

# 中矿资源：厚积薄发，焕新多金属版图



李纵横 分析师

Email: lizongheng@lczq.com

证书: S1320524090001

## 投资要点:

**地勘老兵华丽转身，探矿增储成果显著。**地勘服务是公司的传统业务，转型为对内赋能后，凭借丰富的技术及人才积累，为后续矿业开发领域的战略扩张奠定坚实基础，公司所属主力矿山在保有期内资源储量均实现显著增长。

**锂：产业链一体化建设成果显著，成本控制能力优异，行业周期性拐点的逐步确定，业务毛利率预期上行。**公司在上游资源端连续发力，目前已经实现业务原料完全自供。通过产业链一体化建设、调整原料供给结构、自有电站替换柴油电等方式，不断强化成本优势，使得公司在行业周期底部区间内，依旧保持一定盈利空间。放眼国内锂市场，未来两年虽然行业将依旧呈现过剩局面，但基本面呈现改善趋势相对确定，锂价有望伴随供给增速的趋缓实现反弹。而伴随行业周期性拐点明晰，同时考虑公司冶炼产能扩张及自有矿山成本优势，板块盈利预期将会得到修复。

**铯：通过掌握上游资源，公司在产业链中近乎享有垄断地位，且伴随扩张产能放量，量价齐升，板块盈利有望再创新高。**全球可采铯矿规模极为有限，且分布集中。公司自有的 Tanco 矿山和 Bikita 矿山是全球唯二两座规模化在产铯矿山，原料端的优势保证公司在铯钾盐精细化工行业占有绝对的市场份额。目前制约公司铯钾业务进一步扩张的难点主要在于原料供应瓶颈问题，公司于 2024 年投资建设 Bikita 矿山铯榴石采选产线，目前项目已完工，爬产完成后，可使公司现有原料供应产能提升 50%。铯钾产品产量提升、产品价格的持续上行叠加高端市场的探索，我们看好公司铯钾板块业绩能够持续高增。

**锆：国内出口管制举措出台导致锆价显著攀升且国内外价差快速拉大，公司矿山及冶炼产线均位于海外，放量后可充分享受政策红利，业务盈利前景可期。**2024 年，公司启动建设 Tsumeb 多金属综合循环回收项目，一期 15 吨火法产线预期在 2025 年底完工，第二条 18 吨湿法产线已进入规划建设阶段，2027 年底如期完工后，可具备 30 吨以上锆制备能力。我国是目前全球锆镓材料的主要供应国，国际市场对华供应严重依赖且库存有限，出口管制举措出台直接导致两类金属价格显著攀升且国内外价差快速拉大。类比同业龙头企业，公司锆镓业务虽起步较晚，产能规模同样不具优势。但公司拥有自有矿山，原料供应可实现完全自供，且矿山及冶炼产线均位于海外，可享受国内出口管控收紧、海外锆价大幅上涨的红利，将

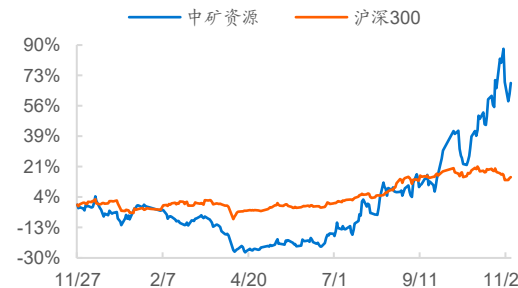
## 投资评级：增持（首次）

### 股票信息

总股本(百万股)	721.49
流通 A 股/B 股(百万股)	711.04/0.00
资产负债率(%)	32.35
每股净资产(元)	16.65
市净率(倍)	3.84
净资产收益率(加权)	1.68
12 个月内最高/最低价	75.00/27.01

注：数据更新日期截止 2025 年 11 月 26 日

### 市场表现



### 相关报告

资源优势充分转化为经济成效，业务盈利前景可期。

**铜：战略版图拓展再尝试，公司完成收购动作后，迅速推进采选冶工程建设，盈利预期兑现，则可彻底打开公司业绩第三成长曲线。**2024 年，公司购入赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 股权，12 月动工建设矿山采选冶工程项目。预期 2026 年年中可实现采选产线投产，2027 年初冶炼产线可建设完成。项目落地后，公司将具备 6 万吨阴极铜的年生产能力。得益于上一轮矿企资本开支高峰，当前时点下，我们正处在最近一轮的全球铜矿新增周期的尾声阶段，预期铜矿中长期供应将进入瓶颈期，矿端在铜产业链中进行利润分配的话语权将进一步提升，铜价中枢长线看涨。按照现有产能规划及预期成本测算，项目满产后可归属公司利润总额预期为 10 亿元左右，若能兑现可彻底打开公司业绩增长点。

