

NN 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.51
总股本/流通股本(亿股)	11.18 / 11.18
总市值/流通市值(亿元)	185 / 185
52周内最高/最低价	22.13 / 14.78
资产负债率(%)	58.4%
市盈率	97.58
第一大股东	甘肃建新实业集团有限公司
持股比例(%)	41.7%

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

国城矿业(000688)

布局国内大型优质锂矿，有色资源矿企蓄势待发

● 投资要点

国内铅锌领先企业，收购金鑫进军锂矿行业。国城矿业为国内铅锌矿领先企业，主要产品为铅锌等精矿、白银、硫酸等。2022年9月公司启动收购海南国城常青100%份额，收购后公司通过国城常青间接持有马尔康金鑫矿业48%股权。根据评估报告，金鑫矿业拥有的党坝锂辉石矿的累计查明氧化锂资源量为68万吨，平均品位1.33%，为国内非常优质的大型锂矿。

金鑫建设120万吨采选产能，打开国城盈利空间。2022年2月国城集团与众和达成战略合作，共同推进众和股份司法重整进程，恢复公司经营能力。3月众和股份、金鑫矿业与中融信托和解，此前债务问题得到解决。10月众和股份公告金鑫矿业对原有产线进行技改扩建，扩产后采选产能约120万吨/年，并同步推进矿证规模扩容更新。2023年4月法院批准众和重整方案，国城集团子公司国城绿能计划持有44.77%众和股权。随着金鑫矿业的经营逐步理顺，锂矿项目确定性高，未来随着金鑫矿业的放量，国城矿业未来可期。

海外不确定因素加剧，国内锂资源自主可控重要性凸显。我们预计2025年全球锂资源处于紧平衡状态。目前海外政策不确定性加剧，加拿大要求中资企业剥离在加的锂矿资产，阿根廷、玻利维亚和智利正在考虑建立“锂业OPEC”。我国锂资源严重依赖进口，为维护锂资源自主可控，需加大国内资源的开发力度，让国内锂企业担当定海神针的作用。

公司涉及的铅锌、钛白粉、白银业务均在快速扩张。2022年公司实现营收15.47亿元，同比下降9.5%，主要原因是贸易业务相关收入下降。(1)铅锌：东升庙矿业现有铅锌采选规模为200万吨/年，目前正在提供开展技改，将规模提升至350万吨/年。(2)钛白粉：公司计划建设年产20万吨钛白粉、100万吨硫酸、110万吨次铁精矿规模的资源循环综合利用项目，预计2023年年内建成投产。(3)白银：宇邦矿业已恢复生产，采矿许可证生产规模已从60万吨/年提升至825万吨/年。

● 盈利预测

预计2023/2024/2025年公司归母净利润为7.4/14.7/21.0亿元，对应EPS为0.66/1.31/1.88元，对应PE为25.0/12.6/8.8倍。考虑到公司此前业务是传统铅锌铜业务，加之金鑫锂矿、白银、钛白粉等扩产项目逐步投产，预计公司业绩有望较快增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示：

项目进展不及预期，锂价大幅波动，下游需求不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1547	2774	6096	7872
增长率(%)	-9.50	79.28	119.77	29.13
EBITDA(百万元)	375	594	766	1022
归属母公司净利润(百万元)	185	737	1465	2100
增长率(%)	297.69	98.67	43.37	297.69
EPS(元/股)	0.17	0.66	1.31	1.88
市盈率(P/E)	99.53	25.03	12.60	8.79
市净率(P/B)	6.47	5.14	3.65	2.58
EV/EBITDA	52.35	33.81	21.66	15.92

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 国内铅锌龙头，持股金鑫进军锂矿.....	6
1.1 四大业务全力推进，发展步入快车道.....	6
1.2 有色营收稳步增长，持股计划坚定发展信心.....	8
2 国城进驻，国内顶尖锂矿重获新生.....	10
2.1 党坝锂矿是国内大型锂矿，存在较大增储空间.....	10
2.2 金鑫复产稳步推进，规划 120 万吨/年的技改扩产.....	14
3 全球锂资源紧平衡，海外不确定性加剧.....	18
3.1 全球锂供应持续放量，海外不利政策增多.....	18
3.2 新能源汽车快速发展，长期锂资源仍供不应求.....	21
4 三大项目快速推进，公司业绩基本盘稳固.....	25
4.1 东升庙矿业：位居国内前列的铅锌矿，产能增长 59%	25
4.2 宇邦矿业：亚洲最大白银矿复产，采矿证载规模扩大至 825 万	26
4.3 国城资源：成本优势明显，打造矿产资源循环综合利用.....	27
5 盈利预测及估值	28
5.1 分业务盈利拆分	28
5.2 盈利预测	30
6 风险提示	30

图表目录

图表 1: 公司的发展历史	6
图表 2: 公司的股权结构 (截至 2022 年 12 月 31 日)	7
图表 3: 公司的旗下主要子公司情况	7
图表 4: 公司控股持股项目的规划情况 (万吨)	8
图表 5: 公司年度营收及同比情况 (亿元)	8
图表 6: 公司年度归母净利润及同比情况 (亿元)	8
图表 7: 公司分业务营收情况 (亿元)	9
图表 8: 公司分业务毛利率情况	9
图表 9: 公司毛利率及净利率情况	9
图表 10: 公司期间费用率情况	9
图表 11: 公司员工持股计划中预计 2023-2025 年净利润情况 (亿元)	10
图表 12: 我国主要锂矿床分布图 (审图号: GS(2019)3323 号)	10
图表 13: 可尔因地区构造位置图	11
图表 14: 我国川西等地区锂矿规模及品位情况	11
图表 15: 党坝锂矿位于可尔因岩体东部	12
图表 16: 全球锂矿石资源分布、品位、储量情况	13
图表 17: 四川党坝锂辉石矿区平面图	14
图表 18: 马尔康党坝锂辉石矿区位置、交通	14
图表 19: 2004-2020 金鑫矿业的发展历史	15
图表 20: 2014-2017 年党坝锂精粉产量 (吨)	16
图表 21: 金鑫矿业股权结构图	17
图表 22: 2022 年国城介入以来金鑫矿业发展情况	17
图表 23: Greenbushes 锂辉石扩产情况 (千吨/年)	18
图表 24: Greenbushes 季度锂辉石生产情况 (千吨)	18
图表 25: Livent 未来锂盐产能扩产情况 (千吨/年)	19
图表 26: SQM 未来锂盐产能扩产情况 (吨/年)	20
图表 27: PLS 未来锂辉石扩产情况 (千吨/年)	21
图表 28: 2021 年锂资源下游用量占比情况	22
图表 29: 2021 年电池分领域用量占比情况	22
图表 30: 国内新能源汽车销量情况 (万辆)	22
图表 31: IGO 预计全球新能源汽车销量 (百万辆)	23
图表 32: 国内磷酸铁锂月度产量 (实物吨)	23
图表 33: 国内三元前驱体月度产量 (实物吨)	23
图表 34: 全球储能电池装机量 (GWh)	24
图表 35: 长期全球锂资源仍供不应求 (LCE 千吨)	24

图表 36: 国内分企业锌精矿产能情况 (金属吨)	25
图表 37: 公司锌精矿产销情况 (金属吨)	26
图表 38: 2019 年全球全球主要白银矿山情况	26
图表 39: 宇邦矿业 2012-2016 年白银生产情况.....	27
图表 40: 硫酸法生产钛白粉工艺	27
图表 41: 国内各硫酸生产工艺的产能情况 (吨)	28
图表 42: 硫酸下游应用领域占比情况	28
图表 43: 公司分业务拆分情况 (万元)	29
图表 44: 行业内同类公司的估值比较 (iFind 一致预期, 截至 2023/5/15)	30

1 国内铅锌龙头，持股金鑫进军锂矿

1.1 四大业务全力推进，发展步入快车道

国城矿业为国内铅锌矿领先企业，业务覆盖：铅锌、钛白粉、白银、锂矿。国城矿业主要业务为有色金属采选业务、工业硫酸业务及相关产品贸易业务，主要产品为锌精矿、铅精矿、铜精矿、硫精矿、硫铁粉、工业硫酸、次铁精矿等，目前主要业绩来源于有色金属采选。

公司前身为建新矿业，2009年建新集团收购原上市公司朝华科技25.88%股权，成为控股股东。2013年建新矿业收购东升庙矿业100%股权，将主营业务确立为铅锌矿采选及相关产品生产、经营业务。

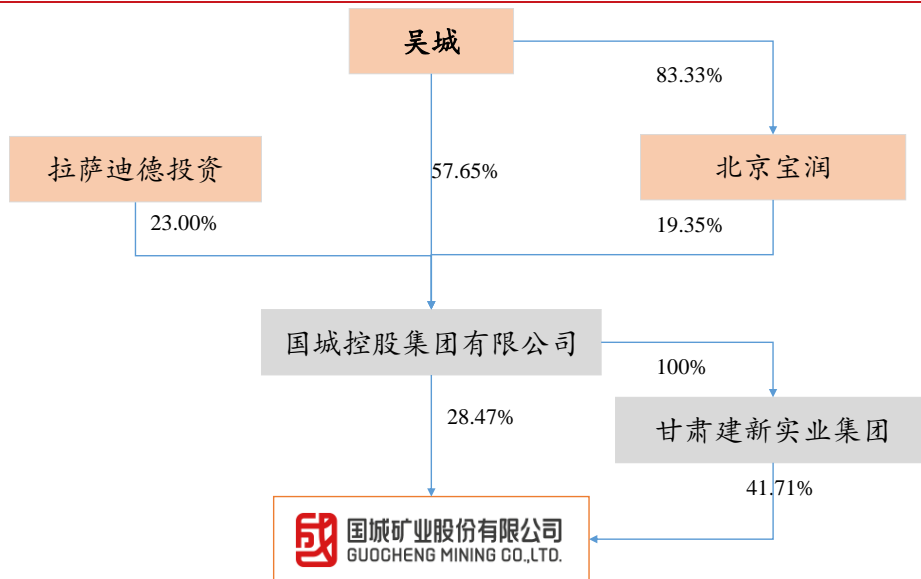
2016年10月建新矿业控股股东建新集团因无法清偿到期债务，申请破产重组。2018年7月国城控股因作为重整方参与建新集团破产重整，通过执行法院裁定及要约收购方式直接和间接持有公司73.98%股份，公司控股股东由建新集团变更为国城控股，公司更名国城矿业。

图表1：公司的发展历史

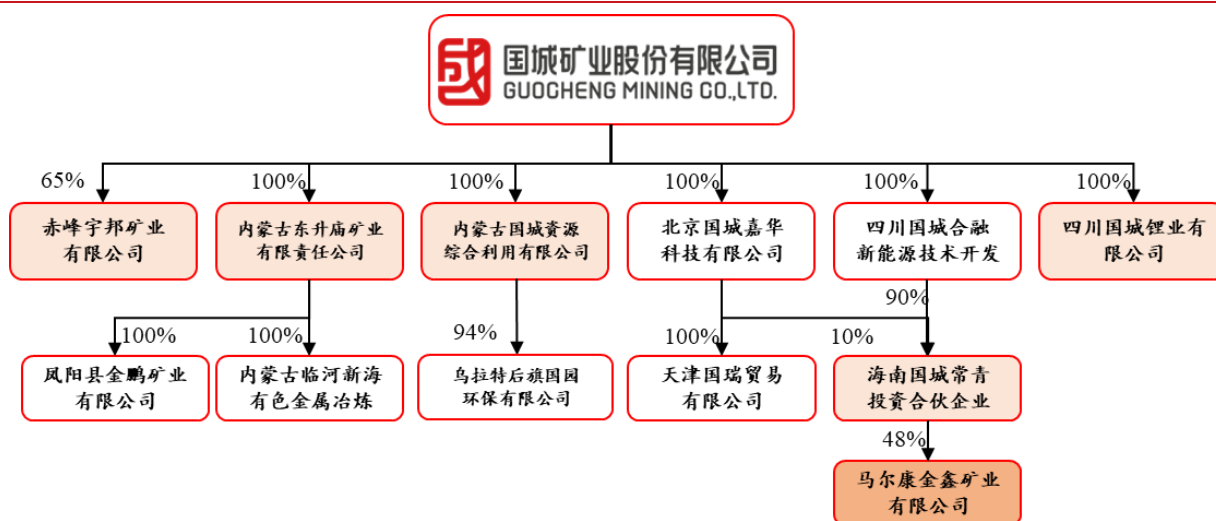
1988年，公司改制为涪陵建筑陶瓷股份有限公司	2001年，公司更名为朝华科技，主营软件开发、陶瓷生产	2013年，公司更名建新矿业，并完成东升庙矿业100%股权注入	2020年，国城发行可转债，募金8.5亿元用于建设硫钛铁资源循环综合利用项目	2022H1，东矿已取得350万吨/年的采矿证，宇邦矿业采矿权证规模已更新至825万吨/年。
1997年，公司于深交所挂牌上市	2009年，朝华科技集团破产重组，建新收购25.88%股权	2018年，建新集团破产重整，国城控股成为控股股东，公司更名为国城矿业	2021年，国城矿业完成宇邦矿业65%股权收购，宇邦矿业拥有亚洲储量最大银矿	2022年9月，公司启动收购国城常青，间接持有金鑫矿业，布局锂矿资源

