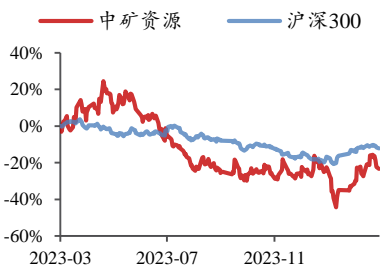


中矿资源 (002738.SZ) 布局铜矿开启二次成长，多重优势为穿越周期护航 ——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2024/3/25
当前股价(元)	37.21
一年最高最低(元)	86.50/26.57
总市值(亿元)	271.56
流通市值(亿元)	267.82
总股本(亿股)	7.30
流通股本(亿股)	7.20
近3个月换手率(%)	209.98

股价走势图



数据来源：聚源

李怡然（分析师）

liyiran@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

温佳贝（联系人）

wenjiaBei@kysec.cn

证书编号：S0790123100047

● 周期底部产量稳步增长，“以量补价”助力公司穿越周期

在锂盐价格下行趋势下，公司是国内为数不多能够实现“以量补价”稳定业绩的企业，我们预计公司在锂矿板块规划保持高速增长，有望在锂价底部实现“以量补价”穿越周期，同时公司开始布局铜板块，开启第二增长曲线，总体来看，公司具备高成长性。我们预计公司 2023-2025 年实现收入 62.83、66.70、80.81 亿元，同比分别变动-21.9%、+6.2%、+21.2%，实现归母公司净利润 25.07、18.47、21.38 亿元，同比分别变动-23.9%、-26.3%、+15.8%，EPS 分别为 3.44、2.53、2.93 元/股。当前股价对应 PE 分别为 9.2、12.4、10.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 三大优势为公司穿越周期保驾护航

优势 1：地勘赋能，降低单吨资源量收购成本。公司地勘起家，赋能稀有轻金属板块，收购成本低于行业平均水平。中矿资源收购 Bikita 后利用地勘优势两次增储，增储后单吨资源量估值仅 98 美元/吨 LCE，低于同行。

优势 2：自给锂盐产量稳定增长，周期底部“以量补价”稳定业绩。伴随 Bikita 矿山两条 200 万吨/年产线产能释放，以及 Tanco 矿山 100 万吨/年新建项目的规划，我们预计 2023~2025 年自有锂盐产量年复合增速达 99.6%，助力公司穿越周期底部。

优势 3：手握铷铯板块定价权，充当“现金奶牛”。公司掌握全球已探明 80% 铷资源，掌握全球铷铯定价权，铷铯产品毛利率极高，2022 年铷铯板块毛利率水平达 65%。

● 布局铜板块，开启二次成长

收购 Kitumba 铜矿和 Tsumeb 冶炼厂，多环节布局铜板块。公司先后收购 Tsumeb 冶炼厂和 Kitumba 铜矿，完成铜板块的多环节布局，其中 Kitumba 铜矿区资源量为 2790 万吨，铜平均品位 2.20%，铜金属量 61.40 万吨，增储潜力可观，有望开启二次成长曲线。

风险提示：Bikita 和 Tanco 扩建进度不及预期、加拿大和非洲政策风险、商品价格大幅下跌、新能源车、储能需求增速不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,418	8,041	6,283	6,670	8,081
YOY(%)	89.6	232.5	-21.9	6.2	21.2
归母净利润(百万元)	562	3,295	2,507	1,847	2,138
YOY(%)	222.7	485.8	-23.9	-26.3	15.8
毛利率(%)	48.2	53.0	63.9	42.3	41.7
净利率(%)	23.3	41.0	39.9	27.7	26.5
ROE(%)	13.8	43.7	26.0	16.3	16.1
EPS(摊薄/元)	0.77	4.52	3.44	2.53	2.93
P/E(倍)	40.9	7.0	9.2	12.4	10.7
P/B(倍)	5.7	3.1	2.4	2.0	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目录

1、公司概况：地勘龙头，加码锂电赛道重新起航.....	3
1.1、历史沿革：地勘起家，多次并购转型稀有轻金属.....	3
1.2、各股东从业经验丰富，子公司业务布局清晰明了.....	3
1.3、铷铯锂业务助力公司业绩大增，逆周期资本开支助力公司穿越周期.....	4
2、三大优势为穿越周期保驾护航.....	6
2.1、优势一：地勘赋能，加速锂盐板块开疆辟土.....	6
2.1.1、利用地勘优势介入矿权投资与矿山开发，保障上游资源供给.....	6
2.1.2、地勘优势赋能 Bikita 矿山，单吨资源估值处于同期硬岩行业低位.....	8
2.2、优势二：锂电板块选冶产能扩建步伐一致，“以量补价”助力公司穿越周期底部.....	8
2.2.1、电池级氟化锂行业标准制定者，下游客户优质.....	8
2.2.2、积极储备上游资源，原材料自给率快速提高.....	9
2.2.3、锂盐产能快速扩张，与选矿产能扩张步伐完美匹配.....	9
2.3、优势三：手握铷铯板块定价权，充当“现金奶牛”.....	10
2.3.1、铷铯资源稀缺且分布集中，“高科技+环保”抬升需求空间.....	10
2.3.2、全产业链布局，盈利能力极强，助力公司穿越周期.....	11
3、布局铜板块，开启二次成长.....	12
4、盈利预测与投资建议.....	12
5、风险提示.....	14
附：财务预测摘要.....	15