**盈利预测及投资建议：**我们预计，2025 年-2027 年公司营业收入规模分别为 58.1 亿元、73.42 亿元、109.8 亿元，同比增速分别为 8.3%、26.4%、49.6%；归母净利润分别为 4.29 亿元、16.67 亿元、27.66 亿元，同比增速分别为-43.4%、288.8%、65.9%。以 2025 年 11 月 24 日的收盘价为基准进行计算，当前公司市值对应 2026 年、2027 年 PE 分别为 25.95 倍、15.64 倍。参考可比公司估值，结合公司未来发展前景，我们对其进行首次覆盖，同时给予公司增持评级。

**风险提示：**重点工程进度不及预期、相关商品市场价格大幅波动、海内外产业政策反转等。

#### 主要财务数据及预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	6,013	5,364	5,810	7,342	10,980
(+/-)YoY(%)	-25.2%	-10.8%	8.3%	26.4%	49.6%
净利润(百万元)	2,208	757	429	1,684	2,799
(+/-)YoY(%)	-33.0%	-65.7%	-43.4%	292.7%	66.2%
全面摊薄 EPS(元)	3.06	1.05	0.59	2.33	3.88
毛利率(%)	54.8%	32.8%	23.6%	41.0%	43.0%
净资产收益率(%)	18.1%	6.2%	3.5%	12.7%	19.0%

资料来源:公司年报(2023-2024)

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 目 录

1. 公司概况：快速成长的矿业新星 .....	6
1.1 地勘服务起家，积极拓展矿产资源版图 .....	6
1.2 锂盐+铯铷双轮驱动，业绩表现稳健 .....	8
2. 地勘老兵华丽转身，探矿增储成果显著 .....	11
3. 锂：原料自供、积极进取，静待行业基本面修复 .....	12
3.1 上游资源端连续发力，原料已实现 100%自供 .....	12
3.2 一体化进程持续推进，成本管控能力优异 .....	14
3.3 行业基本面修复可期，锂价中枢有望企稳回升 .....	17
4. 铯：行业龙头地位稳固，量价齐升前景广阔 .....	20
5. 锗：掌控优质海外资源，充分享受政策红利 .....	26
6. 铜：战略版图拓展再尝试 .....	29
7. 盈利预测与投资建议 .....	33
7.1 盈利预测 .....	33
7.2 投资建议 .....	34
8. 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1	中矿资源公司发展历程梳理 .....	6
图 2	中矿资源公司股权结构 .....	7
图 3	公司营收规模波动情况（百万元） .....	9
图 4	公司归母净利润规模波动情况（百万元） .....	9
图 5	公司季度营收规模波动情况（百万元） .....	9
图 6	公司季度归母净利润规模波动情况（百万元） .....	9
图 7	公司营收结构拆解 .....	10
图 8	公司毛利结构拆解 .....	10
图 9	锂电业务毛利率波动情况 .....	10
图 10	铯铷业务毛利率波动情况 .....	10
图 11	公司资产负债率始终处于较低水平 .....	11
图 12	公司四费费率波动情况（百万元） .....	11
图 13	公司所属 Bikita 矿山增储效果显著（万吨） .....	12
图 14	2024 年，Tanco 矿山矿石储量大幅提升（万吨） .....	12
图 15	津巴布韦锂矿储量规模波动情况（公吨） .....	13
图 16	2023 年后，津巴布韦在全球锂矿供应体系中扮演愈发重要角色（千吨） .....	13
图 17	2023 年后，外采矿锂盐完全退出公司产品销售体系 .....	14
图 18	公司电池级氢氧化锂、碳酸锂、氟化锂制备工艺流程 .....	15
图 19	锂盐冶炼行业主要参与公司业务毛利率对比（%） .....	17
图 20	2024 年至今，碳酸锂及锂精矿价格走势回顾（元/吨、美元/吨） .....	18
图 21	国内动力电池产量规模增长情况（兆瓦时） .....	18
图 22	过去三年，国内新能源汽车产量稳定增长（万辆、%） .....	18
图 23	国内碳酸锂库存规模波动情况（吨） .....	19
图 24	国内碳酸锂生产成本及生产毛利波动情况（元/吨） .....	20
图 25	锂电业务营收规模及所占比例波动情况（万元） .....	20
图 26	锂电业务毛利率波动情况（万元） .....	20
图 27	铯产业链拆解 .....	21
图 28	公司铯盐、铷盐制备流程 .....	23
图 29	公司甲酸铯业务生态运营模式 .....	23
图 30	公司铯铷业务营收结构（亿元） .....	24
图 31	公司铯铷业务毛利结构（亿元） .....	24
图 32	公司铯铷盐产销数据（吨） .....	24
图 33	铯铷盐销售均价逐年抬升（万元/吨） .....	24
图 34	全球、美国、中国铯消费结构对比 .....	25
图 35	全球锗资源储量分布情况（吨） .....	27
图 36	2023 年全球精炼锗供应结构 .....	27
图 37	我国启动对于锗、镓相关物项出口管制后，锗价内外价差已扩大至历史水平（元/千克） .....	28
图 38	驰宏锌锗业务营业收入及毛利水平波动情况（万元） .....	29
图 39	云南锗业材料系锗产品营业收入及毛利水平波动情况（万元） .....	29
图 40	赞比亚铜矿储量丰富 .....	30
图 41	赞比亚铜矿产量规模波动情况（万吨） .....	30
表 1	公司现任管理层主要成员及其工作经历 .....	8
表 2	公司地勘业务在发展早期所承接的代表性对外项目 .....	11
表 3	公司主要矿山相关信息汇总 .....	12
表 4	2024 年津巴布韦 Bikita 矿山资源保有量（万吨、%） .....	13
表 5	公司锂电业务原料供给工程建设情况（万吨/年） .....	14
表 6	公司高纯锂盐产线建设进程及相关产能扩张情况 .....	15
表 7	锂盐冶炼行业国内主要参与公司相关产能规模对比（吨/年） .....	16
表 8	全球锂矿供给结构（千吨折合 LCE） .....	19

