

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

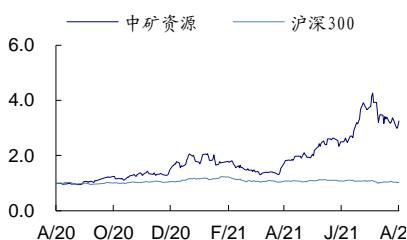
有色金属冶炼

**中矿资源(002738)**
**买入**

2021 年半年度报告点评

(维持评级)

2021 年 08 月 20 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)	323/260
总市值/流通(百万元)	17,250/13,888
上证综指/深圳成指	3,466/14,487
12 个月最高/最低(元)	71.56/15.21

**相关研究报告:**

《中矿资源-002738-2021 年中报预告点评: 利润保持高增长, 下半年有望在新领域实现突破》——2021-07-15

《中矿资源-002738-2020 年业绩快报 & 2021Q1 业绩预告点评: 经营业绩超预期, 未来有望在新领域实现突破》——2021-04-20

《中矿资源-002738-深度报告: 铯铷为盾, 锂为矛》——2021-01-06

**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号: S0980520040001

**证券分析师: 杨耀洪**

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaozhong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

**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。

**财报点评**
**利润兑现高增长, 新建锂盐产能点火试生产**
**● 上半年归母净利润 1.73 亿元, Q2 归母净利润 0.91 亿元**

公司上半年实现营收 8.74 亿元, 同比+68.51%; 实现归母净利润 1.73 亿元, 同比+130.82%, 净利润落在此前预告范围内, 符合预期; 实现扣非归母净利润 1.63 亿元, 同比+180.81%。公司单二季度实现营收 5.04 亿元, 同比+84.36%, 环比+36.22%; 实现归母净利润 0.91 亿元, 同比+75.38%, 环比+10.98%; 实现扣非归母净利润 0.90 亿元, 同比+153.56%, 环比+23.29%。

**公司稀有轻金属业务保持高增长。**上半年稀有轻金属(锂、铯、铷)资源开发与利用业务实现营收 6.24 亿元, 同比+118.91%, 占公司营收 71.43%, 毛利率 55.85%。其中铯铷盐业务实现营收 4.03 亿元, 同比+100.20%, 毛利率 61.70%; 锂盐业务实现营收 2.21 亿元, 同比+163.88%, 毛利率 45.18%。

**● 年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂/碳酸锂项目点火试生产**

公司新建年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂生产线项目, 已通过试生产审核, 完成试生产备案报批手续, 于 8 月 19 日建设完毕并成功点火投料试生产运营, 计划三季度投产、年内实现达产。该项目投产之后, 有望快速打开公司新的成长空间, 为公司未来在新能源锂电业务奠定良好的基础。另外, 公司所属加拿大 TANCO 矿区锂辉石矿开采和选矿厂恢复工作正在推进, 目前锂矿的井下开采正在有序的进行采掘工作, 选矿设备修复及调试工作计划在八月底前完成, 九月投产, 原矿生产规模 12 万吨/年, 将为公司的锂盐业务提供一定的资源保障。另外在氟化锂业务方面, 公司目前具有 3000 吨/年电池级氟化锂生产能力, 同时在原有产能基础上, 公司对氟化锂生产线进行技改扩建, 该技改项目已于 7 月取得江西省新余市高新区生态环境局的环评批复, 计划年内实现达产, 届时氟化锂产能将提升至 6000 吨/年。

**● 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。**
**● 投资建议: 维持“买入”评级。**

预计公司 2021-2023 年营收为 21.19/35.44/48.66 亿元, 同比增速 66.1%/67.2%/37.3%, 归母净利润为 4.13/5.86/8.28 亿元, 同比增速 136.9%/41.9%/41.3%; 摊薄 EPS 为 1.28/1.82/2.57 元, 当前股价对应 PE 为 42/29/21X。考虑到公司在全球铯铷盐市场占有绝对优势, 且在国内电池级氟化锂市场占有领先优势, 未来如果在电池级氢氧化锂/碳酸锂市场实现突破, 将有望实现价值重估, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,276	2,119	3,544	4,866
(+/-%)	9.5%	66.1%	67.2%	37.3%
净利润(百万元)	174	413	586	828
(+/-%)	24.4%	136.9%	41.9%	41.3%
摊薄每股收益(元)	0.57	1.28	1.82	2.57
EBIT Margin	22.4%	26.2%	22.3%	22.8%
净资产收益率(ROE)	5.5%	11.9%	15.2%	18.6%
市盈率(PE)	94.0	41.8	29.4	20.8
EV/EBITDA	53.0	30.9	22.7	16.9
市净率(PB)	5.17	4.99	4.46	3.88

