

中矿资源 (002738.SZ): “锂+铯铷+铜锗” 三线布局, 多曲线支撑公司成长弹性增强

2025 年 9 月 9 日

推荐/首次

中矿资源

公司报告

投资要点:

公司已由地勘公司成长为矿产资源产业链一体化的矿业集团化企业。公司成立于 1999 年, 后于 2014 年在深交所上市。公司立足国内及海外的固体矿产勘探技术服务, 先后承接了中国有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、北方工业津巴布韦铂钯矿和刚果(金)科米卡铜钴矿、紫金矿业刚果(金)卡莫阿铜矿等国际重大项目, 逐步形成全球化地勘业务布局。据公司 2025 年半年报, 公司在海内外拥有参控股子公司 20 多家, 公司及所属子公司共计拥有各类矿业权 73 处, 其中采矿权 15 处、探矿权 44 处、地表租约 14 处。公司已成长为拥有矿产资源全产业链的矿业集团化企业。

公司主营业务分为三类: 锂板块 (25H1 营收占比 40%, 毛利占比 24%), 铯铷板块 (25H1 营收占比 22%, 毛利占比 87%), 铜锗等多金属板块 (规划建设, 预计于 2026 年起业绩逐渐兑现)。

(1) 锂板块为公司当前核心业务, 成长弹性持续提升。公司锂盐生产矿石原料自给率达 100%。公司现有及在建锂盐产能合计 7.1 万吨/年。其中, 已投产年产能 4.1 万吨, 公司另有年产能 3 万吨的碳酸锂/氢氧化锂柔性生产线预计于 2025 年底改造完成。以生产一吨锂盐需要八吨锂辉石/透锂长石测算, 公司锂辉石及透锂长石精矿产能 (60 万吨) 可以 100% 覆盖公司规划锂盐产能对应的生产需求 (约 57 万吨), 这将帮助公司有效实现降本增效并抵御锂矿石价格波动市场风险。考虑到今年下半年锂盐价格回升, 且公司 2.5 万吨锂盐产线于 6 月份停产技改升级后, 公司在产锂盐年产能仍达 4.1 万吨, 因此预计 2025 公司锂盐产量与 2024 年基本一致。技改产能升级与锂盐价格的回升预计提升公司锂盐产量及业绩表现, 2026-2027 年公司锂盐产能利用率或达 80%/100%, 对应锂盐销量或达 56800 吨/71000 吨, 较 2024 年分别提升 +33%/+66%。

(2) 铯铷板块为公司已发展的第二增长曲线, 铯铷业务稳定强增长。公司为全球铯铷资源龙头企业, 在铯铷行业拥有垄断性的资源优势。公司控制了全球 80% 以上的铯榴石矿产资源, 并有大量伴生钽资源。同时, 公司是铯铷盐精细化工领域的全球龙头, 拥有完备的铯产业链一体化制造能力。考虑到 2025 年底公司铯铷盐新建产能的完成 (较 2024 年 +50% 至 1500 吨), 叠加钙钛矿电池薄膜添加剂等新兴应用对铯铷需求的持续拉升, 2025-2027 年间公司铯铷盐产量或分别达到 1100 吨/1275 吨/1440 吨, 对应产能利用率或分别为 73%/85%/96%。综合考虑, 2025-2027 年间, 公司铯铷盐板块营收或分别达到 16.57 亿元/19.30 亿元/22.19 亿元, 毛利或分别达到 12.26 亿元/14.67 亿元/17.31 亿元。公司产量的外扩叠加铯铷价格中枢的稳定上行, 使得铯铷盐板块业绩表现及盈利能力仍有较强成长弹性, 铯铷板块已成为公司稳定的第二增长曲线。

公司简介:

公司成立于 1999 年, 后于 2014 年在深交所上市。公司立足国内及海外的固体矿产勘探技术服务, 先后承接了中国有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、北方工业津巴布韦铂钯矿和刚果(金)科米卡铜钴矿、紫金矿业刚果(金)卡莫阿铜矿等国际重大项目, 逐步形成全球化地勘业务布局。据公司 2025 年半年报, 公司在海内外拥有参控股子公司 20 多家, 公司及所属子公司共计拥有各类矿业权 73 处, 其中采矿权 15 处、探矿权 44 处、地表租约 14 处。公司已成长为拥有矿产资源全产业链的矿业集团化企业。

资料来源: 公司公告、同花顺

未来 3-6 个月重大事项提示:

无。

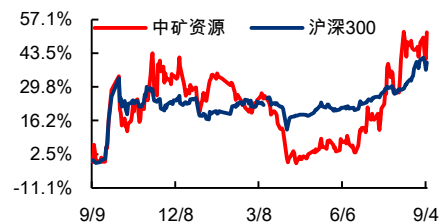
资料来源: 公司公告、同花顺

交易数据

| | |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元) | 42.63-28.13 |
| 总市值 (亿元) | 307.07 |
| 流通市值 (亿元) | 302.62 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 72,149/72,149 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | -/- |
| 52 周日均换手率 | 2.98 |

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520100001

研究助理: 闵泓朴

（3）铜锗等多金属板块为公司规划的第三成长曲线，在建项目达产后年产值或至 60 亿元。

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

铜矿开发助力公司打开第三成长曲线。公司于 2024 年收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 股权，拟投资 5.63 亿美元建设 Kitumba 铜矿采选冶一体化项目。该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，副产品硫酸 10 万吨/年。以 80000 元/吨铜价测算，该项目达产后年产值可达 48 亿元。项目采矿、选矿厂工程已于 2025 年 3 月、7 月开工建设，预计于 2026 年 7 月投产，并于 2026 年年底达产。根据公司长期产能规划，至 2030 年左右，赞比亚铜矿产能可提升至约 10 万吨。公司已与赞比亚政府达成合作，铜矿项目获得十年免税特权，叠加赞比亚铜矿的优秀资源禀赋（高品位）、公司对尾矿资源的低成本获取能力、公司自建能源项目对用电成本的降低，公司铜生产成本有望在目前 5500 美元/吨的可研成本下进一步降低。公司铜板块业绩表现与盈利能力有望随产能提升不断优化，铜矿开发将帮助公司抵御铜价周期性风险，并助力公司打开第三成长曲线。

Tsumeb 冶炼厂投产或为公司提供新的业绩爆发增长点。公司于 2024 年 8 月收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂 98% 股权，成交价约为 2000 万美元，维护成本约为 1000 万美元，得到大量锗镓锌尾矿资源。公司拟投资 2.23 亿美元建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能为锗锭 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年。截至 25H1，火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行，预计于年内建成并启动试生产，届时公司将拥有锗产能 10-15 吨/年。至 2026 年，一期锗产能或逐渐达产，全部设计产能或于 2026 年底建成。根据公司尾矿资源储量及设计年产能测算，公司锗/镓/锌产能达产后，资源可供生产年限分别为 23/37/19 年。以海外锗锭 4000 美元/千克、工业镓 800 美元/千克、锌锭 3000 美元/吨测算，设计产线完全达产后，年产值可达约 12.4 亿元（锗约 9.4 亿元，锌约 2.3 亿元，镓约 0.6 亿元），将为公司提供新的业绩爆发增长点。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 60.81/80.64/10.99 亿元，归母净利润分别为 7.36/16.41/26.98 亿元，对应 EPS 为 1.02/2.27/3.74 元/股，对应 PE 分别为 38.80X/17.39X/10.58X。公司锂、铯、铜、锗、镓、锌多金属技改及新建项目投产推动公司整体产能提升，多金属布局提升公司成长弹性。公司锂盐板块或随行业周期底部上行而迎来利润修复，铯铷板块或维持稳定强增长，铜锗镓锌项目的投产或推动公司业绩爆发，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：项目投产情况不及预期风险，项目完成时间晚于预期风险，锂价超预期下行风险，下游新能源汽车行业发展不及预期风险。

财务指标预测

| 指标 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 6,013.32 | 5,363.85 | 6,081.17 | 8,064.23 | 10,987.07 |
| （百万元） | | | | | |
| 增长率（%） | -25.22% | -10.80% | 13.37% | 32.61% | 36.24% |
| 归母净利润 | 2,208.16 | 756.97 | 735.63 | 1,641.27 | 2,697.70 |
| （百万元） | | | | | |
| 增长率（%） | -32.98% | -65.72% | -2.82% | 123.11% | 64.37% |

| | | | | | |
|------------|--------|-------|-------|--------|--------|
| 净资产收益率 (%) | 18.13% | 6.21% | 5.83% | 12.12% | 17.87% |
| 每股收益 (元) | 3.15 | 1.05 | 1.02 | 2.27 | 3.74 |
| PE | 12.56 | 37.68 | 38.80 | 17.39 | 10.58 |
| PB | 2.37 | 2.34 | 2.26 | 2.11 | 1.89 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 产业链一体化矿业集团，锂、铯铷、铜三线布局 | 6 |
| 1.1 公司已由地勘公司成长为产业链一体化矿业集团 | 6 |
| 1.2 公司股权结构较为分散 | 6 |
| 1.3 锂板块对公司营收起到主要贡献，铯铷板块已成长为公司重要盈利来源 | 7 |
| 2. 锂矿端资源储量丰富，锂盐原料自给率达 100% | 8 |
| 2.1 矿端锂资源储量丰厚，配套产能充足 | 8 |
| 2.2 锂盐产能持续提升，原料自给率达 100% | 9 |
| 2.2.1 公司锂盐生产矿石原料自给率达 100% | 9 |
| 2.2.2 上游矿端原料供给推动锂盐产销结构变化，未来销量成长弹性较大 | 10 |
| 3. 全球铯铷行业龙头，业绩稳定强增长 | 11 |
| 3.1 公司在铯铷行业具有垄断性的资源优势 | 11 |
| 3.2 公司是铯铷盐精细化工领域全球龙头 | 11 |
| 3.3 公司铯铷板块稳定强增长 | 12 |
| 4. “铜、锗”双轮驱动，公司成长弹性明显强化 | 13 |
| 4.1 以铜为主展开多金属布局 | 13 |
| 4.2 铜矿开发助力公司打开第三增长曲线 | 13 |
| 4.3 锗冶炼投产或推动公司业绩增长 | 14 |
| 5. 锂行业供需关系或持续改善 | 14 |
| 5.1 生产成本分化或决定锂供给增量 | 14 |
| 5.2 “新能源汽车+电化学储能+低空经济+AI”，新质生产力行业发展驱动锂需求增长 | 15 |
| 6. 中国铯铷进口依赖度极高，高科技领域需求有增长空间 | 18 |
| 7. 铜供应缺口或仍有趋势性放大可能 | 19 |
| 8. 盈利预测及估值 | 21 |
| 8.1 关键假设及营收预测 | 21 |
| 9. 投资评级 | 23 |
| 10. 风险提示 | 23 |

