

证券研究报告—深度报告

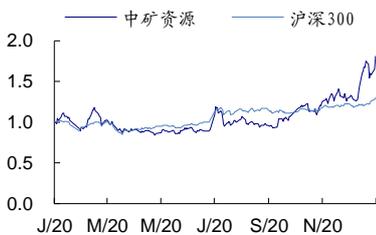
有色金属

有色金属冶炼

中矿资源(002738)
买入

合理估值: 40.95-45.31 元 昨收盘: 30.34 元 (首次评级)

2021年01月06日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	306/242
总市值/流通(百万元)	9,296/7,351
上证综指/深圳成指	3,529/15,148
12个月最高/最低(元)	30.34/13.86

证券分析师: 刘孟峦

 电话: 010-88005312
 E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

 电话: 021-60933161
 E-MAIL: yangyao hong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040005

联系人: 焦方冉

 电话: 021-60933177
 E-MAIL: jiaofangran@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

铯铷为盾, 锂为矛

● 快速崛起的锂业新秀, 原料和技术保障能力强

公司在收购东鹏新材之后实现战略转型, 在铯铷盐和锂盐领域逐步建立起领先优势。东鹏新材目前已具备年产 5000 吨高纯碳酸锂、6000 吨电池级碳酸锂以及 3000 吨电池级氟化锂的生产能力, 其氟化锂产品已经成为国内制作锂离子电池电解质的主要供应商之一, 市占率超过 35%。目前公司正在积极拓展电池级氢氧化锂/碳酸锂项目, 在建年产 2.5 万吨产能预计在今年下半年投产, 公司在海外市场多年的矿物勘查与矿权投资业务能给项目提供稳定的原料支持, 在铯铷盐和锂盐领域多年的研发和生产经验能给项目提供有效的技术支持, 所以公司未来有望在锂离子动力电池领域取得新的突破。

目前全球锂行业景气度快速提升, 新能源汽车需求主导下电池级碳酸锂价格已经走出底部, 预计之后有望叠加澳矿产能出清, 原料锂辉石价格启动将进一步推动碳酸锂和氢氧化锂价格上涨。全球汽车电动化发展空间广阔, 锂行业需求有望持续快速增长。

● 垂直整合打造全球铯铷行业龙头

全球铯矿资源非常稀缺, 同时由于较高的技术壁垒, 造成全球范围内可实现铯铷盐量产的公司只有东鹏新材、Cabot 特殊流体事业部及美国雅保。公司 2019 年收购了 Cabot 特殊流体事业部, 取得其储量巨大的铯榴石矿山及丰富的铯资源。自此公司完成了“铯资源开发+铯盐研发与生产+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局, 拥有全球 80% 铯榴石矿产资源。铯铷盐尚属于新兴产品, 终端应用领域广泛, 公司掌握着行业定价权, 预计未来总体供需将保持供不应求的局面。

● 风险提示: 铯铷盐和锂盐市场需求不达预期; 公司扩产进度低于预期。

● 首次覆盖, 给予“买入”评级

通过多角度估值得出公司合理估值区间 40.95-45.31 元, 相对目前股价有 35%-49% 的溢价空间。考虑到公司铯铷盐业务能够提供稳定的利润来源, 锂盐业务有望快速实现突破。我们预计公司 20-22 年每股收益 0.56/1.02/1.39 元, 利润增速分别为 23.6%/81.2%/35.7%, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	867	1,165	1,284	1,857	2,731
(+/-%)	60.4%	34.3%	10.3%	44.6%	47.0%
净利润(百万元)	111	140	173	314	425
(+/-%)	102.3%	26.3%	23.6%	81.2%	35.7%
摊薄每股收益(元)	0.44	0.50	0.56	1.02	1.39
EBIT Margin	18.9%	22.2%	20.2%	24.3%	21.7%
净资产收益率(ROE)	5.1%	5.2%	6.1%	10.3%	12.7%
市盈率(PE)	68.7	60.2	53.7	29.6	21.8
EV/EBITDA	43.2	30.2	35.0	21.8	17.8
市净率(PB)	3.53	3.12	3.29	3.05	2.78

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司具备三个核心竞争优势：一是公司在全球铯铷盐领域已拥有绝对优势，拥有全球 80%以上的铯榴石矿产资源；在电池级氟化锂领域也已经成为国内制作锂离子电池电解质的主要供应商之一，这两块业务能给公司提供稳定的利润来源；二是公司起步于矿物勘查业务，承担了中国企业在有色金属领域“走出去”主要的代表性项目，核心团队在海外市场有丰富的从业经验和项目管理经验；同时公司在海外市场开展矿权投资业务，能够为自身铯铷盐和锂盐业务提供重要支撑；三是公司积极布局新能源产业链，新建 2.5 万吨电池级锂盐生产线预计在今年下半年投产，公司在海外市场多年的矿物勘查与矿权投资业务能给项目提供稳定的原料支持，在铯铷盐和锂盐领域多年的研发和生产经验能给项目提供有效的技术支持，所以公司未来有望在锂离子动力电池领域取得新的突破。预计公司 2020-2022 年收入分别为 12.84/18.57/27.31 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 1.73/3.14/4.25 亿元，净利润年增速分别为 23.6%/81.2%/35.7%，每股收益 20-22 年分别为 0.56/1.02/1.39 元。未来一年合理的估值区间 40.95-45.31 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，预计公司铯铷盐业务随着市场空间进一步开发，有望实现高增速；氟化锂业务随着新能源汽车产业链快速发展，有望实现高增速；

第二，预计全球锂行业已走出底部区间，景气度有望持续提升，公司 2.5 万吨电池级锂盐生产线有望快速投产，并且实现达产达标。

与市场的差异之处

第一，市场认为铯铷盐属于小金属，不具有成长性。我们认为全球铯铷盐市场呈现寡头垄断的格局，公司拥有绝对的话语权和定价权，铯铷盐应用领域广泛且在很多领域具有不可替代性，市场空间有望逐步打开；

第二，市场认为公司新建 2.5 万吨电池级锂盐生产线没有绑定上游原料供应和下游客户资源，有较大不确定性。我们认为公司海外矿物勘查和矿权投资能够提供原料支持，铯铷盐和氟化锂业务能够提供技术支持，新产能有望快速打开市场。

股价变化的催化因素

第一，锂行业景气度快速提升，电池级碳酸锂和氢氧化锂价格持续上涨；

第二，全球新能源汽车产业市场空间广阔，特斯拉国产 ModelY 推出。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，铯铷盐和锂盐市场需求不达预期；

第二，公司扩产进度低于预期。

内容目录

估值与投资建议.....	6
绝对估值: 34.25-45.31 元.....	6
绝对估值的敏感性分析.....	6
相对法估值: 40.95-46.06 元.....	7
投资建议.....	7
公司概况: 起步于矿物勘查, 延伸铯铷锂产业链.....	8
公司业务分析: 全球铯铷龙头, 积极拓展锂盐产能.....	10
海外固体矿产勘查的先行者.....	10
垂直整合打造全球铯铷行业龙头.....	13
快速崛起的锂业新秀.....	15
财务分析: 相比同行可比公司, 盈利能力更加突出.....	18
铯行业分析: 特色资源助力强国发展战略.....	21
铯铷盐市场供给呈现寡头垄断的格局.....	21
铯铷盐应用领域广泛, 但需求量尚未完全打开.....	21
锂行业分析: 原料供应紧张, 终端需求火爆.....	23
预计 2021 年全球锂精矿原料供应紧张.....	23
氢氧化锂符合动力电池三元材料高镍化发展趋势.....	25
全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力.....	26
盈利预测.....	29
假设前提.....	29
未来 3 年盈利预测.....	30
盈利预测的敏感性分析.....	30
风险提示.....	31
附表: 财务预测与估值.....	32
国信证券投资评级.....	33
分析师承诺.....	33
风险提示.....	33
证券投资咨询业务的说明.....	33

图表目录

图 1: 公司历史沿革	8
图 2: 公司营业收入变化.....	9
图 3: 公司净利润变化.....	9
图 4: 公司主营业务构成.....	9
图 5: 公司毛利构成	9
图 6: 公司毛利率和净利率变化.....	10
图 7: 公司主营业务毛利率 (%)	10
图 8: 公司分地区营业收入占比.....	11
图 9: 公司分地区毛利占比	11
图 10: 公司固体矿物勘查服务板块营收与利润	11
图 11: 有色金属勘探开支随金属价格变动.....	12
图 12: 全球铜勘探开支与 LME 铜价 (美元/吨)	12
图 13: 公司完成铯盐全产业链布局.....	13
图 14: 公司拥有全球铯资源绝对控制地位.....	14
图 15: 公司铯钾盐板块营收及增速	15
图 16: 东鹏新材锂盐产业链	16
图 17: 公司锂盐制备流程图	16
图 18: 国内氟化锂外销企业产能 (吨)	17
图 19: 公司锂盐板块营收及增速.....	17
图 20: 公司矿权投资全球化优势明显	18
图 21: 公司期间费用情况.....	18
图 22: 可比公司毛利率 (%)	19
图 23: 可比公司净利率 (%)	19
图 24: 可比公司净资产收益率 (ROE)	19
图 25: 可比公司投入资本回报率 (ROIC)	19
图 26: 可比公司应收账款周转天数.....	20
图 27: 可比公司净营业周期.....	20
图 28: 可比公司流动比率.....	20
图 29: 可比公司速动比率.....	20
图 30: 可比公司现金流量利息保障倍数	20
图 31: 可比公司已获利息倍数 (EBIT/利息费用)	20
图 32: 全球铯资源储量分布 (柱状图)	21
图 33: 全球铯资源储量分布 (饼图)	21
图 34: 甲酸铯具有无可比拟的优势.....	22
图 35: 碳酸锂价格持续上行 (含税价, 元/吨)	23
图 36: 氢氧化锂价格开始启动 (含税价, 元/吨)	23
图 37: 2019 年基础锂盐产能与产量对比图 (单位: 万吨 LCE)	25
图 38: 中国正极材料出货量 (万吨)	25
图 39: 全球不同三元电池型号结构.....	25
图 40: 电池级氢氧化锂外销价格显著高于内销 (元/吨)	26
图 41: 全球锂盐应用领域占比 (2019 年)	26

图 42: 中国锂盐应用领域占比 (2019 年)	26
图 43: 中国新能源汽车产业销量 (月度值, 万辆)	27
图 44: 中国正极材料生产量 (月度值, 万吨)	27
图 45: 全球主流汽车市场碳排放目标 (g/km)	28
图 46: 欧洲主流国家新能源汽车销量数据	28
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%)	6
表 2: 资本成本假设	6
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	7
表 4: 同类公司估值比较	7
表 5: 公司股东及实际控制人	8
表 6: 公司主要铯铷盐产品用途简介	13
表 7: 铯铷盐应用领域广泛	22
表 8: 全球“四湖七矿”生产碳酸锂现金成本汇总	23
表 9: 西澳锂矿山包销情况	24
表 10: 特斯拉产销量数据 (辆)	29
表 11: 公司产品价格和销量假设	29
表 12: 未来 3 年盈利预测表	30
表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	30

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：34.25-45.31 元

公司起步于矿物勘查业务，承担了中国企业在有色金属领域“走出去”主要的代表性项目，核心团队在海外市场有丰富的从业经验和项目管理经验。而随着两个重大的项目并购，东鹏新材和美国 Cabot 特殊流体事业部，公司也实现了战略转型，在铯铷盐和锂盐领域逐步建立起领先的优势，尤其是在铯铷盐领域已拥有全球 80% 铯榴石矿产资源，在行业内拥有绝对的定价权；另外在氟化锂领域也已经成为国内制作锂离子电池电解质的主要供应商之一，市占率超过了 35%。目前公司正在积极拓展电池级氢氧化锂/碳酸锂项目，公司在海外市场多年的矿物勘查与矿权投资业务能给项目提供稳定的原料支持，在铯铷盐和锂盐领域多年的研发和生产经验能给项目提供有效的技术支持，所以公司未来有望在锂离子动力电池领域取得新的突破。按照行业和公司的成长思路，我们预期公司 20-22 年收入分别为 12.84/18.57/27.31 亿元，归属于母公司股东的净利润分别为 1.73/3.14/4.25 亿元，净利润年增速分别为 23.6%/81.2%/35.7%，每股收益 20-22 年分别为 0.56/1.02/1.39 元。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	54.12%	14.15%	6.75%	-5.42%	48.07%	35.80%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	31.64%	30.82%	35.58%	35.41%	39.57%	36.57%	36.00%	36.00%	36.00%
管理费用/营业收入	12.45%	9.62%	8.93%	12.20%	12.10%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
销售费用/销售收入	0.24%	0.62%	2.03%	2.34%	2.42%	2.20%	2.05%	2.05%	2.05%
营业税及附加/营业收入	0.34%	0.85%	1.26%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
所得税税率	14.82%	17.68%	17.38%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
股利分配比率	39.92%	24.88%	41.96%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	20.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.80%
股票风险溢价	6.00%	有杠杆 Beta	1.10
公司股价（元）	30.34	Ke	9.08%
发行在外股数（百万）	306	E/(D+E)	94.67%
股票市值(E, 百万元)	9296	D/(D+E)	5.33%
债务总额(D, 百万元)	524	WACC	8.83%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	5.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 34.25-45.31 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析：

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		8.33%	8.58%	8.83%	9.08%	9.33%
永续 增 长 率 变 化	5.75%	58.61	52.66	47.68	43.46	39.83
	5.50%	53.77	48.69	44.37	40.67	37.46
	5.25%	49.71	45.31	41.53	38.25	35.38
	5.00%	46.27	42.41	39.06	36.13	33.54
	4.75%	43.31	39.88	36.89	34.25	31.90
	4.50%	40.73	37.67	34.97	32.57	30.43
	4.25%	38.47	35.71	33.26	31.08	29.11

