

## 铜锗项目可研落地，多金属平台加速形成

2025年01月05日

► **公司发布投资建设赞比亚铜矿项目、纳米比亚冶炼厂项目公告。**公司近日发布投资建设赞比亚中央省 kitumba 铜矿项目、纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂多金属综合循环回收项目的公告。2024年3月公司再度快速转型，规划收购此两项目，打造新的盈利增长点，截至2024年底，两项目可研已全部完成，再次彰显中矿速度，2025年将陆续进入建设期，即使按照目前可研规划，我们预计2026年开始两项目将明显增厚公司业绩。公司在锂矿项目运营中已证明了自身优秀的增储、矿山运营、降本能力，我们预计未来有望在铜矿、锗镓项目上再现，届时将进一步增强两项目的业绩贡献。

► **铜矿项目：规划6万吨一体化产能，26Q3末完全投产。**1) **产能：**2024年7月完成对赞比亚 Kitumba 铜矿 65%股权收购，公司规划投资 5.63 亿美元建设 6 万吨阴极铜一体化项目，矿山端采用露天开采方式，选矿产品为硫化铜精矿和氧化铜精矿，冶炼端产能为 6 万吨+11 万吨硫酸副产品，矿山服务年限内达产后年均产铜 4.96 万吨；2) **建设进度：**规划 26Q2 末选矿产能建成投产，26Q3 末冶炼产能建成投产；3) **成本与业绩贡献：**根据目前可研，单吨铜 C1 现金成本 3240 美元，C3 现金成本 5367 美元，按 9200 美元的铜价假设，达产后年均增厚公司利润 9.0 亿元，同时项目增储后将延长项目服务年限，成本或有优化空间，盈利贡献有望进一步增强。

► **锗镓项目：尾渣资源丰富，有望受益于国内出口管制。**1) **尾渣资源：**2024年8月完成对纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂收购，Tsumeb 锗金属资源量 746.21 吨，平均品位 253.51 克/吨，位列全球前列，同时含有镓、铅、锑等战略金属；2) **产能及投产进度：**公司规划投资 2.23 亿美元建设 33 吨锗锭、11 吨工业镓、1.09 万吨锌锭产能，项目包括一期火法和二期湿法产线建设，我们预计 2026 年项目将完全投产；3) **业绩贡献：**锗主要应用于光纤、红外领域，镓主要应用于半导体行业，由于下游需求稳步增长，价格中枢整体呈抬升态势，2023 年 7 月中国宣布对镓锗产品进行出口管制，海外锗镓价格上涨明显，Tsumeb 锗镓项目资源、产能均分布在非洲，有望受益于国内出口管制政策。根据目前可研报告，按 2667 美元/kg 的锗锭价格、2760 美元/吨的锌价假设，项目达产后，年归母净利润总额约 0.53 亿美元。

► **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、镓锗项目，打造新的盈利增长点，目前两项目可研已落地，投产后将明显增厚公司业绩，我们预计公司 2024-2026 年归母净利 7.6、11.2 和 21.8 亿元，对应 1 月 3 日收盘价的 PE 为 32、22 和 11 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	4,494	4,991	7,563
增长率 (%)	-25.2	-25.3	11.0	51.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,208	756	1,122	2,181
增长率 (%)	-33.0	-65.8	48.4	94.3
每股收益 (元)	3.06	1.05	1.56	3.02
PE	11	32	22	11
PB	2.0	2.0	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2025 年 1 月 3 日收盘价)

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 34.05 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

- 中矿资源 (002738.SZ) 2024 年三季度报点评：业绩短期承压，铜、镓项目加速推进-2024/10/30
- 中矿资源 (002738.SZ) 深度报告：地勘赋能，多金属矿业新星展宏图-2024/08/23
- 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
- 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
- 中矿资源 (002738.SZ) 2023 年三季度报点评：锂矿开始完全自供，成本有望继续改善-2023/11/02

# 目录

<b>1 铜锗项目可研落地，多金属平台加速形成</b> .....	<b>3</b>
1.1 铜矿项目：规划 6 万吨一体化产能，26Q3 未完全投产 .....	3
1.2 锗镓项目：尾渣资源丰富，有望受益于国内出口管制 .....	6
<b>2 投资建议：多金属平台雏形加速形成</b> .....	<b>12</b>
<b>3 风险提示</b> .....	<b>13</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>15</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>15</b>

## 1 铜锆项目可研落地，多金属平台加速形成

公司近日发布投资建设赞比亚中央省 kitumba 铜矿项目、纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂多金属综合循环回收项目的公告。2024 年 3 月公司再度快速转型，规划收购此两项目，打造新的盈利增长点，截至 2024 年底，两项目可研已全部完成，再次彰显中矿速度，2025 年将陆续进入建设期，即使按照目前可研规划，我们预计 2026 年开始两项目将明显增厚公司业绩。公司在锂矿项目运营中已证明了自身优秀的增储、矿山运营、降本能力，我们预计未来有望在铜矿、锆镓项目上再现，届时将进一步增强两项目的业绩贡献。