图表目录

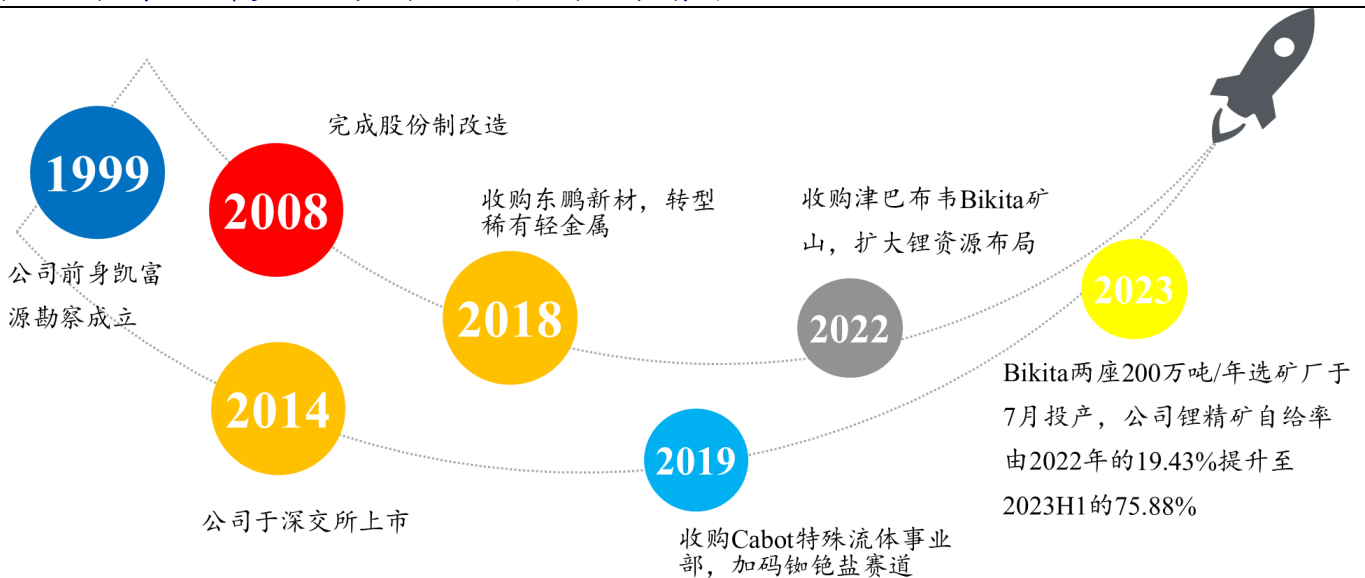
图 1：公司发展历程中多次完成重要收购助力公司完成业务转型.....	3
图 2：公司股权结构清晰、子公司业务布局清晰明了（截至 2023Q3）.....	4
图 3：锂盐高价助推公司 2022 年营收大增.....	5
图 4：锂盐高价助推公司 2022 年归母净利润大增.....	5
图 5：公司稀有轻金属营收占比迅速扩大.....	5
图 6：公司稀有轻金属毛利占比迅速扩大.....	5
图 7：公司锂盐、铷铯盐板块毛利率处于上升通道.....	6
图 8：公司毛利率、净利率水平稳步提升.....	6
图 9：锂盐价格低位震荡背景下，2023 前三季度公司资本开支同增 590.0%.....	6
图 10：公司矿权数量稳步增长（单位：处）.....	7
图 11：公司矿权集中在美洲、非洲（单位：个）.....	7
图 12：公司氟化锂产品已进入特斯拉全球供应链.....	9
图 13：2022 年公司锂盐板块营收大幅增长.....	10
图 14：2022 年公司锂盐板块毛利大幅增长.....	10
图 15：公司铷铯盐板块营收维持增长态势.....	11
图 16：公司铷铯盐板块毛利维持增长态势.....	11
图 17：公司铷铯盐板块毛利率较高.....	12
表 1：公司主要矿山资源储量丰富，为稀有轻金属板块提供前端资源支持.....	7
表 2：地勘优势赋能公司锂资源板块，公司 Bikita 项目增储后单吨资源量估值位于行业低位.....	8
表 3：公司主要锂矿资源为 Tanco 矿山、Bikita 矿山、URT 锂矿及 Donner 湖锂矿.....	9
表 4：铷产品运用领域广泛.....	11
表 5：公司主要业务盈利预测拆分.....	13
表 6：公司估值低于行业平均水平.....	14

1、公司概况：地勘龙头，加码锂电赛道重新起航

1.1、历史沿革：地勘起家，多次并购转型稀有轻金属

地勘起家，多次重要收购垂直整合打造铯铷行业龙头，紧抓新能源新风向加码锂电赛道。中矿资源集团股份有限公司成立于 1999 年，源自原中国有色金属工业总公司，拥有矿产资源全产业链；于 2008 年进行股份制改革，2014 年于深交所上市；2018 年收购东鹏新材，转型稀有轻金属，东鹏新材主要业务包括氟化锂、铷铯盐，收购东鹏新材是公司实现转型的重大举措；2019 年，收购 Cabot 特殊流体事业部，加码铷铯盐业务，Cabot 特殊流体事业部业务涵盖了从铷矿勘探、开采到加工业务，至铷精细化工和终端消费市场的整个产业链，拥有丰富的铷资源产业运营能力、管理能力及客户资源，并拥有储量丰富的铷资源，公司收购 Cabot 特殊流体事业部，助力垂直整合铷铯盐业务，打造铷铯行业龙头；2022 年收购 Bikita 矿山，增加公司锂资源储量，为锂盐产能扩张提供原材料支撑。

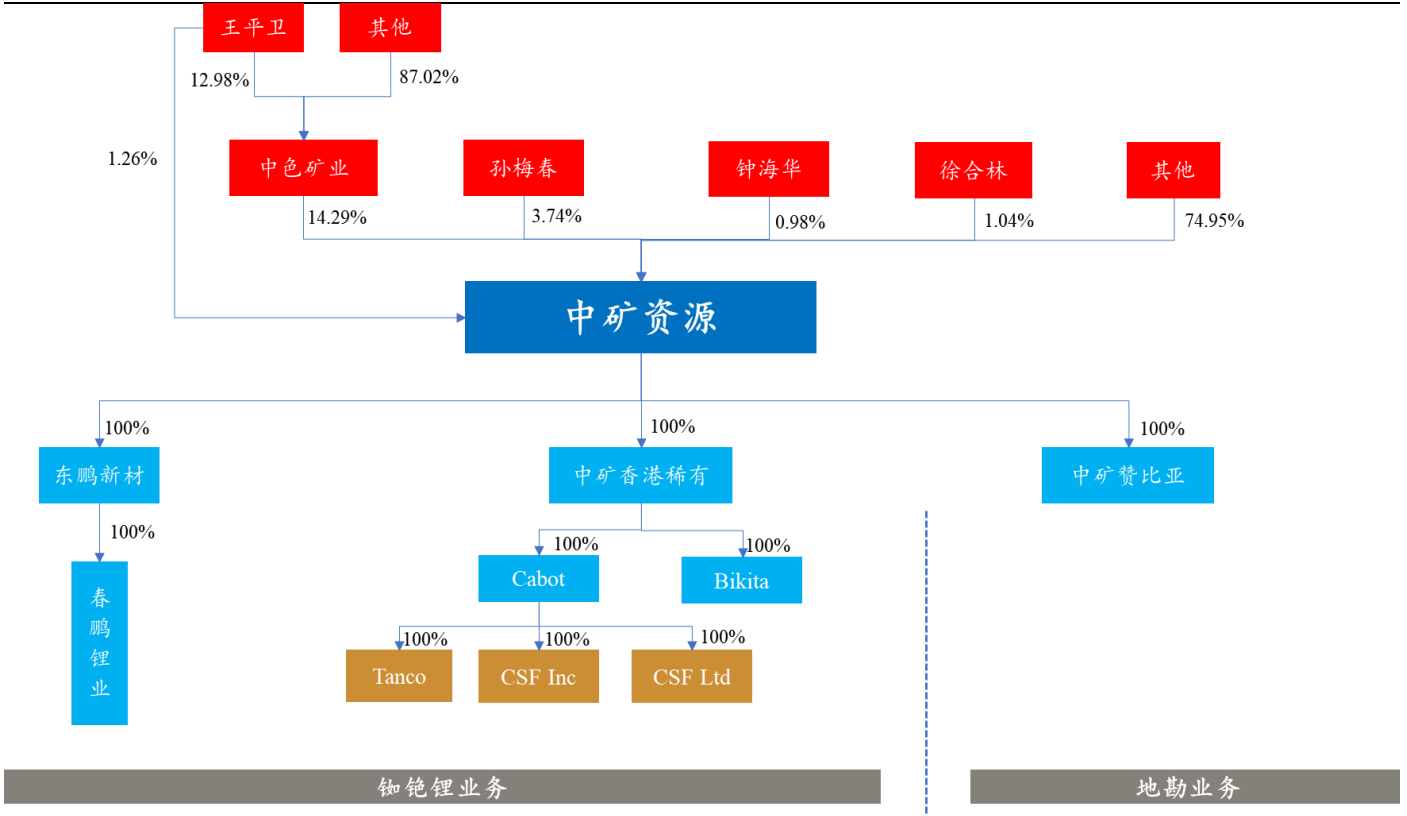
图1：公司发展历程中多次完成重要收购助力公司完成业务转型



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

1.2、各股东从业经验丰富，子公司业务布局清晰明了

股权结构清晰，各大股东在各个细分行业从业经验丰富。截至 2023Q3，公司第一大股东为中色矿业，为公司的控股股东，其中王平卫先生为本公司的 7 个共同实际控制人之一，具有丰富的行业从业经验，在上游资源获取方面有非常丰富的管理经验和专业知识；此外，公司在收购东鹏新材时，向其原股东孙梅春、钟海华发行股份，截至 2023Q3，两人分别持有公司股份 3.74%、0.98%，孙梅春曾任江西锂厂厂长，从业经验非常丰富，是铷铯锂行业国内第一批开拓者和先行者。