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 40.95-46.06 元

选取与公司相近的锂矿与锂盐加工企业作比较, 采用 PE 法估值。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 2021 年 40-45 倍 PE 是合理的, 2021 年的合理价格区间分别为 40.95-46.06 元。而之所以给这样的估值是因为新能源汽车产业是未来需求确定性比较强的行业, 行业本身能保持比较高的增速, 而公司本身在钨铷盐和锂盐加工领域有着多年的研发和生产经验, 有助于目前在建的电池级氢氧化锂/碳酸锂项目能够快速投产, 并且实现达产达标, 充分享受到全球新能源汽车产业快速发展的红利。同时相比于同行业可比上市公司来说, 这个估值水平仍然是相对较低的。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 1月5日	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E			
002738	中矿资源	30.34	0.52	0.56	1.02	58.3	53.7	29.6	1.8	356.4	9296
同类公司:											
002460	赣锋锂业	118.50	0.28	0.43	0.88	423.2	278.7	135.1	7.8	228.5	151146
002497	雅化集团	26.57	0.07	0.26	0.40	379.6	102.0	67.0	3.2	9.8	27148
002240	盛新锂能	27.10	-0.11	0.08	0.27	-246.4	353.3	101.5	2.9	-16.0	20317
002756	永兴材料	63.80	0.95	0.92	1.15	67.2	69.5	55.6	1.7	-1924.1	25186
均值						155.9	200.9	89.8	3.9	NA	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面估值, 我们认为公司股票价值在 40.95-45.31 元之间, 2021 年的动态市盈率分别为 40 和 44 倍, 相对于公司目前股价有 35%-49% 的溢价空间。我们认为公司钨铷盐业务能够提供稳定的利润来源, 锂盐业务有望快速实现突破, 首次覆盖, 给予“买入”评级, 建议现价买入, 布局 2021 年。

公司概况：起步于矿物勘查，延伸铯铷锂产业链

中矿资源集团股份有限公司成立于 1999 年，前身“北京凯富源地质勘查有限公司”源自原有色金属工业总公司，是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，主要经营固体矿产勘查技术服务、轻稀金属原料加工及研发，同时也开展国际工程、贸易和矿权投资及开发等业务。公司 2008 年完成股份制改造，2014 年在深交所上市。

公司 2018 年 3 月取得 PSC 公司旗下 Arcadia 锂矿项目产品包销权，并借此契机积极对接锂资源加工企业；2018 年 8 月收购东鹏新材 100% 股权，进入新能源、新材料加工销售领域，成为国内电池级氟化锂的主要供应商及国内最大的铯盐、铷盐生产商和供应商；2019 年收购 Cabot 特殊流体事业部 100% 股权，取得其储量巨大的铯榴石矿山及丰富的铯资源，此次收购使得公司得以控制稀缺的铯矿资源，完成“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。公司目前已打造稀有轻金属资源开发与利用（铯、铷、锂）、矿权投资与矿业开发、地质勘查技术服务三大业务板块。

图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

股权控制结构：公司股权结构较为分散，截至 2021 年 1 月 5 日，刘新国等七名实际控制人直接持有上市公司 2.8% 的股份，并且通过中色矿业集团有限公司持有公司 18.18% 的股份。

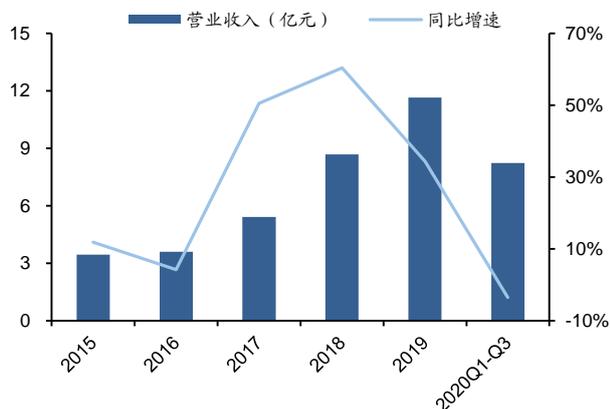
表 5：公司股东及实际控制人

股东名称	股数（万股）	占总股本比例（%）
中色矿业	5,571.2343	18.18%
刘新国	72	0.23%
王平卫	612.7	2.00%
汪芳淼	48.6	0.16%
陈海舟	40.5	0.13%
吴志华	18	0.06%
欧学钢	32.4	0.11%
魏云峰	32.4	0.11%
合计持有股份	6,427.8343	20.98%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

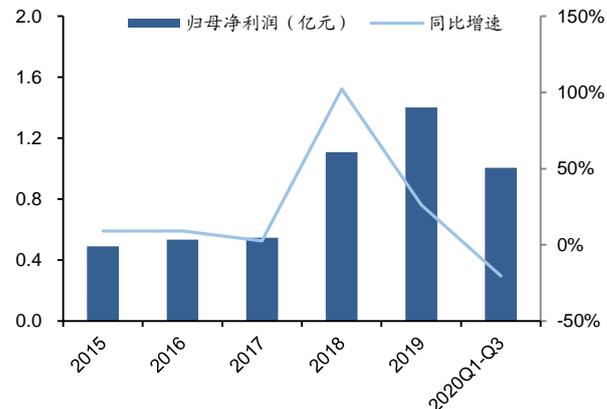
经营业绩：公司在 2018 年 8 月和 2019 年 7 月收购东鹏新材、Cabot 特殊流体事业部，两个公司并表使得公司近两年营收和净利润快速增长。公司 2019 年实现营收 11.65 亿元，同比增长 34.3%；实现归母净利润 1.40 亿元，同比增长 26.3%。公司 2020 年前三季度实现营收 8.23 亿元，同比下降 3.5%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 20.5%。

图 2：公司营业收入变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

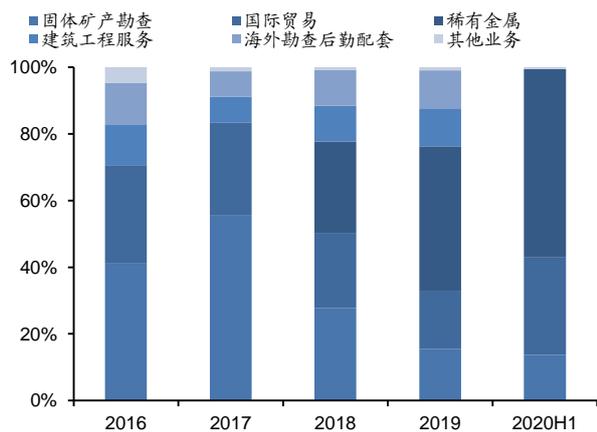
图 3：公司净利润变化



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

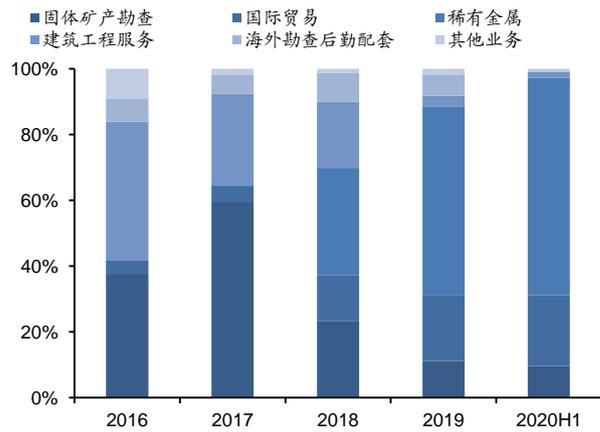
业务范围：公司业务范围从固体矿产勘查扩展到铯、铷、锂盐开采加工。公司在收购东鹏新材和 Cabot 特殊流体事业部之前，营收和利润主要来自固体矿产勘查、建筑工程服务和国际贸易板块，2017 年上述三个板块占营收 92.2%，占毛利 92.3%。公司完成两项收购之后，营收和利润的重心转向了铯铷盐和锂盐等稀有金属开采加工业务。2020 年上半年固体矿产勘查、建筑工程服务和国际贸易板块营收占比降至 44.5%，毛利占比降至 33.1%；稀有金属业务（铯、铷、锂盐开采加工）营收占比则达到 54.9%，毛利占比达到 66.1%。

图 4：公司主营业务构成



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 5：公司毛利构成

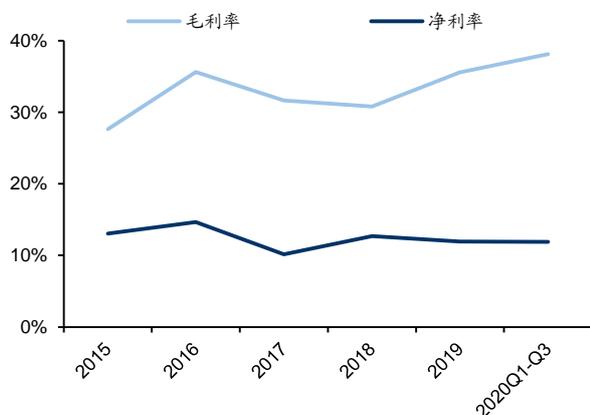


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司稀有金属业务占比提升，毛利率持续上升。2018 年以来，公司毛利率稳步提升，主要得益于稀有金属业务占比提升。自 2018 年收购东鹏新材、2019 年收购 Cabot 特殊流体事业部之后，稀有金属业务毛利率表现抢眼，2020 年前三季度毛利率高达 48.6%。另外，公司国际贸易业务毛利率大幅增加的主要原因是收购东鹏新材后，高毛利率的透锂长石贸易业务纳入合并报表范围内。公司

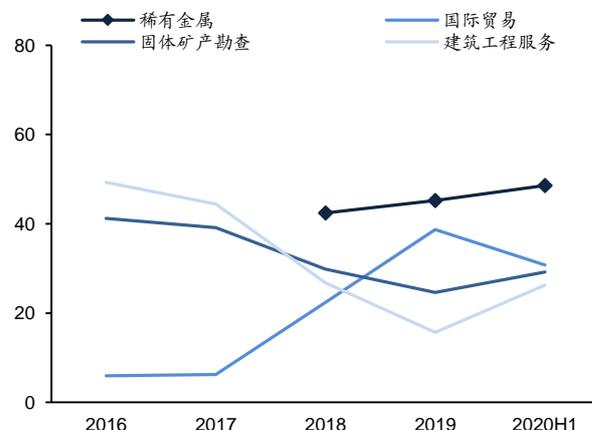
传统的固体矿产勘查业务毛利率呈现下滑趋势，主要是因为国内勘查企业加快“走出去”步伐，使公司的海外市场竞争加剧所致。

图 6: 公司毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 公司主营业务毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司业务分析: 全球铯铷龙头, 积极拓展锂盐产能

海外固体矿产勘查的先行者

业务模式: 1999 年公司成立之初主要以境内固体矿产勘查技术服务为主, 2003 年开始从事境外固体矿产勘查技术服务, 海外固体矿产地质勘查业务收入逐步成为公司盈利的主要来源, 公司是中国有色金属行业首批成规模“走出去”的固体矿产勘查技术服务公司。2007 年公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势, 开始在赞比亚从事矿权投资业务。公司在固体矿产勘查板块的业务模式主要是: 固体矿产勘查技术服务和矿权投资业务为核心, 海外勘查后勤配套及建筑工程服务为辅助。

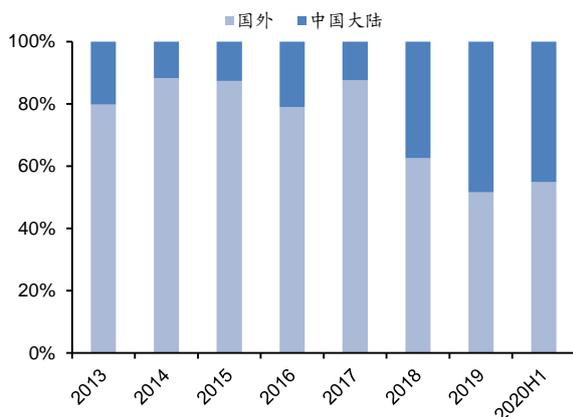
服务形式: 固体矿产勘查技术服务其形式是综合运用地质勘查技术, 获取不同区域成矿地质信息, 向客户提供矿权区内矿产资源潜力及开发利用前景的勘查报告。报告集成了与矿产资源开发相关联的各类重要的地质与矿产信息, 是相关矿业企业或投资商在开发、投资矿产资源过程中进行具体决策时所依据的重要基础性数据或信息。

公司在固体矿物勘查业务的核心竞争优势——

①先发优势。 公司矿产勘查技术服务以海外市场为主, 在多年的海外勘查技术服务实践中, 公司承担了中国企业在有色金属领域“走出去”主要的代表性项目, 在中国有色金属勘查技术服务海外细分市场的占有率名列前茅。公司先后承担中国有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、北方工业津巴布韦铂钯矿和刚果(金)科米卡铜钴矿、紫金矿业刚果(金)卡莫阿铜矿等多个具有国际影响力的重大项目, 积累了丰富的境外固体矿产勘查服务与管理经验。