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司控股股东为国城集团。截止到2022年12月31日，国城集团持有建新集团100%的股权，直接持有本公司28.46%的股权，国城集团直接加间接合计持有本公司70.17%的股权，系本公司控股股东。国城集团是一家以矿业、化工、贸易、投资等业务为主体的大型企业集团，注册资本50亿元，管理总部位于北京，国城集团旗下拥有50余家全资及控股公司，致力于打造集地质勘探、资源开发、矿山运营、大宗矿产品商贸物流、矿业金融于一体的大型国际化矿产资源领域的产业链企业集群。业务遍及北京、天津、内蒙古、甘肃、新疆、西藏、四川、重庆、安徽、浙江、福建、广东、海南等省市自治区。

图表2：公司的股权结构（截至 2022 年 12 月 31 日）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表3：公司的旗下主要子公司情况


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司涉及的铅锌、白银、锂矿、钛白粉业务均在快速扩张。

(1) **铅锌**：东升庙矿业现有铅锌采选规模为 200 多万吨/年，已于 2021 年底取得 350 万吨/年的采矿证，目前正在技改将规模提升至 350 万吨/年。

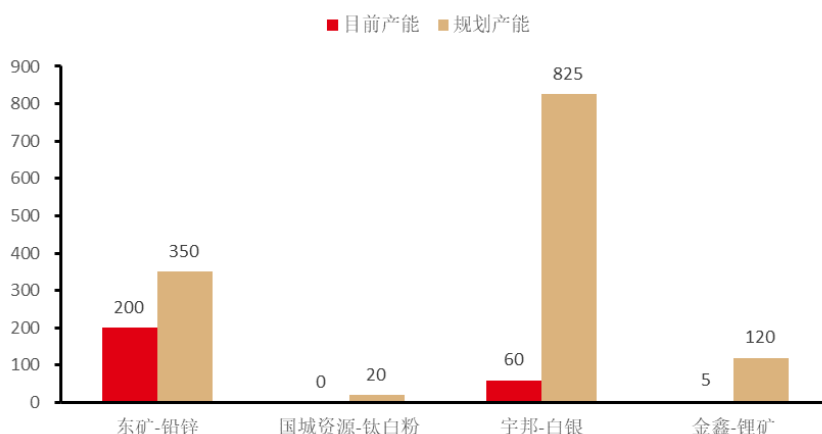
(2) **白银**：2020 年公司收购宇邦矿业，宇邦矿业银金属储量排名亚洲第一、全球第七，并且该矿矿床规模大，具有较大探矿增储潜力。2022 年 8 月宇邦矿业采矿许可证生产规模从 60 万吨/年提升至 825 万吨/年。

(3) **锂矿**：2022 年 9 月公司启动收购海南国城常青投资合伙企业 100% 份额，完成后间接持有马尔康金鑫矿业有限公司 48% 股权，马尔康党坝锂辉石矿氧化锂储量 67.76 万吨，锂资

源优势明显。目前马尔康党坝锂矿正在技改扩建至 5000 吨/天，如果按照一年 240 天选矿时间，折合约 120 万吨/年的产能。

(4) 钛白粉：2018 年 11 月公司与与巴彦淖尔市人民政府签订了《硫铁钛资源综合循环利用项目合作协议》，计划建设年产 20 万吨钛白粉、100 万吨硫酸、110 万吨铁精粉规模的资源循环综合利用项目，目前正在加紧建设，预计 2023 年年内建成。

图表4：公司控股持股项目的规划情况（万吨）



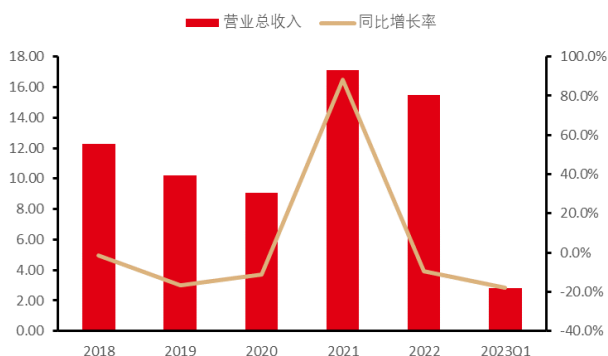
资料来源：公司公告，众和公告，中邮证券研究所

1.2 有色营收稳步增长，持股计划坚定发展信心

公司有色主营稳步增长，各项产能扩产迅速。2022 年公司实现营收 15.47 亿元，同比下降 9.5%，主要原因是贸易业务相关收入下降，归母净利润为 1.85 亿元，同比下降 10.7%。

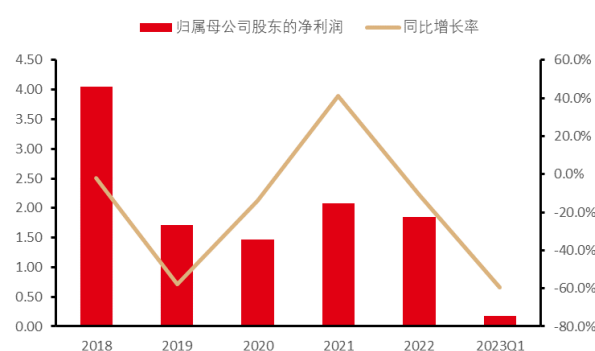
目前东矿已取得 350 万吨/年的采矿证，宇邦矿业采矿权证规模已更新至 825 万吨/年。公司将不断推进东矿及宇邦矿业的矿山开发建设。此外国城资源正加快建设硫铁钛资源循环综合利用项目，打造“含硫含铁尾渣-硫酸-钛白粉”的循环经济产业链，建成后将拥有钛白粉产能规模为 20 万吨/年。

图表5：公司年度营收及同比情况（亿元）



资料来源：中邮证券研究所

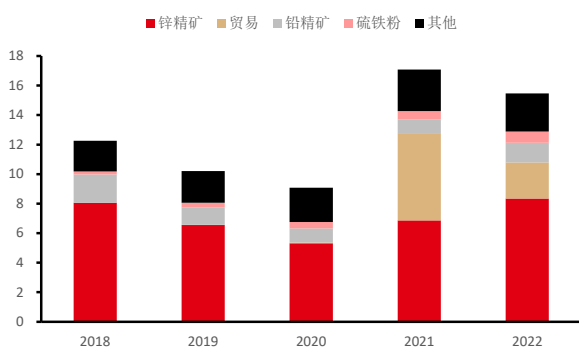
图表6：公司年度归母净利润及同比情况（亿元）



资料来源：中邮证券研究所

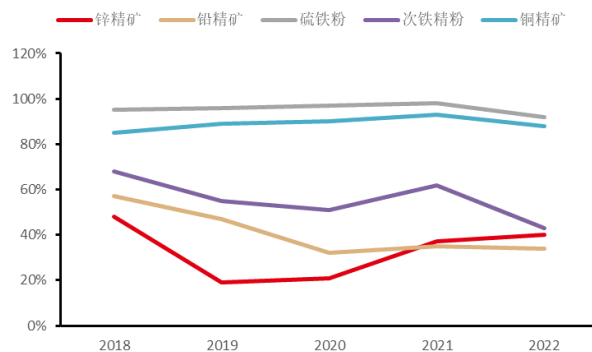
得益于铅锌价格上涨，公司铅锌精矿收入大增。2022 公司锌精矿贡献了主要营业收入：公司锌精矿业务盈利能力有所提升，实现营收 8.35 亿元，同比增长 21.5%，毛利率为 39.5%，同比增加 2pct。铅精矿业务营收 1.33 亿元，同步增长 42.3%，毛利率为 33.6%。

图表7：公司分业务营收情况（亿元）



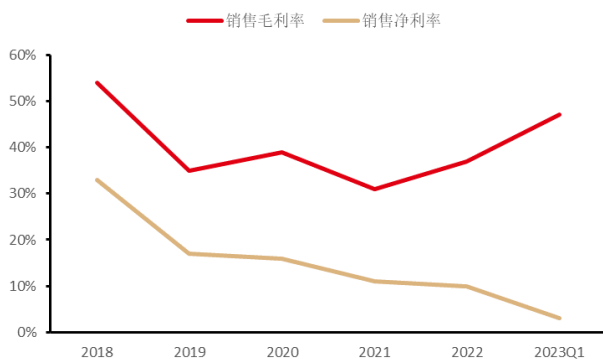
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表8：公司分业务毛利率情况



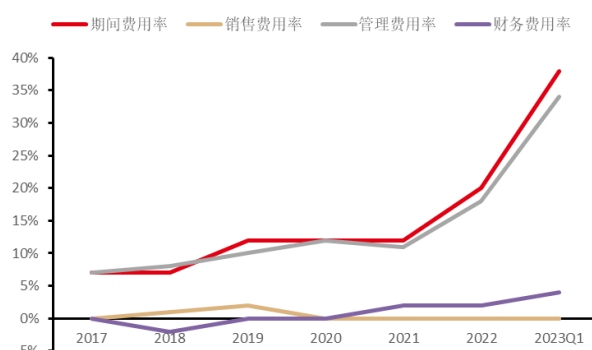
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表9：公司毛利率及净利率情况



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表10：公司期间费用率情况

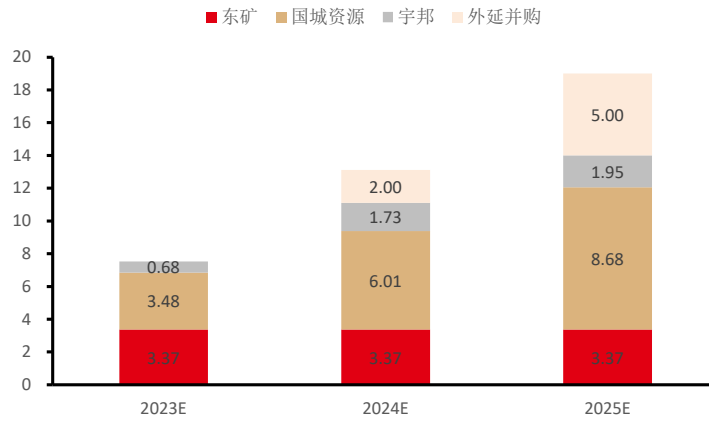


资料来源：iFind，中邮证券研究所

员工持股解锁条件亮眼，充分体现公司管理层信心十足。2022 年 9 月公司发布员工持股计划，涉及股票规模不超过 2,208.00 万股，占目前公司股本总额的 1.94%，解锁条件为 2023-2025 年公司净利润分别不低于 6/12/18 亿元。公司预计东矿 2023-2025 年可每年实现净利润 3.37 亿元，预计国城资源 2023-2025 年可分别实现净利润 3.48 亿元、6.01 亿元、8.68 亿元，预计宇邦矿业 2023-2025 年可每年实现净利润 0.68 亿元、1.73 亿元、1.95 亿元。此外，公司还将通过挖掘优质资产外延并购提升公司盈利能力及增厚公司利润，预计 2024-2025 年这部分将实现净利润 2 亿元、5 亿元，

此次员工持股解锁的净利润增速非常亮眼，截止 2022 年 11 月 4 日此次员工持股计划非交易过户完成，充分彰显管理层和骨干对公司未来的发展信心十足，公司业绩有望长期持续增长。

图表11：公司员工持股计划中预计 2023-2025 年净利润情况（亿元）



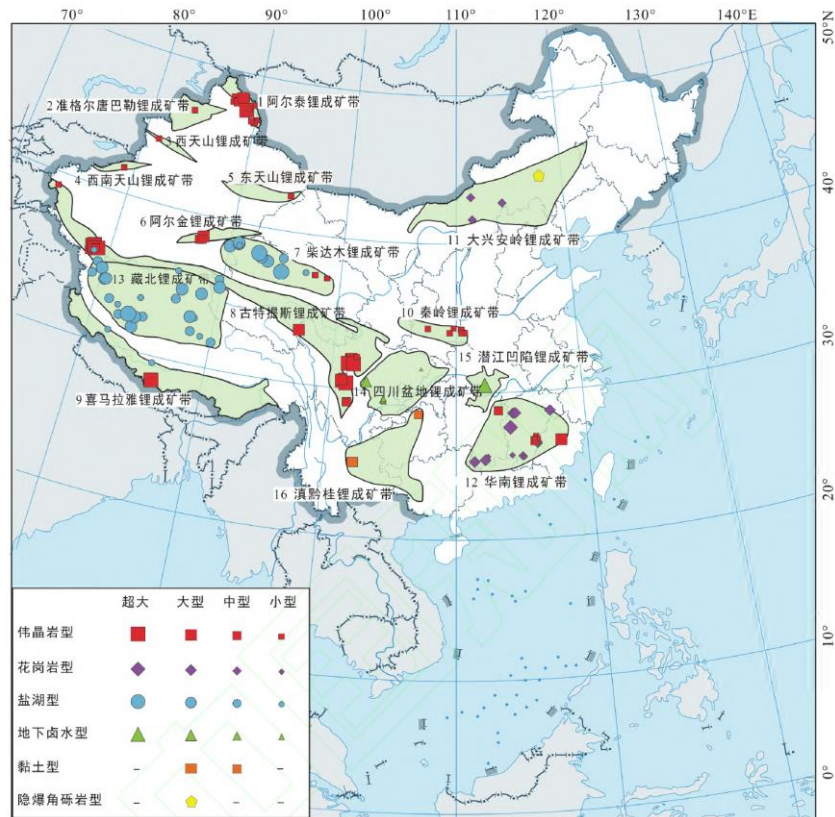
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 国城进驻，国内顶尖锂矿重获新生

