

地勘赋能，多金属矿业新星展宏图

2024年08月23日

► **强大资源整合能力+管理能力，实现从地勘老兵到矿业平台的转型。**1999年公司前身成立，2003年“走出去”开始在海外提供矿山勘探技术服务，2018年收购东鹏新材，向锂盐、铯铷盐业务拓展，2019年收购 Cabot 特殊流体事业部，开始向上游矿山发力，2022年收购 Bikita，2023年 Bikita 矿山两个 200 万吨项目投产，实现锂矿完全自供。从 2018 到 2023 年五年时间，公司跨界完成了锂盐、铯铷盐两大业务从冶炼到矿山一体化产能的落地，2024 年快速切入铜业务，展现出公司自上而下强大的资源整合能力、管理能力和执行力。

► **地勘实力雄厚，构成矿业公司资源并购和增储的核心法宝。**公司以地勘业务起家，成立初期为海外多个标志性矿山项目提供勘探技术服务，2022 年收购 Bikita 后，凭借自身勘探实力，两年时间完成 3 次增储工作，资源量增幅达 239.5%，矿山收购对价大幅下降。我们认为地勘实力构成了公司区别于一般矿业公司的核心优势，一方面助力公司收购更优质的资源（禀赋、增储潜力），另一方面实现增储后提高原料保障能力的同时降低矿山收购成本。

► **锂：地勘赋能大幅增储，一体化降本工作持续推进。**1) **一体化：**收购 Bikita 后依靠地勘实力大幅增储，2023 年 Bikita 两个 200 万吨项目投产，目前已形成 6.6 万吨一体化锂盐产能，锂矿完全自给；2) **降本：**随着 Bikita 200 万吨锂辉石项目达产，锂矿原料将转变为锂辉石为主，24Q1 Bikita 矿山已完成市政电+光伏电对柴油电的替换，电力降本效果逐步显现，同时公司规划 26 年在非洲完成 3 万吨采选冶一体化项目，产能扩张的同时锂盐成本有望进一步优化。

► **小金属：原料保障优势突出，被忽视的全球铯铷龙头。**公司占据全球仅有的三座可规模化开采铯榴石矿山中的两座，矿山原料优势保障公司具备较强定价权，铯铷业务毛利由 2019 年的 1.5 亿增长至 2023 年的 7.2 亿，期间 CAGR 达 49.2%，随着竞争对手雅宝逐步退出市场及国内高新技术产业需求增长，铯铷产品价格有望稳步向上，带动业绩贡献继续保持增势。

► **铜：快速转型布局铜矿，资源版图中的下一个主力矿种。**2024 年 3 月先后规划收购 Tsumeb 铜冶炼厂、Kitumba 铜矿，矿种布局再次拓展，增强抗周期能力。Kitumba 一期规划 5 万吨铜矿产能，26 年贡献利润，公司计划两年收购新的铜矿资源，支撑产能扩张。公司地勘优势显著，有望助力 Kitumba 铜矿增储和优质铜矿资源的收购。

► **投资建议：**公司从地勘老兵快速转型为多矿种矿业新星，锂盐成本持续优化，铯铷业务原料保障优势显著，2024 年快速布局铜矿，打造新的盈利增长点，我们预计公司 2024-2026 年归母净利 8.8、10.0 和 17.2 亿元，对应 8 月 22 日收盘价的 PE 为 23、20 和 12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**锂价超预期下跌，项目进度不及预期，海外货币贬值风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	6,013	4,582	4,658	7,539
增长率 (%)	-25.2	-23.8	1.7	61.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,208	883	1,002	1,722
增长率 (%)	-33.0	-60.0	13.5	71.8
每股收益 (元)	3.03	1.21	1.37	2.36
PE	9	23	20	12
PB	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.40 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1.中矿资源 (002738.SZ) 2024 年半年报点评：锂盐成本持续优化，多矿种布局助力穿越周期-2024/08/16

2.中矿资源 (002738.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：铯铷业务高速增长，锂盐降本效果初步显现-2024/04/27

3.中矿资源 (002738.SZ) 2023 年三季报点评：锂矿开始完全自供，成本有望继续改善-2023/11/02

4.中矿资源 (002738.SZ) 2023 年半年报点评：锂矿自给率大幅提升，一体化锂盐龙头放量在即-2023/08/27

5.中矿资源 (002738.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：量价齐升业绩高增，静待自有资源放量-2023/05/04

目录

1 地勘起家，逐渐成长为多金属矿业新星	3
2 海外探矿排头兵，地勘业务转型为对内赋能	6
2.1 海外地勘经验丰富，承接多个标志性矿山项目	6
2.2 多年地勘经历积累丰富矿权，地勘角色转变为对内赋能	8
3 锂：资源整合能力突出，一体化布局实现锂矿完全自供	10
3.1 收购东鹏新材，迈出进军锂行业第一步	10
3.2 向上游矿山发力，收购 Tanco 弥补资源短板	12
3.3 Bikita 两年时间大幅增储+产能快速落地，成为公司主力锂矿山	12
3.4 锂矿开始完全自供，一体化产能持续扩张	14
4 小金属：掌握全球优质矿山，被忽视的全球铯铷龙头	16
4.1 矿冶一体化收购，名副其实的铯铷龙头	16
4.2 铯铷矿供给高度集中，国内需求有望稳步增长	17
4.3 矿山原料优势突出，铯铷业绩快速增长	19
4.4 布局锗资源，拓展新矿种支撑长期发展	21
5 铜：快速布局铜矿，资源版图中的下一个主力矿种	21
6 盈利预测与投资建议	23
6.1 盈利预测与业务拆分	23
6.2 估值分析	23
6.3 投资建议	24
7 风险提示	25
插图目录	27
表格目录	27

1 地勘起家，逐渐成长为多金属矿业新星

地勘起家，逐步形成锂、小金属、铜三大业务一体化布局。1999 年公司前身成立，2003 年开始“走出去”为国内矿业公司提供海外勘探技术服务，2014 年在深交所上市，2018 年公司收购东鹏新材，业务向锂盐、铯铷盐业务拓展，2019 年收购 Cabot 特殊流体事业部，控股加拿大 Tanco 矿山，弥补锂盐、铯铷盐原料短板，2022 年收购津巴布韦 Bikita 锂矿，锂矿保障能力大幅提升，2023 年 Bikita 矿山 200 万吨透锂长石+200 万吨锂辉石项目投产、春鹏锂业 3.5 万吨锂盐项目投产，公司迈入锂矿完全自供阶段，2024 年公司业务再度拓展，规划收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂和赞比亚 Kitumba 铜矿，凭借高效的资源整合能力，完成了从探矿老兵到锂、小金属、铜三大主业一体化布局的蜕变。

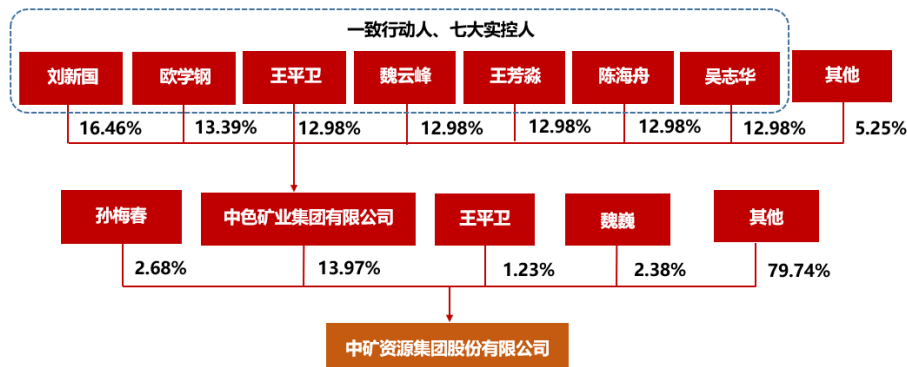
图1：公司发展历程：从探矿老兵到多矿种矿业公司的转型



资料来源：公司公告，民生证券研究院

七位一致行动人构成公司实际控制人。公司控股股东为中色矿业集团，截至2024 年半年报，直接持有公司 13.97%股权，中色矿业脱胎于国内 22 家有色地勘单位，目前由刘新国、欧学钢、王平卫、魏云峰、王芳淼、陈海舟、吴志华先生七位一致行动人控股，因此上述七人构成公司共同实际控制人。

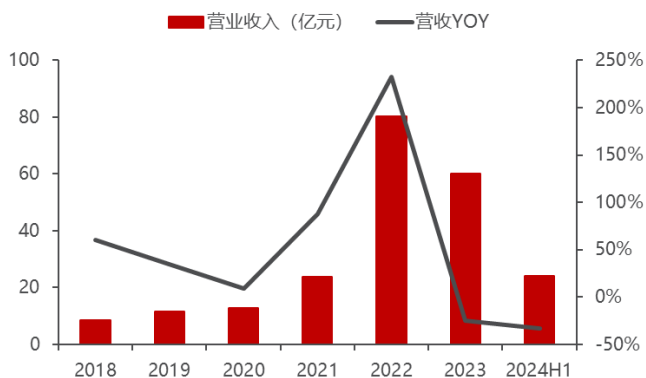
图2：公司股权结构（截至 2024 年半年报）



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

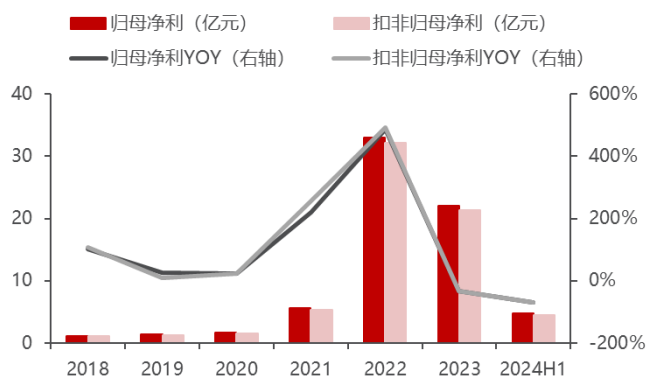
锂盐价格快速回落，导致公司业绩下滑。2021 年开始，随着国内新能源车需求的强劲增长，锂价快速上涨，子公司东鹏新材 2.5 万吨锂盐产能投产，锂盐业务产能释放带动公司业绩高速增长，2021-2022 年营收增速分别为 87.7%、232.5%，归母净利润增速分别为 220.3%、485.9%，但随着新增供给的释放，锂行业供需格局发生逆转，2023 年开始锂价快速回落，导致公司业绩下滑，2024H1 营收同比下降 32.8%，归母净利润同比下降 68.5%。