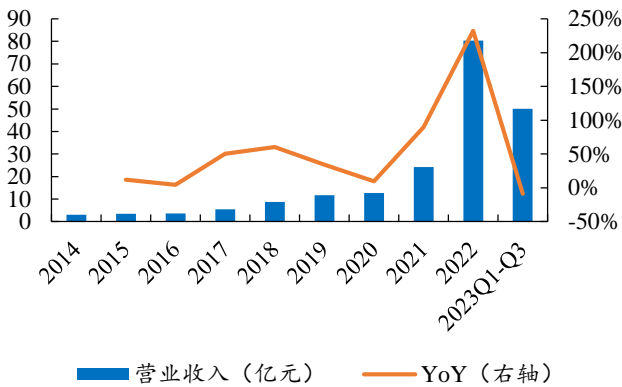
图2：公司股权结构清晰、子公司业务布局清晰明了（截至 2023Q3）


资料来源：公司公告、开源证券研究所

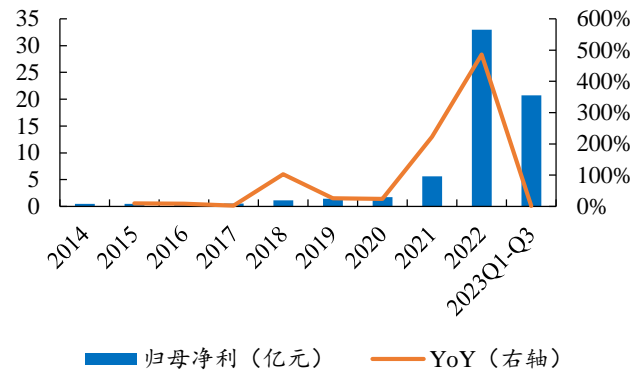
1.3、铷铯锂业务助力公司业绩大增，逆周期资本开支助力公司穿越周期

两次收购成功转型助力业绩飞跃，下行周期通过以量补价稳定公司业绩水平。

公司于 2018 年收购东鹏新材，进军铷铯锂稀有轻金属加工业务，2019 年收购 Cabot 特殊流体事业部，垂直整合铷铯盐业务，此后公司覆盖铷矿勘探、开采到加工业务，至铷精细化工和终端消费市场整个产业链。成功转型后，公司业绩实现大增，2018 年公司营收及归母净利润较 2017 年均较大幅度上涨，分别上涨 60.36%、102.33%。公司于 2021 年扩产 2.5 万吨电池级锂盐产能，并在 2022 年充分释放产量，伴随锂盐价格的高歌猛进，公司业绩实现大增，2022 年实现营收 80.41 亿元，同比增长 233%，归母净利润 32.95 亿元，同比增长 486%。步入 2023 年，伴随锂行业供给格局的逐步宽松，锂价出现大幅下滑，据 SMM 数据，2023 年电池级碳酸锂均价达 25.88 万元/吨，同比下滑 46.36%，公司在原材料自给率不断提高的背景下，实现以“量”补“价”，2023 年前三季度实现营业收入 50.06 亿元，同比下降 8.8%，实现归母净利润 20.70 亿元，同比增长 0.9%。

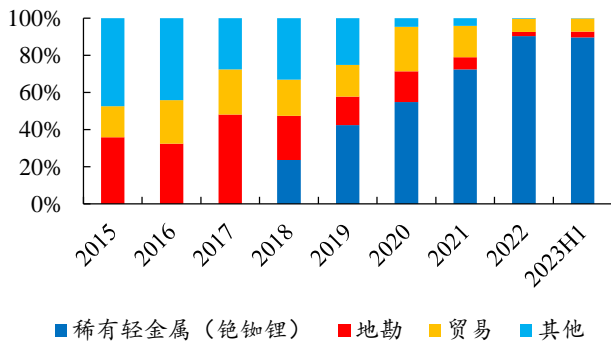
图3：锂盐高价助推公司 2022 年营收大增


数据来源：Wind、开源证券研究所

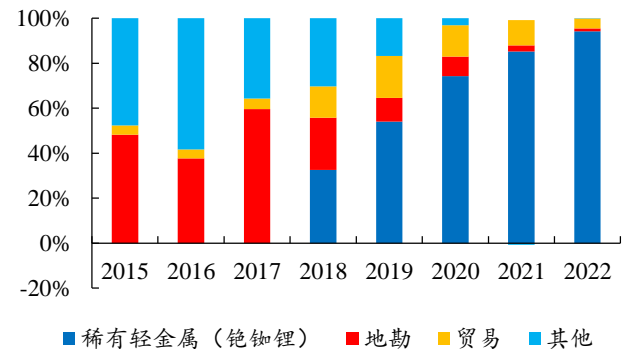
图4：锂盐高价助推公司 2022 年归母净利大增


数据来源：Wind、开源证券研究所

锂盐放量，快速成为公司业绩主要贡献力量。2018年公司收购东鹏新材，公司成功开辟稀有轻金属板块，铯铷营收占比 8.93%，毛利占比 15.47%，锂盐营收占比 14.68%，毛利占比 17.06%，随后伴随锂盐的不断放量及价格的大幅上涨，该板块营收及毛利占比大幅提升，2022 年锂盐板块营收占比 78.78%，毛利占比 80.02%，锂盐板块快速成为公司业绩的主要贡献力量。

图5：公司稀有轻金属营收占比迅速扩大


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：公司稀有轻金属毛利占比迅速扩大


数据来源：Wind、开源证券研究所

2018 年至今公司毛利率、净利率水平稳步提升，2024 年或受锂价下跌影响承压。受益于公司稀有轻金属业务营收占比的稳步提升以及公司多次并购带来的资源优势，公司毛利率、净利率水平持续上升。从细分板块来看，锂盐板块主要系公司锂精矿自给率不断提高，带动毛利率水平上升；铯铷板块主要系供给市场寡头竞争格局助推铯铷盐板块毛利率稳步提升。净利率方面，由于公司业务转型以及稀有轻金属业务营收的增长，公司销售净利率处于上升通道中。**展望 2024 年，我们预计由于锂盐价格的大幅下滑，公司锂精矿自给率虽不断提高，但预计锂盐板块毛利率仍将承压；我们认为公司将继续主导铯铷盐的定价权，因此铯铷板块的毛利率水平有望继续维持高位。**