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

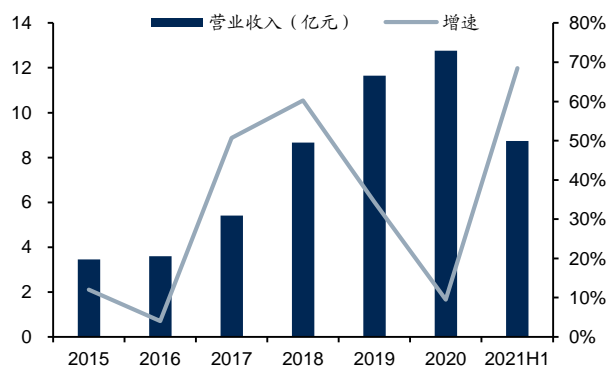
**中报业绩兑现高增长，年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂/碳酸锂项目点火试生产**

公司发布半年报：实现营收 8.74 亿元，同比增长 68.51%；实现归母净利润 1.73 亿元，同比增长 130.82%，净利润落在此前预告范围 1.65-1.85 亿元内；实现扣非归母净利润 1.63 亿元，同比增长 180.81%。

公司单二季度实现营收 5.04 亿元，同比增长 84.36%，环比增长 36.22%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 75.38%，环比增长 10.98%；实现扣非归母净利润 0.90 亿元，同比增长 153.56%，环比增长 23.29%。

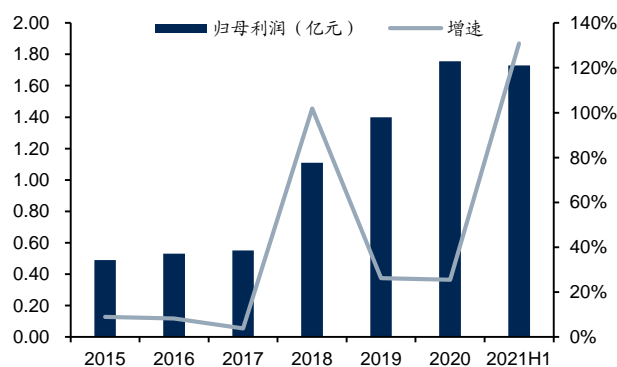
公司利润同比实现大幅度增长，主要是因为新能源、新材料市场需求增长显著，公司主要产品锂盐、铯盐及甲酸铯租售业务收入均比去年同期有较大幅度增长，盈利能力提升。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

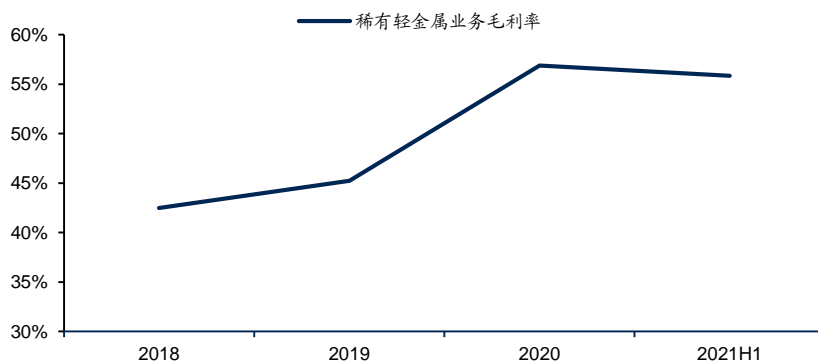
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