表 9	公司铯铷业务布局过程	21
表 10	铯铷在全球主要国家中的战略地位	22
表 11	全球伟晶岩型铯矿资源分布情况（折合氧化铯）（万吨）	22
表 12	全球现有铯榴石三大矿山现状（万吨）	23
表 13	2024 年公司铯盐冶炼产线规模情况	25
表 14	Tsumeb 冶炼厂多金属熔炼尾渣堆主要金属保有资源量统计（吨、克/吨）	26
表 15	锗镓元素主要形态及应用场景	26
表 16	我国关于锗镓出口政策的演进过程	27
表 17	国内锗加工行业主要参与者及产能规模统计（吨金属量、吨/年）	28
表 18	Tsumeb 多金属循环回收项目主要信息（吨金属量、克/吨、吨/年）	29
表 19	公司所属铜矿资源分布（万吨）	30
表 20	2015 年后，全球新增铜矿数量极为有限（个、百万吨、百万美元、美元/吨）	31
表 21	赞比亚 Kitumba 铜矿项目主要信息汇总	32
表 22	中矿资源业务结构拆分及主要指标预测（百万元）	34
表 23	中矿资源可比公司估值对比（元、亿元）	34



## 1. 公司概况：快速成长的矿业新星

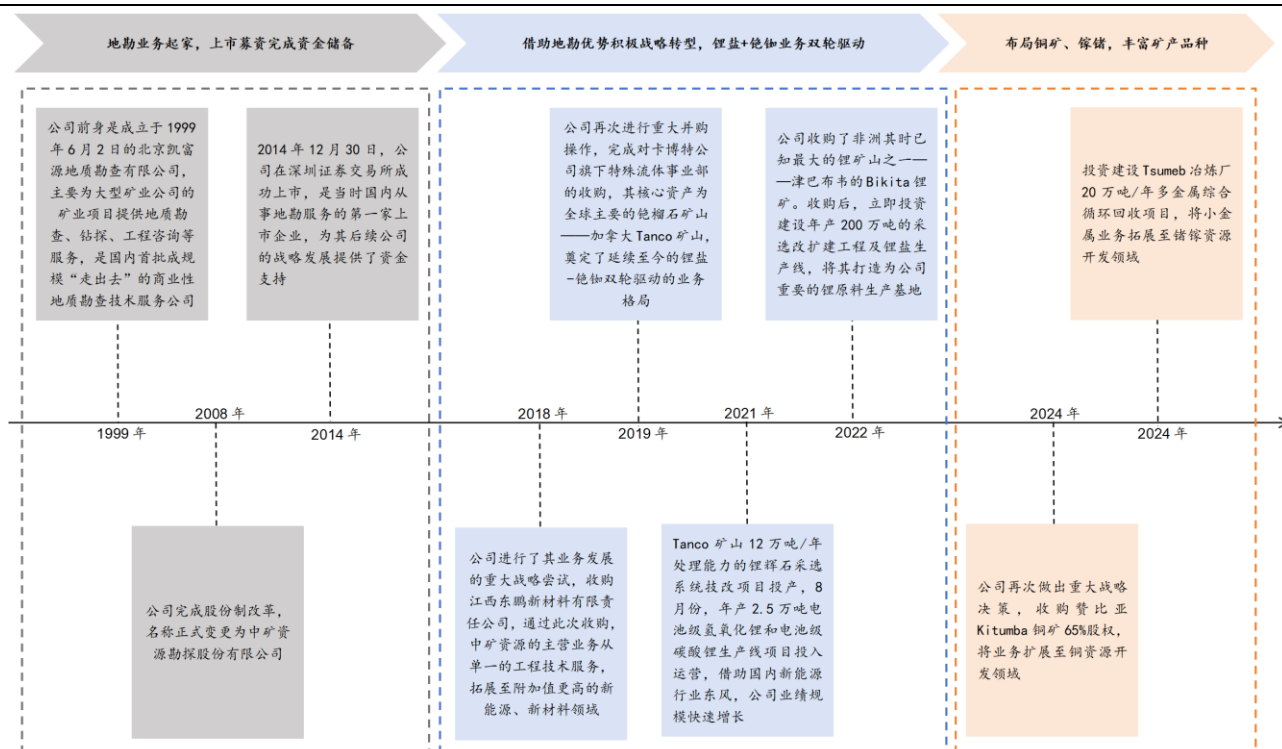
### 1.1 地勘服务起家，积极拓展矿产资源版图

**地勘服务起家，深交所上市完成初期资本积累。**公司前身为北京凯富源地质勘查有限公司，成立于1999年6月2日。初期定位为综合地质勘查技术服务公司，主营业务是为国有大型矿业公司提供海外地质勘查技术服务。本世纪初，公司抓住中国矿业企业“走出去”的机遇，率先在海外进行业务布局，先后在亚洲、非洲等地区承揽了大量地质勘查、矿权管理、工程咨询等项目，积累了丰富的国际项目运营经验、人脉资源和海外矿权信息。