图7：公司锂盐、铯铷盐板块毛利率处于上升通道

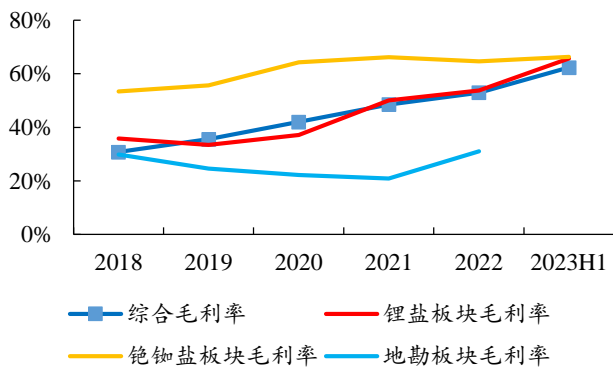
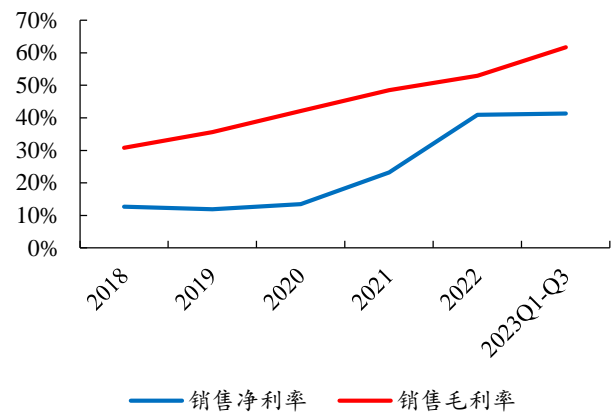


图8：公司毛利率、净利率水平稳步提升

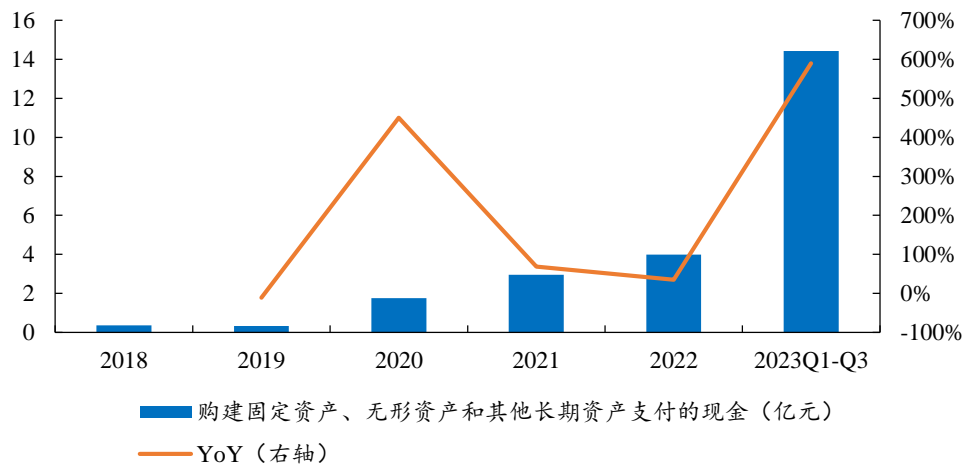


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

逆周期高资本开支助力公司穿越价格“牛熊”周期。锂盐价格低位震荡背景下，2023年前三季度公司资本开支同增 590.0%。公司近五年资本开支持续上升，从2018年的0.36亿元上涨到2022年的3.99亿元，五年CAGR达82.5%。2023年公司推进津巴布韦 Bikita 在建的200万吨透锂长石精矿选矿改扩建工程、200万吨锂辉石精矿选矿工程及新余3.5万吨高纯锂盐项目，Q1至Q3资本开支大幅上升，达到14.42亿元，同增590.0%。在锂盐价格同比大幅下跌背景下，公司继续增加资本开支，推进锂矿石选厂扩建、新建工程，将在未来大幅提升公司锂矿自给率，提升锂盐板块毛利率。逆周期高资本开支，提升公司锂矿自给率，将助力公司穿越价格“牛熊”周期。

图9：锂盐价格低位震荡背景下，2023前三季度公司资本开支同增590.0%



数据来源：Wind、开源证券研究所

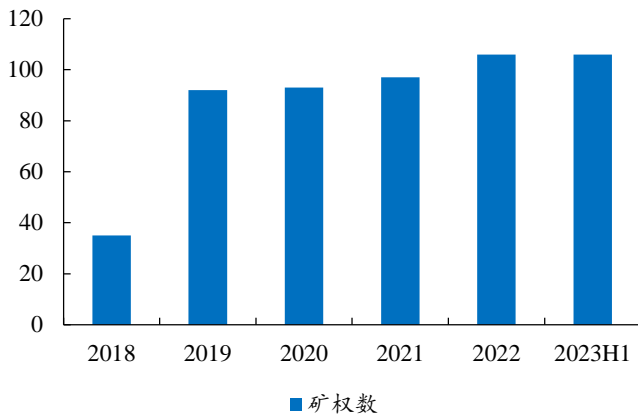
2、三大优势为穿越周期保驾护航

2.1、优势一：地勘赋能，加速锂盐板块开疆辟土

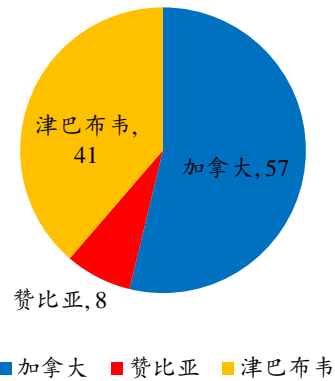
2.1.1、利用地勘优势介入矿权投资与矿山开发，保障上游资源供给

公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势，介入矿权投资与矿山开发，为

稀有轻金属板块提供资源支持。2022年，公司固体矿产勘查技术服务营收为1.79亿元，仅占总营收2.2%，公司不以地勘技术服务为主要收入来源，而是利用该业务积累的丰富经验介入矿权投资与矿山开发，截至2023年上半年，公司及所属子公司合计拥有全球范围内各类矿业权106处，其中采矿权47处、探矿权46处、地表租约13处。主要矿山包括加拿大Tanco矿山、津巴布韦Bikita矿山、赞比亚希富玛铜矿、赞比亚卡马提克铁矿、津巴布韦铬铁矿等。

图10：公司矿权数量稳步增长（单位：处）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：公司矿权集中在美洲、非洲（单位：个）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：截至2023H1

公司利用地勘业务获得的矿权布局为公司稀有轻金属业务板块提供前端资源支持。地勘板块具体运营方式为：通过在控制风险的前提下适时、适度、有选择性的进行矿权投资，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。公司在矿权方面的布局也为公司稀有轻金属业务板块提供前端资源支持。

地勘技术服务使公司在同行中脱颖而出。相比铷铯锂稀有轻金属板块的同行而言，公司独树一帜，拥有先进的地勘业务，在进行项目资源评价时可独立完成，无需第三方介入，一定程度上节约了时间成本及相关费用，助力公司快速寻找高质量矿产资源，加速铷铯锂板块开疆辟土。