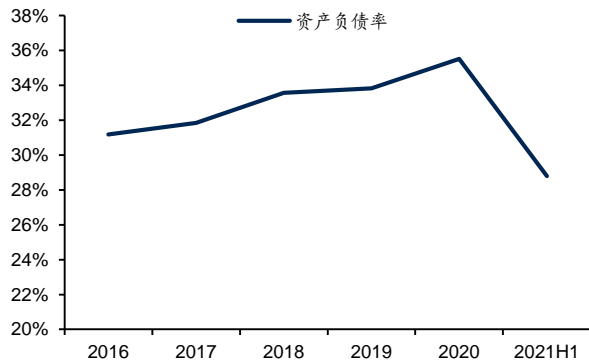
公司稀有轻金属业务保持高毛利率。今年上半年公司稀有轻金属（锂、铯、铷）资源开发与利用业务实现营收 6.24 亿元，同比增长 118.91%，占公司营业收入的 71.43%，毛利率 55.85%。其中铯铷盐业务实现营收 4.03 亿元，同比增长 100.20%，毛利率 61.70%；锂盐业务实现营收 2.21 亿元，同比增长 163.88%，毛利率 45.18%。

图 3：公司稀有轻金属业务保持高毛利率

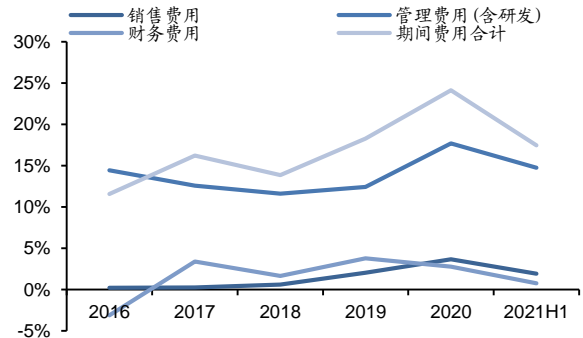


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

财务数据方面，截止至半年报公司资产负债率为 28.79%，相比 2020 年末下降 6.72 个百分点。另外上半年销售费用约 1695 万元，同比+3.56%；管理费用 1.14 亿元，同比+99.05%，主要系股份支付费用及职工薪酬增加；研发费用约 1543 万元，同比+12.44%；财务费用约 678 万元，同比-64.55%；综上公司上半年期间费用率合计 17.48%，相比 2020 年期间费用率 24.13%下降 6.66 个百分点。

**图 4：公司资产负债率**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 5：公司期间费用率**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公司在中报当中对主营业务情况也做了重要的更新：

**铯铷盐业务：**公司凭借拥有的世界主要高品质铯资源(加拿大 Tanco 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(英国阿伯丁和挪威卑尔根)的优势，为众多行业优质企业提供多元化、定制型的产品和技术支持。其中，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。目前由于成本和工艺的原因，甲酸铯在国内油气领域中应用较少，随着国内对环境的日益重视、环保政策实施力度的加大以及油气公司对甲酸铯在增加储层价值等方面的认识，甲酸铯在国内油气领域中的应用将会逐步扩大。为此公司在深圳盐田港保税区储存了 7862 桶(bbl)、密度 2.3g/cm<sup>3</sup>的甲酸铯产品，为国内业务提前布局。

**氟化锂业务：**公司目前具有 3000 吨/年电池级氟化锂生产能力。今年上半年，氟化锂市场需求旺盛，价格从年初的 10 万元/吨左右上涨至 20 万元/吨以上，公司年产 3000 吨电池级氟化锂产能满产，产品满销。同时在原有产能基础上，公司对电池级氟化锂生产线进行技改扩建。该技改项目已于 7 月取得江西省新余市高新区生态环境局的环评批复，计划年内实现达产，届时公司氟化锂产能将由 3000 吨/年提升到 6000 吨/年，将进一步扩大市场占有率。

**氢氧化锂/碳酸锂业务：**公司新建年产 2.5 万吨电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂生产线项目，已通过试生产审核，完成试生产备案报批手续，于 8 月 19 日建设完毕并成功点火投料试生产运营，计划三季度投产、年内实现达产。该项目投产之后，有望快速打开公司新的成长空间，为公司未来在新能源锂电业务奠定良好的基础。另外，公司所属的加拿大 TANCO 矿区的锂辉石矿开采和选矿厂恢复工作正在推进。目前锂矿的井下开采正在有序的进行采掘工作，选厂设备修复及调试工作计划在八月底前完成，九月投产，原矿生产规模 12 万吨/年，为公司的锂盐业务提供一定的资源保障。