2.1 党坝锂矿是国内大型锂矿，存在较大增储空间

中国的锂矿资源较为丰富，矿床分布相对集中，且数量多、规模大。我国的伟晶岩型锂矿主要分布在阿尔泰、阿尔金、西昆仑、川西、喜马拉雅、东秦岭和南岭等区域。

图表12：我国主要锂矿床分布图(审图号：GS(2019)3323号)

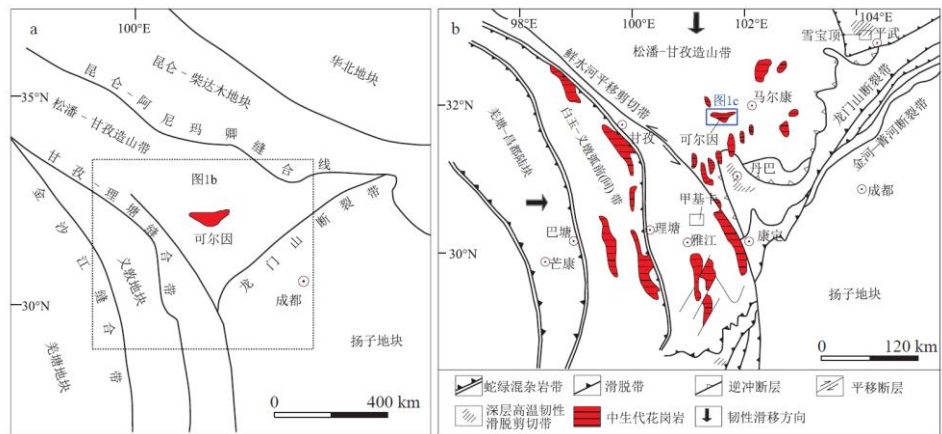


资料来源：《中国锂资源的主要类型、分布和开发利用现状：评述和展望》，中邮证券研究所

川西一带的伟晶岩型锂矿主要包括甲基卡、马尔康、可尔因、党坝、扎乌龙等矿床，可划分为石渠扎乌龙、康定-雅江（甲基卡矿田）、马尔康-金川（可尔因矿田）以及九龙等四个稀有金属成矿区。

可尔因地区位于中国青藏高原东缘的松潘-甘孜造山带中部造山带主体的马尔康被动陆缘中央褶皱推覆带，北侧以昆仑-阿尼玛卿缝合线与华北陆块相隔，西侧通过甘孜-理塘缝合带和金沙江缝合带与义敦陆块和羌塘-昌都陆块毗邻，东南缘与龙门山断裂带与扬子陆块相连。

图表13：可尔因地区构造位置图



资料来源：《川西可尔因地区伟晶岩型锂矿地球化学指标定位矿体的方法》，中邮证券研究所

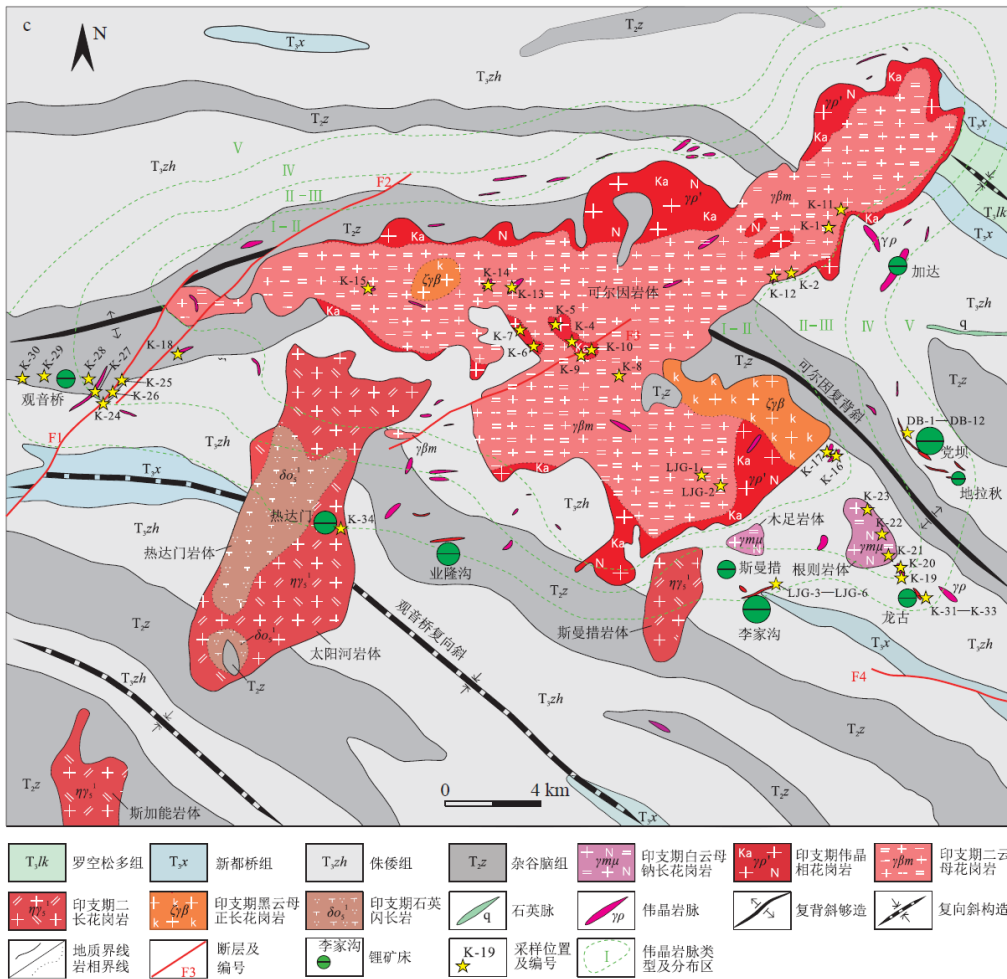
图表14：我国川西等地区锂矿规模及品位情况

地区	代表矿床名称(别名)	规模	Li ₂ O资源量(万吨)	平均品位Li ₂ O(%)	类型/主要含锂矿物
青海玉树市	草陵Li-Be-Nb-Ta	矿点			伟晶岩型/锂辉石
四川石渠县	扎乌龙Li-Be-Nb-Ta	中型			伟晶岩型/锂辉石
四川壤塘县	斯约武Li-Be-Nb-Ta	中型			伟晶岩型/锂辉石
四川金川县	可尔因矿田观音桥Li-Be-Nb-Ta	中型			伟晶岩型/锂辉石
	四川金川县可尔因矿田业隆沟(S07)	大型	11.15	1.3	伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田李家沟Li-Be-Nb-Ta	超大型	51.2	1.25	细晶-伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田斯则木足地区 Li-Be-Nb-Ta	超大型	51.95		伟晶岩型/锂辉石
	磨子沟Li-Be-Nb-Ta	中型			伟晶岩型/锂辉石
四川马尔康县	可尔因矿田高壤	小型			伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田党坝Li-Be-Nb-Ta	超大型	67.76	1.33	伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田党坝(S05) Li-Be-Nb-Ta	中型			伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田党坝阿拉伯(S03) Li-Be-Nb-Ta	中型	2		伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田根扎(S03南段, S05北段) Li-Be-Nb-Ta	中型			伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田党坝地拉秋 Li-Be-Nb-Ta	中型		0.81-2.21	伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田党坝喇嘛矿段Li-Be-Nb-Ta	小型			伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田热足(原4511矿段) Li-Be-Nb-Ta	小型			伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田雀洛Li-Be-Nb-Ta	中型			伟晶岩型/锂辉石
	可尔因矿田白湾乡 Li-Be-Nb-Ta	小型			伟晶岩型/锂辉石
	可尔因伟晶岩田东北部密集区Li	中型	4.63		伟晶岩型/锂辉石
四川雅江县	甲基卡矿田新三号脉(X03) Li-Be-Nb-Ta	超大型	88.55	1.46	伟晶岩型/锂辉石
	甲基卡矿田N.134脉 Li-Be-Nb-Ta	大型	48.63	1.38	伟晶岩型/锂辉石
	甲基卡南JN3 Li-Be-Nb-Ta	中型	5.07	1.11	伟晶岩型/锂辉石
	甲基卡矿区No.104 Li-Be-Nb-Ta	小型	0.82	1.02	伟晶岩型/锂辉石
	甲基卡矿田木绒Li-Be-Nb-Ta	大型	64	1.63	伟晶岩型/锂辉石
	甲基卡矿田措拉Li-Be-Nb-Ta	大型	25.57	1.3	伟晶岩型/锂辉石
	甲基卡矿田德扯弄巴Li-Be-Nb-Ta	大型	21.32	1.34	伟晶岩型/锂辉石
	甲基卡矿田烧炭沟Li-Be-Nb-Ta	超大型	70		伟晶岩型/锂辉石
四川道孚县	容须卡Li-Be-Nb-Ta	中型		0.71-1.93	伟晶岩型/锂辉石
四川九龙县	三岔河Li-Be-Nb-Ta	中型		1.06	伟晶岩型/锂辉石
	打枪沟Li-Be-Nb-Ta	中型	8.91		伟晶岩型/锂辉石

资料来源：《中国锂资源的主要类型、分布和开发利用现状：评述和展望》，中邮证券研究所

党坝锂矿位于可尔因东部。党坝锂矿位于可尔因岩体东部，可尔因稀有金属伟晶岩脉东南密集区北侧，已查明资源储量达超大型锂矿床规模 Li_2O 品位 1.00%–1.52%，平均 1.33%。矿石具有微晶-巨晶结构、交替结构和压碎结构，块状构造、条带状构造、斑杂状构造和浸染状构造。矿石矿物主要为锂辉石，其次为锂云母；脉石矿物主要有石英、微斜长石、钠-更长石。锂辉石常呈他形或半自形状晶体产出，锂辉石在矿石中与石英、长石紧密相嵌，相互交错，锂辉石长轴方向沿矿体厚度方向定向排列特征明显。伴生有益组分及平均含量分别为： Nb_2O_5 (0.009%)、 Ta_2O_5 (0.004%)、 BeO (0.04%)、 Rb_2O (0.11%)、 Sn (0.04%)。

图表15：党坝锂矿位于可尔因岩体东部



资料来源：《川西可尔因地区伟晶岩型锂矿地球化学指标定位矿体的方法》，中邮证券研究所

金鑫党坝锂矿的主体是高尔达 VIII 号脉，此外还有很多其他矿脉。是党坝矿区及其邻近地段已发现花岗伟晶岩脉有 2 条，已知锂矿化的有 37 条，经过勘查的有 VI、VII、VIII、IX、X、XI 等 6 条伟晶岩脉，其中高尔达 VIII 号含锂辉石花岗伟晶岩脉为矿区最主要的矿脉，具工业价值的锂辉石伟晶岩脉规模大。2015 年党坝矿区通过补充详查及资源储量核实，查明 VIII 号矿脉 Li_2O 资源总量达到 64.6 万吨，是原可尔因花岗伟晶岩矿床东南部密集区 20 条脉查明资源总量的 6 倍，由于探矿工程主要集中在 VIII 号矿脉上，导致其地质找矿取得的突破性进展，可为该矿区其他矿脉开展地质找矿及其工程部署提供参考与借鉴。

虽然党坝矿区已探明的资源储量达到了超大型规模，但受各种因素的制约，目前仅勘查了VIII号矿脉的高尔达矿段，其北西段及矿区喇叭庙矿段、地拉秋矿段的XII、XIII、XIV、XV等矿体尚未开展工程控制，地质勘查工作程度低，其远景资源量可观。

图表16：全球锂矿石资源分布、品位、储量情况

矿床	国家	平均品位 (Li ₂ O%)	矿石资源量 (百万吨)	LCE(万吨)
Greenbushes 锂辉石	澳大利亚	2.10	178.5	878.0
Earl Grey 锂辉石	澳大利亚	1.50	189.0	701.0
Wodgina 锂辉石	澳大利亚	1.21	233.9	700.0
Pilgangoora 锂辉石	澳大利亚	1.32	213.3	696.0
Mt Marion 锂辉石	澳大利亚	1.37	71.3	241.6
Altura-Pilgangoora 锂辉石	澳大利亚	1.01	50.5	126.2
Bald Hill 锂辉石	澳大利亚	0.96	26.5	62.9
Mt cattlin 锂辉石	澳大利亚	1.28	16.7	52.9
James bay 锂辉石	加拿大	1.40	40.3	139.6
Whabouchi 锂辉石	加拿大	1.48	44.0	146.6
La Corne 锂辉石	加拿大	1.19	47.0	136.0
Rose 锂辉石	加拿大	0.95	37.2	87.4
Authier 锂辉石	加拿大	1.01	20.9	52.2
Cinovec 锂锡矿(铁锂云母)	捷克	0.42	695.9	717.0
Bikita 透锂长石	津巴布韦	1.40	10.8	400.9
Goulamina 锂辉石	马里	1.34	103.2	342.0
Thacker Pass 锂蒙脱石黏土	美国	0.63	385.3	598.2
Sonora 锂蒙脱石黏土	墨西哥	0.64	559.0	882.0
Jadar Valley 锂硼矿	塞尔维亚	1.86	135.0	625.6
Jiajika 甲基卡 锂辉石	中国	1.44	131.1	252.0
Dangba 党坝 锂辉石	中国	1.33	50.9	167.2
Lijiagou 李家沟 锂辉石	中国	1.27	40.4	126.8

