求预期向好，叠加石油行业回暖预期，公司盈利将继续增厚，给予“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：** 下游新能源汽车需求强劲，动力电池高镍化进程加快，高温高压油井增多，石油价格上涨。
- ◆ **风险因素：** 宏观经济影响石油价格，下游电动车及铯需求低预期导致锂价及铯价下跌，2020 年，子公司东鹏新材盈利不及预期，公司商誉减值。

主要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	540.74	867.15	1,106.10	1,588.28	2,122.79
增长率 YoY %	50.48%	60.36%	27.56%	43.59%	33.65%
归属母公司净利润(百万元)	54.79	110.86	150.31	271.55	377.21
同比(%)	2.59%	102.33%	35.58%	80.66%	38.91%
毛利率(%)	31.64%	30.82%	36.67%	34.15%	34.86%
ROE(%)	8.21%	7.82%	6.16%	9.51%	11.86%
EPS (摊薄)(元)	0.20	0.40	0.54	0.98	1.36
P/E	97	48	35	20	14
P/B	7.92	2.47	1.96	1.78	1.58

EV/EBITDA

39.86

31.10

18.14

13.51

10.42

资料来源: iFind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2020 年 02 月 21 日收盘价

## 目 录

公司简介：锂盐优势加码铯钾龙头，公司盈利持续增长 .....	1
锂盐及铯钾板块持续发力 .....	2
锂盐板块：参与特斯拉供应链，氢氧化锂布局加快 .....	4
深度绑定森田化工，进军特斯拉供应链 .....	4
获得 PSC 包销权，供应锂盐生产 .....	4
新能源汽车需求拉升，锂盐或将收益 .....	5
铯钾板块：资源优势凸显，掌握铯产品定价权 .....	7
铯的应用及行业现状 .....	7
国内铯行业龙头，收入有望继续增长 .....	9
收购全球铯矿巨头，打破供给困境 .....	9
盈利预测与估值 .....	13
盈利预测 .....	13
相对估值与投资评级 .....	14
风险因素 .....	14

## 表 目 录

表 1：公司大事记（截止至 2020 年 2 月） .....	2
表 2：Arcadia 锂矿包销权年均理论锂金属供应量 .....	5
表 3：东鹏新材理论锂金属需求量 .....	5
表 4：TANCO 矿山东区保有资源量表 .....	10
表 5：FOG&Sill 保有资源 .....	10
表 6：TANCO 矿山尾矿资源 .....	11
表 7：中矿资源盈利预测 .....	13
表 8：中矿资源可比公司估值 .....	14

