

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	38.22
总股本/流通股本(亿股)	7.21 / 7.11
总市值/流通市值(亿元)	276 / 272
52周内最高/最低价	41.22 / 25.53
资产负债率(%)	23.0%
市盈率	12.13
第一大股东	中色矿业集团有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

中矿资源(002738)

碳酸锂成本控制优秀，或受益小金属出口管制

● 投资要点

公司成立于1999年，前身为地质勘查公司。2014年在深交所上市，2018年收购东鹏新材，增加稀有轻金属业务。2022年，公司收购津巴布韦Bikita矿山。2023年7月，公司投资修建的“Bikita 锂矿 200万吨/年锂辉石建设工程项目和锂矿 200万吨/年透锂长石改扩建工程项目建设完成并正式投料试生产。2023年11月，公司所属江西春鹏锂业投资修建的年产3.5万吨高纯锂盐项目正式点火投料试生产运营。2024年，公司收购赞比亚Kitumba铜矿和Tsumeb冶炼厂进入铜领域，进一步提高资源优势。

坐拥世界级锂矿资源，不断增储体现强大地勘能力。公司于2022年7月完成Bikita矿山的收购，获取其100%权益，完成了矿端至冶炼端的一体化布局。公司收购之初，Bikita矿山矿石量为2941万吨，碳酸锂当量为85万吨，经历了三次增储之后，矿石量提升至11335万吨，碳酸锂当量达到288.5万吨，相较收购初期提升了200万吨以上，同时矿石品位基本保持了平稳，较大的降低了收购成本，体现出公司强大的地勘能力。

自供率提升+不断降本增效，碳酸锂周期底部依旧具有不俗盈利能力。在碳酸锂价格持续低位的情况下，公司通过调整原料产品结构（提升锂辉石配矿比例，降低海运费）、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本，预计在碳酸锂降至8万/吨以下的周期底部依然具有可观的盈利能力。

公司铯铷盐业务保持稳健增长态，市场话语权逐步提升。2024H1，公司主动调控铯铷盐业务生产销售节奏，毛利率水平录得72.37%的历史新高，在营业收入下降11.6%的情况下，毛利水平基本保持了稳定，体现出公司市场话语权的逐步提升。公司对于全球高品质铯铷矿资源的控制（Tanco矿区和Bikita矿区），奠定了公司在铯铷盐业务领域的显著资源优势。我们预计随着下游需求保持稳健，供给端公司具有强话语权的情况下，铯铷价格有望维持高位，稳步提升，公司在铯铷板块的盈利能力有望持续增强。

收购Tsumeb冶炼厂获取珍贵锗资源，或受益于小金属出口管制。全球锗的资源比较贫乏，全球已探明的锗保有储量仅为8600金属吨。公司Tsumeb冶炼厂多金属熔炼尾渣堆中的锗资源量为746吨，约占全球锗储量的8.67%。根据USGS，全球锗年产量大约为140吨左右，以公司资源量746吨计算，我们预计公司年产量大约为30吨，占据

世界锗年供给 140 吨的 20% 以上。相比锗资源位于国内的企业，我们认为中矿资源最受益于锗出口管制，公司锗业务位于纳米比亚，海内外价差存在扩大预期，利润有望充分释放；同时锗战略地位凸显，有望估值提升。

铜板块：矿端+冶炼端一体化布局。矿端：收购 Kitumba 铜矿，拥有 Kitumba 铜矿项目 65% 的权益。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%。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，目前资料显示该铜矿具有良好的成矿潜力与找矿远景。我们预计公司凭借优异的地勘能力，远期有望进一步增储。冶炼端：收购 Tsumeb 冶炼厂，拥有 Tsumeb 冶炼厂 98% 的权益。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。铜价中枢不断抬升的背景下，公司在铜板块的积极布局有望给予公司稳定的盈利能力。

盈利预测和财务指标：我们预计 2024-2026 年，随着公司 Bikita 矿山产品结构的进一步优化，预计公司碳酸锂成本还有进一步下降的空间，同时公司铯铷盐板块继续保持稳定的盈利增速，Tsumeb 冶炼厂的锗逐渐放量，预计中矿资源营业收入为 43.74/44.29/45.33 亿元，YOY 为 -27.26%/1.25%/2.34%，归母净利润为 6.30/9.88/12.26 亿元，YOY -71.47%/56.79%/24.12%，对应 PE 为 43.78/27.92/22.50，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

碳酸锂价格超预期下跌，公司项目进度不及预期，汇兑风险等。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6013	4374	4429	4533
增长率(%)	-25.22	-27.26	1.25	2.34
EBITDA(百万元)	2762.92	1193.92	1531.72	1749.28
归属母公司净利润(百万元)	2208.16	629.89	987.61	1225.84
增长率(%)	-32.98	-71.47	56.79	24.12
EPS(元/股)	3.06	0.87	1.37	1.70
市盈率(P/E)	12.49	43.78	27.92	22.50
市净率(P/B)	2.26	2.20	2.09	1.97
EV/EBITDA	8.66	20.98	16.41	14.34

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 锂盐、铯铷业务为主，业绩受锂盐价格影响有所下滑.....	5
1.1 地质勘查起家，锂盐和铯铷业务快速发展	5
1.2 中色矿业为公司实际控股股东	5
1.3 锂价下跌，影响公司总体业绩	6
2 碳酸锂：成本控制优秀，保证盈利能力	8
2.1 收购 Bikita，不断增储展现地勘能力.....	8
2.2 冶炼端：布局东鹏+春鹏，总计 6.6 万吨产能	9
2.3 成本：不断降本增效，成本优势凸显	9
3 小金属：铯铷盐掌握全球定价权，进军锗板块	11
3.1 铯铷盐：全球龙头，掌握定价权，盈利有望稳定提升.....	11
3.2 锗：低成本锗资源，受益内外价差扩大预期	14
4 铜板块：矿端+冶炼布局，打造第二增长曲线	16
5 盈利预测与投资建议.....	17
6 风险提示.....	17

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 营业收入及增速	6
图表 4: 归母净利润及其增速	6
图表 5: 公司锂板块布局情况	7
图表 6: 分行业营业收入 (单位: 亿元)	7
图表 7: 主要行业毛利率	7
图表 8: Bikita 矿山增储情况	8
图表 9: Bikita 矿山 200 万吨/年 (锂辉石) 浮选厂	8
图表 10: Bikita 矿山 200 万吨/年 (透锂长石) 重选厂	8
图表 11: 东鹏新材 2.5 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂	9
图表 12: 春鹏锂业 3.5 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂	9
图表 13: 碳酸锂价格大幅调整 (元/吨)	10
图表 14: 自供率提升后公司碳酸锂成本降低 (万元/吨)	10
图表 15: 铯盐主要产品制备工艺流程图	11
图表 16: 铯铷产品应用领域一览表	12
图表 17: 铯铷盐价格持续高位	12
图表 18: 公司铯铷盐毛利率逐步提升 (%)	12
图表 19: 公司铯铷盐业务营收情况	13
图表 20: 公司铯铷盐业务毛利情况	13
图表 21: Tsumeb 冶炼厂多金属熔炼尾渣堆主要金属保有资源量总表	14
图表 22: 锆价格再创新高	14
图表 23: 全球锆资源分布情况	14
图表 24: 锆内外价差	15
图表 25: 锑内外价差	15
图表 26: Kitumba 矿区累计探获的保有矿产资源量	16

1 锂盐、铯铷业务为主，业绩受锂盐价格影响有所下滑

1.1 地质勘查起家，锂盐和铯铷业务快速发展

公司成立于1999年，前身为地质勘查公司。2014年在深交所上市，2018年收购东鹏新材，增加稀有金属业务。2022年，公司收购津巴布韦Bikita矿山，并且随着公司不断增储，锂矿产保有资源量从2941万吨增长至11335万吨，碳酸锂当量由85万吨增长至288万吨。2023年7月，公司投资修建的“Bikita锂矿200万吨/年锂辉石建设工程项目和锂矿200万吨/年透锂长石改扩建工程项目建设完成并正式投料试生产。2023年11月，公司所属江西春鹏锂业投资修建的年产3.5万吨高纯锂盐项目正式点火投料试生产运营。2024年，公司收购赞比亚Kitumba铜矿和纳米比亚Tsumeb项目，进入铜领域，进一步拓展了公司的资源布局。

图表1：公司发展历程

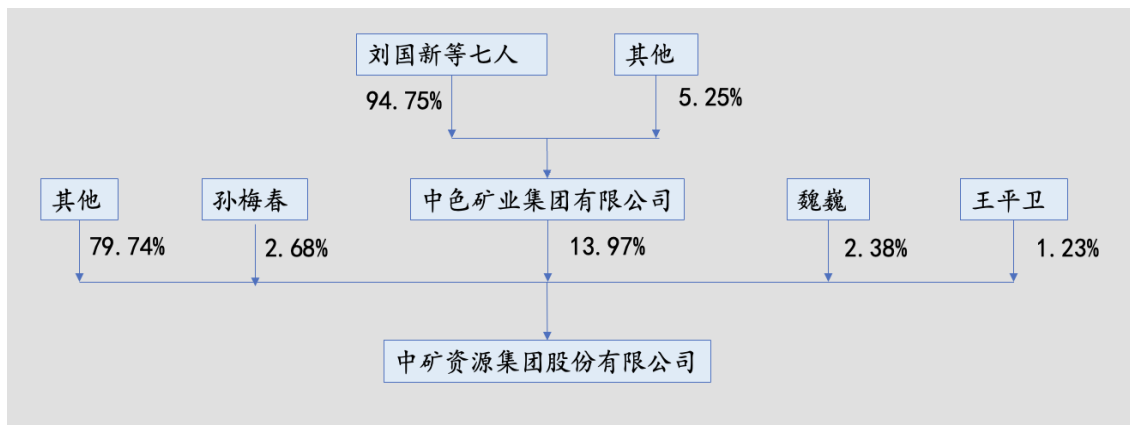


资料来源：IFIND，中邮证券研究所

1.2 中色矿业为公司实际控股股东

公司的实际控股股东为中色矿业，持股 13.97%。其中，刘国新等七人持有中色 94.75% 的股份，是公司的实际控制人。孙梅春、魏巍、王平卫分别持股 2.68%、2.38%、1.23%。公司海内外共有 20 多家控股子公司。

图表2：公司股权结构

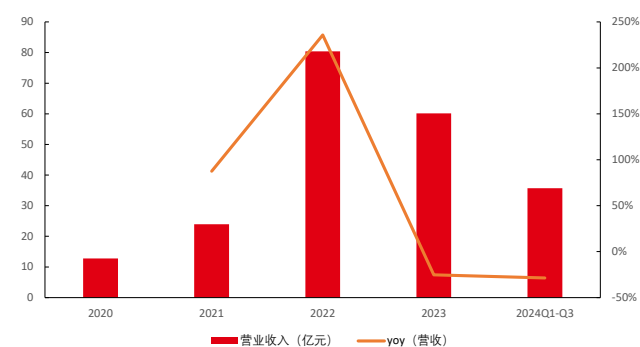


资料来源：公司公告、中邮证券研究所

1.3 锂价下跌，影响公司总体业绩

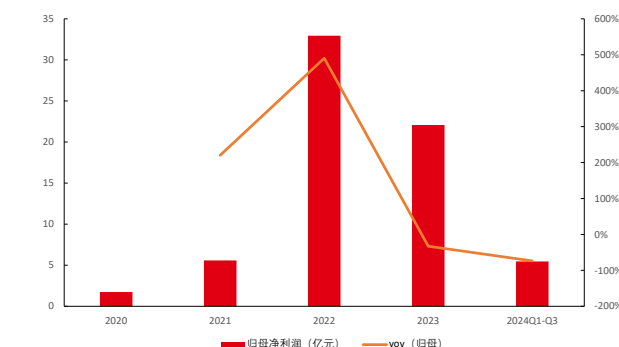
锂价下跌导致公司营收、归母净利润出现一定下滑。公司自 2022 年收购津巴布韦 Bikita 矿山以及矿石项目投产，东鹏新材 2.5 万吨锂盐产能投产，锂价快速上涨，使得公司营收高速增长，2022 年营收同比上升 235.88%。公司 2023 年营收 60.13 亿元，同比下降 25.22%；2024 年 Q1-Q3 实现营业收入 35.69 亿元，同比下降 28.69%。公司营收有大幅度下降，主要系锂行业供需格局逆转，锂价大幅度下跌有关。公司 2023 年归母净利润 22.08 亿元，同比下降 32.98%；2024 年 Q1-Q3 归母净利润为 5.46 亿元，同比下降 73.64%，主要系锂盐价格进一步下跌导致。

图表3：营业收入及增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表4：归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司自有矿产资源丰富，投资修建的矿山项目多数已投产。公司投资修建的“Bikita200 万吨/年锂辉石和透锂长石项目于 2023 年 7 月建设完成并正式投料试生产，年产分别为 30

万吨锂辉石精矿和 30 万吨化学级透锂长石精矿，极大地提高公司原料自给率。公司所属 Tanco 矿山正在有序推进 100 万吨/年选矿工程。江西春鹏锂业已于 2024 年 2 月实现达产投标状态。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。

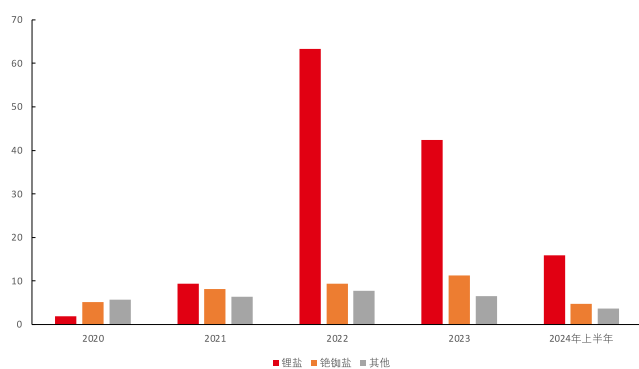
图表5：公司锂板块布局情况

生产基地	产能 (万吨/年)	投产情况	主要产品
津巴布韦 Bikita	200	投产	透锂长石精矿
	200	投产	锂辉石精矿
加拿大 Tanco	18	投产	锂辉石精矿
	100	政府审批阶段	锂辉石精矿
江西新余	0.6	投产	电池级氟化锂
	2.5-东鹏新材	投产	电池级碳酸锂/氢氧化锂
	3.5-春鹏锂业	投产	电池级碳酸锂/氢氧化锂

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

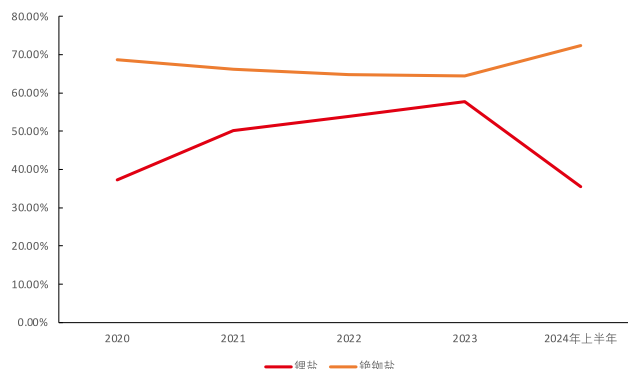
锂盐营收、毛利均下降，铯铷盐业务营收增加。公司主营业务中，锂盐、铯铷盐构成主要营收来源。2023 年开始，锂盐营收、毛利率开始下降。2023 年锂盐营收 42.43 亿元，同比下降 33.02%；铯铷盐业务营收 11.24 亿元，同比上升 20.73%。2024 年上半年锂盐营收 15.91 亿元，同比下降 41.01%；铯铷盐营收 4.71 亿元，同比下降 11.71%。毛利率方面，锂盐毛利率受到锂价影响，自 2023 年起开始下跌，铯铷盐受益于价格的稳步提升，毛利率不断上行。

图表6：分行业营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表7：主要行业毛利率



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2 碳酸锂：成本控制优秀，保证盈利能力

2.1 收购 Bikita，不断增储展现地勘能力

收购 Bikita 矿山，获得世界级锂矿资源，不断增储展现公司强地勘能力。公司于 2022 年 7 月完成 Bikita 矿山的收购，获取其 100% 权益，完成了矿端至冶炼端的一体化布局。Bikita 锂矿项目位于津巴布韦马旬戈省，距离首都哈拉雷 325 公里。项目与首都、马旬戈省首府以及南非德班港、莫桑比克贝拉港均有高速公路、铁路连接，交通便利，基础设施较为完善。Bikita 矿山矿区面积约 15.28 平方公里，为在产矿山。

收购之后三次增储，体现出强大的地勘能力。公司收购之初，Bikita 矿山矿石量为 2941 万吨，碳酸锂当量为 85 万吨，经历了三次增储之后，矿石量提升至 11335 万吨，碳酸锂当量达到 288.5 万吨，相较收购初期提升了 200 万吨以上，同时矿石品位基本保持了平稳，较大的降低了收购成本，体现出公司强大的地勘能力。

图表8: Bikita 矿山增储情况

时间	矿石量 (万吨)	品位 (%)	氧化锂含量 (万吨)	LCE 当量 (万吨)
2022.2 收购	2941	1.17	34.4	85.0
2022.10 增储	5452			
2023.4 增储	4032	1.13	45.6	112.7
2024.4 增储	11335	1.03	116.8	288.5

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司于 2022 年规划 200 万吨/年（透锂长石）改扩建工程项目和 200 万吨/年（锂辉石）新建项目，在 2023 年 3 月 27 日决定将现有 Bikita 锂矿 120 万吨/年（透锂长石）改扩建工程的生产能力增加至 200 万吨/年（透锂长石），增加了公司锂矿产能。当地时间 2023 年 7 月 6 日和 7 月 7 日，200 万吨/年（透锂长石）改扩建工程项目和 200 万吨/年（锂辉石）新建项目已经建设完成并正式投料试生产。

图表9: Bikita 矿山 200 万吨/年（锂辉石）浮选厂



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表10: Bikita 矿山 200 万吨/年（透锂长石）重选厂



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2023年11月9日，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）新建项目实现稳定生产，达到项目设计规划的生产能力和产品质量，预计年产化学级透锂长石精矿 30 万吨和锂辉石精矿 30 万吨，充分满足公司锂盐业务原料自给，增强市场竞争力。

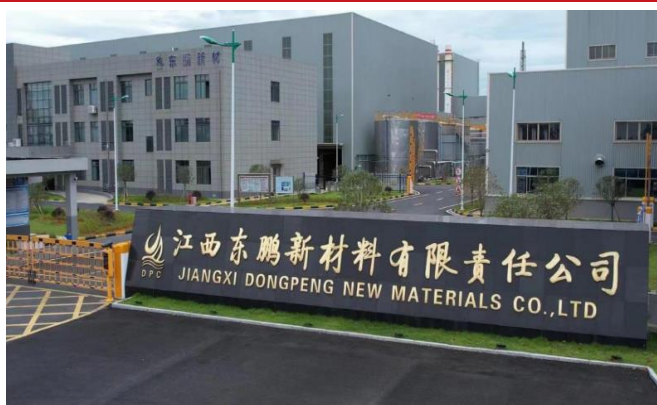
2.2 冶炼端：布局东鹏+春鹏，总计 6.6 万吨产能

公司在锂盐冶炼方面有充分布局。共计 6.6 万吨锂盐产能，具体为 0.6 万吨氟化锂以及 6 万吨碳酸锂。

子公司东鹏新材共计 2.5 万吨碳酸锂以及 0.6 万吨氟化锂产能。

2023 年 2 月，公司使用非公开募投资金 8.1 亿元，总投资 10 亿元资金用于春鹏锂业年产 3.5 万吨高纯锂盐项目。该项目位于江西省新余市，主产品为电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂，副产品为无水硫酸钠。2023 年 11 月 16 日，公司年产 3.5 万吨高纯锂盐项目已经建设完毕并成功点火投料试生产运营，目前已经顺利达产，显著增强了公司下游冶炼端的盈利能力。

图表11：东鹏新材 2.5 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表12：春鹏锂业 3.5 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 成本：不断降本增效，成本优势凸显

2024 年开始，碳酸锂价格低位震荡，且 2024 年 Q3 开始，进一步下跌。碳酸锂厂商的核心竞争转化为成本竞争。

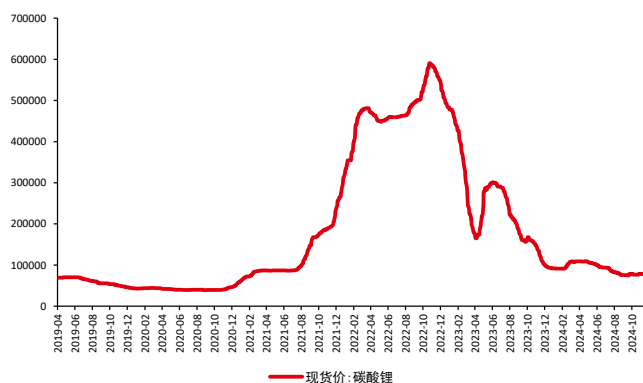
为应对锂盐产品价格下跌造成的不利影响，公司通过调整原料产品结构、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本。

原料产品结构方面：公司 Bikita 矿山可以同时生产透锂长石精矿和锂辉石精矿，由于透锂长石精矿锂含量相对较低，运费成本上相对锂辉石更高，公司积极调整透锂长石和锂辉石的比重，以期在运费端进一步控制成本。

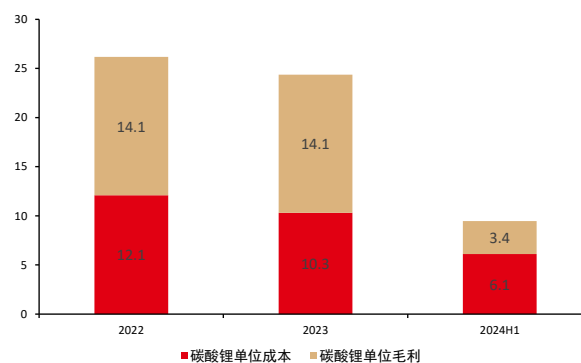
电费方面：公司通过 Public-Private-Partnership 模式在津巴布韦投资建设 132KV 输变电项目，该项目包括 112 公里电力线路和 132KV Bikita 变电站工程，连接津巴布韦 TOKWE

330KV 变电站与 Bikita 矿山，自 2023 年 5 月开工建设，已于 2024 年 3 月 17 日一次性输电成功，该项目不仅能大大改善沿线城镇的供电能力，也将极大改善 Bikita 矿山的电力保障条件，减少对化石类能源的依赖，有效降低生产成本。同时，公司于 2023 年四季度在 Bikita 矿山投资建设配套光伏发电项目，已于 2024 年 2 月完成主体工程建设。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13：碳酸锂价格大幅调整（元/吨）



图表14：自供率提升后公司碳酸锂成本降低（万元/吨）



资料来源：IFIND，中邮证券研究所

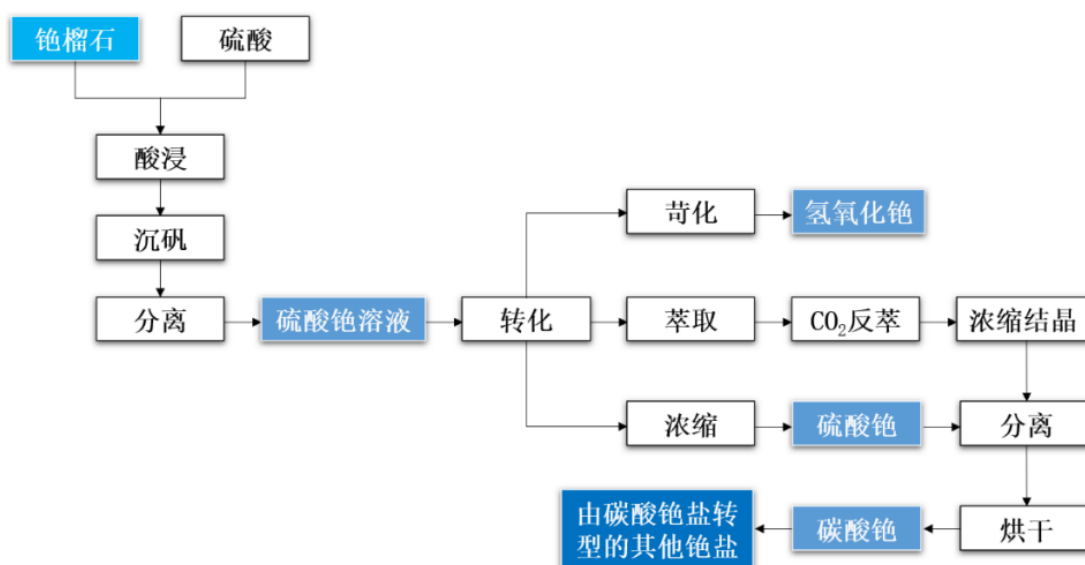
资料来源：Wind，中邮证券研究所

3 小金属：铯铷盐掌握全球定价权，进军锆板块

3.1 铯铷盐：全球龙头，掌握定价权，盈利有望稳定提升

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。公司拥有以上三大矿区中的两座（Tanco 矿区和 Bikita 矿区），叠加雅宝公司由于原料短缺市占率逐步下降，公司凭借资源端的布局优势有望进一步提升市占率，从而掌握定价权。

图表15：铯盐主要产品制备工艺流程图



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

铯和铷是航天航空、国防军工、信息技术等战略新兴产业发展不可或缺的关键矿产，也是支撑现代高新技术研发的基本原材料。根据美国地质调查局最新数据显示，2022 年全球铯矿产资源储量不到 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。铷无单独工业矿物，常分散在锂云母、铯榴石和盐矿层之中。铷比锂和铯的地球丰度高，但由于不存在富铷矿物，提取难度较大，铷主要作为铯和锂的加工副产品进行综合回收。

铯具备优异的光电性能、化学活性强，是红外技术的必须材料，是国家科技、军事、工业等领域不可缺少的重要原材料之一，也是我国八大稀有金属矿产之一。随着新能源、新材料、新一代信息技术等战略性新兴产业的快速崛起，铯日益受到世界各国的重视，已被美国列为关键矿种、日本列为战略性矿产、加拿大列为关键矿产。基于铯铷独有的特性，我国也加强了对于铯铷的应用。我国第十三届全国人大四次会议表决通过了《关于国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要的决议》，再次强调了“发展壮大战略性新兴产业”，将新材料的发展作为第十四个五年规划的发展重点之一，为构建铯铷产业成为国家战略性新兴产业提供了有力的政策支持。

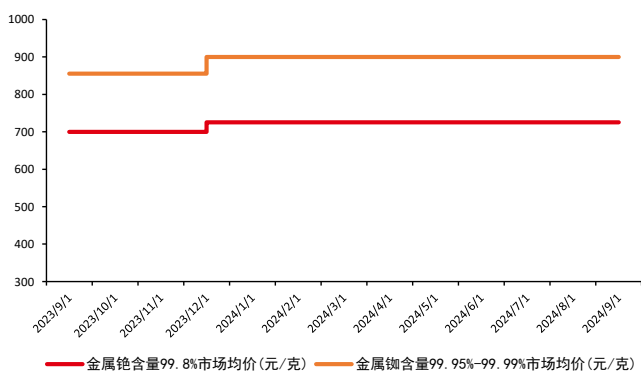
铯产品运用领域广泛，主要用于精细化工、油气钻探、航空航天、光电、医疗医药、5G通信、时间频率行业、防火材料等领域。其不可替代性和卓越性能已获得相关领域高度认可和规模化使用，西方发达国家是全球铯的主要消费国，我国在铯的高端应用领域与西方发达国家仍有差距。铷产品在电子器件、催化剂、特种玻璃以及能源等高科技应用领域也具有良好的运用。

图表16：铯铷产品应用领域一览表

产品	应用领域	具体应用
铯铷的精细化工产品（碳酸铯、硫酸铯等）	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
硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯、碳酸铷和硝酸铷等	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。	
甲酸铯	油气勘探	钻井液、完井液、封隔液、射孔液、填充液等

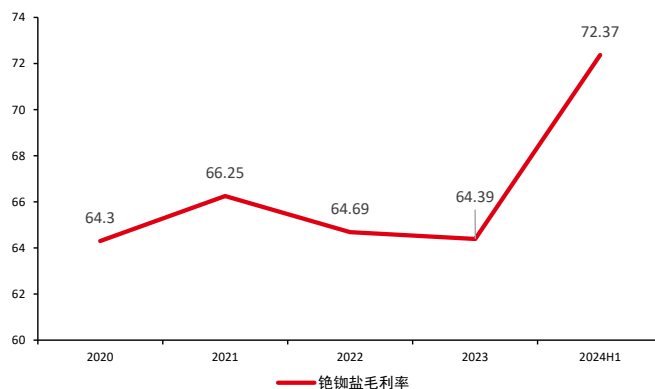
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表17：铯铷盐价格持续高位



资料来源：百川，中邮证券研究所

图表18：公司铯铷盐毛利率逐步提升（%）

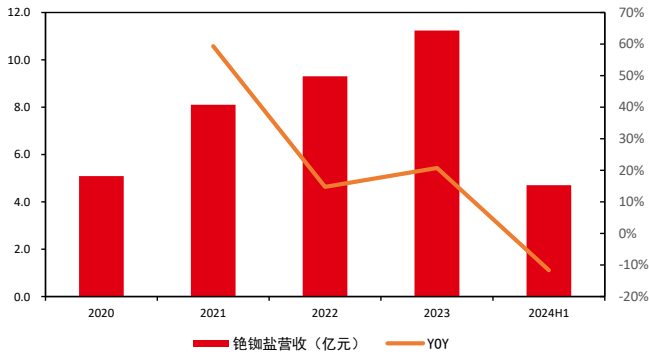


资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司铯铷盐业务保持稳健增长态势，市场话语权逐步提升。2024H1，公司主动调控铯铷盐业务生产销售节奏，毛利率水平录得72.37%的历史新高，在营业收入下降11.6%的情况下，毛利水平基本保持了稳定，体现出公司市场话语权的逐步提升。公司旗下的Tanco矿山是全球现有在产的唯一以铯榴石为主矿石的矿山，也是世界上储量最大的铯榴石矿山，其生产的铯榴石品位高、具有较高的经济开采价值。Bikita矿山锂矿床矿石类型为共生有铯榴石的透锂长石和锂辉石型矿石。公司对于全球高品质铯铷矿资源的控制，奠定了公司在铯铷盐业务领域的显著资源优势，对整个铯铷盐产业链的全球定价具有明显的话语权。公司Tanco矿区和东鹏新材配套的铯铷盐精细化工产能布局提升了全产业链的盈利能力。我们预计随着

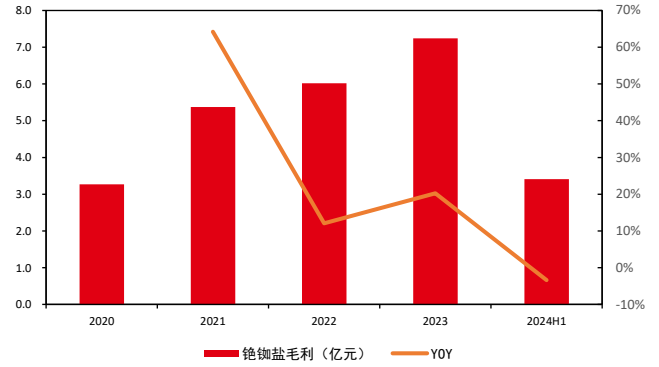
下游需求保持稳健，供给端公司具有强话语权的情况下，铯铷价格有望维持高位，稳步提升，公司在铯铷板块的盈利能力有望持续增强。

图表19：公司铯铷盐业务营收情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表20：公司铯铷盐业务毛利情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.2 锗：低成本锗资源，受益内外价差扩大预期

公司旗下的香港中矿稀有通过收购获得 Sinomine Tsumeb Mining Holding (Pty) Ltd. (以下简称“Tsumeb”) 98%股份。Tsumeb 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。

根据 IRES 编制的符合 NI43-101 规范的资源量估算报告显示，截至 2024 年 9 月 1 日，以锗大于 50 克/吨为边界品位估算，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 209,458.72 吨，平均品位 7.12%。Tsumeb 冶炼厂保有资源量具体情况如下：

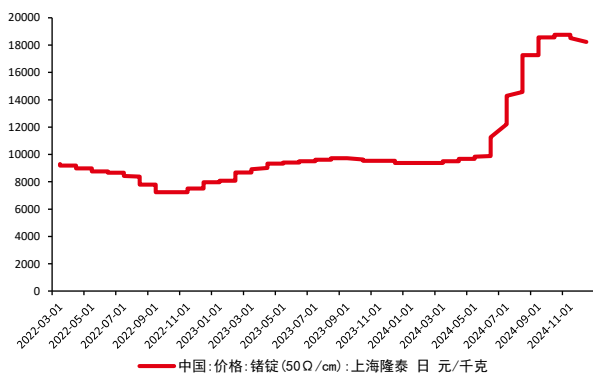
图表21：Tsumeb 冶炼厂多金属熔炼尾渣堆主要金属保有资源量总表

金属类别	锗	镓	锌	铜	钨	铋	铅
金属含量(t)	746.21	409.62	209458.72	14291.10	5321.38	742.97	61739.11
平均品位	253.51 g/t	139.16 g/t	7.12%	0.49%	1807.83 g/t	0.03%	2.10%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

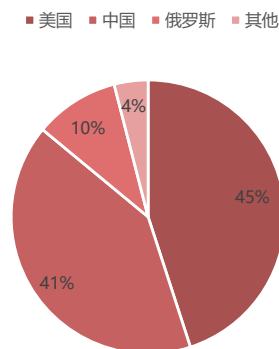
全球锗的资源比较贫乏，全球已探明的锗保有储量仅为 8600 金属吨。锗资源在全球分布非常集中，主要分布在中国、美国和俄罗斯，其中锗资源分布最多的国家是美国，保有储量 3870 吨，占全球含量的 45%，其次是中国占全球 41%。公司 Tsumeb 冶炼厂多金属熔炼尾渣堆中的锗资源量为 746 吨，约占全球锗储量的 8.67%。根据 USGS，全球锗年产量大约为 140 吨左右，以公司资源量 746 吨计算，我们预计公司年产量大约为 30 吨，占据世界锗年供给 140 吨的 20%以上，公司未来有望成为全球锗供给的重要力量。

图表22：锗价格再创新高



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表23：全球锗资源分布情况



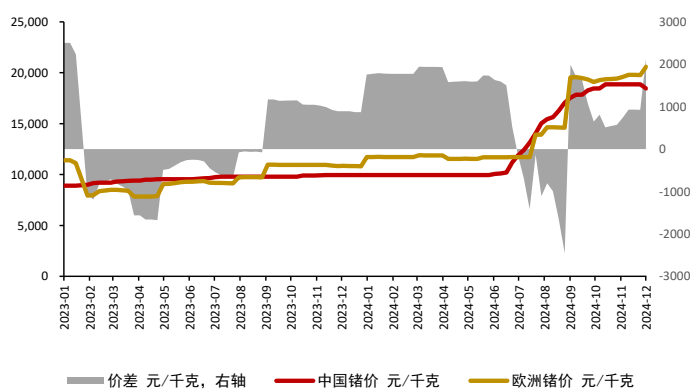
资料来源：长江有色，中邮证券研究所

2024年12月3日，商务部发布《关于加强相关两用物项对美国出口管制的公告》，1) 禁止两用物项对美国军事用户或军事用途出口；2) 原则上不予许可镓、锗、锑、超硬材料相关两用物项对美国出口；对石墨两用物项对美国出口，实施更严格的最终用户和最终用途审查。即日起开始实施。

锗、锑、镓等小金属海内外价差或进一步拉大：在贸易管制出台的情况下，各种小金属在海内外的供需结构或出现长久性的改变，从而使得价差出现进一步上行的趋势。

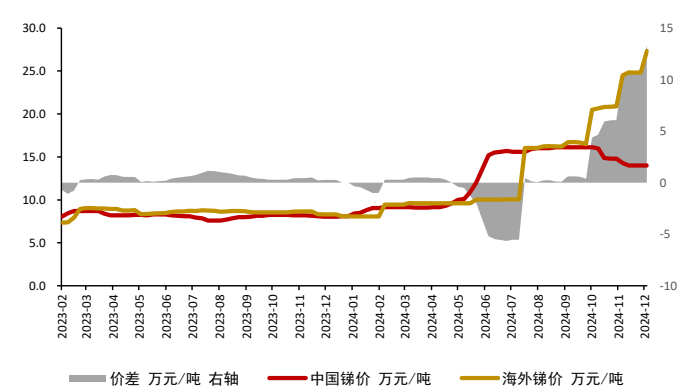
相比锗镓资源位于国内的企业，我们认为中矿资源最受益于镓锗出口管制，公司镓锗业务位于纳米比亚，海内外价差存在扩大预期，利润有望充分释放；同时镓锗战略地位凸显，有望估值提升。

图表24：锗内外价差



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表25：锑内外价差



资料来源：Wind，中邮证券研究所

4 铜板块：矿端+冶炼布局，打造第二增长曲线

矿端：收购 Kitumba 铜矿，拥有 Kitumba 铜矿项目 65%的权益。公司全资下属公司 Afmin 拟以合计基准对价 5850 万美元现金收购 Momentum 持有的 Junction Mining Limited（以下简称“Junction”）50%股权和 Chifupu 持有的 Junction 15%股权。Junction 主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿项目。本次收购于 2024 年 7 月正式完成，公司自此持有 Junction 65%的股权，拥有 Kitumba 铜矿项目 65%的权益。

Kitumba 铜矿项目目前处于待开发阶段，根据 2015 年 7 月 29 日第三方独立机构 MSA Group (Pty) Ltd. 出具的符合澳大利亚 JORC 规范(2012 版)的资源量估算报告显示，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%。

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 铜矿增储能力较强，目前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。我们预计公司凭借优异的地勘能力，远期有望进一步增储。

图表26：Kitumba 矿区累计探获的保有矿产资源量

资源类别	矿石量 (万吨)	平均品位(%)		铜金属量 (万吨)
		铜	酸溶铜	
探明的资源量	960	2.95	0.94	28.30
控制的资源量	1530	1.93	0.60	29.40
探明+控制的资源量合计	2490	2.32	0.73	57.70
推断的资源量	300	1.23	0.32	3.70
总计	2790	2.20	0.69	61.40

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

冶炼端：收购 Tsumeb 冶炼厂，拥有 Tsumeb 冶炼厂 98%的权益。香港中矿稀有通过收购获得 Sinomine Tsumeb Mining Holding (Pty) Ltd.（以下简称“Tsumeb”）98%股份。Tsumeb 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。为充分发挥 Tsumeb 冶炼厂的资源价值，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。

同时，冶炼厂的锗锌渣堆和铜渣堆合计拥有 294.35 万吨多金属熔炼尾渣资源，其中锗金属量达 746.21 吨。有望成为公司新的盈利增长点。

5 盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年，随着公司 Bikita 矿山产品结构的进一步优化，预计公司碳酸锂成本还有进一步下降的空间，同时公司铯铷盐板块继续保持稳定的盈利增速，Tsumeb 冶炼厂的锗逐渐放量，预计中矿资源营业收入为 43.74/44.29/45.33 亿元，YOY 为 -27.26%/1.25%/2.34%，归母净利润为 6.30/9.88/12.26 亿元，YOY -71.47%/56.79%/24.12%，对应 PE 为 43.78/27.92/22.50，维持“买入”评级。

6 风险提示

碳酸锂价格超预期下跌，公司项目进度不及预期，汇兑风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	6013	4374	4429	4533	营业收入	-25.2%	-27.3%	1.3%	2.3%
营业成本	2718	2850	2586	2485	营业利润	-36.3%	-69.5%	56.8%	24.1%
税金及附加	138	101	102	104	归属于母公司净利润	-33.0%	-71.5%	56.8%	24.1%
销售费用	73	52	53	54	获利能力				
管理费用	384	293	297	304	毛利率	54.8%	34.8%	41.6%	45.2%
研发费用	172	131	133	136	净利率	36.7%	14.4%	22.3%	27.0%
财务费用	166	273	166	79	ROE	18.1%	5.0%	7.5%	8.8%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	16.9%	5.9%	7.2%	7.6%
营业利润	2427	739	1159	1439	偿债能力				
营业外收入	1	0	0	0	资产负债率	23.0%	23.9%	24.5%	24.9%
营业外支出	8	0	0	0	流动比率	3.52	3.37	3.35	3.36
利润总额	2420	739	1159	1439	营运能力				
所得税	218	111	174	216	应收账款周转率	14.36	12.91	14.49	14.57
净利润	2202	628	985	1223	存货周转率	1.80	1.99	1.90	1.96
归母净利润	2208	630	988	1226	总资产周转率	0.44	0.27	0.26	0.25
每股收益(元)	3.06	0.87	1.37	1.70	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.06	0.87	1.37	1.70
货币资金	4915	4603	4921	5375	每股净资产	16.88	17.33	18.26	19.40
交易性金融资产	496	596	696	796	估值比率				
应收票据及应收账款	374	304	308	315	PE	12.49	43.78	27.92	22.50
预付款项	168	171	155	149	PB	2.26	2.20	2.09	1.97
存货	1445	1425	1293	1242	现金流量表				
流动资产合计	8063	7909	8284	8894	净利润	2202	628	985	1223
固定资产	2178	2497	2790	3059	折旧和摊销	181	181	206	231
在建工程	797	797	797	797	营运资本变动	459	-127	-31	-79
无形资产	1853	1853	1853	1853	其他	160	98	71	84
非流动资产合计	7822	8595	9208	9797	经营活动现金流净额	3002	781	1231	1459
资产总计	15885	16503	17492	18691	资本开支	-2171	-504	-504	-505
短期借款	914	1114	1314	1514	其他	-489	-664	-420	-420
应付票据及应付账款	253	277	251	242	投资活动现金流净额	-2661	-1168	-924	-925
其他流动负债	1126	957	909	895	股权融资	3063	6	0	0
流动负债合计	2293	2347	2474	2650	债务融资	-342	429	400	400
其他	1369	1605	1805	2005	其他	-908	-235	-389	-480
非流动负债合计	1369	1605	1805	2005	筹资活动现金流净额	1813	199	11	-80
负债合计	3661	3952	4279	4655	现金及现金等价物净增加额	2146	-312	317	454
股本	728	730	730	730					
资本公积金	5636	5640	5640	5640					
未分配利润	6113	6319	6835	7477					
少数股东权益	46	44	42	38					
其他	-299	-182	-33	150					
所有者权益合计	12223	12551	13213	14036					
负债和所有者权益总计	15885	16503	17492	18691					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048