2008年，公司完成了股份制改革，名称正式变更为“中矿资源勘探股份有限公司”；2014年12月30日，公司在深圳证券交易所成功上市，是当时国内主业从事地勘服务的第一家上市企业。

**从单一的技术服务商转变为“资源+技术”的综合性矿业企业。**成功上市，公司利用资本市场平台，开始谋划战略转型，希望利用地勘技术优势，布局上游矿业资源，以提升公司抗风险能力和盈利水平。2018年，公司管理层做出重大战略决策，完成了对江西东鹏新材料有限责任公司（简称“东鹏新材”）的收购。通过本次并购，公司获得了“资源转化”的能力，业务结构从“纯服务”变为“服务+冶炼加工”模式，实现了公司战略第一次质的飞跃；2019年，公司收购了加拿大 Cabot 公司的特殊流体事业部，其核心资产为加拿大 Tanco 矿山，一举成为全球铯产品绝对龙头，也奠定了延续至今的锂盐+铯铷“双轮驱动”的业务格局；2022年，公司收购了津巴布韦 Bikita 锂矿，为公司的锂盐业务带来了稳定、自有的原材料供应来源。

**2024年，公司再次拓展其在有色金属资源开发领域版图。**先后完成了对赞比亚 Kitumba 铜矿（65%权益）、纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂（98%权益）的收购，获得铜矿、锗镓资源储备，并加速在相关矿产资源采选冶业务领域完成业务布局。中长期来看，伴随锗、铜产线的落成达产，相关板块有望为公司带来新的成长曲线，实现从地勘老兵，到矿业新星的蜕变。