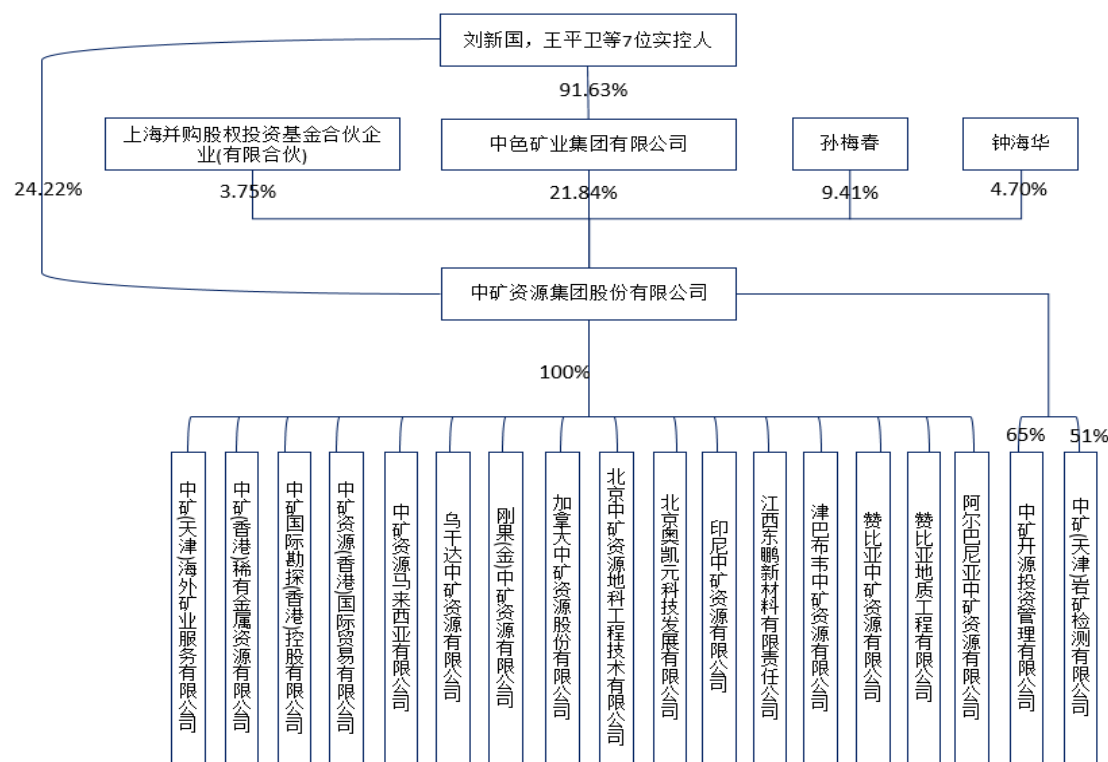
## 图 目 录

图 1：公司股权结构（截至 2020 年 2 月） .....	1
图 2：公司营业收入（万元） .....	3
图 3：公司板块毛利率（%） .....	3
图 4：2014-2019 公司毛利变化（万元） .....	3
图 5：深度绑定森田化工，进军特斯拉供应链 .....	4
图 6：2017-2019 年中国新能源汽车销量（辆） .....	6
图 7：2016-2019 年中国新能源汽车产量（辆） .....	6
图 8：锂电池装机量与新能源汽车相关性（辆，MWh） .....	7
图 9：我国动力电池装机量（MWh） .....	7
图 10：铯盐应用领域 .....	8
图 11：铯资源储量分布 .....	8
图 12：Tanco 资源分布 .....	10
图 13：公司甲酸铯价格与石油价格相关性 .....	11

## 公司简介：锂盐优势加码铯铷龙头，公司盈利持续增长

中矿资源集团股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 1999 年，注册资本 2.779 亿元。公司于 2014 年在深圳证券交易所上市，并于 2018 年 8 月正式由“中矿资源勘探股份有限公司”更名为“中矿资源集团股份有限公司”。公司凭借固体矿产地质勘查技术的优势，面向国际市场积极开拓创新，已确立了海外商业性地质勘查技术服务领域的领先地位，成为中国有色金属行业首批成规模“走出去”的商业性综合地质勘查技术服务公司。

图 1：公司股权结构（截至 2020 年 2 月）



资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

公司于 2018 年宣布收购国内重要氟化锂生产商以及最大的铯铷盐生产商及供应商——江西东鹏新材料有限责任公司（以下简称“东鹏新材”）。收购东鹏新材后，公司在发挥自身勘查技术服务与获取矿产资源优势的同时，向锂盐、铯盐及铷盐深加工制造领域进行深入拓展，产业结构从而得到优化。

自此，公司开始从纯矿业勘探公司向集矿业勘探及轻稀金属生产销售于一体的综合性公司转变。

为进一步优化供应链，提高公司在铯领域的占有率及竞争力，公司于 2019 年收购 Cabot 特殊流体事业部，拓宽了公司原料供应及客户渠道，并稳固了公司全球铯行业龙头地位。

**表 1：公司大事记（截止至 2020 年 2 月）**

时间	事件
1999 年 6 月 2 日	成立北京凯富源地质勘查有限公司
2002 年 9 月 2 日	更名为北京中矿建设工程有限公司
2006 年	正式确立“走出去”发展战略
2007 年 4 月 14 日	成立赞比亚中矿资源有限公司
2008 年 8 月 12 日	成立中矿国际勘探（香港）控股有限公司
2011 年 10 月 9 日	公司首次公开发行股票申请获中国证监会受理
2012 年 10 月	公司被国土资源部授予了“全国模范地勘单位”的荣誉称号
2014 年 12 月 30 日	公司在深圳交易所挂牌上市
2016 年 4 月	成立中矿资源（香港）国际贸易有限公司
2018 年 3 月 20 日	公司以发行股份及支付现金方式收购东鹏新材 100%股份
2019 年 7 月	公司购买 Cabot 特殊流体事业部 100%股份

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

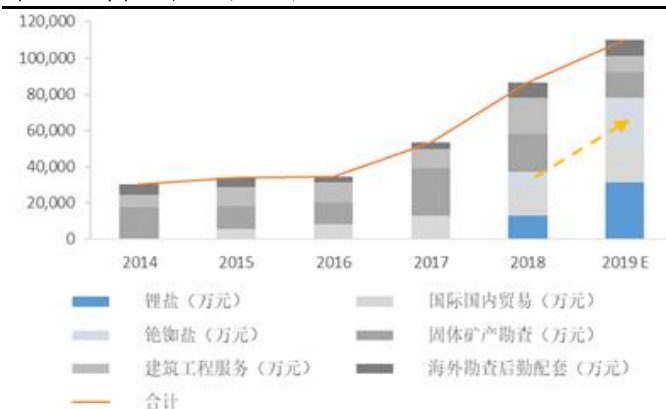
## 锂盐及铯铷板块持续发力

截至 2018 年，公司主营业务主要包括固体矿产勘查技术服务、矿权投资与开发、国际工程总承包、国际国内贸易以及轻稀金属原料加工及研发业务。

轻稀金属原料加工及研发是购买东鹏新材股权后的新增加业务，东鹏新材主要从事铯铷盐及高纯碳酸锂、氟化锂等锂盐产品生产、销售以及进出口贸易。公司原有其他板块为轻稀加工板块提供矿源及贸易服务，轻稀加工板块所生产的锂盐及铯盐产品，是公司其他板块的业务延伸。

