

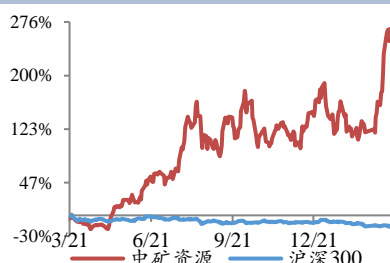
锂盐新贵，买矿+扩产驶入成长快车道

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-02-28

收盘价（元）	97.99
近 12 个月最高/最低（元）	97.99/21.47
总股本（百万股）	325
流通股本（百万股）	296
流通股比例（%）	91.07
总市值（亿元）	319
流通市值（亿元）	290

公司价格与沪深 300 走势比较


分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixu@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 地勘龙头转战稀有轻金属，盈利能力快速提升

中矿资源以地勘起家，通过三次重要收购，公司逐渐转型锂盐+铯铷。中色矿业为第一大股东，王平卫、刘新国等七人为实控人。公司是地勘行业龙头，利用先发优势介入矿权投资，寻找优质资源。公司拥有矿权 78 个，采矿权 35 个，探矿权 43，拥有 4 座矿山，资源储量丰富。两次并购实现业务转型升级，并表后公司业绩显著提升。2021Q3，公司实现营收和归母净利润 13.95 亿元、3.02 亿元，同比+69.43%、200.72%。稀有金属支撑公司利润，毛利遥遥领先于其他业务，2020 年毛利达 3.98 亿元，占总毛利的 74%。

● 锂盐板块：锂资源多点开花强势加码锂电赛道，氟化锂龙头地位稳固

Bikita+Tanco 双重资源保障，产能快速释放。公司锂盐布局分三步走：第一步：锂盐 2.5 万吨新增产能项目达产，尽享锂价上涨红利。第二步：保障锂矿资源供给，提高原料自给率。2022 年收购 Bikita，强化锂资源布局。受疫情和矿山出售影响，Bikita 近两年业绩波动大，中矿收购后有望盘活资源。第三步：产能扩张规划。我们预计 Tanco 今年将有 21 万吨选矿能力，约折合 4000 吨 LCE；23 年将有 30 万吨选矿能力，可折合 6000 吨 LCE。Bikita 将有 70 万吨选矿能力，对应锂精矿 7 万吨，折合 4000-6000 吨 LCE；23 年拥有 175 万吨选矿能力，折合碳酸锂约 2.6-2.8 万吨 LCE。为充分发挥锂矿资源储量和锂盐技术加工的优势。投资 10 亿元新建年产 3.5 万吨锂盐项目，锂盐产能将达 6 万吨。

优质客户+产能扩张，氟化锂龙头地位稳固。中矿资源氟化锂扩产至 6000 吨/年，市占率第一。公司通过供货日本森田化工稳定地供入了特斯拉供应链，客户资源优质。氟化锂毛利率较高，支撑锂板块利润。2021 年前三季度，锂盐的利润贡献是 27%，主要是来源于氟化锂。

● 铯铷板块：垄断优质资源打造行业霸主地位，现金奶牛为公司发展保驾护航

铯铷应用广泛但资源分布较为集中，公司拥有的 Tanco 矿山是全球唯一可供开采的主力矿山。因此公司掌握了全球 80% 以上已探明的铯矿资源储量，产销量复合增长率达 24.3%。同时公司还是全球甲酸铯唯一供应商，与印度签订大合同放量在即。铯铷毛利率高盈利能力强，2020 年铯铷产品毛利率达 68.69%。下游市场兴盛、国内市场逐步打开加上甲酸铯的订单量增加，预计未来铯盐业务环比年增长 30%。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年，公司分别实现营收 22.5 亿元、108.5 亿元、106.4 亿元，分别实现归母净利润 5.40 亿元、32.1 亿元、45.4 亿元，同比分别增长 210%、494%、41%。

铯铷作为现金流和盈利的重要支撑为公司提供发展的安全边际，眼光独到、脚踏实地的锂矿并购+锂盐产能扩张充分享受当前行业高景气红利，专业深耕的地勘团队为公司找矿买矿赋能，我们认为公司业绩将迎来又一轮快速提升。2021-2023 年，公司对应当前市值的 PE 分别为 56X、9X、7X，在近期股价表现较好的同时，依旧保持着较低的估值水平，正值布局良机。

● 风险提示

锂矿生产进度不及预期风险，锂盐产能释放不及预期风险，锂盐及铯盐价格大幅下跌风险，Bikita 项目收购进展不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1276	2245	10850	10644
收入同比 (%)	9.5%	76.0%	383.3%	-1.9%
归属母公司净利润	174	540	3209	4538
净利润同比 (%)	24.4%	210.1%	493.8%	41.4%
毛利率 (%)	42.1%	51.9%	55.6%	70.9%
ROE (%)	5.5%	14.6%	46.4%	39.6%
每股收益 (元)	0.63	1.76	10.47	14.81
P/E	42.25	55.55	9.36	6.62
P/B	2.56	8.10	4.34	2.62
EV/EBITDA	34.18	41.51	8.22	4.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 地勘龙头转战稀有轻金属，盈利能力快速提升	5
1.1 深耕海外地勘矿投市场，“经验+技术”奠定行业领先地位	5
1.2 两次并购切入稀有轻金属赛道，业绩飞速提升	7
2 锂盐板块：锂资源多点开花强势加码锂电赛道，氟化锂龙头地位稳固	10
2.1 BIKITA+TANCO 双重资源保障，产能快速释放	10
2.2 优质客户+产能扩张，氟化锂龙头地位稳固	13
3 铯铷板块：垄断优质资源打造行业霸主地位，现金奶牛为公司发展保驾护航	15
4 盈利预测与投资建议	18
4.1 铯铷板块	18
4.2 锂板块	19
4.3 地勘板块	21
4.4 投资建议	22
5 风险提示：	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

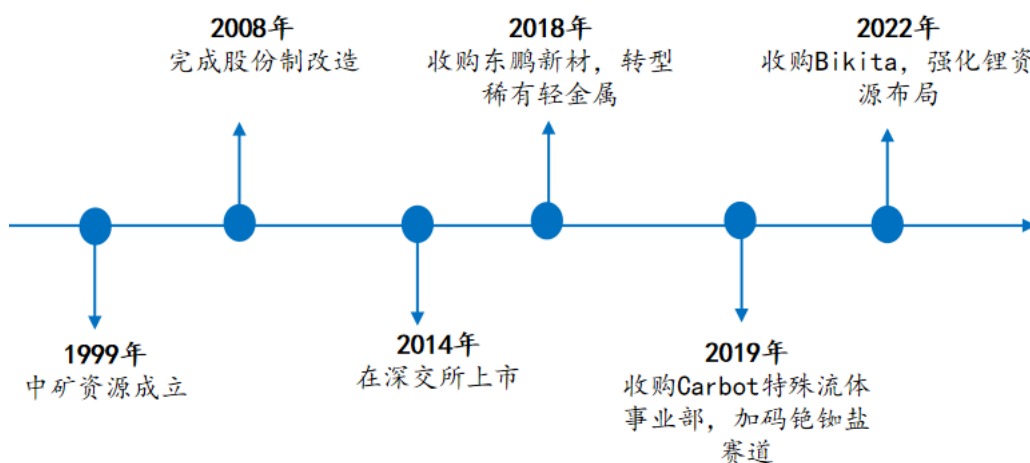
图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构图	6
图表 3 公司主要地勘项目及客户	7
图表 4 2017 年公司营业收入结构 (%)	7
图表 5 2020 年公司营业收入结构 (%)	7
图表 6 2020 年公司稀有轻金属营收细分 (亿元, %)	8
图表 7 2016-2020 公司国内外营收变化	8
图表 8 公司营业收入及增速 (亿元, %)	8
图表 9 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 10 公司毛利率情况 (%)	9
图表 11 公司毛利细分 (亿元, %)	9
图表 12 2021Q4 归母净利润将大幅上升	10
图表 13 2021Q4 扣非净利润将大幅上升	10
图表 14 BIKITA 锂矿区累计探获的保有锂矿资源量情况	11
图表 15 BIKITA 矿区主要锂矿石及储量情况	11
图表 16 BIKITA 近两年财务情况 (万美元)	12
图表 17 2022-2023 产能扩张计划	12
图表 18 氟化锂主要企业产能 (吨/年)	13
图表 19 氟化锂主要企业产能 (吨/年)	13
图表 20 2018-2020 公司锂业务综合毛利率 (%)	14
图表 21 全球氧化铯储量分布情况	15
图表 22 全球氧化铷储量分布情况	15
图表 23 公司铯铷盐产量情况 (吨/年)	16
图表 24 公司甲酸铯主要客户为欧美知名石油企业	16
图表 25 铯盐市场价持续走高, 目前达到 700 元/克	17
图表 26 铯铷板块盈利预测	18
图表 27 锂板块盈利预测	19
图表 28 地勘板块盈利预测	21
图表 29 公司整体盈利预测	22