### 1.1 铜矿项目：规划 6 万吨一体化产能，26Q3 末完全投产

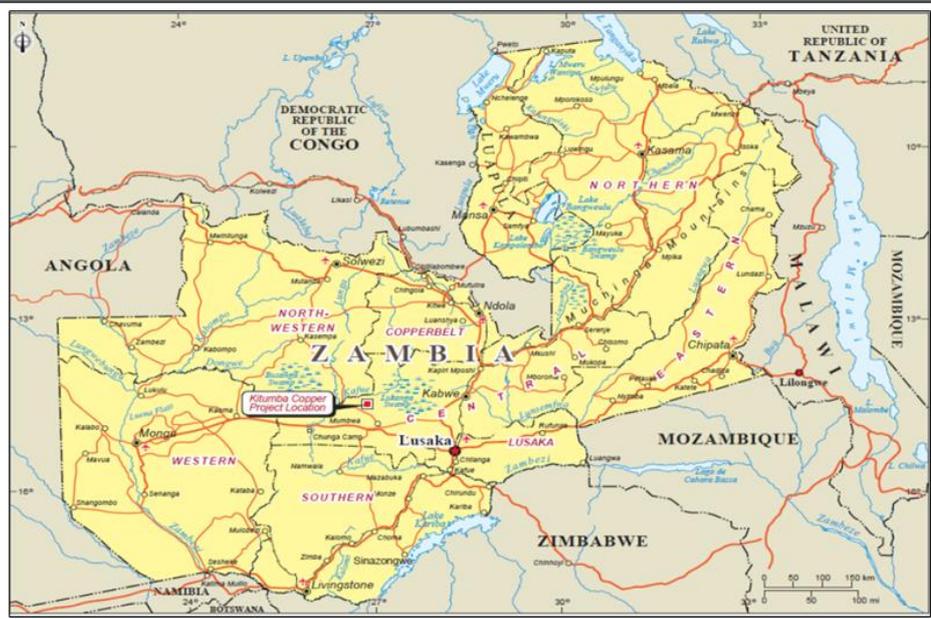
2024 年 7 月，公司完成 Kitumba 铜矿 65%股权收购。2024 年 3 月，公司规划出资 5850 万美元收购 Momentum 和 Chifupu 持有的 Junction 65%股权，Junction 主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿，2024 年 7 月交割完成，同时 Junction 更名为 Sinomine Kitumba Minerals Limited (Kitumba)，公司从而拥有 Kitumba 铜矿 65%股权，另 35%股权由 Chifupu 持有。

图1：Kitumba 铜矿股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

Kitumba 铜矿位于赞比亚中央省，基础设施条件相对完善。Kitumba 铜矿位于赞比亚中央省蒙布瓦区，距首都卢萨卡 220km，矿区海拔约 1100-1500m，气候温和，年降雨量 800-1000mm，属于中等降雨量地区，矿山交通便利，有 3 公里的内部道路通往矿区，经 D181 土路行驶 60km 可至蒙布瓦，赞比亚光照资源丰富，公司规划未来在矿区建设光伏电站以降低用电成本。

**图2: Kitumba 铜矿地理位置**


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**1%边界品位下 Kitumba 铜矿资源量 62.1 万吨, 地勘实力雄厚增储可期。**

Kitumba 铜矿采矿权面积 248.17km<sup>2</sup>, 矿权有效期自 2024 年 11 月至 2039 年 11 月, 到期可以延续。资源量方面, 在边界品位为 1% 的情况下, 矿山资源量 62.11 万吨, 平均品位 2.09%, 当边界品位降至 0.5% 的情况下, 资源量将提升至 91.73 万吨, 平均品位 1.27%, 当边界品位继续降至 0.2% 的情况下, 资源量将提升至 118.13 万吨, 平均品位为 0.78%。同时, 矿区内已勘探区域之外已发现 Kakozi、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, 公司以地勘业务起家, 海外地勘经验丰富, 矿山增储潜力值得期待。

**表1: 不同边界品位下 Kitumba 铜矿资源量及平均品位**

品位 (%)	资源类别	矿石量 (万吨)	铜平均品位 (%)	铜金属量 (万吨)
≥1	探明的	1900.4	2.34	44.50
≥1	控制的	561.6	1.75	9.85
≥1	推断的	504.3	1.54	7.76
<b>≥1</b>	<b>合计</b>	<b>2966.3</b>	<b>2.09</b>	<b>62.11</b>
≥0.5	探明的	3780.2	1.53	57.84
≥0.5	控制的	1698.3	1.04	17.71
≥0.5	推断的	1742.3	0.93	16.18
<b>≥0.5</b>	<b>合计</b>	<b>7220.8</b>	<b>1.27</b>	<b>91.73</b>
≥0.2	探明的	6159.9	1.07	65.90
≥0.2	控制的	3783.1	0.65	24.73
≥0.2	推断的	5142.2	0.54	27.50
<b>≥0.2</b>	<b>合计</b>	<b>15085.2</b>	<b>0.78</b>	<b>118.13</b>

