

2024年03月18日  
中矿资源(002738.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

锂

## 拟收购赞比亚 Kitumba 铜矿, 加快布局铜资源板块

### 公司拟收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65%权益

2024年3月15日公告,公司全资下属公司African Minerals Limited拟以合计基准对价5,850万美元现金收购Junction Mining Limited 65%股权,其主要资产是位于赞比亚的Kitumba铜矿项目。本次交易完成后,公司将合计持有Junction 65%的股权,拥有Kitumba铜矿项目65%的权益。

### Kitumba 铜矿增储潜力可观, 成本具备优势

Kitumba铜矿资源量丰富,增储潜力可观。Kitumba矿床是铁氧化物铜金(IOCG)型矿床,据2015年资源量估算报告显示,Kitumba铜矿区累计探获的保有铜矿产资源量为2,790万吨,铜金属量61.40万吨(边界品位1%),铜平均品位2.20%。赞比亚是位于中非铜矿带上的产铜大国,赞比亚Kitumba铜矿项目资源量较大,交通便利,基础设施较完善,具有较好的开发基础。矿区内已探获区域之外仍存在Kakozhi、Mushingashi和Mutoya等数处重力和磁异常与激电异常及土壤地球化学异常区,已有工作表明异常区发育有相同类型的IOCG型铜矿化,具有良好的成矿潜力与找矿远景。矿山收购完成后,公司计划启动外围找矿工作,并对Kitumba铜矿项目进行可行性研究工作,根据可研工作成果确定下一步开发规划。

Kitumba铜矿目前仍处于待开发状态,预计投产后年产近4万吨。据2015年预可研报告,该铜矿寿命约13年,在生命周期内平均铜年产量可达到3.7万吨,现金成本为1.6美元/磅(折合3527美元/吨),全现金成本1.93美元/磅(折合4255美元/吨),具备成本优势。项目预计资本开支4.33亿美元。

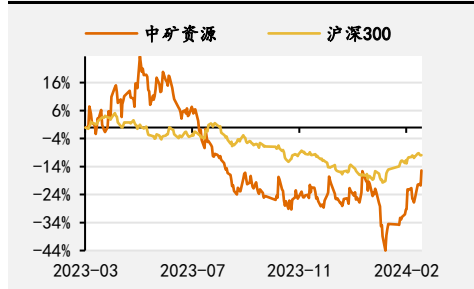
### 加快布局铜板块, 全产业链发展

公司加快对铜板块的战略布局,铜矿资源储备增加。据公司2023年半年报,公司在赞比亚已拥有多座铜矿矿权。赞比亚西北省希富玛铜矿合计探获铜矿石量3,046.90万吨,铜金属量22.27万吨,平均品位0.73%;赞比亚卡希希铜矿总矿石量322.26万吨,铜金属量7万吨,平均含铜2.17%,2023年上半年共开采矿石量4.5万吨,铜平均品位2.47%。赞比亚卡布韦铜矿合计矿石量1,104.10万吨,铜金属量15.46万吨,平均品位1.4%。本次收购赞比亚Kitumba铜矿增加了公司的铜矿产资源储备,为公司铜资源矿业开发提供更加充足的资源保障,公司市场竞争力和可持续发展能力有望提升。

|                |                     |
|----------------|---------------------|
| 投资评级           | <b>买入-A</b><br>维持评级 |
| 12个月目标价        | 50.8元               |
| 股价(2024-03-15) | 40.79元              |

|           |              |
|-----------|--------------|
| 交易数据      |              |
| 总市值(百万元)  | 29,769.02    |
| 流通市值(百万元) | 29,378.32    |
| 总股本(百万股)  | 729.81       |
| 流通股本(百万股) | 720.23       |
| 12个月价格区间  | 27.01/85.77元 |

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M   | 12M   |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 23.1 | 6.5  | -31.4 |
| 绝对收益 | 29.2 | 13.4 | -41.8 |

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

周古玥 联系人

SAC 执业证书编号: S1450123050031

zhougy@essence.com.cn

### 相关报告

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| Q2 利润受价格波动压制, 高自给率业绩弹性可期 | 2023-08-23 |
| 自有矿优势显著, 公司业绩或持续释放       | 2023-04-27 |
| 自有矿持续放量, 资源端成长性凸显        | 2022-10-24 |

