

中矿资源 (002738) / 稀有金属

证券研究报告/公司点评

2024年8月25日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 26.73

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 安永超

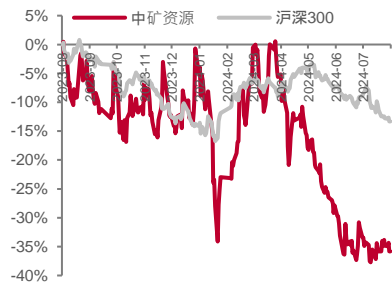
执业证书编号: S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

### 基本状况

总股本(百万股)	730
流通股本(百万股)	720
市价(元)	26.73
市值(百万元)	19,508
流通市值(百万元)	19,234

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

### 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,041	6,013	5,230	5,695	7,844
增长率 yoy%	236%	-25%	-13%	9%	38%
净利润(百万元)	3,295	2,208	942	860	1,189
增长率 yoy%	490%	-33%	-57%	-9%	38%
每股收益(元)	4.51	3.03	1.29	1.18	1.63
每股现金流量	2.81	4.11	2.98	2.84	1.57
净资产收益率	44%	18%	7%	6%	8%
P/E	5.9	8.8	20.7	22.7	16.4
P/B	2.6	1.6	1.5	1.4	1.3

备注: 股价选取 2024 年 8 月 23 日收盘价

### 投资要点

- 事件:** 公司发布 2024 年半年报, 24 年上半年实现营业收入 24.22 亿元, 同比-32.8%; 实现归属于上市公司股东净利润 4.73 亿元, 同比-68.52%; 实现扣非净利润 4.45 亿元, 同比-70.15%。其中 24 年 Q2 实现营业收入 12.95 亿元, 同比-15.33%, 环比+14.95%; 实现归母净利润 2.17 亿元, 同比-46.66%, 环比-15.35%; 实现扣非净利润 2.17 亿元, 同比-43.97%, 环比-5.14%。业绩符合预期。
- 锂价下行拖累公司业绩:**
  - 量:** 公司自有矿销量大幅提高, 24H1 自有矿共实现锂盐销量 16,798.67 吨, 已超过去年全年以自有矿为原料实现的锂盐产量 (15771.91 吨);
  - 价:** 报告期内锂盐价格大幅下行, 2024 年 H1 国内电池级碳酸锂均价为 10.4 万元/吨 (同比-67.00%), 氢氧化锂均价为 9.6 万元/吨 (同比-72.79%); Q2 国内碳酸锂均价 10.5 万元/吨 (同比-57.00%、环比+3.17%), 氢氧化锂均价 9.8 万元/吨 (同比-63.55%、环比+5.96%);
  - 成本:** 根据测算, 24 年 H1 单吨锂盐生产成本降至 6.10 万元/吨, 23 年同期为 9.47 万元/吨, 成本下降主要系: 1) 公司调整原料产品结构, 200 万吨锂辉石产线达产, 增加锂辉石原料使用比例; 2) 建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式降低了 Bikita 用电成本。
- 自有矿持续放量, 成长性兑现。** 1) Bikita 矿山, 津巴布韦“Bikita 锂矿 200 万吨/年 (透锂长石) 改扩建工程项目”和“Bikita 锂矿 200 万吨/年 (锂辉石) 建设工程项目”于 2023 年 7 月建设完成并正式投料试生产, 23 年 11 月达产, 达成公司锂资源完全自给的目标, 2026 年完成非洲 3 万吨/年采、选、冶一体化布局; 2) Tanco 矿山, 公司所属加拿大 Tanco 矿山 18 万吨/年锂辉石采选生产线生产顺利, 加拿大 Tanco 矿区 100 万吨/年采选项目当前处于政府审批阶段, 力争 25 年前完成。
- Kitumba 铜矿完成交割, 开启第二成长曲线。** 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, 铜平均品位 2.20%, 2015 年可研报告显示, Kitumba 铜矿 C1 现金成本为 1.6 美元/磅 (约 3527 美元/吨), All-in 现金成本为 1.93 美元/磅 (约 4255 美元/吨), 成本具备较强的竞争力。力争 25 年完成 5 万吨/年铜金属采、选、冶一体化布局, 2 年内再获取新的优质铜矿资源, 有望成为中长期公司新的利润增长点。
- 盈利预测及投资建议:** 我们下调 24-26 年锂盐均价假设分别为 8.5、7.0、7.0 万元