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**规划 6 万吨一体化阴极铜+11 万吨硫酸产能。**公司规划投资 5.63 亿美元建设 6 万吨阴极铜一体化项目，矿山端采用露天开采方式，原矿产能 350 万吨，同时对 0.35%-0.60%的低品位铜资源进行堆浸处理，设计原矿产能 100 万吨，选矿产品为硫化铜精矿和氧化铜精矿，冶炼端最终产品为阴极铜，设计产能 6 万吨，矿山服务年限内达产后年均产铜 4.96 万吨，同时伴生副产品硫酸，年产能 11 万吨。

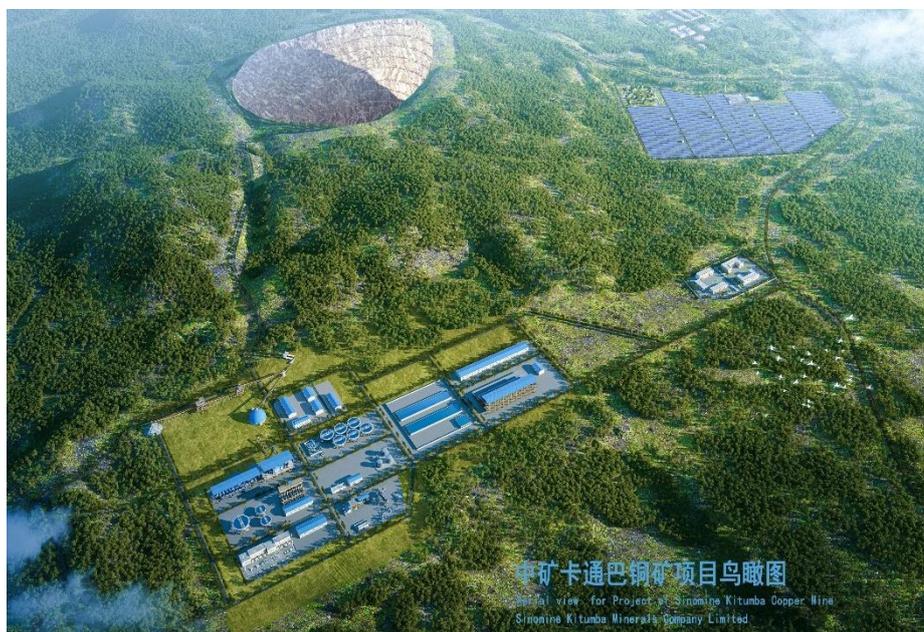
**表2: Kitumba 铜矿项目开发方案**

资本开支	矿山开采方式	选矿产品	最终产品	产能	达产后年均铜产量
5.63 亿美元	露天开采	硫化铜精矿+氧化铜精矿	阴极铜	6 万吨阴极铜+11 万吨硫酸副产品	4.96 万吨阴极铜

资料来源:公司公告,民生证券研究院

**计划 26Q2 末选矿产能建成投产, 26Q3 末冶炼产能建成投产。**根据建设规划,项目建设期 1.5 年,前期准备期 0.5 年,运营期 11 年。具体进度方面,公司计划 2025 年 3 月拿到环评,2025 年 4-5 月启动基础建设,2025 年 7 月末完成 50MW 光伏电站建设,26Q2 末选矿产线建成投产,26Q3 末冶炼建成投产。

**图3: Kitumba 铜矿项目鸟瞰图**



资料来源:公司公告,民生证券研究院

**积极申请税收优惠,企业所得税减免力度较大。**公司正在与赞比亚财政部、工贸部探讨并申请中矿经济特区及税收减免,如若申请成功,铜矿项目可享受 10 年期企业所得税税收减免,其中前 5 年企业所得税全免,6-10 年企业所得税按 75%、50%、25%减免,同时在进出口关税、当地增值税、资源税等方面也有一定政策优

惠。根据公司目标，计划在项目达产前完成经济特区及税收优惠申请。

**可研全成本 5367 美元，增储后或存优化空间。**根据可研报告，项目单吨阴极铜的 C1 现金成本 3240 美元，加上折旧后的 C2 现金成本 4091 美元，C3 现金成本 5367 美元。从成本结构来看，单位折旧较高，主要由于在 1% 边界品位设置下，矿山服务年限 12.5 年，若未来进一步增储后，项目寿命延长，单位折旧或将下降，从而成本有望优化。

**表3: Kitumba 铜矿项目目前可研成本**

成本	C1 现金成本	副产品硫酸收入	C1 现金成本 (抵扣副产品硫酸)	C2 现金成本 (C1+折旧)	C3 现金成本 (C2+各种税费)
美元/吨铜	3240.41	136.28	3104.13	4091.04	5367.05

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**按 9200 美元的铜价，项目达产后年均增厚公司利润约 9 亿元，业绩贡献显著。**即使不考虑项目未来增储后带来的成本优化，按 5367 美元的可研全成本、9200 美元的铜价测算，项目达产后单吨铜利润 3883 美元，年均贡献利润 13.9 亿，考虑 65% 的权益，增厚公司利润 9.0 亿元。