图3：2024H1 锂价快速下跌导致营收同比-32.8%



资料来源：ifind，民生证券研究院

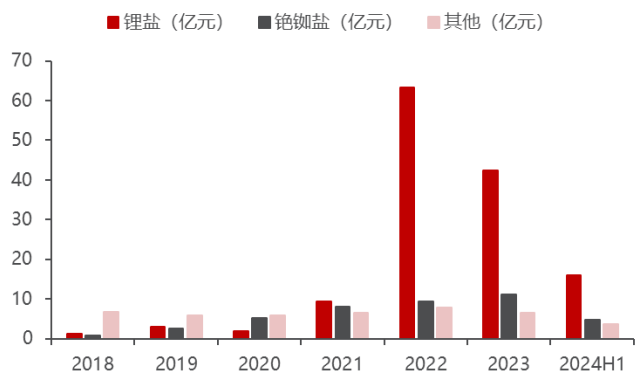
图4：2024H1 锂价快速下跌导致归母净利润同比-68.5%



资料来源：ifind，民生证券研究院

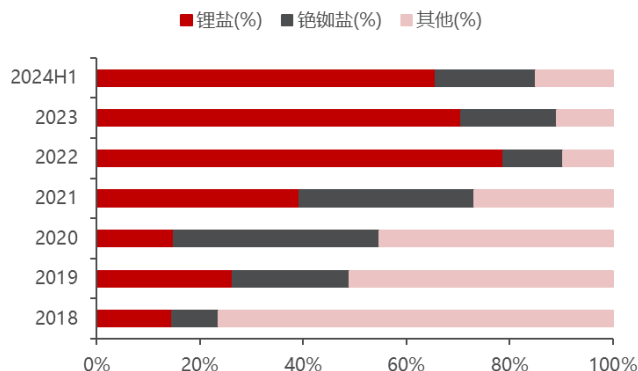
锂盐营收、毛利占比下降，铯铷盐保持增势。锂盐、铯铷盐构成公司核心主业，由于锂价快速回落，2023 年开始锂盐营收、毛利占比下滑。2024H1 锂盐业务实现营收 15.9 亿元，同比下降 41.0%，营收占比下降至 65.7%，铯铷盐业务实现营收 4.7 亿元，同比下降 11.7%，营收占比提升至 19.4%；毛利方面，2024H1 锂盐实现毛利 5.7 亿元，同比下降 68.1%，毛利占比下降至 56.1%，毛利率降至 23.4%，铯铷盐实现毛利 3.4 亿元，同比下降 3.6%，毛利占比提升至 33.8%，毛利率升至 72.4%，保持高位。

图5: 2023 年开始锂盐营收同比下滑



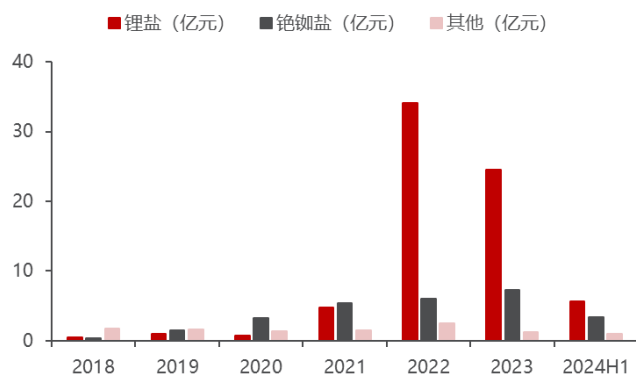
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图6: 2023 年开始锂盐营收占比下降



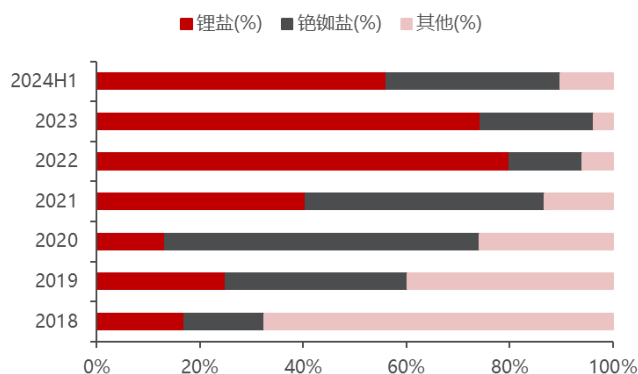
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 2023 年开始锂盐毛利同比下滑



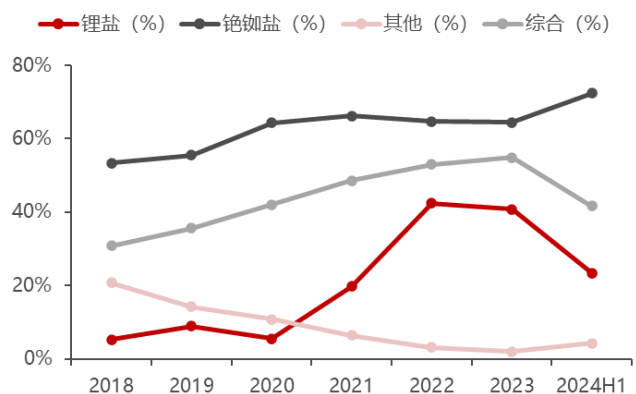
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图8: 2023 年开始锂盐毛利占比下降



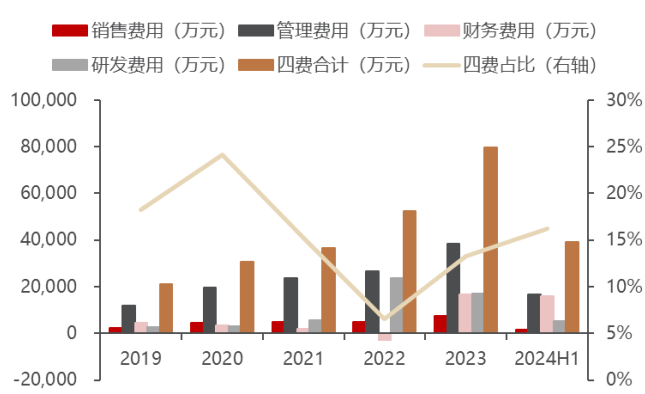
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9: 2024H1 锂盐、铯钷盐毛利率为 23.4%、72.4%



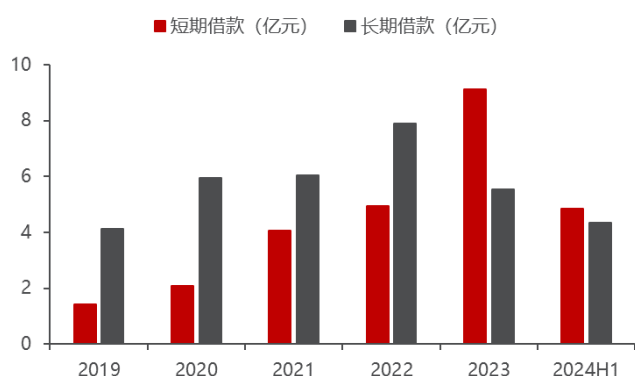
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图10: 2024H1 财务费用增加导致期间费用增加

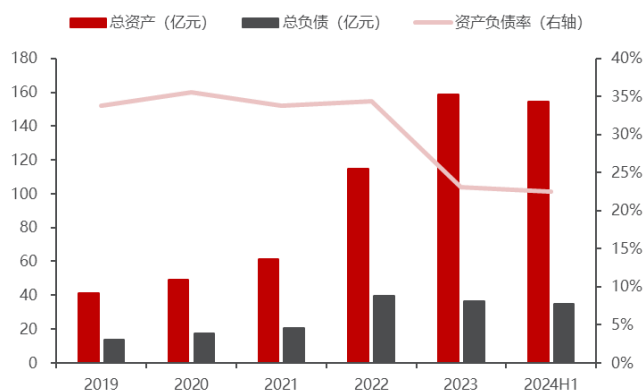


资料来源: ifind, 民生证券研究院

汇兑损益增加导致期间费用增加，资产负债率保持低位。2020-2022 年期间费用率稳步下降，2023、2024H1 由于津巴布韦货币大幅贬值，汇兑损益明显增加，导致财务费用分别同比增加 677.2%、71.0%，随着锂价下跌，公司持续推进控本增效，2024H1 销售费用、管理费用分别同比下降 71.3%、23.8%。公司借款保持低位，截至 2024H1 末，短期借款 4.8 亿，长期借款 4.3 亿，资产负债率仅 22.5%，杠杆压力较低。

图11：公司长短期借款较低


资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：2024H1 末公司资产负债率为 22.5%


资料来源：ifind，民生证券研究院

2 海外探矿排头兵，地勘业务转型为对内赋能

2.1 海外地勘经验丰富，承接多个标志性矿山项目

地勘起家，2003 年“走出去”成为海外探矿的先行者。1999 年公司前身北京凯富源地质勘查有限公司成立，主营业务为固体矿产地质勘查技术服务，勘探对象主要为国内矿山；2003 年公司响应国家号召，开始“走出去”，为海外矿山提供地勘服务；2007 年依托多年地勘经验积累的矿权资源信息优势，公司在赞比亚切入矿权投资业务；同时，公司凭借地勘优势，延伸产业链，进一步开拓海外勘查后勤配套服务、建筑工程服务业务。

表1：公司早期地勘业务开拓历程

时间	业务布局
1999 年	成立之初主要为国内矿山提供固体矿产地质勘查技术服务
2003 年	开始“走出去”，为海外矿山提供地勘服务
2007 年	依托多年地勘经验积累的矿权资源信息优势，在赞比亚切入矿权投资业务
2014 年	凭借地勘优势，延伸产业链，进一步开拓海外勘查后勤配套服务、建筑工程服务业务，形成“地勘服务+矿权投资”为主，海外勘查后勤配套服务+建筑工程服务为辅的业务布局

资料来源：公司公告，民生证券研究院

实控人均具备地勘专业背景或从业经历，构成早期核心竞争力。1998 年公司控股股东中色矿业由中国有色金属工业总公司设立，2000 年中色矿业股权全部被

无偿划转给国内 22 家有色地勘单位, 后续经过一系列股权转让, 刘新国、王平卫、吴志华、陈海舟、汪芳淼、魏云峰、欧学钢 7 人成为公司实际控制人。公司 7 名实际控制人均具备地勘专业背景或丰富的从业经历, 构成了公司早期地勘业务的核心竞争力。

表2: 公司七大实控人均具备地勘专业背景或从业经历

实控人	简介
刘新国	1984 年 7 月毕业于中南矿冶学院地质系; 1984 年 8 月至 1991 年 7 月, 在中国有色金属工业总公司地质勘查总局工作; 1991 年 8 月至 1998 年 4 月, 先后任中国有色金属工业总公司地质勘查总局计划处副处长、企业处处长、海外处处长。
王平卫	1982 年毕业于中南大学地质工程专业; 1982 年 7 月至 1990 年 6 月, 任湖南有色地质 217 队工程师、副大队长; 1990 年 7 月至 1998 年 1 月, 任中南市政工程总公司副总经理; 1998 年 2 月至 1999 年 12 月, 任湖南有色地勘局局长助理。
吴志华	1983 年 7 月毕业于中南大学文学院中文系; 1983 年 8 月至 1984 年 12 月, 在湖南地质勘探 238 队工作; 1985 年 1 月至 1998 年 4 月, 在湖南省有色地质勘查局历任办公室秘书、副主任、主任。
陈海舟	1982 年 3 月毕业于成都冶金地质干部管理学院; 1982 年 4 月至 1984 年 9 月, 浙江冶金地质勘探公司历任副科长、科长; 1984 年 9 月至 1995 年 6 月, 浙江有色地质勘查局历任副处长、处长; 1995 年 7 月至 2001 年 1 月, 浙江省有色金属地质勘查局历任副局长、党委书记。
汪芳淼	1989 年 7 月毕业于河北地质学院; 1989 年 8 月至 1998 年 4 月, 中国有色金属工业总公司历任地质勘查总局计划处、企业发展处干部、副处长、处长。
魏云峰	1984 年 7 月毕业于浙江冶金经济专科学校; 1984 年 8 月至 1994 年 3 月, 中国有色金属工业总公司地质勘查总局计划处从事财务管理工作; 1994 年 4 月至 2001 年 2 月, 任中国有色金属工业总公司地质勘查总局财务处副处长、财务处处长。
欧学钢	1990 年 7 月毕业于北华大学电气工程学院会计学院; 1990 年 7 月至 1997 年 9 月, 在湖南有色地质勘查局财务处工作; 1997 年 9 月至 1999 年 9 月, 任湖南鑫湘矿业有限责任公司财务部经理。