图1 中矿资源公司发展历程梳理

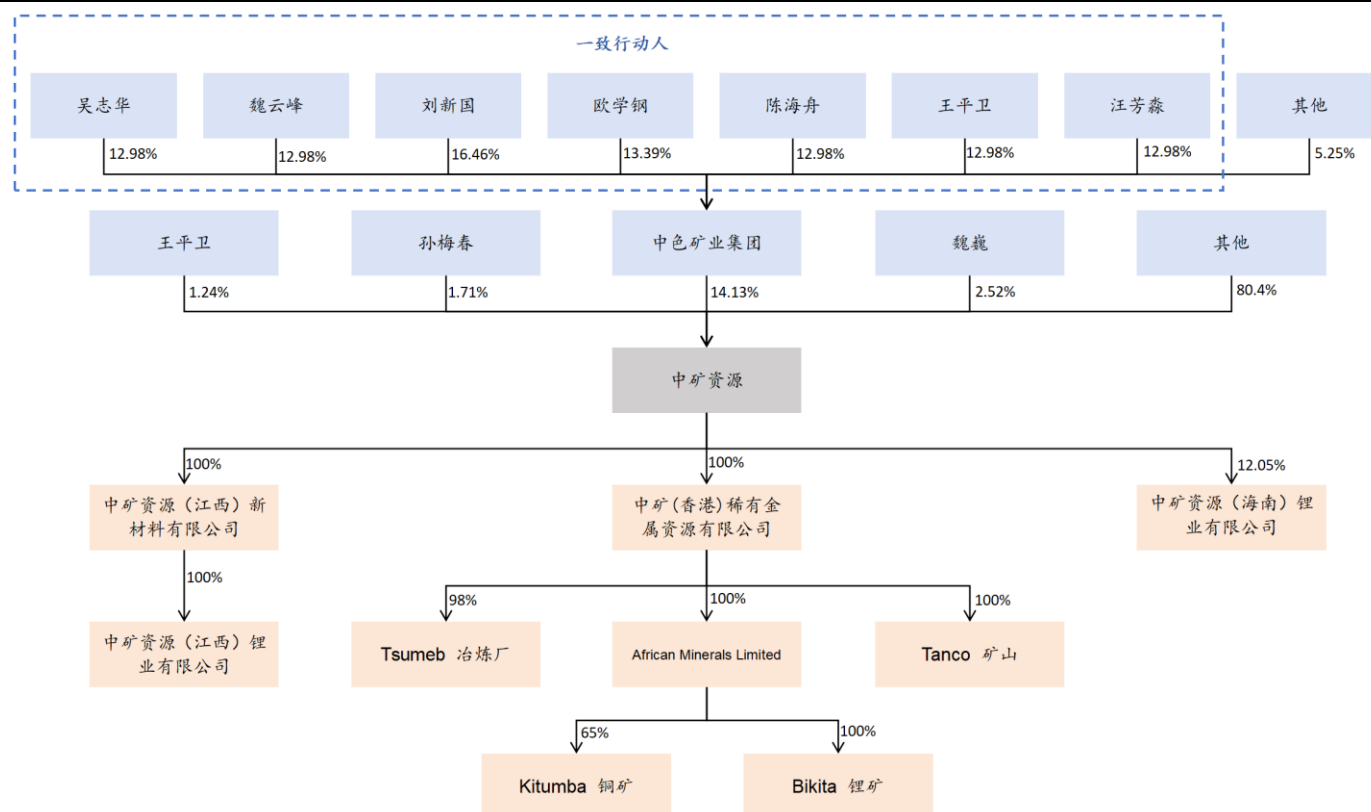


资料来源：中矿资源公司官网、中矿资源公司年报，联储证券研究院

公司控股股东为中色矿业集团，七位股东为一致行动人，共同构成对于公司的实际控制。根据公司 2025 年半年报披露的数据显示，公司的控股股东为中色矿业集团，直接持有公司 14.13% 股权，刘新国、欧学钢、王平卫等七人签署《一致行动协议》，为一致行动人，共同构成对于公司的实际控制，七人合计持有中色矿业集团 94.75% 股权，直接及间接持有公司 14.63% 的股权。

核心子公司有二：中矿新材料（东鹏新材）、中矿（香港）稀有金属资源有限公司。东鹏新材为公司锂盐冶炼业务平台，在江西建有电池级碳酸锂、氢氧化锂生产线；中矿（香港）稀有金属资源则是公司境外矿业资源的整合平台，持有加拿大 Tanco 矿山、赞比亚 Kitumba 铜矿、津巴布韦 Bikita 锂矿、纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂的权益。其余子公司则主要从事境内外地勘、贸易、技术服务等业务。