**表4: Kitumba 铜矿项目达产后利润弹性**

铜价 (美元/吨)	8500	9000	9200	9500	10000	10500	11000
单吨利润 (美元)	3133	3633	3883	4133	4633	5133	5633
利润总额 (亿元)	11.19	12.97	13.87	14.76	16.55	18.33	20.12
归母净利润 (亿元)	7.27	8.43	9.01	9.59	10.75	11.92	13.08

资料来源：公司公告，民生证券研究院测算，注：美元兑人民币汇率为 7.2，由于项目规划申请税收减免，归母净利润测算中未考虑企业所得税

## 1.2 锗镓项目：尾渣资源丰富，有望受益于国内出口管制

**2024 年 8 月完成 Tsumeb 冶炼厂收购，收购时主要看中尾渣中丰富的锗镓等战略性金属资源。**2024 年 3 月，公司规划以 4900 万美元收购 DPMT 98% 股权，DPMT 主要资产是位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂，2024 年 8 月交割完成。Tsumeb 冶炼厂为全球为数不多的能够处理复杂铜精矿的特种冶炼厂，冶炼工艺成熟，基础设施完善，工厂通过铁路与大西洋港口鲸鱼湾相连。目前铜精矿处理产能 26 万吨，通过技改有望提升至 37 万吨，副产品硫酸产能 40 万吨。公司收购时，主要看中的不是在产的铜冶炼产线，而是冶炼厂尾渣中丰富的锗镓等战略性金属资源。

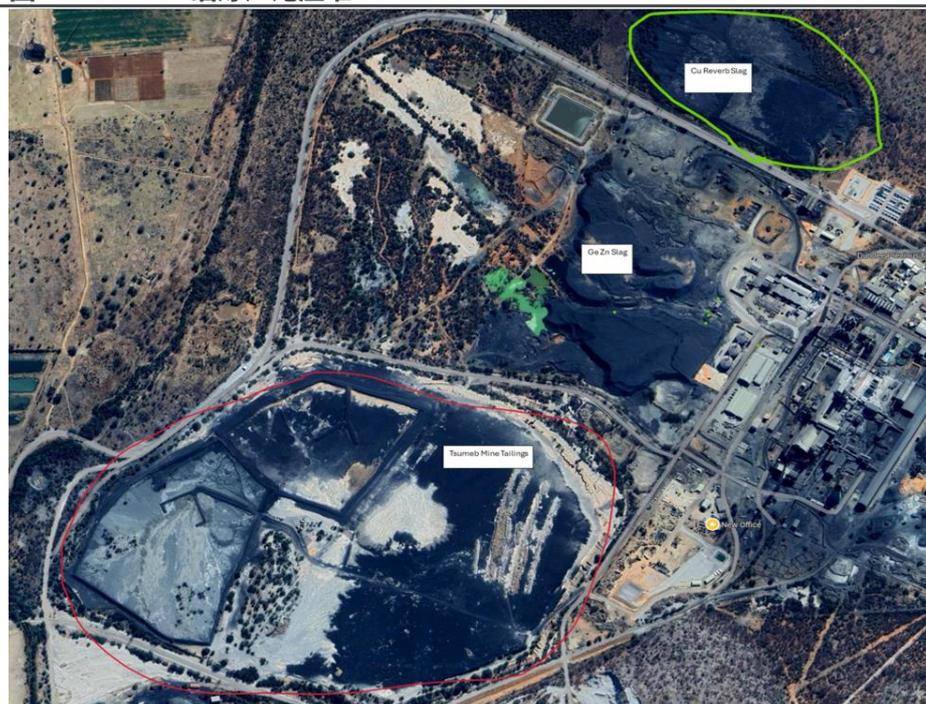
图4: Tsumeb 冶炼厂地理位置



资料来源: 公司公众号, 民生证券研究院

**Tsumeb 冶炼厂尾渣中战略金属资源丰富, 锗资源量位列全球前列。** Tsumeb 冶炼厂历史悠久, 曾进行铅锌冶炼, 后来进行复杂铜精矿冶炼, 因此在尾渣中遗留了丰富的锗镓资源。根据最新勘探报告, 冶炼厂矿石资源量 294.35 万吨, 其中锗金属资源量 746.21 吨, 平均品位 253.51 克/吨, 镓金属资源量 409.62 吨, 平均品位 139.16 克/吨, 锌金属资源量 20.95 万吨, 平均品位 7.12%, 同时含有铜、铋、铅、钼资源。全球锗资源较为稀缺, 2023 年全球锗资源储量仅 8600 吨, 主要分布在中美, Tsumeb 尾渣中锗资源位列全球前列。