资料来源：各公司公告，中邮证券研究所

党坝锂矿保有 Li₂O 资源量 67.76 万吨，折合碳酸锂 167 万吨。根据四川省矿产资源储量评审中心出具的《〈四川省马尔康市党坝锂矿资源储量核实报告〉矿产资源储量评审意见书》：

(一) 采矿权内：

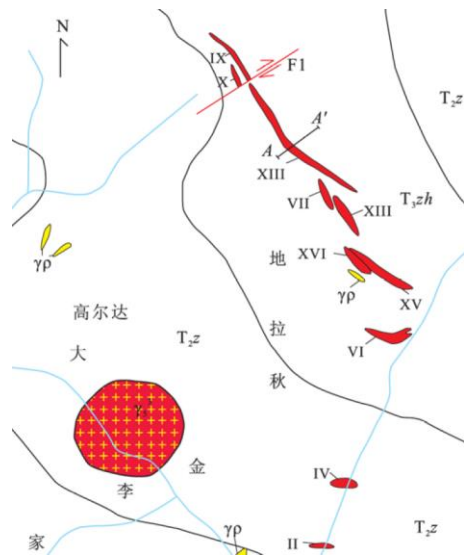
保有资源量矿石量合计 5091.4 万吨（其中：探明 1431.4 万吨，控制 2689.5 万吨，推断 970.5 万吨）、含 Li₂O 677562 吨（其中：探明 200251 吨，控制 368800 吨，推断 108511 吨），平均品位 1.33%；动用探明资源量矿石量 21.0 万吨、含 Li₂O 3156 吨，平均品位 1.50%；累计查明资源量矿石量 5112.4 万吨（其中：探明 1452.4 万吨，控制 2689.5 万吨，推断 970.5 万吨）、含 Li₂O 680718 吨（其中：探明 203407 吨，控制 368800 吨，推断 108511 吨），平均品位 1.33%。

保有储量矿石量合计 3367.7 万吨（其中：证实 1169.8 万吨，可信 2197.9 万吨）、含 Li₂O 465037 吨（其中：证实 163648 吨，可信 301389 吨），平均品位 1.38%；动用证实储量矿石量 17.2 万吨、含 Li₂O 2579 吨，平均品位 1.50%；动用与保有储量矿石量合计 3384.9 万吨（其中：证实 1187.0 万吨，可信 2197.9 万吨）、含 Li₂O 467616 吨（其中：证实 166227 吨，可信 301389 吨），平均品位 1.38%。

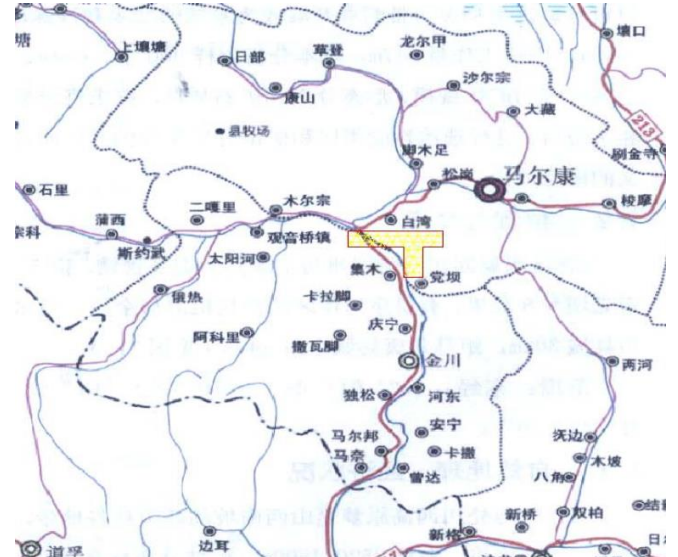
(二) 采矿权平面内、标高外

探明资源量矿石量 38.0 万吨、含 Li_2O 5350 吨；控制资源量矿石量 245.5 万吨、含 Li_2O 34724 吨；推断资源量矿石量 55.4 万吨、含 Li_2O 7000 吨，共计矿石量 338.9 万吨、含 Li_2O 47092 吨，平均品位 1.39%。

图表17：四川党坝锂辉石矿区平面图



图表18：马尔康党坝锂辉石矿区位置、交通



资料来源：《四川阿坝州党坝超大型锂辉石矿床成矿规律及深部和外围找矿方向》，中邮证券研究所

资料来源：众和公告，中邮证券研究所

2.2 金鑫复产稳步推进，规划 120 万吨/年的技改扩产

金鑫的发展主要分为三个阶段：

阶段一（2004-2012）：金鑫早期勘探和建设阶段

(1) 2004-2008 年金鑫矿业对党坝锂矿进行勘探。2004 年 1 月，金鑫矿业首次取得经四川省国土资源厅颁发的马尔康党坝锂辉石矿探矿权证，标志着金鑫矿业开始介入党坝锂矿。2008 年金鑫矿业出让取得阿坝州国土资源局颁发的采矿权，许可开采规模：5 万吨/年（原矿石量），有效期至 2023 年 12 月。同年四川省地质矿产勘查开发局报告预计 VIII 号矿体高尔达矿段 Li_2O 资源量 29.561 万吨，平均品位 1.34%。

(2) 2009-2012 年金鑫矿业开始建设党坝锂矿采选，规划产能 10 万吨锂精矿。2009 年金鑫矿业对党坝锂矿开始建设年产 10 万吨锂精矿及 1 万吨氢氧化锂、碳酸锂的项目，其中地拉秋选矿厂 2 万吨、高尔达村选矿厂 5 万吨、喇嘛庙村选矿厂 3 万吨。2011 年金鑫矿业规划的项目中只有一个地拉秋选矿厂建设完工并投入生产，设计规模为 350 吨/天设计年原矿石处理能力 10 万吨，年生产锂精矿约 1.6 万吨。2009-2011 年金鑫矿业分别生产 3301.47/8458.77/8045.79 吨锂精粉。

2012 年金鑫矿业陆续新建高尔达以及 6 号脉（位于地拉秋选矿厂附近，在采矿权证许可开采区域）2 个选矿厂。由于金鑫矿业扩建项目达产后，设计生产能力达 70 万吨/年（原矿石

量)，超过采矿许可证的许可开采量（5万吨/年）。所以当时金鑫矿业正在申请开采许可证资源储量、开采规模扩大审批手续。

图表19：2004-2020 金鑫矿业的发展历史



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

阶段二（2012-2022）：众和接手，加快建设到负债停产。

（1）2012-2016年，众和接手金鑫矿业，采矿规模和锂资源储量大幅提升。2012年众和股份通过转让、增资等形式逐渐控制阿坝州闽锋锂业有限公司，从而完全控制马尔康金鑫矿业有限公司。

2013年金鑫矿业的党坝锂辉石矿VIII号矿体和VII-1矿体Li₂O控制和推断的氧化锂资源总量由原来的29.56万吨增至48.59万吨。报告中还称矿脉向南东和北西方向继续延长，其资源远量还可继续扩大。

2014年金鑫矿业采选锂辉石矿年产85万吨项目主体工程基本完工，并且在2014年下半年开始陆续小量试产出矿，同年其探明锂资源储量已从2013年的48.59万吨增长至约66万吨。

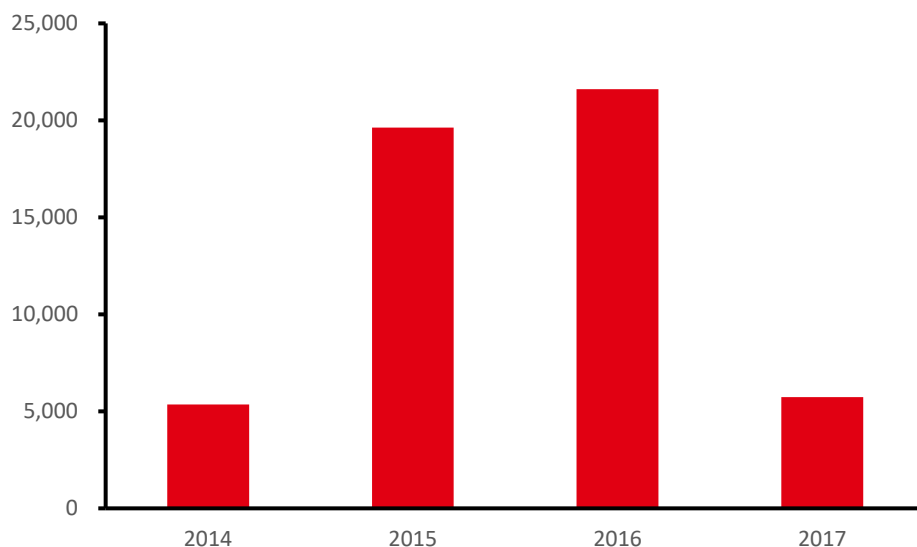
2015年公司计划投资建设金鑫矿业锂辉石矿160万t/a采选工程扩建项目，项目建设投产后金鑫矿业年采选锂辉石矿规模达到160万吨，扩建工程基建期为两年。

2014年-2017年党坝锂精粉的产量分别为5349.52/19619.98/21595.44/5729.79吨。

（2）2017-2022年金鑫矿业负债停产。

2015年金鑫矿业向中融国际信托贷款2亿元，主要用于矿山建设及补充流动资金，这笔借款到2016年2月到期。由于债务违约，2016年5月四川省江油人民法院将众和股份及金鑫矿业列为失信被执行人，并冻结、扣划相关存款。

2017年3月四川省江油人民法院准备将金鑫矿业采矿权进行司法拍卖。2019年众和股票终止上市并摘牌。

图表20：2014-2017年党坝锂精粉产量（吨）


资料来源：众和公告，中邮证券研究所

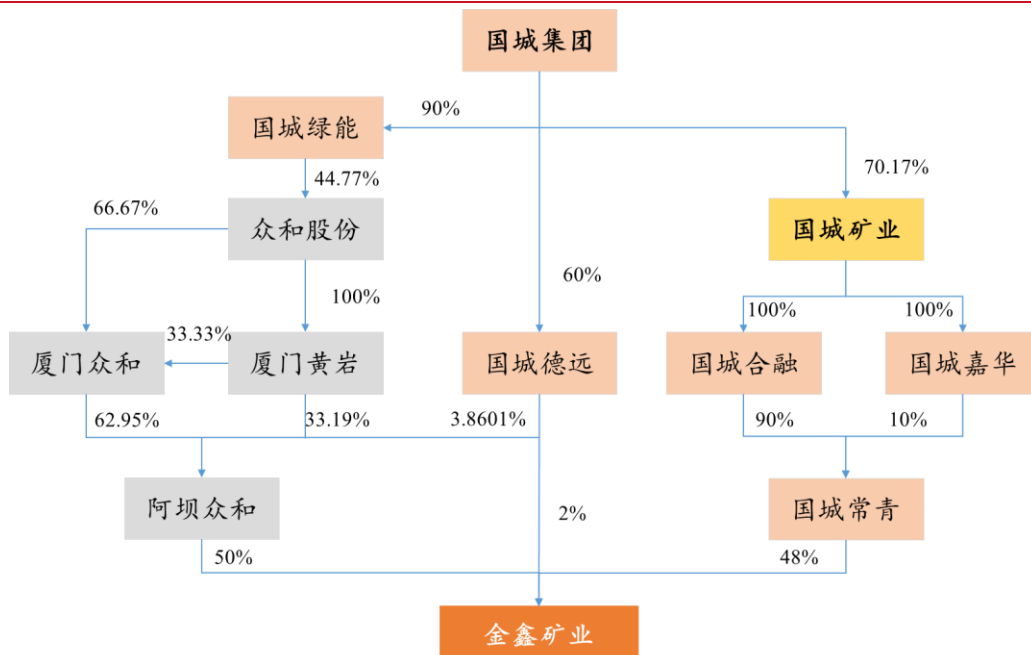
阶段三（2022-至今）：国城进驻，党坝锂矿重获新生。

国城集团进驻，通过控股子公司持有金鑫 50% 股权。2022 年 2 月国城集团与众和股份签署战略合作，旨在发挥各自在资本、资源等方面的优势，建立战略友好合作关系，共同推进公司司法重整进程，化解公司债务危机，恢复公司经营能力。同时国城集团控股子公司国城常青、国城德远向金鑫矿业增资共 4.288 亿元，增资后各方股权比例阿坝新能源持股 50%、国城常青持股 48%、国城德远持股 2%。

与中融国际信托的债务问题得到解决。2022 年 4 月众和股份、金鑫矿业和中融国际信托签署和解协议，国城控股集团为金鑫矿业的支付款项等义务提供连带责任保证。此后金鑫矿业向中融信托支付 5 亿元，结清了全部债务，双方不再有任何其他争议和纠纷。金鑫矿业已经办理完采矿权抵押解除手续及相关资产查封冻结解除手续。

国城矿业接手，间接持有金鑫矿业 48% 股权。2022 年 9 月国城矿业启动收购国城德远、国城控股集团合计持有的海南国城常青 100% 份额。通过本次收购，公司通过国城合融、国城嘉华合计持有国城常青 100% 份额，进而通过国城常青间接持有马尔康金鑫矿业 48% 股权，工商过户变更已于同年 10 月完成。