图2 中矿资源公司股权结构



资料来源：Wind、中矿资源公司公告，联储证券研究院

管理层专业经验丰富。根据公司 2025 年半年报披露的信息显示，现任董事会成员 9 人，其中 6 位董事、3 位独立董事。管理团队主要由公司创始人组成，成员结构稳定，且入职前均具备地勘局工作背景，矿冶经验丰富。董事长王平卫先生 1982 年毕业于中南大学地质工程专业，博士研究生学历，是公司创始人之一，曾获中国地质行业“勘察大师”称号；2020 年出任中矿资源董事长兼总裁，任职期间，主导企业从地质勘查服务型公司转型为综合性矿业集团，其丰富的地勘及管理经验是公司前行的重要保障。

**表1 公司现任管理层主要成员及其工作经历**

姓名	现任职务	起始任期	终止日期	主要经历
王平卫	董事长、总裁	2020年5月8日	2026年5月17日	博士研究生，教授级高级工程师。1982年毕业于中南大学地质工程专业；1982年7月至1990年6月，任湖南有色地质217队工程师、副大队长；1990年7月至1998年1月，任中南市政工程总公司副总经理；1998年2月至1999年12月，任湖南有色地勘局局长助理；公司成立后历任本公司副董事长、总裁、法定代表人、中色矿业集团有限公司副董事长。现任本公司董事长、总裁、法定代表人、中色矿业集团有限公司副董事长。 大学本科，高级会计师，具有中国注册会计师和评估师资格。1990年7月，毕业于北京大学电气工程学院会计学院；1990年7月至1997年9月，在湖南有色地质地勘局财务处工作；1997年9月至1999年9月，任湖南鑫湘矿业有限责任公司财务部经理；公司成立后任中色矿业集团有限公司财务部经理(财务负责人)。现任本公司董事，中色矿业集团有限公司董事、总经理，长沙中庭物业管理有限责任公司董事长，北京金地超硬材料有限公司法定代表人，盛合资源国际有限公司董事，中矿资源(天津)新材料有限公司董事。
欧学钢	董事	2008年2月4日	2026年5月17日	大学专科，会计师。1984年7月，毕业于浙江冶金经济专科学校；1984年8月至1994年3月，中国有色金属工业总公司地质勘查总局计划处从事财务管理工作；1994年4月至2001年2月，任中国有色金属工业总公司地质勘查总局财务处副处长、财务处处长；公司成立后曾任董事、监事会主席，现任本公司董事、中色矿业集团有限公司副总经理。
魏云峰	董事	2020年5月8日	2026年5月17日	大学本科，高级经济师。1983年7月，毕业于中南大学文学院中文系；1983年8月至1984年12月，在湖南地质勘探238队工作；1985年1月至1998年4月，在湖南省有色地质勘查局历任办公室秘书、副主任、主任；公司成立后历任中色矿业集团有限公司总经理助理、董事会秘书，现任本公司董事，中色矿业集团有限公司董事、副总经理，长沙中庭物业管理有限责任公司董事。
吴志华	董事	2023年5月18日	2026年5月18日	大学本科，高级统计师。1989年7月，毕业于河北地质学院；1989年8月至1998年4月，中国有色金属工业总公司历任地质勘查总局计划处、企业发展处干部、副处长、处长；公司成立后曾任中色矿业集团有限公司财务部经理(财务负责人)。现任本公司董事，中色矿业集团有限公司副总经理。
汪芳淼	董事	2011年3月2日	2026年5月17日	博士研究生，高级工程师。历任本公司总裁助理、人力资源总监、市场运营总监，公司党总支部书记。现任本公司董事、副总裁兼董事会秘书、公司党总支部书记。
张津伟	董事、副总裁、董事会秘书	2023年5月18日	2026年5月17日	