来源: 公司招股说明书, 民生证券研究院

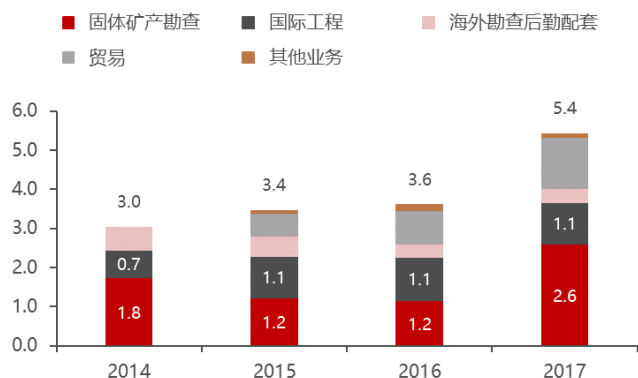
先后承接多个海外标志性勘探项目, 矿种覆盖铜、镍、铝等。 固体矿产勘查技术服务是指综合运用地质、物探、化探、钻探、遥感等地质勘查技术, 向客户提供矿山资源潜力的勘查报告与评价报告, 为客户寻找与探明固体矿产资源提供依据。公司全面掌握各类勘探技术, 熟练运用国际通用的 Jorc、NI 43-101 标准, 先后为中国有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、北方工业津巴布韦铂钯矿和刚果(金)科米卡铜钴矿、紫金矿业刚果(金)卡莫阿铜矿提供地勘服务, 覆盖矿种包括铜、钴、金、银、铂钯等。

表3: 公司承接的代表性矿山项目

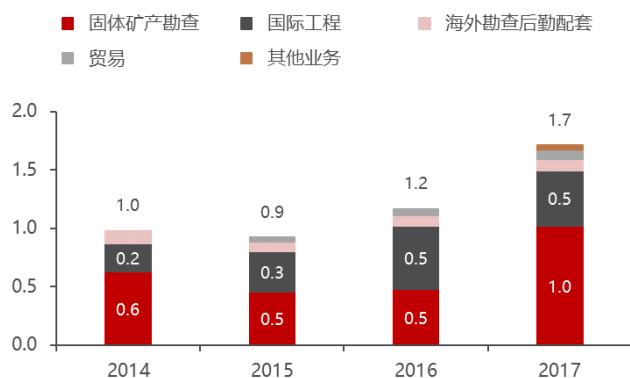
矿山项目	矿山所在地	客户	矿山概况
谦比希铜矿	赞比亚	中国有色矿业集团	中国有色金属行业第一个“走出去”项目
瑞木镍钴矿	巴布亚新几内亚	中冶集团	中国对外投资的大型镍钴矿项目
艾娜克铜矿	阿富汗	中冶集团、江西铜业	世界上已探明未开发的最大的铜矿之一
Hopewell 铂钯矿	津巴布韦	北方工业	世界级超大型铂钯矿
科米卡铜钴矿	刚果(金)	北方矿业	
卡莫阿铜矿	刚果(金)	紫金矿业	世界级超高品位大型铜矿

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

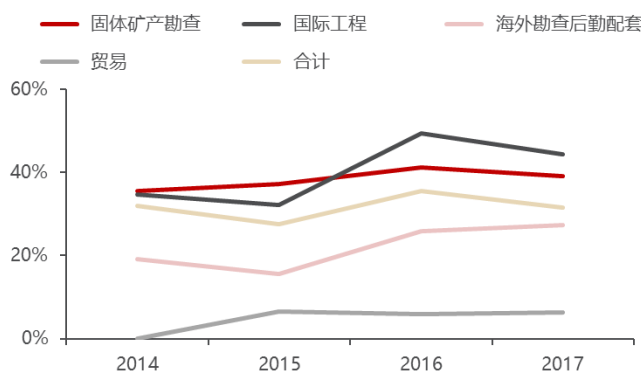
成立早期以地勘业务为主，业绩规模稳定在 0.5 亿左右。公司成立早期，主业以固体矿产勘探为主，2014-2016 年固体矿产勘查业务营收在 2 亿以下，毛利约 0.5 亿元，2017 年固体勘查业务营收快速增长，营收达 2.6 亿元，毛利翻倍达 1.0 亿元，同比+111.2%。但整体来看，公司成立早期业绩规模较小，2014-2017 年归母净利润稳定在 0.5 亿元左右。

图13：2014-2017 年公司营收结构（亿元）


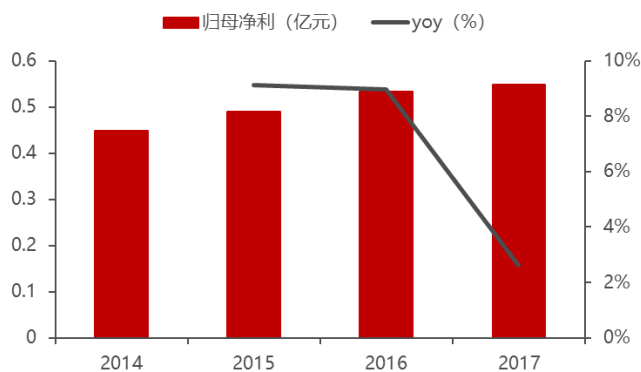
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：2014-2017 年公司毛利结构（亿元）


资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：2014-2017 年分业务毛利率（%）


资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：2014-2017 年公司业绩稳定在 0.5 亿上下


资料来源：ifind，民生证券研究院

2.2 多年地勘经历积累丰富矿权，地勘角色转变为对内赋能

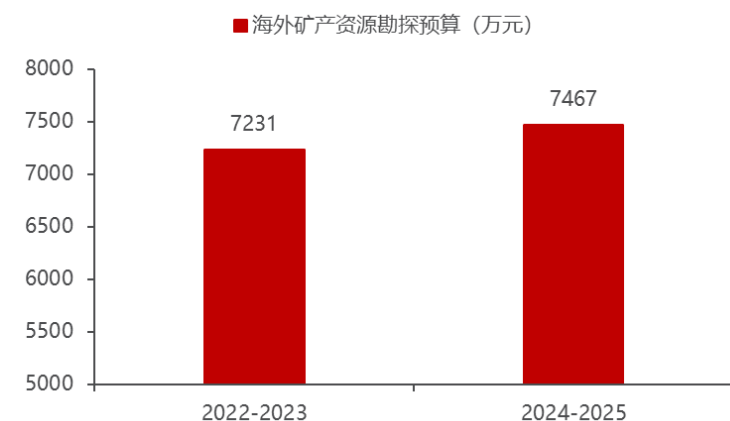
海外地勘经历助力积累优质矿权，奠定矿业公司发展的资源基础。矿权投资业务是借助公司长期从事地质勘查服务积累的丰富勘查经验和技術优势，通过登记申请、合作开发、收购等方式取得矿权，在取得阶段性勘查成果或探明矿区矿产品位及经济储量后，将矿权进行转让、评估作价入股或者将矿权进行开发以获取后续矿山开发收益的投资行为。截至 2024 年半年报，公司拥有各类矿业权 86 处，其中采矿权 27 处、探矿权 46 处、地表租约 13 处，主要分布在津巴布韦、加拿大和赞比亚。

表4：公司拥有的矿山禀赋（截至 2024 年半年报）

国家	矿权个数及类别	主要矿区	矿种	资源量	平均品位
津巴布韦	21 个采矿权	Bikita	锂	288.47 万吨 LCE	1.03% (Li ₂ O)
			钽（伴生）	3810.24 吨 (Ta ₂ O ₅)	186ppm (Ta ₂ O ₅)
		铬铁矿	铬	铬矿石量 673 万吨	
加拿大	3 个采矿权+41 个探矿权+13 个地表租约，合计 57 个	Tanco	锂	25.59 万吨 LCE	2.54% (Li ₂ O)
			钽	4037.52 吨 (Ta ₂ O ₅)	0.109% (Ta ₂ O ₅)
			铯	原矿 1.6 万吨，尾矿 2.6 万吨，合计 4.2 万吨 (Cs ₂ O)	原矿 13.85%、尾矿 0.74% (Cs ₂ O)
赞比亚	采矿权 3 个+探矿权 5 个，合计 8 个	希富玛铜矿	铜	21.84 万吨铜	0.72%
			金银钴锌（伴生）	金 6.64 吨，银 96.31 吨，钴 0.72 万吨，锌 11.17 万吨	
		Kitumba 铜矿	铜	61.40 万吨	2.20%
		卡布韦铜矿	铜	15.46 万吨	1.4%
		卡马提克	铁	1.61 亿吨	46.38%
		孔布瓦	稀土	7.67 万吨	2.76%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

地勘业务转型为对内赋能，自有矿山增储工作持续推进。公司早期以地勘业务为主，随着自有矿权的增加，地勘业务已转型为对内赋能，2022-2023 年公司计划投资 7231 万元用于津巴布韦 Bikita 矿山、加拿大 Tanco 矿山和及赞比亚卡森帕矿区的探矿增储工作，成果显著，其中 Bikita 矿山锂资源量由收购时的 84.96 万吨 LCE 提升至 2023 年底的 288.47 万吨 LCE。Bikita、Tanco、卡森帕、Kitumba 铜矿仍有增储潜力，公司规划 2024-2025 年投资 7467 万元继续推进自有矿山增储工作。