插图目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1：公司发展历程 | 6 |
| 图 2：公司股权结构图 | 7 |
| 图 3：2021-2024 年间公司营业收入及归母净利润变化 | 8 |
| 图 4：2021-2025H1 公司营业收入分行业变化（亿元） | 8 |
| 图 5：2021-2025H1 公司毛利润分行业变化（亿元） | 8 |
| 图 6：2021-2025H1 公司毛利率分行业变化 | 8 |
| 图 7：公司锂矿开采工艺流程图 | 8 |
| 图 8：锂辉石精矿加工工艺流程图 | 8 |
| 图 9：电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂制备工艺流程图 | 10 |

| | |
|---|----|
| 图 10: 电池级氟化锂制备工艺流程图 | 10 |
| 图 11: 2022-2025H1 公司锂板块销售情况 (吨) | 11 |
| 图 12: 2022-2027E 公司锂盐销量预测 (吨) | 11 |
| 图 13: 公司铯盐主要产品制备工艺流程图 | 12 |
| 图 14: 公司甲酸铯业务生态运营系统 | 12 |
| 图 15: 2021-2027E 公司铯铷板块营收及利润变化情况 | 12 |
| 图 16: 2021-2027E 公司铯铷盐及甲酸铯产量变化 | 12 |
| 图 17: 2024 年全球锂资源储量分布 (万吨) | 15 |
| 图 18: 2024 年全球锂产量分布 (万金属吨) | 15 |
| 图 19: 2024 年全球锂电池出货量分应用领域占比情况 (GWh) | 16 |
| 图 20: 2020-2024 全球锂电池出货量变化 | 16 |
| 图 21: 铯产业链结构图 | 19 |
| 图 22: 全球精铜产量增长图 | 20 |
| 图 23: 铜 TC 的快速下跌显示矿端供给的实际性偏紧 | 20 |
| 图 24: 中国人均铜消费量拟合预测 | 20 |
| 图 25: 全球阶段性铜消费及增速 (以四年为周期) | 20 |

表格目录

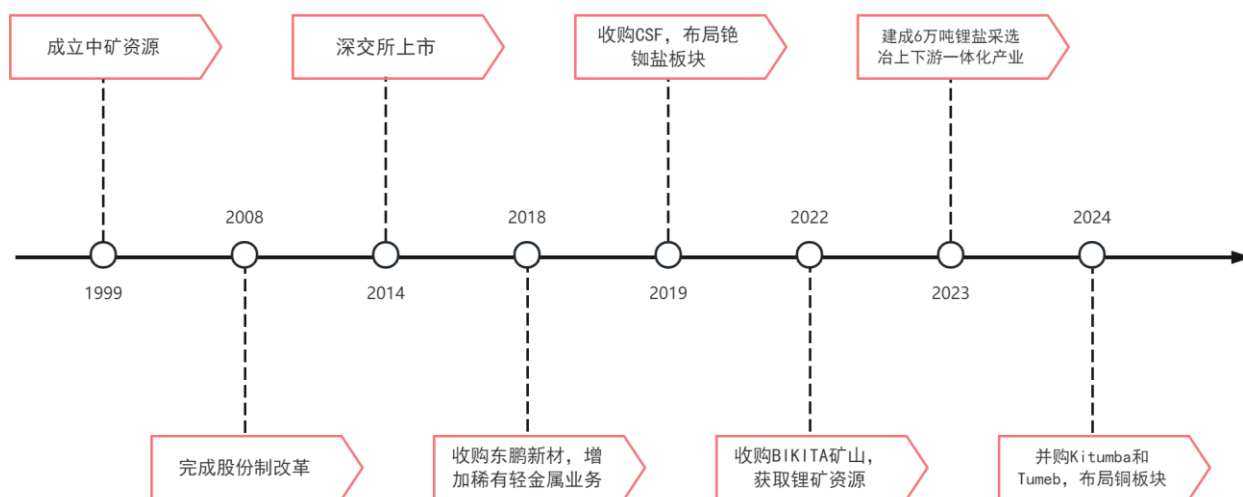
| | |
|---|----|
| 表 1: 公司锂矿储量及产能梳理 | 9 |
| 表 2: 公司锂盐产能梳理 | 10 |
| 表 3: 公司稀贵金属储量 | 11 |
| 表 4: 公司赞比亚及纳米比亚多金属储量 | 13 |
| 表 5: 全球锂供给预测 (2024-2027E) | 15 |
| 表 6: 动力锂电池需求预测 (2020-2027E) | 16 |
| 表 7: 储能锂电池需求预测 (2020-2027E) | 17 |
| 表 8: 全球锂需求预测 (2020-2027E) | 17 |
| 表 9: 全球锂供需结构预测 (2024-2027E) | 18 |
| 表 10: 全球精炼铜供需平衡表及产需增长率 (2020-2027E) | 19 |
| 表 11: 全球及中国精铜需求表 (2020-2027E) | 21 |
| 表 12: 产量假设 | 22 |
| 表 13: 主营收入及毛利率预测 | 22 |
| 附表: 公司盈利预测表 | 24 |

1. 产业链一体化矿业集团，锂、铯铷、铜三线布局

1.1 公司已由地勘公司成长为产业链一体化矿业集团

公司已由地勘公司成长为矿产资源产业链一体化的矿业集团化企业并完成锂、铯铷、铜三线布局。公司成立于1999年，后于2014年在深交所上市。公司立足国内及海外的固体矿产勘探技术服务，先后承接了中国有色赞比亚谦比希铜矿、中冶集团巴布亚新几内亚瑞木镍钴矿、中冶集团和江西铜业阿富汗艾娜克铜矿、北方工业津巴布韦铂钯矿和刚果（金）科米卡铜钴矿、紫金矿业刚果（金）卡莫阿铜矿等国际重大项目，逐步形成全球化地勘业务布局。2018年公司收购东鹏新材，布局锂及铯铷盐冶炼业务，并通过包销协议锁定津巴布韦 Bikita 矿山铯榴石原料。2019年通过收购美国 Cabot 特殊流体事业Tanco矿山及其英国铯回收加工厂，公司拥有了全球最大铯榴石矿山，并得到甲酸铯生产能力及超3万BBL的甲酸铯库存。2022年公司收购津巴布韦 Bikita 矿山，保障上游锂矿资源，并于2023年建成6万吨锂盐采选冶上下游一体化产业链。2024年公司并购赞比亚 Kitumba 铜矿和 Tsumeb 铜冶炼厂，完成铜板块布局。据公司2025年半年报，公司在海内外拥有参控股子公司20多家，公司及所属子公司共计拥有各类矿业权73处，其中采矿权15处、探矿权44处、地表租约14处。公司已成长为拥有矿产资源全产业链的矿业集团化企业。

图1：公司发展历程



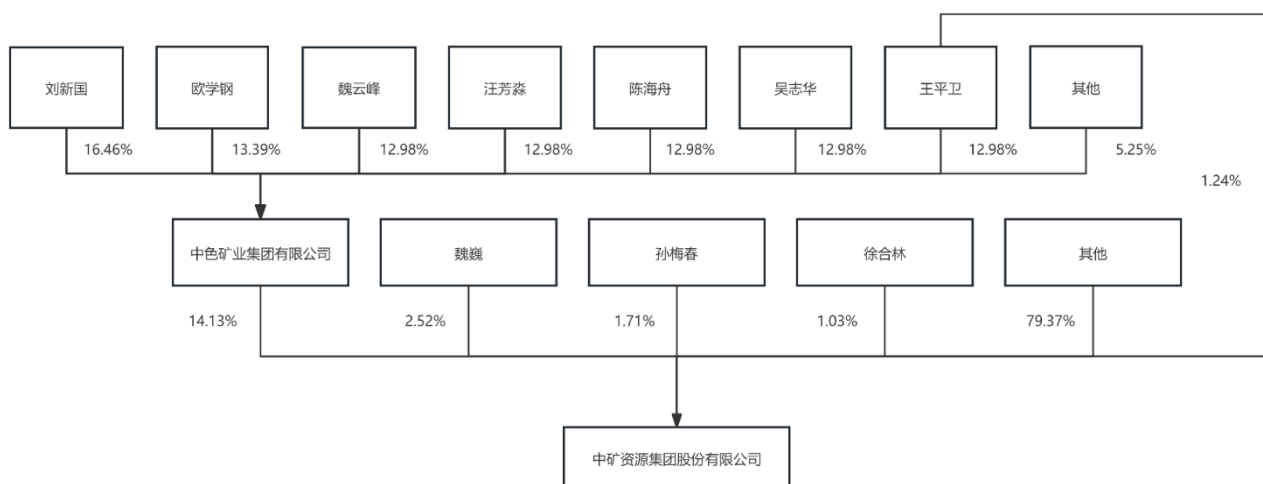
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

1.2 公司股权结构较为分散

公司股权结构较为分散，回购注销以实现市值管理。截至2025年6月30日，公司总股本为72149.19万股，其中流通股为71104.17万股，占总股本比例98.6%。据公司2025年中报，公司前十大股东合计持股比例为28.77%。其中，公司控股股东为中色矿业集团有限公司，持股比例14.13%。公司其余十大股东中，包含自然人魏巍、孙梅春、王平卫及证券公司与投资基金。通过股权穿透，公司实际控制人为刘新国、王平卫、吴志华、陈海舟、汪芳淼、魏云峰、欧学钢等中色矿业集团股东。公司董事长为王平卫先生，其同时担任中色矿业集团有限公司副董事长，直接及间接持有公司股份约3%。王平卫先生为教授级高级

工程师。公司目前股权质押占总股本比例为 0.97%, 限售股份数量为 957.84 万股, 占总股本比例为 1.3%。公司于 2024 年 9 月 4 日完成上一轮股份回购注销, 累计回购 831.98 万股, 占总股本比例为 1.14%, 回购支付金额为 3.02 亿元。公司回购注销行动显现出公司市值管理的积极性, 展示了公司对未来发展的信心。

图2: 公司股权结构图



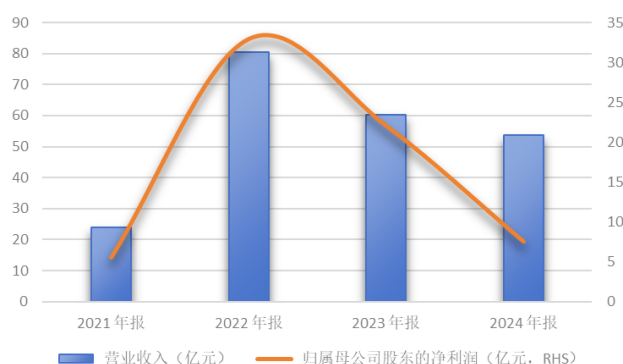
资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

1.3 锂板块对公司营收起到主要贡献, 铯钨板块已成长为公司重要盈利来源

公司营收及利润受锂板块影响较大。2021-2024 年间, 锂板块平均占公司营收比例为 61.75%, 平均占公司毛利比例为 57.03%, 对公司营收及利润做出主要贡献。由于东鹏新材 2.5 万吨锂盐产线于 2021 年 8 月投产, 且 2022 年公司收购 Bikita 矿山增加自有锂精矿供应, 并开启锂盐代加工业务, 公司 2022 年锂盐销量实现爆发式增长 (同比+340%至 2.4 万吨)。叠加同期锂价大幅上行, 2022 年公司锂板块营收及毛利分别达到 63.35 亿元 (同比+572.83%) 和 34.08 亿元 (同比+623.27%), 推动公司总营收及归母净利润分别达到 80.41 亿元 (同比+235.88%) 及 32.95 亿元 (同比+490.24%)。2023-2024 年间, 锂价受行业供应过剩影响持续下行。2024 年公司锂板块营收同比下降-26%至 31.29 亿元, 营收占比降至 58.34%, 毛利同比下降 76%至 5.83 亿元, 毛利占比降至 33.18%, 对应毛利率由 23 年的 57.78%降至 24 年的 18.62%。受锂行业低景气度影响, 2024 年公司营业总收入及归母净利润分别同比下滑-11%至 53.64 亿元, 及同比下降-66%至 7.57 亿元。锂价下行导致公司 25H1 归母净利润同比下降-81.16%至 0.89 亿元 (锂板块毛利同比下降-74.82%至 1.42 亿元)。