1 地勘龙头转战稀有轻金属，盈利能力快速提升

1.1 深耕海外地勘矿投市场，“经验+技术”奠定行业领先地位

中矿资源以地勘起家，通过三次重要收购，公司逐渐转型锂盐+铯铷。公司成立于1999年，2014年在深交所上市，是地勘行业唯一的上市公司。2018年以前公司以地质勘探技术服务为基础，构建出地勘+矿权投资、地勘+矿山工程、地勘+矿产品贸易产业链。2018年收购了东鹏新材，开始转型稀有轻金属；2019年收购Carbot特殊流体事业部，加码铯铷盐赛道，产品结构越发多元化；2022年收购Bikita矿山，锂盐产能的原料得以保障。

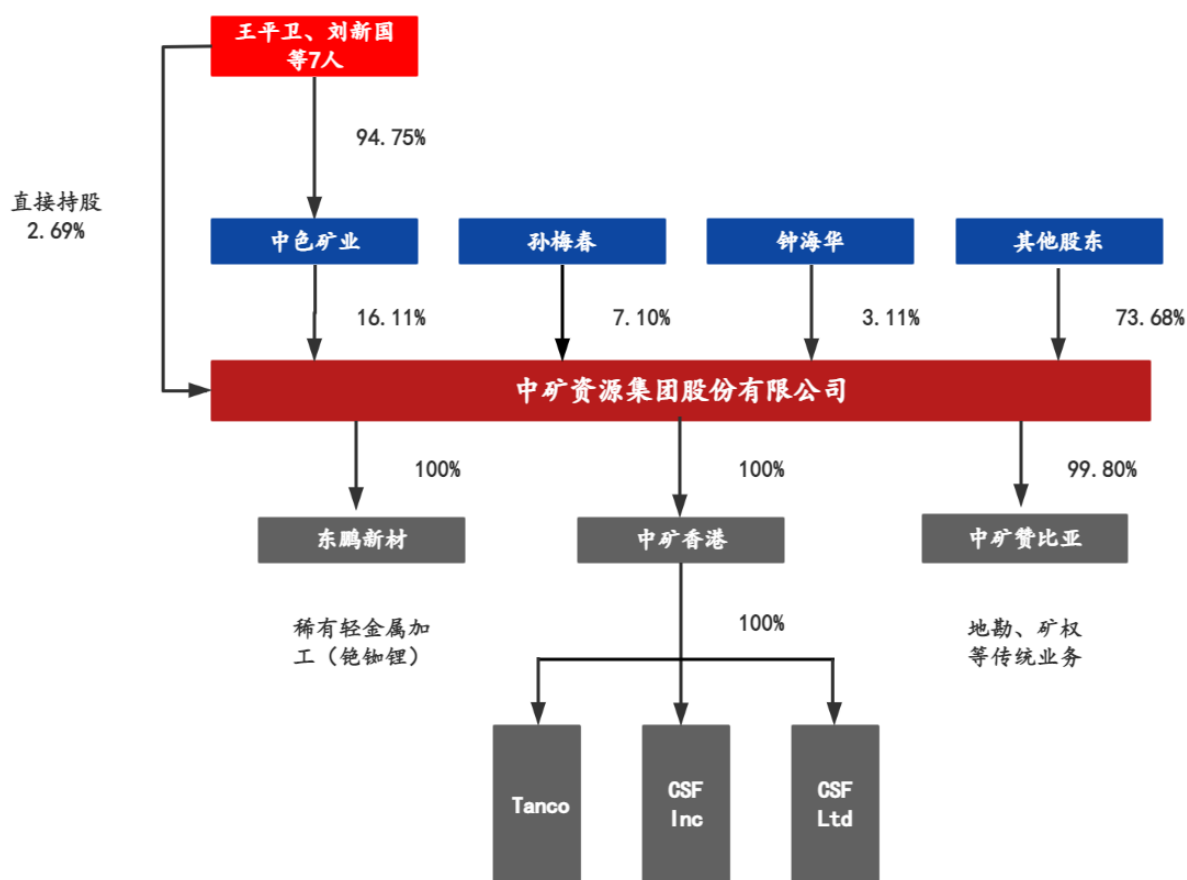
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

中色矿业为第一大股东，王平卫、刘新国等七人为实控人。公司的控股股东为中色矿业，持有中矿资源16.11%股权。而王平卫、刘新国等七人持有中色矿业94.75%股权，并直接持股中矿资源2.69%，成为公司实际控制人。公司收购东鹏新材时，向其原股东孙梅春、钟海华发行股份，截止目前两人分别持有公司7.10%、3.11%股权。公司旗下拥有众多子公司，其中最重要的是东鹏新材、中矿赞比亚和中矿香港，其中东鹏新材和中矿赞比亚分别负责稀有轻金属加工和地勘矿权业务，中矿香港收购Cabot特殊流体事业部后全资控股旗下三家子公司Tanco、CSFInc和CSFLtd，为公司提供资源保障。

图表 2 公司股权结构图



资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司是地勘行业龙头，利用先发优势介入矿权投资，寻找优质资源。公司多年来深耕地勘矿投业务，为众多中国大型矿业企业“走出去”的项目提供地质勘查技术服务，依托自身的经验和技術优势，承担了多个具有国际影响力的勘查项目并获得了良好的市场声誉。公司 2018-2020 年地勘业务的营业收入分别为 5.77、4.55 和 5.7 亿元，毛利润分别为 1.54、1.33 和 1.35 亿元，经营较为稳健。

然而，公司并不以地勘服务为主要收入来源，而是利用在海外市场积累的经验、客户等资源，介入矿权投资与矿山开发。公司拥有矿权 78 个，采矿权 35 个，探矿权 43 个。公司主要的矿山有加拿大 Tanco 矿、赞比亚的铜矿、赞比亚铁矿和津巴布韦铬铁矿，资源储量较为丰富。同行其他公司由于没有地勘板块，必须把项目资源评价外包，不仅耗费时间长，还可能存在评价客观与否的问题，因此中矿在获取和评价资源上具有一定优势，有助于公司高效寻找优质矿源，是公司转型铯铷锂领域、优先抢占市场的助推剂。

图表 3 公司主要地勘项目及客户

项目名称	项目客户	项目所在地
谦比希铜矿	中国有色	赞比亚
瑞木镍钴矿	中冶集团	巴布亚新几内亚
艾娜克铜矿	中冶集团 江西铜业	阿富汗
韦铂钨矿	北方工业	津巴布韦
柯米卡铜钴矿	北方工业	刚果金
卡莫阿铜矿	紫金矿业	刚果金