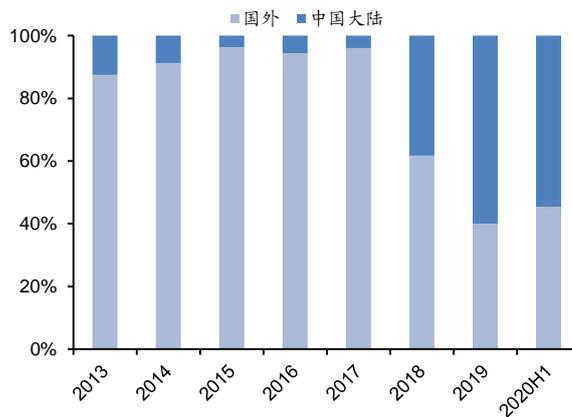
公司熟悉多国法律和风土人情, 与多国政府部门建立了良好的合作关系, 逐步实现项目本地化、有效缩短项目周期、降低管理成本, 提升管理效率, 也提高盈利水平, 使公司在市场开拓中获得先机。与国内同行业竞争者相比, 公司在境外固体矿产勘查业务领域具有明显的先发优势和经验优势。所以在 2018 年之前, 境外业务是公司营业收入和毛利的主要来源。

图 8: 公司分地区营业收入占比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司分地区毛利占比



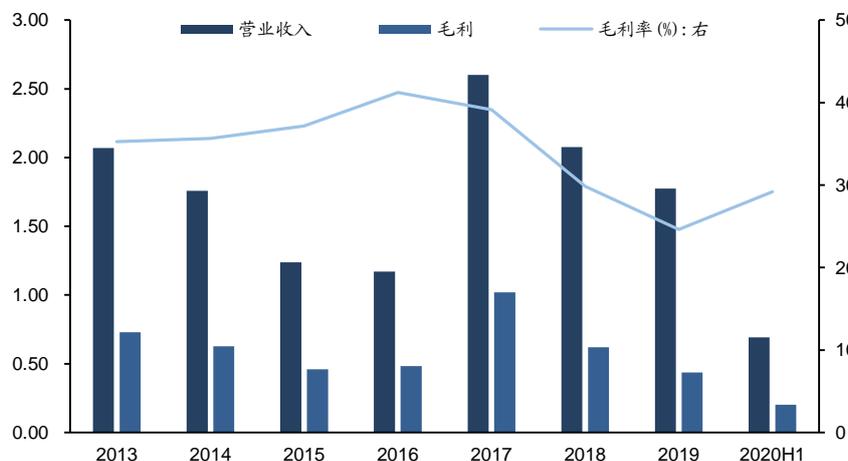
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

②研发与技术优势。公司全面掌握地、物、化、遥、钻等行业通用技术和前沿技术并熟练应用于项目实践中,在钻探口径上,公司可以为客户提供 37mm 至 3,000mm 所有口径的钻探服务;在钻探深度上,公司可以为客户完成千米以上深孔钻探;在复杂地层钻探方面,公司可以高质、高效完成隐伏矿等复杂地层的取芯钻探服务。

③专业的管理团队和技术团队。公司管理团队在固体矿产勘查技术服务行业拥有丰富的从业经验和境外项目管理经验。公司董事长王平卫拥有地质工程博士学位,全国探矿专业委员会副主任委员、全国探矿工程界专家,此外高管团队中多人是具有多年地勘专业经验的高级工程师。公司技术力量雄厚,拥有博士 10 人,硕士 41 人;教授级高级工程师 6 人,高级工程师 27 人,该等人员在地质勘查一线工作多年,经验丰富。

但在 2017 年以后,公司固体矿物勘查服务板块营收和毛利率均呈现下滑趋势,一方面原因是同期全球基本金属价格较为低迷,造成全球矿物勘查市场景气度下降,另一方面则是公司的主要竞争对手华北地勘局、中国有色桂林矿产地质研究院、湖南有色地质勘探局等事业单位纷纷加快“走出去”步伐,海外市场竞争加剧,使得公司在此期间合同定价有所下滑。

图 10: 公司固体矿物勘查服务板块营收与利润



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

全球金属勘探市场有望转暖。 固体矿产资源勘查处于矿业开发产业链的前端，从资源预查、普查、详查到勘探需要较长的周期。勘探开支随着金属价格涨跌而变动，呈现一定的周期性。过去 20 年有两轮明显的有色金属勘探热潮，第一轮是在 2004 年前后，驱动是中国工业化和城镇化进程加速增加金属需求，导致金属价格在 2004-2006 年走出一轮大牛市，刺激矿山企业增加资本开支和勘探投入；第二轮出现在 2010 年前后，驱动是各国为摆脱金融危机推出经济刺激政策，尤其是中国“四万亿”计划增加有色金属需求，有色金属价格在 2009-2011 年再次走出一轮单边牛市，矿山勘探开发投资达到历史高位。2011 年之后，中国发展逐渐进入新常态，全球有色金属需求增速也出现放缓，金属价格持续阴跌到 2016 年才触底，在此期间矿山勘探开发投入大幅下滑。

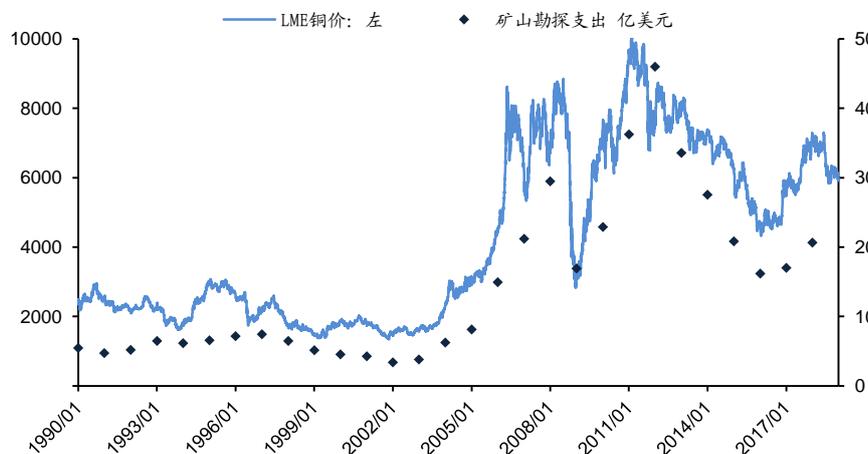
图 11: 有色金属勘探开支随金属价格变动



资料来源: S&P Global Market Intelligence、国信证券经济研究所整理

如下图以铜为例，从更长周期同样印证了矿山勘探开支随金属价格变动的密切关系。今年新冠疫情爆发以来，各国央行和政府为对冲疫情影响，采取了史无前例的措施为市场提供流动性，全球经济处于复苏阶段，有色金属价格也处于近 10 年以来的高位，必将刺激矿山企业加大矿产勘探开支，全球矿产勘查市场景气度有望提升。公司作为中国固体矿产勘查服务领域“走出去”排头兵之一，将充分受益于全球勘查市场回暖。

图 12: 全球铜勘探开支与 LME 铜价（美元/吨）



资料来源: S&P Global Market Intelligence、国信证券经济研究所整理

垂直整合打造全球铯铷行业龙头

2018年8月，公司收购东鹏新材100%股权，进入了稀有金属（铯、铷、锂）加工销售领域。在收购东鹏新材之前，公司属于东鹏新材的上游行业，公司的地质勘查和矿权投资等业务能够为东鹏新材的铯铷盐及锂盐生产提供矿源服务，所以收购东鹏新材是公司业务向中下游的延伸，二者的业务能形成较好的协同效应，公司也得以深入新能源、新材料领域，完善矿产资源开发与新能源、新材料协同发展的战略部署，逐步建立在新能源、新材料领域的领先优势。

由于公司铯铷盐和贸易业务主要原材料铯榴石和透锂长石均采购自津巴布韦Bikita公司，为降低铯铷盐业务的原材料供应风险，公司2019年收购了Cabot特殊流体事业部，取得其储量巨大的铯榴石矿山及丰富的铯资源。自此公司完成了“铯资源开发+铯盐研发与生产+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局。

图 13: 公司完成铯盐全产业链布局



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

铯铷盐应用领域广泛。铯盐产品主要作为碱性介质用于医药中间体、作为催化剂用于硫酸催化剂、作为添加剂用于X射线闪烁体、作为完井液/钻井液用于石油钻井和开采行业等方面。铷盐产品主要用于丙烯腈催化剂、特种玻璃、微型高能电池和晶体闪烁计数器等产品。目前铯盐、铷盐的应用广泛但需求量尚未完全打开，行业属于高速发展的起步期，未来的前景十分广阔。

表 6: 公司主要铯铷盐产品用途简介

产品名称	产品用途
碳酸铯	助溶剂、医药中间体、催化剂、分析试剂
碳酸铯溶液	助溶剂、医药中间体、催化剂
甲酸铯	石油天然气行业的完井液、钻井液等
硫酸铯	催化剂、分析试剂
硫酸铯溶液	催化剂
碳酸铷	光学玻璃制造、助溶剂、催化剂、分析试剂
硝酸铷	催化剂、分析试剂

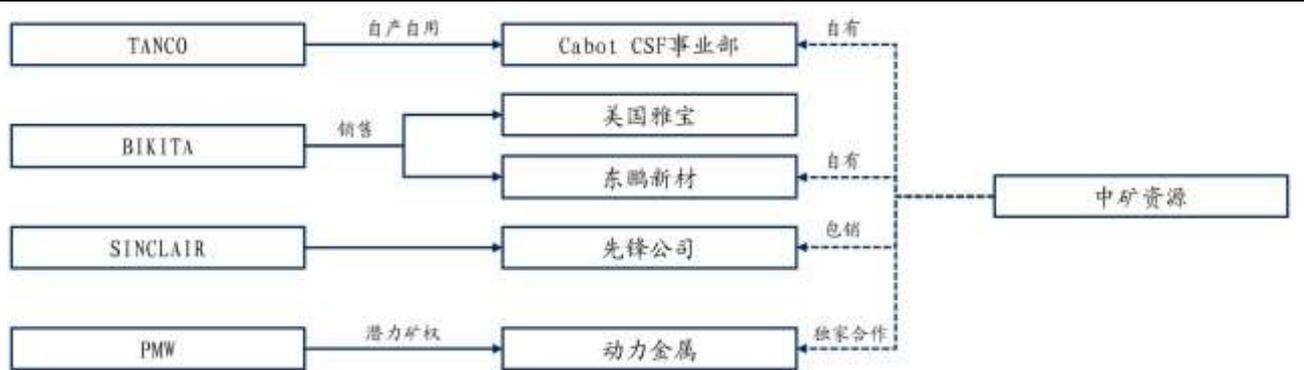
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在铯铷板块的竞争优势——

①资源优势。公司已拥有全球 80% 铯榴石矿产资源。铯榴石是生产铯盐的原料，属于稀缺资源，目前全球可供规模化开采的铯榴石资源主要集中于三大矿区，包括津巴布韦 Bikita 矿区，加拿大 Tanco 矿区和澳大利亚 Sinclair 矿区。其中 Bikita 矿区向上市公司子公司东鹏新材以及美国雅保提供原材料，并且东鹏新材拥有 Bikita 矿区铯榴石在中国地区的独家代理权。Tanco 矿区由公司收购的 Cabot 特殊流体事业部控制开采并自用。澳大利亚 Sinclair 矿区的铯榴石由先锋公司开采，并且由公司全额包销。

公司通过收购 Cabot 特殊流体事业部拥有了 Tanco 矿区的铯榴石资源，截至 2018 年 6 月 30 日，Tanco 矿山保有未开采铯矿石资源量 12.1875 万吨，氧化铯含量为 1.6643 万吨；铯尾矿石资源量约为 352.21 万吨，氧化铯含量约为 2.61 万吨。矿山未开采铯矿石资源量可能转为矿石储量约为 6.7806 万吨（平均含 Cs₂O 为 13.31%），铯尾矿石资源可能转为矿石储量约为 229.07 万吨。通过控制高品质的铯矿资源，奠定公司铯盐业务的资源优势，进而掌握了铯盐产业链全球定价权。

图 14: 公司拥有全球铯资源绝对控制地位



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

②市场优势。由于铯榴石资源的稀缺性以及较高的行业技术壁垒，造成全球范围内可实现铯铷盐量产的公司只有中矿资源和美国雅保。公司子公司东鹏新材多年来从事铯铷盐及锂盐的生产、研发、销售，拥有丰富的经验和良好的市场口碑，产品获得市场欢迎和认可。铯盐及铷盐的加工技术工艺、产品质量已经达到国际先进水平。作为国内少数可大规模量产铯盐 and 铷盐的公司之一，东鹏新材在该细分市场建立了较高的行业地位和品牌知名度，同时在该细分市场的国内市场占有率已达到 75%。

考虑到铯铷盐及锂盐产品制备技术等客观因素，只有制备方法成熟、产品质量稳定的企业才能在市场竞争中占据竞争优势。东鹏新材铯盐及铷盐产品在国内已取得了绝对的市场优势；氟化锂产品也已经取得绝大多数下游客户的认可。东鹏新材已与森田化工、必康股份、金牛电源、天际股份、美国杜邦、德国巴斯夫等一系列业内知名公司建立起持续稳定的合作关系，销售网络遍及美国、欧洲、日本等多个国家。

公司收购的 Cabot 特殊流体事业部与哈里伯顿、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保持着良好的合作关系。其中，Cabot 的甲酸铯产品已经成为全球相关企业的唯一或主要供应商，其铯盐的加工技术工艺、产品质量代表了国际最先进的水平。