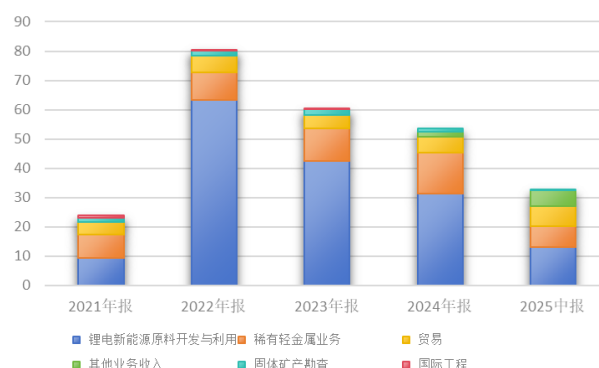
铯钨板块营收规模及盈利能力持续增强。2021-2024 年间, 公司铯钨板块营收及毛利均维持上行。其中, 铯钨板块营收由 21 年的 8.11 亿元升至 24 年的 13.95 亿元, 期间 CAGR 为 20%; 同期铯钨板块毛利由 5.37 亿元升至 10.92 亿元, 期间 CAGR 为 27%, 对应毛利率由 66.25%升至 78.29%。由于公司锂板块持续扩产, 产销量增长带动营收提升, 铯钨板块营收由 21 年的 33.89%降至 24 年的 26.01%, 但其毛利占比同期由 46.27%升至 62.18%。2025H1, 由于锂行业盈利能力下行, 铯钨板块毛利占比已提升至 87.18%, 营收占比仅为 21.67%。铯钨板块的盈利能力提升推动铯钨板块成长为公司重要的盈利来源, 帮助公司抵御锂行业周期性波动带来的风险。

图3：2021-2024 年间公司营业收入及归母净利润变化



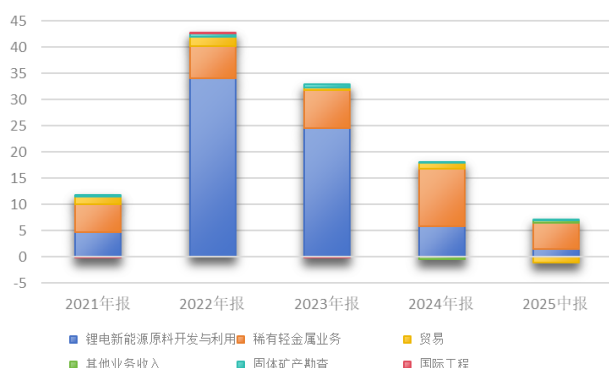
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图4：2021-2025H1 公司营业收入分行业变化（亿元）



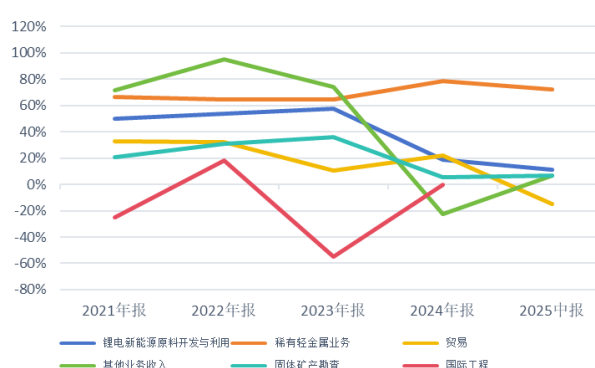
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图5：2021-2025H1 公司毛利润分行业变化（亿元）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图6：2021-2025H1 公司毛利率分行业变化



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

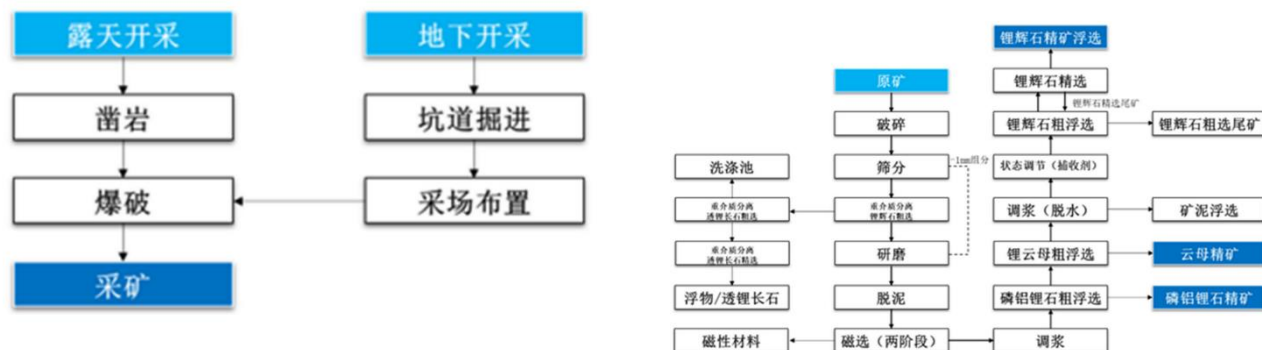
2. 锂矿端资源储量丰富，锂盐原料自给率达 100%

2.1 矿端锂资源储量丰厚，配套产能充足

公司上游矿端锂资源丰厚，配套产能建设完备。公司拥有两座锂资源矿山，合计含有锂矿石量 11816.54 万吨，折合碳酸锂当量 305.89 万吨 LCE。其中，津巴布韦 Bikita 为公司主力锂矿，凭借公司的地勘技术优势，自 2022 年收购以来 Bikita 已完成三次增储工作。截至 25H1，Bikita 矿山含有锂矿石量 10741.94 万吨（锂品位 1.02%），折合碳酸锂当量 270.85 万吨 LCE。2023 年底公司完成 Bikita “锂辉石 200 万吨/年”建设工程项目与“透锂长石 200 万吨/年”改扩建工程项目，现拥有锂辉石精矿年产能 30 万吨及化学级透锂长石精矿年产能 30 万吨。此外，加拿大 Tanco 矿山拥有锂矿石量 1074.60 万吨（锂品位 1.32%），折合碳酸锂当量 35.04 万吨 LCE。Tanco 矿山曾生产过 $\text{Li}_2\text{O} \geq 7.0\%$ 的锂辉石精矿产品，现拥有锂辉石年处理能力 18 万吨/年，理论上具有电池级碳酸锂产能 4000 吨/年，有助加强公司锂板块上游生产能力。

图7：公司锂矿开采工艺流程图

图8：锂辉石精矿加工工艺流程图



资料来源：公司 2025 年半年度报告，东兴证券研究所

资料来源：公司 2025 年半年度报告，东兴证券研究所

表1：公司锂矿储量及产能梳理

| 矿山名称 | 锂资源矿石量（万吨） | 锂资源折合碳酸锂当量（万吨LCE） | 锂品位（%） | 年处理能力 | 年产能 |
|------------|------------|-------------------|--------|---------------------------|----------------------------|
| 津巴布韦Bikita | 10741.94 | 270.85 | 1.02% | 锂辉石200万吨/年 透锂长石200万吨/年 | 锂辉石精矿30万吨 化学级透锂长石精矿30万吨 |
| 加拿大Tanco | 1074.60 | 35.04 | 1.32% | 锂辉石18万吨/年 | / |
| 合计 | 11816.54 | 305.89 | / | / | / |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 锂盐产能持续提升，原料自给率达 100%

2.2.1 公司锂盐生产矿石原料自给率达 100%

公司锂盐生产矿石原料自给率达 100%。公司现有及在建锂盐产能合计 7.1 万吨/年。其中，已投产年产能为 4.1 万吨，包括 0.6 万吨电池级氟化锂产线，以及 3.5 万吨电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂的柔性生产线。公司另有年产能 3 万吨的碳酸锂/氢氧化锂柔性生产线在停产检修及技改中，预计于 2025 年底改造完成。以生产一吨锂盐需要八吨锂辉石/透锂长石测算，公司锂辉石及透锂长石精矿产能（60 万吨）可以 100% 覆盖公司规划锂盐产能对应的生产需求（约 57 万吨），这将帮助公司有效实现降本增效并抵御锂矿石价格波动市场风险。

公司增强能源自给、调整原料供给结构，以达降本增效。2024 年公司于 Bikita 矿山投资建设的 132KV 输变电项目和配套 16.5MW 光伏发电机组建设完成，单日最大发电量 11 万度，预计年发电量可达 2700 万度。根据《津巴布韦采矿业状况调查》，津巴布韦矿企 2024 年电价约为 14.21 美分/千瓦时，且 2025 年预计电力成本将平均上涨 8%。以 14.21 美分/千瓦时计算，公司 2700 万度光伏发电预计节约电力成本 383.67 万美元。此外，公司调整原料供给结构，提高锂辉石/透锂长石精矿配比，以进一步降低锂盐生产成本。

公司锂盐业务具有技术、产品及客户优势：

- 技术优势：**公司锂盐板块源于原江西锂厂，是全国原三大锂盐生产基地之一。公司主要研发团队和管理团队在锂盐行业的从业年限均超过 10 年，拥有资深的质量控制、产品研发和生产管理经验，为公司提供了行业领先的人才技术优势。公司持续冶炼工艺流程的改良与生产设备的改造，率先掌握了透锂长石单烧及混烧的生产工艺，在透锂长石提锂、电池级氟化锂生产工艺等领域取得了

一系列科研成果，冶炼工艺技术优势明显。公司在相关领域已形成了 16 项技术专利，其中发明专利 7 项，实用新型专利 9 项。公司是电池级氟化锂等多个产品的国家行业标准的制定者之一。

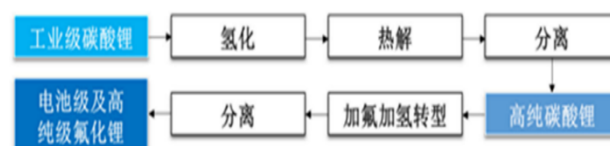
- (2) **产品及客户优势：**公司产品品质优良稳定，有效实现成本控制。公司已成为我国电池级锂盐的主要供应商之一，下游客户涵盖多家海内外上市公司和优质头部企业。其中，公司电池级碳酸锂和电池级氢氧化锂已进入中国和韩国的正极材料龙头企业供应链，电池级氟化锂已进入特斯拉全球供应链体系。

图9：电池级氢氧化锂和电池级碳酸锂制备工艺流程图



资料来源：公司 2025 年半年度报告，东兴证券研究所

图10：电池级氟化锂制备工艺流程图



资料来源：公司 2025 年半年度报告，东兴证券研究所

表2：公司锂盐产能梳理

| 生产基地 | 产能（万吨/年） | 产能情况 | 主要产品 |
|------|----------|---------------------|-------------|
| 江西新余 | 0.6 | 投产 | 电池级氟化锂 |
| | 3 | 停产检修及技改中，预计2025年底建成 | 电池级碳酸锂/氢氧化锂 |
| | 3.5 | 投产 | 电池级碳酸锂/氢氧化锂 |
| 合计 | 7.1 | / | / |

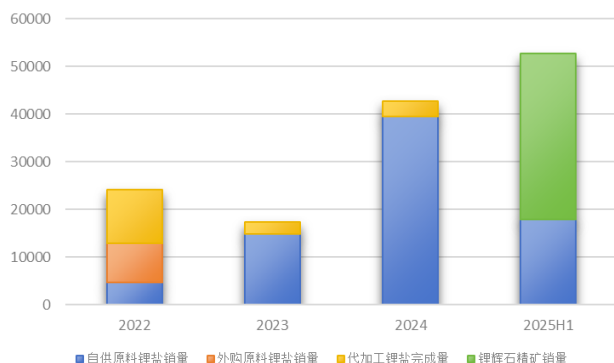
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2.2 上游矿端原料供给推动锂盐产销结构变化，未来销量成长弹性较大