图5: Tsumeb 冶炼厂尾渣堆

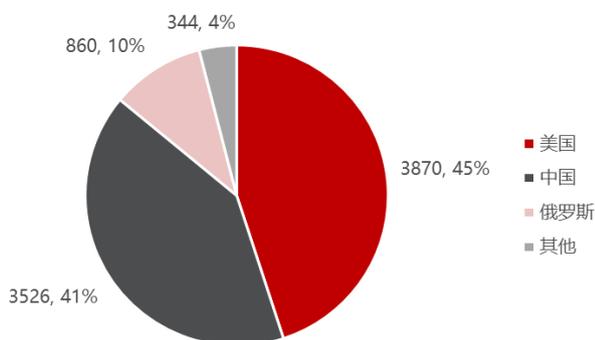


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

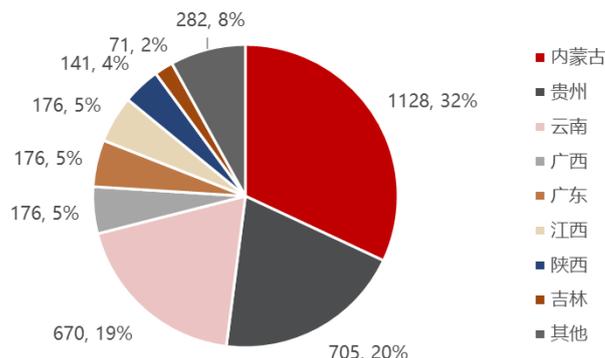
**表5: Tsumeb 冶炼厂尾渣堆资源量及品位**

金属类别	锗	镓	锌	铜	钼	铋	铅
金属资源量(吨)	746.21	409.62	209458.72	14291.10	5321.38	742.97	61739.11
平均品位	253.51g/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, 民生证券研究院

**图6: 2023 年全球锗资源储量分布 (t)**


资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

**图7: 2023 年国内锗资源储量分布 (t)**


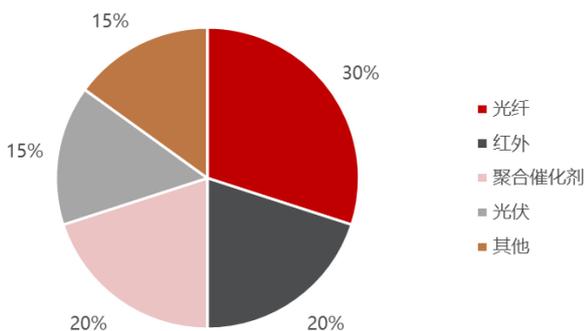
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

**规划 33 吨锗锭、11 吨工业镓、1.09 万吨锌产能。**凭借尾渣中丰富的金属资源, 公司计划投资 2.23 亿美元建设 20 万吨尾渣处理产线, 最终产品为锗锭、工业镓和锌锭, 同时伴生少量铅和铜。产能规模为 33 吨锗锭、11 吨工业镓、1.09 万吨锌锭。

**项目包括一期火法和二期湿法产线, 我们预计 2026 年完全投产。**项目将分两期进行, 一期为火法冶炼产线, 主要工艺流程为锌渣火法富集产出含锗氧化锌烟尘, 二期为湿法冶炼产线, 主要工艺流程为湿法冶炼处理氧化锌烟尘得到中间产品阴极锌、锗精矿及镓精矿, 阴极锌熔铸产出锌锭, 锗精炼产出锗锭, 镓精炼产出工业镓。考虑到建设期, 我们预计火法和湿法产线将于 2026 年完全投产。

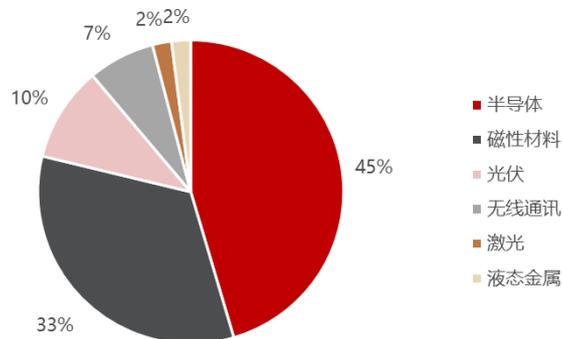
**锗主要应用于光纤、红外领域, 镓主要应用于半导体行业。**锗具有优良的红外透过率, 使其成为红外镜头的理想材料, 广泛应用于夜视仪等热成像设备, 同时在安防、医疗、工业检测领域应用潜力较大, 同时锗有助于提高光信号的传输效率, 用于制造高性能光纤, 光纤和红外领域是锗的两大最重要下游, 2023 年应用占比合计达 50%; 镓具备熔点低、高导热率以及流动性好等特性, 可以提高电子元器件的散热能力和效率, 常以砷化镓形式应用于半导体行业, 2023 年应用占比为 45%, 同时在磁性材料领域也有广泛应用。