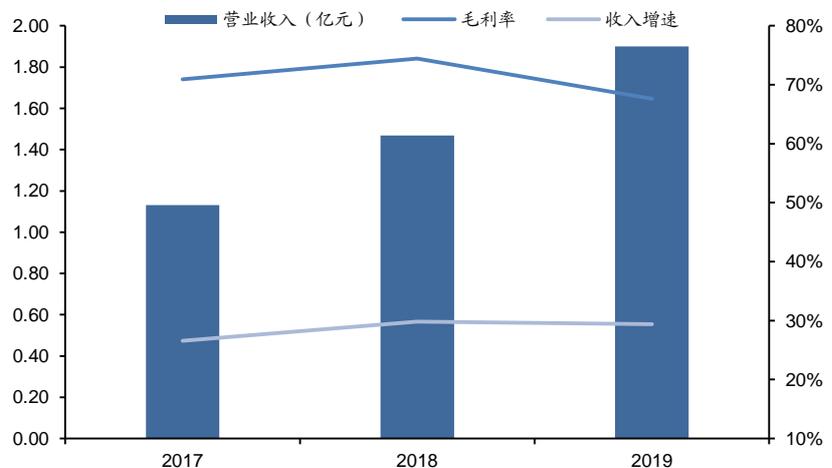
综上，公司拥有优质的客户资源，或为世界 500 强企业，或为各自行业的全球领军企业，对其全球供应链设有严格质量控制标准，准入门槛很高，合作一旦开始，长期稳定性将是双方共同期望。

③技术优势。东鹏新材是国内锂离子电解质六氟磷酸锂关键原料氟化锂的主要供应商及国内最大的铯盐、铷盐生产商和供应商，是电池级氟化锂等五个产品国家行业标准的参与制定者，也是硫酸铯、甲酸铯、硝酸铯、金属铯等八个产品的国家行业标准制定者，同时还是中国唯一一家拥有省级铷铯资源综合利用及材料工程研究中心的企业。

公司轻稀土金属原料业务板块的主要研发团队和管理团队均为业内资深人士，在锂盐和铷铯盐行业的平均从业年限在 10 年以上，具有丰富的质量控制、产品研发、生产管理经验。东鹏新材董事长孙梅春曾在江西锂厂担任氢氧化锂车间主任、副厂长、厂长职务，参与多项锂、铷、铯等发明、实用新型专利发明，从事行业二十多年，对铷铯盐及锂盐产品制作工艺有丰富的实践经验。

公司在铷铯盐板块具有强大的盈利能力。基于公司在铷铯盐板块的行业地位和竞争优势，铷铯盐板块始终保持着较强的盈利能力。近 3 年子公司东鹏新材铷铯盐产品毛利率一直在 70% 以上，Cabot 特殊流体事业部精细化工业务毛利率也能维持在 60% 以上。公司 2019 年铷铯盐板块毛利率下降主要是因为公司在 2019 年 7 月完成 Cabot 特殊流体事业部的收购，而 Cabot 特殊流体事业部精细化工业务毛利率低于东鹏新材，所以拉低了整体毛利率。

图 15: 公司铷铯盐板块营收及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

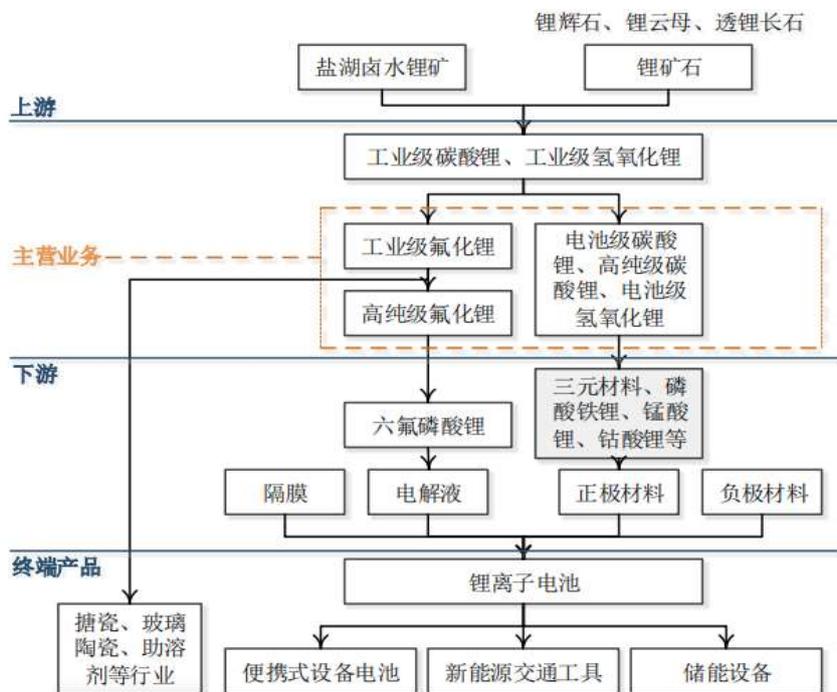
快速崛起的锂业新秀

东鹏新材是国内品牌认可度较高的电池级氟化锂的专业生产商和主要供应商，参与制定了电池级氟化锂和电池级氢氧化锂等产品的国家行业标准，享有较高的市场地位，也是森田化工等日本企业的长期主要供应商。东鹏新材已经获得电池级氟化锂等 11 项发明专利，拥有电池级氢氧化锂、高纯碳酸锂和电池级碳酸锂等产品的系列核心技术。东鹏新材目前已具有年产 5,000 吨高纯碳酸锂、6,000 吨电池级碳酸锂及 3,000 吨电池级氟化锂的生产能力，相关产品在市场享有良好口碑。

目前公司锂盐产品包括电池级氟化锂和电池级碳酸锂，其中电池级氟化锂用于制备六氟磷酸锂，进而制备锂离子电池电解液；电池级碳酸锂用于制备锂离子

电池正极材料。经过十余年的发展和技术积累，东鹏新材的锂盐类产品，尤其是氟化锂产品已经成为国内制作锂离子电池电解质的主要供应商之一，市占率超过 35%（不包括自产氟化锂并自用于六氟磷酸锂生产线的厂商）。

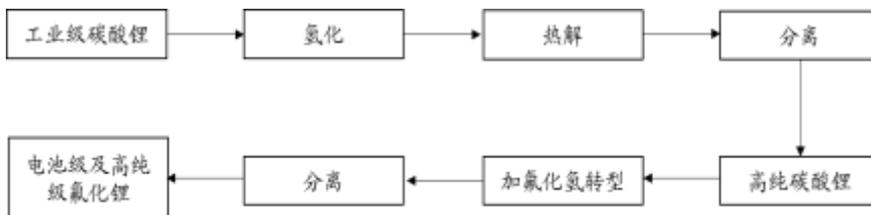
图 16：东鹏新材锂盐产业链



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

生产原料及工艺。东鹏新材锂盐产品目前主要原料为工业级碳酸锂和氢氧化锂，主要是从天齐锂业、赣锋锂业和美国雅保等公司采购。公司制备高纯碳酸锂及电池级氟化锂采用的工艺是将工业级碳酸锂提纯至高纯碳酸锂后再用氟化氢转型成电池级氟化锂，该工艺方法为东鹏新材首家发明，并取得发明专利。东鹏新材也是国内第一批生产高纯碳酸锂及电池级氟化锂的企业，同时也是第一批将电池级氟化锂产品打入到日韩市场的国内企业。该方法具有生产高纯碳酸锂及电池级氟化锂收率高、成本低、产品粒径粗、大小均一、纯度高且易于烘干等特点。

图 17：公司锂盐制备流程图

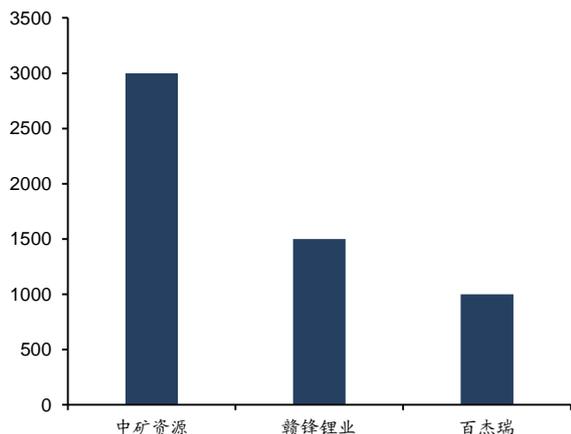


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

东鹏新材锂盐业务拥有良好的市场口碑，电池级氟化锂产品销往日本森田化工，成为特斯拉全球供应链的一员。除此之外公司锂盐客户还包括杉杉股份、天际股份、冀中能源、必康制药等 A 股上市公司。公司凭借稳定的产品品质、有效的成本控制措施，已经成为国内主要的三家电池级氟化锂供应商之一。

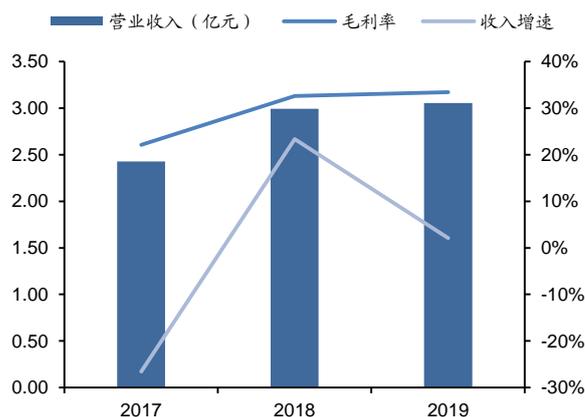
公司在锂盐板块具有稳定的盈利能力。由于氟化锂项目需要严格的安全生产审查和较好的生产工艺，实力较弱的企业介入难度较高，而对于大型企业如天齐锂业、赣锋锂业来说，电池级氟化锂市场规模较小，毛利率偏低而无意加大对氟化锂的投入，导致电池级氟化锂新投产项目少，供给状况整体较为稳定。需求端由于动力电池需求激增，带动电解质六氟磷酸锂需求量大增，对应氟化锂需求不断上升。近3年公司锂盐板块营业收入稳步增长，毛利率稳中有增，2019年锂盐板块毛利率33.45%。

图 18: 国内氟化锂外销企业产能 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 公司锂盐板块营收及增速



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

在建 2.5 万吨电池级锂盐生产线。2016 年东鹏新材已成功开发出透锂长石生产氢氧化锂的工艺技术，并且向江锂新材料提供透锂长石和相关生产工艺，成功批量生产氢氧化锂，公司公告称，该委托加工形成的氢氧化锂入库成本为 5-6 万元/吨，低于 2016 年氢氧化锂的市场价格，2016 年东鹏新材氢氧化锂外购的成本为 9-10 万元/吨。后因江锂新材料被美国雅保收购，东鹏新材终止了双方的委托加工合作，由此东鹏新材开始筹划自主建设锂盐生产线。公司于 2019 年 4 月公告，以东鹏新材为项目实施主体，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，项目总投资 5 亿人民币，预计于 2021 年下半年投产，投产后锂盐业务规模将实现跨越性增长。

公司锂盐板块资源保障能力强。2018 年 3 月，中矿资源与 PSC 公司签署合作协议，认购 PSC 公司增发的 16,666.67 万股股份，取得了 PSC 公司旗下非洲 Arcadia 锂矿项目部分产品的包销权，包销该项目 28 万吨的锂辉石精矿 (Li₂O 6%) 和 78.4 万吨的透锂长石精矿 (Li₂O 4%)。同时公司将利用其在海外地质勘查和矿权投资等领域的优势为锂盐加工业务提供矿源服务。

公司矿权投资业务是铯钨盐及锂盐业务的重要支撑。矿权投资和开发是公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技术的优势，在控制风险的前提下适时适度、有选择性的，通过登记申请、合作开发、收购等方式取得矿权，在取得阶段性勘查成果或探明矿区矿产品位及经济储量后，将矿权进行转让、评估作价入股或者将矿权进行开采开发以获取后续矿山开发收益的投资行为，目的是为公司创造并储备新的盈利增长点。截至 2019 年末，公司及所属子公司合计共拥有各类矿业权 92 处 (包含地表租约和采石矿矿权)，其中采矿权 35 处，探矿权 43 处，地表租约 13 处，采石场矿权 1 处。矿权的分布情况为：赞比亚境内现有矿权 4 个，其中采矿权 1 个，探矿权 3 个；津巴布韦境内现有 31 个矿权，均为采矿权；加拿大 Tanco 公司及控股的 Coltan 公司共计拥有 57 处矿权，其中采矿权 3 处，探矿权 40 处，地表租约 13 处，采石场矿权 1 处。公司矿权所涉及资源

矿种包括铜、钴、金、银、铬铁、锂、铯、钽等多种金属。

图 20: 公司矿权投资全球化优势明显



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

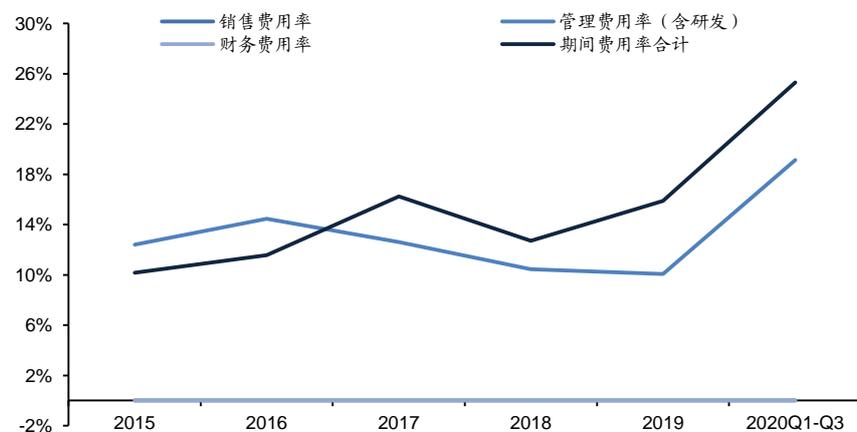
财务分析：相比同行可比公司，盈利能力更加突出

截至 2020 年三季度末，公司合并资产总额 47.85 亿元，负债 19.72 亿元，所有者权益 28.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 28.06 亿元。2020 年前三季度，公司实现营收 8.23 亿元，实现归母净利润 1 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.84 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.65 亿元。