吨，公司锂盐出货量分别为 4.0、5.0、7.0 万吨，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 9.42、8.60、11.89 亿元（24-25 年净利润预测前值分别为 14.65、19.23 亿元），按照当前 195 亿市值计算，对应 PE 分别为 20.7、22.7、16.4X。锂板块成本持续优化，维持公司“买入”评级。

- **风险提示：**主营产品价格波动风险；项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；供给端产能释放超预期；需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后；核心假设条件变动造成盈利预测不及预期；研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

**图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元)**

	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比 指标变动原因
营业收入	15.30	11.27	12.95	14.95%	-15.33%	36.02	24.22	-32.8% 主要是锂价回调所致
营业成本	7.68	6.98	7.16	2.62%	-6.77%	13.55	14.14	4%
毛利	7.62	4.29	5.79	35.02%	-23.96%	22.47	10.08	-55%
毛利率	49.79%	38.07%	44.71%	6.64%	-5.08%	62%	42%	-21%
销售费用	0.27	0.08	0.06	-24.38%	-77.51%	0.49	0.14	-71% 主要是随着收入的减少销售费用减少
销售费用率	1.76%	0.71%	0.47%	-0.24%	-1.29%	1.36%	0.58%	-0.78%
管理费用	1.45	0.68	0.99	44.51%	-32.05%	2.19	1.67	-24% 主要是随着利润的减少绩效奖金减少
管理费用率	9.50%	6.06%	7.62%	1.56%	-1.88%	6.08%	6.90%	0.81%
财务费用	0.54	1.36	0.24	-82.10%	-155.22%	0.94	1.60	-28.99% 主要是津巴布韦津元汇率变动引致汇兑损失增加
财务费用率	3.56%	12.08%	1.88%	-10.20%	-1.67%	2.60%	6.62%	4.02%
研发费用	0.62	0.13	0.38	181.47%	-39.25%	1.00	0.51	-49%
研发费用率	4.07%	1.19%	2.92%	1.73%	-1.15%	2.78%	2.12%	-0.67%
期间费用	2.89	2.26	1.67	-26.08%	-42.21%	4.62	3.93	-15%
期间费用率	18.88%	20.04%	12.89%	-7.15%	-5.99%	12.83%	16.22%	3.39%
投资收益	-0.04	0.00	-0.24			-0.06	-0.24	
资产减值损失	0.00	0.00	0.00			0.00	0.00	
信用减值损失	0.02	-0.07	0.09			-0.01	0.02	
利润总额	4.67	2.22	3.41	53.51%	-27.03%	17.40	5.63	-68%
所得税费用	0.57	-0.29	1.19	-507.71%	107.77%	2.37	0.90	-62% 主要是应纳税所得额减少导致所得税费用减少
归母净利润	4.07	2.56	2.17	-15.35%	-46.66%	15.02	4.73	-68.52%
扣非净利润	3.87	2.28	2.17	-5.14%	-43.97%	14.90	4.45	-70.15%
经营活动产生的现金流量净额	15.81	-1.06	-0.01	-98.84%	-100.08%	20.20	-1.07	-105% 主要是锂电材料价格回调所致
投资活动产生的现金流量净额	-13.66	0.31	-2.24	-81.18%	-83.64%	-15.45	-1.92	-88% 主要是随着募投项目的逐渐完工, 购建固定资产的支付的现金减少
筹资活动产生的现金流量净额	-5.18	-4.24	-4.69			24.51	-8.93	-136% 主要是上年同期收到非公开发行股票募集资金所致