表1：公司主要矿山资源储量丰富，为稀有轻金属板块提供前端资源支持

矿山名称	资源类型	矿石资源量	平均品位	折合金属/氧化物当量
加拿大 Tanco 矿山	铯	363.86 万吨	1.16%	4.21 万吨
	锂	194.225 万吨	3.15%	63,036.27 吨
		232.440 万吨	1.86%	43,206.78 吨
	钽	370.957 万吨	0.11%	4,037.52 吨
赞比亚希富玛铜矿	铜	3046.90 万吨	0.73%	22.27 万吨
	金			6.7 吨
	银			97.2 吨
	钴			7312.55 吨
	锌			11.27 万吨
赞比亚卡马提克铁矿	铁	3.48 亿吨	46.38%	1.61 亿吨
津巴布韦铬铁矿	铬	673 万吨		
津巴布韦 Bikita 矿山	锂	6541.93 万吨	1.14%	183.78 万吨 LCE

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.1.2、地勘优势赋能 Bikita 矿山，单吨资源估值处于同期硬岩行业低位

地勘优势赋能，两次增储提高资源量，单吨资源估值优势凸显。Bikita 在中矿资源收购时，Bikita 矿山累计拥有锂矿产资源量 2941 万吨，氧化锂品位 1.17%，折 85.0 万吨 LCE，单吨资源量估值约 212 美元/吨 LCE，收购后矿山在一年间经历两次增储，截至 2022 年年底，Bikita 矿山累计探获锂矿产资源量 6542 万吨，折 183.8 万吨 LCE，对比收购时增幅高达 116%，此时单吨资源量估值仅 98 美元/吨 LCE，单吨资源量估值大幅降低 54%。公司地勘板块优势赋能锂矿资源增储，使公司收购 Bikita 矿山的交易具有较高性价比，单吨资源量估值相比同期硬岩锂矿收购估值处于偏低水平。从近期中企在津巴布韦地区收购的三座矿山来看，Bikita 矿山在增储前的单吨资源量估值与 Arcadia 基本相当，在增储后，单吨资源量估值优势凸显，较 Arcadia 矿山低 56%，可见地勘板块对于锂资源板块的赋能作用确实存在。

表2：地勘优势赋能公司锂资源板块，公司 Bikita 项目增储后单吨资源量估值位于行业低位

公告时间	资源地区	收购方	资源项目	收购总价	收购股权	总资源量 (万吨 LCE)	品位 (%)	资源量估值 (美元/吨 LCE)
2021年11月	津巴布韦	盛新锂能	萨比星锂钽项目	7650万美元	51%	22	1.98%	686.20
2021年12月	津巴布韦	华友钴业	Arcadia	4.22亿美元	100%	190	1.06%	222.11
2022年2月	津巴布韦	中矿资源	Bikita	1.8亿美元	100%	184	1.17%	97.83
2022年6月	湖南	紫金矿业	湘源多金属矿	18亿元	71%	216	0.29%	167.67

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

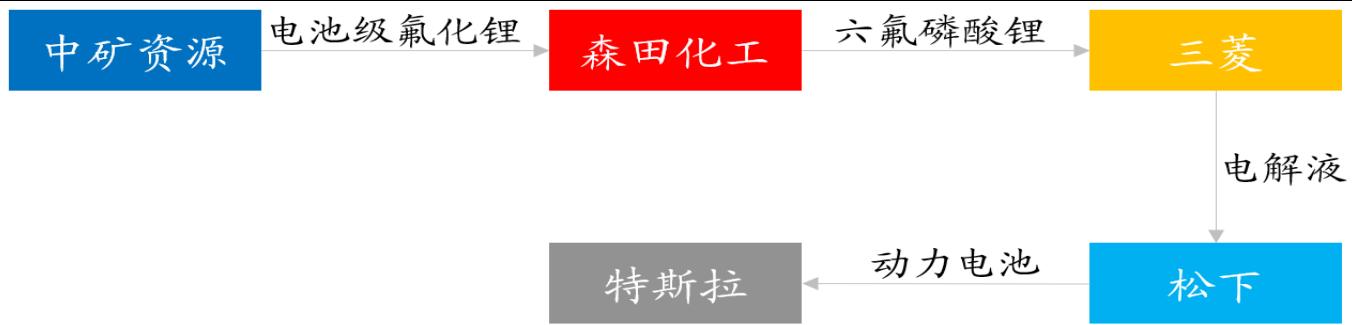
2.2、优势二：锂电板块选冶产能扩建步伐一致，“以量补价”助力公司穿越周期底部

2.2.1、电池级氟化锂行业标准制定者，下游客户优质

继承东鹏新材，深耕氟化锂工艺研发，独创新技术提高产品品质，成为电池级氟化锂行业标准的制定者。公司生产电池级氟化锂的工艺是在碳化中和法的基础上进行的改良，通过改进碳化反应、改变反应釜内径与搅拌直径及调整反应时间，产出的电池级氟化锂产品具备产品粒径大、纯度高优势，能够完全满足下游厂商需求。

公司氟化锂下游客户优质，进入特斯拉全球供应链。公司凭借产品质量高、性能稳定的特点，电池级氟化锂销往日本森田化工，并进入特斯拉全球供应链，同时也为必康股份、天际股份、金牛电源等国内六氟磷酸锂和电解液龙头企业提供氟化锂产品，客户资源优质。

公司电池级氟化锂产能翻倍至 6000 吨。电池级氟化锂主要应用于制备六氟磷酸锂，是锂离子电池电解液的主要材料之一。随着新能源行业的快速发展，公司为满足需求，于 2021 年在 3000 吨氟化锂产能的基础上扩建至 6000 吨，并于 2021 年 12 月底完成达产。

图12：公司氟化锂产品已进入特斯拉全球供应链


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.2.2、积极储备上游资源，原材料自给率快速提高

公司积极布局上游资源保障，公司锂矿资源可分为加拿大 Tanco 矿山、津巴布韦 Bikita 矿山和储备资源（安哥拉 Namine 锂矿、Donner）。随着 Tanco 矿山 100 万吨/年选矿厂的完工，将为 Tanco 原矿和尾矿资源提供匹配的处理能力，为后续海外冶炼产能的扩张提供资源保障。随着 Bikita 矿山 200 万吨透锂长石精矿选矿改扩建工程、200 万吨锂辉石精矿选矿工程达产，公司锂矿石自给率大幅提升，将降低公司单吨 LCE 成本，增强公司盈利。