**矿权投资业务：**公司及所属子公司共计拥有各类矿业权 95 处，其中采矿权 37 处、探矿权 44 处、地表租约 13 处、采石场矿权 1 处。其中：1) 加拿大 Tanco 矿区保有氧化铯资源量 4.22 万吨，保有未开采锂矿石资源储量 Li<sub>2</sub>O 金属量约 11.22 万吨，保有未开采钽矿石资源储量 Ta<sub>2</sub>O<sub>5</sub>金属量 4047.38 吨；2) 赞比亚西北省希富玛探获铜矿石量 3046.90 万吨，铜金属量 22.27 万吨，平均品位 0.73%；3) 赞比亚西北省卡马提克铁矿探获铁矿石资源量 3.48 亿吨，TFe 平均品位 46.38%；4) 津巴布韦铬铁矿合计铬资源矿石量 673 万吨；5) 赞比亚卡布韦铜矿保有铜金属量 15.46 万吨，平均品位 1.40%。

**公司基本盘（铯钾盐+氟化锂）稳固，氢氧化锂/碳酸锂业务将打开成长空间**

公司掌握全球铯钾盐市场的定价权。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钾盐量产的公司只有东鹏新材、中矿特殊流体有限公司以及美国雅保。公司 2019 年收购 Cabot 特殊流体事业部（后已更名为中矿特殊流体有限公司），取得其储量巨大的铯榴石矿山以及铯盐生产能力，自此完成“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，掌握了全球 80%以上铯榴石矿产资源，80%铯盐生产与供应能力，100%甲酸铯生产与供应能力，拥有行业定价权。

图 6：公司拥有全球铯资源绝对控制地位

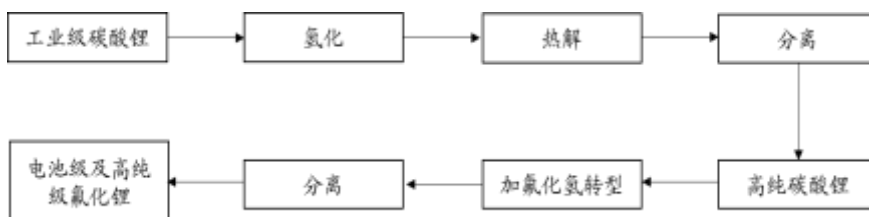


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来三年公司铯钾盐业务产销量有望保持 30%复合增速。铯钾盐应用领域广泛，市场空间逐步打开，应用领域包括原子钟、航天航空、军事、能源、电子、特种玻璃、医学、催化剂等。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。综上预计未来铯钾盐总体上会保持供不应求的局面，有利于公司产销量释放，以及价格中枢稳步提升。

公司氟化锂业务充分受益于国内外新能源车需求快速回暖。电池级氟化锂主要用于制备六氟磷酸锂，进而制备锂离子电池电解液。东鹏新材现有年产 3000 吨电池级氟化锂产能，国内市占率超过 40%。公司电池级氟化锂产品有良好的市场口碑，产品销往日本森田化工，成为特斯拉全球供应链的一员。除此之外公司氟化锂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。自去年三、四季度以来，国内新能源车市快速回暖，带动六氟磷酸锂产量提升，公司氟化锂产品呈现供不应求的状态，成为 2020Q4 和今年上半年利润贡献非常重要的部分。未来随着全球新能源车快速发展，公司氟化锂业务也有望保持较快的增长速度。