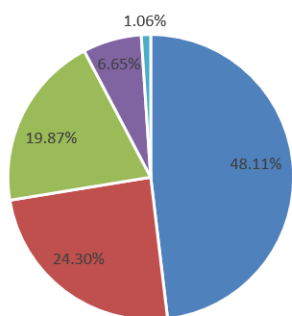
资料来源：公司年报，华安证券研究所

1.2 两次并购切入稀有轻金属赛道，业绩飞速提升

两次并购实现业务转型升级，稀有轻金属快速发力。公司分别于 2018、2019 年收购了东鹏新材和 Carbot 特殊流体业务事业部，正式切入稀有轻金属赛道，构建了从矿产勘探、开采到加工业务，至精细化工和终端消费市场的整个产业链。并购之前，固体勘察技术服务贡献了 48.11% 的营收（2017 年），到 2020 年该业务营收比例下降至 16.49%，而稀有金属营收占比过半（54.85%）。稀有轻金属主要包括铯铷盐、锂盐和甲酸铯，2020 年三种产品的营收分别为 3.1 亿元、1.91 亿元、1.99 亿元，其中铯铷占比最大（24.33%）。另外，公司海外营收主要来自于固体矿产勘查技术服务和国际工程建设业务，转型后来自海外的营收占比呈现下降趋势，从 2017 年的 86.60% 下降至 2020 年的 58.89%。

图表 4 2017 年公司营业收入结构（%）

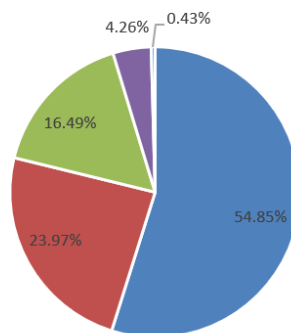
■ 固矿勘查技术服务 ■ 国际贸易 ■ 建筑工程 ■ 海外勘察后勤配套 ■ 其他业务



资料来源：wind，华安证券研究所

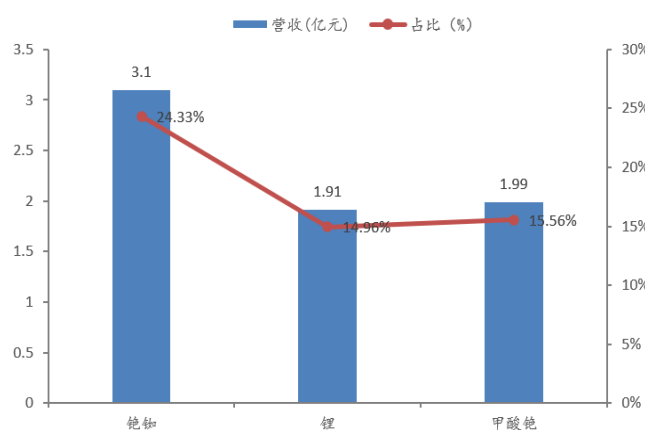
图表 5 2020 年公司营业收入结构（%）

■ 稀有金属 ■ 国际贸易 ■ 固矿勘查技术服务 ■ 建筑工程 ■ 其他



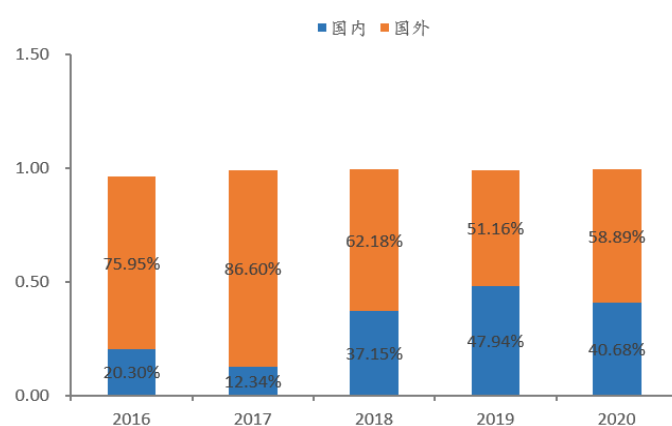
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 2020 年公司稀有轻金属营收细分 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

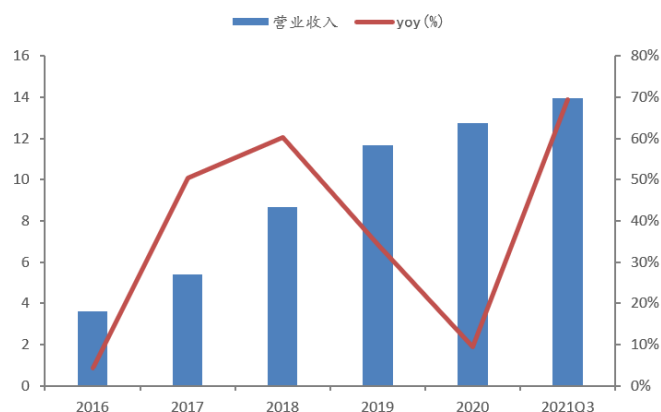
图表 7 2016-2020 公司国内外营收变化



资料来源: wind, 华安证券研究所

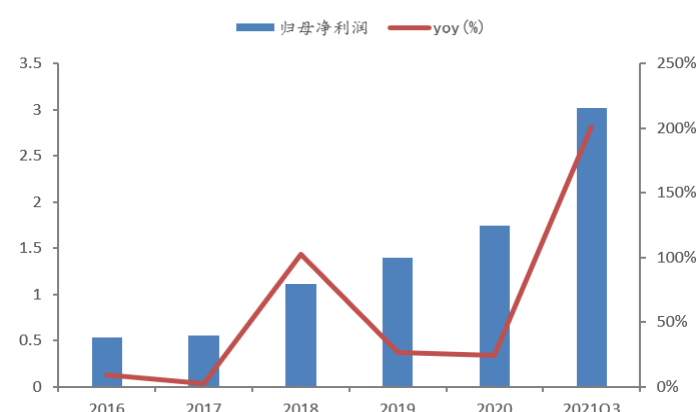
并表后公司业绩显著提升,稀有金属毛利可观。自 2018 年收购东鹏新材以来,公司业绩一路上涨。2018 年公司营收和归母净利润相比于 2017 年分别增加 50.48%、102.33%,随后一直呈现上升趋势。2021Q3,公司实现营收和归母净利润 13.95 亿元、3.02 亿元,同比+69.43%、200.72%。

图表 8 公司营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

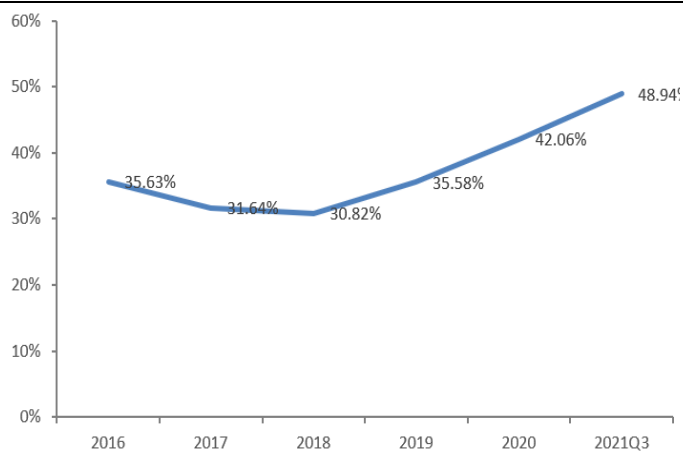
图表 9 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