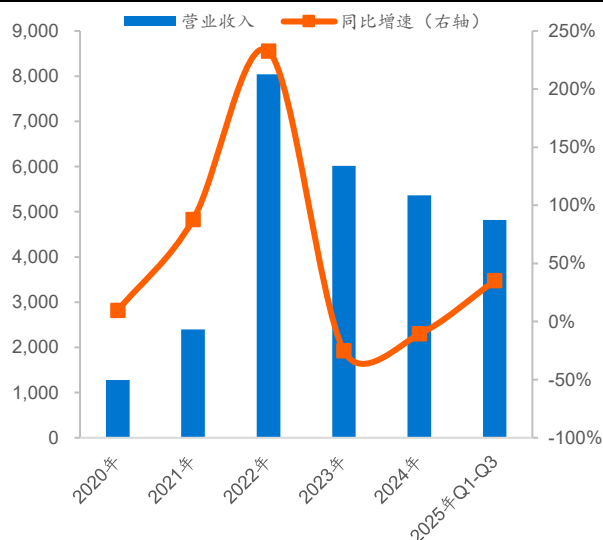
资料来源：中矿资源公司年报、招股说明书，联储证券研究院

## 1.2 锂盐+铯铷双轮驱动，业绩表现稳健

**营收规模上半年延续增长，铜冶炼业务拖累业绩表现。**2025年前三季度公司实现营业收入48.18亿元，同比增长34.99%；创造归母净利润2.04亿元，同比增速-62.58%。分季度看，公司Q1、Q2、Q3分别实现营收15.36亿元、17.3亿元、15.51亿元；创造归母净利润分别为1.35亿元、-0.46亿元、1.15亿元。**公司上半年盈利规模缩减主要受两方面因素的影响：第一**，受锂电新能源行业市场波动影响，公司锂盐产品市场价格较去年同期出现较大幅度回调，在行业性价格下行背景下，该板块的销售收入及毛利率同比受到显著影响；**第二**，公司所属纳米比亚Tsumeb冶炼厂铜冶炼业务受全球铜精矿供应紧张导致行业加工费水平显著下降影响，造成净利润亏损约2亿元。公司已制定相应降本措施尽快关停铜冶炼产线，并通过释放锗业务产能创造新的业绩增长点，目前铜冶炼产线已经全部关停，三季度其对于公司业绩拖累效应已经显著减弱。

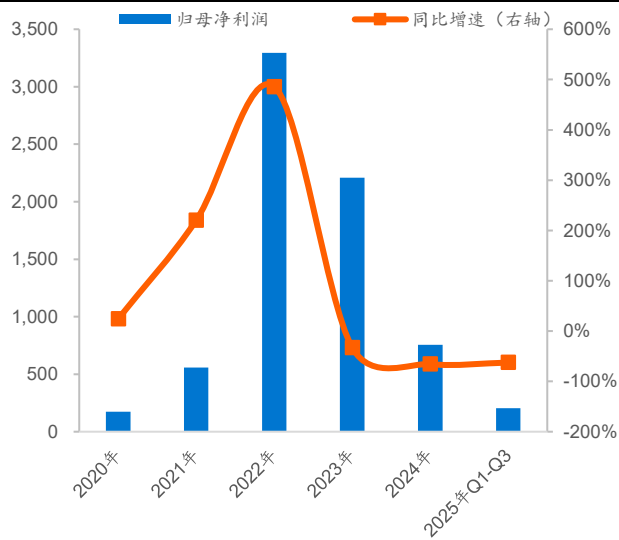


图3 公司营收规模波动情况（百万元）



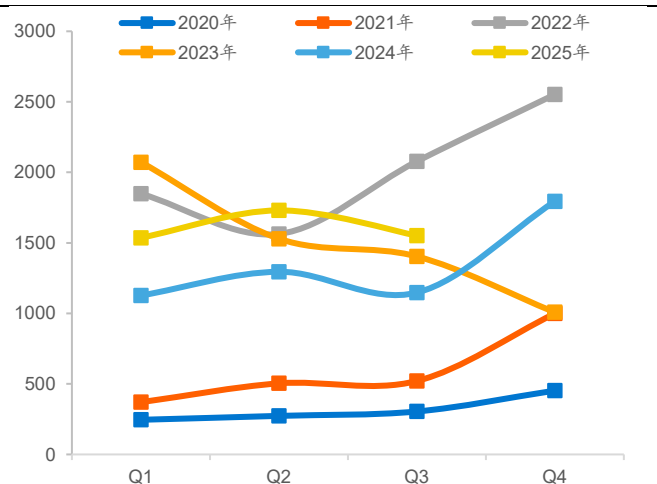
资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图4 公司归母净利润规模波动情况（百万元）



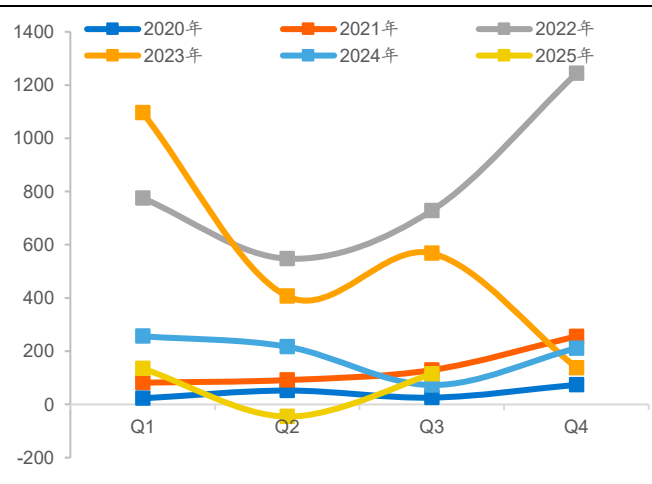
资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图5 公司季度营收规模波动情况（百万元）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