图 7：公司氟化锂制备流程图

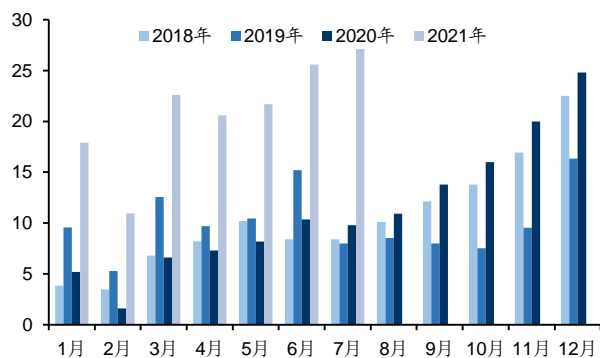


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理



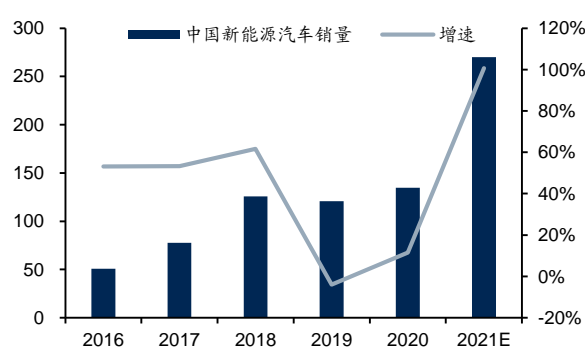
**2021年上半年中国新能源汽车需求持续超预期。**1-6月新能源汽车销量分别为17.92/10.96/22.60/20.60/21.70/25.60万辆，合计约120万辆，同比增长约2倍。新能源汽车渗透率也由今年年初的5.4%提高至今年上半年的9.4%，其中6月的渗透率已超过12%。7月新能源汽车销量27.1万辆，市场需求继续保持向好态势，基于此我们大幅上调全年销量预期，预计2021年中国新能源车销量有望达到270万辆，同比实现翻倍增长。

图 8：中国新能源汽车销量数据（月度值，万辆）



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

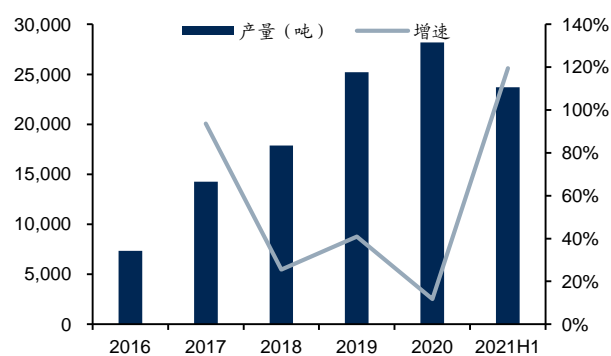
图 9：中国新能源汽车销量数据（年度值，万辆）



资料来源：中汽协、国信证券经济研究所整理

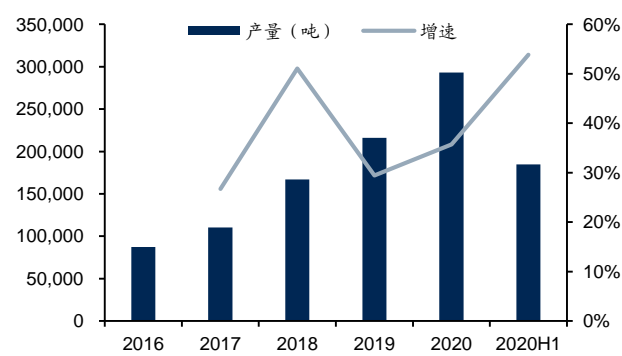
**2021年上半年国内电解液和六氟磷酸锂产量实现高增长。**百川数据显示，今年上半年国内电解液产量约18.47万吨，同比增长53.84%；国内六氟磷酸锂产量约2.37万吨，同比增长超过100%。目前国内六氟磷酸锂行业的格局基本维持稳定，天赐材料、多氟多、天际股份合计拥有超过3万吨产能，产能占比达到51%。今年上半年六氟磷酸锂整体供需偏紧张，龙头企业基本处于供不应求的状态。另外从企业扩产节奏看，2021年新增产能主要集中在天赐材料和多氟多两家龙头企业。

图 10：国内六氟磷酸锂产量和增速



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

图 11：国内电解液产量和增速



资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

**公司电池级氢氧化锂/碳酸锂业务有望快速打开成长空间。**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2.5万吨电池级氢氧化锂/碳酸锂生产线项目。项目位于江西省新余市，2020年开始投资建设，建设投资为4.5亿元，于近期建设完毕并成功点火投料试生产运营，成为公司新的业务领域有望打开成长空间。在矿源保证方面，目前公司自有TANCO矿山，能提供部分原料支持；另外公司与参股公司PSC签署合作协议，取得PSC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（Li<sub>2</sub>O 6%）和78.4万吨的透锂长石精矿（Li<sub>2</sub>O 4%），Arcadia锂矿目前尚未开采，但未来有望成为公司稳定的原料来源；同时公司也在积极寻找其他矿源。