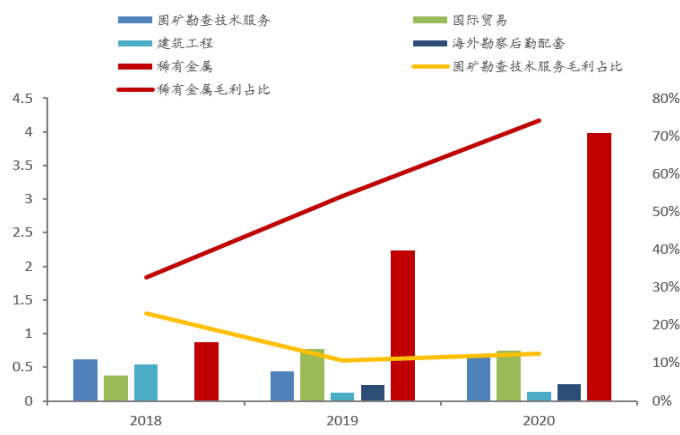
毛利方面,2018 年是公司综合毛利率的一个拐点,16-18 年,毛利率从 35.63%下降至 30.82%,随后持续上涨至 2021Q3 的 48.94%。拆分来看,稀有金属支撑公司利润,毛利遥遥领先于其他业务,2020 年毛利达 3.98 亿元,占总毛利的 74%。而固体矿产勘察技术服务的毛利占比逐年下降,2020 年只有 0.67 亿元,占比 12%。

图表 10 公司毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司毛利细分 (亿元, %)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 锂盐板块：锂资源多点开花强势加码锂电赛道，氟化锂龙头地位稳固

2.1 Bikita+Tanco 双重资源保障，产能快速释放

公司锂盐布局分三步走：1) 新建 2.5 万吨锂盐产线迈入氢氧化锂新赛道；2) 保障锂矿资源供给；3) 持续扩张产能。目前第一步已经实现，而 2019 年收购 Tanco 和近期收购 Bikita 是实现第二步的重要举措，有望强化锂资源布局。资源加持下，产能快速释放，实现第三步指日可待。

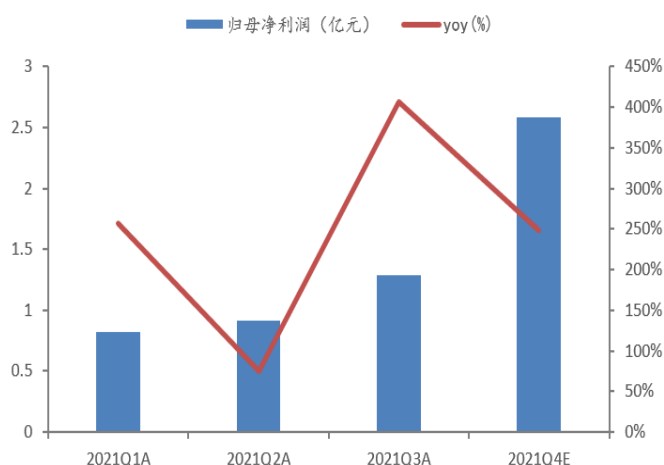
第一步：锂盐 2.5 万吨新增产能项目达产，尽享锂价上涨红利。

收购东鹏后扩张产能，追根溯源公司并非锂业新兵。2019 年，公司在原有 3000 吨碳酸锂产能的基础上，投资建设年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂、年产 1 万吨电池级碳酸锂柔性生产线项目，目前产线已于 2021 年 8 月实现达产并且逐渐放量，实现了公司锂盐业务的突破。锂盐业务均建立在 2018 年收购的东鹏新材的基础上，东鹏新材此前已经在氟化锂和透锂长石提锂方面有丰富的生产经验，就此来说，中矿并非行业新兵。

锂盐团队技术积淀及生产经验丰富。中矿之所以能快速实现顺利扩产，得益于东鹏积累的技术经验优势，东鹏新材的创始人孙春梅曾任江西锂厂厂长，部分技术团队也源自江西锂厂，因此技术团队具备深厚的技术积淀，在扩产之前已具备成熟的透锂长石提锂经验，因此扩产 2.5 万吨锂盐产能能够快速落地投产。

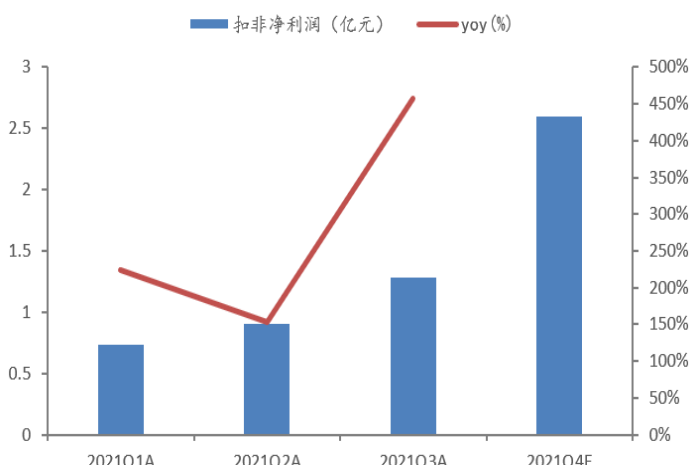
21Q4 电池级氢氧化锂已实现产量并顺利销售部分产品。在需求爆发、锂价上涨的背景下，随着新建产能的逐步释放、锂精矿资源自给率的提升，公司的盈利水平将大幅提升。**21Q4 锂盐销量 2000 吨，2.5 万吨产能快速释放。**2021 年预计实现归母净利润 5-5.6 亿元，同比+186.92%-221.35%；扣非净利润 4.88-5.48 亿元，同比+221.10%-260.57%。拆分来看，Q4 单季盈利在 2-2.6 亿左右，增长较快，说明公司成长性与盈利能力迈上了新的台阶，进入业绩高增长期。

图表 12 2021Q4 归母净利润将大幅上升



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 13 2021Q4 扣非净利润将大幅上升



资料来源：wind，华安证券研究所

第二步：保障锂矿资源供给，提高原料自给率。

收购 Bikita，强化锂资源布局。中矿资源拟以 1.8 亿美元收购 Bikita，Bikita 的

主要资产是位于津巴布韦的 Bikita 锂矿项目,该锂矿资源禀赋十分优秀,目前有 Shaft、SQI6 两个矿权区在进行开发,总共拥有 2941 万吨的矿石量,氧化锂平均品位为 1.17%,氧化锂含量为 34.4 万吨,除此之外 SQI6 矿体还伴生钽矿产资源量 840 万磅 Ta₂O₅,Ta₂O₅ 平均品位 186ppm。

图表 14 Bikita 锂矿区累计探获的保有锂矿产资源量情况

资源类别	矿石量 (万吨)	平均品位 Li ₂ O(%)	Li ₂ O 金属量 (万吨)
探明的资源量	312	1.82	5.68
控制的资源量	2543	1.10	27.98
推断的资源量	86	0.86	0.74
合计	2941	1.17	34.40

资料来源: wind, 华安证券研究所

Bikita 矿区的主要锂矿床矿石类型为生有钽榴石的透锂长石和锂辉石型矿石。其中 Shaft 有 200+万吨的透锂长石,品位 1.90%,折合约 10 万吨 LCE; SQI6 有 2000+万吨锂辉石量,品位 1.32%,折合约 70 万吨 LCE。中矿与 Bikita 有着长达 20 多年的合作关系,是 Bikita 公司生产的钽榴石和透锂长石中国区独家代理商,尤其在透锂长石冶炼方面有着丰富的经验。同时,公司在津巴布韦开展过多个地勘项目,对当地的资源、工作条件等十分了解,此次并购将有利于公司进一步挖掘非洲锂矿,强化资源布局。