公司锂盐销售结构持续变化，未来销量成长弹性较大。受益于公司锂盐产能建设，公司锂盐合计销量由 2022 年的 24207 吨增长至 2024 年的 42649 吨，累计增幅达 76%。2025 年上半年，公司锂盐销量为 17869 吨。从锂板块销售结构观察，随着公司锂矿石自有产能的提升，公司 2023 年起停止外购原料生产锂盐，并于 2025 年停止代加工锂盐业务，公司锂盐生产原料自给率已达 100%。2025 年上半年，由于锂盐价格下行叠加锂盐产线技改升级，公司销售锂辉石精矿 34834 吨。预计 2026 年锂盐产线技改完成后，公司锂辉石精矿仍将以自产自销为主，公司锂辉石+透锂长石产能与锂盐产能基本匹配。考虑到今年下半年锂盐价格回升，且公司

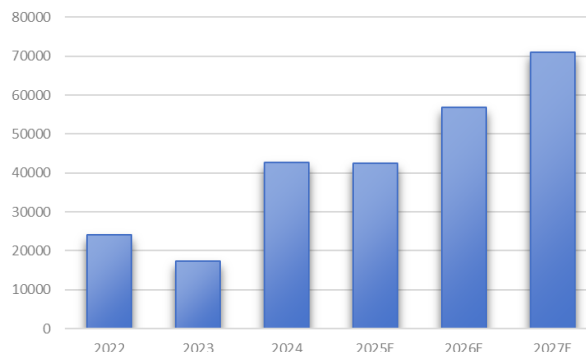
2.5万吨锂盐产线于6月份停产技改升级后, 公司在产锂盐年产能仍达4.1万吨, 因此预计2025年公司锂盐产量与2024年基本一致。技改产能升级与锂盐价格的回升预计提升公司锂盐产量及业绩表现, 2026-2027年公司锂盐产能利用率或达80%/100%, 对应锂盐销量或达56800吨/71000吨, 较2024年分别提升+33%/+66%。

图11: 2022-2025H1 公司锂板块销售情况 (吨)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

图12: 2022-2027E 公司锂盐销量预测 (吨)



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

3. 全球铯铷行业龙头, 业绩稳定强增长

3.1 公司在铯铷行业具有垄断性的资源优势

公司为全球铯铷资源龙头企业, 在铯铷行业拥有垄断性的资源优势。公司控制了全球80%以上的铯榴石矿产资源, 并有大量伴生钽资源。公司名下的加拿大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; 截至25H1, Tanco矿山合计保有Cs₂O金属量5.56万吨, 其中露天开采方案下保有原地矿石储量1074.60万吨 (含Cs₂O金属量2.90万吨, Ta₂O₅金属量2145.60吨), 铯尾矿矿石量356万吨 (含Cs₂O金属量2.66万吨)。Bikita矿山锂矿床共生有铯榴石, 历史上为全球三大经济可采铯矿之一, 目前矿区内仍发育有多条未经验证的LCT型 (锂-铯-钽型) 伟晶岩体, 具备进一步扩大锂铯钽矿产资源储量的潜力; 截至25H1, Bikita矿山伴生Ta₂O₅金属量约3814吨 (平均品位186ppm)。

表3: 公司稀贵金属储量

| 矿山名称 | Cs ₂ O金属量 (万吨) | Ta ₂ O ₅ 金属量 (吨) |
|------------|---------------------------|--|
| 津巴布韦Bikita | / | 3814 |
| 加拿大Tanco | 5.56 | 2146 |
| 合计 | 5.56 | 5960 |

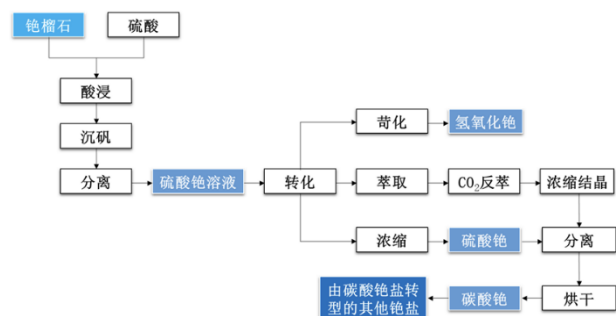
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.2 公司是铯铷盐精细化工领域全球龙头

公司是铯铷盐精细化工领域的全球龙头, 拥有完备的铯产业链一体化制造能力。公司拥有加拿大温尼伯、江西省新余市两大铯铷盐生产基地, 和英国阿伯丁、挪威卑尔根两大甲酸铯回收基地。公司现有铯铷盐产能约1000吨, 新增Bikita铯榴石采选线预计于2025年三季度投产, 投产后公司铯铷盐产能或升至1500吨左右, 占全球铯铷盐产能50%以上。公司甲酸铯业务采用生产、租售+技术服务、回收和提纯的生态产业链模式, 为

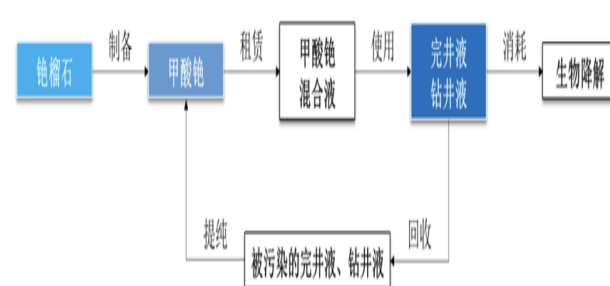
众多世界知名的油服企业和世界级石油公司提供了甲酸铯产品和技术服务。公司甲酸铯回收再利用率可达 80% 以上，且回收后的基液性能不发生变化。截至 25H1，公司全球储备甲酸铯产品 18970bbI（折合密度 2.3t/m³ 的甲酸铯溶液），折合铯金属当量 4306.31 吨。

图13：公司铯盐主要产品制备工艺流程图



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图14：公司甲酸铯业务生态运营系统



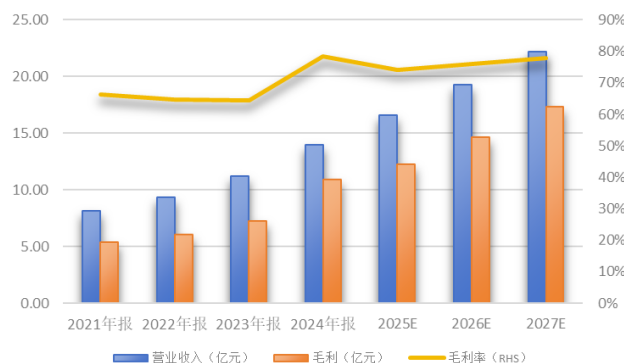
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3.3 公司铯铷板块稳定强增长

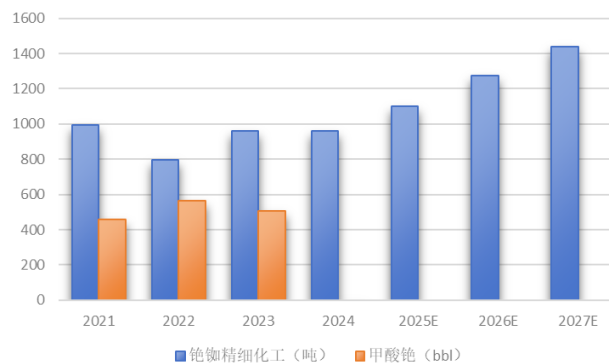
公司铯铷板块维持稳定强增长。2021-2024 年间，公司铯铷板块营收及毛利润均维持稳定强增长，铯铷板块已成为公司稳定的第二增长曲线。其中，营业收入由 2021 年的 8.11 亿元增至 2024 年的 13.95 亿元，期间 CAGR 达 20%；同期毛利润由 5.37 亿元升至 10.92 亿元，期间 CAGR 达 27%；同期毛利率则由 66.25% 升至 78.29%，稳中有升。从产量观察，公司铯铷盐产量基本维持在 960 吨左右，由于公司 2024 年甲酸铯库存足以满足公司开展租售业务，因此暂停甲酸铯生产。在不考虑甲酸铯产品租赁的高回收率情况下，公司现有甲酸铯库存可维持超过七年的销售需求（近三年平均销售量为 2621bbI）。从板块营收的持续上涨与实际产销量的稳定观察，由于公司在铯铷盐行业具有资源及产量垄断性地位，公司在行业中的议价能力较强，铯铷盐板块产品价格维持上行趋势。根据公司铯铷板块产品销量及业务营收测算，2022-2024 年间，公司铯铷精细化工产品价格年平均涨幅达 24%，甲酸铯产品价格年平均涨幅达 43%。考虑到 2025 年底公司铯铷盐新建产能的完成（较 2024 年+50%），叠加钙钛矿电池薄膜添加剂等新兴应用对铯铷需求的持续拉升，2025-2027 年间公司铯铷盐产量或分别达到 1100 吨/1275 吨/1440 吨，对应产能利用率或分别为 73%/85%/96%。综合考虑，2025-2027 年间，公司铯铷盐板块营收或分别达到 16.57 亿元/19.30 亿元/22.19 亿元，毛利或分别达到 12.26 亿元/14.67 亿元/17.31 亿元。公司产量的外扩叠加铯铷价格中枢的稳定上行，使得铯铷盐板块业绩表现及盈利能力仍有较强成长弹性。

图15：2021-2027E 公司铯铷板块营收及利润变化情况

图16：2021-2027E 公司铷铯盐及甲酸铯产量变化



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所

4. “铜、锗”双轮驱动, 公司成长弹性明显强化

4.1 以铜为主展开多金属布局

地勘优势助力矿权开发, 以铜为主展开多金属布局。凭借公司在固体矿产勘探业务上的资源与技术积累, 公司一方面成功对自有矿区不断进行勘探增储, 另一方面高效率低成本地持续进行资源并购, 以铜为主展开公司的多金属板块布局。在赞比亚与纳米比亚地区, 公司已成功获得六大矿权, 截至 25H1, 合计拥有铜金属量 98.28 万吨, 锗金属量 746.21 吨, 镓金属量 409.62 吨, 锌金属量 32.02 万吨, 金金属量 6.64 吨, 银金属量 95.44 吨, 钴金属量 7180.01 吨, 铁资源量 3.48 亿吨, 稀土氧化物资源量 278 万吨, 磷矿石资源量 2182 万吨。其中, 赞比亚 Kitumba 铜矿与纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂为公司两大主要在建项目。Kitumba 铜矿保有铜资源量 2790 万吨, 含铜金属量 61.40 万吨, 铜平均品位 2.20%。Tsumeb 冶炼厂保有矿石资源量 294.35 万吨, 含锗金属量 746.21 吨 (品位@253.51 克/吨), 镓金属量 409.62 吨 (品位@139.16 克/吨), 锌金属量 20.95 万吨 (品位@7.12%)。