自 2018 年公司收购东鹏新材以来，公司营业收入显著上涨，由 2017 年 5.35 亿元增长至 2018 年 8.61 亿元，增长幅度为 61%，其中铯铷板块对营业收入贡献率约为 24%，由于 2018 年合并报表中并未纳入东鹏新材全年收入，且在考虑收购 Cabot 后，我们预计，轻稀金属板块对公司 2019 年收入贡献或将上升至 52%，其他板块贡献或有下降。

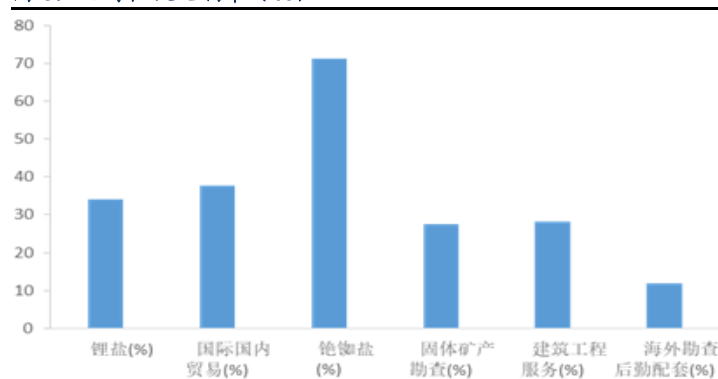
图 2: 公司营业收入 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

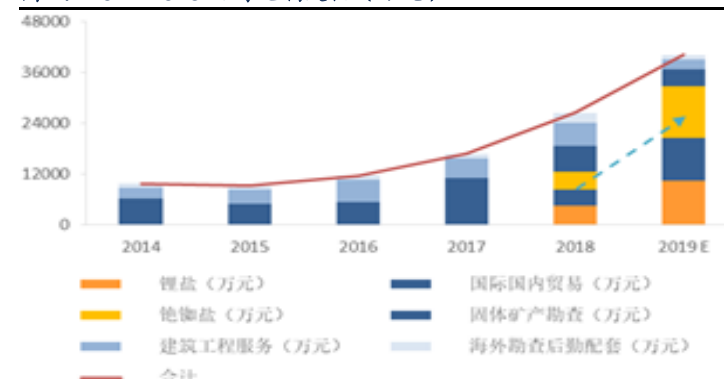
盈利方面, 据公司 2019 年中报, 公司 2019 年上半年毛利约为 1.92 亿, 其中铯铷盐毛利最高, 约为 71%, 锂盐为 34%, 且与公司往期毛利相比, 自 2018 年公司收购东鹏新材以来, 公司毛利润显著增长, 增长率约为 57%, 我们预计, 随着公司轻稀土金属板块的不断发展优化, 公司毛利润或将继续上升, 并且随着 2019 年公司收购 Cabot 流体事业部, 铯铷板块对于公司盈利的贡献或将进一步增长。

图 3: 公司板块毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 4: 2014-2019 公司毛利变化 (万元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心



## 锂盐板块：参与特斯拉供应链，氢氧化锂布局加快

公司子公司东鹏新材为国内主要氟化锂生产商，国内氟化锂市占率约为 30%，除此之外，子公司锂盐板块还包括高纯度碳酸锂，未来将在氢氧化锂有所布局。目前，子公司共有 3000 吨电池级氟化锂，以及 6000 吨电池级高纯碳酸锂产能，拟投资新建年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂、1 万吨电池级碳酸锂生产线项目，第一期 1.5 万吨电池级氢氧化锂生产线项目预计将在 2020 年投产。

### 深度绑定森田化工，进军特斯拉供应链

作为动力电池的“血液”，电解液在新能源电池的生产和制造中扮演着及其重要的角色，而作为其主要原料的氟化锂，对于动力电池的导电性及稳定性等电池性能，有着极其重要的影响。东鹏新材生产的氟化锂，主要通过公司专业提纯所制得的高纯碳酸锂而生产完成，且此道工艺为东鹏新材特有工序，公司已申请专利。公司高纯碳酸锂所制得氟化锂产品质量稳定，已得到多数客户认可，且国内直接外售氟化锂公司数量较为有限，公司在国内氟化锂市占率高达 30%，并已与森田化工等优质客户建立了良好的长期合作关系。值得一提的是，森田化工为特斯拉动力电池（松下）电解液的主要供应商，通过为森田化工持续供应优质氟化锂，公司成功进军特斯拉供应链。

