

2024年11月19日

中矿资源(002738.SZ)

投资评级：增持(首次)

——“铯铷+锂”双轮驱动，铜打造新增长曲线

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com

联系人

陈轩
chenxuan01@huayuanstock.com

市场表现:



基本数据 2024年11月19日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 39.52 |
| 一年内最高/最低(元) | 42.90/25.21 |
| 总市值(百万元) | 28,513.36 |
| 流通市值(百万元) | 28,107.73 |
| 总股本(百万股) | 721.49 |
| 资产负债率(%) | 24.76 |
| 每股净资产(元/股) | 16.33 |

资料来源:聚源数据

投资要点:

- 公司概况: 公司由早期勘探公司, 通过收并购逐步转型成集铯铷、锂和铜等于一体的矿产资源开发与利用公司。**公司目前营收和毛利主要由锂业务贡献, 2024H1 公司锂和铯铷业务毛利分别为 5.7/3.4 亿元, 占总毛利 56%和 34%, 其中锂业务毛利率 35.6%, 铯铷业务毛利率高达 72.4%。
- 锂: 锂矿自给率提升, 锂盐实现量增本降。**公司锂业务实现采选冶一体化布局, 锂盐产能快速扩张, 具备 6.6 万吨锂盐产能。津巴布韦 Bikita 锂矿具备年产 30 万吨锂辉石精矿和 30 万吨化学级透锂长石精矿产能, 加拿大 Tanco 矿山具备 18 万吨/年矿石采选产能, 公司锂资源实现完全自给。公司通过提高锂资源自给率和锂辉石精矿的使用比例降低原料成本, 通过建设配套光伏发电项目和输变电项目降低矿山用电成本, 公司锂盐单吨成本下降明显, 由 2022 年的 12.1 万元/吨下降至 2024H1 的 6.1 万元/吨。
- 铯铷: 全球铯铷盐龙头, 盈利能力强且稳定。**公司是铯铷盐精细化工领域的龙头, 是全球铯产业链最完善的制造商, 具备铯榴石开采、加工、精细化工产品的生产和提供产品技术服务的能力。公司铯资源量占有率全球第一, 铯铷盐产品具有定价权, 盈利能力强且稳定。公司铯铷业务营收由 2020 年 5.1 亿元增长至 2023 年 11.2 亿元, CAGR 达 30%, 毛利由 3.3 亿元增长至 7.2 亿元, CAGR 达 30%。公司铯铷业务毛利率长期维持在 65%左右, 2024 年上半年通过提价, 铯铷业务毛利率高达 72%。
- 铜: 完成 Kitumba 铜矿收购, 打造新增长曲线。**公司于 2024 年收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 股权, 实现铜业务布局, 有望创造新的盈利点。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%。公司同时收购了纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂, 尾渣中富含锗锌附加值高。
- 地勘优势是公司底层核心竞争力, 矿权开发为公司提供前端资源保障。**公司固体矿产勘查业务和矿权开发业务为公司提供稳定的前端资源保障。地勘优势是公司底层核心竞争力, 实现 Bikita 锂矿大幅增储, 锂资源量由 84.96 万吨 LCE 增长至 288.47 万吨 LCE, 增长 240%。
- 盈利预测与评级: 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.1/9.0/10.2 亿元, 同比增速分别为 -67.7%/+26.7%/+13.3%, 当前股价对应的 PE 分别为 40/32/28 倍。我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司, 2024-2026 年平均 PE 分别为 127/30/18 倍, 鉴于公司收购铜矿打造新的盈利增长点, 具备估值溢价, 首次覆盖, 给予“增持”评级。**
- 风险提示: 项目进展不及预期风险; 新能源汽车需求增长不及预期风险; 锂价持续下行风险。**

盈利预测与估值(人民币)

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 8,041 | 6,013 | 4,828 | 5,734 | 6,924 |
| 同比增长率(%) | 232.51% | -25.22% | -19.71% | 18.77% | 20.74% |
| 归母净利润(百万元) | 3,295 | 2,208 | 713 | 903 | 1,022 |
| 同比增长率(%) | 485.85% | -32.98% | -67.72% | 26.66% | 13.25% |
| 每股收益(元/股) | 4.57 | 3.06 | 0.99 | 1.25 | 1.42 |
| ROE(%) | 43.88% | 18.13% | 5.58% | 6.70% | 7.18% |
| 市盈率(P/E) | 8.65 | 12.91 | 40.00 | 31.58 | 27.89 |

资料来源:公司公告, 华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.1/9.0/10.2 亿元，同比增速分别为-67.7%/+26.7%/+13.3%，当前股价对应的 PE 分别为 40/32/28 倍。我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别为 127/30/18 倍，鉴于公司收购铜矿打造新的盈利增长点，具备估值溢价，**首次覆盖，给予“增持”评级。**

关键假设

锂业务：随着津巴布韦 Bikita 锂矿投产，公司锂资源自给率大幅提升，以及配套发电项目降低用电成本，锂盐单吨成本呈下降趋势，但是透锂长石精矿使用比例的增加一定程度上提高锂盐成本。由于供给格局持续演绎，锂价处于下行周期，行业仍需等待供给出清，预计 2025 年锂价仍处于底部震荡，2026 年预计有所企稳回升。我们假设公司 2024-2026 年公司锂盐销量分别为 3.8/5/6 万吨，锂盐销售均价分别为 8/7.5/8 万元/吨。

铯铷业务：公司铯资源全球领先，铯铷产品具备定价权，具备高盈利和稳定增长能力。我们假设公司铯铷业务 2024-2026 年营业收入增速分别为-5%/15%/10%，毛利率维持 70%水平。

投资逻辑要点

公司锂矿资源自给率持续提升，锂盐生产成本持续降低，具备穿越锂下行周期的能力。同时铯铷产品具有定价权，盈利具备稳定增长的能力，平滑公司在锂行业下行周期时的盈利波动。

公司收购赞比亚铜矿，打造新的盈利增长曲线。从中长期看，铜供给端缺矿问题仍未缓解，资本开支到产量的实现仍需较长时间，供给刚性仍在，预计铜价中长期上涨空间较大。公司布局铜矿有望打开未来盈利增长空间，相比一般锂行业企业具备估值溢价。