众和重整方案已经确定，国城体系锁定 44.77% 股权。2023 年 3 月 30 日，众和股份等四家公司、管理人与福建国城绿能投资有限公司、国城控股集团有限公司签署了重整投资协议。各方确认，本次投资交易系国城绿能通过支付重整投资款 26.50 亿元、股东赠予款约 5.49 亿元等方式对甲方进行重整投资，国城绿能有条件受让众和股份以资本公积金转增方式形成的股票，并最终取得转增后众和股份总股本约 44.77% 的股份。2023 年 4 月 24 日，莆田中院裁定批准重整计划，众和重整方案尘埃落定，国城体系合计将持有金鑫矿业超过 70% 股权。

图表21：金鑫矿业股权结构图


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

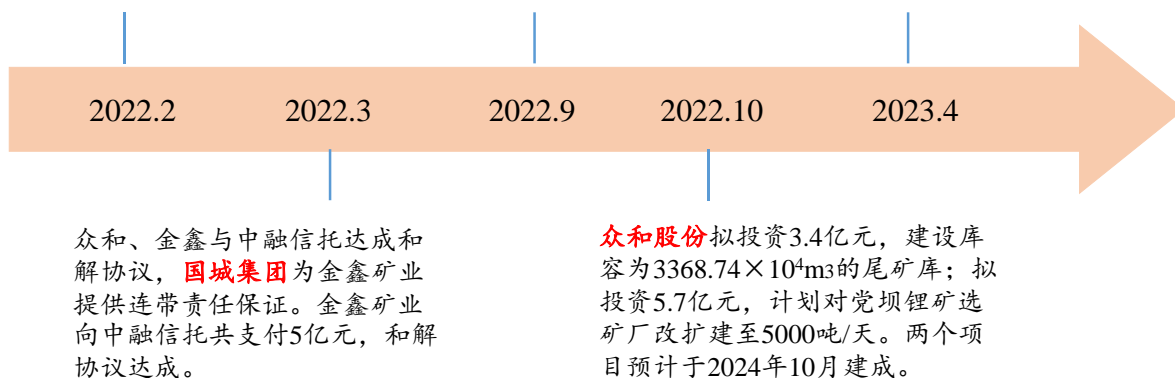
众和公告规划技改扩产至 120 万吨采选产能。2022 年众和公告计划进行“马尔康党坝锂辉石矿马桑沟尾矿库”固定资产投资项目和“马尔康党坝锂辉石矿选矿厂改扩建”技术改造投资项目。项目总投资额 9.1 亿元，项目完成后产能将提升 5000 吨/天（破碎系统、磨矿系统、浮选系统、浓密、充填等系统），如果按照一年 240 天选矿时间，折合约 120 万吨/年的产能。同时金鑫矿业还在同步开展矿证规模扩容更新。此外，尾矿库总坝高为 166 米，总库容为 $3368.74 \times 10^4 \text{m}^3$ ，设计规模远超在建选矿厂技改产能规模。

图表22：2022 年国城介入以来金鑫矿业发展情况

金鑫矿业引入投资人国城常青、国城德远。阿坝新能源持股 50%、国城常青持股 48%、国城德远持股 2%

国城矿业启动收购国城常青 100% 份额，通过国城常青间接持有金鑫矿业 48% 股权。

法院批准**国城集团**子公司国城绿能取得众和股份总股本约 44.77% 的股份，众和重整方案尘埃落定。



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

3 全球锂资源紧平衡，海外不确定性加剧

3.1 全球锂供应持续放量，海外不利政策增多

得益于锂行业高景气度，海外锂矿纷纷扩产。锂矿石主要分布在澳大利亚、加拿大、刚果、美国、中国等，其中澳大利亚锂矿石产量最大，拥有 Greenbushes、Wodgina、Pilgangoora、MT Cattlin、Marion、Bald hill 等矿山。

(1) Greenbushes 目前产能在 168 万吨，根据 IGO 公告，预计 2023 财年产量指引为 135-145 万吨，三期 52 万吨化学级锂精矿扩产项目预计 2024 年底完成。

(2) PLS-Pilgangoora 目前已经完成从 33 万扩产至 68 万吨，P680 10 万吨的废渣设施调试是在 2023Q3，预计 Q4 满产，P1000 预计在 2025Q3 全面投产，资本开支为 5.6 亿美元。

(3) Wodgina 2023Q1 锂精矿产量为 4.4 万吨，环比增长 19%，预计 FY23 锂精矿产量指引仍在 15-17 万吨（40%股权）。

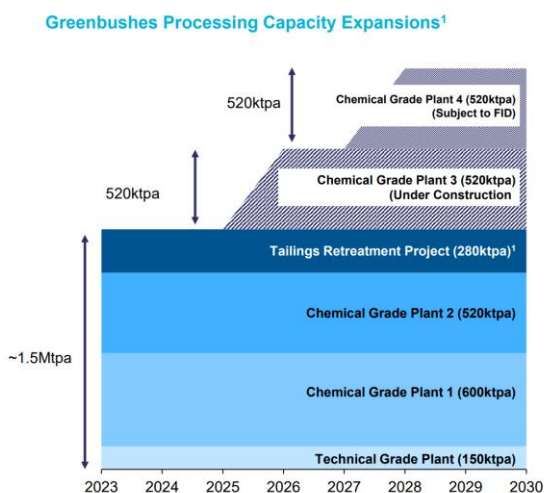
(4) 中矿资源 2022 年收购 Bikita 矿山，现有 70 万吨/年选厂，正在新建 200 万吨/年锂辉石精矿选矿工程和 200 万吨/年透锂长石精矿选矿改扩建工程，计划于 2023 年陆续建成投产。

(5) Mt Marion: 2023Q1 锂精矿产量为 6 万吨，同比增长 15%，环比下降 1%，主要原因是品位的下降。预计 FY2023 锂精矿产量指引为 16 万吨左右，为此前 16-18 万吨的低点（50%股权）。

(6) Mt Cattlin 2023Q1 锂精矿 (SC5.3) 产量为 3.89 万吨，环比增长 137%，销量 2.16 万吨，环比增长 37%，主要原因在于采矿品位提升，回收率从 37% 提升至 60%。预计 Mt Cattlin 2023H1 锂精矿产量为 8-9 万吨，FY23 的产量为 11.4-12.4 万吨。

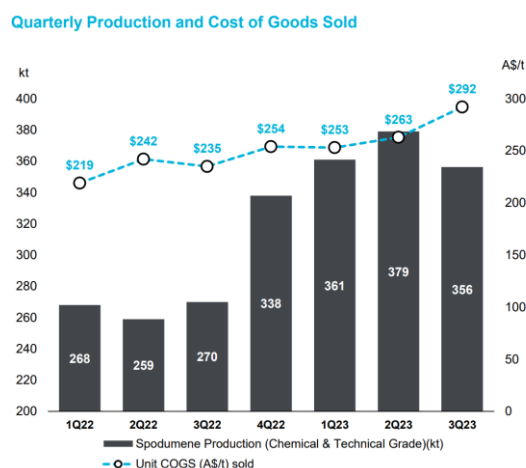
(7) 得益于行业的高景气度，Kathleen valley、Goulamina、Finniss、Manono、Grota do Cirilo 等也在纷纷建设新产线。

图表23: Greenbushes 锂辉石扩产情况 (千吨/年)



资料来源: IGO 财报, 中邮证券研究所

图表24: Greenbushes 季度锂辉石生产情况 (千吨)



资料来源: IGO 财报, 中邮证券研究所


锂盐湖：海外盐湖持续扩产，产能释放主要集中在 2023 年。根据 USGS 统计卤水锂矿探明资源储量占总锂矿探明资源量的 60%。全球卤水锂资源主要分布在南美西部安第斯高原、北美西部高原以及中国青藏高原，其中 70% 以上的资源主要集中在智利、阿根廷、玻利维亚地区。目前南美锂各盐湖均在稳步扩产中：

(1) SQM：预计 2022-2024 年的锂产能为 18/21/29 万吨，年复合增长率为 34%。预计 2023 年中国四川 3 万吨氢氧化锂工厂开始生产，2024 年澳洲和 KDR 合资的 Kwinana 5 万吨氢氧化锂工厂开始生产。

(2) Livent：目前碳酸锂产能 4 万吨，预计到 2030 年底，达到 10 万吨。目前电池级氢氧化锂产能是 3 万吨，中国 1.5 万吨，美国 1.5 万吨，到 2025 年底，氢氧化锂产能达到 8.9 万吨。

(3) Allkem 2023Q1 碳酸锂产量为 4102 吨，环比下降 4%，同步增长 38%；销量为 2904 吨，环比-7%，同比-8%。Olaroz 2 已经在试生产，预计 Q2 投产。Sal de Vida 一期 1.5 万吨电池级碳酸锂预计在 2024 年中投产。

图表25: Livent 未来锂盐产能扩产情况 (千吨/年)



Growing Capacity to Meet Future Customer Demand

Year-End Projected Capacity (ktpa)⁽¹⁾

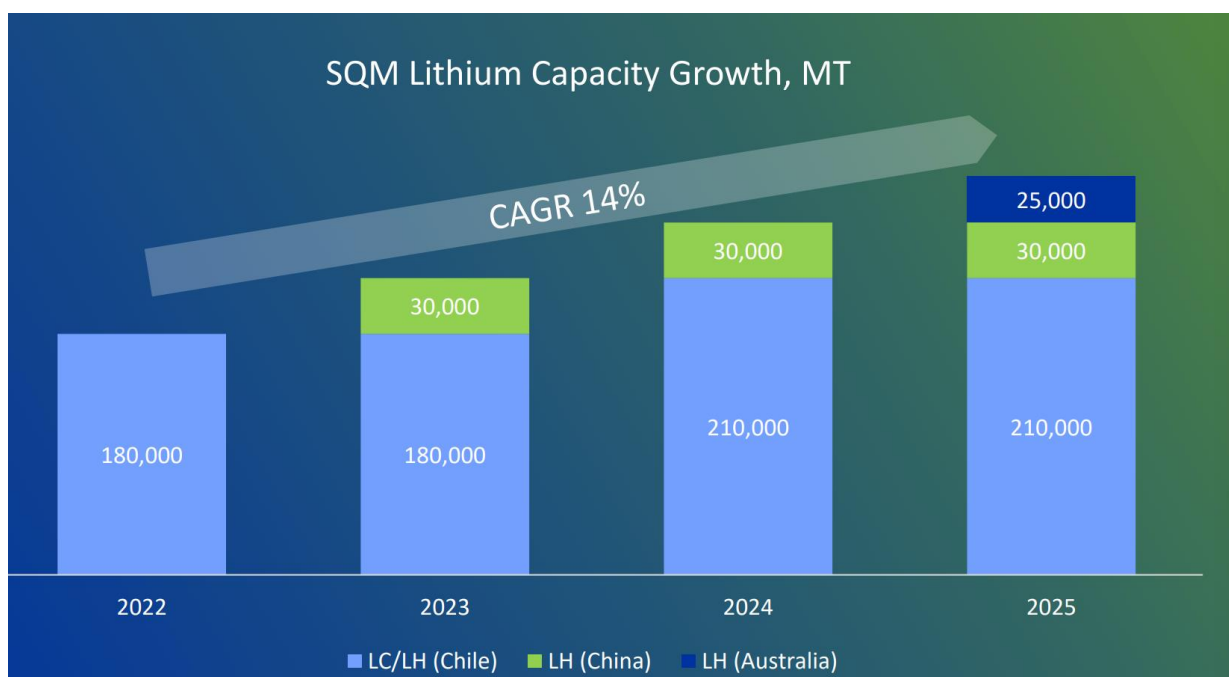
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	
1a	Lithium Carbonate										
	Current	20	20	20	20	20	20	20	20	20	
	Expansions	--	20	20	50	50	50	50	65	80	
	Total Carbonate Capacity	20	40	40	70	70	70	70	85	100	
Less: Carbonate to Feed Hydroxide ⁽²⁾		(20)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	(40)	
Excess Carbonate Available for Sale		0	0	0	30	30	30	30	45	60	
1b	Lithium Hydroxide										
	Current (Livent Carbonate Fed)	25	25	25	25	25	25	25	25	25	
	Expansions (Livent Carbonate Fed)	5	20	20	20	20	20	20	20	20	
Total Capacity (Livent Carbonate Fed)		30	45	45	45	45	45	45	45	45	
2	Recycling Plant ⁽³⁾	--	--	--	10	10	10	10	10	10	
3	Nemaska (Bécancour) ⁽⁴⁾	--	--	--	--	34	34	34	34	34	
Total Hydroxide Capacity		30	45	45	55	89	89	89	89	89	
3	Spodumene Concentrate										
Nemaska (Whabouchi) ⁽⁴⁾ External sales in 2025 / 2026 only before feedstock for Bécancour production											

资料来源：Livent 财报，中邮证券研究所

锂辉石：国内甲基卡、业隆沟、李家沟矿山不断扩产中。(1) 李家沟锂辉石矿年产约 17 万吨以上锂精矿采选项目，目前道路已修通、巷道已打通，正在进行选厂建设。(2) 众和马尔康金鑫锂矿目前公司锂矿原矿产能 5 万吨，2022 年 10 月公司计划建设 5000 吨/天(约 120 万吨/天的采选产能)，计划于 2024 年 10 月建成。