盈利能力

2018 年以来公司期间费用率大幅上升，主要是因为近几年公司收购多项子公司业务。其中 2020 年前三季度销售费用同比大增 79.8%，主要是 Cabot 特殊流体事业部纳入合并报表同比增加 6 个月所致。

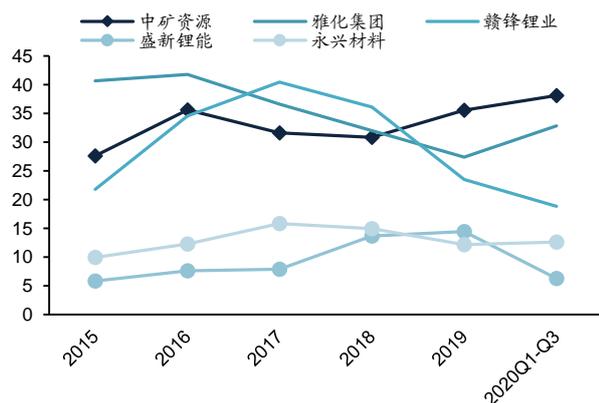
图 21: 公司期间费用情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

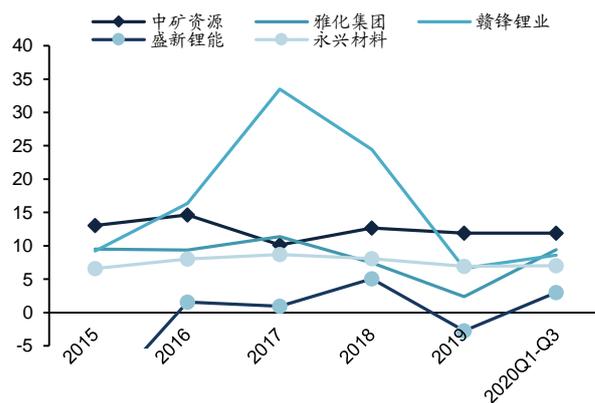
鉴于公司业务重心转向铯钾盐和锂盐业务，铯钾盐并没有可比标的，所以我们选取锂盐行业的赣锋锂业、雅化集团、盛新锂能、永兴材料与公司对比。赣锋锂业是全球最大的氢氧化锂生产企业，业务涵盖锂资源开发、锂盐加工以及锂电池生产。雅化集团采用民爆和锂盐业务双主业发展战略，现有 4.3 万吨锂盐加工产能。盛新锂能现有 4 万吨锂盐加工产能，同时在四川地区有锂辉石矿山布局。永兴材料是国内领先的不锈钢长材生产企业，同时在江西地区拥有优质锂云母资源，云母提锂年产 1 万吨电池级碳酸锂，另有 2 万吨规划产能。

图 22: 可比公司毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

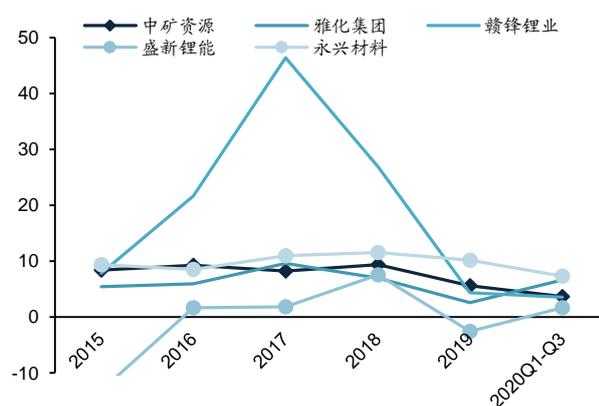
图 23: 可比公司净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

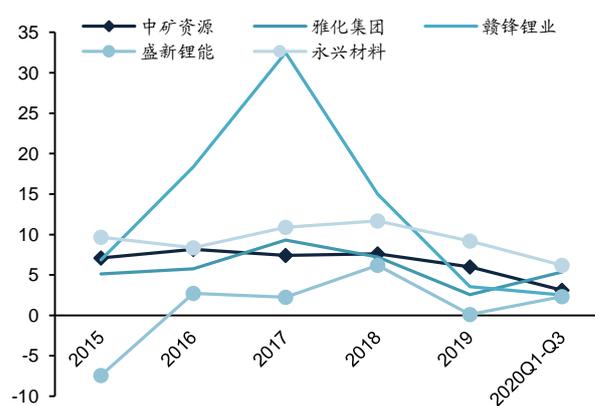
由于公司主营业务之一铯钾盐板块盈利能力较强，毛利率较高，使得公司整体毛利率水平在同行业公司处于偏高位置。净利率略有下降的原因是公司近两年收购子公司导致期间费用增加。

图 24: 可比公司净资产收益率 (ROE)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 可比公司投入资本回报率 (ROIC)

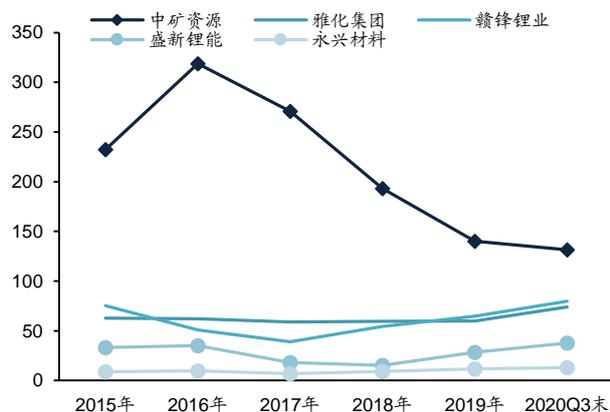


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

营运能力

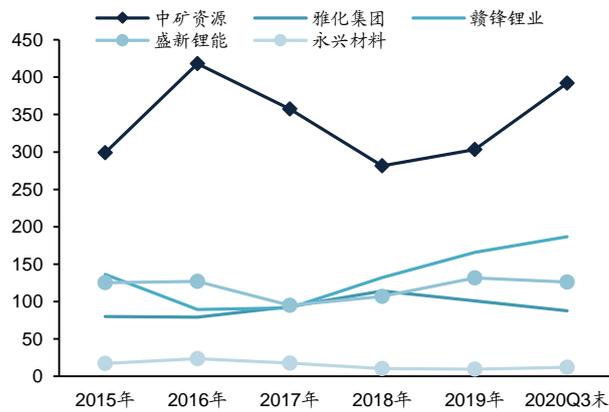
在收购东鹏新材之前，公司因开展建筑工程业务，主要客户是赞比亚教育部、国防部等政府部门和大型矿业企业，未能根据工程结算进度支付工程款，造成公司账龄 1-4 年，应收账款余额偏高。公司 2020 年前三季度净营业周期大增，主要是因为收购 Cabot 特殊流体事业部纳入合并报表，导致存货增加。

图 26: 可比公司应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 27: 可比公司净营业周期

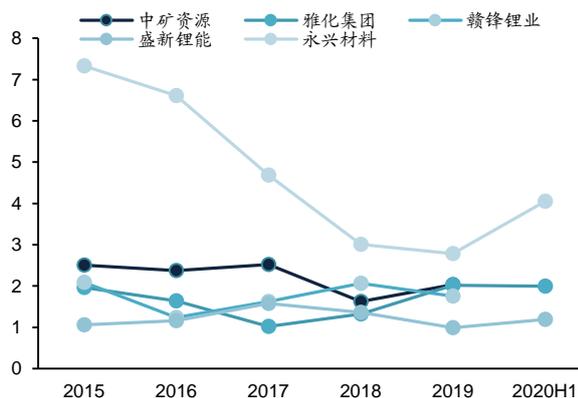


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

偿债能力

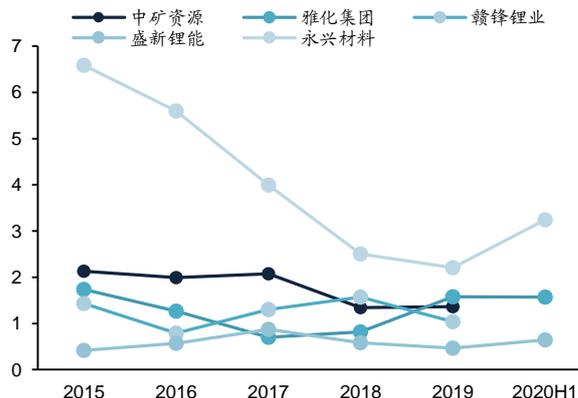
公司流动比率和速动比率在可比公司中处于中等水平, 尤其是 2018 年和 2019 年分别收购东鹏新材和 Cabot 特殊流体事业部之后有较大改善。公司偿还利息的能力也处于合理范围之内。

图 28: 可比公司流动比率



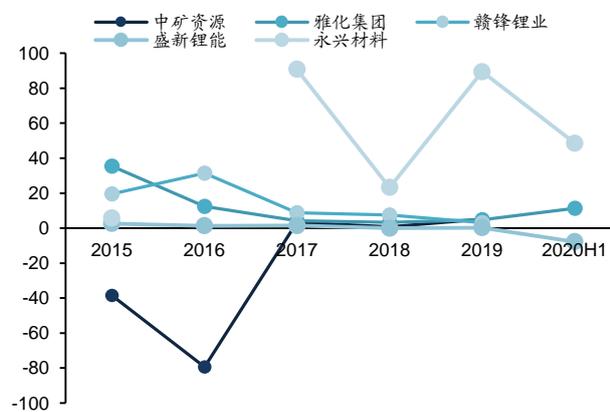
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 29: 可比公司速动比率



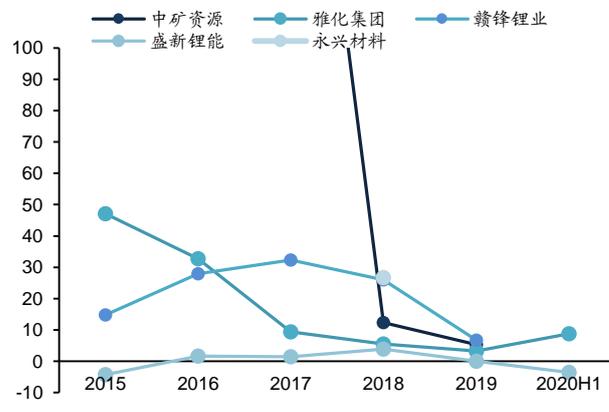
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 30: 可比公司现金流量利息保障倍数



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 31: 可比公司已获利息倍数 (EBIT/利息费用)



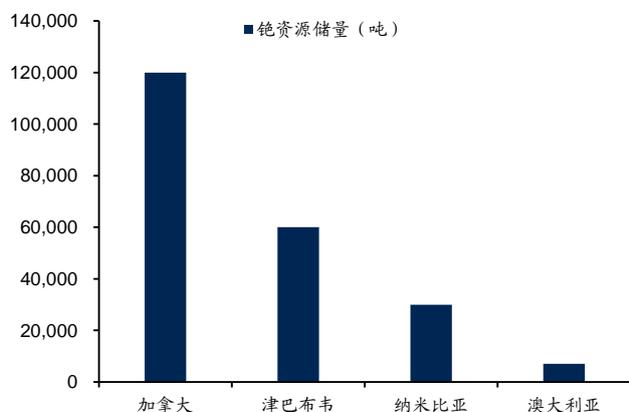
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

铯行业分析：特色资源助力强国发展战略

铯钾盐市场供给呈现寡头垄断的格局

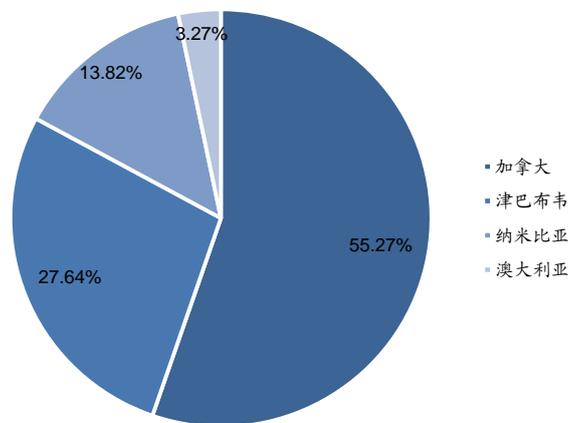
铯,原子序数 55,原子量 132.90543,是一种碱金属元素,密度为 1.8785g/cm³,是一种金黄色、熔点低的活泼金属。铯在自然界没有单质形态,主要以盐形式极少的分布于陆地和海洋中,全球保有矿石量稀少,并且在很多行业具有不可替代性。铯榴石是含铯矿物,也是提取铯的主要原料。根据美国地址调查局 USGS 的数据显示,全球已探明的铯资源储量(金属铯)约为 21.7 万吨,主要分布在加拿大、津巴布韦、纳米比亚等国。中国铯资源主要赋存于锂云母以及盐湖卤水中,至今未有可供独立开采的铯矿资源,所以目前国内高品质铯原料供应主要依赖于国外。

图 32: 全球铯资源储量分布(柱状图)



资料来源: USGS、国信证券经济研究所整理

图 33: 全球铯资源储量分布(饼图)



资料来源: USGS、国信证券经济研究所整理

USGS 数据显示,2000-2010 年,全球铯产品年均产量最高时为 200 吨左右,但多数时间铯产量维持在 50-60 吨。2011-2012 年全球铯产品产量较之前 200 吨几乎翻番,最高年产量达到 390 吨,平均年产量超过 200 吨。国外主要的铯生产国是美国、加拿大、日本和德国。2000-2010 年中国铯化合物产量约 10 吨,金属铯产量不到 5KG,而 2011 年之后国内产量出现井喷式增长,铯化合物产量扩大了 10 倍以上。