核心风险提示

项目进展不及预期风险。公司加拿大 Tanco 矿山扩产项目和铜项目进展不及预期，将影响公司未来盈利情况。

新能源汽车需求增长不及预期风险。公司锂盐终端需求大部分是新能源汽车，若新能源汽车需求增长不及预期，将影响公司锂盐销量从而影响公司业绩。

锂价持续下行风险。锂供需格局转向供过于求，若锂价超预期下跌，公司业绩将受较大影响。

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 公司概况 | 5 |
| 2. 锂：锂矿自给率提升，锂盐实现量增本降 | 8 |
| 3. 铯铷：全球铯铷盐龙头，盈利能力强且稳定 | 10 |
| 4. 铜：完成 Kitumba 铜矿收购，打造新增长曲线 | 11 |
| 5. 固体矿产勘探和矿权转让：公司的底层核心竞争力 | 13 |
| 6. 盈利预测与评级 | 14 |
| 7. 风险提示 | 15 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司由早期勘探公司逐步转型成铯铷、锂和铜等矿产资源开发与利用公司 | 5 |
| 图表 2: 公司股权结构图 | 6 |
| 图表 3: 公司历年营收及增速 | 6 |
| 图表 4: 公司历年归母净利润及增速 | 6 |
| 图表 5: 公司历年毛利及毛利率和净利率 | 6 |
| 图表 6: 公司历年总资产及增速 | 6 |
| 图表 7: 公司历年费用 | 7 |
| 图表 8: 公司历年费用率 | 7 |
| 图表 9: 公司 2020-2024H1 各业务营收 | 7 |
| 图表 10: 公司 2020-2024H1 各业务营收结构 | 7 |
| 图表 11: 公司 2020-2024H1 各业务毛利 | 8 |
| 图表 12: 公司 2020-2024H1 各业务毛利结构 | 8 |
| 图表 13: 公司 2020-2024H1 各业务毛利率 | 8 |
| 图表 14: 公司锂矿和锂盐产能 | 9 |
| 图表 15: 公司历年锂盐销量 | 9 |
| 图表 16: 公司锂盐单吨成本持续下降 | 10 |
| 图表 17: 铯铷盐生产工艺流程和甲酸铯生态运营系统 | 10 |
| 图表 18: 铯铷盐应用领域和应用 | 11 |
| 图表 19: 公司铯铷精细化工和甲酸铯产品销量 | 11 |
| 图表 20: 公司铯铷业务营收和毛利率 | 11 |
| 图表 21: LME 铜价走势 | 12 |
| 图表 22: 锗锭价格走势 | 13 |
| 图表 23: 锌价走势 | 13 |
| 图表 24: 公司盈利拆分 | 14 |
| 图表 25: 可比公司估值表 | 14 |

1. 公司概况

公司由早期的勘探公司，通过并购逐步转型成集铯铷、锂和铜等于一体的矿产资源开发与利用公司。

1999-2017：主营业务为固体矿产勘查和矿权开发。公司成立于1999年，2008年股份制改革，于2014年在深交所上市。公司成立后主要以境内固体矿产勘探技术服务为主，2003年开始“走出去”，从事境外固体矿产勘探技术服务，海外固体矿产地质勘查业务收入逐步成为公司盈利主要来源，陆续承接了中国有色矿业集团、中冶集团和中冶江铜艾娜克矿业等国有大型矿业公司在赞比亚、津巴布韦、巴布亚新几内亚、马来西亚等国家的固体矿产勘查项目。2007年公司开始从事矿权投资业务，为公司创造并储备新的盈利增长点。

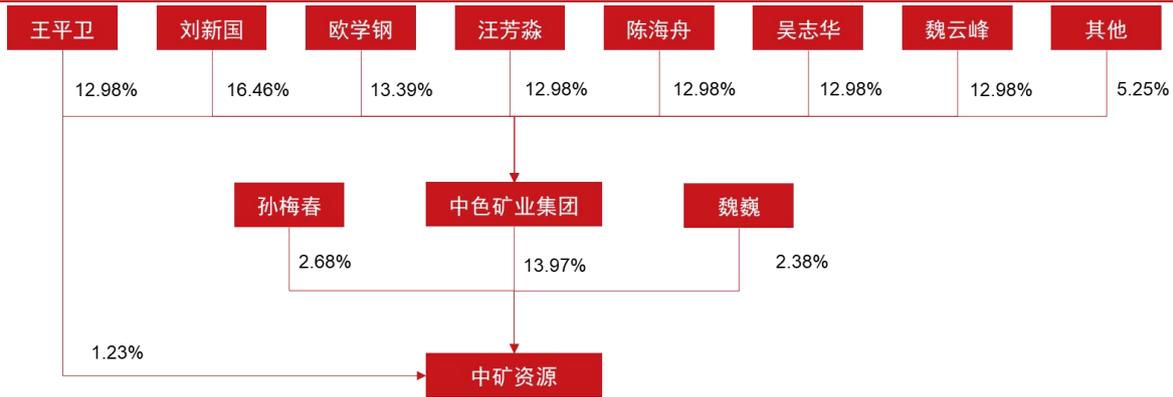
2018-至今：结合自身固勘优势，收购铯铷、锂和铜资源和配套冶炼厂，创造新的盈利增长点。2018年公司收购锂盐和铯铷盐生产企业东鹏新材，切入锂盐和铯铷盐赛道，2019年收购加拿大Tanco矿山，保障铯铷盐原材料；2022年收购津巴布韦Bikita矿山，保障锂资源，并于2023年实现锂盐产能扩张，建成6万吨锂盐采选冶上下游一体化产业链。2024年收购赞比亚Kitumba铜矿和Tsumeb铜冶炼厂实现铜领域布局，有望成为公司新盈利增长点。

图表 1：公司由早期勘探公司逐步转型成铯铷、锂和铜等矿产资源开发与利用公司



资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司控股股东为中色矿业集团，核心高管为教授级高级工程师。截至2024年半年报，公司控股股东为中色矿业集团，持股比例为13.97%，董事长王平卫先生直接及间接持有公司股份3.0%。公司董事长王平卫先生和公司副总裁张学书均为博士研究生和教授级高级工程师，公司副总裁兼董秘张津伟先生为博士研究生和高级工程师。