锂云母：技术突破，云母提锂迎来快速增长。我国锂云母主要分布在江西宜春，宜春被誉为“亚洲锂都”，坐拥全球最大的多金属伴生锂云母矿，宜春市及其下属管辖地拥有探明可利用氧化锂储量逾 258 万吨，折碳酸锂当量约 636 万吨，氧化锂的可开采量占全国的 31%、世界的 12%。2019 年永兴材料等研发出了复合盐低温焙烧技术+固氟技术+隧道窑技术，大大降低了云母提锂的成本，目前永兴材料、江特电机、江西钨业等纷纷扩产。宁德时代也与永兴材料合资建设年产 5 万吨碳酸锂产能项目。国轩高科与与宜春矿业设立合资公司，计划建成年产 5 万吨电池级碳酸锂项目和年产 750 万吨锂矿石采选项目，预计一期将在 2023 年 5 月投产，二期将在 2025 年投产。

图表26：SQM 未来锂盐产能扩产情况（吨/年）



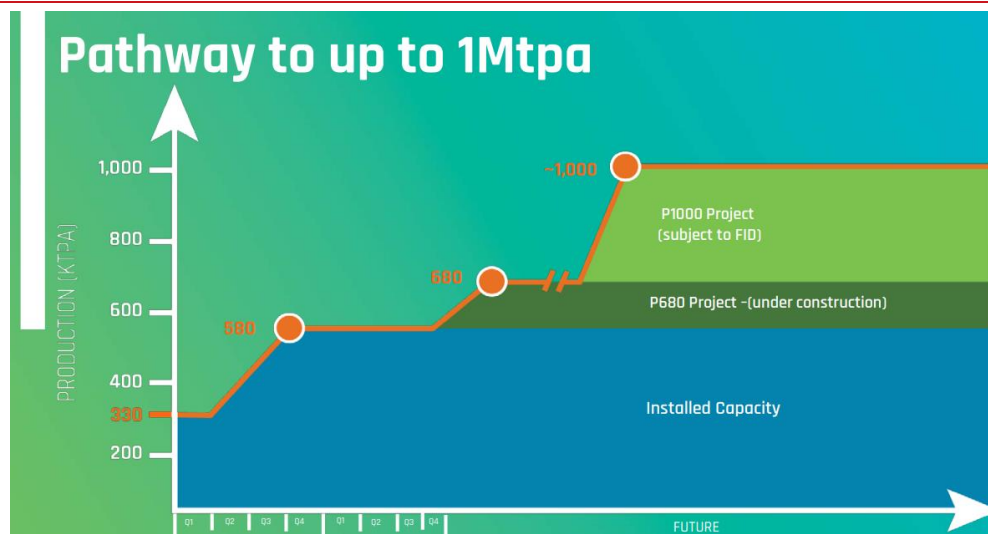
资料来源：SQM 财报，中邮证券研究所

锂盐湖：技术优势弥补资源禀赋，产能不断扩张。青海、西藏盐湖锂储量占到我国锂储量的 80%。虽然中国盐湖的品质相比于智利等盐湖较差，但国内盐湖提锂技术无论是吸附法、膜法、萃取法，要更为先进。

目前国内青海和西藏盐湖也是在不断扩产中：

(1) 西藏矿业：藏区盐湖难度较大，公司在大股东宝武集团的赋能下，逐步打通权益金、能源、环保、技术等问题，扎布耶二期按计划于 2022 年 6 月开工，规划 1.2 万吨碳酸锂产线（9600 吨电碳+2400 吨工碳），预计 2023 年建成试车，远期规划 4 万吨 LCE 锂盐产能。

(2) 盐湖股份：2022 年 5 月，盐湖股份计划投资 70.8 亿元，新建 4 万吨 / 年基础锂盐一体化项目，其中电池级碳酸锂 2 万吨，氯化锂 2 万吨，预计 2024 年投产。公司在现有 3 万吨/年碳酸锂生产能力的基础上再扩能建设，有助于巩固盐湖提锂的行业龙头地位，加快成为新能源的“护航者”。

图表27: PLS 未来锂辉石扩产情况 (千吨/年)


资料来源: 各公司年报, 中邮证券研究所

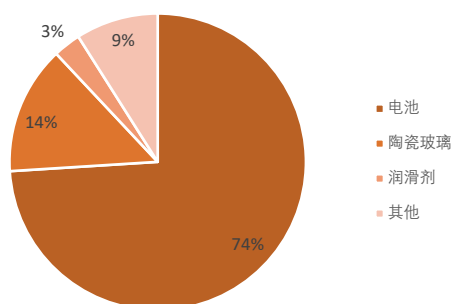
加拿大收紧锂矿投资, 全球锂矿开发进展或受到打击。2022年11月2日加拿大创新、科技和经济发展部通告: (1) 中矿资源全资子公司香港中矿稀有放弃 PWM 5.72% 股权以及包销协议; (2) 藏格矿业全资子公司藏格投资放弃 Ultra Lithium 的股权投资; (3) 盛新锂能全资孙公司盛泽国际放弃智利锂业 19.35% 股权。当前锂盐价格高企, 中资企业以其先进的技术、充足的资金, 正积极开发全球锂资源, 缓解当前锂资源短缺。加拿大政府这一举措限制了先进技术和资金进入, 给全球锂资源开发带来了诸多不确定性。

自主可控重要性凸显, 国内锂资源开发有望加速。无独有偶, 前期南美的锂三角阿根廷、玻利维亚和智利正在考虑建立“锂业 OPEC”, 津巴布韦计划针对锂矿等关键资源征收出口税等, 海外锂资源开发不确定性增加。我国锂资源严重依赖进口, 为维护锂资源自主可控, 需加快国内资源的开发, 让国内锂企业担当定海神针的作用, 因此我们持续看好国内锂盐湖、锂云母、四川锂矿等企业, 看好未来的成长。

3.2 新能源汽车快速发展, 长期锂资源仍供不应求

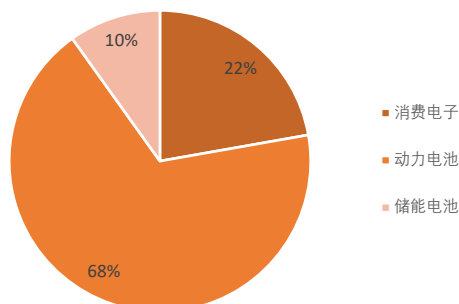
动力电池为未来锂需求主要驱动。根据高工锂电统计, 2021 年全球电池领域中用锂量占比为 74%, 其中动力电池又占到电池领域用锂量的 68%, 新能源汽车带动的动力电池增长成为未来锂的主要需求驱动力。

图表28：2021年锂资源下游用量占比情况



资料来源：搜狐四象，中邮证券研究所

图表29：2021年电池分领域用量占比情况

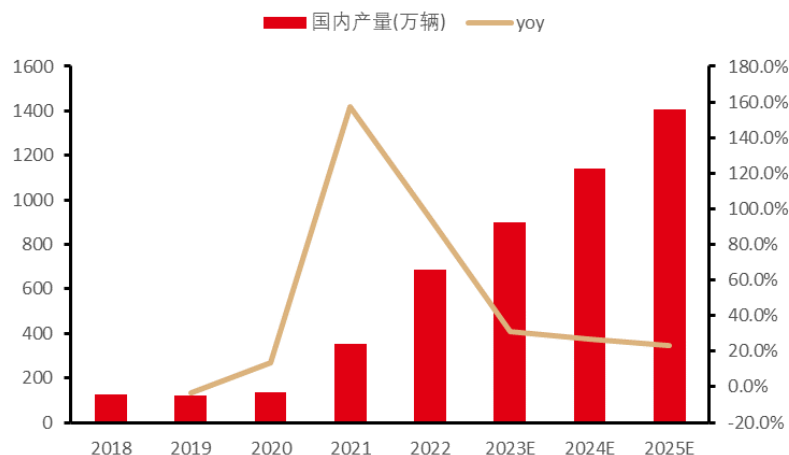


资料来源：中商情报网，中邮证券研究所

新能源汽车产量继续高速增长。中国汽车工业协会最新统计显示，2022年我国新能源汽车持续爆发式增长，产销分别完成705.8万辆和688.7万辆，同比分别增长96.7%和93.4%，连续8年保持全球第一。

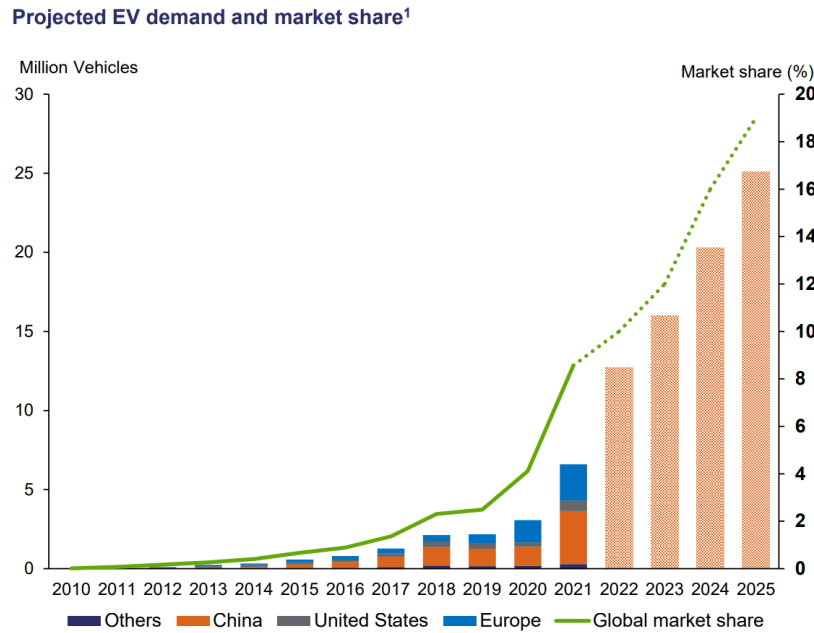
中国汽车工业协会发布的数据显示，2023年前4个月我国新能源汽车产销量分别达229.1万辆和222.2万辆，同比均增长42.8%。中汽协预测，2023年我国新能源汽车总销量有望超过900万辆，同比增长35%，渗透率将达到32.6%。按照工信部的预测，2023年我国新能源汽车产销规模将在2022年的规模上继续实现高增长的态势。

图表30：国内新能源汽车销量情况（万辆）



资料来源：中汽协，Marklines，中邮证券研究所

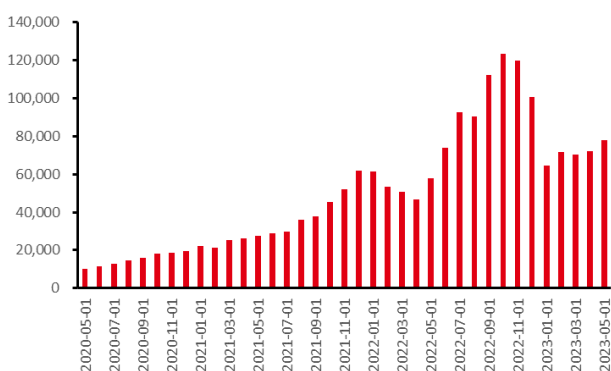
2025年全球新能源汽车产量预计突破2400万辆。为了推动碳中和，各国纷纷推出新能源汽车补贴政策，鼓励新能源汽车发展。美国加州计划2035年起禁止传统燃油车上市销售，德国也规定2030年后禁售传统汽车，计划上路700万至1000万辆电动汽车。据TrendForce集邦咨询统计数据，2022年全球新能源车（包含纯电动车、插电混合式电动车、氢燃料电池车）销售量约1065万辆，年增长63.6%。我们预计全球新能源汽车销量将由2022年的1065万辆增长至2025年的2300万辆。

图表31： IGO 预计全球新能源汽车销量（百万辆）


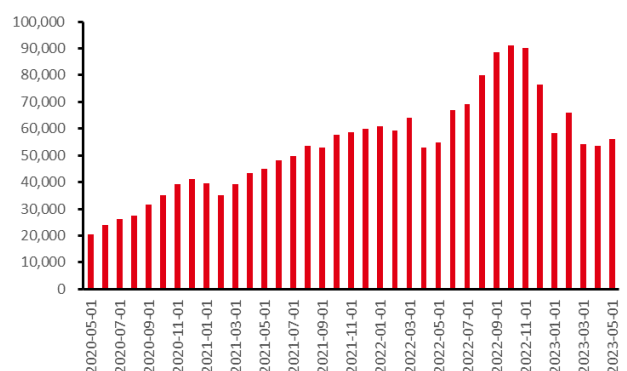
资料来源： IGO 财报， 中邮证券研究所

磷酸铁锂凭借成本优势，产量占比持续提升，三元有望后面发力。2022 年国内动力电池总产量为 545.9GWh，同比增长 148.5%，同比增长率较上年提升 39.5%。在 2021 年高基数的影响下，2022 年动力电池全年增速较上一年略有放缓，但由于动力电池终端市场需求增长强劲，带动了国内动力电池产量、销量和装机量均实现翻倍增长。

按材料划分来看，2022 年磷酸铁锂总产量为 332.4GWh，占总产量 60.9%，同比增长 165.1%；三元电池总产量 212.5GWh，占总产量 38.9%，同比增长 126.4%。但进入 2023 年锂价有所下跌，三元电池成本降低，有望后面发力。