表3：公司主要锂矿资源为 Tanco 矿山、Bikita 矿山、URT 锂矿及 Donner 湖锂矿

矿山名称	概况
Tanco 矿山	资源方面，Tanco 矿山自有包含未开采资源及地表堆积尾矿资源，未开采资源中，Li ₂ O 平均品位 3.146% 的矿石量约 194 万吨，Li ₂ O 金属量 6.3 万吨，另有 Li ₂ O 平均品位 1.859% 的矿石量 232 万吨，Li ₂ O 金属量 4.3 万吨。另外，公司正在积极推进露采方案，Tanco 矿区在露采条件下资源量将大幅增加。产能方面，公司收购之时，Tanco 矿山为停产熟矿，2021 年 10 月 12 万吨/年处理能力锂辉石采选系统技改恢复项目投产，2022 年三季度完成 18 万吨/年改扩建项目；2023 年 2 月，公司同意 Tanco 建设 100 万吨/年选矿厂，主产品为锂辉石精矿、磷铝锂石精矿和铯榴石精矿，项目建设期 2023-2024 年，此项目为 Tanco 原矿和尾矿资源提供匹配的处理能力，另外 Tanco 矿山产出的锂产品由于具备北美新能源产业链体系的优势，因此也可为后续海外冶炼产能的扩张提供资源保障。
Bikita 矿山	2022 年 2 月，公司收购 Bikita 公司 100% 股权，其主要资产为津巴布韦 Bikita 锂矿项目。资源方面，2023 年 4 月，公司发布《关于 Bikita 矿山锂矿资源量更新的公告》，对西区补充及加密勘查工作成果重新估算后，截至 2022 年末，Bikita 矿产资源量增至 6541.93 万吨矿石量，折合 LCE183.78 万吨（东区+西区）。产能方面，收购之时已有透锂长石选矿产能 70 万吨/年，2022H1 已满负荷运行；2023 年 4 月公司董事会同意公司将 Bikita 锂矿 120 万吨/年改扩建工程的生产能力增加至 200 万吨/年。据公司 2023 年 11 月公告，上述项目均于 2023 年 11 月份正式达产。上述项目满产时合计产能为锂辉石精矿 30 万吨/年、化学级透锂长石精矿 30 万吨/年或技术级透锂长石精矿 15 万吨/年（技术级与化学级透锂长石柔性生产线）。技术级透锂长石可作为耐高温材料，用来生产低膨胀、高耐热的陶瓷和玻璃制品。
安哥拉 Namibe 锂矿	2023 年 5 月，中矿资源与 Tyranna Resources 签署协议为安哥拉 Namibe 锂矿项目的勘探提供资金，金额为 3100 万澳元，2023 年 6 月，Tyranna Resources 与中矿资源签署有关 Namibe 锂项目中 50% 锂辉石和 50% 铯榴石的约束性承购协议。
Donner 湖锂矿	全资子公司 Tanco 与 GridMetals 签署《谅解备忘录》，Grid 将向 Tanco 提供加拿大 Donner 湖锂矿的锂辉石矿石样品，由 Tanco 进行选冶测试并出具技术报告。在双方同意的情形下，Grid 与 Tanco 将签订具有法律约束力的合作协议，由 Grid 向 Tanco 供应锂辉石矿石，Tanco 负责选冶及锂辉石精矿销售，双方按照约定的方式分享收益。Donner 湖锂矿合计已探锂矿产资源量 350 万吨矿石量，Li ₂ O 平均品位 1.28%，且目前 Grid 正在进行新一轮钻探及资源量估算工作。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

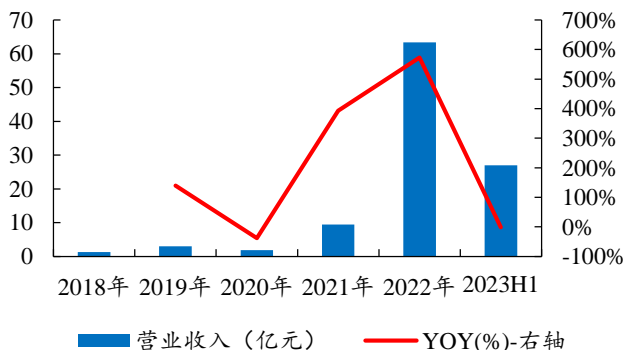
2.2.3、锂盐产能快速扩张，与选矿产能扩张步伐完美匹配

增长计划清晰，选冶产能扩建步伐一致。全资子公司东鹏新材投资建设的年产 2.5 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂生产线项目于 2021 年 8 月建成投产，并于 11 月达

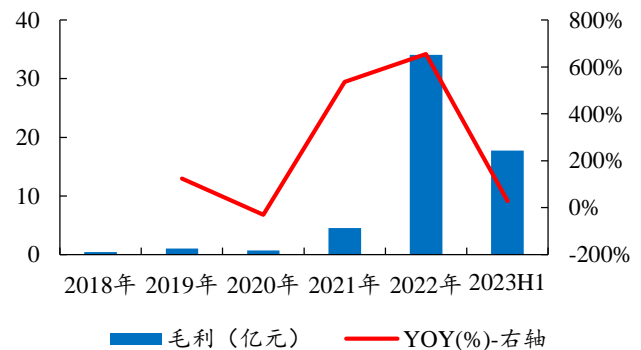
产，其中包含 1.5 万吨电池级氢氧化锂及 1 万吨电池级碳酸锂；2022 年，全资孙公司春鹏锂业投资建设年产 3.5 万吨高纯锂盐项目，该项目于 2023 年 11 月 16 日投料试生产，公司国内锂盐产能增至 6.6 万吨。目前，Bikita 矿山 200 万吨/年透锂长石改扩建项目及 200 万吨/年锂辉石新建项目均已投产，2023 年 11 月前项目均已顺利达产，将为 2023 年年底新建 3.5 万吨/年的锂盐产线供给原料，采选冶炼两端投产时间完美契合，公司业绩有望充分释放。此外，公司计划 2025 年力争实现海外 4 万吨冶炼产能布局，不断扩大锂盐产量。

以氢氧化锂销售为主，成功进入中国和韩国正极材料龙头企业供应链。公司基础锂盐产品已得到市场的认可，进入中国和韩国的正极材料龙头企业供应链，2023 年 1 月，东鹏新材与韩国 SKOn 全资子公司爱思开签《销售合同》，在 2023 年至 2025 年期间向爱思开供应氢氧化锂产品合计 1.9 万吨（±10%以内），为新增锂盐产量的消化提供了一定的保障。

成功切入锂电赛道，伴随行业上行业绩实现大增，我们预计公司将“以量补价”穿越下行周期。2018 年公司切入锂电赛道，而后伴随东鹏新材 2.5 万吨锂盐产能于 2021 年 8 月投产，公司锂盐产品放量，与此同时，电碳价格一路飙涨，2022 年全年平均价格同比增长 298%达到 48 万元/吨，“量价齐升”使得公司锂盐板块业绩在 2022 年出现大幅上涨，营业收入同比增长 573%，毛利同比增长 655%。展望后市，在全球锂盐供需紧张格局得到缓解大背景下，锂盐价格步入下行通道，而公司矿端、冶炼端稳步扩张，原材料自给率不断提高，公司有望实现“以量补价”，在周期下行阶段业绩有望企稳。

图13：2022 年公司锂盐板块营收大幅增长


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图14：2022 年公司锂盐板块毛利大幅增长


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.3、优势三：手握铷铯板块定价权，充当“现金奶牛”

2.3.1、铷铯资源稀缺且分布集中，“高科技+环保”抬升需求空间

全球铷铯资源稀缺，且分布集中。铷：2022 年全球铷矿产资源储量不到 20 万吨，主要集中在加拿大、澳大利亚、津巴布韦、纳米比亚和中国。铷资源主要以铷榴石、锂云母、盐湖卤水的形式存在，其中铷榴石因品位最高较其他两者有无可比拟的先天优势，目前全球可规模化开采的铷榴石仅有三个，分别为加拿大 Tanco 矿山、津巴布韦 Bikita 矿山以及澳大利亚 Sinclair 矿山，其中加拿大 Tanco 矿山不对外销售矿石，澳大利亚 Sinclair 矿山铷榴石被 Tanco 全额包销；铯：氧化铯资源储量合计 10 万吨，且没有独立矿床，常分散在锂云母、铷榴石和盐矿层中，通常是生产锂、铷的副产品，难以获得。铷和铯具有相似的物理性质和原子半径导致两者下