全球铯矿资源非常稀缺,目前全球可规模化开采的铯榴石资源主要集中于三大矿区,是津巴布韦的 Bikita 矿区、加拿大的 Tanco 矿区和澳大利亚的 Sinclair 矿区。由于铯榴石资源的稀缺性以及较高的行业技术壁垒,造成全球范围内可实现铯钾盐量产的公司亦只有东鹏新材、卡博特公司及美国雅保。铯钾盐产品尚属于新兴产品,下游需求在未来预计将持续扩大,同时上游可大规模量产铯钾盐产品的公司也仅有三家,其中两家又掌握在中矿资源手中,中矿资源掌握行业定价权,预计未来总体供需将保持供不应求的局面。

铯钾盐应用领域广泛,但需求量尚未完全打开

由于铯钾具有独特的性质,使其在许多领域中有着重要的用途。铯具有优异的光电性能,具有良好的导电性、导热性,是制造光电管、光电池的最好材料。铯是红外技术的必须材料,可以用在防空设备、军事侦察领域。此外,铯产生的辐射频率具有长时间的稳定性,可以作为微波标准频率,能够制造准确度很高的原子钟,用于科学研究、交通运输,尤其是导弹、宇宙航天器等领域。铯

还能够广泛应用于能源、电子、特种玻璃、医学等传统领域，同时也逐步应用于高科技领域中，如磁流体发电、热力自转换发电、离子推进器等方面。

全球整体铯盐收入呈持续增长趋势，在催化剂领域的应用普及是铯消费猛增的重要原因。铯铷在催化剂领域有三个重要的作用：一是做铯钒催化剂，在钢铁、有色金属冶炼、硫酸等行业做催化剂去除气体和其他杂质，由于其低温活性较高，提高SO₂氧化这一放热反应所能达到的最高转化率，从而降低尾气中SO₂的含量，脱硫效果非常显著；二是做完成液（甲酸铯），可用于深海高温高压石油和天然气钻井和勘探，公司公告披露，甲酸铯一口钻井使用量约为300-600吨，随着欧美发达国家进一步出台各项法规提高环保要求，以及石油价格逐步回暖，甲酸铯产品将能够进一步打开销售量，未来市场前景广阔；三是在制药用催化剂方向，目前美国、日本等国已经有许多药物添加了铯。新药的研制周期虽然较长，但药物一旦研制成功，将会在很大程度上拉动铯在医药领域的消费。目前铯、铷盐的应用广泛，但需求量尚未完全打开，行业属于高速发展的起步期。随着国家对环境保护的愈发重视，铯盐及铷盐产品的应用需求将会越来越大，使用范围也将越来越广，未来下游的需求会十分强劲。

表 7：铯铷盐应用领域广泛

领域	应用范围
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(2000万年不差1秒)、火箭推进剂(1KG铯在外层空间所产生的推力比任何其他燃料大1100倍，其航程是当今使用固体或液体燃料的约150倍)、离子推动发动机(比常规发动机轻10%-15%)，被称为“空间时代”的金属。
通讯	5G、离子云通讯(信号传输稳定，不受距离、无线电频率、天气限制)
新兴能源行业	磁流体发电材料(一般核电站的总热效率为29%-32%，而结合磁流体发电可使核电站总热效率提高到55%-66%)、热离子转化发电(用铯铷制作含铯铷涂层电极的热电换能器，与原子反应堆联用时，可在原子反应堆的内部实现热离子热核发电。
生物化学、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
催化剂	已广泛应用于氨合成、硫酸合成、氯化、氧化、聚合等催化合成反应中，铯钒催化剂(减少二氧化硫排放)等
电子器件	是制造光电池、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；红外技术的必需材料，用于辐射探测设备、医学影像设备和夜视设备等。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34：甲酸铯具有无可比拟的优势

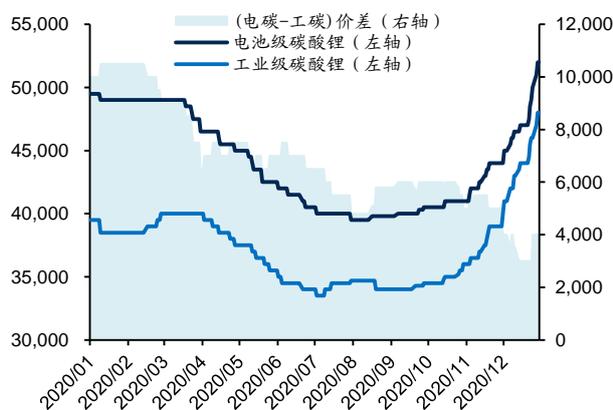


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

锂行业分析：原料供应紧张，终端需求火爆

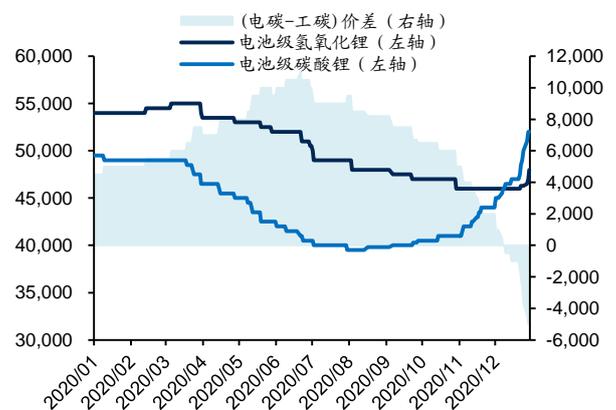
国产电池级碳酸锂价格从8月初最底部3.95万元/吨到目前为止已经涨至5.25万元/吨（亚洲金属网报价），涨幅达到32.91%。相反，国产电池级氢氧化锂的价格持续下行，最低跌至4.60万元/吨，直至最近价格才开始上涨，最近一周的时间内价格跳涨2000元至4.80万元/吨。另外值得注意的是，中国进口锂辉石现货价格也开始启动，此前一度跌至390美金/吨，最近一周的时间价格小幅上调至405美金/吨。本轮主要由需求主导驱动的碳酸锂行情，之后有望叠加澳矿产能出清，原料锂辉石价格启动推动碳酸锂和氢氧化锂价格共振，行业景气度有望持续提升。

图 35：碳酸锂价格持续上行（含税价，元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

图 36：氢氧化锂价格开始启动（含税价，元/吨）



资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

预计 2021 年全球锂精矿原料供应紧张

锂精矿价格跌至底部，西澳锂矿产能加速出清。中国锂辉石到岸价自 2018 年上半年开始从最高点 965 美金/吨到此前已跌破 400 美金/吨（亚洲金属网报价），这个价格已低于西澳七大锂矿当中 Wodgina 和 Bald Hills 单位现金成本。2019 年 8 月 Alita 公司发生债务违约，开始进行破产重组；2019 年 10 月雅保宣布 Wodgina 矿山关停维护；2020 年 10 月 Altura 被破产接管，计划在未来数周将矿山关停维护。Altura-Pilgangoora 于 2019 年 3 月开始商业化生产，项目 1 期年产 22 万吨锂精矿，2020 财年（2019Q3-2020Q2）合计生产锂精矿 18.13 万湿吨，名义产能利用率达到 82%，公司尽可能采用满产的策略来回笼现金，随着逐步爬产之后，锂精矿现金成本明显下降，稳定在 FOB350 美金/湿吨。但是由于前期高息的建设贷款（年利息率 15%），叠加锂精矿价格持续下行，公司最终还是于 10 月 26 日被 KordaMentha 破产接管。澳矿产能加速出清，原计划投入的新增产能也无限延期，行业底部信号愈加清晰。

表 8：全球“四湖七矿”生产碳酸锂现金成本汇总

所属公司	矿山	所在国家	矿物类型	锂精矿产能 (万吨)	折 LCE 产能 (万吨)	2020E 锂精矿现金成本 (美元/吨)	制取 1 吨碳酸锂的现金成本 (元/吨)
Livent	Salar del Hombre Muerto & Fenix Operations	阿根廷	盐湖	—	1.80	—	28000
Lithium Americas	Cauchari-Olarzoz	阿根廷	盐湖	—	2.50	—	30000
Orocobre	Olaroz Lithium	阿根廷	盐湖	—	1.75	—	30000
ALB-ROC	Salar de Atacama	智利	盐湖	—	4.40	—	31500
SQM	Salar de Atacama & Salar del Carmen	智利	盐湖	—	7.00	—	34000
Talison Lithium	Greenbushes	澳大利亚	矿石	135	16.88	250	29000

Galaxy Resources	MT Cattlin	澳大利亚	矿石	18	2.25	350	34600
Altura Mining	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	22	2.75	350	34600
Reed Industrial Minerals	MT Marion	澳大利亚	矿石	45	5.63	380	36280
Pilbara Minerals	Pilgangoora	澳大利亚	矿石	33	4.13	380	36280
Albemarle/Mineral Resources	Wodgina (精矿)	澳大利亚	矿石	75	9.38	450	40200
Alita	Bald Hills	澳大利亚	矿石	16	1.94	500	43000

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

西澳主力矿山以长单包销为主，能够流通的散单寥寥无几。澳洲锂辉石是全球最重要原材料供应，2019年澳洲矿石锂产量约占全球矿石锂产量85%，整体约占全球锂资源供应总量的51%。但是根据统计，澳洲锂辉石精矿产量已几乎完全被包销协议锁定，散单销售量寥寥无几。其中，Greenbushes产量全部给两大股东——天齐锂业和Albemarle；Mt Cattlin年产18万吨锂精矿分别包销给雅化集团12万吨和盛新锂能6万吨；Mt Marion年产40万吨锂精矿已全部包销给赣锋锂业；Pilbara-Pilgangoora年产33万吨锂精矿，包销给赣锋锂业16万吨和通用锂业14万吨，剩余部分散单销售；Altura-Pilgangoora年产22万吨锂精矿，包销给赣锋锂业7万吨、永杉锂业6万吨、瑞福锂业3.5万吨、Lionergy6.5万吨以及盛新锂能5万吨，即使考虑Altura在破产重组之后又快速复产，Altura已经没有多余产能可以进行散单销售。

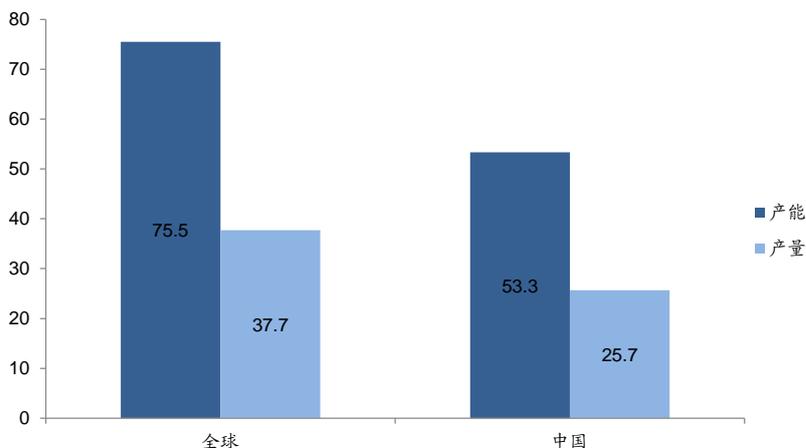
表9：西澳锂矿山包销情况

矿山	股权结构	锂精矿产能 (万吨)	包销情况
Greenbushes	天齐锂业51%，Albemarle49%	135	全部销售给天齐锂业和Albemarle
Mt Cattlin	Galaxy Resources100%	18	雅化集团12+盛新锂能6
Mt Marion	RIM100%，赣锋锂业和Mineral Resources(MRL)各持有RIM50%股权	40	全部销售给赣锋锂业
PLS-Pilgangoora	CATL持有Pilbara8.24%股权，是Pilbara单一第一大股东；赣锋锂业持有Pilbara6.86%股权。	33	赣锋锂业16+通用锂业14
Wodgina	Albemarle60%，Mineral Resources (MRL) 40%	75	停产维护
Altura-Pilgangoora	Altura全资控股，杉杉股份持有Altura15.11%股权	22	赣锋锂业7+永杉锂业6+瑞福锂业3.5+Lionergy6.5+盛新锂能5 Altura于2020年10月26日被破产接管
Bald Hills	Alita全资控股，Galaxy Resources持有公司12.22%股权，是公司的第一大股东	15.5	破产重组

资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

锂盐价格跌至底部区间，碳酸锂价格率先反弹。从2015年下半年开始，新能源汽车产业链逐步进入到公众视野当中，锂盐价格一路高歌猛进，其中国产电池级碳酸锂均价从5万元/吨快速上涨至17万元/吨，丰厚的利润和巨大的市场空间使得资本涌入，锂盐产能快速扩张，产能严重过剩，到2017年底国产电池级碳酸锂价格开始进入下行通道，前期最低已跌破4万元/吨，跌破上一轮行情启动的价位，重新回到历史底部区间，在这个价格水平之下，国内大部分碳酸锂生产线基本上都是呈现亏损状态。近期随着下游需求回暖带动正极材料企业开工率提升，叠加特斯拉ModelY等新车型推出，及年前的备货周期，动力电池企业订单火爆，出现比较明显的供需错配，市场看涨情绪依然高涨，预计短期内国产电池级碳酸锂价格仍会继续上行，甚至有望达到6万元/吨。国产碳酸锂价格触底反弹表明锂行业拐点已经到来，未来有望开启新一轮的长周期上行通道。

图 37: 2019 年基础锂盐产能与产量对比图 (单位: 万吨 LCE)