图表 15 Bikita 矿区主要锂矿石及储量情况

	主要锂矿石	矿石量 (万吨)	品位 (%)	折合 LCE(万吨)
Shaft	透锂长石	200+	1.90	10
SQI6	锂辉石	2000+	1.32	70

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

受疫情和矿山出售影响, Bikita 近两年业绩波动大, 中矿收购后有望盘活资源。2020 年至 2021 年, Bikita 净资产分别为-2,815.94 万美元、-1,745 万美元, 分别实现营业收入 521.12 万美元、1,966.23 万美元, 分别实现净利润-3,552.73 万美元、-280.86 万美元。Bikita 持续亏损的原因主要是受新冠疫情影响, Bikita 近两年产销量均有所下降。加上启动矿山出售计划, 一直未满足负荷运营, 2021 年产销量有所回升。Bikita2020 年度销售透锂长石 1.55 万吨, 2021 年销售透锂长石 2.49 万吨, 同比增长 60.73%。净资产为负的主要是津巴布韦元持续贬值造成汇兑损失、美元长期有息借款的利息费用等所致。中矿接手后将重新理顺矿山生产, 产能利用率有望大幅提升, 未来公司将继续优化 105 万吨/年采选产能扩产项目可研, 进一步发挥 Bikita 的资源潜力。

图表 16 Bikita 近两年财务情况 (万美元)

项目	2020	2021
资产	169.2	390.45
负债	2985.14	2135.59
净资产	-2815.94	-1745.14
营业收入	521.12	1966.23
营业利润	-364.96	765.77
净利润	-3552.73	-280.86

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

Tanco 矿山: 公司于 2019 年收购 Tanco 矿山, 该矿山保有未开采的锂矿石资源储量 460 万吨, 其中 208 万吨矿石氧化锂平均品位 3.15%, 252 万吨矿石氧化锂平均品位 1.85%, 折合氧化锂金属量 11.22 万吨。Tanco 矿山 12 万吨锂辉石采选产能于 2021 年 10 月正式投产 (目前已基本达产), 且规划积极推进 Tanco 矿露天开采方案和新建 50 万吨产能选矿厂。

第三步: 产能扩张规划。

Tanco: 1) 目前 12 万吨选矿厂已经恢复生产, 首批矿石预计 3 月到达江西的锂盐厂; 2) 计划 22 年建成 18 万吨选厂, 下半年贡献部分产能, 假设按 50% 计算; 3) 我们预计 Tanco 今年将有 $12+9=21$ 万吨选矿能力, 约折合 4000 吨 LCE; 23 年将有 $12+18=30$ 万吨选矿能力, 可折合 6000 吨 LCE。

Bikita: 1) 今年会将 70 万吨选矿能力和 Shaft 配套并释放产能, 目前 Shaft 正在进行上层废石剥离工作, 剥离完成后选矿能力开始释放; 2) 计划投资 1 亿元, 用 9 个月时间新建 105 万吨选矿厂和 SQI6 配套并完成废石剥采, 预计 2023 年释放产能; 3) 我们预计今年 70 万吨选矿能力, 对应锂精矿 7 万吨, 折合 4000-6000 吨 LCE; 预计 23 年拥有 $70+105=175$ 万吨选矿能力, 折合碳酸锂约 2.6-2.8 万吨 LCE。

图表 17 2022-2023 产能扩张计划

	2022	2023
Bikita	Shaft 70 万吨选矿能力, 对应 4000-6000 吨 LCE	Shaft (70 万吨) + SQI6 (105 万吨) 选矿能力, 对应 2.6-2.8 万吨 LCE
Tanco	$12+9=21$ 万吨选矿能力, 对应 4000 吨 LCE	$12+18=30$ 万吨选矿能力, 对应 6000 吨 LCE
合计	约 8000-10000 吨 LCE	约 3.2-3.4 万吨 LCE

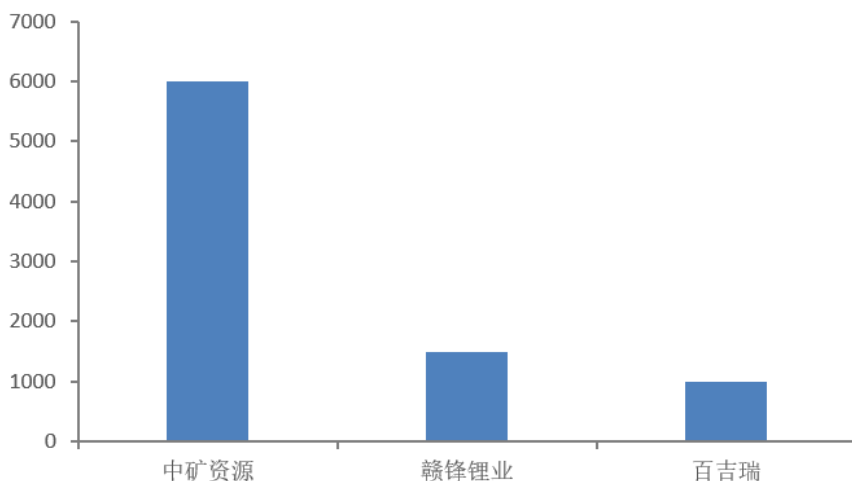
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

10 亿元新建年产 3.5 万吨锂盐项目, 锂盐产能将达 6 万吨。根据以上产能规划, 2023 年公司可以自给 3.2-3.4 万吨 LCE, 而锂盐产品的生产能力只有 2.5 万吨, 原料自给能力大于锂盐加工能力。根据 2 月 26 日公告, 为了充分发挥锂矿资源储备和锂盐冶炼加工的技术优势, 今年中矿将通过下属全资子公司春鹏锂业在江西新余投资建设年产 3.5 万吨高纯锂盐项目, 主产品为电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂, 建设周期为 1 年。公司在建设一期 2.5 万吨锂盐项目时积累了宝贵的技术管理经验, 预计 3.5 万吨高纯锂盐二期项目将能更顺利、更高效的实施完成。

2.2 优质客户+产能扩张，氟化锂龙头地位稳固

中矿资源氟化锂扩产至 6000 吨/年，市占率第一。氟化锂是生产六氟磷酸锂的原料，下游应用为锂电池电解液。公司电池级氟化锂产能已从 3000 吨/年扩产至 6000 吨/年，2022 年 1 月按照 6000 吨直接达产，不需要爬坡，行业内其他主要企业的产能分别为赣锋锂业 1500 吨/年、百吉瑞 1000 吨/年，与中矿存在较大差距。公司氟化锂市占率位居行业第一，目前有望超过 50%，形成垄断性优势。

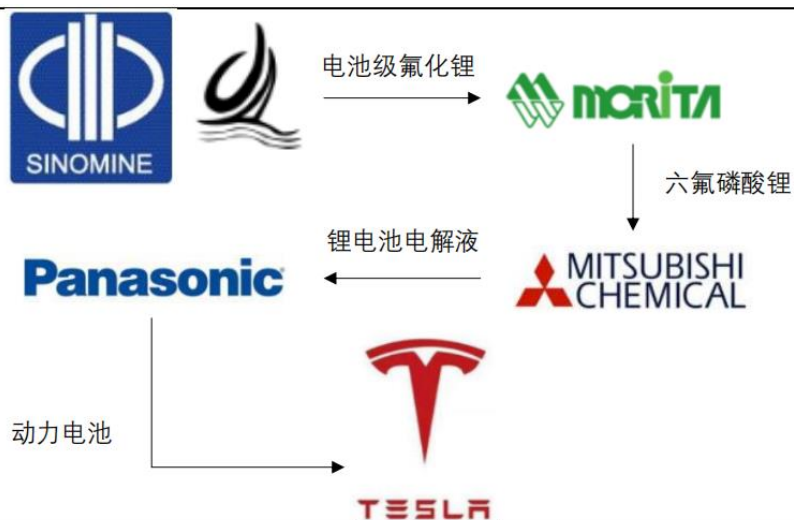
图表 18 氟化锂主要企业产能（吨/年）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