图8: 2023 年锗下游应用分布



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

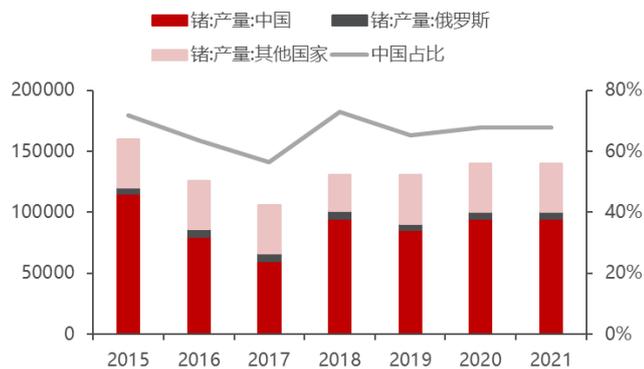
图9: 2023 年镓下游应用分布



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

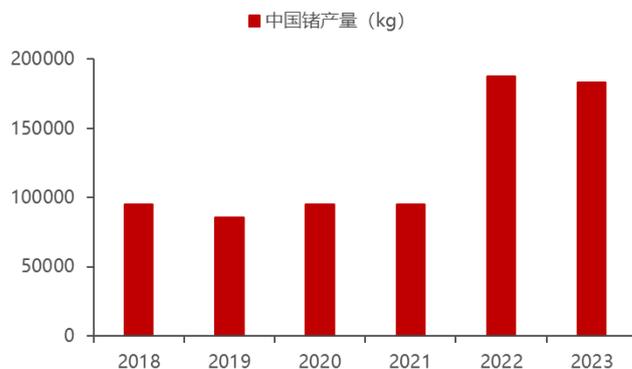
**中国在全球锗、镓供给上垄断优势较强。**根据 USGS 数据, 2021 年全球锗产量合计 140 吨, 其中中国产量 95 吨, 全球产量占比为 68%, 2022-2023 年由于下游需求快速增长, 国内锗产量增幅明显, 2023 年产量增至 184 吨, 假设 2023 年中国产量占比与 2021 年相同, 我们预计 2023 年全球锗产量约 271 吨。镓供应方面, 中国垄断优势更强, 根据 USGS 数据, 2022 年全球镓产量 610 吨, 中国产量为 600 吨, 全球产量占比高达 98%, 2023 年中国镓产量增至 844 吨, 假设 2023 年中国产量占比与 2022 年相同, 我们预计 2023 年全球镓产量约 861 吨。

图10: 全球锗产量 (kg, %)



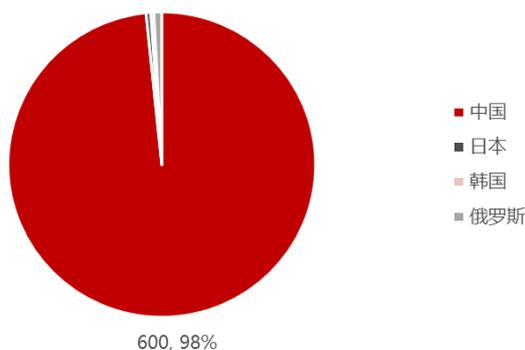
资料来源: USGS, 民生证券研究院

图11: 中国锗产量



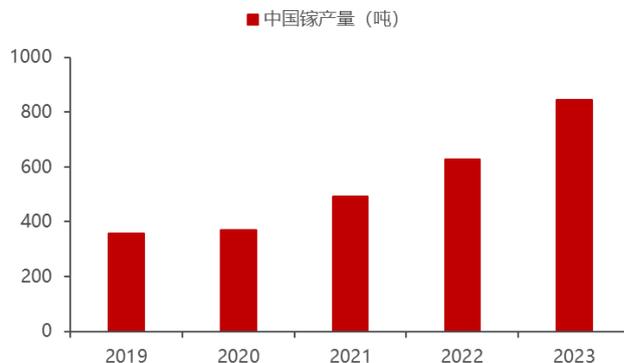
资料来源: USGS, 亚洲金属网, 民生证券研究院

图12: 2022 年全球镓产量分布 (吨)



资料来源: USGS, 民生证券研究院

图13: 中国镓产量



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

**2023 年 8 月开始, 中国对镓锗进行出口管制。**2023 年 7 月 3 日, 中国商务部、海关总署发布关于对镓、锗相关物项实施出口管制的公告, 自 2023 年 8 月 1 日起正式实施。公告对镓相关的金属镓、氮化镓、氧化镓、磷化镓、砷化镓、铟镓砷、硒化镓、锑化镓共 8 类物项以及锗相关的金属锗、区熔锗锭、磷锗锌、锗外延生长衬底、二氧化锗、四氯化锗共 6 类物项进行出口管制, 出口经营者需要按照相关规定办理出口许可手续, 通过省级商务主管部门向商务部提出申请, 获得出口许可证后方可进行出口贸易经营。

