

中矿资源 (002738)

2024H1 点评：降本增效对冲锂周期，铜矿收购开启新曲线

业绩概要：公司 2024 年上半年实现营业收入 24.2 亿元（同比-32.8%），实现归母净利润 4.73 亿元（同比-68.5%），扣非后归母净利润为 4.45 亿元（同比-70.2%），对应基本 EPS 为 0.66 元。其中，公司 Q2 实现营收 12.95 亿元（同比-15.3%，环比+15.0%），归母净利润 2.17 亿元（同比-46.7%，环比-15.4%），单季度基本 EPS 为 0.30 元；

锂盐量增价减致营收承压：公司的主要业务包括锂电新能源原料开发与利用业务、稀有轻金属（铯、铷）资源的开发与利用、固体矿产勘查和矿权开发等，2024H1 上述三块业务分别实现营收 15.9/ 4.71/ 1.11 亿元，分别同比-41.0%/ -11.7%/ +1.4%。上半年公司营收同比下降主要受到锂价承压下行拖累，**锂价方面**，由于受到锂盐供给投放增加较多及下游锂电行业需求增速相对偏慢的影响，碳酸锂现货价格自 2023 年年初超过 50 万元/吨的价格大幅回落，截至 2024 年 6 月 28 日，碳酸锂现货价格约为 91,460 元/吨，2024H1 均价同比大幅下降约 68%。**锂盐销量方面**，得益于公司修建的 Bikita 锂矿项目的产能爬坡，公司自有矿产销量大幅提高，且锂辉石用量占比提升，2024H1 自有矿共实现锂盐销量 16,799 吨，已超过 2023 年全年以自有矿为原料实现的锂盐销量，全年销量有望实现翻倍式增长。整体来看，锂盐价格的大幅下降对营收造成的影响固然不可避免，尽管短期内碳酸锂价格仍在寻底过程中，但掌握上游资源和锂盐生产能力的一体化企业由于具备较强的成本优势，有望凭借卓越的竞争力对冲锂价下行周期，需关注公司资源自给率的提升以及由提高锂辉石占比带来的降本进程；

铯铷盐提价有望增厚利润：公司是铯铷盐精细化工领域的龙头企业，也是全球甲酸铯重要的生产商和供应商，业务涵盖铯榴石矿开采、加工、精细化工和终端消费市场，主要产品包括碳酸铯、硫酸铯、甲酸铯等。目前公司拥有世界主要高品质铯资源（加拿大 Tanco 矿山，津巴布韦 Bikita 矿山）、全球两大生产基地和甲酸铯回收基地，具备完善的产业链并占有绝对的市场份额。2024H1 公司铯铷精细化工业务营收同比下降 11.7%，推测主要系需求端阶段性波动影响；

投资评级

买入

首次评级

2024年08月15日

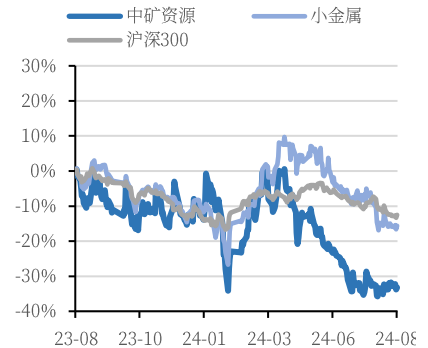
收盘价(元):

26.55

公司基本数据

总股本(百万股)	729.81
总市值(百万)	19,376.50
流通股本(百万股)	719.55
流通市值(百万)	19,104.00
12月最高/最低价(元)	42.90/25.21
资产负债率(%)	22.52
每股净资产(元)	16.32
市盈率(TTM)	16.44
市净率(PB)	1.63
净资产收益率(%)	3.97