表4: 公司赞比亚及纳米比亚多金属储量

| 矿区名称 | 铜金属量 (万吨) | 锗金属量 (吨) | 镓金属量 (吨) | 锌金属量 (万吨) | 金金属量 (吨) | 银金属量 (吨) | 钴金属量 (吨) | 铁资源量 (亿吨) | 稀土氧化物资源量 (万吨) | 磷矿石资源量 (万吨) |
|---------------------|-----------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|-----------|---------------|-------------|
| 赞比亚 Kitumba 铜矿 | 61.40 | | | | | | | | | |
| 纳米比亚 Tsumeb Smelter | | 746.21 | 409.62 | 20.95 | | | | | | |
| 赞比亚西北省希富玛铜矿 | 21.42 | | | 11.07 | 6.64 | 95.44 | 7180.01 | | | |
| 赞比亚卡布韦铜矿 | 15.46 | | | | | | | | | |
| 赞比亚西北省卡马提克铁矿 | | | | | | | | 3.48 | | |
| 赞比亚孔布瓦稀土矿 | | | | | | | | | 278 | 2182 |
| 合计 | 98.28 | 746.21 | 409.62 | 32.02 | 6.64 | 95.44 | 7180.01 | 3.48 | 278 | 2182 |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4.2 铜矿开发助力公司打开第三增长曲线

铜矿开发助力公司打开第三成长曲线。2024 年收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 股权, 拟投资 5.63 亿美元建设 Kitumba 铜矿采选冶一体化项目。该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, 副产品硫酸 10 万吨/年。项目采矿、选矿厂工程已于 2025 年 3 月、7 月开工建设, 预计于 2026 年 7 月投产, 并于 2026 年年底达产。根据公司长期产能规划, 至 2030 年左右, 赞比亚铜矿产能可提升至约 10 万吨。公司已与赞比亚政府达成合作, 铜矿项目获得十年免税特权, 叠加赞比亚铜矿的优秀资源禀赋 (高品

位）、公司对尾矿资源的低成本获取能力、公司自建能源项目对用电成本的降低，公司铜生产成本有望在目前 5500 美元/吨的可研成本下进一步降低。公司铜板块业绩表现与盈利能力有望随产能提升不断优化，铜矿开发将帮助公司抵御铜价周期性风险，并助力公司打开第三成长曲线。

4.3 锆冶炼投产或推动公司业绩增长

Tsumeb 冶炼厂投产或为公司提供新的业绩爆发增长点。公司于 2024 年 8 月收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂 98% 股权，成交价约为 2000 万美元，维护成本约为 1000 万美元，得到大量锆镓锌尾矿资源。公司拟投资 2.23 亿美元建设 20 万吨/年多金属综合循环回收项目，设计产能为锆锭 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、锌锭 1.09 万吨/年。截至 25H1，火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行，预计于年内建成并启动试生产，届时公司将拥有锆产能 10-15 吨/年。至 2026 年，一期锆产能或逐渐达产，全部设计产能或于 2026 年底建成。根据公司尾矿资源储量及设计年产能测算，公司锆/镓/锌产能达产后，资源可供生产年限分别为 23/37/19 年。以海外锆锭 4000 美元/千克、工业镓 800 美元/千克、锌锭 3000 美元/吨测算，设计产线完全达产后，年产值可达约 12.4 亿元（锆约 9.4 亿元，锌约 2.3 亿元，镓约 0.6 亿元），将为公司提供新的业绩爆发增长点。

5. 锂行业供需关系或持续改善

5.1 生产成本分化或决定锂供给增量

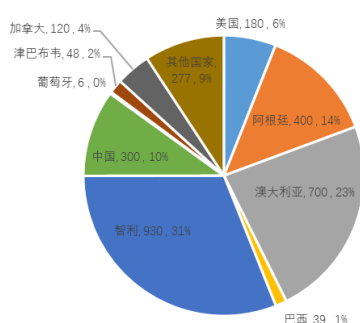
全球锂资源储量集中度较高，盐湖卤水为重要来源。根据 USGS 数据，2024 年全球锂资源储量合计 3000 万金属吨，折合碳酸锂当量约为 1.54 亿吨。全球锂资源储量集中度较高，CR5 达 84%。其中，智利（930 万金属吨，占比 31%）、澳大利亚（700 万金属吨，占比 23%）、阿根廷（400 万金属吨，占比 14%）、中国（300 万金属吨，占比 10%）和美国（180 万金属吨，占比 6%）分列前五。从来源观察，锂资源赋存于盐湖和矿床中。全球盐湖卤水中的锂资源约占锂资源总量的 58%，锂辉石与锂云母两种矿物则为主要的矿端来源。根据中国地质调查局数据，盐湖卤水、锂辉石和锂云母分别占中国锂资源总量的 82%、11% 和 7%。

2024 年全球锂产量 CR5 达 91%，盐湖提锂产量 CR3 达 98%。分国家统计，根据 USGS 数据，2024 年全球锂产量为 24 万金属吨，产量集中度较高，CR5 达 91%。澳大利亚（8.8 万吨，占比 37%）、智利（4.9 万吨，占比 20%）、中国（4.1 万吨，占比 17%）、津巴布韦（2.2 万吨，占比 9%）和阿根廷（1.8 万吨，占比 8%）分列前五。分来源统计，2024 年全球锂资源供应总量为 123.1 万吨碳酸锂当量（LCE），同比增长 26%。其中，锂辉石产量约为 63.2 万吨 LCE，占比 51%；盐湖提锂产量约为 47.5 万吨 LCE，占比 39%；锂云母提锂约 12.4 万吨 LCE，占比 10%。盐湖提锂方面，产量集中度极高，CR3 高达 98%。智利的阿塔卡玛盐湖 2024 年产量达 24.4 万吨 LCE，贡献了全球盐湖提锂产量的 51%；中国与阿根廷同期产量分别为 12.9 万吨 LCE 和 9.1 万吨 LCE，占比分别为 27% 及 19%。

2020-2024 年间锂供给 CAGR 高达 31%，盐湖提锂或决定锂矿产出弹性。根据 USGS 数据，2020-2024 年间，全球锂供给量由 20 年的 8.3 万金属吨增长至 24 年的 24 万吨金属吨，期间 CAGR 高达 31%。观察现阶段的锂供给来源分布，盐湖提锂产量占比为 39%，相对其 58% 的储量占比较低。进一步对成本进行观察，盐湖提锂现金成本约为 2.2-3.5 万元/吨，显著低于锂云母提锂的 5-7 万元/吨，及锂辉石提锂的 6-8 万元/吨。资源优势及成本优势暗示盐湖提锂产量占比或仍有提升空间。从资本开支项目观察，2025 年智利 SQM 及 ALB 项目，阿根廷的 Cauchari-Olaroz、Mariana、Centenario-Ratones 等盐湖提锂项目产能或持续爬坡，或推动 2025 年全球盐湖

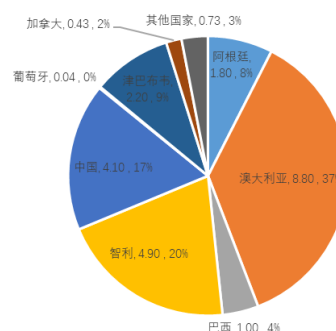
提锂产量同比增长24%至59.1万吨LCE。此外, 随着澳大利亚Kathleen和Holland等矿山投产, 2025年锂辉石产量预计增加10万吨LCE, 2025年全球锂产量或同比增长16.9%至143.8万吨LCE, 盐湖提锂产量占比或由24年的39%升至25年的41%。考虑到锂价持续下行对高成本矿企的锂产出影响(澳大利亚Bald Hill及Ngungaju矿山已停产, 宁德时代江西锂云母业务暂停), 2025年后锂矿端增量或逐渐缩减, 而南美地区低成本盐湖提锂产出或决定全球锂供给弹性, 我们预计2024-2027年间, 全球锂供给或由123.1万吨LCE增至186万吨LCE, 期间CAGR或达15%。其中, 盐湖提锂产量或由24年的47.5万吨LCE增至27年的84万吨LCE, 期间CAGR或达21%, 对应供应占比或由39%升至45%。

图17: 2024 年全球锂资源储量分布 (万吨)



资料来源: iFinD, USGS, 东兴证券研究所

图18: 2024 年全球锂产量分布 (万金属吨)



资料来源: iFinD, USGS, 东兴证券研究所

表5: 全球锂供给预测 (2024-2027E)

| 万吨LCE | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|-------|-------|-------|-------|
| 锂辉石产量 | 63.2 | 73 | 82 | 91 |
| 锂云母产量 | 12.4 | 11.7 | 11 | 11 |
| 盐湖提锂产量 | 47.5 | 59.1 | 71 | 84 |
| 锂供给总计 | 123.1 | 143.8 | 164 | 186 |
| 盐湖提锂占比 | 39% | 41% | 43% | 45% |

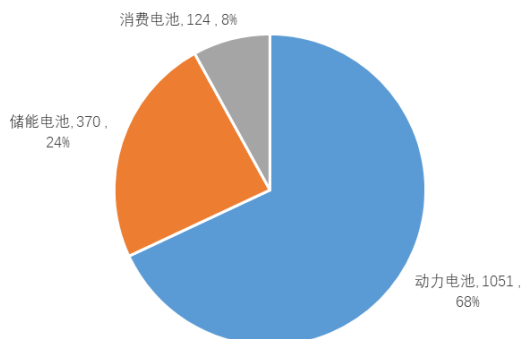
资料来源: iFinD, USGS, 各公司年报, 东兴证券研究所

5.2 “新能源汽车+电化学储能+低空经济+AI”, 新质生产力行业发展驱动锂需求增长

锂电池行业发展支撑全球锂需求上行。经测算, 2024 年全球碳酸锂合计需求量约 103 万吨, 其中锂电池合计碳酸锂消耗量为 98 万吨, 占全球碳酸锂需求比例达 96%。根据下游需求应用领域不同, 锂电池可分为动力锂电池、储能锂电池与消费锂电池三类。2024 年全球锂电池合计出货量为 1545.1GWh, 同比上涨 28%。其中, 动力锂电池出货量为 1051GWh (同比+21%), 占锂电池比例 68%; 储能电池出货量 370GWh (同比+65%), 占锂电池比例 24%; 消费锂电池出货量 124GWh (同比+10%), 占锂电池比例 8%。受益于新能源汽车与新型电力储能的快速发展, 动力与储能锂电池出货量增长迅速, 低空经济及 AI 等新兴领域的发展亦将提振锂远期需求, 共同推动锂电池行业成长。2020-2024 年期间, 全球动力锂电池出货量由 158GWh

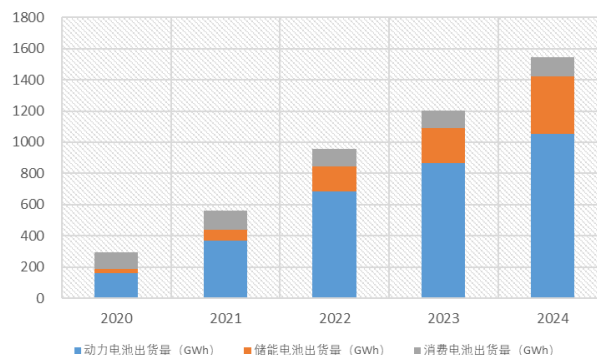
增长至 1051GWh，期间 CAGR 高达 61%；全球储能锂电池出货量由 29GWh 增长至 370GWh，期间 CAGR 高达 90%。而消费锂电池出货量较为稳定，期间均值为 117GWh。

图19：2024 年全球锂电池出货量分应用领域占比情况（GWh）



资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

图20：2020-2024 全球锂电池出货量变化



资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

（a）动力锂电池：2024-2027 全球动力锂电池对应碳酸锂消耗量 CAGR 或达 25%

锂电池凭借其体积小、能量密度高、使用寿命长及安全性高等优势，在新能源汽车中得到广泛应用。考虑到动力锂电池在锂电池行业中的高需求占比情况，锂电池需求量提升与新能源汽车行业发展密不可分。2020-2024 年间，全球新能源汽车产量由 344 万辆增至 1824 万辆，对应渗透率由 4%增至 20%。我们预计 2024-2027 年间新能源汽车行业仍将维持高速发展，或推动全球动力锂电池出货量由 1051GWh 升至 2034GWh，对应碳酸锂消耗量或由 67 万吨升至 129.6 万吨，期间 CAGR 或达 25%。此外，低空经济的商业化应用推广，亦将推动动力锂电池远期需求提升。

表6：动力锂电池需求预测（2020-2027E）

| | 纯电（万辆） | 混动（万辆） | 新能源合计（万辆） | 动力电池出货量（GWh） | 碳酸锂消耗量（万吨） | % |
|-------|--------|--------|-----------|--------------|------------|------|
| 2027E | 2314 | 1246 | 3560 | 2034 | 129.6 | 16% |
| 2026E | 2030 | 1046 | 3075 | 1757 | 111.9 | 22% |
| 2025E | 1692 | 833 | 2526 | 1443 | 91.9 | 37% |
| 2024 | 1240 | 584 | 1824 | 1051 | 67.0 | 21% |
| 2023 | 1066 | 458 | 1524 | 865 | 55.1 | 26% |
| 2022 | 872 | 253 | 1125 | 684 | 43.6 | 84% |
| 2021 | 579 | 118 | 697 | 371 | 23.6 | 135% |
| 2020 | 279 | 66 | 344 | 158 | 10.1 | / |

资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

（b）储能锂电池：2024-2027 全球储能锂电池对应碳酸锂消耗量 CAGR 或达 18%

中国可再生能源新增装机增长迅速, 推动储能市场规模持续扩大。根据《国电十四五总体规划及 2035 年远景展望》指示, 中国电力结构将由传统化石燃料为主向清洁低碳可再生能源电力转变。光伏、风电等可再生能源由于其发电具有波动性和间歇性, 因此需要储能系统配合, 以达到电力系统的柔性平衡。而传统火电、核电、水电发电亦可采取新型电化学储能, 从而起到节约能源的功效。参考《“十四五”可再生能源发展规划》, 2025 年可再生能源年发电量将达到 3.3 万亿千瓦时左右, “十四五”期间可再生能源发电量增量在全社会用电量增量中的占比或超过 50%。2024 年中国水电、火电、核电、风电及光伏合计新增装机容量高达 433.2GWh, 同比增长 17%, 再创历史新高。可再生能源装机量的增长, 推动 2024 年全球储能锂电池出货量同比增幅达到 65%, 亦创下历史峰值。随着储能市场规模的持续扩大, 我们预计 2024-2027 年间, 全球储能锂电池出货量或由 370GWh 增至 611GWh, 对应碳酸锂消耗量或由 23.6 万吨增至 38.9 万吨, 期间 CAGR 或达 18%。

表7: 储能锂电池需求预测 (2020-2027E)

| | 中国电源新装机容量 (GWh) | 中国储能锂电池出货量 (GWh) | 中国储能锂电池出货量占比 | 全球储能锂电池出货量 (GWh) | 碳酸锂消耗量 (万吨) | % |
|-------|-----------------|------------------|--------------|------------------|-------------|------|
| 2027E | 784.9 | 549.4 | 90% | 610.5 | 38.9 | 22% |
| 2026E | 641.3 | 448.9 | 90% | 498.8 | 31.8 | 22% |
| 2025E | 523.8 | 366.7 | 90% | 407.4 | 26.0 | 10% |
| 2024 | 433.2 | 335 | 91% | 369.8 | 23.6 | 65% |
| 2023 | 369.1 | 206.0 | 92% | 224.2 | 14.3 | 41% |
| 2022 | 195.9 | 138.1 | 87% | 159.3 | 10.1 | 140% |
| 2021 | 175.7 | 48.0 | 72% | 66.3 | 4.2 | 133% |
| 2020 | 191.2 | 16.2 | 57% | 28.5 | 1.8 | / |

资料来源: iFinD, GGII, 东兴证券研究所

(C) 消费锂电池: 2024-2027 全球消费锂电池对应碳酸锂消耗量 CAGR 或为 2%

消费锂电池可应用于手机、便携式电脑、蓝牙耳机、可穿戴设备等 3C 电子产品中, 其市场较为饱和, 用户往往有较长的换机周期, 因此需求量较为稳定。2020-2024 年间, 全球消费锂电池平均出货量为 117GWh。我们预计 2024-2027 年间全球消费锂电池出货量或在 AI 领域的发展下小幅增长, 由 2024 年的 124GWh 增至 2027 年的 133GWh, 对应碳酸锂消耗量或由 7.9 万吨增至 8.5 万吨, 期间 CAGR 或为 2%。

通过对动力锂电池、储能锂电池及消费锂电池三个领域的拆分拟合, 整合我们可得到全球锂电池出货量整体预测。我们认为, 受益于新能源汽车发展带来的动力锂电池市场持续成长, 以及新型电化学储能系统装机推动的储能锂电池需求的阶段性爆发, 2024-2027 年间全球锂电池合计出货量或由 24 年的 1545GWh 增至 27 年的 2778GWh, 对应碳酸锂消耗量或由 98 万吨增至 177 万吨。结合锂电池行业在碳酸锂需求中占比分析 (2024 年: 96%), 全球碳酸锂合计需求量或由 24 年的 103 万吨增至 27 年的 184 万吨, 期间 CAGR 或达 21%。

结合我们对锂供给的预测, 我们认为随着成本制约导致锂供给增速下滑, 叠加新能源汽车及新型电化学储能系统驱动锂需求增长, 锂供需结构或在 2025-2027 年间逐渐改善, 期间超量供给或持续缩窄至 12.8 /6/2 万吨 LCE, 供应过剩状况持续减缓。

表8: 全球锂需求预测 (2020-2027E)

| | 动力电池出货量（GWh） | 储能电池出货量（GWh） | 消费电池出货量（GWh） | 锂电池合计出货量（GWh） | 锂电池合计碳酸锂消耗量（万吨） | 全球碳酸锂合计需求量（万吨） |
|-------|--------------|--------------|--------------|---------------|-----------------|----------------|
| 2027E | 2034 | 610 | 133 | 2778 | 177 | 184 |
| 2026E | 1757 | 499 | 128 | 2384 | 152 | 158 |
| 2025E | 1443 | 407 | 124 | 1975 | 126 | 131 |
| 2024 | 1051 | 370 | 124 | 1545 | 98 | 103 |
| 2023 | 865 | 224 | 113 | 1203 | 77 | 80 |
| 2022 | 684 | 159 | 114 | 958 | 61 | 64 |
| 2021 | 371 | 66 | 125 | 562 | 36 | 37 |
| 2020 | 158 | 29 | 108 | 295 | 19 | 20 |

资料来源：iFinD，GGII，东兴证券研究所

表9：全球锂供需结构预测（2024-2027E）

| 万吨LCE | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球锂供给 | 123.1 | 143.8 | 164 | 186 |
| yoy | | 16.8% | 14.0% | 13.4% |
| 全球锂需求 | 103 | 131 | 158 | 184 |
| yoy | | 27.2% | 20.6% | 16.5% |
| 供需平衡 | 20.1 | 12.8 | 6 | 2 |

资料来源：iFinD，USGS，GGII，东兴证券研究所

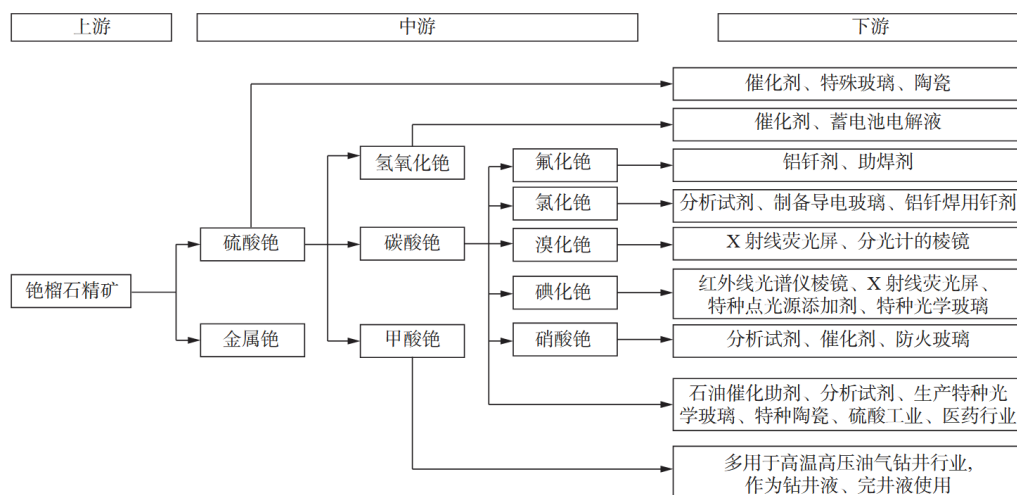
6. 中国铯铷进口依赖度极高，高科技领域需求有增长空间

铯供应极为刚性，中国进口依赖度极高。铯具有独立矿物铯榴石，主要产于富锂的交代型花岗伟晶岩中。据USGS数据，全球铯矿资源储量不足20万吨，主要集中在加拿大、津巴布韦、纳米比亚和澳大利亚等国。中国目前没有铯榴石独立矿床，铯榴石几乎100%来源于进口。中国可利用的铯矿绝大部分赋存在锂云母、盐湖中，品位低，一般是从锂云母提锂后的母液中再次通过萃取工艺提取铯等伴生元素，但该工艺铯的收率低、开发利用难度大，萃取成本较高。从企业端观察，中矿资源和美国雅宝为全球范围内可实现铷铯盐量产的主要公司，且雅宝公司的铯榴石矿山（Tanco）已被中矿资源收购，现仅有库存可以使用，将逐步退出铷铯市场。中矿资源作为全球铷铯盐精细化工领域的龙头企业，其2023/2024年铷铯精细化工产量分别为962/960吨，维持稳定。通过历史市场调研数据及中矿资源历史产量推测，2024年全球铷及其化合物产量约为2200吨。根据《全球铯矿资源特点和开发利用研究》，国内学者以油气钻探、催化剂、医药、光电器件、原子钟、特种玻璃和能量转换等相关部门“十四五”产业发展规划为目标测算，2025年中国氧化铯需求总量或升至1000吨左右，航天、创新药、医疗器械、半导体、钙钛矿光伏高科技领域需求占比将大幅增长（2020年占比仅为5%）。参考全球其他国家氧化铯历史需求数据，2025年全球氧化铯需求总量或升至2600吨。

中国铷资源短期内难以经济地开发利用。据USGS数据，全球铷储量约为20万吨，而中国铷储量接近10万吨，占比接近50%，但目前没有独立的工业矿。中国铷资源主体的硬岩型铷矿床多为花岗岩型或花岗岩+花岗伟晶岩型，多为其他矿种的伴生元素，品位普遍介于0.1%-0.2%之间，相对国外伟晶岩型铷矿床品位（1%-3.16%）普遍较低，今年虽然发现了大量的含铷矿山，但综合利用方案没有实现工业化，短期内难以经济地开发利用，仍依赖于国外矿石进口。由于不存在富铷矿物，铷提取难度较大，主要作为铯和锂的加工副产品进行综合回收，其生产成本普遍比铯生产成本高10-20倍，平均价格是铯的5-6倍。过高的单价限制了铷在市场的广泛应用，据安泰科统计，中国铷金属年需求量仅为3吨左右，且以传统需求为主。2020年9月，国家发展和改革委员会等四部门联合印发了《关于扩大战略性新兴产业投资，培育壮大新增长点增长极的指导意见》，在加快新材料产业强弱项中提出了实施新材料创新发展行动计划、提升锂、铷、铯等特色资

源在开采、冶炼、深加工等环节的技术水平的要求，为推进铯铷开发利用产业化发展提供有力政策支持。原子钟、磁流体发电机、离子推进器、锂离子电池、光伏钙钛矿、创新药、生物有机合成催化剂、低温焊接剂等高科技领域都或成为铯需求的潜在增长点。

图21：铯产业链结构图



资料来源：中国矿业《全球铯矿资源特点和开发利用研究》，东兴证券研究所

7. 铜供应缺口或仍有趋势性放大可能

全球精炼铜供需或延续偏紧状态。全球精铜市场的供需2018年起出现结构性逆转，由持续数年的供需紧平衡转至供应缺口的阶段性放大。全球矿山产能增速受宏观周期、政策周期及产业周期共振而呈现趋势性刚性，而全球精铜需求端则受事件性扰动、政策性刺激及流动性收缩而经历了极端压力测试。从供需角度观察，全球铜矿及精铜供给增速或仍难以显现弹性，而需求端则受益于绿色能源结构转型及中国的新质生产力基建而维持增长韧性，供给增速相对需求增速的偏刚性则暗示供应缺口仍有放大可能，而库存周期的变化将对铜的供需平衡表起到显著影响。

表10：全球精炼铜供需平衡表及产需增长率（2020-2027E）

| 万吨 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 中国精铜产量 | 1003 | 1049 | 1,106 | 1,298 | 1,364 | 1,384 | 1,407 | 1,435 |
| 产量增速% | 2.87% | 4.59% | 5.46% | 17.33% | 5.08% | 1.47% | 1.66% | 2.00% |
| 产能利用率 | 82% | 81% | 81% | 83% | 85% | 85% | 85% | 85% |
| 全球精铜产量 | 2439.3 | 2493.7 | 2534 | 2618 | 2692 | 2753 | 2820 | 2905 |
| 产量增速% | 1.51% | 2.23% | 1.60% | 3.32% | 2.81% | 2.27% | 2.45% | 3.00% |
| 中国精铜产量占比 | 41.1% | 42.1% | 43.7% | 49.6% | 50.7% | 50.3% | 49.9% | 49.4% |

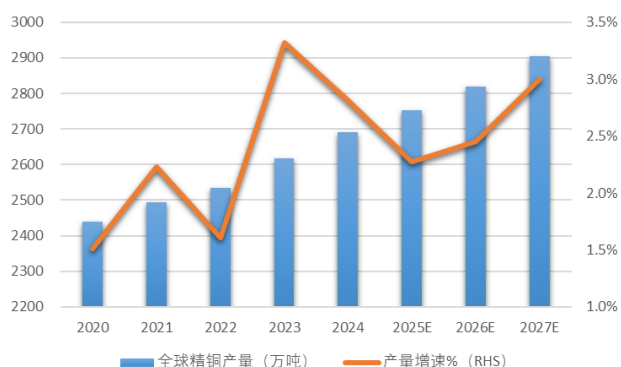
资料来源：ICSG, CRU, WoodMac, GS, BofA, SMM, 安泰科, 东兴证券研究所

铜精矿供给仍显扰动，实际铜矿供给相对冶炼需求仍承压偏紧。全球铜矿的实际供给状态仍显扰动，尽管此前23年的铜矿供应预期受16年后部分铜矿资本支出项目的投达产落地而展望向好，但供给扰动事件的叠加爆发令23年全球铜矿实际供给增速降至1.2%至约2236万吨。鉴于Cobre Panama铜矿停产持续至24年(影响约30万吨产量)，英美资源、嘉能可及Codelco因矿山品位下降、运营成本攀升、旱情缺水以及事故罢工

活动等导致铜产量指引下调，暗示全球的实际铜矿产出增速仍将承压。我们结合多家机构的统计预测，2024年全球铜矿供给增速或仅为1.52%（约2270万吨），直至26年全球铜矿供给或反弹至3%以上增速水平（但仍面临存量及增量项目产出挥发风险）。全球铜矿供给状态的阶段性承压亦被年内迅速回落的铜冶炼费用所印证，至25年5月9日，进口铜精矿周度加工费已连续三个月维持负数，且负值程度持续加深并已降至-43.11美元/吨，显示全球铜矿供给相对冶炼产能需求的显著短缺。考虑到25年的TC长协价格已经降至21.25美元/吨（-73.4%），暗示矿端供给状态的结构性偏紧及冶炼厂利润空间被大幅压缩后可能面临的减产风险攀升，这意味着25年全球铜行业上游供给状态将依然维持强刚性化特征。

中国精炼铜产量增速或现阶段性弱化。2023及2024年中国的长协铜TC价格分别定在88美元/吨及80美元/吨，推动国内冶炼企业开工率的攀升并带动24年中国精炼铜产量+5%至历史新高1364万吨。但另一方面，随着铜长协TC价格的回落及短端冶炼费用的持续低迷，国内铜冶炼厂亏损风险的放大或导致实际产能利用率的被动收缩。结合中国铜冶炼产能数据及拟合产能利用率数据，我们认为2025-2026年中国精炼铜产量或为1384万吨及1407万吨，产量增速或呈阶段性弱化并低于2%，中国精铜产量占全球比例或将维持在49%附近。

图22：全球精铜产量增长图



资料来源：ICSG, CRU, WoodMac, GS, BofA, SMM, 安泰科, 东兴证券研究所

图23：铜TC的快速下跌显示矿端供给的实际性偏紧

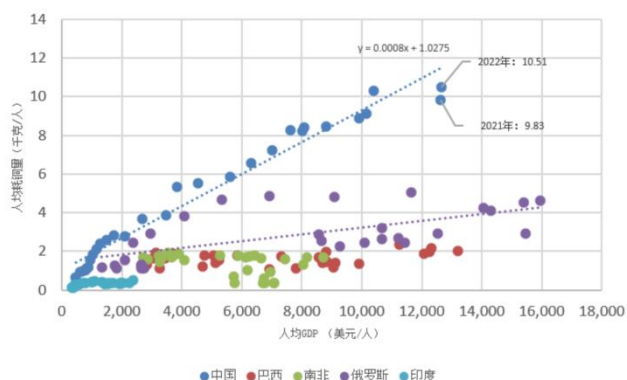


资料来源：iFinD, 东兴证券研究所

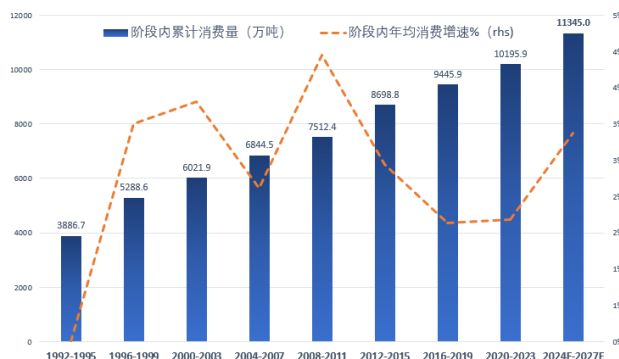
从消费角度观察，全球铜消费或进入周期性的强增长阶段。若以4年为周期来观察近30年的全球铜消费数据，2024-2027年全球累计阶段性铜消费或总计上涨11.3%至11345万吨，期间年均消费增长率约2.88%。自1996-2023年，全球铜消费阶段性增长均值（4年期）为2.85%，其中96-07年间的消费整体维持于3.42%左右的良性增长水平，但08-11年却因次贷危机影响而急速回落至1.89%，而后在低基数及全球量化宽松提振下消费增速升至3.9%，但至2016年随着中国金融去杠杆的进行（包括去融资铜）叠加中美贸易争端加剧，增速均值再次降到了1.24%。2020年全球经济遭受预期外扰动，但20H2全球一致性货币财政双刺激推动产业链阶段性补库显现，这一定程度上弱化了22年全球加息周期对铜消费的抑制，令该阶段全球铜消费增速升至2.54%。对于2024-2027年的铜消费，考虑到全球以铜为代表的产业链库存重塑及以中国新质生产力与绿色低碳能源转型为代表的绿色能源基建的持续实施，我们认为铜阶段性的总消费或有11.3%的增长，即2024-2027年全球累计铜消费或增至11345万吨。

图24：中国人均铜消费量拟合预测

图25：全球阶段性铜消费及增速（以四年为周期）



资料来源: iFinD, 东兴证券研究所



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表11: 全球及中国精铜需求表 (2020-2027E)

| 万吨 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国精铜消费 | 1307 | 1342 | 1374 | 1,442 | 1,482 | 1,536 | 1,592 | 1,673 |
| 消费增速% | 2.91% | 2.68% | 2.38% | 4.93% | 2.77% | 3.69% | 3.61% | 5.09% |
| 全球精铜消费量 | 2462 | 2514 | 2553 | 2636 | 2708 | 2792 | 2880 | 2987 |
| 消费增速% | 1.19% | 2.09% | 1.56% | 3.26% | 2.71% | 3.10% | 3.17% | 3.72% |
| 中国精铜消费占比 | 53.1% | 53.4% | 53.8% | 54.7% | 54.7% | 55.0% | 55.3% | 56.0% |

资料来源: CRU, ICSG, Woodmac, Wind, 东兴证券研究所

8. 盈利预测及估值

8.1 关键假设及营收预测

关键假设:

锂板块: 考虑到今年下半年锂盐价格回升, 且公司2.5万吨锂盐产线于6月份停产技改升级后, 公司在产锂盐年产能仍达4.1万吨, 因此预计2025公司锂盐产量与2024年基本一致。技改产能升级与锂盐价格的回升预计提升公司锂盐产量及业绩表现, 2026-2027年公司锂盐产能利用率或达80%/100%, 对应锂盐销量或达56800/71000吨, 较2024年分别提升+33%/+66%。2025-2027年间, 公司锂板块营收或分别为27.82/39.53/49.41亿元, 毛利或分别达3.89/7.11/9.88亿元, 对应毛利率或分别为14%/18%/20%。

铯铷板块: 考虑到2025年底公司铯铷盐新建产能的完成 (较2024年+50%至1500吨), 叠加钙钛矿电池薄膜添加剂等新兴应用对铯铷需求的持续拉升, 2025-2027年间公司铯铷盐产量或分别达到1100吨/1275吨/1440吨, 对应产能利用率或分别为73%/85%/96%。公司甲酸铯租赁业务价格或维持稳定增长态势。综合考虑, 2025-2027年间, 公司铯铷盐板块营收或分别达到16.57亿元/19.30亿元/22.19亿元, 毛利或分别达到12.26亿元/14.67亿元/17.31亿元。公司产量的外扩叠加铯铷价格中枢的稳定上行, 使得铯铷盐板块业绩

表现及盈利能力仍有较强成长弹性。

铜板块：公司赞比亚Kitumba铜矿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，副产品硫酸10万吨/年。项目预计于2026年7月投产，并于2026年年底达产。根据公司长期产能规划，2030至年左右，赞比亚铜矿产能可提升至约10万吨。保守估计，2026-2027年间，公司阴极铜产量或分别达1.8/3.6万吨。公司铜板块业绩表现与盈利能力有望随产能提升不断优化，铜矿开发将帮助公司抵御铜价周期性风险，并助力公司打开第三成长曲线。