表6: 镓、锗出口管制相关物项

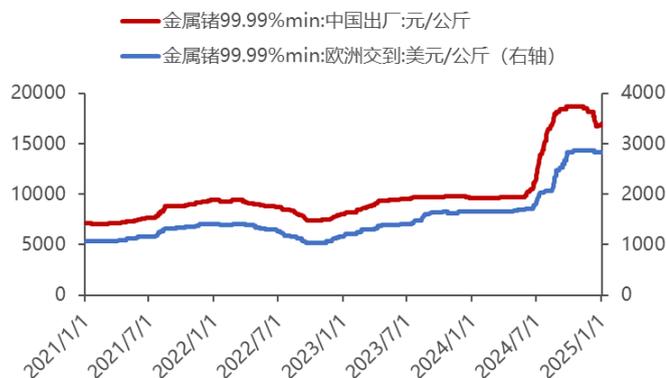
金属	具体物项	相关应用领域
镓	金属镓 (单质)	半导体和光电材料、太阳能电池、合金、医疗器械、磁性材料、光学玻璃等
	氮化镓 (包括但不限于晶片、粉末、碎料等形态)	高功率电子器件、高速光电子器件、高亮度发光二极管(LED)、高效能太阳能电池、制造紫外线激光器、无线电通信设备、医疗器械等
	氧化镓 (包括但不限于多晶、单晶、晶片、外延片、粉末、碎料等形态)	紫外探测、高功率器件等
	磷化镓 (包括但不限于多晶、单晶、晶片、外延片等形态)	制造太阳能电池、光电探测器、光电导和 LED 等器件
	砷化镓 (包括但不限于多晶、单晶、晶片、外延片、粉末、碎料等形态)	制造高速电子器件, 例如高速晶体管、高速光电探测器和高速逻辑电路等
	铟镓砷	光电芯片、红外探测器、传感器等
	硒化镓 (包括但不限于多晶、单晶、晶片、外延片、粉末、碎料等形态)	太阳能电池、光探测器及集成光电子器件以及高精度技术应用 (如高精度电子仪器、电气控制系统和光学系统) 等
	锑化镓 (包括但不限于多晶、单晶、晶片、外延片、粉末、碎料等形态)	红外探测器、激光器、发光二极管、光通信、太阳能电池等
锗	金属锗 (单质, 包括但不限于晶体、粉末、碎料等形态)	半导体、航空航天测控、核物理探测、光纤通讯、红外光学、太阳能电池、化学催化剂、生物医学等

区熔锗锭	可加工为太阳能用锗单晶或红外级锗单晶，分别用于制作太阳能电池材料及红外镜头等光学部件
磷锗锌 (包括但不限于晶体、粉末、碎料等形态)	民用领域可应用于红外光谱、红外医疗器械、大气中有害物质监测、远距离化学传感、深空探测等；国防领域可应用于红外激光定向干扰、红外遥感、激光雷达等。
锗外延生长衬底	可用于生产射频器件、光模块、LED (MiniLED 及 MicroLED)、激光器、探测器、传感器、太空太阳能电池等器件，
二氧化锗	制造其他锗产品的基础材料，广泛应用于电子、化工、塑料、光学镜头、光学玻璃、半导体材料以及光谱分析材料等
四氯化锗	四氯化锗用来生产纯金属锗，高纯四氯化锗用来制备高纯二氧化锗，纯度更高的光纤级四氯化锗可作为掺杂剂用于光纤预制棒生产中，可以实现光纤无损信号传输，大幅提高光纤性能

资料来源: wind, 民生证券研究院

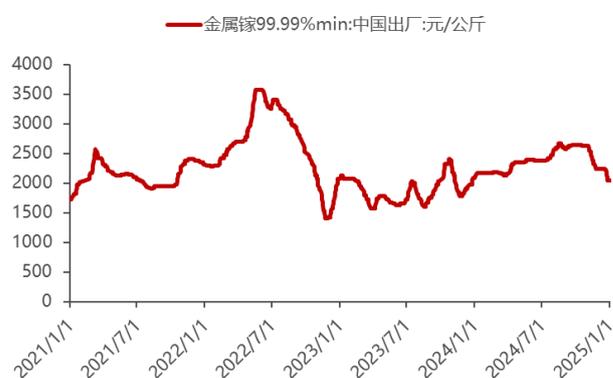
**Tsumeb 锗镓资源、产线全在海外，有望受益于出口管制政策。**随着下游需求的稳步增长，锗价中枢整体抬升，同时 2023 年 8 月中国对镓锗相关产品实行出口管制后，国内外镓锗价格明显提升，且海外产品相对国内有 35%左右溢价，截至 2024 年底，国内金属锗价格 1680 万元/吨，欧洲金属锗价格 282.5 万美元/吨 (2034 万元/吨)，国内金属镓价格 204.5 万元/吨。公司镓锗资源、产能均在非洲，有望受益于国内出口管制政策。

图14: 国内外金属锗价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图15: 国内金属镓价格



资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

**Tsumeb 项目达产后，年均归母利润总额约 0.53 亿美元。**根据公司目前可研报告，按 2667 美元/kg 的锗锭价格、2760 美元/吨的镓价假设，Tsumeb 项目达产后，年营收约 1.35 亿美元，年利润总额 0.54 亿美元，年归母利润总额约 0.53 亿美元。

## 2 投资建议：多金属平台雏形加速形成

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、镓锗项目，打造新的盈利增长点，目前两项目可研已落地，投产后将明显增厚公司业绩，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 7.6、11.2 和 21.8 亿元，对应 1 月 3 日收盘价的 PE 为 32、22 和 11 倍，维持“推荐”评级。