游应用类似，叠加铷获取难度大，因此，铯的应用领域更加广泛。

表4：铯产品运用领域广泛

应用领域	具体应用
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、离子推动发动机
通讯	5G、离子云通讯、光纤通讯
新兴能源	磁流体发电材料、热离子转化发电
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
工业催化剂	广泛应用于氨合成、硫酸合成、氢化、氧化、聚合等催化合成反应中
电子器件	光电电池、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；辐射探测设备、医学影像设备和夜视设备等红外技术的必需材料。
油气勘探	钻井液、完井液

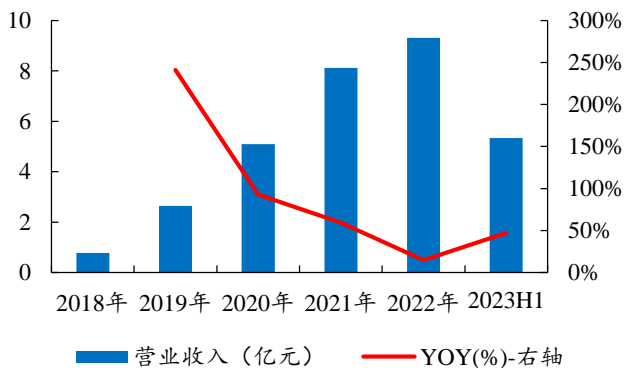
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2.3.2、全产业链布局，盈利能力极强，助力公司穿越周期

两次并购手握全球超 80%铯资源，掌握定价话语权。公司于 2018 年收购东鹏新材，进军铷铯盐精细化加工业务，东鹏新材子公司北京奥凯元与 Bikita 公司签订供货协议，双方长期保持稳定合作，公司铯资源长期依赖 Bikita 矿山；2019 年公司收购 Tanco 矿山，打破对 Bikita 矿山长期依赖的局面，此外，Tanco 矿山铯资源储量丰富，保有储量 4.21 万吨氧化铯（含堆存矿石、外购矿及尾矿），开发成熟、稳定在产，且 Tanco 公司与澳大利亚先锋资源（Sinclair 矿山）签订了购买协议，根据《Cabot 公司特殊流体事业部业务项目估值报告》，先锋资源将提供的铯榴石矿共计 19,000 吨，平均品位 9.10%；2022 年，公司收购 Bikita 矿山，资源掌控率进一步提高，资源优势使得公司议价能力极强，掌握定价话语权。全球铷铯盐生产厂商主要有东鹏新材、Tanco 公司、美国雅保，其中东鹏新材和 Tanco 公司已被公司全资收购，美国雅保上游原材料依赖 Bikita 矿山供给，叠加雅保业务重心逐渐向锂盐转移，我们预计未来公司铷铯盐业务市占率会进一步扩大，定价权将进一步增强。

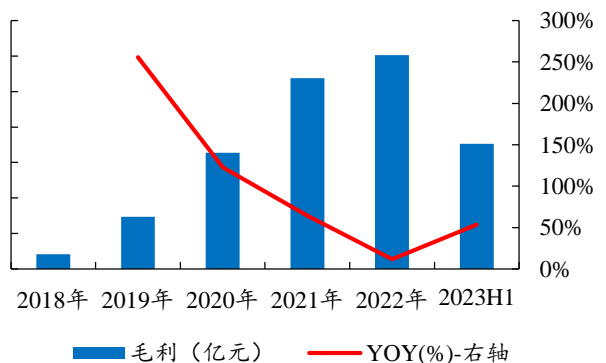
较强定价权助力板块维持高毛利率，充当公司“现金奶牛”。公司凭借掌握全球 80%以上的铯榴石储量，掌握铷铯盐定价话语权，2018 年至今，铷铯盐板块毛利率整体稳步上升，2023H1 毛利率达 66.3%，较 2018 年的 53.4%上涨 12.9pct，高毛利率为公司提供稳定的现金流，为锂盐板块的发展提供坚强后盾。

图15：公司铷铯盐板块营收维持增长态势

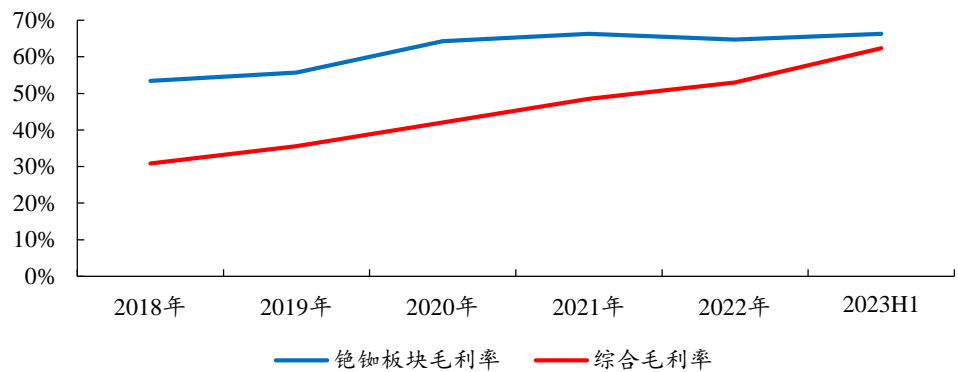


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公司铷铯盐板块毛利维持增长态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：公司铷铯盐板块毛利率较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、布局铜板块，开启二次成长

收购 Kitumba 铜矿和 Tsumeb 冶炼厂，多环节布局铜板块。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；2024 年 3 月 15 日，公司全资下属公司 African Minerals Limited 拟以合计基准对价 5850 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。至此，铜板块实现多产业链布局。

Kitumba 铜矿资源量丰富，增储潜力可观。Kitumba 铜矿项目目前处于待开发阶段，根据 2015 年资源量估算报告显示，Kitumba 铜矿区累计探获的保有铜矿资源量为 2,790 万吨，铜平均品位 2.20%，铜金属量 61.40 万吨，此外，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 铜矿产能预计约 4 万吨/年，具备成本优势。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。

4、盈利预测与投资建议

我们预计在全球锂盐供给逐步走向过剩的背景下，锂盐价格短期内难以出现大幅上涨，但考虑到下游新能源车及储能市场仍维持一定增速，且供给多集中于海外，扰动事件频发，我们预计 2024~2025 年锂盐均价将在 10 万元/吨（含税）上下震荡。铷铯板块来看，公司掌握定价权，我们预计 2023~2025 年铷铯板块营业收入增速分

别为 23%、20%、20%。地勘板块作为公司基本盘预计保持稳定。

量：假设 2023~2025 年 Bikita 可供量为 1.27、4.67、5.36 万吨 LCE；Tanco 矿山 2023~2025 年可供量为 0.31、0.31、0.94 万吨。综上，2023~2025 年公司碳酸锂自给量分别为 1.58、4.98、6.30 万吨，2023~2025 年复合增速 99.6%。