图表 2：公司股权结构图


资料来源：wind，华源证券研究所。注：数据截至 2024 年半年报

伴随在铯钨和锂领域的并购以及资本支出，公司资产规模和盈利水平快速增长。公司 2017-2023 年，营业收入 / 归母净利润 / 毛利 / 总资产复合增速分别达 49.4%/85.2%/63.7%/58.3%。公司毛利率长期维持在 25% 以上，净利率维持在 10% 以上。其中 2022 年受锂价大幅上涨影响，公司盈利规模达到峰值，伴随锂供过于求格局逐步演绎，锂价步入下行周期，公司盈利也逐步回落。2024H1 公司营业收入 24.2 亿元，同比降低 32.8%，归母净利润 4.73 亿元，同比降低 68.5%。

图表 3：公司历年营收及增速


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 4：公司历年归母净利润及增速


资料来源：wind，华源证券研究所

图表 5：公司历年毛利及毛利率和净利率

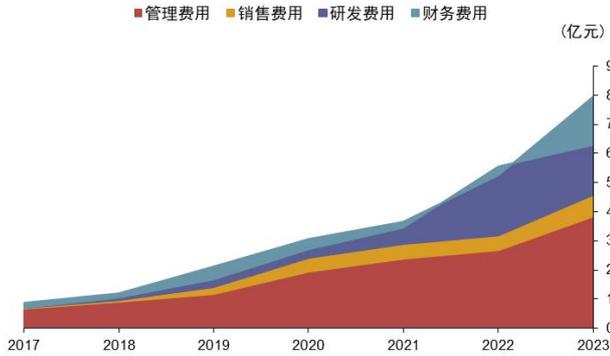

资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：公司历年总资产及增速


资料来源：wind，华源证券研究所

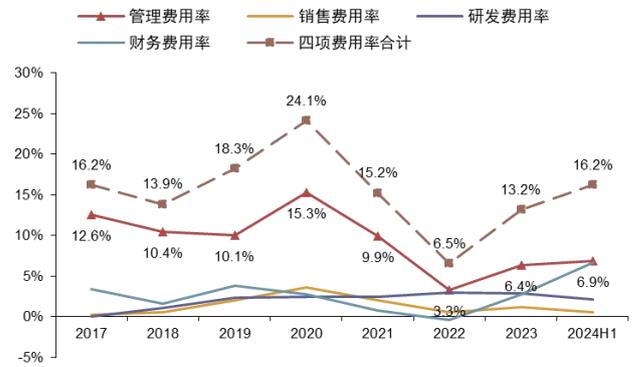
公司主要费用是管理费用，近五年四项费用率平均 15.5%。2019-2023 年公司管理费用率/销售费用率/研发费用率/财务费用率平均为 9.0%/1.9%/2.6%/2.0%，四项费用平均费率为 15.5%，其中 2022 年受锂价大幅上涨影响，公司营收大幅增长，导致费用率偏低。

图表 7：公司历年费用



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：公司历年费用率



资料来源：wind，华源证券研究所

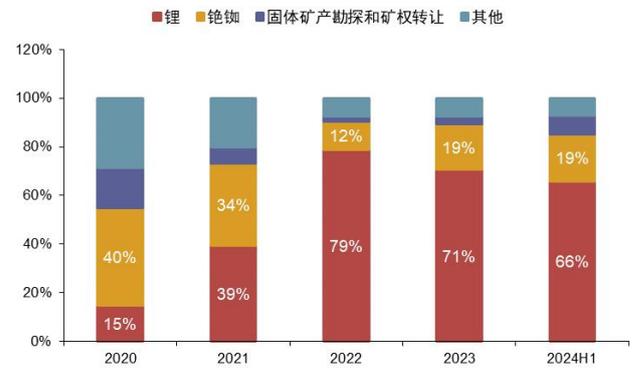
公司营收和毛利主要由锂业务贡献，铯铷业务毛利率超过 60%。2024H1 公司锂/铯铷/固体矿产勘探和矿权转让业务营收分别为 15.9/4.7/1.9 亿元，占总营收比例为 66%/19%/8%，锂和铯铷业务毛利分别为 5.7/3.4 亿元，占总毛利 56%和 34%，其中锂业务毛利率 35.6%，铯铷业务毛利率高达 72.4%。

图表 9：公司 2020-2024H1 各业务营收



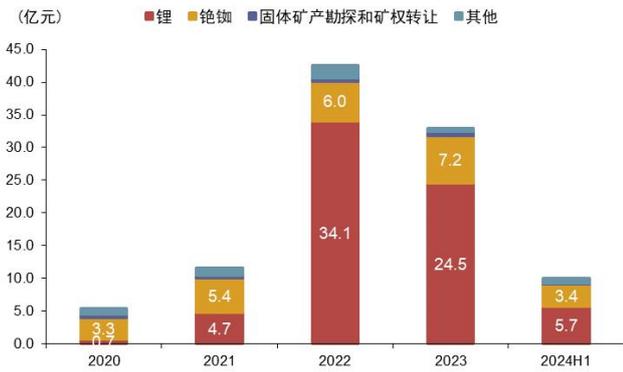
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：公司 2020-2024H1 各业务营收结构



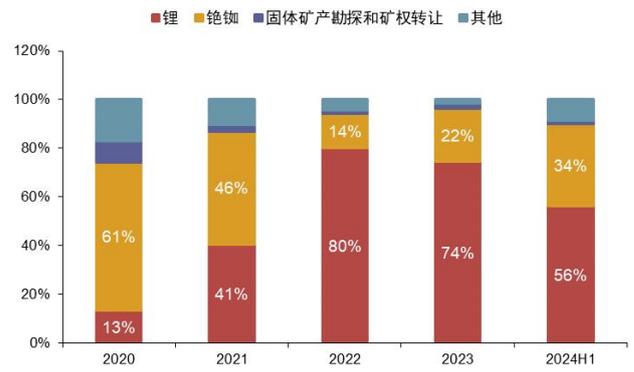
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：公司 2020-2024H1 各业务毛利