氟化锂进入特斯拉产业链，下游客户优质。公司通过供货日本森田化工稳定地供入了特斯拉供应链，整体产业链为：氟化锂（东鹏新材）-六氟磷酸锂（日本森田）-电解液（三菱）-动力电池（松下）-特斯拉。同时，公司也向新泰材料、九九久、杉杉股份、金牛电源等国内 6F 和电解液企业提供氟化锂产品，客户资源优质。中矿在氟化锂除杂上拥有技术优势，且前端原料依赖程度低，能够在保证产量的同时保证产品质量，获取客户忠诚度。

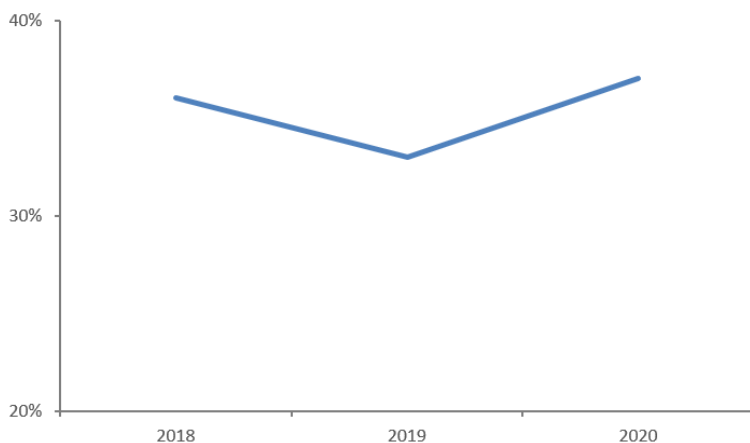
图表 19 氟化锂主要企业产能（吨/年）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

氟化锂毛利率较高，支撑锂板块利润。公司目前锂板块的综合毛利率由碳酸锂和氟化锂共同构成，由于电池级碳酸锂的业务模式为采购工碳并提纯，仅赚取工碳和电碳之间的价差，而这一价差并不大，导致碳酸锂的毛利显著低于氟化锂，后者盈利能力更强。在 2018-2020 锂价持续下跌的背景下，公司锂盐业务的毛利率仍维持在 35% 左右，高于同行业可比公司。2021 年前三季度，锂盐的利润贡献是 27%，主要是来源于氟化锂。

图表 20 2018-2020 公司锂业务综合毛利率 (%)

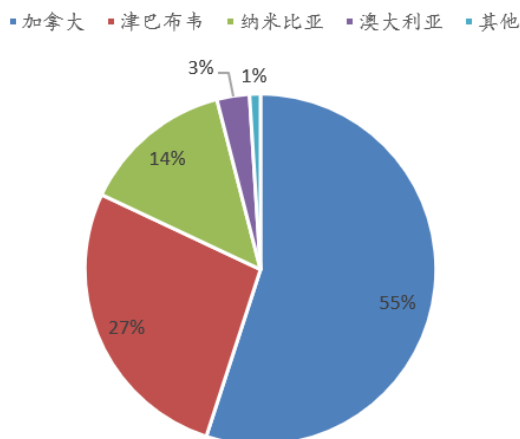


资料来源：wind，华安证券研究所

3 铯铷板块：垄断优质资源打造行业霸主地位，现金奶牛为公司发展保驾护航

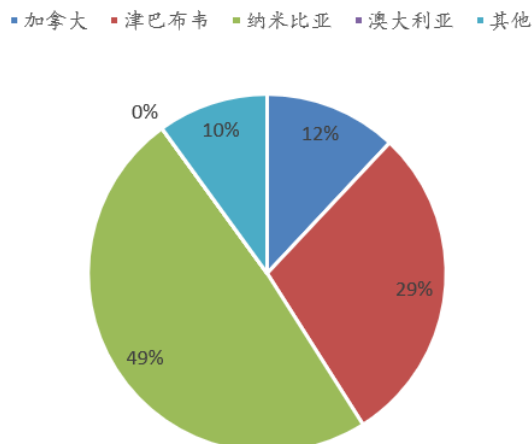
铯铷应用广泛但资源分布较为集中，公司拥有的 **Tanco 矿山** 是全球唯一可供开采的主力矿山。铯铷盐广泛应用于新能源、电子通讯、国防军工、特种玻璃等高科技、战略性新兴产业，西方发达国家是主要消费国，仅美国的铯消费量就占到全球的 50% 以上，我国的应用市场正随着科技技术的进步逐步被打开。然而，铯铷是全球战略性稀缺资源，全球氧化铯资源储量约 22 万吨，主要分布于加拿大、津巴布韦、纳米比亚和澳大利亚四国。目前全球可规模化开采的铯榴石矿仅有三个，分别是加拿大 Tanco 矿、津巴布韦 Bikita 矿和澳大利亚 Sinclair 矿，其中 Bikita 铯榴石矿资源面临枯竭，Sinclair 矿 2019 年已经完成所有经济可采矿石的开发，目前 Tanco 矿是目前全球铯资源的仅剩的主力可开采矿山。

图表 21 全球氧化铯储量分布情况



资料来源：USGS，华安证券研究所

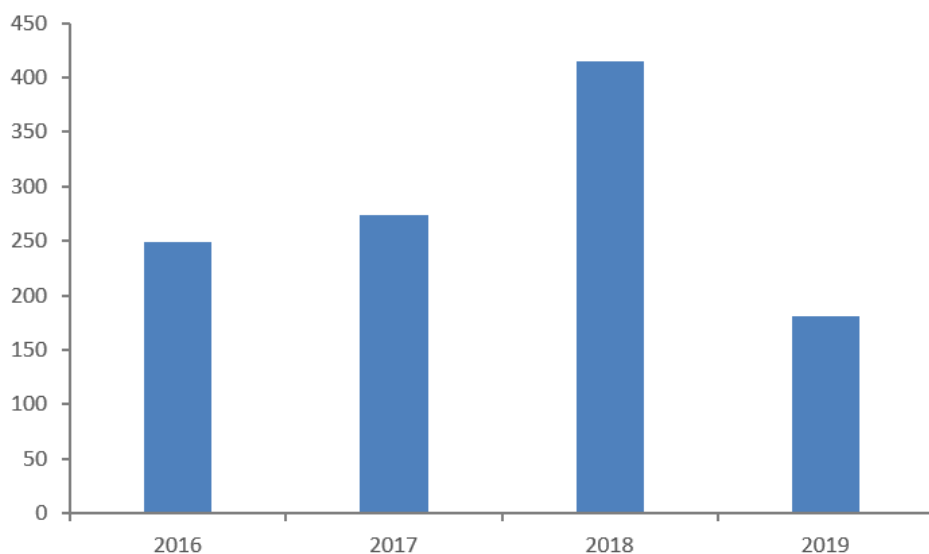
图表 22 全球氧化铷储量分布情况



资料来源：USGS，华安证券研究所

公司掌握全球 80% 以上已探明的铯矿产资源储量，产销量复合增长率达 24.3%。2018 年收购东鹏新材后，公司成为国内最大的铷铯盐生产商和供应商，国内市场占有率高达 75%。2019 年公司通过收购 Cabot 公司的特殊流体事业部控制了其旗下的 Tanco 矿山，该矿山目前保有未开采铯矿石资源量 11.72 万吨，其中氧化铯含量 1.62 万吨；铯尾矿矿石资源量 352.22 万吨，其中氧化铯含量 2.6 万吨，合计氧化铯资源量为 4.22 万吨。两次收购完成后，公司掌握 80% 以上全球已经探明的铯榴石矿储量，现有铷铯盐产能达到 1500 吨/年。资源保障下近年来公司铯盐产品的产销量快速增长，复合增长率达到 24.3%，在全球铯市场占有率超过 50% 以上，拥有全球定价权。

