

中矿资源（002738.SZ）——半年报点评 铯业务稳中有升，多业务拓展打造新的成长曲线

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 32.67 亿元，同比+34.89%，实现归母净利润 0.89 元，同比-81.16%，实现扣非净利 750 万元，同比-98.31%。其中，25Q2 实现营收 17.30 亿元，环比+12.62%，实现归母净利润-4565 万元，环比转亏，实现扣非净利-3522 万元，环比转亏。

铯业务：上半年，稀有轻金属（铯铷盐）板块实现营收约 7.08 亿元，同比+50.43%，实现毛利约 5.11 亿元，同比+50.15%；其中，Q1/Q2 分别实现营收 3.45/3.63 亿元，Q2 环比+5.22%，Q1/Q2 分别实现毛利 2.31/2.80 亿元，Q2 环比+21.21%。公司铯盐业务实现营收和利润的大幅增长，进一步夯实行业龙头地位。

锂业务：上半年，自有锂盐产品销量约 1.79 万吨，同比+6.37%，Q1/Q2 分别销售约 0.90/0.89 万吨，另外公司于上半年对外直接销售自产锂辉石精矿约 3.48 万吨。公司锂矿&锂盐降本增效成果显著，预计 Q2 单吨锂盐完全成本约 7 万元/吨（含税）。但在锂价低迷情况下，公司锂业务总体有所亏损。面对锂行业价格压力，公司一方面于今年 5 月启动对年产 2.5 万吨锂盐生产线进行综合技术升级改造，预计时间为 6 个月，另一方面公司今年计划于津巴布韦逐步启动 3 万吨/年硫酸锂产能布局。

铜业务：公司 Kitumba 采选冶一体化项目，采选工程项目设计规模为原矿 350 万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年。目前项目已完成初步设计工作，采矿工程已于 2025 年 3 月 1 日开工，选矿、冶炼厂房建设计划于 5 月上旬开工，330KV 输变电路完成 EPC 招标工作。

锆业务：上半年，Tsumeb 冶炼厂铜冶炼业务因加工费 TC/RC 水平显著下降，造成约 2 亿元人民币亏损，目前这部分业务基本已经停止，下半年影响有限。另外，公司已启动投资建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能锆锭 33 吨/年、工业铪 11 吨/年、铌锭 1.09 万吨/年。目前火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行。

风险提示：市场需求不达预期；公司扩产进度低于预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。

下调 2025 年盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 65.66/73.08/104.42（原预测 58.61/78.10/115.29）亿元，同比增速 22.4%/11.3%/42.9%；归母净利润分别为 5.46/17.50/27.71（原预测 10.11/16.95/28.05）亿元，同比增速 -27.9%/220.5%/58.4%；摊薄 EPS 分别为 0.76/2.42/3.84 元，当前股价对应 PE 为 54/17/11X。考虑到公司拥有强大的地勘能力，能够赋能矿山开发，铯铷盐业务稳步发展，锂矿&锂盐业务降本增效成果显著，同时打造铜&锆领域新的成长曲线，中长期成长性强，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,013	5,364	6,566	7,308	10,442
(+/-%)	-25.2%	-10.8%	22.4%	11.3%	42.9%
净利润(百万元)	2,208	757	546	1,750	2,771
(+/-%)	-33.0%	-65.7%	-27.9%	220.5%	58.4%
每股收益(元)	3.03	1.05	0.76	2.42	3.84
EBIT Margin	42.1%	19.8%	17.0%	29.6%	33.2%
净资产收益率(ROE)	18.1%	6.2%	4.3%	12.7%	17.6%
市盈率(PE)	13.4	38.8	53.7	16.8	10.6
EV/EBITDA	12.3	23.9	20.5	11.8	7.9
市净率(PB)	2.43	2.41	2.34	2.13	1.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·小金属

证券分析师：刘孟尧

010-88005312

liumengyao@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyao hong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	40.56 元
总市值/流通市值	29264/28840 百万元
52 周最高价/最低价	43.28/26.57 元
近 3 个月日均成交额	760.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中矿资源（002738.SZ）财报点评：多金属布局抵御锂行业下行压力，未来成长可期》——2025-04-27
- 《中矿资源（002738.SZ）深度报告：锂矿山持续降本，多元化布局逐步形成》——2024-11-19
- 《中矿资源（002738.SZ）半年报点评：锂矿山持续降本，铜矿山打造新成长曲线》——2024-08-18
- 《中矿资源（002738.SZ）年报点评：锂原料完全实现自给，加大铜领域布局》——2024-05-06
- 《中矿资源（002738.SZ）三季报点评：三季度利润环比明显提升，锂原料完全实现自给》——2023-10-31

公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 32.67 亿元，同比+34.89%，实现归母净利润 0.89 元，同比-81.16%，实现扣非净利 750 万元，同比-98.31%，实现经营活动产生的现金流量净额-3.52 亿元，同比-228.59%。其中，25Q2 实现营收 17.30 亿元，环比+12.62%，实现归母净利润-4565 万元，环比转亏，实现扣非净利-3522 万元，环比转亏。公司此前已发过业绩预告，业绩在指引范围内。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

铯业务：2025 年上半年，公司稀有轻金属（铯钾盐）板块实现营收约 7.08 亿元，同比+50.43%，实现毛利约 5.11 亿元，同比+50.15%；其中，Q1/Q2 分别实现营收 3.45/3.63 亿元，Q2 环比+5.22%，Q1/Q2 分别实现毛利 2.31/2.80 亿元，Q2 环比+21.21%。另外在上半年，铯钾盐精细化工业务实现营收约 4.07 亿元，同比+24.93%，实现毛利约 3.11 亿元，同比+26.63%；甲酸铯租赁业务实现营收约 3.01 亿元，同比+107.63%，实现毛利约 2.01 亿元，同比+110.63%。总体来看公司铯盐业务实现营收和利润的大幅增长，进一步夯实行业龙头地位。

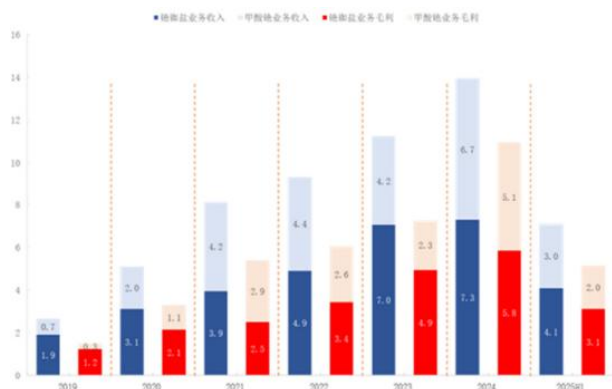
锂业务：2025 年上半年，公司自有锂盐产品销量约 1.79 万吨，同比+6.37%，Q1/Q2 分别销售约 0.90/0.89 万吨，另外公司于上半年对外直接销售自产锂辉石精矿约 3.48 万吨。公司充分发挥资源优势，调整原料供给结构，提高锂辉石占比，从而降低锂盐生产成本，预计 Q2 单吨锂盐完全成本约 7 万元/吨（含税）。国产电碳 25Q1/Q2 均值分别为 7.52/6.51 万元/吨，Q2 环减约 13%，锂价低迷情况下，公司锂业务总体有所亏损。公司于 Q2 还计提了 4000 多万元资产减值损失，预计主要来自于 Tanco 高成本锂辉石库存。面对锂行业价格压力，公司积极践行各项降本增效措施，一方面于今年 5 月启动对年产 2.5 万吨锂盐生产线进行综合技术升级改造，投资建设年产 3 万吨高纯锂盐技改项目，预计停产检修及技改时间为 6 个月，另一方面公司今年计划于津巴布韦逐步启动 3 万吨/年硫酸锂产能布局。

铜业务：公司于 2024 年 7 月收购赞比亚 Kitumba 铜矿项目，启动投资建设 Kitumba 采选冶一体化项目，采选工程项目设计规模为原矿 350 万吨/年，冶炼项目设计产能为阴极铜 6 万吨/年。目前项目已完成初步设计工作，采矿工程已于 2025 年 3 月 1 日开工，选矿、冶炼厂房建设计划于 5 月上旬开工，330KV 输变电路完成 EPC 招标工作。项目预计将于 2026 年三季度建成投产。

锆业务：公司于 2024 年 8 月收购纳米比亚 Tsumeb 项目，冶炼厂尾渣含有多有经济利用价值的有价金属资源。今年上半年，Tsumeb 冶炼厂铜冶炼业务因加工费 TC/RC 水平显著下降，造成约 2 亿元人民币亏损，Q1/Q2 各造成约 1 亿元人民币的亏损，目前这部分业务基本已经停止，下半年影响有限。另外，公司已启动投资建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能锆锭 33 吨/年、工业铯 11

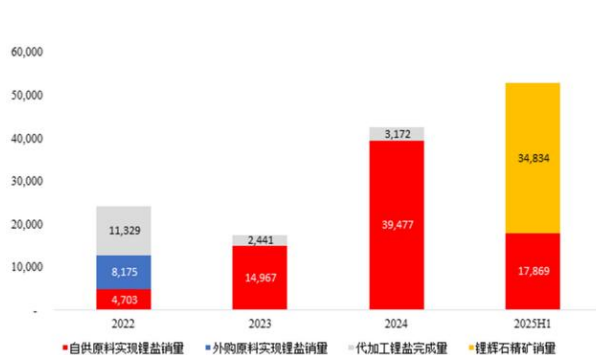
吨/年、锌锭 1.09 万吨/年。目前火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行，预计今年或有部分锗产品贡献。

图3：公司稀有轻金属（铯铷盐）板块业绩情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司锂电新能源板块销售情况（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

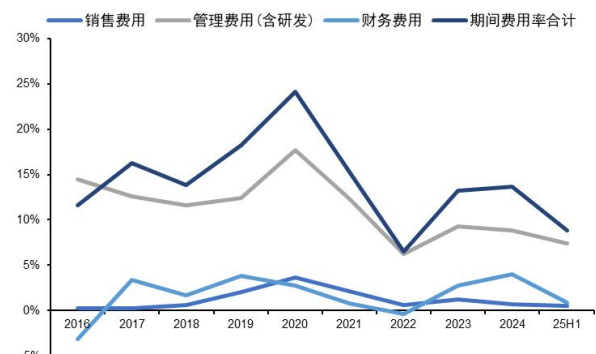
财务数据方面：①截止至今年半年度，公司资产负债率为 29.45%；在手货币约 34.06 亿元，同比+3.90%；在手存货约 26.71 亿元，同比+33.22%。②在期间费用方面，公司今年上半年销售费用约 1700 万元，同比+20.87%；管理费用约 1.98 亿元，同比+18.71%；研发费用约 4395 万元，同比-14.24%；财务费用约 2945 万元，同比-81.64%，同比大幅下降主要是因为去年同期津巴布韦货币汇率变动导致汇兑损失较大。③在分红方面，公司今年上半年完成了 2024 年年度权益分派实施工作，现金分红总额约 3.61 亿元。

图5：公司资产负债率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司期间费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。下调公司 2025 年的盈利预测，预计 2025-2027 年营收分别为 65.66/73.08/104.42（原预测 58.61/78.10/115.29）亿元，同比增速 22.4%/11.3%/42.9%；归母净利润分别为 5.46/17.50/27.71（原预测 10.11/16.95/28.05）亿元，同比增速-27.9%/220.5%/58.4%；摊薄 EPS 分别为 0.76/2.42/3.84 元，当前股价对应 PE 为 54/17/11X。考虑到公司拥有强大的地勘能力，能够赋能矿山开发，铯铷盐业务稳步发展，锂矿&锂盐业务降本增效成果显著，同时打造铜&锗领域新的成长曲线，中长期成长性强，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	4915	4084	2659	2392	2644	营业收入	6013	5364	6566	7308	10442
应收款项	530	864	540	601	858	营业成本	2718	3607	4776	4398	5903
存货净额	1445	2142	1614	1439	1955	营业税金及附加	138	183	144	161	230
其他流动资产	558	567	525	585	835	销售费用	73	39	36	40	57
流动资产合计	8063	8137	5818	5495	6773	管理费用	384	361	491	536	724
固定资产	2975	3722	5297	6773	8126	研发费用	172	113	98	110	157
无形资产及其他	1853	2431	2333	2236	2139	财务费用	166	216	66	73	104
投资性房地产	2956	2879	2879	2879	2879	投资收益	16	44	50	50	50
长期股权投资	39	25	25	25	25	资产减值及公允价值变动	1	34	(30)	0	0
资产总计	15885	17193	16352	17408	19941	其他收入	(125)	(94)	19	38	(9)
短期借款及交易性金融负债	1080	1715	300	300	300	营业利润	2427	941	1092	2187	3464
应付款项	253	554	435	387	526	营业外净收支	(7)	19	0	0	0
其他流动负债	960	1049	1360	1238	1692	利润总额	2420	960	1092	2187	3464
流动负债合计	2293	3318	2094	1925	2518	所得税费用	218	206	546	437	693
长期借款及应付债券	553	342	342	342	342	少数股东损益	(6)	(3)	0	0	0
其他长期负债	816	1045	1045	1045	1045	归属于母公司净利润	2208	757	546	1750	2771
长期负债合计	1369	1387	1387	1387	1387	现金流量表（百万元）					
负债合计	3661	4705	3482	3313	3906	净利润	2208	757	546	1750	2771
少数股东权益	46	307	307	307	307	资产减值准备	42	11	6	4	4
股东权益	12178	12181	12563	13788	15728	折旧摊销	170	364	486	618	740
负债和股东权益总计	15885	17193	16352	17408	19941	公允价值变动损失	(1)	(4)	30	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	100	99	66	73	104
每股收益	3.03	1.05	0.76	2.42	3.84	营运资本变动	(199)	(374)	1092	(110)	(428)
每股红利	0.83	1.15	0.23	0.73	1.15	其它	781	(253)	(6)	(4)	(4)
每股净资产	16.72	16.88	17.41	19.11	21.80	经营活动现金流	3002	500	2154	2258	3084
ROIC	19%	5%	4%	14%	20%	资本开支	(2178)	(1011)	(2000)	(2000)	(2000)
ROE	18%	6%	4%	13%	18%	其它投资现金流	(483)	130	0	0	0
毛利率	55%	33%	27%	40%	43%	投资活动现金流	(2661)	(881)	(2000)	(2000)	(2000)
EBIT Margin	42%	20%	17%	30%	33%	权益性融资	(9)	54	0	0	0
EBITDA Margin	45%	27%	24%	38%	40%	负债净变化	(238)	(211)	0	0	0
收入增长	-25%	-11%	22%	11%	43%	支付股利、利息	(602)	(831)	(164)	(525)	(831)
净利润增长率	-33%	-66%	-28%	220%	58%	其它融资现金流	2662	632	(1415)	0	0
资产负债率	23%	29%	23%	21%	21%	融资活动现金流	1813	(357)	(1579)	(525)	(831)
股息率	2.1%	2.8%	0.6%	1.8%	2.8%	现金净变动	2146	(727)	(1425)	(267)	252
P/E	13.4	38.8	53.7	16.8	10.6	货币资金的期初余额	2236	4381	4084	2659	2392
P/B	2.4	2.4	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	4381	3655	2659	2392	2644
EV/EBITDA	12.3	23.9	20.5	11.8	7.9	企业自由现金流	755	(515)	136	236	1087
						权益自由现金流	414	(86)	(1268)	261	1112

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032