图表32： 国内磷酸铁锂月度产量（实物吨）


资料来源： SMM， 中邮证券研究所

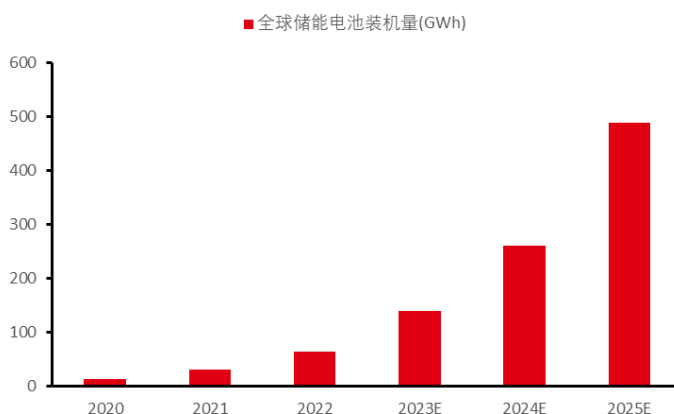
图表33： 国内三元前驱体月度产量（实物吨）


资料来源： SMM， 中邮证券研究所

预计 2025 年全球储能装机量将达到 488GWh。在碳中和的驱动下，风电、光伏发电将改变全球未来的电力系统。由于风电、光伏可再生发电具有波动性、间歇性，电力系统将需要更多的储能。根据咨询机构 InfoLink 公布 2022 年全球储能电池出货情况。2022 年，全球储能电池出货量总计 142.7 GWh，同比 2021 年出货量 46.9 GWh 大幅增长 204.3%。我们预测 2025 年全球储能装机量将达到 488GWh。

LFP 在储能领域替代三元，钠离子电池商业应用加速。虽然目前海外市场多采用三元电池，但是铁锂电池相比三元电池拥有更高的循环次数、更低的购置成本与更高的安全性，铁锂电池相比三元更适用于储能领域。钠离子电池拥有成本优势且原料充足，预计 2022-2025 年开始实现产业化。

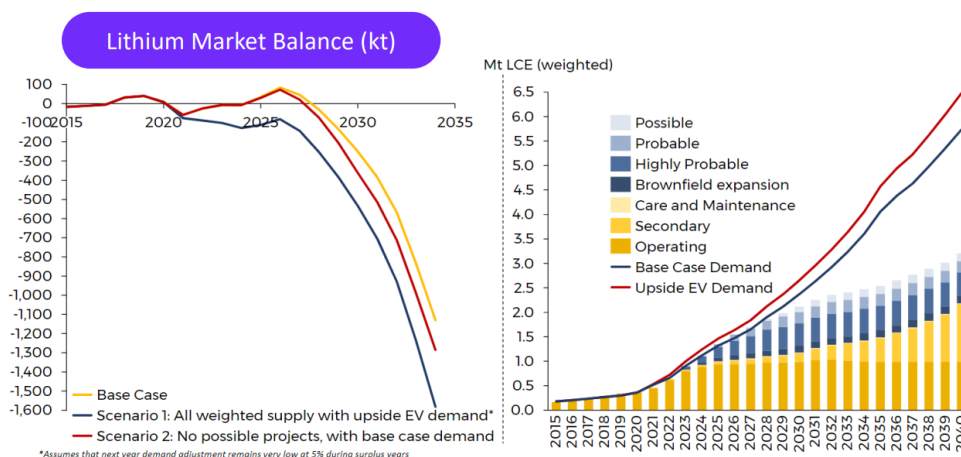
图表34：全球储能电池装机量 (GWh)



资料来源：Solarpower Europe、IRENA、BNEF，中邮证券研究所

预计 2023-2025 全球锂资源保持紧平衡。需求方面，新能源汽车、储能等领域推动着锂用量不断上升，预计 2023-2025 全球锂资源保持紧平衡状态，而到了 2030 年，全球锂资源将供不应求。

图表35：长期全球锂资源仍供不应求 (LCE 千吨)



资料来源：Allkem 财报，中邮证券研究所

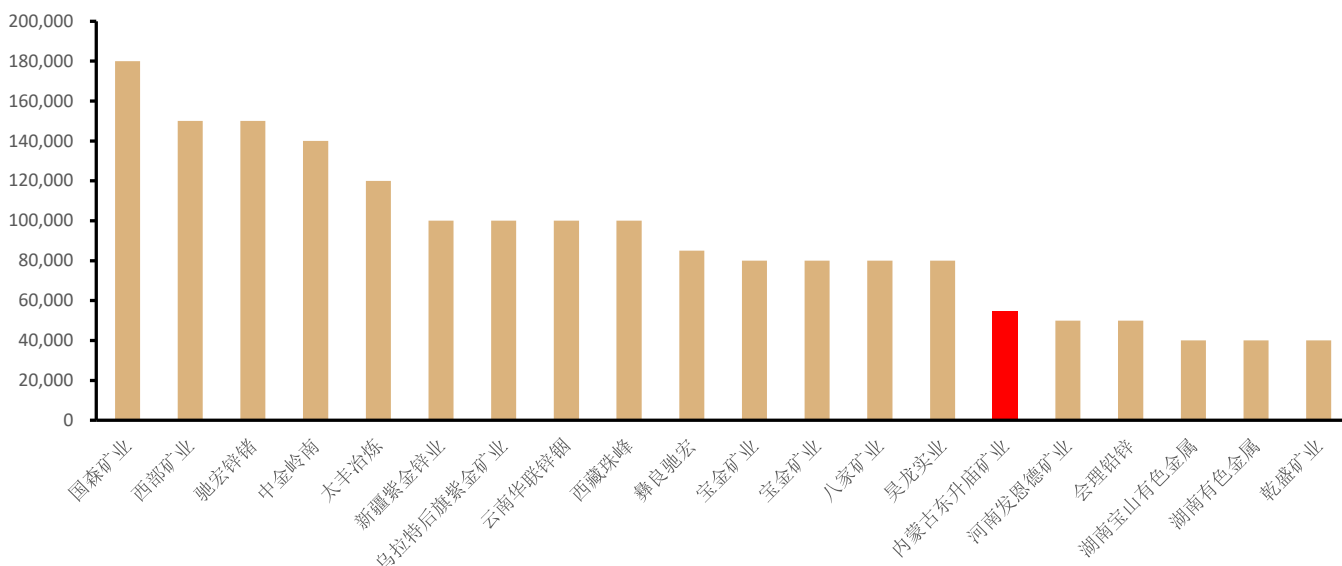
4 三大项目快速推进，公司业绩基本盘稳固

4.1 东升庙矿业：位居国内前列的铅锌矿，产能增长 59%

东升庙历史悠久，位居国内前列的铅锌矿。公司全资子公司内蒙古东升庙矿业有限责任公司，位于乌拉特后旗境内，前身为国有企业内蒙古东升庙硫铁矿。东升庙硫铁矿矿区至今已有 45 年的开采历史，矿区硫储量居全国之冠，锌储量在全国居第四位，生产规模由 3.5 万吨/年发展到 200 多万吨/年，目前已跨入国内大型现代化矿山行列。主要产品有铅精矿、锌精矿、硫精矿、铜精矿、硫精砂和硫铁粉等。

截至 2022 年 12 月 31 日，东矿采矿权内保有的硫铅锌矿石量为 11403.90 万吨，铅金属量为 310351.17 吨，锌金属量为 1372645.47 吨，铜金属量为 19514.35 吨。另有菱铁矿 236.49 万吨，褐铁矿为 418.82 万吨。

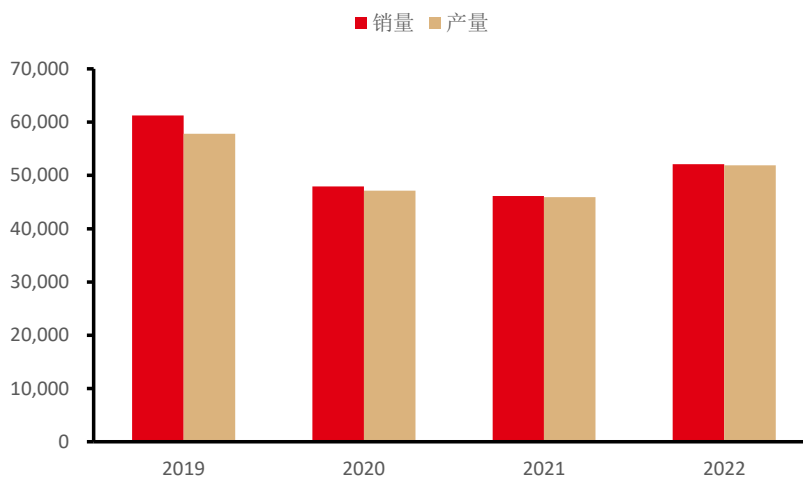
图表36：国内分企业锌精矿产能情况（金属吨）



资料来源：百川，中邮证券研究所

东矿产能计划由 200 多万吨扩展至 2024 年的 350 万吨，产能增长 59%。2022 年全国锌精矿产量 370 万金属吨，公司产量 5.19 万金属吨，占比 1.40%；全国铅精矿产 149.72 万金属吨，公司产量 0.88 万金属吨，占比 0.58%。根据百川数据，公司锌精矿产能为 5.5 万金属吨，全国排名第 15，位于行业前列。东矿已于 2021 年底取得 350 万吨/年的采矿证，目前正在通过技改扩建实现采选处理能力至 350 万吨/年，保证可持续稳定生产经营能力，使自身在与下游冶炼企业合作中处于更加有利的主导地位，巩固国城矿业的利润来源。

图表37：公司锌精矿产销情况（金属吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.2 宇邦矿业：亚洲最大白银矿复产，采矿证载规模扩大至825万

宇邦矿业拥有亚洲最大的白银矿。宇邦矿业拥有双尖子山银铅矿采矿权和双尖子山铅锌多金属矿勘探权，银、铅、锌资源丰富，采矿权内保有矿石量为15731.29万吨，银金属量17980.90吨，铅金属量为841860.83吨，锌金属量为1867496.33吨。其所拥有的银多金属矿为目前国内备案储量最大的银矿，该矿银金属量排名亚洲第一、全球第七。

图表38：2019年全球主要白银矿山情况

矿山	公司	国家	矿种	2019年产量/t	储量/t	资源量/t	储量品位/(g/t)	资源量品位(g/t)
Huquicamata	国家铜业公司	智利	露天铜银矿	340	-	-	-	-
Escondida	必和必拓公司	智利	地表铜银伴生矿	249	-	-	-	-
La Colorada	泛美白银公司	墨西哥	地下银矿	232	2929	-	395	682
Antamina	必和必拓公司	秘鲁	露天铜银伴生矿	136	4893	26022	11	12
Rudna	波兰铜业集团	波兰	地下铜银伴生矿	641	-	24970	-	60
Fresnillo	弗雷斯尼洛公司	墨西哥	地下银矿	369	4233	22657	234	338
Polkowice-Sieroszowice	波兰铜业集团	波兰	地下铜银伴生矿	428	-	20888	-	56
双尖子山银铅矿	赤峰宇邦矿业有限公司	中国	-	-	-	16624	-	138
Lubin	波兰铜业集团	波兰	地下铜银伴生矿	349	-	16128	-	55
Saucito	弗雷斯尼洛公司	墨西哥	地下银矿	488	3393	14047	287	296
Cannington	南方32公司	澳大利亚	地下铅锌硫化银矿	346	3844	11898	173	188
东山矿区铜铅锡银锌矿	兴业矿业	中国	-	-	-	8823	-	160
江西德兴铜矿	江西铜业	中国	-	-	-	7608	-	-
东胡矿区银铅锌多金属矿	兴业矿业	中国	-	-	-	7019	-	262
San Julian	弗雷斯尼洛公司	墨西哥	地下银矿	369	2557	5659	171	156
Garpenberg	布利登公司	瑞典	地下银伴生矿	258	2078	5412	99	79
花敖包特银铅矿	内蒙古玉龙矿业	中国	-	-	-	4231	-	308
Cienega	弗雷斯尼洛公司	墨西哥	地下金银伴生矿	164	1094	3657	229	221
Uchucchacua	布埃纳文图拉公司	秘鲁	地下铅银伴生矿	335	2166	3402	233	-
额仁陶勒盖矿区	盛达资源	中国	-	-	-	3139	-	206
Greens Creek	赫克拉矿业	美国	地下银矿	281	3711	2866	346	332

资料来源：《全球白银资源供需格局与价格影响因素分析》，中邮证券研究所

生产许可证规模从 60 万吨扩大至 825 万吨，公司未来空间巨大。2020-2022 年宇邦矿业分别生产 37/32/13 吨白银。国城矿业于 2021 年 3 月完成宇邦矿业 65% 的股权收购，后续实施 5000 吨/日选矿厂扩建，现有产能 200 万吨/年。2022 年 5 月宇邦矿业整改完毕，履行复产手续并恢复生产。2022 年 8 月宇邦矿业采矿许可证生产规模从 60 万吨/年提升至 825 万吨/年，此次采矿规模的扩大为进一步提升公司核心竞争力和盈利能力。