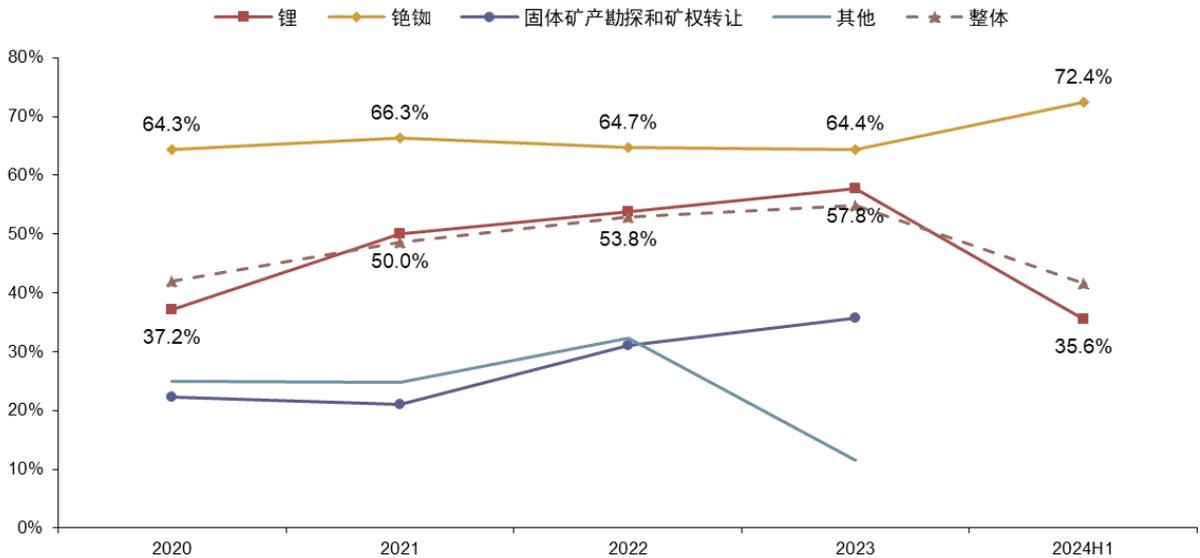
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：公司 2020-2024H1 各业务毛利结构



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 13：公司 2020-2024H1 各业务毛利率



资料来源：wind，华源证券研究所

2. 锂：锂矿自给率提升，锂盐实现量增本降

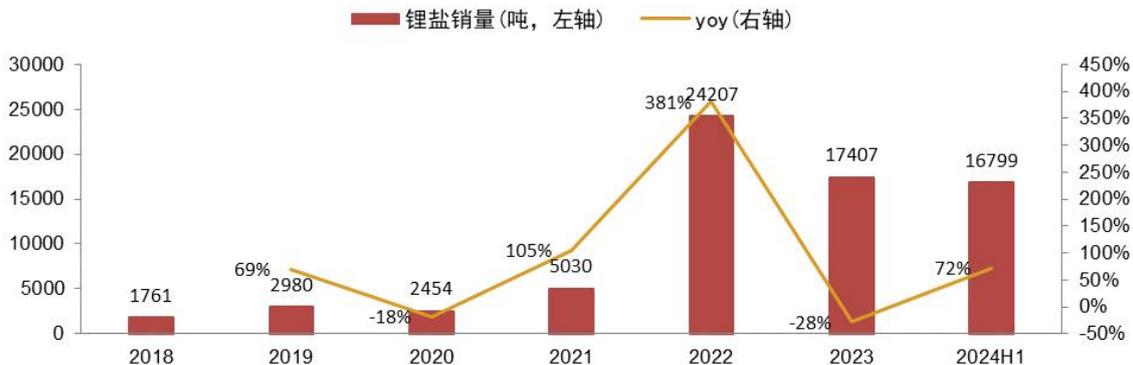
公司锂业务实现采选冶一体化布局，锂盐产能快速扩张，拥有 418 万吨锂矿采选产能和 6.6 万吨锂盐产能。1) 锂矿：公司 2023 年 7 月在津巴布韦建成 200 万吨/年锂辉石和 200 万吨/年透锂长石项目，形成年产 30 万吨锂辉石精矿和 30 万吨化学级透锂长石精矿产能，加拿大 Tanco 矿山还具备 18 万吨/年锂辉石采选产能，充分保障公司锂资源。2) 锂盐：公司在 2021 和 2023 年实现锂盐产能扩张，当前拥有 0.6 万吨氟化锂和 6 万吨碳酸锂/氢氧化锂合计 6.6 万吨锂盐产能。

图表 14：公司锂矿和锂盐产能

| | 矿山/锂盐厂 | 产能 | 进度 |
|----|---------------------|---------------------------------------|--|
| 锂矿 | Bikita 锂矿 (津巴布韦) | 200 万吨/年锂辉石新建项目, 年产约 30 万吨锂辉石精矿 | 2023 年 7 月建成投料试生产, 11 月达产 |
| | | 200 万吨/年透锂长石改扩建项目, 年产约 30 万吨化学级透锂长石精矿 | |
| 锂矿 | Tanco 矿山 (加拿大) | 18 万吨/年锂辉石采选系统 | 2023 年 2 月董事会批准投建, 有序推进中, 处于筹备政府环评审批阶段 |
| | | 新建 100 万吨/年选矿工程 | 2023 年 2 月董事会批准投建, 有序推进中, 处于筹备政府环评审批阶段 |
| 锂盐 | 东鹏新材(江西) | 6000 吨氯化锂产能 | 2021 年 8 月建成 |
| | | 2.5 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂 | |
| 锂盐 | 春鹏锂业(江西) | 3.5 万吨高纯锂盐(电池级碳酸锂和氢氧化锂) | 2023 年 11 月点火投料试运营, 2024 年 2 月达产 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司锂盐销量实现快速增长。伴随 Bikita 锂矿投产，公司锂资源自给率大幅提升。公司全资子公司东鹏新材在 2021 年完成 2.5 万吨锂盐产能建设，公司锂盐销量实现快速增长，2024 年上半年实现锂盐销量 1.68 万吨，同比增长 72%。2022 年公司锂盐销量较大是由于增加了代加工业务，伴随 Bikita 锂矿投产，公司开始逐步增加自有矿的锂盐生产，锂盐自给率实现大幅抬升，2022/2023 公司锂盐原料自给率分别为 21%/86%，2024 年上半年实现自有矿锂盐销量 1.68 万吨，同比增长 127%。