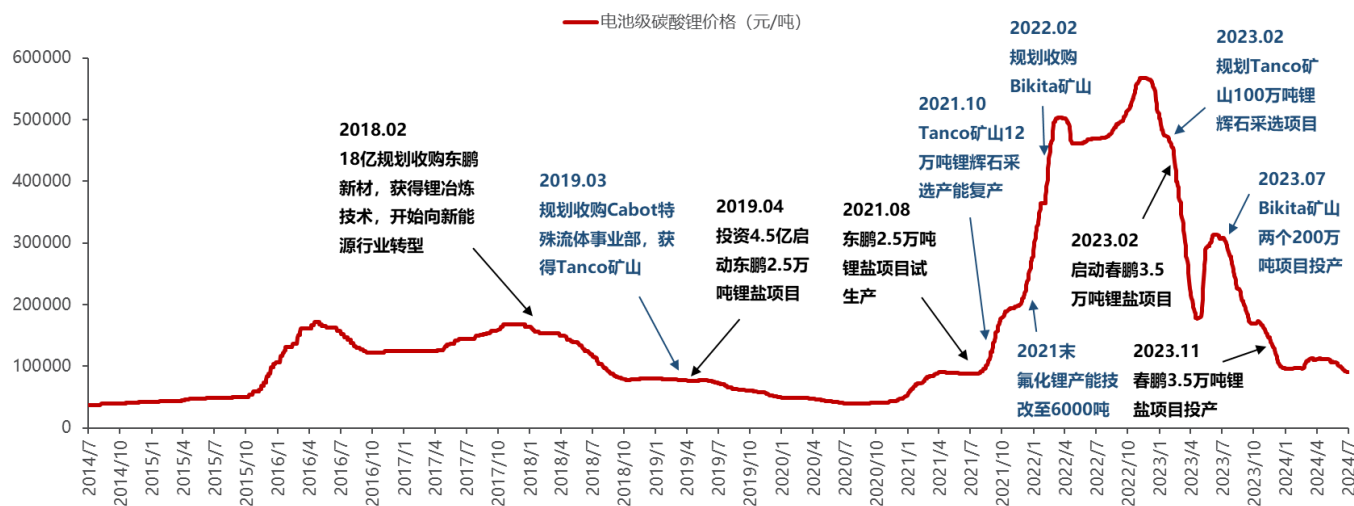
图17：公司依靠地勘业务持续推进自有矿山增储工作


资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 锂：资源整合能力突出，一体化布局实现锂矿完全自供

强大资源整合能力+高效执行团队，完成从冶炼到矿山一体化布局。2018年公司收购国内老牌锂盐冶炼企业东鹏新材，迈出跨界布局锂业务的第一步，2019年收购 Cabot 特殊流体事业部，控股加拿大 Tanco 矿山，弥补锂盐原料外购短板，2021年东鹏 2.5 万吨锂盐项目投产，2022 年收购津巴布韦 Bikita 锂矿，2023 年 Bikita 矿山 200 万吨透锂长石+200 万吨锂辉石项目投产、春鹏锂业 3.5 万吨锂盐项目投产，迈入锂矿完全自供阶段。凭借强大的资源整合能力和高效执行能力，用时 5 年时间，从无到有，实现了 6.6 万吨一体化锂盐产能。

图18：公司锂业务布局历程



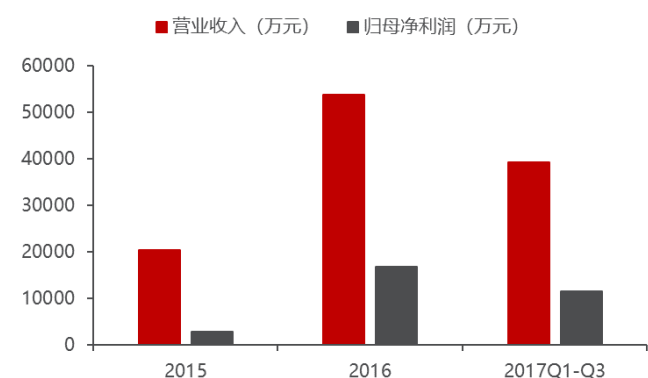
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1 收购东鹏新材，迈出进军锂行业第一步

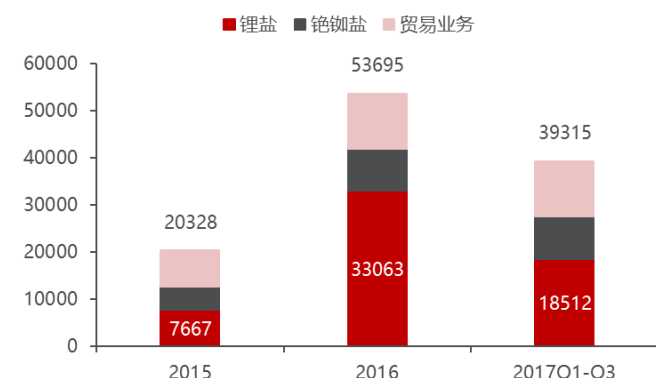
上一轮锂周期跨界收购东鹏新材，彰显独到眼光。公司早期以地勘业务为主，业绩稳定但规模偏小，2015年在补贴政策驱动下，国内第一轮新能源汽车需求增长强劲，锂电材料及上游锂盐价格快速上涨，因看好国内汽车电动化发展趋势，2018年2月，公司规划采用发行股份和支付现金方式以18亿元收购东鹏新材100%股权，迈出了向新能源行业转型的第一步。

东鹏新材源自曾经的江西锂厂，锂盐冶炼实力雄厚。东鹏新材2000年在江西新余成立，参与多项国家行业标准制定，2016年开发出透锂长石提取氢氧化锂技术，2010年孙梅春先生成为东鹏新材最大股东，孙梅春先生曾担任国内三大锂盐厂之一的江西锂厂厂长，从业经验丰富，强大的技术人才团队支撑东鹏在2018年成为国内氟化锂重要供应商和最大的铯铷盐生产企业。

东鹏新材早期以氟化锂、铯铷盐冶炼为主，矿端原料依赖外购。公司收购东鹏时其业务集中在冶炼端，主营产品包括锂盐（氟化锂为主）、铯铷盐，同时开展透锂长石贸易业务。氟化锂原料来自外购的工业级碳酸锂和氢氧化锂，铯铷业务原料来自 Bikita 矿山的铯榴石，2016 年氟化锂、铯铷盐产能分别为 1000、1021 吨，产品主要应用于新能源电池、玻璃陶瓷和石化行业。毛利率方面，2015-2017Q1-3 铯铷业务毛利率稳步上升，保持在 50%以上，锂盐业务由于原料外购，2017 年前三季度毛利率约 21%。

图19：2015-2017Q1-3 东鹏新材业绩规模


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：2015-2017Q1-3 东鹏新材营收结构 (万元)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

表5：2015-2016 东鹏新材主营产品产能产量

产品	产能 (吨)		产量 (吨)	
	2016	2017	2016	2017
氟化锂	1000	1000	962	1076
铯铷盐	1021	1021	249	273

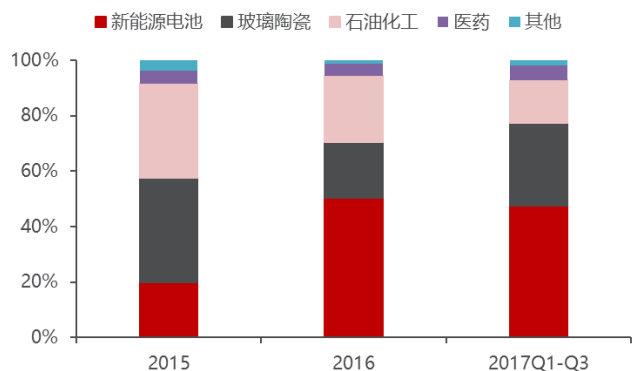
资料来源：wind，民生证券研究院

表6：2015-2017Q1-3 东鹏新材主营产品销量及售价

产品	销量 (吨)			产品售价 (万元/吨)		
	2015	2016	2017Q1-3	2015	2016	2017Q1-3
氟化锂	612	962	831	8.0	22.8	21.3
硫酸铯	92	72	61	19.2	21.8	29.1
碳酸铯	41	118	105	26.9	35.2	41.7
透锂长石	20640	28243	19941	0.4	0.4	0.6

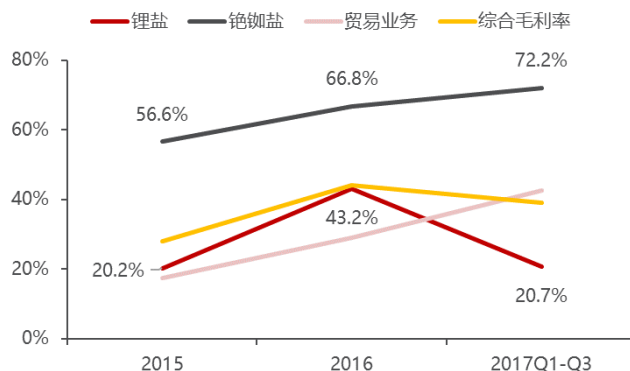
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21: 2015-2017Q1-3 东鹏新材产品下游应用分布



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图22: 2015-2017Q1-3 东鹏新材分产品毛利率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 向上游矿山发力, 收购 Tanco 弥补资源短板

收购 Cabot 特殊流体事业部, 拿下第一座锂矿山。2019 年公司发行可转债收购 Cabot 特殊流体事业部 100% 股权, 开始向上游资源端发力。Cabot 特殊流体事业部由 Tanco、CSF Inc、CSF Limited 组成, 其中 Tanco 矿山位于加拿大, 是一座铯、锂、钽多金属伴生矿山, 曾在 1987-2009 年生产锂辉石精矿, 截至 2023 年底, Tanco 矿山锂资源量 25.6 万吨 LCE, 氧化锂平均品位 2.54%。

表7: Tanco 矿山资源禀赋 (截至 2024 年半年报)

国家	矿山	矿种	资源量	平均品位
加拿大	Tanco	锂	25.59 万吨 LCE	2.54% (Li ₂ O)
		钽	4037.52 吨 (Ta ₂ O ₅)	0.109% (Ta ₂ O ₅)
		铯	原矿 1.6 万吨, 尾矿 2.6 万吨, 合计 4.2 万吨 (Cs ₂ O)	原矿 13.85%、尾矿 0.74% (Cs ₂ O)

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

复产 Tanco 锂辉石老产线, 产能扩张保障锂矿供给。公司收购 Tanco 后, 积极通过技改推动原有锂辉石老产线的复产, 2021 年 10 月, 12 万吨/年采选技改恢复项目正式投产, 截至 2023 年底, Tanco 矿山锂辉石采选产能提升至 18 万吨。同时为进一步保障锂矿原料供给, 2023 年 2 月, 公司投资 1.7 亿加元建设 Tanco 矿山 100 万吨/年采选项目, 规划 2025 年投产, 主要选尾矿, 成本预计具备优势。

3.3 Bikita 两年时间大幅增储+产能快速落地, 成为公司主力锂矿山

收购津巴布韦 Bikita 矿山, 提升锂资源保障能力。为进一步提高原料自给率,

2022年2月，公司规划以1.8亿美元收购Bikita矿山，Bikita矿山位于津巴布韦马旬戈省，与南非德班港、莫桑比克贝拉港均有高速公路、铁路连接，交通便利，矿区面积约15.28平方公里，锂矿石类型主要为透锂长石和锂辉石，同时伴生铯榴石、钽矿资源。公司收购时，Bikita矿山选矿产能70万吨，主要产品为技术级透锂长石和铯榴石精矿。