图表 23 公司铯钾盐产量情况 (吨/年)



资料来源：公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告，华安证券研究所

公司是全球甲酸铯唯一供应商，与印度签订大合同放量在即。甲酸铯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。公司是全球最大的甲酸铯生产商和供应商，为众多知名的油服企业和世界级石油公司提供甲酸铯产品和技术服务，同时也在积极布局国内市场，提前储存 7000+桶甲酸铯产品。

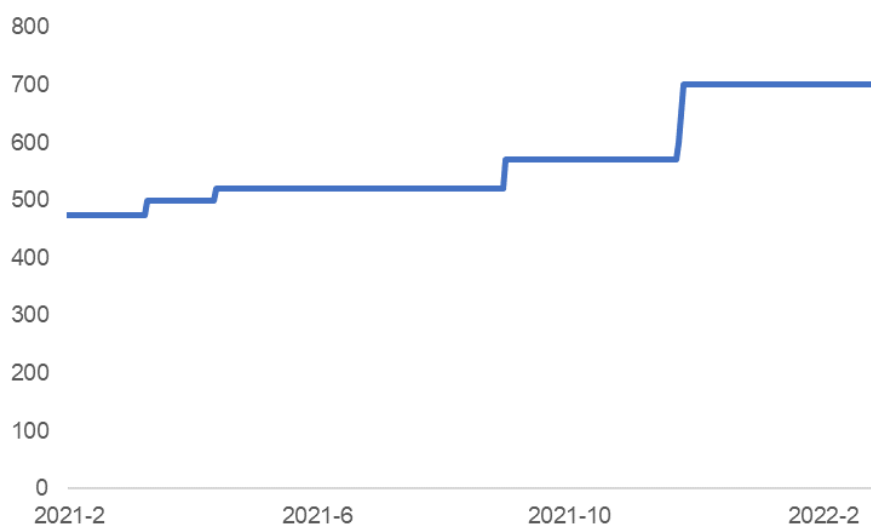
图表 24 公司甲酸铯主要客户为欧美知名石油企业



资料来源：公司公告，华安证券研究所

铯钾毛利率高盈利能力强，预计未来铯盐业务环比年增长 30%。资源垄断优势使公司具有全球铯钾盐产品的定价权，毛利率一直较高，2020 年铯钾产品毛利率达 68.69%。而随着铯盐价格逐年走高，公司该业务板块的业绩也十分可观。2020 年铯钾盐产品贡献了 3.1 亿元营收，比 2018 年增长 303%；营收占比 24.33%，比 2018 年增长 15.4pct。下游市场兴盛、国内市场逐步打开加上甲酸铯的订单量增加，预计未来铯盐业务环比年增长 30%。

图表 25 钾盐市场价持续走高，目前达到 700 元/克



资料来源：百川盈孚，华安证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 铯铷板块

作为铯铷的绝对龙头，我们认为公司将凭借铯铷资源绝对优势占领绝大部分市场，利润率稳定，以量取胜，为公司提供充分的现金牛和盈利。我们预计铯铷板块平稳增长，预计 2021-2023 年分别实现营收 7.4 亿元、9.6 亿元、12.2 亿元，分别实现毛利 4.7 亿元、6.0 亿元、7.7 亿元。

预测基于以下假设：

- 1) 假设板块整体经营稳健，年均增速 30%；甲酸铯业务相对来说订单旺盛，给予更高增速；
- 2) 成本假设相对固定，因此毛利率也较为稳定，假设铯精细化工和甲酸铯的毛利率分别约为 68%和 58%，整体毛利率约为 63%；
- 3) 铷的需求体量较小，因此并不进行预测。

图表 26 铯铷板块盈利预测

铯精细化工	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	310.39	383.34	490.67	637.87
yoy		24%	28%	30%
营业成本（百万元）	97.19	122.67	157.01	204.12
毛利（百万元）	213.20	260.67	333.66	433.75
毛利率	69%	68%	68%	68%
甲酸铯	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	198.53	357.36	464.56	580.71
yoy		80%	30%	25%
营业成本（百万元）	84.50	150.09	195.12	243.90
毛利率 (%)	57.44%	58%	58%	58%
毛利	114.03	207.27	269.45	336.81
铯铷板块	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	508.93	740.69	955.23	1218.58
yoy		46%	29%	28%
营业成本（百万元）	181.69	181.69	272.76	352.13
毛利（百万元）	327.23	467.94	603.10	770.56
毛利率 (%)	64%	63%	63%	63%

资料来源：wind，华安证券研究所

4.2 锂板块

锂盐产能 2.5 万吨+新规划 3.5 万吨=建成后 6 万吨产能,资源端有 Tanco+Bikita 保障,叠加高景气的氟化锂,我们认为公司将迈上新“锂”程,预计 2021-2023 年锂板块分别实现营收 9.2 亿元、73.5 亿元、88.8 亿元,分别实现毛利 4.1 亿元、31.8 亿元、61.7 亿元。

·这里的预测偏中性,重要的假定是 22 年、23 年锂盐价格分别为 40 万元/吨、30 万元/吨。在基础分析后面,我们会附上保守和乐观预测得到的不同预测结果。

锂盐预测基于以下假设:

- 1) 量: 2021-2023 年分别实现锂盐销量 0.2 万吨、2 万吨、2.5 万吨;
- 2) 价: 2021-2023 年锂盐价格分别为 20 万元/吨、40 万元/吨、30 万元/吨;
- 3) 利: 假设外购锂盐的部分,毛利为 8 万元/吨,自给原料的成本大约为 6 万元/吨,以此计算毛利。

氟化锂预测基于以下假设:

- 1) 量: 2021 年 3000 吨产能,因为年初未达产+年底技改停产,假设产量 2600 吨; 2022 年扩建至 6000 吨,假设释放产能 4500 吨, 2023 年 5500 吨;
- 2) 价: 氟化锂涨价幅度大,目前已经达到 68 万元/吨的高位 (CBC 金属网目前有氟化锂报价),根据 2021 年的涨价情况,我们给 2021 年的产品均价为 20 万元/吨, 2022 年和 2023 年分别保守预计分别为 30 万元/吨和 25 万元/吨;
- 3) 利: 目前氟化锂定价是和 6F 挂钩,我们预计 2021-2023 年,氟化锂毛利率分别为 48%、49%、45%。

图表 27 锂板块盈利预测 (中性预测)

锂盐	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)		400.00	8000.00	7500.00
锂盐价格 (万元/吨)		20	40	30
销量 (吨 LCE)		2000	20000	25000
营业成本 (百万元)		240.00	3462.40	1589.50
毛利率 (%)		40%	57%	79%
毛利 (百万元)		160.00	4537.60	5910.50
氟化锂	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	210.38	520.00	1350.00	1375.00
氟化锂价格 (万元/吨)		20	30	25
销量 (吨)		2600	4500	5500
营业成本 (百万元)	163.59	270.40	688.50	756.25
毛利率 (%)	22.24%	48%	49%	45%
毛利 (百万元)		249.60	661.50	618.75
锂电板块	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	210.38	920.00	9350.00	8875.00
yoy		337%	916%	-5%
营业成本 (百万元)	163.59	510.40	4150.90	2345.75
毛利 (百万元)	46.79	409.60	5199.10	6529.25
毛利率 (%)	22%	45%	56%	74%