股价走势图



作者

邓轲

分析师

SAC 执业证书: S0640521070001

邮箱: dengke@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大

厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

锂盐降本增效提振 Q2 盈利性：2024H1 公司毛利率/净利率分别为 41.6%/19.5% (同比-20.8pcts/-22.2pcts)，毛利率下滑较多主要受锂矿及锂盐价格下行拖累，净利率降幅相对较大主要由于财务费用率同比增加 4.0pcts，原因为津巴布韦津元汇率变动引致汇兑损失增加。**分行业来看**，锂电新能源原料开发与利用业务毛利率同比大幅下降 30.2pcts 至 35.6%，主要为锂价大幅下行影响；稀有轻金属（铯、铷）资源开发与利用业务毛利率同比提升 6.1pcts 至 72.4%，主要得益于产品均价同比提升。**单季度来看**，2024Q2 公司毛利率/净利率分别为 44.7%/17.1%，分别环比+6.64pcts/-5.21pcts，毛利率自 2023Q4 起已连续两个季度环比回升，主要得益于锂盐整体产量的提升和锂矿自给率的大幅提升，以及 Bikita 光伏电站输电带来的电费节约，共同帮助公司实现了单位降本，但 2024Q2 净利率出现背离主要由于：① Q2 所得税环比增加 1.48 亿元；② 碳酸锂期货亏损 2,155 万元致使投资净收益环比下降；

铜矿项目收购完成，打造新利润增长点：2024 年 3 月，公司全资下属公司 Afmin 与 Momentum 和 Chifupu 分别签署了《股份买卖协议》，拟以合计基准对价 5,850 万美元现金收购两者持有的 Junction 合计 65%的股权，Junction 主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿项目。2024 年 7 月，股权交易已交割完毕，目前 Kitumba 铜矿区累计探获的保有铜矿资源量为 2,790 万吨，铜金属量 61.40 万吨，铜平均品位 2.20%，公司将根据可行性研究结果来启动开发工作，有望在中期提供新的利润增长点；

自有矿增速领先行业，资源自给率稳步提升：目前公司合计拥有 418 万吨/年选矿产能和 6.6 万吨/年电池级锂盐产能。锂矿项目方面，公司计划于 2025 年完成加拿大 Tanco 100 万吨/年选厂建设完成并供应锂辉石精矿粉，计划于 2026 年完成非洲 3 万吨/年采、选、冶一体化布局。铜矿项目方面，公司计划于 2025 年完成 5 万吨/年阴极铜采、选、冶一体化布局。随着产能建设推进，公司的自有矿供给比例有望持续提高；

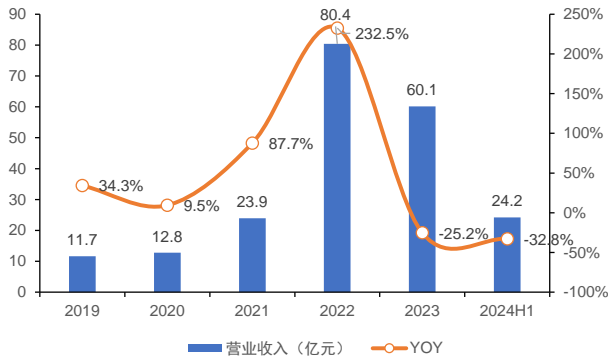
投资建议：公司作为头部的锂盐及铯铷盐生产商，通过收购和开采自有矿来提高资源自给率，实现产品单位降本，有望凭借一体化布局和降本控费能力对冲锂行业下行周期，同时铜矿的收购布局有望在中期贡献新的利润增长点，带来更高的业绩弹性。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 47.1/ 57.1/ 72.4 亿元，同比-21.6%/ +21.1%/ +26.9%，实现归母净利润分别为 10.8/ 12.2/ 15.9 亿元，同比-51.3%/ +13.3%/ +30.1%，对应 PE 18X/ 16X/ 12X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅波动、项目推进不及预期、终端需求不及预期等。