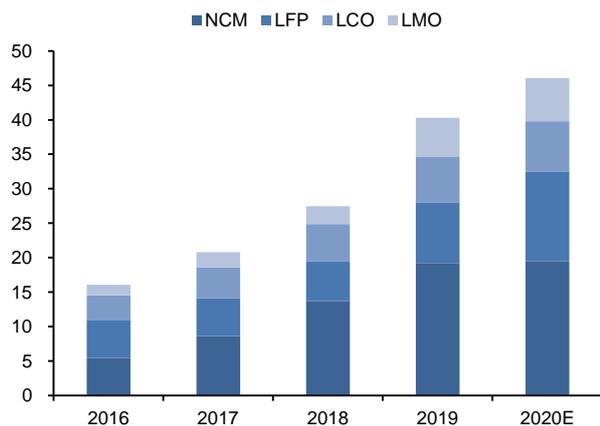


资料来源: 中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

氢氧化锂符合动力电池三元材料高镍化发展趋势

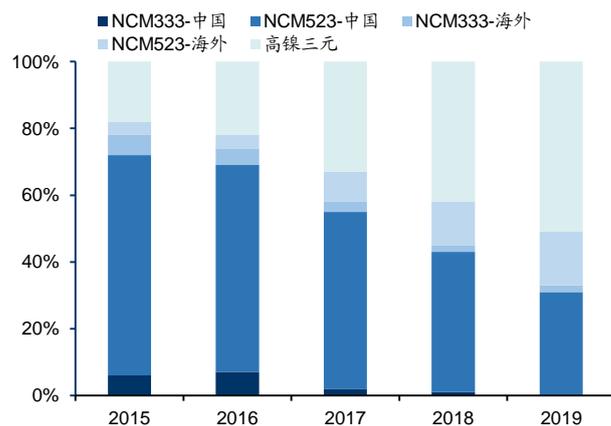
新能源汽车的发展瓶颈在于续航里程, 企业需要在保持现有系统重量的基础上提高整车电池容量。通过对不同电池正极材料的对比中可以发现, 三元材料(包括镍钴锰酸锂和镍钴铝酸锂)的比容量(能量密度)是最高的。在三元材料的组成成分中, 镍决定电量, 钴决定充放电速度, 锰决定稳定性。镍含量的增加可以带动电池比容量的增加, 相对应的会降低热稳定性和容量保持率, 所以三元锂电池能量密度普遍超过 200wh/kg, 而磷酸铁锂电池能量密度普遍在 140-150wh/kg。三元锂电池基本全部用于长续航需求的乘用车, 磷酸铁锂电池基本用于客车、专用车。三元锂电池呈现高镍化发展趋势, 象屿研究院数据显示, NCM333/523/622/811 能量密度分别为 175/200/230/290, 过去 5 年全球高镍型号电池(622、811、NCA)的市占率由 18%提升至 51%。

图 38: 中国正极材料出货量 (万吨)



资料来源: GGII、国信证券经济研究所整理

图 39: 全球不同三元电池型号结构

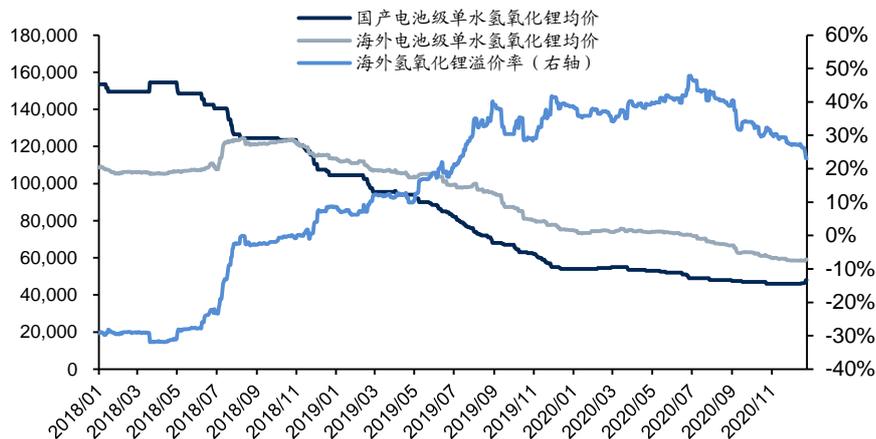


资料来源: 象屿研究院、安泰科、国信证券经济研究所整理

电池级氢氧化锂外销价格显著高于内销。从动力电池当前的技术路径来看, 三元材料高镍化发展趋势仍然是主流。单水氢氧化锂含量虽然低于碳酸锂(1KG 单水氢氧化锂折算仅约 0.88KG 碳酸锂当量), 但是价格往往比碳酸锂更高。目前 NCM523、NCM333 等中低镍三元材料主要采用电池级碳酸锂制备; NCM622 既可采用碳酸锂, 也可采用氢氧化锂; NCM811、NCA 等高镍三元主要采用电

池级氢氧化锂。从价格来看，通常电池级氢氧化锂外销均价比内销均价要高出30%以上。国内国外价格出现这么大的差距主要是因为，电池级氢氧化锂销售给海外的电池厂或者车企，有严格的认证周期，通过认证之后也是以长单为主，价格弹性相对较小，在氢氧化锂价格下行过程中相对优势就会体现出来，实际上外销价格更具有参考意义。

图 40: 电池级氢氧化锂外销价格显著高于内销 (元/吨)

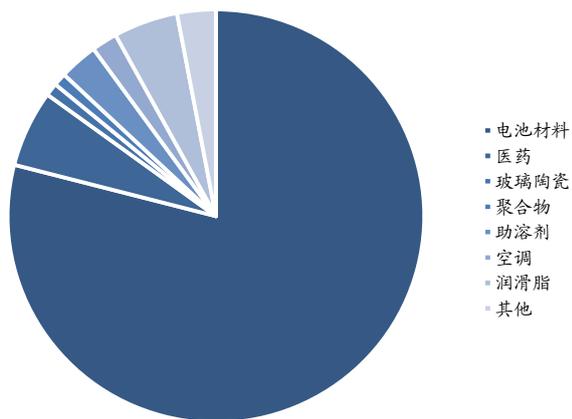


资料来源：亚洲金属网、国信证券经济研究所整理

全球汽车电动化仍是未来锂消费核心驱动力

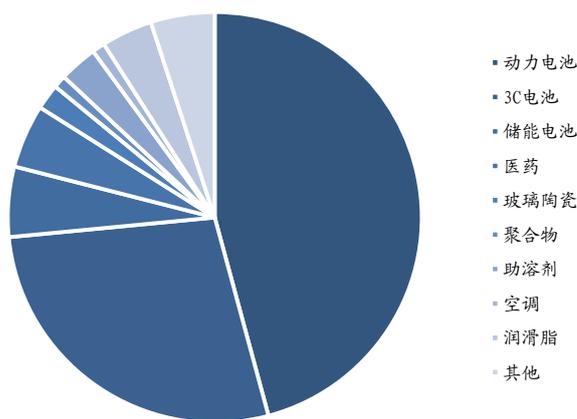
锂盐下游应用领域广泛。2019年，中国市场电池材料用锂盐的消耗量占总锂盐消耗量的79%，其次是医药和润滑脂等领域。电池材料用锂盐按照使用领域可进一步分为动力电池用锂盐、3C用锂盐和储能用锂盐，其中，动力电池领域占比达到58%，折算过来动力电池消耗量约占总需求量的46%，未来随着全球汽车电动化进一步发展，占比会逐步提高。

图 41: 全球锂盐应用领域占比 (2019 年)



资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

图 42: 中国锂盐应用领域占比 (2019 年)



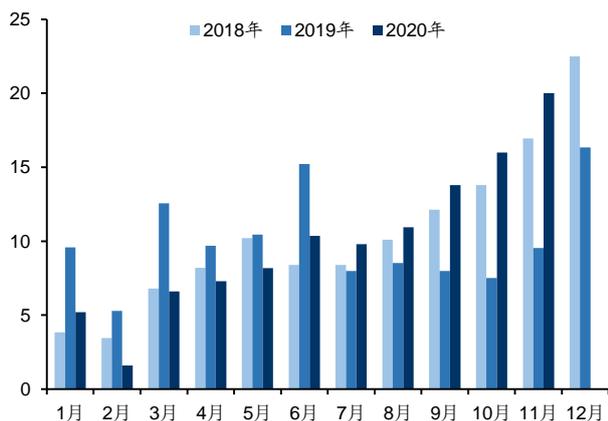
资料来源：中国有色金属工业协会锂业分会、国信证券经济研究所整理

中国发布《新能源汽车产业发展规划》。11月2日国务院办公厅发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》正式版本相比于此前发布的征求意见稿中,有两点差异:1)对于新能源汽车销量占比的指引:原征求意见稿中规划2025年新能源汽车新车销量占当年汽车总体销量比例达到25%,正式稿中将该比例下调为20%,但预计至2025年国内新能源汽车产销量年均复合增长率仍可以达到30%以上。2)对于新能源乘用车平均电耗,征求意见稿中要求2025年新能源乘用车新车平均电耗降至11.0kWh/100km,正式稿中将该指标放宽至12.0kWh/100km。

中国新能源汽车需求强势复苏。中汽协数据显示,中国新能源车销量数据连续5个月同比转正,7-11月份销量分别为9.79/10.93/13.79/16.02/20.00万辆,同比分别增长22.6%/28.2%/73.0%/113.4%/109.7%;1-11月份销量累计为110.9万辆,累计同比已经转正,增长6.34%;预计全年销量有望达到130万辆,累计同比实现正增长。从行业发展情况来看,消费信心持续回升,市场需求仍将保持稳中向好的态势。

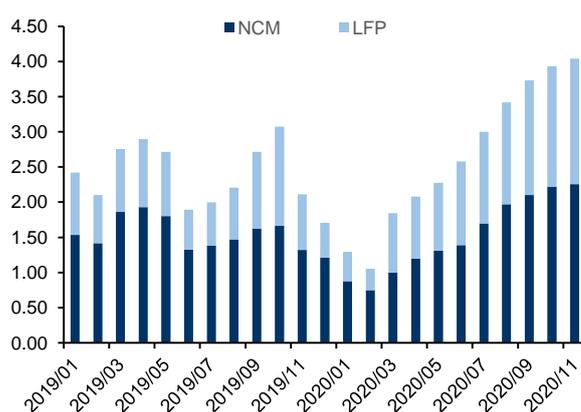
中国正极材料产量数据同样呈现出强势复苏的态势。其中磷酸铁锂表现亮眼,鑫椤锂电数据显示,磷酸铁锂材料11月单月产量将近1.8万吨,1-11月份产量合计达12.48万吨,累计同比增长30.57%,远高于其他正极材料品种。在新能源补贴退坡之后,行业开始由强政策驱动向市场驱动转变,企业降本压力增加,2020年多款市场爆款车型直接选择了磷酸铁锂,比如比亚迪“汉”,11月单月销量突破1万辆,宏光MiniEV,11月单月销量达到3.3万辆,以及搭载宁德时代磷酸铁锂电池的特斯拉Model3等等。**磷酸铁锂需求的旺盛也是驱动电池级碳酸锂价格在最近一段时间持续上行的重要因素。**相比之下,三元正极材料1-11月产量累计16.77万吨,同比减少3.23%,磷酸铁锂挤占了三元材料部分市场份额。但是进入下半年,国内三元正极产量复苏态势明显,7-11月份产量分别为1.70/1.97/2.10/2.22/2.26万吨,同比分别增长23.3%/34.0%/29.2%/33.3%/71.0%,8-11月份产量数据不断刷新历史新高。鑫椤锂电预计2020年国内三元正极材料产量将达到19.5万吨左右,同比基本持平。

图 43: 中国新能源汽车产业销量(月度值, 万辆)



资料来源: 中汽协、国信证券经济研究所整理

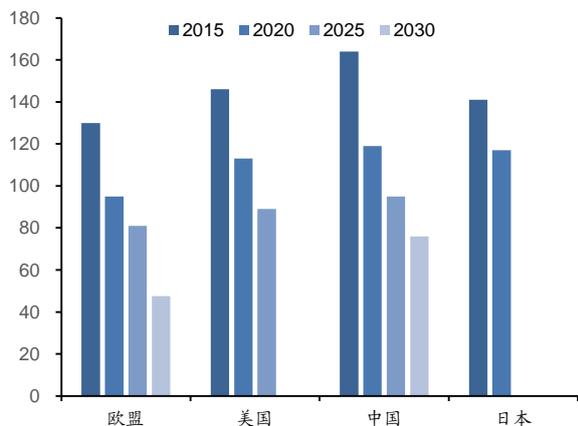
图 44: 中国正极材料生产量(月度值, 万吨)



资料来源: 鑫椤锂电、国信证券经济研究所整理

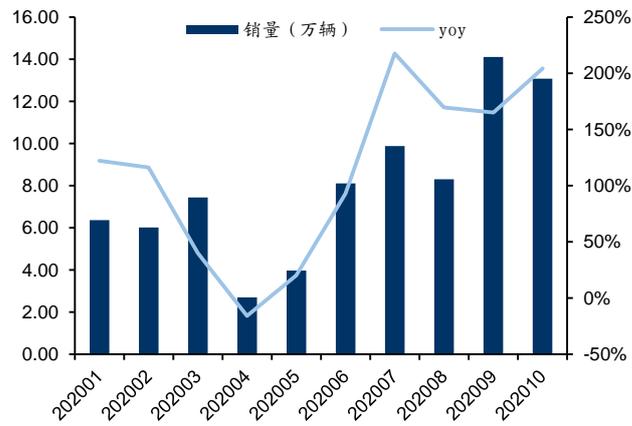
欧洲制定严苛的碳排放规则。2018年欧盟立法中,将乘用车碳排放标准于2021年底降至95g/km,其中2020年95%销售新车降至95g/km水平,2025年降至80.8g/km,2030年进一步降至59.4g/km。而今年9月的《2020年气候目标计划中》,欧盟进一步上调减排幅度(2030年相较1990年减排幅度由40%上调为55%),则2030年碳排放水平为47.5g/km。