图 5：深度绑定森田化工，进军特斯拉供应链



资料来源：信达证券研发中心整理

### 获得 PSC 包销权，供应锂盐生产

公司于 2018 年 3 月获得澳大利亚 Prospect Resources（以下简称“PSC”）旗下 Arcadia 锂矿项目投产后 7 年总量 28 万吨的锂辉石精矿和 78.4 万吨的透锂长石精矿的包销权，且 Arcadia 锂矿项目尚处开发建设阶段，预计将于 2020 年底对外销售。根据东鹏新材生产线计划，2020 年后，若公司 1.5 万吨氢氧化锂及 1 万吨电池级碳酸锂生产线顺利投产，预计公司每年理论锂需求量约为 6653.76 吨，公司所包销的 Arcadia 锂辉石及透锂长石，预计年均锂金属产量为 3196 吨。公司所包销锂



辉石及透锂长石将全部用于东鹏新材锂盐产品的生产，保障了公司锂业务扩产所需的原材料。

**表 2: Arcadia 锂矿包销权年均理论锂金属供应量**

项目	矿石量 (吨)	Li <sub>2</sub> O 品位	理论锂金属量 (吨)	年均 (吨/年)
锂辉石精矿	280,000	6%	7,804.02	1,114.86
透锂长石精矿	784,000	4%	14,567.50	2,081.07
合计	1,064,000		22,372	3,196

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

**表 3: 东鹏新材理论锂金属需求量**

产品	生产线状态	产能 (吨)	理论锂金属需求量 (吨)	产品
氟化锂	已建成	3000	802.62	氟化锂
电池级碳酸锂	已建成	6000	563.54	电池级碳酸锂
电池级碳酸锂	在建	10000	939.23	电池级碳酸锂
电池级氢氧化锂	在建	15000	4348.37	电池级氢氧化锂
合计		34000	6653.76	合计

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

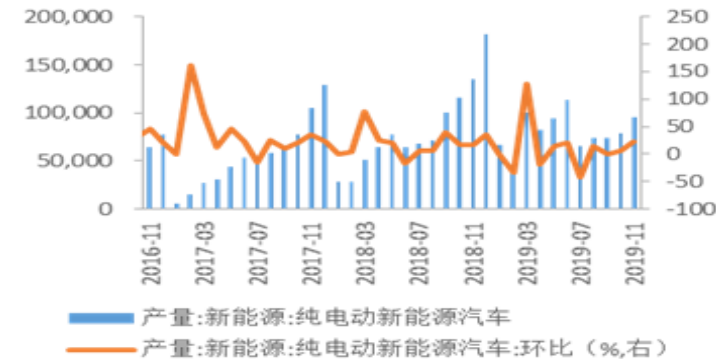
## 新能源汽车需求拉升，锂盐或将收益

碳酸锂及氢氧化锂方面。公司碳酸锂主要为高纯碳酸锂，主要供应公司氟化锂的生产，剩余部分作为商品直接出售。氢氧化锂方面，据公司公告，公司拟投资新建年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂。氢氧化锂作为三元正极材料的重要原料，广泛运用于 NCA 及 NCM811 等高镍三元电池。

除受益于优质客户，子公司的锂盐板块，仍将受益于下游新能源需求的拉动。国内来看，2019 年，我国新能源汽车虽受退补影响，新能源汽车厂商生产成本上升，年中产销量有所下降，其中新能源汽车 7 月产量环比下降 42.98%，销量环比下降 47.37%。进入 2019 年年末，需求拉动，我国新能源汽车产销量均有所回升，环比增速重回退补前水平（产量上升 22.3%，销量上升 26.7%），我国新能源汽车从“政策驱动”向“消费驱动”转变。

**图 6: 2017-2019 年中国新能源汽车销量 (辆)**


资料来源: 中汽协, 信达证券研发中心

**图 7: 2016-2019 年中国新能源汽车产量 (辆)**


资料来源: IFind, 信达证券研发中心

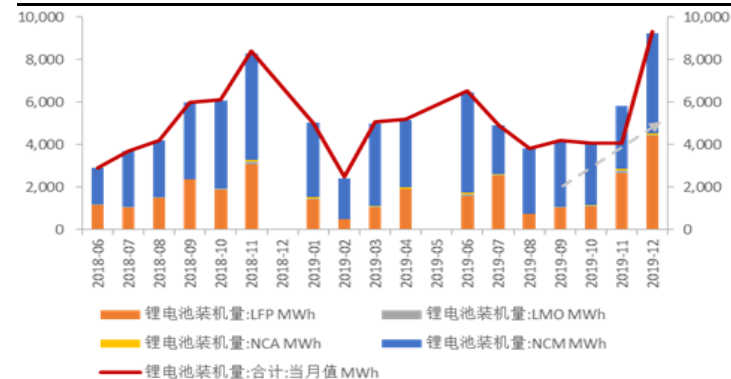
国际方面，伴随大众、宝马、丰田等全球车企巨头电动化转型路线图的推出，以及特斯拉走出“产能地狱”，并在 2020 年 1 月成功交付国产 model3，全球电动化的大幕已经拉开，产业趋势成为共识。且各国政府不断推广新能源汽车的政策，更加提振了市场信心。