2024年3月公司收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂，铜产业链已实现多环节布局。据中国有色金属报，2024年3月7日，中矿资源全资子公司收购 Dundee Precious Metals Ins. (DPM)持有的 Dundee Precious Metals Tsumeb Holding (Pty) Ltd. (DPMTH) 98%已发行股份，交易对价为 4900 万美元。DPMTH 主要资产是位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂。Tsumeb 冶炼厂是全球为数不多的能够处理高砷铜精矿等复杂精矿的特种冶炼厂之一。目前该冶炼厂精矿处理能力为 26 万吨/年，通过技术升级改造，预计精矿处理能力可提升至 37 万吨/年。

聚焦打造国际化矿业集团公司，铜板块有望成为公司新增长点。据公司 2022 年年报，公司着力打造以锂电新能源材料生产与供应、稀有轻金属资源开发与利用、固体矿产勘查和矿权开发为核心业务的国际化矿业集团公司。铜板块有望成为公司长期发展中重要的矿业开发增长点。

### 投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 76.50、50.47、69.75 亿元，实现净利润 29.57、14.02、18.51 亿元，对应 EPS 分别为 4.06、1.92、2.54 元/股，目前股价对应 PE 为 10.0、21.2、16.1 倍。公司维持“买入-A”评级，12 个月目标价调整为 50.8 元/股，对应 25 年 PE 为 20 倍。

风险提示：锂价大幅波动，需求不及预期，项目进展不及预期。

| (百万元)    | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入     | 2,394.1 | 8,041.2 | 7,649.8 | 5,046.9 | 6,975.0 |
| 净利润      | 558.2   | 3,294.8 | 2,956.6 | 1,402.2 | 1,851.2 |
| 每股收益(元)  | 0.76    | 4.51    | 4.06    | 1.92    | 2.54    |
| 每股净资产(元) | 5.58    | 10.29   | 14.67   | 16.36   | 18.59   |