地勘实力雄厚，助力收购优质矿山，矿山禀赋决定开发成本。Bikita矿山锂矿石包括锂辉石、透锂长石、锂云母、锂霞石，尽管成分上看起来比较复杂，但不同矿区矿石种类相对单一，shaft矿区以透锂长石为主，SQ16矿区以锂辉石为主，因此在选矿阶段可以因地制宜选择不同工艺，达到控本的效果。在有色金属行业，矿山禀赋基本决定了未来的开发成本，因此能否收购优质资源，对矿山未来效益影响极大。我们认为公司地勘实力雄厚，收购前对矿山禀赋的评估构成了区别于一般矿业公司的核心优势，未来地勘优势有望继续赋能铜矿等矿种资源的并购。

图23: Bikita 矿山 200 万吨/年 (锂辉石) 浮选厂



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24: Bikita 矿山 200 万吨/年 (透锂长石) 重选厂



资料来源：公司公告，民生证券研究院

两年时间三次增储，彰显地勘实力对自有矿山的强大赋能作用。公司以地勘业务起家，2003年开始“走出去”，为多个国际代表性矿山提供勘探技术服务，探矿实力雄厚，收购Bikita后，公司积极推进矿山增储工作，从2022年2月规划收购到2024年4月，依靠自有地勘团队，约两年时间完成三次增储工作，截至2023年底，Bikita矿山锂资源量由收购时的84.96万吨提升至288.47万吨，增幅达239.5%，而氧化锂平均品位仅由1.17%略微下降至1.03%。

尽管周期高点买矿，但收购对价本身并不高，且三次增储后交易对价大幅下降。2022年2月，国内电碳价格超过35万元/吨，碳酸锂供需短缺，行业处于周期高点，公司以1.86亿美元收购Bikita矿山，当时Bikita资源量84.96万吨LCE，单吨资源收购对价约1535元/吨LCE，但公司收购的Bikita为在产矿山，相对未勘探、未开发的绿地项目投资风险大大降低，因此尽管处于周期高点，公司当时的收购对价并不高，且经过三次大幅增幅后，交易对价降至452元/吨LCE，降幅达70.6%。

表8: 收购的 Biikita 为在产矿山, 交易对价不高, 且经过两年时间三次增储, 交易对价大幅下降

时间	矿石量 (万吨)	平均品位 (Li ₂ O)	资源量 (万吨 LCE)	收购/增储后交易对价 (元/吨 LCE)
2022 年 2 月规划收购时	2941	1.17%	84.96	1535
2022 年 10 月发布第一次增储报告	5452	1.16%	156.05	836
2023 年 4 月发布第二次增储报告	6542	1.14%	183.78	709
2024 年 4 月发布第三次增储报告	11335	1.03%	288.47	452

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 未包括钽资源, 美元兑人民币汇率为 7:1

两年时间完成两个 200 万吨选矿项目达产, 彰显公司强大管理能力。公司 2022 年 2 月开始规划收购 Bikita, 2022 年 7 月完成交割并通过定向增发规划 Bikita 矿山 120 万吨透锂长石改扩建项目+200 万吨锂辉石新建项目, 2023 年 3 月, 将原计划的 120 万吨改扩建项目规划产能提升至 200 万吨, 2023 年 7 月, 200 万吨透锂长石改扩建项目+200 万吨锂辉石新建项目投料试生产, 2023 年 11 月, 两个 200 万吨项目达产, 产能分别为 30 万吨透锂长石精矿和 30 万吨锂辉石精矿。在矿山开发行业, 投产进度不及预期为常态, 而公司从 2022 年 2 月开始收购, 用时约两年时间完成两个 200 万吨项目达产, 彰显出公司强大的管理能力。

表9: Bikita 矿山投产历程

时间	收购/扩产动作	选矿产能 (原矿)
2022 年 2 月	规划收购 Bikita 矿山	70 万吨
2022 年 7 月	完成交割, 规划 120 万吨透锂长石改扩建项目+200 万吨锂辉石新建项目	-
2023 年 3 月	将原计划的 120 万吨改扩建项目规划产能提升至 200 万吨	-
2023 年 7 月	200 万吨透锂长石改扩建项目+200 万吨锂辉石新建项目投料试生产	-
2023 年 11 月	200 万吨透锂长石改扩建项目+200 万吨锂辉石新建项目达产	200 万吨透锂长石 (30 万吨透锂长石精矿) +200 万吨锂辉石 (30 万吨锂辉石精矿)

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.4 锂矿开始完全自供, 一体化产能持续扩张

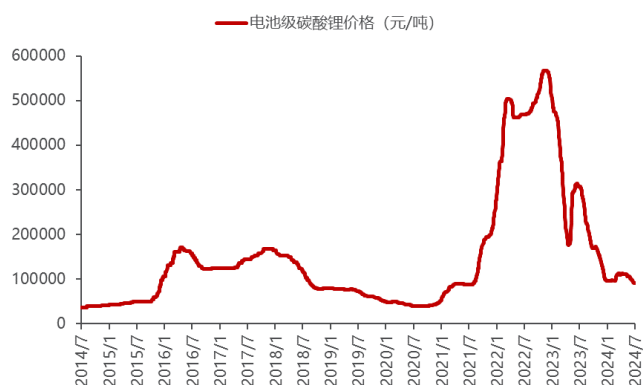
锂盐产能快速扩张。氟化锂方面,2018 年公司收购东鹏新材时产能 1000 吨, 同年新增 2000 吨项目投产, 2021 年底 3000 吨技改至 6000 吨电池级氟化锂项目完工; **碳酸锂/氢氧化锂方面,**2017 年东鹏新材规划 1.5 万吨电氢+1 万吨电碳项目, 2018 年公司完成对东鹏新材的收购, 2019 年 4 月投资 4.5 亿启动东鹏新材原规划的 2.5 万吨锂盐项目建设, 2021 年 8 月实现投料试生产; 2023 年 2 月, 公司投资 10.0 亿元规划春鹏锂业 3.5 万吨锂盐项目, 2023 年 11 月实现投料试生产, 2024 年 2 月达产, 截至 2023 年底, 公司锂盐产能合计 6.6 万吨。

表10：2023 年公司实现矿端与冶炼端产能完全匹配

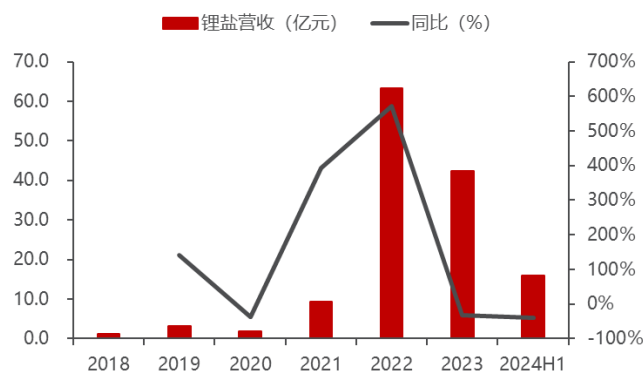
子公司/矿山	产品	单位	产能		
			2021	2022	2023
东鹏新材	氟化锂	万吨	0.6	0.6	0.6
	电池级氢氧化锂/碳酸锂	万吨	2.5	2.5	2.5
春鹏锂业	电池级氢氧化锂/碳酸锂	万吨			3.5
冶炼端合计		万吨	3.1	3.1	6.6
加拿大 Tanco	锂辉石精矿	万吨 LCE	0.3	0.4	0.4
津巴 Bikita	锂辉石精矿+透锂长石精矿	万吨 LCE			6.3
矿端合计		万吨 LCE	0.3	0.4	6.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

锂价大幅波动，锂盐业绩快速增长后回落。2021 年国内新能源车需求强劲增长，锂行业供需紧张，锂价快速上涨，子公司东鹏新材 2.5 万吨锂盐项目投产，2021 年锂盐业务实现营收 9.4 亿元，同比增长 393.4%；2022 年锂盐产能进一步释放，同时 Tanco 矿山 12 万吨采选产能复产，量利齐升，2022 年锂盐业务营收同比增长 572.8%；2023 年 Bikita 矿山、春鹏锂业 3.5 万吨锂盐项目投产，公司锂矿自给率大幅提升，但随着新增供给逐渐释放，锂行业供需格局逆转，2023 年开始锂价快速回落，锂业务营收同比下滑，2024H1 同比下降 41.0%，毛利率降至 23.4%。

图25：国内锂盐价格暴涨后大幅回落


资料来源：SMM，民生证券研究院

图26：锂盐营收随锂价波动快速增长后回落


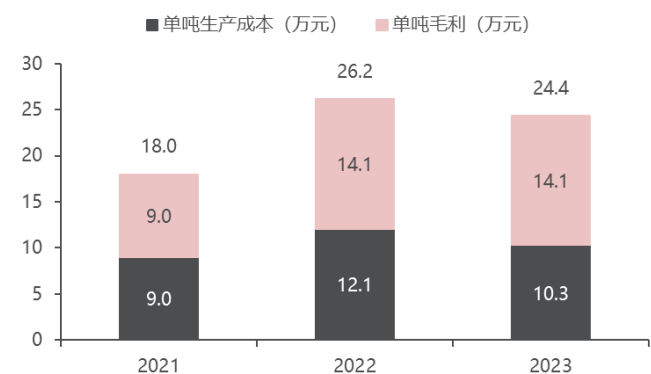
资料来源：ifind，民生证券研究院

表11：2021-2023 年锂盐产销及锂矿自给率

	2021	2022	2023
产量 (吨)	7802	22853	18394
销量 (吨)	5230	24207	17407
自有矿产量 (吨)	0	4799	15772
锂矿自给率 (%)	0.0%	21.0%	85.7%

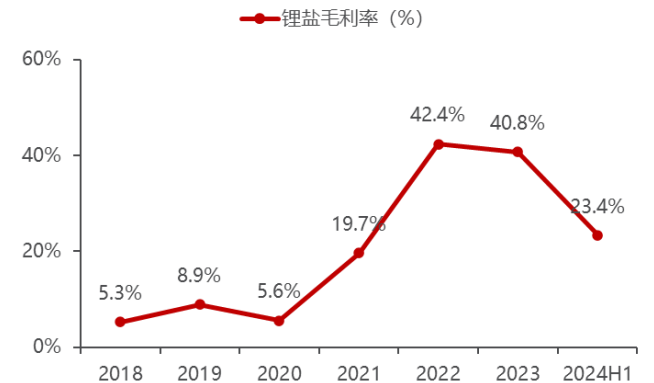
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图27: 2023 年锂矿自给率提升带动单位成本下降



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图28: 公司锂盐产品毛利率



资料来源: ifind, 民生证券研究院

降本工作持续推进, 一体化产能持续扩张。2023 年锂矿原料以 Bikita 矿山透锂长石精矿为主, 2023 年 11 月 Bikita 矿山 200 万吨锂辉石项目达产, 2024 年开始锂矿原料将转变为锂辉石精矿为主。同时, Bikita 锂矿光伏发电项目、132KV 输变电项目分别于 2024 年 2、3 月份完工, 原料结构转变+电力成本大幅降低助力公司完成阶段降本目标。同时公司规划两年内继续获取优质锂矿资源, 26 年在非洲完成 3 万吨采选冶一体化项目, 产能扩张的同时, 锂盐成本有望进一步降低。