图表 15：公司历年锂盐销量


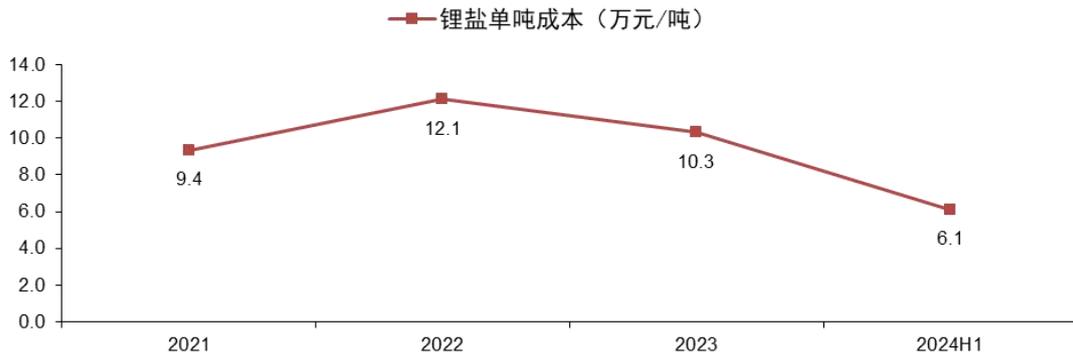
资料来源：公司公告，华源证券研究所

通过提升锂资源自给率和降低用电成本，公司锂盐成本大幅下降，2024H1 锂盐成本 6.1 万元/吨。

1) 锂资源自给率提升：伴随 2023 年公司 Bikita 锂矿投产，公司锂资源自给率大幅提升，由 2022 年 21%提升至 2023 年 86%，2024 年上半年公司自有矿锂盐销量 1.68 万吨，同比 2023H1 的 0.74 万吨增长 127%。

2) 降低用电成本：公司在津巴布韦投建 132KV 输变电项目，改善 Bikita 矿山电力保障条件，减少化石能源依赖，降低用电成本。同时公司在 Bikita 矿山投建配套光伏发电项目，Bikita 矿山光伏发电项目设计发电量 2100 万度/年，目前最大单日发电量 8 万度、平均 5.75 万度，所发电量达到矿山每日用电量 20%以上，大大降低了 Bikita 矿山的用电成本。

图表 16: 公司锂盐单吨成本持续下降



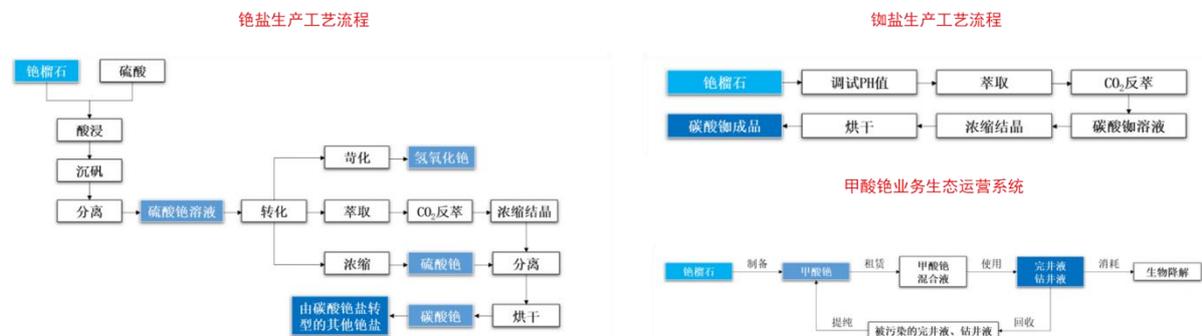
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

3. 铯铷: 全球铯铷盐龙头, 盈利能力强且稳定

公司是铯铷盐精细化工领域的龙头企业。公司是全球铯产业链最完善的制造商, 具备铯榴石开采、加工、精细化工产品的生产和提供产品技术服务的能力。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 (加拿大温尼伯、中国江西省新余市) 和甲酸铯回收基地 (英国阿伯丁、挪威卑尔根)。凭借以上优势, 公司为众多行业优质企业提供多元化、定制型的产品和技术支持。

铯产品运用领域广泛, 主要用于精细化工、油气钻探、航空航天、光电、医疗医药、5G 通信、时间频率行业、防火材料等领域。其不可替代性和卓越性能已获得相关领域高度认可和规模化使用, 西方发达国家是全球铯的主要消费国, 我国在铯的高端应用领域与西方发达国家仍有差距。铷产品在电子器件、催化剂、特种玻璃以及能源等高科技应用领域也具有良好的运用。甲酸铯是单一铯盐产品中下游需求占比最高的产品, 主要应用于油气行业钻探领域, 是高温高压油气井中所使用钻井液和完井液最优质的材料, 公司是全球高温高压油气井所使用甲酸铯最主要的生产商和服务商, 拥有优质的客户群体和较高的市场占有率。

图表 17: 铯铷盐生产工艺流程和甲酸铯生态运营系统



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

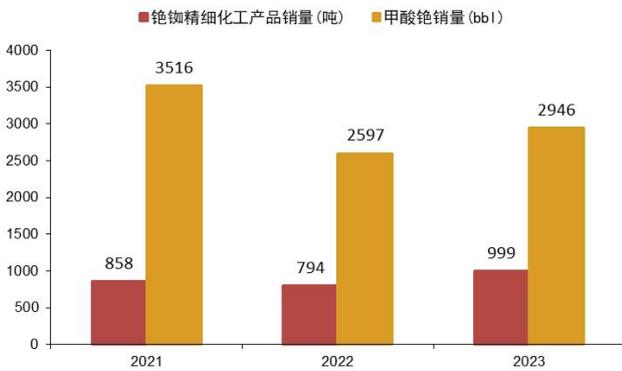
图表 18: 铯铷盐应用领域和应用

| 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、无线电电子管等 |
| | 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: 公司公告, 华源证券研究所