| 盈利和估值  | 2021A | 2022A  | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 53.3  | 9.0    | 10.0  | 21.2  | 16.1  |
| 市净率(倍) | 7.3   | 4.0    | 2.8   | 2.5   | 2.2   |
| 净利润率   | 23.3% | 41.0%  | 38.6% | 27.8% | 26.5% |
| 净资产收益率 | 13.7% | 43.9%  | 27.7% | 11.7% | 13.6% |
| 股息收益率  | 0.1%  | 1.7%   | 1.0%  | 0.5%  | 0.7%  |
| ROIC   | 24.4% | 118.8% | 56.2% | 20.4% | 35.9% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表          |         |          |          |          |          | 财务指标         |        |         |        |        |       |
|--------------|---------|----------|----------|----------|----------|--------------|--------|---------|--------|--------|-------|
| (百万元)        | 2021A   | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    |              | 2021A  | 2022A   | 2023E  | 2024E  | 2025E |
| <b>营业收入</b>  | 2,394.1 | 8,041.2  | 7,649.8  | 5,046.9  | 6,975.0  | <b>成长性</b>   |        |         |        |        |       |
| 减: 营业成本      | 1,232.4 | 3,782.7  | 3,374.1  | 2,968.7  | 4,205.2  | 营业收入增长率      | 87.7%  | 235.9%  | -4.9%  | -34.0% | 38.2% |
| 营业税费         | 10.4    | 58.0     | 38.2     | 25.2     | 34.9     | 营业利润增长率      | 265.3% | 448.4%  | -10.9% | -52.0% | 31.4% |
| 销售费用         | 50.2    | 49.3     | 99.4     | 65.6     | 90.7     | 净利润增长率       | 220.3% | 490.2%  | -10.3% | -52.6% | 32.0% |
| 管理费用         | 237.6   | 268.0    | 229.5    | 151.4    | 209.2    | EBITDA 增长率   | 181.2% | 335.6%  | -0.9%  | -46.8% | 30.5% |
| 研发费用         | 58.0    | 237.0    | 191.2    | 126.2    | 174.4    | EBIT 增长率     | 217.1% | 354.2%  | -2.9%  | -50.9% | 32.0% |
| 财务费用         | 18.9    | -28.8    | 221.8    | 146.4    | 202.3    | NOPLAT 增长率   | 183.5% | 472.4%  | -4.3%  | -50.9% | 32.0% |
| 资产减值损失       | -18.2   | -2.9     | -8.4     | -9.8     | -7.0     | 投资资本增长率      | 17.6%  | 102.3%  | 35.4%  | -25.2% | 34.7% |
| 加: 公允价值变动收益  | -       | -        | -133.3   | 22.2     | 29.6     | 净资产增长率       | 28.3%  | 85.1%   | 41.9%  | 11.8%  | 13.6% |
| 投资和汇兑收益      | -3.1    | 78.1     | 25.0     | 33.3     | 45.5     | <b>利润率</b>   |        |         |        |        |       |
| <b>营业利润</b>  | 694.8   | 3,810.1  | 3,395.5  | 1,628.8  | 2,140.4  | 毛利率          | 48.5%  | 53.0%   | 55.9%  | 41.2%  | 39.7% |
| 加: 营业外净收支    | 0.5     | 2.4      | 1.5      | 1.5      | 1.8      | 营业利润率        | 29.0%  | 47.4%   | 44.4%  | 32.3%  | 30.7% |
| <b>利润总额</b>  | 695.3   | 3,812.5  | 3,397.0  | 1,630.2  | 2,142.3  | 净利润率         | 23.3%  | 41.0%   | 38.6%  | 27.8%  | 26.5% |
| 减: 所得税       | 139.1   | 517.9    | 461.5    | 221.5    | 291.0    | EBITDA/营业收入  | 37.0%  | 48.0%   | 50.0%  | 40.4%  | 38.1% |
| <b>净利润</b>   | 558.2   | 3,294.8  | 2,956.6  | 1,402.2  | 1,851.2  | EBIT/营业收入    | 34.3%  | 46.4%   | 47.3%  | 35.2%  | 33.6% |
| <b>资产负债表</b> |         |          |          |          |          | <b>运营效率</b>  |        |         |        |        |       |
| (百万元)        | 2021A   | 2022A    | 2023E    | 2024E    | 2025E    | 固定资产周转天数     | 91     | 41      | 53     | 104    | 89    |
| 货币资金         | 1,751.8 | 2,911.7  | 2,656.9  | 5,844.3  | 5,593.4  | 流动营业资本周转天数   | 98     | 57      | 120    | 154    | 106   |
| 交易性金融资产      | -       | 200.0    | 66.7     | 88.9     | 118.5    | 流动资产周转天数     | 405    | 209     | 333    | 567    | 478   |
| 应收帐款         | 312.9   | 539.4    | 2,212.4  | 645.1    | 1,032.1  | 应收帐款周转天数     | 54     | 19      | 65     | 102    | 43    |
| 应收票据         | 0.5     | -        | 563.2    | 100.8    | 163.4    | 存货周转天数       | 91     | 51      | 79     | 91     | 89    |
| 预付帐款         | 161.6   | 185.5    | 283.8    | 99.4     | 405.1    | 总资产周转天数      | 832    | 395     | 587    | 970    | 779   |
| 存货           | 718.3   | 1,580.8  | 1,794.9  | 766.3    | 2,697.5  | 投资资本周转天数     | 383    | 186     | 308    | 470    | 341   |
| 其他流动资产       | 161.7   | 814.9    | 333.4    | 436.7    | 528.4    | <b>投资回报率</b> |        |         |        |        |       |
| 可供出售金融资产     | -       | -        | -        | -        | -        | ROE          | 13.7%  | 43.9%   | 27.7%  | 11.7%  | 13.6% |
| 持有至到期投资      | -       | -        | -        | -        | -        | ROA          | 9.1%   | 28.7%   | 21.8%  | 10.3%  | 11.3% |
| 长期股权投资       | 4.9     | 11.5     | 11.5     | 11.5     | 11.5     | ROIC         | 24.4%  | 118.8%  | 56.2%  | 20.4%  | 35.9% |
| 投资性房地产       | -       | -        | -        | -        | -        | <b>费用率</b>   |        |         |        |        |       |
| 固定资产         | 861.2   | 956.2    | 1,309.8  | 1,609.6  | 1,855.6  | 销售费用率        | 2.1%   | 0.6%    | 1.3%   | 1.3%   | 1.3%  |
| 在建工程         | 50.2    | 387.4    | 387.4    | 387.4    | 387.4    | 管理费用率        | 9.9%   | 3.3%    | 3.0%   | 3.0%   | 3.0%  |
| 无形资产         | 149.1   | 1,835.6  | 1,774.4  | 1,713.2  | 1,652.0  | 研发费用率        | 2.4%   | 2.9%    | 2.5%   | 2.5%   | 2.5%  |
| 其他非流动资产      | 1,973.2 | 2,059.4  | 2,060.6  | 2,030.0  | 2,005.9  | 财务费用率        | 0.8%   | -0.4%   | 2.9%   | 2.9%   | 2.9%  |
| <b>资产总额</b>  | 6,145.4 | 11,482.5 | 13,455.0 | 13,733.1 | 16,450.7 | 四费/营业收入      | 15.2%  | 6.5%    | 9.7%   | 9.7%   | 9.7%  |
| 短期债务         | 406.5   | 495.3    | -        | -        | -        | <b>偿债能力</b>  |        |         |        |        |       |
| 应付帐款         | 246.2   | 325.6    | 1,425.6  | 308.3    | 1,137.1  | 资产负债率        | 33.8%  | 34.4%   | 20.6%  | 13.0%  | 17.5% |
| 应付票据         | -       | 35.9     | 19.8     | 6.6      | 42.4     | 负债权益比        | 51.0%  | 52.4%   | 25.9%  | 14.9%  | 21.1% |
| 其他流动负债       | 487.4   | 1,455.5  | 762.0    | 889.2    | 1,031.4  | 流动比率         | 2.73   | 2.70    | 3.58   | 6.63   | 4.77  |
| 长期借款         | 604.0   | 791.4    | -        | -        | -        | 速动比率         | 2.10   | 2.01    | 2.77   | 5.99   | 3.55  |
| 其他非流动负债      | 330.5   | 844.2    | 559.7    | 578.1    | 660.7    | 利息保障倍数       | 43.32  | -129.52 | 16.31  | 12.13  | 11.58 |
| <b>负债总额</b>  | 2,074.5 | 3,948.0  | 2,767.0  | 1,782.2  | 2,871.5  | <b>分红指标</b>  |        |         |        |        |       |
| 少数股东权益       | 0.4     | 24.9     | 4.8      | 11.4     | 11.4     | DPS(元)       | 0.04   | 0.70    | 0.41   | 0.20   | 0.31  |
| 股本           | 325.2   | 461.6    | 728.4    | 729.8    | 729.8    | 分红比率         | 5.8%   | 15.5%   | 10.2%  | 10.5%  | 12.0% |
| 留存收益         | 4,038.4 | 7,299.0  | 9,954.7  | 11,209.8 | 12,838.0 | 股息收益率        | 0.1%   | 1.7%    | 1.0%   | 0.5%   | 0.7%  |
| <b>股东权益</b>  | 4,070.9 | 7,534.4  | 10,688.0 | 11,950.9 | 13,579.2 |              |        |         |        |        |       |