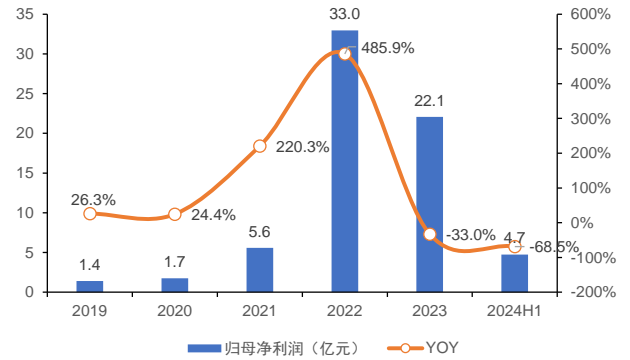
盈利预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,041	6,013	4,712	5,705	7,242
增速（%）	235.9%	-25.2%	-21.6%	21.1%	26.9%
归母净利润（百万元）	3,295	2,208	1,076	1,219	1,585
增速（%）	490.2%	-33.0%	-51.3%	13.3%	30.1%
每股收益（元）	0.76	4.51	3.03	1.47	1.67
市盈率（倍）	5.9	8.8	18.0	15.9	12.2

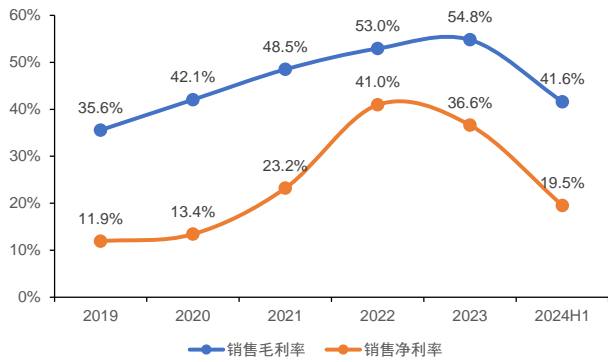
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收及增速


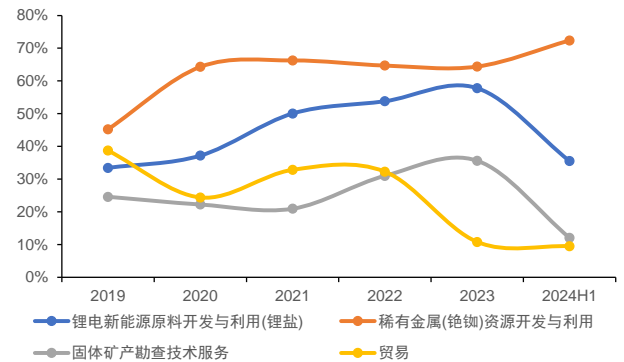
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 归母净利润及增速


资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 销售毛利率及净利率


资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 分业务毛利率


资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 碳酸锂现货价格走势（元/吨）


资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 单季度财务数据

	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3
营业收入(亿元)	13.0	11.3	10.1	14.0	15.3	20.7	25.5	20.8
营业成本(亿元)	7.2	7.0	8.0	5.7	7.7	5.9	10.1	10.8
销售费用率	0.5%	0.7%	0.5%	1.4%	1.8%	1.1%	0.6%	0.6%
管理费用率	7.6%	6.0%	9.3%	5.1%	9.5%	3.6%	3.9%	3.0%
财务费用率	1.9%	12.1%	2.1%	3.6%	3.5%	1.9%	-2.7%	2.5%
研发费用率	2.9%	1.2%	2.2%	3.6%	4.1%	1.8%	2.5%	3.4%
资产减值损失(亿元)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.0	0.0
利润总额(亿元)	3.4	2.2	0.5	6.3	4.7	12.7	14.2	8.3
所得税费用(亿元)	1.2	-0.3	-0.8	0.6	0.6	1.8	1.8	1.0
净利润(亿元)	2.2	2.5	1.3	5.7	4.1	10.9	12.4	7.3
EPS(元)	0.30	0.35	0.19	0.80	0.57	2.37	2.69	1.59
毛利率	44.7%	38.1%	20.8%	59.8%	49.8%	71.7%	60.3%	47.8%
期间费用率	12.9%	20.0%	14.1%	13.6%	18.8%	8.3%	4.3%	9.4%
所得税率	34.9%	-13.1%	-149.1%	9.6%	12.2%	14.1%	12.5%	12.5%
净利润率	17.1%	22.3%	13.1%	40.4%	26.8%	52.8%	48.7%	35.1%