**投资建议：维持“买入”评级。**预计公司 2021-2023 年营收为 21.19/35.44/48.66 亿元，同比增速 66.1%/67.2%/37.3%，归母净利润为 4.13/5.86/8.28 亿元，同比增速 136.9%/41.9%/41.3%；摊薄 EPS 为 1.28/1.82/2.57 元，当前股价对应 PE 为 42/29/21X。考虑到公司在全球铯铷盐市场占有绝对优势，且在国内电池级氟化锂市场占有领先优势，未来如果在电池级氢氧化锂/碳酸锂市场实现突破，将有望实现价值重估，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1214	586	300	300	营业收入	1276	2119	3544	4866
应收款项	518	861	1440	1977	营业成本	739	1201	2150	2929
存货净额	489	808	1461	1997	营业税金及附加	9	11	18	24
其他流动资产	55	91	152	209	销售费用	47	45	73	97
<b>流动资产合计</b>	<b>2277</b>	<b>2347</b>	<b>3353</b>	<b>4483</b>	管理费用	195	311	518	709
固定资产	536	662	792	905	财务费用	35	21	35	49
无形资产及其他	94	91	87	83	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	2008	2008	2008	2008	资产减值及公允价值变动	4	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	5	5	5	5	其他收入	(64)	24	24	24
<b>资产总计</b>	<b>4920</b>	<b>5113</b>	<b>6245</b>	<b>7485</b>	营业利润	190	524	744	1051
短期借款及交易性金融负债	228	100	289	507	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	144	238	430	588	<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>524</b>	<b>744</b>	<b>1051</b>
其他流动负债	275	445	790	1081	所得税费用	21	115	164	231
<b>流动负债合计</b>	<b>647</b>	<b>783</b>	<b>1509</b>	<b>2176</b>	少数股东损益	(3)	(4)	(6)	(8)
长期借款及应付债券	929	699	699	699	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>174</b>	<b>413</b>	<b>586</b>	<b>828</b>
其他长期负债	171	171	171	171					
<b>长期负债合计</b>	<b>1101</b>	<b>871</b>	<b>871</b>	<b>871</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1747</b>	<b>1654</b>	<b>2380</b>	<b>3046</b>	净利润	174	413	586	828
少数股东权益	7	4	(0)	(6)	资产减值准备	17	41	18	18
股东权益	3166	3455	3865	4445	折旧摊销	56	56	77	92
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4920</b>	<b>5113</b>	<b>6245</b>	<b>7485</b>	公允价值变动损失	(4)	30	30	30
					财务费用	35	21	35	49
关键财务与估值指标					营运资本变动	(31)	(393)	(738)	(664)
每股收益	0.57	1.28	1.82	2.57	其它	(19)	(44)	(22)	(23)
每股红利	0.19	0.38	0.54	0.77	<b>经营活动现金流</b>	<b>194</b>	<b>103</b>	<b>(50)</b>	<b>280</b>
每股净资产	10.33	10.71	11.98	13.77	资本开支	(276)	(250)	(250)	(250)
ROIC	7%	10%	14%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	6%	12%	15%	19%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(276)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>
毛利率	42%	43%	39%	40%	权益性融资	141	0	0	0
EBIT Margin	22%	26%	22%	23%	负债净变化	183	(230)	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	24%	25%	支付股利、利息	(59)	(124)	(176)	(248)
收入增长	10%	66%	67%	37%	其它融资现金流	<b>450</b>	<b>(128)</b>	<b>189</b>	<b>218</b>
净利润增长率	24%	137%	42%	41%	<b>融资活动现金流</b>	<b>837</b>	<b>(481)</b>	<b>13</b>	<b>(30)</b>
资产负债率	36%	32%	38%	41%	<b>现金净变动</b>	<b>755</b>	<b>(628)</b>	<b>(286)</b>	<b>0</b>
息率	0.4%	0.8%	1.1%	1.5%	货币资金的期初余额	459	1214	586	300
P/E	94.0	41.8	29.4	20.8	货币资金的期末余额	1214	586	300	300
P/B	5.2	5.0	4.5	3.9	企业自由现金流	5	(153)	(296)	43
EV/EBITDA	53.0	30.9	22.7	16.9	权益自由现金流	637	(528)	(129)	229

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。

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