公司铯资源量占有率全球领先, 铯铷盐产品具有定价权, 盈利能力强且稳定。根据 USGS 数据显示, 全球铯矿产资源储量不到 20 万吨, 全球可规模化开采的铯榴石资源主要集中在三大矿区, 分别为加拿大 Tanco 矿区、津巴布韦 Bikita 矿区和澳大利亚 Sinclair 矿区。公司独占两大矿区, 铯矿资源量全球领先, 拥有较高产品定价权, 公司铯铷业务盈利维持稳定增长。公司铯铷业务营收由 2020 年 5.1 亿元增长至 2023 年 11.2 亿元, CAGR 达 30%, 毛利由 3.3 亿元增长至 7.2 亿元, CAGR 达 30%。公司铯铷业务毛利率长期维持在 65%左右, 2024 年上半年通过提价, 铯铷业务毛利率高达 72%。

图表 19: 公司铯铷精细化工和甲酸铯产品销量



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 20: 公司铯铷业务营收和毛利率



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

4. 铜: 完成 Kitumba 铜矿收购, 打造新增长曲线

公司收购赞比亚 Kitumba 铜矿, 实现铜业务布局, 有望创造新的盈利点。公司在 2024 年 3 月以 5850 万美元对价收购了 Junction65% 股权, Junction 主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿项目, 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%。中长期看, 铜供给端缺矿问题仍未缓解, 资本开支到产量的实现仍需较长时间, 供给刚性仍在, 预计铜价中长期或将处于上涨趋势。截至 2024 年 11 月 18 日, LME 铜价为 9095 美元/吨, 年初至今上涨 6.6%。公司将根据对 Kitumba 铜矿项目

可行性研究结果，启动对 Kitumba 铜矿的开发工作，Kitumba 铜矿的开发将为公司中长期发展提供新的利润增长点。

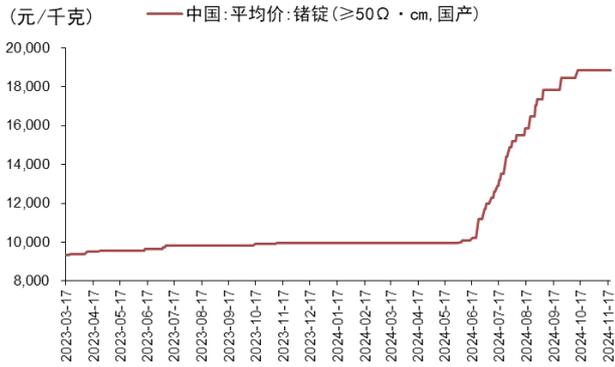
图表 21：LME 铜价走势



资料来源：wind，华源证券研究所

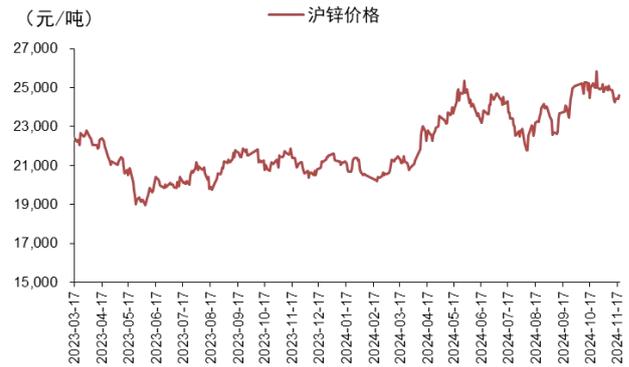
收购纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂，尾渣中富含锗锌附加值高。公司全资子公司香港中矿稀有公司收购 Tsumeb 98% 股份，其主要资产是位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂及其附属设施和多金属熔炼尾渣堆。Tsumeb 冶炼厂是全球少数几家能够处理高砷铜精矿等复杂精矿的特种冶炼厂之一。冶炼厂基础设施完善，交通运输便利，工厂通过铁路与大西洋港口鲸湾（Walvis Bay）相连。Tsumeb 冶炼厂锗渣堆和铜渣堆拥有的多金属熔炼尾渣保有的（探明+控制）类别资源量共计 294.35 万吨矿石量，尾渣含有多种有经济利用价值的有价金属资源，其中锗金属含量 746.21 吨，平均品位 253.51 克/吨；镓金属含量 409.62 吨，平均品位 139.16 克/吨；锌金属含量 20.95 万吨，平均品位 7.12%。**尾渣中富含锗锌附加值高：**根据 USGS 数据，全球探明锗金属储量约 8,600 吨，而 Tsumeb 冶炼厂尾渣中锗含量就高达 746.21 吨。截至 2024 年 11 月 18 日，锗锭价格为 1.89 万元/千克，年初至今上涨 89.4%；沪锌价格 2.44 万元/吨，年初至今上涨 13.1%。公司计划对 Tsumeb 冶炼厂现有的铜冶炼生产线进行改造可行性研究，增加锗锌冶炼生产线，尽早实现资源商业化生产，为公司中长期发展提供新的利润增长点。

图表 22：锗锭价格走势



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 23：锌价走势



资料来源：wind，华源证券研究所

5. 固体矿产勘探和矿权转让：公司的底层核心竞争力

公司固体矿产勘查业务以保障公司现有矿山的正常生产和在全球范围内探获锂、铍、铷、铜等优质矿产资源为主要职能，其次是为海外优质客户提供地质勘查技术服务。公司拥有专业化的地质勘查技术和管理团队，从事海外地质勘查业务二十余年，在公司加拿大 Tanco 矿山的正常生产和津巴布韦 Bikita 矿山资源增储中发挥了积极和重要的作用。公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势，为众多中国大型矿业企业“走出去”的项目提供了地质勘查技术服务，业务遍布非洲、东南亚、中亚、南欧等二十余个国家和地区，为矿业项目投资决策、资源储量核实、地质找矿、生产探矿等各个环节提供了专业的资源评价和技术支撑。近年来，固体矿产勘查技术服务业务根据公司战略规划进行业务调整，着眼于服务优质客户，做精品项目。