资料来源: Wind, 中航证券研究所

图7 分业务预测表

产品	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
锂盐	销量(吨)	5230	24207	17407	39689	59533	74416
	单价(万元/吨)	18.5	26.2	24.4	7.3	6.4	6.9
	单吨成本(万元)	9.4	12.1	10.3	5.5	5.0	5.2
	单吨毛利(万元)	9.1	14.1	14.1	1.9	1.5	1.7
	毛利率	49.2%	53.8%	57.8%	25.4%	22.9%	24.3%

资料来源: Wind, 中航证券研究所

图8 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1751.76	2911.69	4915.30	4807.68	5810.89	6691.23	营业收入	2394.09	8041.22	6013.32	4711.77	5704.82	7241.87
应收票据及账款	387.94	1159.38	477.31	348.54	406.37	496.02	营业成本	1232.36	3782.69	2717.50	2925.52	3753.02	4724.80
预付账款	161.58	185.50	168.38	154.91	187.56	238.09	税金及附加	10.41	57.98	137.67	174.34	154.03	195.53
其他应收款	53.07	75.43	156.28	129.09	156.30	198.41	销售费用	50.20	49.32	73.01	28.27	39.93	57.93
存货	718.26	1580.83	1444.86	1923.63	2262.10	2847.82	管理费用	237.60	267.99	384.05	320.40	365.11	449.00
其他流动资产	34.06	319.57	900.75	820.40	887.93	992.45	研发费用	57.98	237.01	172.11	98.95	114.10	144.84
流动资产总计	3106.67	6232.39	8062.88	8184.25	9711.14	11464.02	财务费用	18.94	-28.78	166.12	27.50	-1.57	-12.99
长期股权投资	4.92	11.51	39.23	34.23	29.23	24.23	资产减值损失	-18.16	-2.92	-0.47	-0.37	-0.45	-0.57
固定资产	866.56	960.73	2207.82	2907.74	3230.20	3375.18	信用减值损失	-85.26	14.34	-41.29	-32.35	-39.17	-49.73
在建工程	50.20	387.39	796.61	663.84	531.07	398.30	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	149.13	1835.60	1852.63	1528.65	1204.67	880.68	投资收益	-3.11	78.11	15.88	15.00	15.00	15.00
长期待摊费用	2.46	109.70	639.19	319.59	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.94	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	1965.43	1945.13	2286.47	2001.77	2001.77	2001.77	资产处置收益	0.52	35.12	-6.10	2.00	2.00	2.00
非流动资产合计	3038.70	5250.06	7821.96	7455.83	6996.93	6680.17	其他收益	14.17	10.42	94.96	60.00	80.00	90.00
资产总计	6145.37	11482.45	15884.83	15640.07	16708.07	18144.19	营业利润	694.75	3810.08	2426.77	1183.08	1339.58	1741.47
短期借款	406.45	495.32	913.67	0.00	0.00	0.00	营业外收入	1.02	4.94	1.39	5.00	5.00	5.00
应付票据及账款	186.97	271.91	252.93	272.51	349.60	440.12	所得税	0.49	2.50	7.96	8.00	8.00	8.00
其他流动负债	546.61	1545.17	1126.06	1154.03	1476.00	1858.40	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1140.04	2312.40	2292.67	1426.54	1825.60	2298.52	利润总额	695.28	3812.52	2420.20	1180.08	1336.58	1738.47
长期借款	731.36	896.20	572.06	444.02	257.33	109.12	所得税	139.12	517.94	217.91	106.25	120.34	156.53
其他非流动负债	203.08	739.42	796.64	795.00	800.00	805.00	净利润	556.16	3294.58	2202.29	1073.83	1216.24	1581.94
非流动负债合计	934.44	1635.62	1368.69	1239.02	1057.33	914.12	少数股东损益	-2.06	-0.26	-5.87	-2.15	-2.43	-3.16
负债合计	2074.47	3948.02	3661.36	2665.57	2882.92	3212.63	归属母公司股东净产	558.22	3294.83	2208.16	1075.97	1218.67	1585.10
股本	325.18	461.62	728.45	729.81	729.81	729.81	EBITDA	781.38	3926.64	2767.06	2484.00	2788.90	3037.24
资本公积	2687.65	2679.62	5635.80	5634.43	5634.43	5634.43	NOPLAT	556.42	3205.49	2282.43	1097.94	1213.90	1569.21
留存收益	1057.65	4368.28	5813.69	6566.87	7419.94	8529.52	EPS(元)	0.76	4.51	3.03	1.47	1.67	2.17
归属母公司权益	4070.47	7509.52	12177.94	12931.12	13784.19	14893.76							
少数股东权益	0.43	24.91	45.54	43.39	40.96	37.79							
股东权益合计	4070.89	7534.43	12223.47	12974.51	13825.15	14931.55							
负债和股东权益合计	6145.37	11482.45	15884.83	15640.07	16708.07	18144.19							