新能源汽车产销量的回升，将会带动动力电池装机量的提升，据 iFind，随着年末新能源汽车产销量回暖，我国锂电池装机量回升至 9325.52MWh，环比增加 127.75%。动力电池的回暖，打开了其相关产品价格的上升通道，子公司锂盐板块盈利或将增厚。

据真锂研究，我国磷酸铁锂电池装机量自 2019 年 11 月持续上涨，月均复合增长率约为 81.4%，作为动力电池电解液及正极材料重要原材料，受下游新能源汽车需求拉升，碳酸锂价格有望回升。氢氧化锂方面，受动力电池高镍化的拉动，我们预计，氢氧化锂投产之后，需求拉升，锂盐板块盈利或将增厚。

**图 8：锂电池装机量与新能源汽车相关性（辆，MWh）**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 9：我国动力电池装机量（MWh）**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 铯铷板块：资源优势凸显，掌握铯产品定价权

### 铯的应用及行业现状

铯应用非常广泛。铯具有优异的光电性能，以及良好的导电性，导热性，是制造光电管、光电池的良好材料，同时，由于铯是人体组织重要的微量元素，其在医疗领域也有独特的运用。在铯产品中，受其应用领域的影响，甲酸铯相较于其他产品，用量较多。国外许多高温高压油气井的钻、完井液中大部分添加了甲酸铯。

铯下游需求的独特性以及金属本身的特性，对生产企业，有着较为严格的工艺及人才要求，对于新进企业来讲，行业具有技术及人才的双重壁垒。

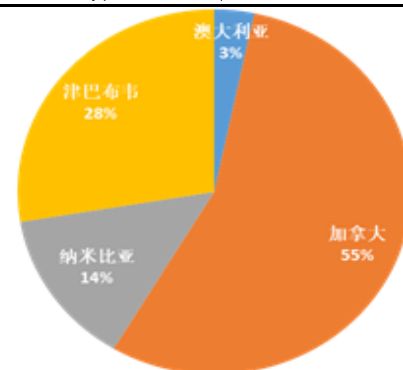
图 10：铯盐应用领域

	应用领域	优势
铯盐	<ul style="list-style-type: none"> <li>碱性蓄电池</li> <li>屏幕材料</li> <li>催化剂</li> <li>医疗（用于癫痫，癌症等特殊疾病）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>降低电解质的凝固点，增加导电率，提高电容量</li> <li>增强亮度</li> <li>提高催化剂的活性和选择性</li> </ul>
甲酸铯	钻、完井液	<ul style="list-style-type: none"> <li>对储层损害程度低</li> <li>可生物降解，不污染环境</li> <li>pH值易调节，不易引起金属腐蚀</li> <li>热稳定性好，耐高温</li> <li>容易处理、运输、回收和再利用</li> </ul>

资料来源：信达证券研发中心整理

从资源储量来看，据 USGS 2018 年数据，全球铯资源探明储量约为 9 万吨，资源较为稀缺。从分布来看，铯资源主要分布在加拿大，澳大利亚，津巴布韦及纳米比亚，其中加拿大位居首位，资源较为丰富，且集中度较高。

图 11：铯资源储量分布



资料来源：USGS、信达证券研发中心整理

## 国内铯行业龙头，收入有望继续增长

公司子公司东鹏新材，目前拥有 1021 吨铯产能，2019 年 1-9 月份铯产量约为 334 吨，产能利用率约为 43.6%，较 2018 年 31.1%有所增长，产量持续增长。

子公司一直注重对于铯产品生产工艺流程的优化及人才队伍的培养，截至 2019 年，公司已在铯板块拥有多项专利，且为硫酸铯、甲酸铯、硝酸铯、金属铯等六个产品的国家行业标准制定者，逐渐在铯领域享有良好的声誉及较高的市占率。

截至 2018 年，东鹏新材在国内铯领域市占率约为 75%。且近年来，随着铯产量的扩大，产销量的提高，东鹏新材的铯铷板块的营业收入也在不断提高（铷占比较小，对板块影响较小），我们预计，随着子公司国内外铯市场的不断开拓，东鹏新材铯铷板块收入有望持续增长。

## 收购全球铯矿巨头，打破供给困境

公司于 2019 年 7 月，收购了美国 Cabot 流体事业部。Cabot 流体事业部为全球最大铯行业一体化生产商，其中 Tanco 公司为铯矿开采以及铯盐生产基地；CSF Inc 主要业务为石油服务业务；CSF Ltd 主要业务为精细化工业务，将 Tanco 生产铯盐产品销售至下游客户。业务部门整体涵盖了从铯矿开采到加工业务，至铯精细化工和终端消费市场的整个产业链。主要产品有甲酸铯、硫酸铯、碳酸铯、氢氧化铯等。