矿权方面布局为公司提供稳定的前端资源保障。公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势，在控制风险的前提下适时、适度、有选择性地進行矿权开发，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。截至 2024 年半年报披露日，公司及所属子公司共计拥有各类矿业权 86 处，其中采矿权 27 处、探矿权 46 处、地表租约 13 处。矿权的分布情况为：加拿大境内现有 57 处矿权，其中采矿权 3 处、探矿权 41 处、地表租约 13 处；赞比亚境内现有 8 处矿权，其中采矿权 3 处、探矿权 5 处；津巴布韦境内现有 21 处矿权，均为采矿权。

地勘优势是公司核心竞争力，实现 Bikita 锂矿大幅增储。近年来，公司主动调整固体矿产勘查业务方向，一方面对自有矿山提供技术支持，在保障采矿业务顺利进行的前提下，对自有矿区周围区域进行勘查和寻找潜在资源，提高公司资源储量；另一方面充分发挥固体矿产勘查业务优势，在新资源的并购过程中有效提高公司并购效率并降低并购成本，为公司矿权开发业务的长期稳定可持续发展奠定了坚实的基础。津巴布韦 Bikita 矿山自 2022 年收购以来完成三次增储工作，锂矿产保有资源量由 2941 万吨矿石量增长至 1.13 亿吨，碳酸锂当量由 84.96 万吨增长至 288.47 万吨，增长 240%。

6. 盈利预测与评级

锂业务：随着津巴布韦 Bikita 锂矿投产，公司锂资源自给率大幅提升，以及配套发电项目降低用电成本，锂盐单吨成本呈下降趋势，但是透锂长石精矿使用比例的增加一定程度上提高锂盐成本。由于供给格局持续演绎，锂价处于下行周期，行业仍需等待供给出清，预计 2025 年锂价仍处于底部震荡，2026 年预计有所企稳回升。我们假设公司 2024-2026 年公司锂盐销量分别为 3.8/5/6 万吨，锂盐销售均价分别为 8/7.5/8 万元/吨。

铯铷业务：公司铯资源全球第一，铯铷产品具备定价权，具备高盈利和稳定增长能力。我们假设公司铯铷业务 2024-2026 年营业收入增速分别为-5%/15%/10%，毛利率维持 70% 水平。

图表 24：公司盈利拆分

| | | 单位 | 2022 | 2023 | 2024H1 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----|------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 整体 | 总营收 | 亿元 | 80.41 | 60.13 | 24.22 | 48.28 | 57.34 | 69.24 |
| | 总成本 | 亿元 | 37.83 | 27.18 | 14.14 | 31.17 | 39.11 | 48.75 |
| | 毛利 | 亿元 | 42.59 | 32.96 | 10.08 | 17.11 | 18.23 | 20.49 |
| | 毛利率 | % | 53% | 55% | 42% | 35% | 32% | 30% |
| 锂盐 | 营业收入 | 亿元 | 63.35 | 42.43 | 15.91 | 30.40 | 37.50 | 47.79 |
| | 销量 | 万吨 | 2.42 | 1.74 | 1.68 | 3.8 | 5 | 6 |
| | 均价 | 万元/吨 | 26.17 | 24.4 | 9.5 | 8.0 | 7.5 | 8.0 |
| | 营业成本 | 亿元 | 29.27 | 17.92 | 10.25 | 22.8 | 30 | 39 |
| | 单吨成本 | 万元/吨 | 12.1 | 10.3 | 6.1 | 6 | 6 | 6.5 |
| | 毛利 | 亿元 | 34.1 | 24.5 | 5.7 | 7.6 | 7.5 | 8.8 |
| | 单吨毛利 | 万元/吨 | 14.1 | 14.1 | 3.4 | 2.0 | 1.5 | 1.5 |
| 毛利率 | % | 54% | 58% | 36% | 25% | 20% | 18% | |
| 铯铷盐 | 营业收入 | 亿元 | 9.31 | 11.24 | 4.71 | 10.68 | 12.28 | 13.51 |
| | 营业成本 | 亿元 | 3.29 | 4.00 | 1.30 | 3.20 | 3.68 | 4.05 |
| | 毛利 | 亿元 | 6.02 | 7.24 | 3.41 | 7.47 | 8.59 | 9.45 |
| | 毛利率 | % | 65% | 64% | 72% | 70% | 70% | 70% |
| 其他 | 营业收入 | 亿元 | 7.75 | 6.47 | 3.60 | 7.21 | 7.57 | 7.94 |
| | 营业成本 | 亿元 | 5.26 | 5.26 | 2.59 | 5.17 | 5.43 | 5.70 |
| | 毛利 | 亿元 | 2.48 | 1.21 | 1.02 | 2.04 | 2.14 | 2.24 |
| | 毛利率 | % | 32% | 19% | 28% | 28% | 28% | 28% |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 7.1/9.0/10.2 亿元，同比增速分别为 -67.7%/+26.7%/+13.3%，当前股价对应的 PE 分别为 40/32/28 倍。我们选取锂矿和锂盐企业为可比公司，2024-2026 年平均 PE 分别为 127/30/18 倍，鉴于公司收购铜矿打造新的盈利增长点，具备估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 25：可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元/股) | | | EPS | | | PE | | PB |
|-----------|------|------------|-------|------|------|--------|-------|-------|------|----|
| | | 2024-11-19 | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E | | |
| 002460.SZ | 赣锋锂业 | 41.61 | 0.15 | 0.82 | 1.36 | 282.48 | 50.90 | 30.63 | 1.91 | |
| 002466.SZ | 天齐锂业 | 41.20 | -2.50 | 1.53 | 2.25 | - | 26.87 | 18.29 | 1.55 | |
| 002497.SZ | 雅化集团 | 11.75 | 0.44 | 0.95 | 1.36 | 26.73 | 12.38 | 8.67 | 1.30 | |
| 002240.SZ | 盛新锂能 | 16.65 | 0.09 | 0.40 | 0.81 | 176.00 | 41.46 | 20.64 | 1.26 | |
| 002756.SZ | 永兴材料 | 46.79 | 2.22 | 2.48 | 3.32 | 21.08 | 18.90 | 14.11 | 2.05 | |
| 平均值 | | | | | | 126.58 | 30.10 | 18.47 | 1.62 | |