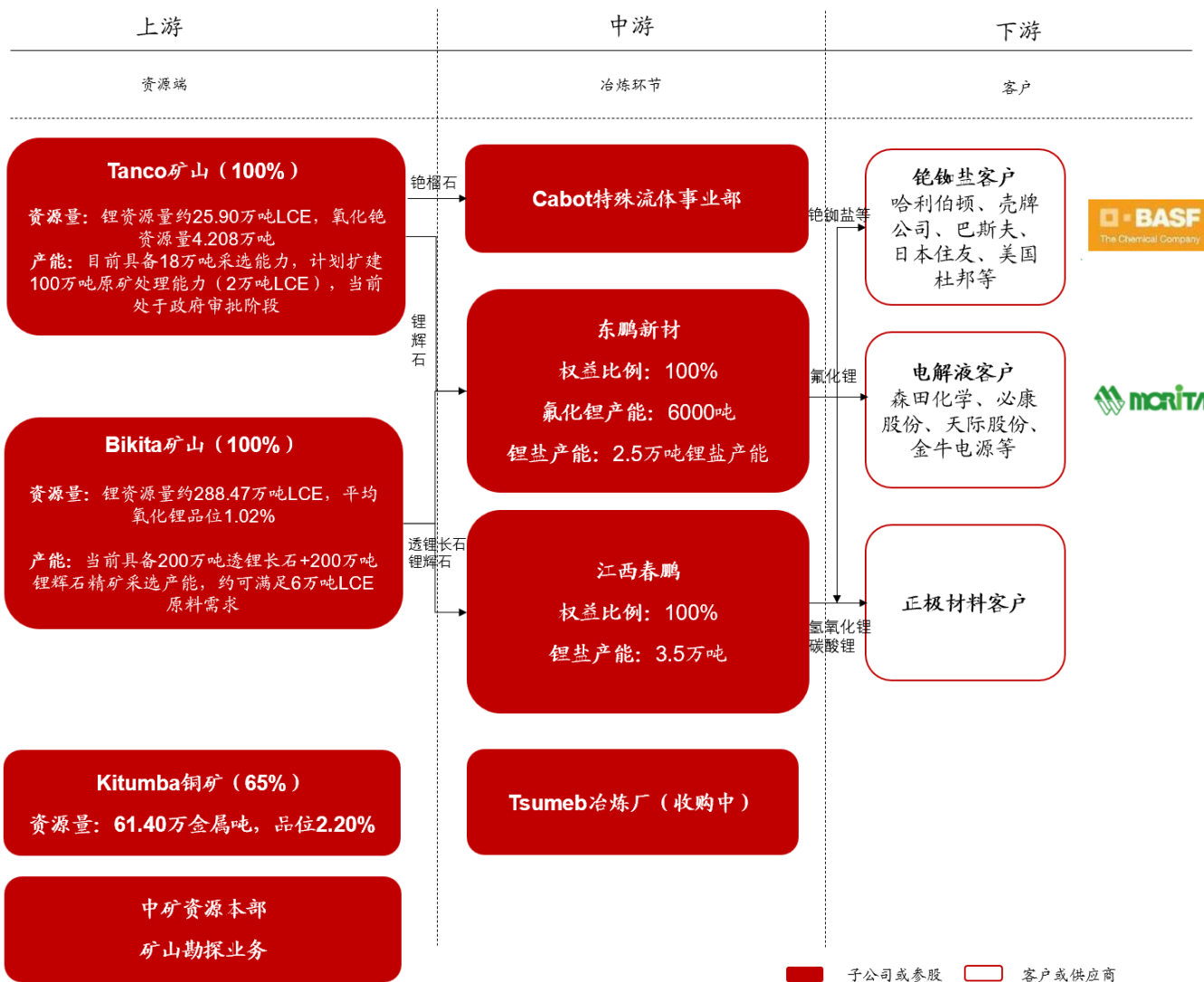
来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 2: 公司主要产品价格变动**

	单位	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比
电池级碳酸锂	万元/吨	24.5	10.2	10.5	3.17%	-57.00%	31.5	10.4	-67.00%
电池级氢氧化锂	万元/吨	26.9	9.3	9.8	5.96%	-63.35%	35.2	9.6	-72.79%
锂精矿	美元/吨	3945.3	1003.8	1117.9	11.36%	-71.67%	4588.3	1061.3	-76.87%

来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

**图表 3: 公司产业链布局情况**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为碳酸锂/氢氧化锂, 需求低于预期、供给端超预期释放、流动性等因素均会扰动碳酸锂价格走势, 从而影响对公司盈利预测的判断。
- **项目建设进度不及预期的风险。**公司在建项目包括 Bikita、Tanco、Kitumba 铜矿等项目, 公司未来的成长性以及业绩释放依赖于产能释放节奏。
- **下游需求不及预期的风险。**碳酸锂下游主要为新能源汽车, 电动车销量受宏观政策、流动性、消费者购买意愿、价格等多因素影响, 销量不及预期或对商品价格造成扰动。
- **供给端超预期释放风险。**碳酸锂价格已经创历史新高, 产业链利润集中于上游资源企业, 企业存在加大资本开支增加供给的动力, 供给端超预期释放或对价格造成冲击。