锗镓锌板块：公司纳米比亚Tsumeb冶炼厂建设20万吨/年多金属综合循环回收项目中，设计产能为锗锭33吨/年、工业镓11吨/年、锌锭1.09万吨/年。截至25H1，火法冶炼工艺的第一条回转窑安装建设工作顺利进行，预计于年内建成并启动试生产，届时公司将拥有锗产能10-15吨/年。至2026年，一期锗产能或逐渐达产，全部设计产能或于2026年底建成。2025-2027年间，公司锗产量或分别达到1.5/13.5/19.5吨；2027年镓和锌产量或分别达到0.13吨/0.49万吨。

预计2025-2027年，公司实现营业收入分别为60.81/80.64/亿元，毛利润或分别为17.13/31.22/46.67亿元，对应毛利率分别为28.16%/38.72%/42.48%。

表12：产量假设

| 品类 | 单位 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------|----|-------|-------|-------|
| 锂盐 | 吨 | 42469 | 56800 | 71000 |
| 铯铷精细化工 | 吨 | 1100 | 1275 | 1440 |
| 铜 | 万吨 | / | 1.8 | 3.6 |
| 锗 | 吨 | 1.5 | 13.5 | 19.5 |
| 镓 | 吨 | / | / | 0.13 |
| 锌 | 万吨 | / | / | 0.49 |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表13：主营收入及毛利率预测

| | 单位 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|----|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 亿元 | | | |
| 锂板块 | | 27.82 | 39.53 | 49.41 |
| 铯铷板块 | | 16.57 | 19.30 | 22.19 |
| 铜板块 | | / | 14.4 | 28.8 |
| 锗镓锌板块 | | 0.43 | 3.92 | 6.47 |

| | | | |
|-------------|-----------|--------|--------|
| 其他 | 16.00 | 3.50 | 3.00 |
| 合计 | 60.81 | 80.64 | 109.87 |
| 营业成本 | 亿元 | | |
| 锂板块 | 23.92 | 32.41 | 39.53 |
| 铯铷板块 | 4.31 | 4.63 | 4.88 |
| 铜板块 | / | 7.07 | 12.86 |
| 锗镓锌板块 | 0.26 | 2.15 | 3.24 |
| 其他 | 15.20 | 3.15 | 2.70 |
| 合计 | 43.69 | 49.42 | 63.20 |
| 毛利 | 亿元 | | |
| 锂板块 | 3.89 | 7.11 | 9.88 |
| 铯铷板块 | 12.26 | 14.67 | 17.31 |
| 铜板块 | / | 7.33 | 15.94 |
| 锗镓锌板块 | 0.17 | 1.76 | 3.24 |
| 其他 | 0.80 | 0.35 | 0.30 |
| 合计 | 17.13 | 31.22 | 46.67 |
| 毛利率 | % | | |
| 锂板块 | 14.00% | 18.00% | 20.00% |
| 铯铷板块 | 74.00% | 76.00% | 78.00% |
| 铜板块 | / | 50.89% | 55.36% |
| 锗镓锌板块 | 40.00% | 45.00% | 50.00% |
| 其他 | 5.00% | 10.00% | 10.00% |
| 合计 | 28.16% | 38.72% | 42.48% |

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

9. 投资评级

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 60.81/80.64/109.99 亿元, 归母净利润分别为 7.36/16.41/26.98 亿元, 对应 EPS 为 1.02/2.27/3.74 元/股, 对应 PE 分别为 38.80X/17.39X/10.58X。公司锂、铯铷、铜、锗、镓、锌多金属技改及新建项目投产推动公司整体产能提升, 多金属布局提升公司成长弹性。公司锂盐板块或随行业周期底部上行而迎来利润修复, 铯铷板块或维持稳定强增长, 铜锗镓锌项目的投产或推动公司业绩爆发, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

10. 风险提示

项目投产情况不及预期风险, 项目完成时间晚于预期风险, 锂价超预期下行风险, 下游新能源汽车行业发展不及预期风险。

附表：公司盈利预测表

| 资产负债表 | 单位:百万元 | | | | | 利润表 | 单位:百万元 | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|---------|---------|--------|---------|--------|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产合计 | 8063 | 8137 | 8491 | 9547 | 11315 | 营业收入 | 6013 | 5364 | 6081 | 8064 | 10987 |
| 货币资金 | 4915 | 4084 | 4801 | 5242 | 8240 | 营业成本 | 2718 | 3607 | 4369 | 4942 | 6320 |
| 应收账款 | 374 | 776 | 629 | 884 | 1170 | 营业税金及附加 | 138 | 183 | 207 | 275 | 374 |
| 其他应收款 | 156 | 88 | 99 | 132 | 179 | 营业费用 | 73 | 39 | 59 | 69 | 101 |
| 预付款项 | 168 | 116 | 53 | -19 | -111 | 管理费用 | 384 | 361 | 399 | 536 | 726 |
| 存货 | 1445 | 2142 | 2459 | 2858 | 1385 | 财务费用 | 166 | 216 | 137 | 176 | 122 |
| 其他流动资产 | 286 | 393 | 393 | 393 | 393 | 研发费用 | 172 | 113 | 151 | 186 | 263 |
| 非流动资产合计 | 7822 | 9056 | 8952 | 8727 | 8399 | 资产减值损失 | 0.47 | 30.74 | 11.38 | 14.2 | 18.77 |
| 长期股权投资 | 39 | 25 | 25 | 25 | 25 | 公允价值变动收益 | 0.94 | 3.62 | 3.62 | 3.62 | 3.62 |
| 固定资产 | 2178 | 3133 | 3281 | 3273 | 3130 | 投资净收益 | 15.88 | 43.55 | 29.71 | 36.63 | 33.17 |
| 无形资产 | 1853 | 2431 | 2369 | 2315 | 2278 | 加：其他收益 | 94.96 | 61.29 | 69.49 | 92.15 | 125.55 |
| 其他非流动资产 | 561 | 703 | 703 | 703 | 703 | 营业利润 | 2427 | 941 | 859 | 2000 | 3229 |
| 资产总计 | 15885 | 17193 | 17443 | 18273 | 19714 | 营业外收入 | 1.39 | 33.4 | 13.24 | 16.01 | 20.89 |
| 流动负债合计 | 2293 | 3318 | 3447 | 3351 | 3240 | 营业外支出 | 7.96 | 14.6 | 8.35 | 10.3 | 11.08 |
| 短期借款 | 914 | 1486 | 1508 | 1328 | 1014 | 利润总额 | 2420 | 960 | 864 | 2006 | 3239 |
| 应付账款 | 187 | 443 | 529 | 598 | 765 | 所得税 | 218 | 206 | 132 | 369 | 545 |
| 预收款项 | 65 | 111 | 132 | 147 | 184 | 净利润 | 2202 | 754 | 733 | 1637 | 2694 |
| 一年内到期的非流动负债 | 166 | 229 | 229 | 229 | 229 | 少数股东损益 | -6 | -3 | -3 | -4 | -3 |
| 非流动负债合计 | 1369 | 1387 | 1072 | 1084 | 1078 | 归属母公司净利润 | 2208 | 757 | 736 | 1641 | 2698 |
| 长期借款 | 553 | 342 | 342 | 342 | 342 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 负债合计 | 3661 | 4705 | 4519 | 4434 | 4318 | 成长能力 | | | | | |
| 少数股东权益 | 46 | 307 | 304 | 300 | 296 | 营业收入增长 | -25.22% | -10.80% | 13.37% | 32.61% | 36.24% |
| 实收资本（或股本） | 728 | 721 | 721 | 721 | 721 | 营业利润增长 | -36.31% | -61.21% | -8.71% | 132.71% | 61.44% |
| 资本公积 | 5636 | 5324 | 5324 | 5324 | 5324 | 归属于母公司净利润增长 | -32.98% | -65.72% | -2.82% | 123.11% | 64.37% |
| 未分配利润 | 6113 | 6148 | 6571 | 7472 | 8986 | 获利能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益合计 | 12178 | 12181 | 12620 | 13539 | 15099 | 毛利率(%) | 54.81% | 32.75% | 28.16% | 38.72% | 42.48% |
| 负债和所有者权益 | 15885 | 17193 | 17443 | 18273 | 19714 | 净利率(%) | 36.62% | 14.05% | 12.05% | 20.30% | 24.52% |
| 现金流量表 | | | | | | 总资产净利润(%) | | 13.90% | 4.40% | 4.22% | 8.98% |
| | | | | | | ROE(%) | 18.13% | 6.21% | 5.83% | 12.12% | 17.87% |
| 经营活动现金流 | 3002 | 500 | 1254 | 1736 | 4713 | 偿债能力 | | | | | |
| 净利润 | 2202 | 754 | 733 | 1637 | 2694 | 资产负债率(%) | 23% | 27% | 26% | 24% | 22% |
| 折旧摊销 | 180.75 | 420.62 | 440.25 | 468.16 | 486.47 | 流动比率 | 3.52 | 2.45 | 2.46 | 2.85 | 3.49 |
| 财务费用 | 166 | 216 | 137 | 176 | 122 | 速动比率 | 2.89 | 1.81 | 1.75 | 2 | 3.06 |
| 应收账款减少 | 90 | -403 | 147 | -255 | -287 | 营运能力 | | | | | |
| 预收账款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 0.44 | 0.32 | 0.35 | 0.45 | 0.58 |
| 投资活动现金流 | 3002 | -881 | 152 | -217 | -141 | 应收账款周转率 | 14 | 9 | 9 | 11 | 11 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 4 | 4 | 4 | 4 | 应付账款周转率 | 28.4 | 17.03 | 12.52 | 14.31 | 16.12 |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 299 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | |
| 投资收益 | 16 | 44 | 30 | 37 | 33 | 每股收益(最新摊薄) | 3.15 | 1.05 | 1.02 | 2.27 | 3.74 |
| 筹资活动现金流 | 1813 | -357 | -690 | -1078 | -1573 | 每股净现金流(最新摊薄) | 2.96 | -1.02 | 0.99 | 0.61 | 4.16 |
| 应付债券增加 | -105 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 16.72 | 16.88 | 17.49 | 18.77 | 20.93 |
| 长期借款增加 | -238 | -211 | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 普通股增加 | 267 | -7 | 0 | 0 | 0 | P/E | 12.56 | 37.68 | 38.8 | 17.39 | 10.58 |
| 资本公积增加 | 2956 | -312 | 0 | 0 | 0 | P/B | 2.37 | 2.34 | 2.26 | 2.11 | 1.89 |
| 现金净增加额 | 7817 | -738 | 716 | 441 | 2999 | EV/EBITDA | 9.22 | 17.32 | 18.58 | 9.69 | 5.77 |

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长, 金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖及三等奖; 曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师, Wind 金牌分析师, 中国东方资产估值专家库成员, 中国东方资产股票专家组成员。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员, 美国哥伦比亚大学生物统计硕士, 研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校, 应用数学与经济双专业, 于 2024 年 5 月入职东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利益关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

| 北京 | 上海 | 深圳 |
|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| 西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层 | 虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层 | 福田区益田路 6009 号新世界中心 46F |
| 邮编: 100033 | 邮编: 200082 | 邮编: 518038 |
| 电话: 010-66554070 | 电话: 021-25102800 | 电话: 0755-83239601 |
| 传真: 010-66554008 | 传真: 021-25102881 | 传真: 0755-23824526 |