图表39：宇邦矿业 2012-2016 年白银生产情况

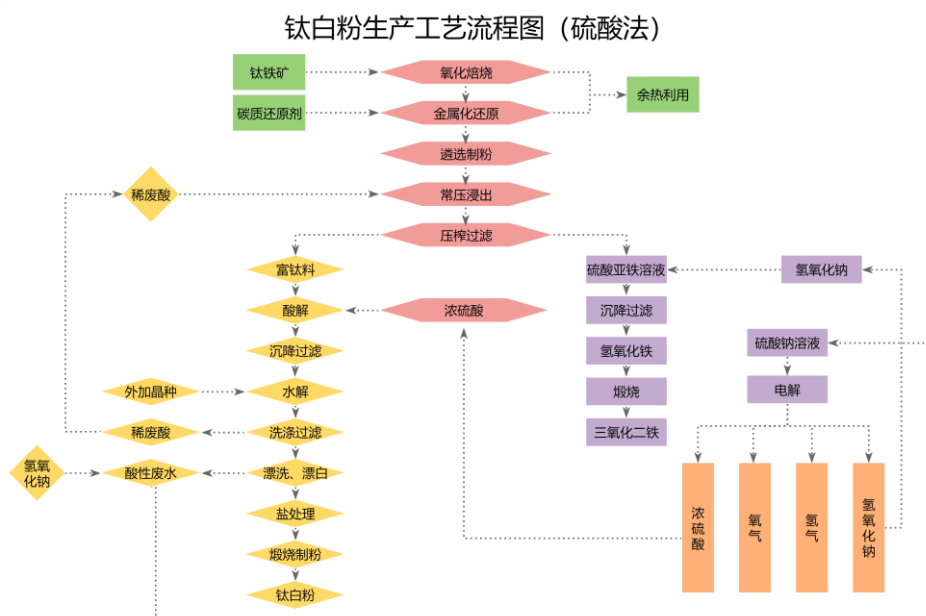
年度	矿石量 (万 t)	金属量(t)			平均品位		
		Pb	Zn	Ag	Pb(%)	Zn(%)	Ag(g/t)
2012	19.91	856	2170	31.3	0.43	1.09	157.1
2013	42.96	1761	4855	66.4	0.41	1.13	154.6
2014	58.88	2296	6182	91.3	0.39	1.05	155.1
2015	62.35	2743	6671	95.8	0.44	1.07	153.6
2016	64.89	3386	7814	100.4	0.52	1.21	154.7
合计	248.98	11043	27691	385.2	0.44	1.11	154.7

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

4.3 国城资源：成本优势明显，打造矿产资源循环综合利用

建设 20 万吨钛白粉项目，实现资源循环综合利用。2020 年 7 月公司发行可转债，计划募资 8.5 亿元用于建设硫钛铁资源循环综合利用项目。2018 年 11 月公司与巴彦淖尔市人民政府签订了《硫钛铁资源综合循环利用项目合作协议》，决定在乌拉特后旗青山工业园区投资建设硫钛铁资源循环综合利用项目。项目计划利用尾矿资源新建钛白粉生产线 1 条，年产金红石型二氧化钛 20 万吨；工业硫酸生产线 3 条，年产工业硫酸 100 万吨；年产次铁精矿 110 万吨。

图表40：硫酸法生产钛白粉工艺

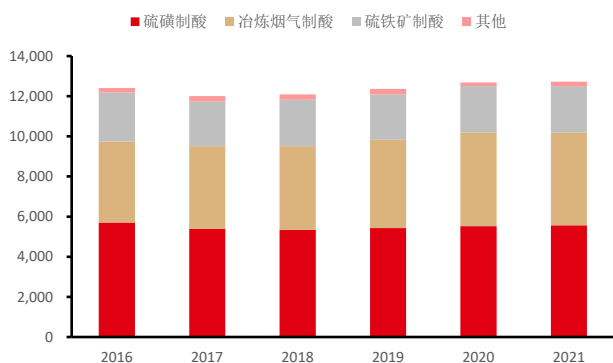


资料来源：百川，中邮证券研究所

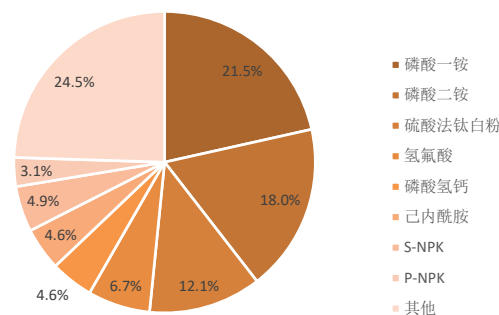
目前能够实现钛白粉的产业化生产的主要有两种方法：**硫酸法和氯化法**。硫酸法自 19 世纪初期开始经过一个多世纪的发展，其生产工艺已经相对成熟，一般采用钛铁矿或酸溶性钛渣为原料，经过酸解、分离、除杂、洗涤、煅烧、表面处理等步骤制得。氯化法则是将原料与氯气反应得到粗制四氯化钛，后经蒸馏提纯、气相氧化、脱氯、打浆研磨等步骤制得。目前国内最常用的是硫酸法生产钛白粉。

钛白粉是硫酸的重要应用领域，硫酸是钛白粉重要原材料。根据中国硫酸工业协会统计，2021 年我国硫酸总产能 1.28 亿吨，同比上升 0.1%。其中硫黄制酸产能 5611 万吨，同比上升 0.2%，占比 43.9%；冶炼烟气制酸产能 4609 万吨，同比下降 0.4%，占比 36%；硫铁矿制酸产能 2324 万吨，同比上涨 1.1%，占比为 18.2%。我国硫酸下游产品以磷肥为主，其中磷酸一铵、磷酸二铵两个产品硫酸消耗量占硫酸总消耗量的 39.5%，钛白粉为硫酸第三大应用领域，占比 12.1%。

图表41：国内各硫酸生产工艺的产能情况（吨）



图表42：硫酸下游应用领域占比情况



资料来源：中国硫酸工业协会，中邮证券研究所

资料来源：中国硫酸工业协会，中邮证券研究所

重要原料来源于东矿的尾矿，成本优势明显。国城资源钛白粉产品的主要原材料之一——硫酸基本来源于公司自制，同时自制硫酸的原材料含硫含铁尾渣基本来源于东矿公司采选过程中形成的尾矿。东矿公司的含硫含铁尾渣供应充足，因此可保证硫酸及钛白粉产品的稳定生产，进而保障募投项目的有效实施。除硫酸外，钛白粉产品的另一主要原材料钛精矿来源于外购。

国城资源硫铁资源丰富，硫酸来源有保障。根据四川省化工设计院 2019 年出具的《内蒙古国城资源综合利用有限公司硫钛铁资源循环综合利用项目可行性研究报告》，乌拉特后旗矿产资源丰富，硫储量为 3.20 亿吨，占内蒙古自治区总储量的 85%。公司在乌拉特后旗拥有以铅锌为主的有色金属资源储量，在采选过程中，会产出大量含硫含铁尾渣。尾渣所含的硫、铁元素都是我国目前较为缺乏的资源，对外依存度较高。

5 盈利预测及估值

5.1 分业务盈利拆分

2023 年公司给出产量指引：计划生产锌、铅、铜合计 6.40 万金属吨，银 100.00 金属吨，硫精矿 40.70 万吨，硫铁粉 39.00 万吨，硫酸 14.70 万吨，次铁精矿 12.50 万吨。

假设：(1) 铜铅锌：预计 2023-2025 年锌价为 2.2/2.2/2.2 万元/吨，铅价为 1.5 万元/吨，铜价为 6.8/6.5/6.5 万元/吨。(2) 白银：预计 2022-2025 年白银价格为 5400 元/千克。(3) 钛白粉：预计公司钛白粉项目 2023 年底投产，预计 2024-2025 年价格为 1.5 万元/吨。(4) 锂矿：预计 2023-2025 年碳酸锂的均价为 28/23/20 万元/吨。

图表43：公司分业务拆分情况（万元）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
锌精矿					
营收	68713	83533	79381	95257	111133
营业成本	42960	50501	54625	65550	76475
毛利	25753	33032	24756	29707	34658
毛利率(%)	37.48%	39.54%	31.19%	31.19%	31.19%
铅精矿					
营收	9375	13345	12965	13891	16206
营业成本	6103	8868	8639	9256	10799
毛利	3273	4477	4326	4635	5407
毛利率(%)	34.91%	33.55%	33.36%	33.36%	33.36%
铜精矿					
营收	7011	6165	8741	10489	12237
营业成本	484	769	713	855	998
毛利	6527	5396	8028	9633	11239
毛利率(%)	93.10%	87.53%	91.85%	91.85%	91.85%
银精矿					
营收			55000	165000	220000
营业成本			40000	120000	150000
毛利			15000	45000	70000
毛利率(%)			27.27%	27.27%	31.82%
钛白粉					
营收			15000	210000	300000
营业成本			13500	189000	270000
毛利			1500	21000	30000
毛利率(%)			25.00%	25.00%	25.00%
其他					
营收	85847	51664	106274	114929	127584
营业成本	68239	37983	85978	91323	100669
毛利	17608	13681	20296	23606	26915
毛利率(%)	20.51%	26.48%	19.10%	20.54%	21.10%
合计					
营收	170947	154707	277360	609565	787160
营业成本	117786	98121	203455	475985	608941
毛利	53161	56586	73905	133580	178219
毛利率(%)	31.10%	36.58%	26.65%	21.91%	22.64%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

5.2 盈利预测

预计 2023/2024/2025 年公司归母净利润为 7.4/14.7/21.0 亿元，对应 EPS 为 0.66/1.31/1.88 元，对应 PE 为 25.0/12.6/8.8 倍。考虑到公司此前业务是传统铅锌铜业务，加之金鑫锂矿、白银、钛白粉等扩产项目逐步投产，预计公司业绩有望较快增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表44：行业内同类公司的估值比较（iFind 一致预期，截至 2023/5/15）

行业	公司	市盈率PE			
		TTM	2022	2023E	2024E
锂	赣锋锂业	6.7	6.8	9.8	9.1
	中矿资源	11.0	9.3	10.7	7.8
	融捷股份	7.6	10.4	7.5	6.1
	天齐锂业	4.8	5.4	7.0	7.7
	西藏矿业	24.6	25.3	15.3	8.6
铅锌 白银	盛达资源	27.5	23.8	20.4	17.2
	兴业矿业	113.5	64.3	11.0	7.3
	驰宏锌锗	39.0	38.5	13.1	11.8
	国城矿业	115.4	99.5	25.0	12.6
	平均值	47.5	38.2	14.2	10.2

资料来源：iFind，中邮证券研究所

6 风险提示

项目进展不及预期，锂价大幅波动，下游需求不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	1547	2774	6096	7872	营业收入	-9.5%	79.3%	119.8%	29.1%
营业成本	981	2035	4760	6089	营业利润	-30.2%	68.6%	29.1%	43.4%
税金及附加	96	139	305	394	归属于母公司净利润	-10.7%	297.7%	98.7%	43.4%
销售费用	4	6	12	16	获利能力				
管理费用	274	277	610	787	毛利率	36.6%	26.6%	21.9%	22.6%
研发费用	0	0	0	0	净利率	12.0%	26.6%	24.0%	26.7%
财务费用	27	2	2	2	ROE	6.5%	20.5%	29.0%	29.3%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	3.6%	5.5%	6.6%	8.7%
营业利润	187	315	407	583	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	58.4%	58.5%	69.6%	67.2%
营业外支出	18	0	0	0	流动比率	0.14	0.18	0.63	0.67
利润总额	170	315	407	583	营运能力				
所得税	15	32	41	58	应收账款周转率	42.84	45.00	45.00	45.00
净利润	155	284	366	525	存货周转率	30.54	27.27	25.61	25.85
归母净利润	185	737	1465	2100	总资产周转率	0.23	0.34	0.57	0.60
每股收益(元)	0.17	0.66	1.31	1.88	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.17	0.66	1.31	1.88
货币资金	146	50	3546	3859	每股净资产	2.55	3.21	4.52	6.40
交易性金融资产	1	1	1	1	估值比率				
应收票据及应收账款	24	100	171	179	PE	99.53	25.03	12.60	8.79
预付款项	11	24	57	73	PB	6.47	5.14	3.65	2.58
存货	49	154	322	287	现金流量表				
流动资产合计	353	523	4383	4703	净利润	155	284	366	525
固定资产	939	1463	1906	2270	折旧和摊销	183	276	356	436
在建工程	2474	2474	2474	2474	营运资本变动	405	144	3574	152
无形资产	2718	2718	2718	2718	其他	-34	2	2	2
非流动资产合计	7404	7928	8371	8735	经营活动现金流净额	708	706	4299	1115
资产总计	7757	8450	12754	13438	资本开支	-1100	-800	-800	-800
短期借款	120	120	120	120	其他	-496	0	0	0
应付票据及应付账款	700	1425	3546	2814	投资活动现金流净额	-1597	-800	-800	-800
其他流动负债	1742	1427	3243	4134	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2562	2972	6909	7068	债务融资	572	0	0	0
其他	1968	1968	1968	1968	其他	283	-2	-2	-2
非流动负债合计	1968	1968	1968	1968	筹资活动现金流净额	855	-2	-2	-2
负债合计	4530	4940	8877	9036	现金及现金等价物净增加额	-33	-96	3496	313
股本	1118	1118	1118	1118					
资本公积金	233	233	233	233					
未分配利润	1112	1738	2983	4768					
少数股东权益	373	-81	-1180	-2754					
其他	392	503	722	1037					
所有者权益合计	3227	3510	3877	4402					
负债和所有者权益总计	7757	8450	12754	13438					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048