资料来源: wind, 华安证券研究所

· 保守预测：假设 22 年/23 年锂盐价格分别为 30 万元/吨、25 万元/吨，得出的结论是：2022/2023 年，锂盐板块分别实现营收 60 亿元、62.5 亿元，分别实现毛利 25 亿元、47 亿元。

· 乐观预测：假设 22 年/23 年锂盐价格分别为 50 万元/吨、35 万元/吨，得出的结论是：2022/2023 年，分别实现营收 100 亿元、88 亿元，分别实现毛利 65 亿元、72 亿元。

图表 28 锂盐业务盈利预测

中性	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	400	8000	7500
锂盐价格（万元/吨）	20	40	30
销量（吨 LCE）	2000	20000	25000
营业成本（百万元）	240	3462	1590
毛利（百万元）	160	4538	5911
保守	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	400	6000	6250
锂盐价格（万元/吨）	20	30	25
销量（吨 LCE）	2000	20000	25000
营业成本（百万元）	240	3462	1590
毛利（百万元）	160	2538	4661
乐观	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	400	10000	8750
锂盐价格（万元/吨）	20	50	35
销量（吨 LCE）	2000	20000	25000
营业成本（百万元）	240	3462	1590
毛利（百万元）	160	6538	7161

资料来源：wind，华安证券研究所

4.3 地勘板块

地勘板块在报表中体现为三块业务：固体矿产勘查+国际贸易+国际工程，其中国际工程 2022 年将剥离，地勘整体也不再作为盈利的重点，而是为企业赋能，充分发挥寻找优质资源并以合理价格并购的优势。因此我们预计 2021-2023 年，地勘板块分别实现营收 5.8 亿元、5.4 亿元、5.5 亿元，分别实现毛利 2.0 亿元、1.5 亿元、1.5 亿元。

图表 29 地勘板块盈利预测

固体矿产勘查	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	210.38	227.21	229.48	231.77
yoy	1.08%	8%	1%	1%
营业成本（百万元）	163.59	163.59	165.23	166.88
毛利率（%）	22.24%	28%	28%	28%
毛利（百万元）	46.79	63.62	64.25	64.90
国际贸易	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	305.81	311.93	315.05	318.20
yoy	2.16%	2%	1%	1%
营业成本（百万元）	231.23	224.59	226.84	229.10
毛利率（%）	24.39%	28%	28%	28%
毛利（百万元）	74.59	87.34	88.21	89.10
地勘板块	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	570.48	584.14	544.53	549.97
营业成本（百万元）	436.24	388.18	392.06	395.98
毛利（百万元）	134.25	195.96	152.47	153.99

资料来源：wind，华安证券研究所

4.4 投资建议

基于以上详细的分业务盈利预测，我们预计 2021-2023 年，公司分别实现营收 22.4 亿元、88.5 亿元、106.4 亿元，分别实现归母净利润 5.40 亿元、18.55 亿元、42.32 亿元，同比分别增 210%、243%、128%。铯铷作为现金流和盈利的重要支撑为公司提供发展的安全边际，眼光独到、脚踏实地的锂矿并购+锂盐产能扩张充分享受当前行业高景气红利，专业深耕的地勘团队为公司找矿买矿赋能，我们认为公司业绩将迎来新一轮快速提升。2021-2023 年，公司对应当前市值的 PE 分别为 56X、16X、7X，在近期股价表现较好的同时，依旧保持着较低的估值水平，正值布局良机。

图表 30 公司整体盈利预测

中性	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	12.8	22.5	108.5	106.4
yoy	10%	76%	383%	-2%
归母净利润（亿元）	1.7	5.4	32.1	45.4
yoy	24%	210%	494%	41%
保守	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	12.8	22.5	88.5	93.9
yoy	10%	76%	294%	6%
归母净利润（亿元）	1.7	5.4	18.7	37.0
yoy	24%	210%	246%	98%
乐观	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（亿元）	12.8	22.4	128.5	118.9
yoy	10%	76%	472%	-7%
归母净利润（亿元）	1.7	5.4	45.5	53.8
yoy	24%	210%	741%	18%

资料来源：wind，华安证券研究所

5 风险提示：

锂矿生产进度不及预期风险，锂盐产能释放不及预期风险，锂盐及铯盐价格大幅下跌风险，Bikita 项目收购进展不及预期风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2277	3105	9101	12264	营业收入	1276	2245	10850	10644
现金	1214	1232	516	5092	营业成本	739	1080	4816	3094
应收账款	393	808	3750	3689	营业税金及附加	9	22	103	99
其他应收款	15	44	218	208	销售费用	47	90	412	409
预付账款	31	88	363	222	管理费用	195	337	1606	1591
存货	489	699	3235	2056	财务费用	35	4	0	0
其他流动资产	134	234	1019	997	资产减值损失	-4	-9	0	0
非流动资产	2643	2754	2871	2994	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	-2	2	-3
固定资产	343	369	395	418	营业利润	190	655	3814	5355
无形资产	94	92	84	77	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	2202	2287	2388	2495	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4920	5858	11973	15258	利润总额	192	655	3814	5355
流动负债	647	1051	4000	2812	所得税	21	121	648	881
短期借款	208	0	0	0	净利润	171	534	3165	4474
应付账款	143	296	1054	721	少数股东损益	-3	-7	-44	-64
其他流动负债	296	756	2947	2091	归属母公司净利	174	540	3209	4538
非流动负债	1101	1101	1101	1101	EBITDA	236	716	3707	5250
长期借款	596	596	596	596	EPS (元)	0.63	1.76	10.47	14.81
其他非流动负债	504	504	504	504					
负债合计	1747	2152	5101	3912					
少数股东权益	7	0	-44	-108					
股本	306	306	306	306					
资本公积	2371	2371	2371	2371					
留存收益	489	1029	4239	8776					
归属母公司股东权	3166	3707	6916	11453					
负债和股东权益	4920	5858	11973	15258					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	232	393	-555	4745	成长能力				
净利润	174	540	3209	4538	营业收入	9.5%	76.0%	383.3%	-1.9%
折旧摊销	57	53	49	49	营业利润	18.2%	244.2%	482.5%	40.4%
财务费用	30	4	0	0	归属于母公司净	24.4%	210.1%	493.8%	41.4%
投资损失	0	2	-2	3	获利能力				
营运资金变动	-65	-229	-3763	224	毛利率(%)	42.1%	51.9%	55.6%	70.9%
其他经营现金流	276	793	6924	4245	净利率(%)	13.7%	24.1%	29.6%	42.6%
投资活动现金流	-507	-164	-160	-170	ROE(%)	5.5%	14.6%	46.4%	39.6%
资本支出	-172	-162	-162	-167	ROIC(%)	3.7%	11.6%	38.8%	35.3%
长期投资	-1	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-333	-2	2	-3	资产负债率(%)	35.5%	36.7%	42.6%	25.6%
筹资活动现金流	682	-212	0	0	净负债比率(%)	55.1%	58.1%	74.2%	34.5%
短期借款	66	-208	0	0	流动比率	3.52	2.95	2.28	4.36
长期借款	183	0	0	0	速动比率	2.72	2.20	1.38	3.55
普通股增加	28	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	396	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.38	0.91	0.70
其他筹资现金流	8	-4	0	0	应收账款周转率	3.25	2.78	2.89	2.89
现金净增加额	398	18	-716	4575	应付账款周转率	5.16	3.65	4.57	4.29

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	0.63	1.76	10.47	14.81	P/E	42.25	55.55	9.36	6.62
每股经营现金流	0.76	1.28	-1.81	15.49	P/B	2.56	8.10	4.34	2.62
每股净资产	10.33	12.10	22.57	37.38	EV/EBITDA	34.18	41.51	8.22	4.93

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。