价：假设 2023~2025 年锂盐价格分别为 26、10、10 万元/吨。

根据以上假设，我们预计公司 2023-2025 年公司实现收入 62.83、66.70、80.81 亿元，同比分别变动-21.9%、+6.2%、+21.2%。

表5：公司主要业务盈利预测拆分

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
地勘板块						
营业收入	570.48	635.05	751.74	740.95	713.73	678.04
营业成本	436.24	486.39	526.21	501.79	483.35	459.18
毛利	134.24	148.66	225.53	239.17	230.38	218.86
毛利率	23.53%	23.41%	30.00%	32.28%	32.28%	32.28%
铯铷板块						
营业收入	508.92	811.29	931.08	1145.23	1374.28	1649.14
营业成本	181.69	273.79	328.74	391.20	457.71	535.52
毛利	327.23	537.50	602.34	754.03	916.58	1113.62
毛利率	64.30%	66.25%	64.69%	65.84%	66.69%	67.53%
锂电板块						
营业收入	190.83	941.58	6335.20	4396.70	4582.19	5754.13
营业成本	119.87	470.43	2927.49	1373.11	2905.62	3719.63
毛利	70.96	471.15	3407.71	3023.58	1676.56	2034.50
毛利率	37.19%	50.04%	53.79%	68.77%	36.59%	35.36%
合计						
营业收入	1275.71	2394.09	8041.22	6282.88	6670.20	8081.32
营业成本	739.17	1232.36	3782.69	2266.10	3846.68	4714.33
毛利	536.54	1161.73	4258.53	4016.78	2823.52	3366.98
毛利率	42.06%	48.52%	52.96%	63.93%	42.33%	41.66%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

我们选取主营业务同样为锂盐的赣锋锂业、永兴材料和融捷股份三家 A 股上市公司作为可比公司，以 2024 年 3 月 25 日股价为基准，同业可比公司 2023~2025 年平均 PE 分别为 10.4、12.4、10.4 倍，中矿资源 PE 分别为 9.2、12.4、10.7 倍，和行业平均水平基本持平，公司在锂矿板块规划保持高增速，有望在锂价底部实现“以量补价”穿越周期，同时公司开始布局铜板块，开启第二增长曲线，总体来看，公司具备高成长性。我们预计 2023~2025 年公司实现归母净利润 25.07、18.47、21.38 亿元，同比分别变动-23.9%、-26.3%、+15.8%，EPS 分别为 3.44、2.53、2.93 元/股，当前股价对应 PE 分别为 9.2、12.4、10.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：公司估值和行业平均水平

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002460.SZ	赣锋锂业	36.59	10.17	3.29	3.99	4.59	6.8	11.1	9.2	8.0
002756.SZ	永兴材料	48.06	15.24	6.99	5.49	5.78	6.1	6.9	8.8	8.3
002192.SZ	融捷股份	40.12	9.40	3.02	2.09	2.67	10.4	13.3	19.2	15.0
可比公司平均 PE							7.8	10.4	12.4	10.4
002738.SZ	中矿资源	37.21	4.52	3.44	2.53	2.93	7.0	9.2	12.4	10.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中矿资源盈利预测来自于开源证券研究所预测，其他标的盈利预测均来自于 Wind 一致预期（数据截至 2024 年 3 月 25 日）

5、风险提示

- (1) Bikita 和 Tanco 扩建进度不及预期，导致公司原材料自给率减少，成本抬升；
- (2) 加拿大和非洲政策风险，公司自有锂矿分布在海外，海外政策风险或导致矿山生产不及预期；
- (3) 锂盐、铯盐价格大幅下跌，公司主营产品价格下降超预期，影响公司业绩；
- (4) 新能源车、储能需求增速不及预期，锂盐下游需求不及预期，供需格局更加恶化，或将导致价格超预期下跌。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	3107	6232	7208	9044	9976
现金	1752	2912	5874	5207	7415
应收票据及应收账款	260	464	385	336	634
其他应收款	53	75	53	67	87
预付账款	162	185	166	159	262
存货	718	1581	109	2467	859
其他流动资产	162	1015	622	807	718
非流动资产	3043	5250	4926	5289	6025
长期投资	5	12	15	19	23
固定资产	865	956	472	530	827
无形资产	149	1836	2128	2469	2881
其他非流动资产	2023	2447	2311	2271	2293
资产总计	6150	11482	12135	14333	16001
流动负债	1140	2312	1458	1961	1816
短期借款	406	495	451	473	462
应付票据及应付账款	187	272	120	391	290
其他流动负债	547	1545	888	1097	1064
非流动负债	934	1636	1115	1140	1017
长期借款	731	896	644	535	479
其他非流动负债	203	739	471	605	538
负债合计	2074	3948	2574	3101	2833
少数股东权益	0	25	6	-7	-23
股本	325	462	646	646	646
资本公积	2688	2680	2495	2495	2495
留存收益	1355	4619	6860	8515	10433
归属母公司股东权益	4075	7510	9555	11240	13191
负债和股东权益	6150	11482	12135	14333	16001

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	654	2050	4061	72	3337
净利润	560	3295	2488	1833	2123
折旧摊销	67	142	189	215	266
财务费用	19	-29	112	-42	-63
投资损失	3	-78	-16	-19	-22
营运资金变动	-97	-1265	1385	-2183	906
其他经营现金流	102	-15	-97	268	127
投资活动现金流	-192	-1636	229	-575	-960
资本支出	296	399	74	467	1050
长期投资	1	-206	-3	-5	-4
其他投资现金流	103	-1031	307	-103	94
筹资活动现金流	122	665	-1328	-163	-170
短期借款	199	89	-44	22	-11
长期借款	-198	165	-252	-109	-56
普通股增加	19	136	185	0	0
资本公积增加	317	-8	-185	0	0
其他筹资现金流	-214	282	-1031	-76	-103
现金净增加额	573	1093	2962	-666	2207

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2418	8041	6283	6670	8081
营业成本	1252	3783	2266	3847	4714
营业税金及附加	10	58	188	92	138
营业费用	50	49	101	96	81
管理费用	238	268	377	200	332
研发费用	58	237	188	186	235
财务费用	19	-29	112	-42	-63
资产减值损失	-18	-3	0	0	0
其他收益	14	10	12	14	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	78	16	19	22
资产处置收益	1	35	7	9	10
营业利润	699	3810	2955	2166	2498
营业外收入	1	5	3	4	3
营业外支出	0	2	2	1	1
利润总额	699	3813	2957	2169	2500
所得税	139	518	469	336	378
净利润	560	3295	2488	1833	2123
少数股东损益	-2	-0	-19	-14	-16
归属母公司净利润	562	3295	2507	1847	2138
EBITDA	787	3956	3069	2266	2622
EPS(元)	0.77	4.52	3.44	2.53	2.93

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	89.6	232.5	-21.9	6.2	21.2
营业利润(%)	267.5	445.1	-22.4	-26.7	15.3
归属于母公司净利润(%)	222.7	485.8	-23.9	-26.3	15.8
获利能力					
毛利率(%)	48.2	53.0	63.9	42.3	41.7
净利率(%)	23.3	41.0	39.9	27.7	26.5
ROE(%)	13.8	43.7	26.0	16.3	16.1
ROIC(%)	10.9	34.3	22.2	13.8	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	33.7	34.4	21.2	21.6	17.7
净负债比率(%)	-13.0	-10.7	-47.2	-34.7	-46.7
流动比率	2.7	2.7	4.9	4.6	5.5
速动比率	1.9	1.9	4.7	3.2	4.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.9	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.4	22.2	14.8	18.5	16.7
应付账款周转率	7.6	17.9	12.7	15.3	14.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.77	4.52	3.44	2.53	2.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	2.81	5.57	0.10	4.57
每股净资产(最新摊薄)	5.56	10.27	13.07	15.38	18.06
估值比率					
P/E	40.9	7.0	9.2	12.4	10.7
P/B	5.7	3.1	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	25.2	4.9	5.1	7.2	5.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

15/17

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn