

中矿资源 (002738.SZ)

投资建设铜矿及综合循环回收项目，多金属布局稳步推进

事件概述：12 月 27 日公司公告两项投资事项。(1) 投资建设 Kitumba 铜矿项目，规划采选冶一体化年均产铜 5 万吨，总投资 41 亿元；(2) 投资建设 Tsumeb 冶炼厂多金属综合循环回收项目，规划年产锗锭 33 吨、镓 11 吨、锌 1.09 万吨，总投资 16 亿元。

铜：赞比亚 Kitumba 铜矿项目规划 5 万吨一体化产能，预计 2026 年底投产。2024 年 3 月公司收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 股权。项目位于赞比亚中央省 Mumbwa 地区，交通条件良好，矿权内含铜资源量 67.6 万吨 @1.62%。公司规划建设采选冶一体化产能。采选方面，规划原矿采选 350 万吨/年，0.35%-0.60% 低品位矿石进行堆浸回收铜金属，设计处理规模 100 万吨/年。冶炼方面，公司规划 6 万吨冶炼设计产能，服务年限内年均产 5 万吨铜+11 万吨硫酸。项目基建期 1.5 年，加上前期准备时间 0.5 年，预计 2026 年底建成投产。成本方面，根据公司可研，不考虑硫酸摊薄，铜税前单位完全成本 5509 美元/吨。随着 Kitumba 项目推进，公司有望正式入局铜资源开发业务。

锗：Tsumeb 冶炼厂多金属综合循环回收项目，预计 2026 年投产。2024 年 3 月公司收购 Tsumeb 冶炼厂 98% 股权。项目位于纳米比亚楚梅布地区，通过铁路与大西洋港口鲸鱼湾相连，基础设施完善，交通运输便利。冶炼厂现有 26 万吨/年精矿处理能力，通过技改后预计可提升至 37 万吨/年。Tsumeb 冶炼厂保有资源量锗 746 吨 @253.51 克/吨、镓 410 吨 @139.16 克/吨，锌 21 万吨 @7.12%。公司规划建设 20 万吨锗锌渣年处理能力，设计年产锗锭 33 吨、工业镓 11 吨、锌锭 1.09 万吨，我们预计项目建设周期约 1 年，预计 2026 年投产。盈利方面，公司基于锗 2667 美元/kg (据亚洲金属网 24Q4 均价 2909 美元/kg)、锌 2760 美元/吨 (据 ifind 24Q4 均价 3055 美元/吨) 假设，预计达产后项目年收入 13,499 万美元，年利润总额 5354 万美元，对应增加年归母净利 2.6 亿元，净利率 27%。锗镓广泛用于红外、半导体、军工等前端领域，具备显著战略属性。公司项目位于海外，有望充分受益于中美博弈、出口管制背景下战略小金属海外价格中枢上移。未来看，公司将围绕 Tsumeb 冶炼厂建设多金属综合回收利用中心，充分利用在手资源与优质项目，拓展稀有金属板块增长点。

投资建议：公司以地勘服务起家，多金属资源开发平台发展路径清晰：(1) 锂盐高度一体化生产有望平稳度过出清周期；(2) 公司把持全球仅存在产铯榴石资源，主要竞争对手因缺少原料退出市场，公司逐步主导全球铷铯供应；(3) 铜矿业务实现突破，矿权禀赋优质具备增储空间；(4) 锗镓业务有望快速放量，充分受益于中美博弈带来的战略金属价值上移。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 50/53/62 亿元，归母净利为 8.4/10.6/14.3 亿元，对应 PE31/25/18.5 倍，维持“增持”评级。

风险提示：项目建设不及预期；金属价格波动；地缘政治风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,041	6,013	4,952	5,337	6,167
增长率 yoy (%)	232.5	-25.2	-17.7	7.8	15.6
归母净利润 (百万元)	3,295	2,208	844	1,061	1,432
增长率 yoy (%)	485.8	-33.0	-61.8	25.6	35.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	4.57	3.06	1.17	1.47	1.98
净资产收益率 (%)	43.9	18.1	6.8	8.0	10.0
P/E (倍)	8.0	12.0	31.4	25.0	18.5
P/B (倍)	3.5	2.2	2.1	2.0	1.8

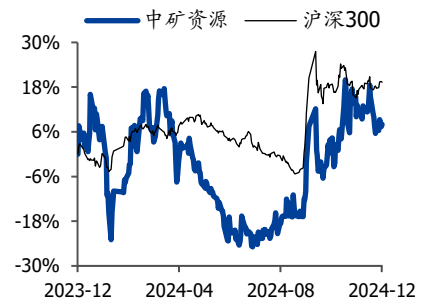
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 12 月 27 日收盘价

增持 (维持)

股票信息

行业	小金属
前次评级	增持
12 月 27 日收盘价 (元)	36.70
总市值 (百万元)	26,478.75
总股本 (百万股)	721.49
其中自由流通股 (%)	98.58
30 日日均成交量 (百万股)	16.62

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

相关研究

- 1、《中矿资源 (002738.SZ)：地勘服务起家，冉冉升起的多金属矿产新星》 2024-11-14

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6232	8063	6261	7329	8816
现金	2912	4915	2608	3672	5028
应收票据及应收账款	464	374	344	356	394
其他应收款	75	156	101	104	120
预付账款	185	168	182	193	208
存货	1581	1445	1752	1723	1772
其他流动资产	1015	1004	1274	1280	1295
非流动资产	5250	7822	10220	10232	10195
长期投资	12	39	60	83	105
固定资产	956	2178	4493	4468	4397
无形资产	1836	1853	2103	2078	2053
其他非流动资产	2447	3752	3565	3603	3640
资产总计	11482	15885	16482	17561	19012
流动负债	2312	2293	2259	2489	2793
短期借款	495	914	1114	1314	1514
应付票据及应付账款	272	253	271	277	298
其他流动负债	1545	1126	874	899	981
非流动负债	1636	1369	1807	1807	1807
长期借款	791	553	753	753	753
其他非流动负债	844	816	1054	1054	1054
负债合计	3948	3661	4066	4296	4600
少数股东权益	25	46	43	43	45
股本	462	728	430	430	430
资本公积	2680	5636	5640	5640	5640
留存收益	4619	6318	6848	7697	8842
归属母公司股东权益	7510	12178	12373	13221	14367
负债和股东权益	11482	15885	16482	17561	19012

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2050	3002	791	1714	2076
净利润	3295	2202	842	1061	1433
折旧摊销	143	181	466	573	617
财务费用	-30	100	49	53	53
投资损失	-78	-13	-34	0	0
营运资金变动	-1242	459	-495	27	-28
其他经营现金流	-38	74	-38	0	0
投资活动现金流	-1636	-2661	-3036	-584	-580
资本支出	-343	-2171	-2744	-524	-523
长期投资	-1400	-556	-52	-60	-57
其他投资现金流	106	67	-240	0	0
筹资活动现金流	665	1813	83	-66	-140
短期借款	89	418	200	200	200
长期借款	187	-238	200	0	0
普通股增加	136	267	-299	0	0
资本公积增加	-8	2956	4	0	0
其他筹资现金流	260	-1590	-22	-266	-340
现金净增加额	1093	2146	-2307	1064	1356

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8041	6013	4952	5337	6167
营业成本	3783	2718	3154	3265	3544
营业税金及附加	58	138	178	185	213
营业费用	49	73	40	42	49
管理费用	268	384	358	297	351
研发费用	237	172	138	139	165
财务费用	-29	166	236	256	294
资产减值损失	-3	0	0	0	0
其他收益	10	95	67	91	105
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	78	16	34	0	0
资产处置收益	35	-6	1	0	0
营业利润	3810	2427	948	1242	1656
营业外收入	5	1	46	0	0
营业外支出	2	8	6	0	0
利润总额	3813	2420	988	1242	1656
所得税	518	218	146	182	223
净利润	3295	2202	842	1061	1433
少数股东损益	0	-6	-2	0	1
归属母公司净利润	3295	2208	844	1061	1432
EBITDA	3811	2763	1690	2071	2568
EPS (元/股)	4.57	3.06	1.17	1.47	1.98

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	232.5	-25.2	-17.7	7.8	15.6
营业利润(%)	445.1	-36.3	-60.9	31.0	33.3
归属母公司净利润(%)	485.8	-33.0	-61.8	25.6	35.0
获利能力					
毛利率(%)	53.0	54.8	36.3	38.8	42.5
净利率(%)	41.0	36.7	17.1	19.9	23.2
ROE(%)	43.9	18.1	6.8	8.0	10.0
ROIC(%)	33.3	16.9	7.2	8.2	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	34.4	23.0	24.7	24.5	24.2
净负债比率(%)	-12.4	-26.7	-4.1	-10.4	-17.6
流动比率	2.7	3.5	2.8	2.9	3.2
速动比率	1.9	2.6	1.6	1.9	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.4	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	22.2	14.4	13.8	15.3	16.5
应付账款周转率	17.9	12.8	15.8	15.6	16.3
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.57	3.06	1.17	1.47	1.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.84	4.16	1.10	2.38	2.88
每股净资产(最新摊薄)	10.41	16.88	17.15	18.32	19.91
估值比率					
P/E	8.0	12.0	31.4	25.0	18.5
P/B	3.5	2.2	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.8	8.7	15.4	12.1	9.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com