4 小金属: 掌握全球优质矿山, 被忽视的全球铯铷龙头

4.1 矿冶一体化收购, 名副其实的铯铷龙头

从冶炼到矿山, 拥有全球三大铯榴石矿山中的两座。2018 年公司收购东鹏新材, 开始涉足铯铷业务, 东鹏新材当时是国内重要的电池级氟化锂和铯铷盐供应商, 稀有金属冶炼实力雄厚, 但铯铷盐冶炼需要的铯榴石原料依赖从津巴布韦 Bikita 矿山外购; 2019 年公司收购 Cabot 特殊流体事业部, 将全球三大铯榴石矿区之一的 Tanco 矿区收入囊中, 同时进一步提高甲酸铯全球市占率; 2022 年公司收购 Bikita 矿山, 成功占据全球三大可规模化开采铯榴石矿区中的两座, 铯铷盐原料优势突出。

表12: 公司铯铷盐业务布局历程

时间	收购项目	影响
2018 年	收购东鹏新材	开始涉足铯铷业务, 成为国内重要的铯铷盐供应商, 但铯榴石原料依赖从津巴布韦 Bikita 矿山外购
2019 年	收购 Cabot 特殊流体事业部	将全球三大铯榴石矿区之一的 Tanco 矿区收入囊中, 同时进一步提高甲酸铯全球市占率

2022年

收购 Bikita 矿山

成功占据全球三大可规模化开采铯榴石矿区中的两座，进一步保障铯铷盐原料自给

资料来源：公司公告，民生证券研究院

铯铷盐产品包括铯铷精细化工、甲酸铯两类，下游主要应用于工业催化剂、高新技术产业。公司铯铷盐产品包括铯铷精细化工（碳酸铯、碳酸铷等）和甲酸铯两类，铯具备优异的光电性能，是红外技术应用的优质材料，公司生产的铯铷精细化工产品广泛应用于工业催化剂、国防军工、航空航天等战略高新产业；甲酸铯作为最优质的钻井液、完井液，可以大幅提高钻进效率和产油率，同时具备不易引起金属腐蚀、环保的优势，主要应用于油气勘探行业。公司作为全球主要的甲酸铯供应商，客户包括英国石油公司、美国石油公司、壳牌等。

表13：铯铷盐产品应用领域

产品	应用领域	具体应用
铯铷精细化工产品：碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯、碳酸铷和硝酸铷等	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
甲酸铯	电子器件	光电池、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、封隔液、射孔液、填充液等

资料来源：资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 铯铷矿供给高度集中，国内需求有望稳步增长

铯铷主要为伴生矿，公司拥有的 Tanco、Bikita 为典型的铯榴石矿山。铯铷资源主要和锂、铍、铌、钽等稀有金属等盐类矿物伴生。全球铯、铷矿床主要分为伟晶岩型、花岗岩型、盐湖型、卤水及热泉型四类，符合工业利用的矿物主要是铯榴石、锂云母和钾长石，尽管盐湖卤水、锂云母中同样伴生铯铷，但由于铯铷含量整体偏低，目前全球铯铷原料主要来自铯榴石，公司拥有的 Tanco 矿山、Bikita 矿山是典型的铯榴石矿山。

表14：铯铷矿床主要类型

矿床类型	地质特征及主要矿物	成因	典型矿床
伟晶岩型	多分布在大型伟晶岩区，与成矿有关的伟晶岩常见于花岗岩体外接触带附近，铯、铷倾向于在岩浆结晶分异晚期富集，主要赋存矿物为铯榴石、锂云母、钾长石、铯绿柱石、硼氟钾石、铯硼锂矿、铯锰星叶石	气成-伟晶岩期 残余岩浆结晶	加拿大 Tanco 矿床 津巴布韦 Bikita 矿床 澳大利亚 Sinclair 矿床
花岗岩型	多与中生代构造-岩浆活动密切相关，通常伴随锡、钨、锂、铌、钽等金属矿化富集，主要赋存在含钾矿物中，如钾长石、	残余岩浆结晶， 热液结晶或交代	内蒙古石灰窑、赵井沟，湖南正冲，广东天堂山，甘肃国宝山

	天河石、(铁)锂云母、黑云母、白云母等		
盐湖型	多分布在新生代构造盆地中,铷、铯通常在盐湖演化的最晚阶段沉淀富集,主要赋存在卤水、钾盐、光卤石中	蒸发沉积,浓缩卤水	美国 Salton Sea 柴达木盆地盐湖卤水
卤水及热泉型	分布在高原腹地裂谷和断陷盆地诱发的地热带中,主要赋存矿物为硅华、粒状蛋白石、胶状蛋白石、水云母、玉髓、方石英	浓缩或沉积	

资料来源: CNKI, 民生证券研究院

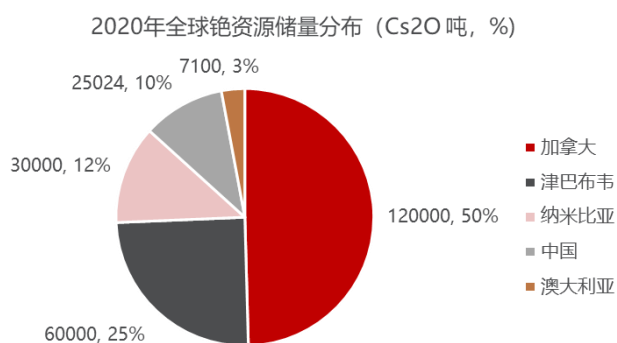
表15: 锂云母、盐湖中同样伴生有铯铷资源, 但整体品位偏低、可利用性不及铯榴石

矿物名称	Cs ₂ O 含量 (%)	可利用性	矿物名称	Rb ₂ O 含量 (%)	可利用性
铯榴石	23.5 ~ 36.5	较好	铯榴石	0.3 ~ 1.4	较好
锂云母	0.4 ~ 1	较好	锂云母	3.75	较好
铯硼锂矿	5 ~ 7.5	较差	钾长石	3	较差
铯锰星叶石	11.6	较差	白云母	2.1	一般
			黑云母	4.1	一般
			钾盐	0.2	较差

资料来源: CNKI, 民生证券研究院

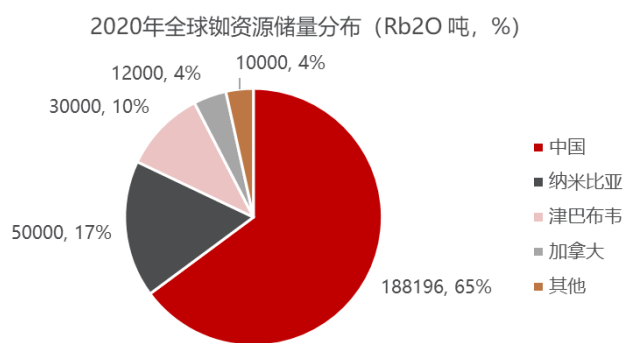
铯铷资源集中分布在加拿大、津巴布韦、纳米比亚和中国, 国内主要分布在江西。根据 USGS 和我国自然资源部数据, 2020 年全球铯资源储量约 24.2 万吨, 其中加拿大、津巴布韦占比分别为 50%、25%, 我国铯资源储量约 2.5 万吨, 全部分布在江西, 主要与锂云母伴生; 2020 年全球铷资源储量约 29.0 万吨, 其中中国储量占比 65%, 同样全部分布在江西, 主要与锂云母伴生, 纳米比亚、津巴布韦、加拿大储量占比分别为 17%、10%和 4%。

图29: 全球铯资源储量分布



资料来源: USGS, 自然资源部, 民生证券研究院

图30: 全球铷资源储量分布

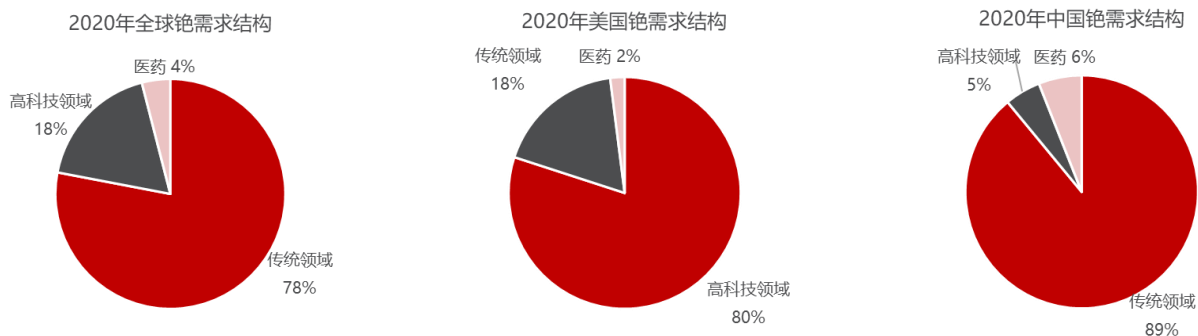


资料来源: USGS, 自然资源部, 民生证券研究院

全球铯铷需求约 2400 吨, 消费国主要为中美。根据 CNKI 数据, 2020 年全球铯铷需求约 2400 吨, 其中以铯为主, 铷消费量约 12-15 吨。分区域来看, 美国是全球第一大铯铷消费国, 2020 年消费量约 960 吨, 中国位居其次, 2020 年消费量约 800 吨, 中美两国需求占比约 73.3%; 从下游需求结构看, 美国铯需

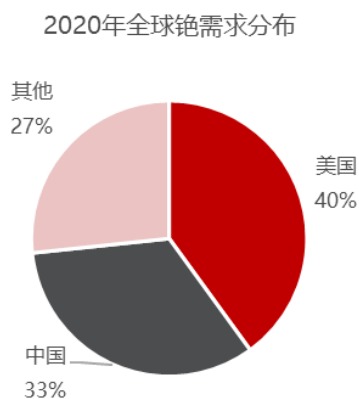
求主要分布在航空航天、通讯等高科技领域，而中国铯需求的 89%集中在工业催化、油气勘探领域。随着国内轨道卫星、新兴能源等高技术行业发展，国内需求有望稳步增长。

图31：全球及中美铯需求结构



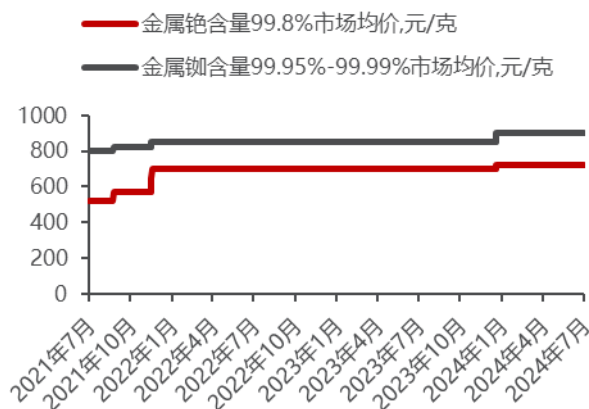
资料来源：CNKI，民生证券研究院

图32：全球铯需求主要集中在中美



资料来源：CNKI，民生证券研究院

图33：铯钷市场价格稳步向上



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

铯钷矿供给集中，价格持续向上。全球可规模化开采的铯钷矿山仅三座，供给高度集中，随着下游国防军工、航空航天、电子器件的发展，行业需求逐步扩大，带动铯钷价格持续上涨。根据百川盈孚数据，2021年7月金属铯、金属钷价格分别为 520 元/g、800 元/g，2024年7月已上涨为 725 元/g、900 元/g，涨幅分别为 39.4%和 12.5%。