## 现金流量表

| (百万元)             | 2021A  | 2022A    | 2023E    | 2024E   | 2025E    | 业绩和估值指标   |       |        |        |       |          |
|-------------------|--------|----------|----------|---------|----------|-----------|-------|--------|--------|-------|----------|
|                   | 2021A  | 2022A    | 2023E    | 2024E   | 2025E    |           | 2021A | 2022A  | 2023E  | 2024E | 2025E    |
| 净利润               | 556.2  | 3,294.6  | 2,956.6  | 1,402.2 | 1,851.2  | EPS(元)    | 0.76  | 4.51   | 4.06   | 1.92  | 2.54     |
| 加: 折旧和摊销          | 66.9   | 142.1    | 207.6    | 261.4   | 315.2    | BVPS(元)   | 5.58  | 10.29  | 14.67  | 16.36 | 18.59    |
| 资产减值准备            | 103.4  | -11.4    | -        | -       | -        | PE(X)     | 53.3  | 9.0    | 10.0   | 21.2  | 16.1     |
| 公允价值变动损失          | -      | -        | -133.3   | 22.2    | 29.6     | PB(X)     | 7.3   | 4.0    | 2.8    | 2.5   | 2.2      |
| 财务费用              | 20.9   | -29.5    | 221.8    | 146.4   | 202.3    | P/FCF     | 176.6 | 23.3   | -50.9  | 9.0   | -1,324.8 |
| 投资损失              | 3.1    | -78.1    | -25.0    | -33.3   | -45.5    | P/S       | 12.4  | 3.7    | 3.9    | 5.9   | 4.3      |
| 少数股东损益            | -2.1   | -0.3     | -21.1    | 6.6     | -        | EV/EBITDA | 24.3  | 7.5    | 6.9    | 11.5  | 9.0      |
| 营运资金的变动           | 114.7  | -935.8   | -1,676.9 | 2,168.5 | -1,748.7 | CAGR(%)   | 36.3% | -17.5% | 157.9% | 36.3% | -17.5%   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 654.1  | 2,050.0  | 1,529.7  | 3,973.9 | 604.1    | PEG       | 1.5   | -0.5   | 0.1    | 0.6   | -0.9     |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -192.1 | -1,636.0 | -208.3   | -511.1  | -513.8   | ROIC/WACC | 2.3   | 11.4   | 5.4    | 2.0   | 3.4      |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 121.8  | 664.8    | -1,576.2 | -275.4  | -341.2   | REP       | 3.3   | 0.5    | 0.7    | 2.1   | 0.9      |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034