资料来源：wind、华源证券研究所。注：EPS 单位为元/股，上述可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，PB 来自 wind。

7. 风险提示

- 1) **项目进展不及预期风险。**公司加拿大 Tanco 矿山扩产项目和铜项目进展不及预期，将影响公司未来盈利情况。
- 2) **新能源汽车需求增长不及预期风险。**公司锂盐终端需求大部分是新能源汽车，若新能源汽车需求增长不及预期，将影响公司锂盐销量从而影响公司业绩。
- 3) **锂价持续下行风险。**锂供需格局转向供过于求，若锂价超预期下跌，公司业绩将受较大影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 4,915 | 4,555 | 4,817 | 5,092 |
| 应收票据及账款 | 477 | 618 | 672 | 749 |
| 预付账款 | 168 | 190 | 173 | 225 |
| 其他应收款 | 156 | 92 | 104 | 146 |
| 存货 | 1,445 | 1,641 | 1,900 | 2,478 |
| 其他流动资产 | 901 | 601 | 620 | 679 |
| 流动资产总计 | 8,063 | 7,697 | 8,286 | 9,369 |
| 长期股权投资 | 39 | 38 | 36 | 33 |
| 固定资产 | 2,208 | 2,353 | 2,605 | 2,932 |
| 在建工程 | 797 | 1,138 | 1,226 | 1,112 |
| 无形资产 | 1,853 | 1,876 | 1,976 | 2,033 |
| 长期待摊费用 | 639 | 707 | 760 | 798 |
| 其他非流动资产 | 2,286 | 2,456 | 2,507 | 2,569 |
| 非流动资产合计 | 7,822 | 8,568 | 9,109 | 9,478 |
| 资产总计 | 15,885 | 16,265 | 17,395 | 18,847 |
| 短期借款 | 914 | 400 | 513 | 639 |
| 应付票据及账款 | 253 | 338 | 352 | 468 |
| 其他流动负债 | 1,126 | 1,312 | 1,571 | 1,965 |
| 流动负债合计 | 2,293 | 2,050 | 2,436 | 3,071 |
| 长期借款 | 572 | 572 | 572 | 572 |
| 其他非流动负债 | 797 | 836 | 878 | 922 |
| 非流动负债合计 | 1,369 | 1,409 | 1,450 | 1,494 |
| 负债合计 | 3,661 | 3,459 | 3,886 | 4,565 |
| 股本 | 728 | 721 | 721 | 721 |
| 资本公积 | 5,636 | 5,636 | 5,636 | 5,636 |
| 留存收益 | 5,814 | 6,405 | 7,109 | 7,884 |
| 归属母公司权益 | 12,178 | 12,763 | 13,466 | 14,241 |
| 少数股东权益 | 46 | 44 | 43 | 40 |
| 股东权益合计 | 12,223 | 12,807 | 13,509 | 14,281 |
| 负债和股东权益合计 | 15,885 | 16,265 | 17,395 | 18,847 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 税后经营利润 | 2,202 | 645 | 816 | 942 |
| 折旧与摊销 | 181 | 271 | 303 | 339 |
| 财务费用 | 166 | 40 | 31 | 35 |
| 投资损失 | -16 | -30 | -41 | -29 |
| 营运资金变动 | 399 | 227 | -99 | -339 |
| 其他经营现金流 | 70 | 73 | 93 | 92 |
| 经营性现金净流量 | 3,002 | 1,226 | 1,103 | 1,040 |
| 投资性现金净流量 | -2,661 | -905 | -725 | -608 |
| 筹资性现金净流量 | 1,813 | -682 | -117 | -158 |
| 现金流量净额 | 2,146 | -360 | 262 | 275 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 6,013 | 4,828 | 5,734 | 6,924 |
| 营业成本 | 2,718 | 3,231 | 3,911 | 4,875 |
| 税金及附加 | 138 | 124 | 143 | 138 |
| 销售费用 | 73 | 27 | 34 | 42 |
| 管理费用 | 384 | 321 | 373 | 436 |
| 研发费用 | 172 | 99 | 115 | 138 |
| 财务费用 | 166 | 40 | 31 | 35 |
| 资产减值损失 | 0 | -13 | -6 | -9 |
| 信用减值损失 | -41 | -65 | -35 | -61 |
| 其他经营损益 | 0 | -140 | -114 | -67 |
| 投资收益 | 16 | 30 | 41 | 29 |
| 公允价值变动损益 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -6 | 10 | 13 | 6 |
| 其他收益 | 95 | 40 | 48 | 61 |
| 营业利润 | 2,427 | 848 | 1,075 | 1,218 |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 3 | 2 |
| 营业外支出 | 8 | 4 | 5 | 5 |
| 其他非经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 2,420 | 847 | 1,073 | 1,215 |
| 所得税 | 218 | 135 | 172 | 194 |
| 净利润 | 2,202 | 711 | 901 | 1,020 |
| 少数股东损益 | -6 | -2 | -1 | -2 |
| 归属母公司股东净利润 | 2,208 | 713 | 903 | 1,022 |
| EPS(元) | 3 | 1 | 1 | 1 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|---------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营收增长率 | -25.22% | -19.71% | 18.77% | 20.74% |
| 营业利润增长率 | -36.31% | -65.06% | 26.75% | 13.31% |
| 归母净利润增长率 | -32.98% | -67.72% | 26.66% | 13.25% |
| 经营现金流增长率 | 46.45% | -59.15% | -10.02% | -5.70% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 54.81% | 33.07% | 31.79% | 29.59% |
| 净利率 | 36.62% | 14.73% | 15.72% | 14.74% |
| ROE | 18.13% | 5.58% | 6.70% | 7.18% |
| ROA | 13.90% | 4.38% | 5.19% | 5.42% |
| ROIC | 35.62% | 8.60% | 10.28% | 10.89% |
| 估值倍数 | | | | |
| P/E | 12.91 | 40.00 | 31.58 | 27.89 |
| P/S | 4.74 | 5.91 | 4.97 | 4.12 |
| P/B | 2.34 | 2.23 | 2.12 | 2.00 |
| 股息率 | 2.53% | 0.45% | 0.70% | 0.87% |
| EV/EBITDA | 9 | -3 | -3 | -2 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。