4.3 矿山原料优势突出，铯钷业绩快速增长

产能持续扩张，原料优势支撑公司持续提价。公司已建立两大铯钷精细化工生产基地，2023年东鹏新材产能扩张至 1955 吨，Tanco 矿区已建立 400 铯钷精细

化工吨产能。1) 量：2023 年铯铷精细化工产销分别为 962、999 吨，同比增长 21.0%、25.8%，甲酸铯产销分别为 507、2946bbl，同比-9.8%、+13.4%；2) 价：凭借突出的原料优势，公司具备较强的产品定价权，铯铷精细化工售价逐年提升，2023 年售价为 70.5 万元/吨，同比 14.4%，相对 2021 年增幅为 53.9%。

表16：2021-2023 年公司铯铷精细化工产能（吨）

子公司	2021	2022	2023
东鹏新材	1555	1555	1955
Tanco 矿区	400	400	400
合计	1955	1955	2355

资料来源：公司公告，民生证券研究院

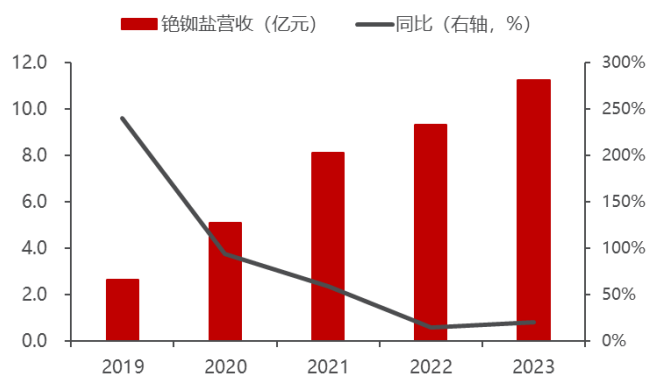
表17：2021-2023 年公司铯铷产品产销量及售价

产品	指标	2021	2022	2023	2023 同比
铯铷精细化工	售价 (万元/吨)	45.8	61.6	70.5	14.4%
	产量 (吨)	993	795	962	21.0%
	销量 (吨)	858	794	999	25.8%
甲酸铯	产量 (bbl)	459	562	507	-9.8%
	销量 (bbl)	3516	2597	2946	13.4%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

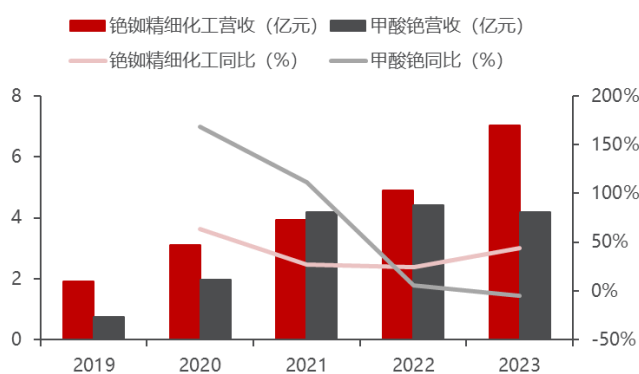
竞争对手雅宝市占率逐步下降，铯铷业绩有望继续保持增势。 凭借 Tanco、Bikita 矿山优质的铯榴石原料，公司铯铷业务营收由 2019 年的 2.6 亿增长至 2023 年的 11.2 亿，期间 CAGR 达 43.8%，毛利由 2019 年的 1.5 亿增长至 2023 年的 7.2 亿，期间 CAGR 达 49.2%。分产品来看，甲酸铯营收近三年基本持稳，铯铷精细化工继续快速增长，2023 年营收增速达 38.8%。公司铯铷业务主要竞争对手为美国雅宝，原料之前主要从 Bikita 采购，随着公司将 Bikita 收入囊中，雅宝因原料短缺将逐步减少市场份额，公司市占率有望进一步扩大，支撑业绩继续保持增势。

图34：2019-2023 年铯铷盐营收 CAGR 为 43.8%

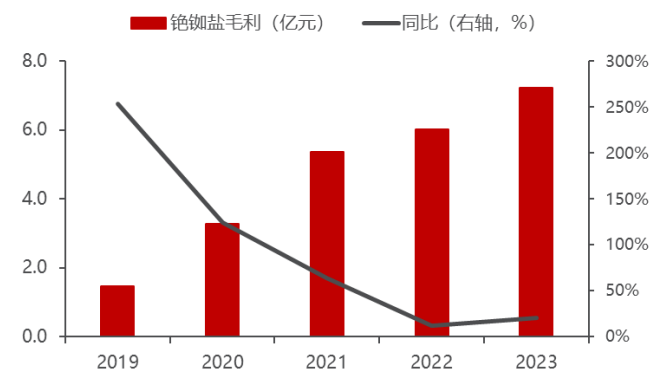


资料来源：ifind，民生证券研究院

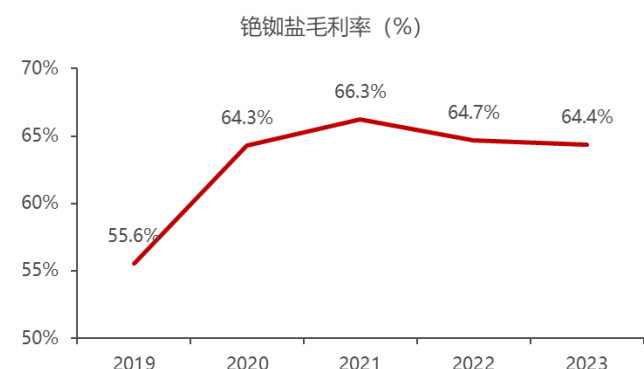
图35：甲酸铯营收逐渐稳定，铯铷精细化工快速增长



资料来源：ifind，民生证券研究院

图36: 2019-2023 年铯铷盐毛利 CAGR 为 49.2%


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图37: 公司铯铷盐毛利率保持高位


资料来源: ifind, 民生证券研究院

4.4 布局锗资源，拓展新矿种支撑长期发展

布局锗资源，开辟新的小金属矿种。2024年3月，公司规划收购 Tsumeb 铜冶炼厂，Tsumeb 为全球为数不多的能够处理复杂精矿的特种冶炼厂，经过长期的经营，尾矿中积累了丰富的锗资源，公司收购完成后，有望开辟新的稀有金属矿种，支撑小金属板块持续发展。

5 铜：快速布局铜矿，资源版图中的下一个主力矿种

收购 Tsumeb 冶炼厂，布局铜冶炼业务。2024年3月，公司再度快速转型，规划以4900万美元收购 Tsumeb 铜冶炼厂，开始布局铜冶炼业务，交割预计24Q3完成。Tsumeb 冶炼厂位于纳米比亚，以处理复杂精矿著称，产品主要为粗铜和副产品硫酸，目前冶炼铜产能26万吨，通过技术改造，产能有望提升至37万吨，2022-2023年铜产量分别为17.4、18.9万吨。

表18: Tsumeb 冶炼厂产能产量

	位置	2024 年产能 (万吨铜)	产量 (万吨铜)		
			2022	2023	2024E
Tsumeb 冶炼厂	纳米比亚	26.0	17.4	18.9	20.0-23.0

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

一体化布局，收购 Kitumba 铜矿。依靠公司矿权开发业务，公司积累了丰富的矿权，截至2024年半年报，公司在赞比亚拥有两座小型铜矿，其中卡布韦未开发，希富玛在产，但矿山规模较小，主要采用与第三方合作开发分成模式。2024年3月，公司规划以5850万美元收购赞比亚 Kitumba 铜矿65%权益，2024年7月底完成交割，正式获得第一座主力铜矿。

表19: 公司矿权开发业务积累的两座小型铜矿 (截至 2024 年半年报)

国家	矿山	资源量 (万吨)	平均品位	状态
赞比亚	希富玛铜矿	21.84	0.72%	在产
	卡布韦铜矿	15.46	1.4%	未开发

资源来源: 公司公告, 民生证券研究院

地勘实力雄厚, Kitumba 铜矿增储潜力可期。 Kitumba 铜矿位于赞比亚首都卢萨卡以西偏北约 240km, 矿区海拔约 1100-1400 米, 矿区基础设施良好, 拥有采矿许可证, 矿权面积 248 平方公里, 截至 2015 年 7 月 29 日, 矿石资源量 2790 万吨, 铜平均品位 2.20%, 铜金属资源量 61.4 万吨。Kitumba 具备较大的增储潜力, 一是 2015 年的资源勘探报告以 1% 的边界品位估算资源量, 边界品位设置偏高, 二是已有工作显示矿区内多处未勘探区域具备成矿潜力, 公司地勘实力雄厚, 矿山增储潜力值得期待。

表20: Kitumba 铜矿资源禀赋 (截至 2015 年 7 月 29 日)

资源类别	矿石量 (万吨)	平均品位 (%)	铜金属量 (万吨)
探明的资源量	960	2.95	28.30
控制的资源量	1530	1.93	29.40
推断的资源量	300	1.23	3.70
合计	2790	2.20	61.40

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院, 注: 矿山铜资源量按边界品位为 1% 估算

一期 5 万吨产能 26 年贡献利润, 计划两年内收购新的铜矿山支撑产能扩张。 公司正积极推动 Kitumba 铜矿增储工作, 保障铜矿原料供给, 一期规划 5 万吨铜产能, 2026 年铜开始贡献利润。同时公司计划 2025 年前继续收购新的铜矿资源, 支撑铜业务产能扩张。公司以地勘技术服务起家, 在锂矿、铯矿资源布局中已彰显出强大的地勘赋能作用, 地勘优势有望在铜矿增储和资源并购中再次发挥作用。铜价长期向好, 公司快速布局铜矿, 铜板块有望成为公司新的盈利增长点。

表21: 公司铜板块 2025 目标

资源端	产能
加速推进 Kitumba 铜矿增储工作	
力争 2025 年前收购新的铜矿资源	力争 2025 年完成 5 万吨一体化铜产能投产

资源来源: 公司公告, 民生证券研究院

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测与业务拆分

公司主营业务包括锂、小金属、铜三大板块。**1) 锂**: 2023 年 Bikita 矿山 200 万吨透锂长石改扩建、200 万吨锂辉石新建项目已投产, 公司锂矿开始完全自供, Tanco 100 万吨选矿项目、非洲一体化项目推进中, 同时技术级透锂长石业务正在恢复, 假设 2024-2026 年碳酸锂均价为 9.0、7.5、8.0 万元/吨, 我们预计 2024-2026 年锂业务营收 33.3/32.7/39.9 亿元, 毛利率分别为 32.2%/28.4%/32.9%; **2) 小金属**: 公司铯铷原料保障优势显著, 随着竞争对手的逐步退出, 铯铷盐业务有望保持量价齐升, 我们预计 2024-2026 年小金属业务营收 12.5/13.9/15.4 亿元, 毛利率分别为 59.9%/61.9%/63.9%; **3) 铜**: 公司已完成收购 Kitumba 铜矿, 一期 5 万吨产能 2026 年放量, 我们预计 2026 年铜板块实现营收 20.1 亿元, 毛利率为 51.9%。