图 45: 全球主流汽车市场碳排放目标 (g/km)



资料来源: HIS、EEA、国信证券经济研究所整理

图 46: 欧洲主流国家新能源汽车销量数据



资料来源: SMMT、CCFA、国信证券经济研究所整理

在疫情之前，欧洲各国已纷纷出台补贴政策。以德国为例，政府规定自 2020 年开始的五年内，将插电混动车补贴从 3000 欧元提升至 4500 欧元，针对价格高于 4 万欧元电动车的补贴增至 5000 欧元。在疫情影响之下，欧洲各国电动车补贴政策加速落地，支持力度更大。5 月 19 日欧盟提案将电动车纳入绿色经济复苏计划，具体措施包括：1) 在未来 2 年推动 200 亿欧元的清洁能源汽车采购计划；2) 建立 400-600 亿欧元的清洁能源汽车投资基金；3) 2025 年之前新建 200 万个公共充电桩；4) 对零排放汽车免征增值税等。5 月 26 日法国总统马克龙宣布将为该国汽车产业增加 80 亿欧元的援助计划，单车补贴提升 1000 欧元。6 月 3 日德国推出针对 2020-2021 年经济刺激计划，计划总额为 1300 亿欧元，其中与新能源汽车行业相关政策包括：1) 政府奖励增加，售价 4 万欧元以内电动车政府补贴增加至 6000 欧元，插电混增加至 6750 欧元，执行时间 2020 年 7 月 1 日至 2021 年底；2) 电动车税收减免上限从 4 万欧元提升至 6 万欧元，免税期从 2025 年延长至 2030 年；3) 对电动车研发、充电基础设施、电池制造等追加 25 亿欧元投资；4) 公共领域商用车电动化 2021 年底支撑达 12 亿欧元。

特斯拉产销量数据持续超市场预期。Model 3 显著放量帮助特斯拉持续领跑全球电动车企，Model 3 从 2017 年 7 月正式交付，到 2018Q3 显著放量，2019 年全年销量超过 30 万辆，是全球最畅销的电动车型，帮助特斯拉在 2019 年销量接近 37 万辆，并在 2017-2019 年持续领跑全球电动车企。特斯拉官网数据显示，公司 2020Q1/Q2/Q3/Q4 汽车产量分别为 10.27/8.23/14.50/17.98 万辆，同比分别增长 33.10%/-5.49%/50.84%/71.38%；2020Q1/Q2/Q3/Q4 汽车销量分别为 8.85/9.09/13.96/18.06 万辆，同比分别增长 40.43%/-4.68%/43.63%/61.09%。公司全年合计产销规模分别是 50.97 和 49.96 万辆，符合年初制定的目标。特斯拉作为现象级电动车产品，电池和电控技术持续领先行业，能够引发“鲶鱼效应”。

上海超级工厂是特斯拉全球布局的重要一环。特斯拉上海超级工厂于 2020 年 1 月 7 日正式交付第一辆国产 Model 3，目前产能已提升至每周 5600 辆（约 30 万/年），二期 Model Y 产线按计划建设中，首批车型将于 2021 年交付。2020 年 5 月 1 日，特斯拉中国宣布 Model 3 标准续航升级版价格由 30.355 万元下调至 27.155 万元，10 月 1 日又进一步下调至 24.99 万元（补贴后）。特斯拉 4 月还在中国推出了 Model 3 的长续航版本，这款车 NEDC 续航将达到 668 公里，5 月份已经开始交付。另外特斯拉于 2021 年 1 月 1 日推出国产 Model Y 和 Model

3 高性能版。国产 Model Y 长续航版/高性能版起售价为 33.99/36.99 万元，降价 14.81/16.51 万元，分别于 2021.1/2021Q3 交付；下架长续航后驱版 Model 3，推出 33.99 万元的高性能版，1 月开始交付。

表 10: 特斯拉产销量数据 (辆)

	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4
Model S/X production	26903	25161	14163	14517	16318	17933	15390	6326	16992	16097
Model 3/Y production	53239	61394	62975	72531	79837	86958	87282	75946	128044	163660
Total production	80142	86555	77138	87048	96155	104891	102672	82272	145036	179757
Model S/X deliveries	27710	27607	12091	17722	17483	19475	12230	10614	15275	18920
Model 3/Y deliveries	56065	63359	50928	77634	79703	92620	76266	80277	124318	161650
Total deliveries	83775	90966	63019	95356	97186	112095	88496	90891	139593	180570

资料来源: Tesla、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

按假设前提，预计公司 20-22 年归属于母公司股东净利润分别为 1.73/3.14/4.25 亿元，增速分别为 23.6%/81.2%/35.7%，每股收益分别为 0.56/1.02/1.39 元。

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 2020-2022 年锂精矿均价分别为 420、500、600 美金/吨 (不含税);
- 2020-2022 年国产电池级氢氧化锂均价分别为 5.0、5.5、6.5 万元/吨 (含税);
- 2020-2022 年国产电池级碳酸锂均价分别为 4.3、5.5、6.5 万元/吨 (含税);
- 从公司的角度来看，假设:
- 2020-2022 年东鹏新材铯铷盐销量分别为 600、800、1200 吨;
- 2020-2022 年电池级氟化锂销量分别为 1600、2000、2600 吨;
- 2021-2022 年电池级氢氧化锂/碳酸锂销量分别为 5000、15000 吨;
- 2021-2022 年 CSF 营收和成本能够达到公司发行可转债时所做的预测;
- 2020-2022 年期间费用率保持相对稳定。

表 11: 公司产品价格和销量假设

	单位	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
商品价格						
锂精矿 (Li ₂ O 5%min)	美元/吨, 不含税	867.09	615.67	420.00	500.00	600.00
国产单水氢氧化锂 (56.5%min)	元/吨, 含税价	124,622.41	72,927.39	50,000.00	55,000.00	65,000.00
电池级碳酸锂 (99.5%min)	元/吨, 含税价	116,114.11	68,670.12	43,000.00	55,000.00	65,000.00
自产产品销量						
东鹏新材铯铷盐	吨	311.09	399.58	600.00	800.00	1,200.00
东鹏新材电池级氟化锂	吨	1,135.92	1,402.35	1,600.00	2,000.00	2,600.00
东鹏新材电池级氢氧化锂/碳酸锂	吨	—	—	—	5,000.00	15,000.00
CSF 营业收入	百万元	—	—	300.00	419.68	345.58
CSF 营业成本	百万元	—	—	240.00	213.19	168.28
中矿资源营业收入	百万元	867.15	1,164.93	1,284.45	1,856.99	2,730.53
中矿资源营业成本	百万元	599.87	750.45	829.64	1,122.26	1,731.91
综合毛利率	百万元	30.82%	35.58%	35.41%	39.57%	36.57%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

未来3年盈利预测

表 12: 未来3年盈利预测表

	单位	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	百万元	1,164.93	1,284.45	1,856.99	2,730.53
营业成本	百万元	750.45	829.64	1,122.26	1,731.91
销售费用	百万元	23.65	30.00	45.00	60.00
管理费用(含研发)	百万元	144.84	156.70	224.70	327.66
财务费用	百万元	44.21	40.00	40.00	40.00
营业利润	百万元	160.93	211.11	392.04	531.84
利润总额	百万元	168.07	212.11	392.04	531.84
归属于母公司净利润	百万元	140.04	173.09	313.63	425.48
EPS		0.50	0.56	1.02	1.39
ROE		5.18%	6.13%	10.31%	12.73%

资料来源: 国信证券经济研究所预测

按上述假设条件, 我们得到公司 20-22 年收入分别为 12.84/18.57/27.31 亿元, 归属于母公司股东的净利润分别为 1.73/3.14/4.25 亿元, 利润年增速分别为 23.6%/81.2%/35.7%。每股收益 20-22 年分别为 0.56/1.02/1.39 元。

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
乐观预测					
营业收入(百万元)	867	1,165	1,290	1,894	2,830
(+/-%)	60.4%	34.3%	10.8%	46.8%	49.4%
净利润(百万元)	111	140	215	378	531
(+/-%)	102.3%	26.3%	53.7%	75.7%	40.5%
摊薄 EPS	0.44	0.50	0.70	1.23	1.73
中性预测					
营业收入(百万元)	867	1,165	1,284	1,857	2,731
(+/-%)	60.4%	34.3%	10.3%	44.6%	47.0%
净利润(百万元)	111	140	173	314	425
(+/-%)	102.3%	26.3%	23.6%	81.2%	35.7%
摊薄 EPS(元)	0.44	0.50	0.56	1.02	1.39
悲观的预测					
营业收入(百万元)	867	1,165	1,278	1,820	2,633
(+/-%)	60.4%	34.3%	9.7%	42.3%	44.7%
净利润(百万元)	111	140	131	251	326
(+/-%)	102.3%	26.3%	-6.2%	91.4%	29.7%
摊薄 EPS	0.44	0.50	0.43	0.82	1.06
总股本 (百万股)	251.11	277.93	306.39	306.39	306.39

资料来源: 国信证券经济研究所预测

风险提示

我们判断公司的合理估值在 40.95-45.31 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上的,特别是对公司未来几年现金流的计算、折现率的计算、TV 增长率的选定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断,可能由于对相关参数估计偏乐观而导致该估值偏乐观的风险。

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在 40.95-45.31 元之间,但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定,都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观,导致未来 10 年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大,我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 6.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低,导致 WACC 计算值较低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 5.0%,公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较,考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势,最终给予公司 2021 年 40-44 倍 PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候,设定了很多参数,这些参数的设置都加入了很多个人的判断:

基于对行业供需格局的判断,我们认为全球锂行业已经走出底部区间,景气度有望持续提升,但公司所处行业可能会发生较大的不利变化,从而导致锂精矿和锂盐价格进一步下跌的风险。

政策风险

公司在海外有矿产资源投资,倘若公司遭遇与基于政府出口和税率政策、地缘政治关系等过往研究而估计的情况不同的情况,公司或需调整生产计划,此种情况可能对公司的业务造成不利影响。

经营风险

公司由于海外并购和渠道扩展而使得费用支出超出预期的风险。另外,公司须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例,倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规,各项业务可能会受到不利影响。

财务风险

公司若财务管理不当,未来存在短期流动性的风险。

市场风险

公司在全球锂行业市场面临现有及新竞争对手的竞争,核心在原料端的争夺,以及下游客户订单的竞争。倘若公司未能有效竞争,导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。

其它风险

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	459	300	300	300	营业收入	1165	1284	1857	2731
应收款项	562	619	895	1317	营业成本	750	830	1122	1732
存货净额	556	622	841	1314	营业税金及附加	15	9	13	19
其他流动资产	117	129	187	274	销售费用	24	30	45	60
流动资产合计	1694	1670	2223	3205	管理费用	117	161	229	332
固定资产	327	478	627	562	财务费用	44	40	40	40
无形资产及其他	106	102	98	94	投资收益	5	0	0	0
投资性房地产	1963	1963	1963	1963	资产减值及公允价值变动	3	(40)	(30)	(30)
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	(61)	36	14	14
资产总计	4096	4218	4917	5829	营业利润	161	211	392	532
短期借款及交易性金融负债	208	340	551	627	营业外净收支	7	1	0	0
应付款项	106	119	161	251	利润总额	168	212	392	532
其他流动负债	520	609	835	1283	所得税费用	29	42	78	106
流动负债合计	834	1068	1547	2161	少数股东损益	(1)	(3)	0	0
长期借款及应付债券	414	184	184	184	归属于母公司净利润	140	173	314	425
其他长期负债	138	138	138	138					
长期负债合计	552	322	322	322	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1386	1390	1869	2483	净利润	140	173	314	425
少数股东权益	7	5	5	5	资产减值准备	7	17	14	(1)
股东权益	2703	2824	3043	3341	折旧摊销	66	46	61	71
负债和股东权益总计	4096	4218	4917	5829	公允价值变动损失	(3)	40	30	30
					财务费用	44	40	40	40
关键财务与估值指标					营运资本变动	(1074)	(17)	(272)	(445)
每股收益	0.50	0.56	1.02	1.39	其它	(8)	(19)	(14)	1
每股红利	0.21	0.17	0.31	0.42	经营活动现金流	(872)	240	133	82
每股净资产	9.72	9.22	9.93	10.90	资本开支	(119)	(250)	(250)	(30)
ROIC	8%	6%	10%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	5%	6%	10%	13%	投资活动现金流	(124)	(250)	(250)	(30)
毛利率	36%	35%	40%	37%	权益性融资	416	0	0	0
EBIT Margin	22%	20%	24%	22%	负债净变化	347	(230)	0	0
EBITDA Margin	28%	24%	28%	24%	支付股利、利息	(59)	(52)	(94)	(128)
收入增长	34%	10%	45%	47%	其它融资现金流	(168)	132	211	76
净利润增长率	26%	24%	81%	36%	融资活动现金流	825	(149)	117	(52)
资产负债率	34%	33%	38%	43%	现金净变动	(171)	(159)	0	0
息率	0.7%	0.6%	1.1%	1.5%	货币资金的期初余额	630	459	300	300
P/E	60.2	53.7	29.6	21.8	货币资金的期末余额	459	300	300	300
P/B	3.1	3.3	3.1	2.8	企业自由现金流	(913)	(13)	(99)	70
EV/EBITDA	30.2	35.0	21.8	17.8	权益自由现金流	(734)	(126)	94	123

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032