- **需求测算偏差风险。**报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。
- **核心假设条件变动造成盈利预测不及预期的风险等。**公司业绩对产品价格较为敏感，售价假设不能达到或造成公司业绩不及预期。

**图表 4：公司财务报表及预测（单位：百万元）**

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,915	6,187	7,537	8,188	营业收入	6,013	5,230	5,695	7,844
应收票据	0	0	0	0	营业成本	2,718	3,397	3,997	5,388
应收账款	374	302	290	398	税金及附加	138	105	114	157
预付账款	168	51	60	81	销售费用	73	37	40	55
存货	1,445	1,700	1,237	2,250	管理费用	384	288	285	392
合同资产	0	0	0	0	研发费用	172	131	142	196
其他流动资产	1,161	664	686	770	财务费用	166	59	100	158
流动资产合计	8,063	8,904	9,811	11,687	信用减值损失	-41	0	0	0
其他长期投资	25	25	25	25	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	39	39	46	46	公允价值变动收益	1	0	0	0
固定资产	2,178	2,383	2,629	2,912	投资收益	16	0	0	0
在建工程	797	897	897	797	其他收益	95	0	0	0
无形资产	1,853	2,273	2,834	3,028	营业利润	2,427	1,115	1,018	1,498
其他非流动资产	2,930	2,966	3,036	3,142	营业外收入	1	2	2	2
非流动资产合计	7,822	8,583	9,466	9,950	营业外支出	8	8	8	8
<b>资产合计</b>	<b>15,885</b>	<b>17,487</b>	<b>19,277</b>	<b>21,637</b>	利润总额	2,420	1,109	1,012	1,492
短期借款	914	400	400	400	所得税	218	167	152	224
应付票据	65	82	96	110	净利润	2,202	942	860	1,268
应付账款	187	238	292	409	少数股东损益	-6	0	0	79
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,208	942	860	1,189
合同负债	32	94	103	141	NOPLAT	2,353	992	944	1,402
其他应付款	473	473	473	473	EPS（按最新股本摊薄）	3.03	1.29	1.18	1.63
一年内到期的非流动负债	166	166	166	166					
其他流动负债	455	396	395	462	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	2,293	1,849	1,924	2,162	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	553	1,553	2,553	3,553	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-25.2%	-13.0%	8.9%	37.7%
其他非流动负债	816	816	816	816	EBIT增长率	-31.6%	-54.9%	-4.8%	48.5%
非流动负债合计	1,369	2,369	3,369	4,369	归母公司净利润增长率	-33.0%	-57.3%	-8.8%	38.2%
<b>负债合计</b>	<b>3,661</b>	<b>4,217</b>	<b>5,293</b>	<b>6,530</b>	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,178	13,224	13,939	14,982	毛利率	54.8%	35.1%	29.8%	31.3%
少数股东权益	46	46	46	125	净利率	36.6%	18.0%	15.1%	16.2%
<b>所有者权益合计</b>	<b>12,223</b>	<b>13,270</b>	<b>13,984</b>	<b>15,107</b>	ROE	18.1%	7.1%	6.1%	7.9%
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,885</b>	<b>17,487</b>	<b>19,277</b>	<b>21,637</b>	ROIC	22.2%	8.8%	7.4%	9.7%
					偿债能力				
					资产负债率	23.0%	24.1%	27.5%	30.2%
					债务权益比	20.0%	22.1%	28.1%	32.7%
					流动比率	3.5	4.8	5.1	5.4
					速动比率	2.9	3.9	4.5	4.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4
					应收账款周转天数	25	23	19	16
					应付账款周转天数	28	23	24	23
					存货周转天数	200	167	132	116
					每股指标（元）				
					每股收益	3.03	1.29	1.18	1.63
					每股经营现金流	4.11	2.98	2.84	1.57
					每股净资产	16.69	18.12	19.10	20.53
					估值比率				
					P/E	9	21	23	16
					P/B	2	1	1	1
					EV/EBITDA	8	13	13	10

来源：Wind，中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。