### 3 风险提示

**1) 锂价超预期下跌。**锂行业供给增速若超预期、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。**公司铜矿、镓锗项目建设或规划中，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、不分冶炼产能分布在海外，若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	4,494	4,991	7,563
营业成本	2,718	2,563	2,654	3,478
营业税金及附加	138	202	200	303
销售费用	73	45	50	76
管理费用	384	427	424	529
研发费用	172	157	175	265
EBIT	2,582	1,154	1,488	2,913
财务费用	166	294	202	199
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	16	20	22	33
<b>营业利润</b>	<b>2,427</b>	<b>884</b>	<b>1,313</b>	<b>2,754</b>
营业外收支	-7	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>2,420</b>	<b>886</b>	<b>1,315</b>	<b>2,757</b>
所得税	218	133	197	413
净利润	2,202	753	1,118	2,343
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,208</b>	<b>756</b>	<b>1,122</b>	<b>2,181</b>
EBITDA	2,763	1,351	1,725	3,192

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,915	3,854	4,157	4,656
应收账款及票据	374	307	341	516
预付款项	168	176	183	239
存货	1,445	1,283	1,329	1,742
其他流动资产	1,161	1,604	1,230	1,400
<b>流动资产合计</b>	<b>8,063</b>	<b>7,225</b>	<b>7,239</b>	<b>8,554</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,822</b>	<b>8,444</b>	<b>9,355</b>	<b>10,412</b>
<b>资产合计</b>	<b>15,885</b>	<b>15,669</b>	<b>16,594</b>	<b>18,966</b>
短期借款	914	914	914	914
应付账款及票据	253	244	253	332
其他流动负债	1,126	1,000	1,046	1,363
<b>流动负债合计</b>	<b>2,293</b>	<b>2,158</b>	<b>2,213</b>	<b>2,608</b>
长期借款	553	338	338	338
其他长期负债	816	1,054	1,054	1,054
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,369</b>	<b>1,392</b>	<b>1,392</b>	<b>1,391</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,661</b>	<b>3,550</b>	<b>3,605</b>	<b>3,999</b>
股本	728	721	721	721
少数股东权益	46	43	38	200
<b>股东权益合计</b>	<b>12,223</b>	<b>12,119</b>	<b>12,990</b>	<b>14,966</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15,885</b>	<b>15,669</b>	<b>16,594</b>	<b>18,966</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-25.22	-25.26	11.04	51.54
EBIT 增长率	-29.60	-55.31	28.97	95.68
净利润增长率	-32.98	-65.75	48.40	94.33
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	54.81	42.98	46.82	54.01
净利率	36.72	16.83	22.49	28.84
总资产收益率 ROA	13.90	4.83	6.76	11.50
净资产收益率 ROE	18.13	6.26	8.66	14.77
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.52	3.35	3.27	3.28
速动比率	2.64	2.30	2.41	2.36
现金比率	2.14	1.79	1.88	1.79
资产负债率 (%)	23.05	22.66	21.72	21.09
<b>经营效率</b>				
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	0.28	0.31	0.43
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.06	1.05	1.56	3.02
每股净资产	16.88	16.74	17.95	20.47
每股经营现金流	4.16	1.20	1.82	3.06
每股股利	1.00	0.34	0.51	0.99
<b>估值分析</b>				
PE	11	32	22	11
PB	2.0	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	8.29	16.96	13.29	7.18
股息收益率 (%)	2.94	1.01	1.49	2.90

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,202	753	1,118	2,343
折旧和摊销	181	197	236	279
营运资金变动	459	-112	-63	-420
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,002</b>	<b>867</b>	<b>1,310</b>	<b>2,208</b>
资本开支	-2,171	-968	-1,135	-1,321
投资	-556	188	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,661</b>	<b>-1,034</b>	<b>-706</b>	<b>-1,288</b>
股权募资	3,063	-7	0	0
债务募资	-342	-173	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,813</b>	<b>-894</b>	<b>-301</b>	<b>-421</b>
<b>现金净流量</b>	<b>2,146</b>	<b>-1,061</b>	<b>302</b>	<b>499</b>

## 插图目录

图 1: Kitumba 铜矿股权结构 .....	3
图 2: Kitumba 铜矿地理位置 .....	4
图 3: Kitumba 铜矿项目鸟瞰图 .....	5
图 4: Tsumeb 冶炼厂地理位置 .....	7
图 5: Tsumeb 冶炼厂尾渣堆 .....	7
图 6: 2023 年全球锗资源储量分布 (t) .....	8
图 7: 2023 年国内锗资源储量分布 (t) .....	8
图 8: 2023 年锗下游应用分布 .....	9
图 9: 2023 年镓下游应用分布 .....	9
图 10: 全球锗产量 (kg, %) .....	9
图 11: 中国锗产量 .....	9
图 12: 2022 年全球镓产量分布 (吨) .....	10
图 13: 中国镓产量 .....	10
图 14: 国内外金属锗价格 .....	11
图 15: 国内金属镓价格 .....	11

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 不同边界品位下 Kitumba 铜矿资源量及平均品位 .....	4
表 2: Kitumba 铜矿项目开发方案 .....	5
表 3: Kitumba 铜矿项目目前可研成本 .....	6
表 4: Kitumba 铜矿项目达产后利润弹性 .....	6
表 5: Tsumeb 冶炼厂尾渣堆资源量及品位 .....	8
表 6: 镓、锗出口管制相关物项 .....	10
公司财务报表数据预测汇总 .....	14

## 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
行业评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048