资源储量方面，据公司公告，Tanco 矿山东区保有可利用氧化铯（ $\text{Cs}_2\text{O}$ ）含量约 1.47 万吨，FOG&Sill 保有资源量约为 1907 吨，综合尾矿中约 2.6 万吨氧化铯，矿山预计共有约 4.26 万吨，资源储量丰富。除自有铯矿外，Cabot 此前还与澳大利亚先锋矿山签订了 1.9 万吨铯矿购买协议，目前协议仍在履约中，该矿区资源预计将供于东鹏新材铯盐产品的生产及加工。

在收购 Cabot 流体事业部前，公司铯榴石资源主要依赖于津巴布韦 Bikita，原料来源较为单一，且易受到津巴布韦地区政治、经济等社会因素影响。Cabot 流体事业部的收购，一方面打破了铯榴石来源单一的困境，另一方面，通过收购全球铯盐龙头，公司进一步掌握了铯盐从原料到最终商品的主动权及定价权，从而成为全球铯盐龙头。

图 12: Tanco 资源分布



资料来源: 公司公告、信达证券研发中心整理

表 4: Tanco 矿山东区保有资源量表

风险等级	Cs2O 品味区间 %	矿石量 t	Cs2O 品味 %	Cs2O 含量 t
低风险	1~20	28,257	10	2,797
	>20	10,591	25	2,604
	小计	38,848	14	5,404
中风险	1~20	34,687	10	3,479
	>20	11,396	25	2,824
	小计	46,083	14	6,304
高风险	1~20	17,249	10	1,649
	>20	5,538	25	1,383
	小计	22,787	13	3,033
合计		107,717	14	14,736

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心整理

表 5: FOG&Sill 保有资源

采区	矿石量 t	Cs2O 品位 %	Cs2O 含量 t
Sill	10,451	12.37	1,303

Long hole	3,707	16.16	604
合计	14,158	13.36	1,907

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

**表 6: Tanco 矿山尾矿资源**

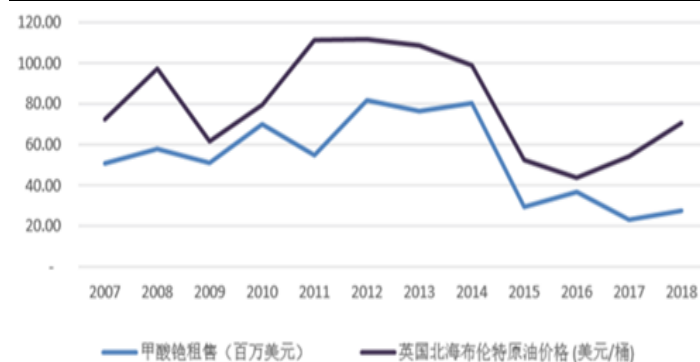
	重量 t	Li2O 品位%	Cs2O 品位%	Li2O 含量 t	Cs2O 含量 t
西尾矿	2,863,420	1.06	0.54	30,340	15,402
东尾矿	658,633	0.37	1.61	2,437	10,579

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

由于公司甲酸铯产品具有浓度可调，产品优质等特点。长期以来，Cabot 特殊流体事业部已与下游石油行业客户建立了良好的合作关系。流体事业部积攒直接客户或最终客户主要为哈利伯顿、斯伦贝谢等全球知名油服企业，壳牌公司、英国石油公司等全球知名油气公司，以及德国巴斯夫、美国杜邦等全球知名化工企业，公司在石油服务行业以及化工行业具备较强的竞争实力和市场知名度。

从公司近年来 Cabot 甲酸铯销售情况来看，甲酸铯的销售与下游石油行业具有明显的正相关关系，且随着全球石油资源的枯竭，油气勘探将会逐步向高温高压井倾斜，我们预计，随着下游石油行业的回暖以及企业环保意识的不断增强，甲酸铯销量或将继续提高。

**图 13: 公司甲酸铯价格与石油价格相关性**



资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心整理



综合来看，一方面，铯行业具有较高的进入壁垒。由于其自身的特殊性以及下游需求的独特性，铯行业自身具有较高的技术及人才进入壁垒；此外，完井液与一般意义上的化工原料产品不同，新的供应商、甚至新生产线的产品都要经过长期、严格的质量检测程序和质量保证体系认证过程才能获得厂商的认可。因此，其运用领域的特殊性决定，甲酸铯的生产企业需要与下游厂商形成长期稳定的合作关系，行业存在客户壁垒。

另一方面，铯行业具有较高的集中度，从资源储量来看，铯资源主要集中在加拿大、津巴布韦、纳米比亚以及澳大利亚，目前可开发资源主要集中在加拿大及津巴布韦。从供应商来看，从事铯相关产品销售的企业，主要为美国雅宝，以及公司旗下的 Cabot 流体事业部和东鹏新材，生产商集中度较高。