现金流量表						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	556.16	3294.58	2202.29	1004.67	1128.88	1485.48
折旧与摊销	67.16	142.89	180.75	1276.43	1453.89	1311.77
财务费用	18.94	-28.78	166.12	27.50	-1.57	-12.99
投资损失	3.11	-78.11	-15.88	-15.00	-15.00	-15.00
营运资金变动	-97.45	-1264.63	398.95	-177.39	-124.62	-399.62
其他经营现金流	106.23	-16.01	69.87	76.58	97.00	107.00
经营性现金净流量	654.15	2049.95	3002.10	2192.78	2538.58	2476.63
资本支出	264.36	-137.58	2120.67	1201.64	995.00	995.00
长期投资	0.94	-1399.50	-556.16	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	71.37	-374.12	16.10	293.23	10.36	9.46
投资性现金净流量	-192.06	-1636.04	-2660.74	-908.41	-984.64	-985.54
短期借款	198.90	88.87	418.35	-913.67	0.00	0.00
长期借款	-198.02	164.84	-324.15	-128.03	-186.70	-148.21
普通股增加	18.79	136.44	266.83	1.36	0.00	0.00
资本公积增加	316.91	-8.03	2956.18	-1.36	0.00	0.00
其他筹资现金流	-214.75	282.65	-1504.21	-350.29	-364.03	-462.54
筹资性现金净流量	121.83	664.77	1813.00	-1391.99	-550.72	-610.75
现金流量净额	573.24	1092.65	2145.54	-107.62	1003.21	880.34

主要财务比率						
会计年度	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力						
营收增长率	87.67%	235.88%	-25.22%	-21.64%	21.08%	26.94%
营业利润增长率	265.30%	448.41%	-36.31%	-51.25%	13.23%	30.00%
EBIT增长率	214.63%	429.77%	-31.65%	-53.31%	10.55%	29.25%
EBITDA增长率	174.83%	402.52%	-29.53%	-10.23%	12.27%	8.90%
归母净利润增长率	220.33%	490.24%	-32.98%	-51.27%	13.26%	30.07%
经营现金流增长率	181.64%	213.38%	46.45%	-26.96%	15.77%	-2.44%
盈利能力						
毛利率	48.52%	52.96%	54.81%	37.91%	34.21%	34.76%
净利率	23.23%	40.97%	36.62%	22.79%	21.32%	21.84%
营业利润率	29.02%	47.38%	40.36%	25.11%	23.48%	24.05%
ROE	13.71%	43.88%	18.13%	8.32%	8.84%	10.64%
ROA	9.08%	28.69%	13.90%	6.88%	7.29%	8.74%
ROIC	17.36%	88.55%	34.55%	12.81%	14.23%	18.92%
估值倍数						
P/E	35.48	6.01	8.97	18.41	16.25	12.50
P/S	8.27	2.46	3.29	4.20	3.47	2.74
P/B	4.89	2.64	1.63	1.53	1.44	1.33
股息率	0.16%	2.57%	3.64%	1.63%	1.85%	2.40%
EV/EBIT	31.40	7.89	9.11	12.76	10.72	7.79
EV/EBITDA	28.70	7.61	8.52	6.20	5.13	4.42
EV/NOPLAT	40.31	9.32	10.33	14.03	11.79	8.56

资料来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637