表22: 公司主营业务拆分

指标	单位	2023A	2024E	2025E	2026E
锂					
营业收入	亿元	42.4	33.3	32.7	39.9
YOY		-33.0%	-21.5%	-1.8%	21.9%
营业成本	亿元	17.9	22.6	23.4	26.8
毛利率	%	57.8%	32.2%	28.4%	32.9%
小金属					
营业收入	亿元	11.2	12.5	13.9	15.4
YOY		20.7%	11.2%	11.0%	11.3%
营业成本	亿元	4.0	5.0	5.3	5.6
毛利率	%	64.4%	59.9%	61.9%	63.9%
铜					
营业收入	亿元				20.1
YOY					-
营业成本	亿元				9.7
毛利率	%				51.9%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

6.2 估值分析

公司目前主营业务为锂和铯铷, 锂价中枢大幅下移后, 铯铷板块利润占比大幅提升, 因此我们选取国内以锂盐业务为主业的天齐锂业、永兴材料, 以小金属为主业的章源钨业作为可比公司, 以 8 月 22 日收盘价计算, 2024-2026 年可比公司的平均 PE 为 20/15/11 倍, 略低于公司估值, 锂价中枢大幅回落背景下, 公司持续推进锂盐降本工作, 锂板块成本压力大幅改善, 同时公司已完成第一座主力铜矿

山的收购，规划两年内收购新的铜矿山，2026 年开始铜板块业绩贡献有望显著增加，带动公司 2024-2026 年 EPS 复合增速高于可比公司，因此我们认为公司当前估值水平合理。

表23：可比公司估值对比

代码	简称	收盘价 (元)		EPS (元)				PE (倍)			
		2024/8/22	2023A	2024E	2025E	2026E	24-26CAGR	2023A	2024E	2025E	2026E
002466.SZ	天齐锂业	25.8	4.45	1.30	2.05	2.76	45.7%	6	20	13	9
002756.SZ	永兴材料	31.5	6.33	2.71	3.50	4.43	27.9%	5	12	9	7
002378.SZ	章源钨业	5.3	0.12	0.18	0.24	0.30	29.1%	44	29	22	18
可比公司平均							34.2%	18	20	15	11
002738.SZ	中矿资源	27.4	3.03	1.21	1.37	2.36	39.7%	9	23	20	12

资料来源：ifind，民生证券研究院预测，注：可比公司 EPS 为民生证券研究院预测

6.3 投资建议

公司从地勘老兵快速转型为多矿种矿业新星，锂盐成本持续优化，铯铷业务原料保障优势显著，2024 年快速布局铜矿，打造新的盈利增长点，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 8.8、10.0 和 17.2 亿元，对应 8 月 22 日收盘价的 PE 为 23、20 和 12 倍，维持“推荐”评级。

7 风险提示

1) 锂价超预期下跌。锂行业供需格局发生逆转，扩产项目逐步释放产能，若行业供给增速超预期、下游新能源车需求增速大幅放缓，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

2) 项目进度不及预期。公司在加拿大、非洲均有项目建设或规划中，若项目进度不及预期，将拖累公司业绩。

2) 海外货币贬值风险。公司矿山分布在海外，若矿山所在国货币大幅贬值，将导致汇兑损益增加，影响公司业绩。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6,013	4,582	4,658	7,539
营业成本	2,718	2,762	2,869	4,200
营业税金及附加	138	124	126	204
销售费用	73	27	28	45
管理费用	384	321	303	490
研发费用	172	124	126	204
EBIT	2,582	1,267	1,239	2,419
财务费用	166	256	89	189
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	16	20	20	33
营业利润	2,427	1,035	1,175	2,270
营业外收支	-7	3	3	3
利润总额	2,420	1,037	1,178	2,273
所得税	218	156	177	341
净利润	2,202	882	1,001	1,932
归属于母公司净利润	2,208	883	1,002	1,722
EBITDA	2,763	1,464	1,476	2,698

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,915	3,667	3,655	3,621
应收账款及票据	374	313	318	514
预付款项	168	190	197	289
存货	1,445	1,383	1,437	2,103
其他流动资产	1,161	1,521	1,303	1,493
流动资产合计	8,063	7,074	6,910	8,021
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	2,178	2,728	3,306	3,931
无形资产	1,853	1,852	1,850	1,849
非流动资产合计	7,822	8,731	9,642	10,699
资产合计	15,885	15,804	16,551	18,719
短期借款	914	914	914	914
应付账款及票据	253	263	274	401
其他流动负债	1,126	1,020	1,044	1,481
流动负债合计	2,293	2,197	2,231	2,795
长期借款	553	434	434	434
其他长期负债	816	852	852	851
非流动负债合计	1,369	1,286	1,286	1,286
负债合计	3,661	3,483	3,518	4,081
股本	728	730	730	730
少数股东权益	46	45	44	254
股东权益合计	12,223	12,321	13,034	14,638
负债和股东权益合计	15,885	15,804	16,551	18,719

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-25.22	-23.81	1.67	61.84
EBIT 增长率	-29.60	-50.94	-2.17	95.18
净利润增长率	-32.98	-60.03	13.55	71.78
盈利能力 (%)				
毛利率	54.81	39.72	38.41	44.29
净利率	36.72	19.26	21.51	22.84
总资产收益率 ROA	13.90	5.58	6.06	9.20
净资产收益率 ROE	18.13	7.19	7.72	11.97
偿债能力				
流动比率	3.52	3.22	3.10	2.87
速动比率	2.64	2.17	2.14	1.84
现金比率	2.14	1.67	1.64	1.30
资产负债率 (%)	23.05	22.04	21.25	21.80
经营效率				
应收账款周转天数	22.68	24.90	24.90	24.90
存货周转天数	194.07	182.77	182.77	182.77
总资产周转率	0.44	0.29	0.29	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	3.03	1.21	1.37	2.36
每股净资产	16.69	16.82	17.80	19.71
每股经营现金流	4.11	1.19	1.68	2.25
每股股利	1.00	0.40	0.45	0.77
估值分析				
PE	9	23	20	12
PB	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	6.46	12.19	12.10	6.61
股息收益率 (%)	3.65	1.44	1.64	2.81

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,202	882	1,001	1,932
折旧和摊销	181	197	236	279
营运资金变动	459	-279	-37	-581
经营活动现金流	3,002	869	1,226	1,640
资本开支	-2,171	-968	-1,135	-1,321
投资	-556	9	0	0
投资活动现金流	-2,661	-1,183	-891	-1,288
股权募资	3,063	2	0	0
债务募资	-342	-90	0	0
筹资活动现金流	1,813	-934	-347	-386
现金净流量	2,146	-1,248	-12	-34

插图目录

图 1: 公司发展历程: 从探矿老兵到多矿种矿业公司的转型	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年半年报)	4
图 3: 2024H1 锂价快速下跌导致营收同比-32.8%	4
图 4: 2024H1 锂价快速下跌导致归母净利同比-68.5%	4
图 5: 2023 年开始锂盐营收同比下滑	5
图 6: 2023 年开始锂盐营收占比下降	5
图 7: 2023 年开始锂盐毛利同比下滑	5
图 8: 2023 年开始锂盐毛利占比下降	5
图 9: 2024H1 锂盐、铯铷盐毛利率为 23.4%、72.4%	5
图 10: 2024H1 财务费用增加导致期间费用增加	5
图 11: 公司长短期借款较低	6
图 12: 2024H1 末公司资产负债率为 22.5%	6
图 13: 2014-2017 年公司营收结构 (亿元)	8
图 14: 2014-2017 年公司毛利结构 (亿元)	8
图 15: 2014-2017 年分业务毛利率 (%)	8
图 16: 2014-2017 年公司业绩稳定在 0.5 亿上下	8
图 17: 公司依靠地勘业务持续推进自有矿山增储工作	9
图 18: 公司锂业务布局历程	10
图 19: 2015-2017Q1-3 东鹏新材业绩规模	11
图 20: 2015-2017Q1-3 东鹏新材营收结构 (万元)	11
图 21: 2015-2017Q1-3 东鹏新材产品下游应用分布	12
图 22: 2015-2017Q1-3 东鹏新材分产品毛利率	12
图 23: Bikita 矿山 200 万吨/年 (锂辉石) 浮选厂	13
图 24: Bikita 矿山 200 万吨/年 (透锂长石) 重选厂	13
图 25: 国内锂盐价格暴涨后大幅回落	15
图 26: 锂盐营收随锂价波动快速增长后回落	15
图 27: 2023 年锂矿自给率提升带动单位成本下降	16
图 28: 公司锂盐产品毛利率	16
图 29: 全球铯资源储量分布	18
图 30: 全球铷资源储量分布	18
图 31: 全球及中美铯需求结构	19
图 32: 全球铯需求主要集中在中美	19
图 33: 铯铷市场价格稳步向上	19
图 34: 2019-2023 年铯铷盐营收 CAGR 为 43.8%	20
图 35: 甲酸铯营收逐渐稳定, 铯铷精细化工快速增长	20
图 36: 2019-2023 年铯铷盐毛利 CAGR 为 49.2%	21
图 37: 公司铯铷盐毛利率保持高位	21

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司早期地勘业务开拓历程	6
表 2: 公司七大实控人均具备地勘专业背景或从业经历	7
表 3: 公司承接的代表性矿山项目	7
表 4: 公司拥有的矿山禀赋 (截至 2024 年半年报)	9
表 5: 2015-2016 东鹏新材主营产品产能产量	11
表 6: 2015-2017Q1-3 东鹏新材主营产品销量及售价	11
表 7: Tanco 矿山资源禀赋 (截至 2024 年半年报)	12
表 8: 收购的 Biikita 为在产矿山, 交易对价不高, 且经过两年时间三次增储, 交易对价大幅下降	14
表 9: Bikita 矿山投产历程	14

表 10:	2023 年公司实现矿端与冶炼端产能完全匹配.....	15
表 11:	2021-2023 年锂盐产销及锂矿自给率	15
表 12:	公司铯铷盐业务布局历程.....	16
表 13:	铯铷盐产品应用领域	17
表 14:	铯铷矿床主要类型	17
表 15:	锂云母、盐湖中同样伴生有铯铷资源, 但整体品位偏低、可利用性不及铯榴石	18
表 16:	2021-2023 年公司铯铷精细化工产能(吨)	20
表 17:	2021-2023 年公司铯铷产品产销量及售价	20
表 18:	Tsumeb 冶炼厂产能产量	21
表 19:	公司矿权开发业务积累的两座小型铜矿(截至 2024 年半年报)	22
表 20:	Kitumba 铜矿资源禀赋(截至 2015 年 7 月 29 日)	22
表 21:	公司铜板块 2025 目标	22
表 22:	公司主营业务拆分	23
表 23:	可比公司估值对比	24
	公司财务报表数据预测汇总	26

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026