因此，受制于行业技术，人才，客户等多种壁垒，新企业短期内难以进入铯行业。而公司在收购 Cabot 流体事业部后，成功将全球前列铯生产企业纳入麾下，使得公司在铯领域市占率进一步提高，且 Tanco 矿山的收购，不仅缓解东鹏新材原料供应单一的问题，而且使得公司在铯矿领域掌握绝对的资源主动权。

市占率的不断提高，叠加源材料供应的绝对主动权，中矿资源在铯领域掌握较高的定价权，我们预计，随着铯下游产品需求多元化及市场的不断开拓，铯相关业务盈利或将继续增长。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

根据中矿资源目前经营情况及未来发展规划，我们预计，公司 19-21 年营业收入分别为 11.06、15.88 和 21.23 亿元，同比增长 27.56%、43.59%和 33.65%；毛利率为 36.67%、34.15%和 34.86%。公司于 2019 年 6 月发布公告，拟发行不超过 8 亿元可转债，用于 Cabot 特殊流体事业部收购事宜，目前可转债事项已过公司初审会，受新冠疫情影响，发审会暂未召开，因此，本次股本计算暂不考虑公司可转债影响。根据公司当前股本计算，我们预计中矿资源 19-21 年 摊薄 EPS 分别为 0.54 元、0.98 元和 1.36 元。以 2020-02-21 收盘价 19.19 元，对应的 19-21 年 PE 分别为 36X、20X 和 14X。

表 7：中矿资源盈利预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（万元）	86,714.76	110,610.00	158,828.00	212,279.00
同比（%）		27.56	43.59	33.65
其中：				
锂盐（万元）	12,730.28	31,427.00	41,738.00	94,602.00
同比（%）		146.87	32.81	126.66
铯铷盐（万元）	7,742.07	26,081.00	56,705.00	57,016.00
同比（%）		236.87	117.42	0.55
固体矿产勘查（万元）	20,757.33	14,383.00	20,000.00	20,000.00
同比（%）		-30.71	39.05	-
建筑工程服务（万元）	20,114.13	8,818.00	10,000.00	10,000.00
同比（%）		-56.16	13.40	-
国际国内贸易（万元）	16,775.15	20,493.00	20,493.00	20,493.00
同比（%）		22.16	-	-
海外勘查后勤配套（万元）	8,014.10	8,576.00	8,576.00	8,576.00
同比（%）		7.01	-	-
其他业务收入（万元）	581.70	832.00	1,747.00	2,335.00
同比（%）		43.03	109.98	33.66
营业成本（万元）	59,987.03	70,045.00	104,583.00	138,274.00
同比（%）		16.77	49.31	32.21
毛利率（%）	30.82	36.67	34.15	34.86

资料来源：公司公告、信达证券研发中心整理

## 相对估值与投资评级

公司锂盐板块经营生产结构与赣锋锂业，天齐锂业以及雅化集团等国内锂盐龙头布局较为类似，因此将其列为中矿资源可比公司；铯盐板块方面，在收购 Cabot 流体事业部后，公司成为全球铯盐龙头，铯盐方面可比公司为美国雅宝，但雅宝铯盐板块占比较小，与公司经营结构相差较大，因此未把雅宝公司列入可比公司。可比公司 PE（2020E）均值为 67.4 倍，中矿资源的 PE（2020E）低于行业平均值。考虑到下游新能源汽车需求预期向好，叠加石油行业回暖预期，公司盈利或将继续增厚，给予“买入”评级。

表 8：中矿资源可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价	EPS				PE		
			2019E	2020E	2021E	TTM	2019E	2020E	2021E
002460.SZ	赣锋锂业	57.68	0.41	0.72	1.08	128.53	123.4	75.48	54.72
002466.SZ	天齐锂业	36.36	-0.098	0.50	1.04	82.56	366.51	48	28.96
002497.SZ	雅化集团	10.44	0.07	0.21	0.32	90.18	150	65.63	33.33
行业均值			0.13	0.48	0.81	100.42	213.3	63.04	39
002738.SZ	中矿资源	19.19	0.54	0.98	1.36	30.56	35	20	14

资料来源：除中矿资源为信达证券预测外，其他盈利预测来自 IFind 一致预期，股价为 2020 年 2 月 21 日收盘价

## 风险因素

宏观经济影响石油价格，下游电动车及铯需求低预期导致锂价及铯价下跌，2020 年，子公司东鹏新材盈利不及预期，公司商誉减值。

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	713.48	1,612.84	1,937.51	2,304.02	2,770.27
货币资金	103.99	630.38	644.11	577.47	488.53
应收票据	1.41	94.99	147.89	173.98	232.53
应收账款	439.21	491.60	691.83	900.41	1,203.43
预付账款	14.63	66.38	77.51	115.72	153.00
存货	126.97	278.36	325.03	485.29	641.63
其他	27.27	51.14	51.14	51.14	51.14
<b>非流动资产</b>	294.47	1,661.09	2,344.91	2,352.61	2,369.72
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	201.88	250.74	912.69	883.28	865.54
无形资产	68.06	123.00	134.93	149.75	172.49
其他	24.53	1,287.34	1,297.29	1,319.58	1,331.70
<b>资产总计</b>	1,007.94	3,273.93	4,282.42	4,656.63	5,139.99
<b>流动负债</b>	282.95	994.87	1,094.65	1,199.27	1,308.15
短期借款	70.00	109.06	167.90	167.90	167.90
应付票据	0.00	16.68	19.47	29.07	38.44
应付账款	34.57	76.03	88.78	132.56	175.26
其他	178.38	793.10	818.50	869.74	926.54
<b>非流动负债</b>	38.01	104.02	455.49	455.49	455.49
长期借款	17.00	66.50	417.97	417.97	417.97
其他	21.01	37.52	37.52	37.52	37.52
<b>负债合计</b>	320.97	1,098.89	1,550.14	1,654.76	1,763.64
少数股东权益	12.84	13.88	12.80	10.84	8.12
归属母公司股东权益	674.14	2,161.16	2,719.48	2,991.02	3,368.23
<b>负债和股东权益</b>	1,007.94	3,273.93	4,282.42	4,656.63	5,139.99

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	540.74	867.15	1,106.10	1,588.28	2,122.79
同比(%)	50.48%	60.36%	27.56%	43.59%	33.65%
归属母公司净利润	54.79	110.86	150.31	271.55	377.21
同比(%)	2.59%	102.33%	35.58%	80.66%	38.91%
毛利率(%)	31.64%	30.82%	36.67%	34.15%	34.86%
ROE%	8.21%	7.82%	6.16%	9.51%	11.86%
EPS(摊薄)(元)	0.20	0.40	0.54	0.98	1.36
P/E	97	48	35	20	14
P/B	7.91	2.47	1.96	1.78	1.58
EV/EBITDA	39.84	31.08	18.14	13.51	10.42

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	540.74	867.15	1,106.10	1,588.28	2,122.79
营业成本	369.68	599.87	700.45	1,045.83	1,382.74
营业税金及附加	1.81	7.33	9.95	14.29	19.11
销售费用	1.32	5.35	14.38	9.80	13.10
管理费用	68.11	90.56	106.19	152.47	203.79
研发费用	0.00	9.98	21.57	30.97	41.39
财务费用	18.37	14.34	76.65	19.58	21.41
减值损失合计	20.08	31.60	35.47	47.67	66.52
投资净收益	0.24	-0.71	-0.70	-0.39	-0.60
其他	0.64	29.05	34.96	50.20	67.10
<b>营业利润</b>	62.26	136.45	175.70	317.47	441.25
营业外收支	2.17	-2.75	-0.14	-0.31	-0.67
<b>利润总额</b>	64.43	133.70	175.56	317.16	440.58
所得税	9.55	23.64	26.33	47.57	66.09
<b>净利润</b>	54.88	110.06	149.22	269.59	374.49
少数股东损益	0.09	-0.80	-1.08	-1.96	-2.72
<b>归属母公司净利润</b>	54.79	110.86	150.31	271.55	377.21
EBITDA	94.87	161.52	327.78	439.97	570.36
EPS(当年)(元)	0.28	0.44	0.54	0.98	1.36

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	6.93	14.59	27.43	57.91	49.71
净利润	54.88	110.06	149.22	269.59	374.49
折旧摊销	28.35	39.59	69.14	101.54	108.51
财务费用	2.09	-11.77	83.09	21.27	21.27
投资损失	-0.24	0.71	0.70	0.39	0.60
营运资金变动	-95.89	-161.89	-305.46	-376.21	-512.83
其它	17.74	37.89	30.75	41.34	57.68
<b>投资活动现金流</b>	-77.58	90.18	-748.94	-103.29	-117.38
资本支出	-14.90	-35.34	-748.24	-102.90	-116.78
长期投资	2.64	0.00	-0.70	-0.39	-0.60
其他	-65.32	125.51	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	25.98	255.33	786.52	-21.27	-21.27
吸收投资	0.00	0.00	420.57	0.00	0.00
借款	49.00	112.56	410.31	0.00	0.00
支付利息或股息	21.87	27.58	44.37	21.27	21.27
<b>现金流净增加额</b>	-50.99	361.77	13.73	-66.65	-88.93

## 研究团队简介

**姜永刚**，金属和新材料行业首席分析师。中南大学冶金工程硕士，曾任中国有色金属工业协会副处长，2016 年任广发证券有色行业研究员，开始从事证券行业研究工作，2020 年 1 月加入信达证券研究开发中心，担任金属和新材料行业首席分析师。

**丁士涛**，金属和新材料行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，加盟信达证券研发中心后，先后从事有色金属和建材行业研究。

**冯孟乾**，金属和新材料行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。