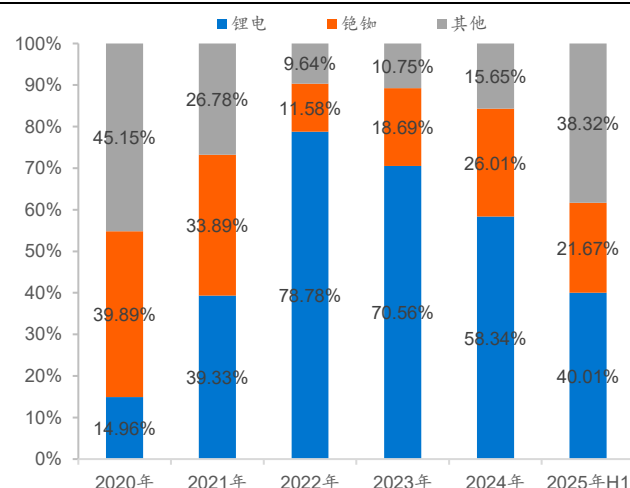
图6 公司季度归母净利润规模波动情况（百万元）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

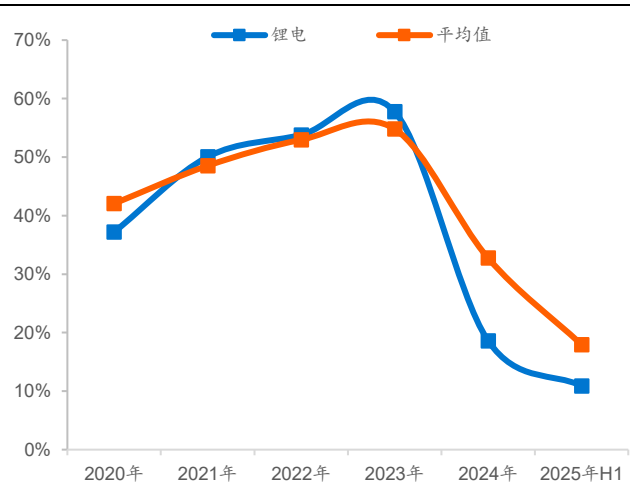
**锂盐业务营收、毛利占比整体缩减，铯铷业务表现强势。** 锂盐和铯铷是公司目前业务的两大核心，2025年上半年锂盐业务虽依旧为公司营收贡献主体，营收规模13.07亿元，占公司收入总量的40.01%，但受相关产品价格下行的影响，所占比例已较2022年下滑38.77个百分点。过去3年业务毛利率同样呈现下行趋势，2025年上半年，锂盐业务毛利率10.89%，较2023年峰值水平下滑46.89个百分点，创造毛利润1.42亿元，占比由2022年的80.02%下行至24.27%。铯铷业务是公司目前盈利的主要来源。2025年上半年铯铷业务创造营收7.08亿元，同比增长50.43%，创造毛利润5.11亿元，占公司毛利润总量的87.18%，业务毛利率72.24%，虽较2024年峰值略有下滑，但整体依旧维持高位水平。

图7 公司营收结构拆解



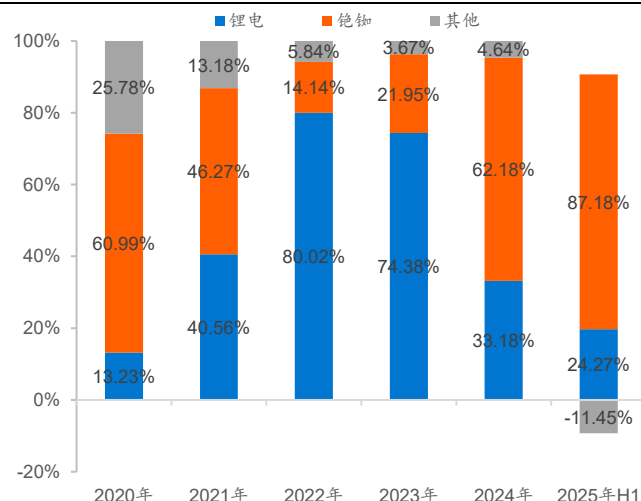
资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图9 锂电业务毛利率波动情况



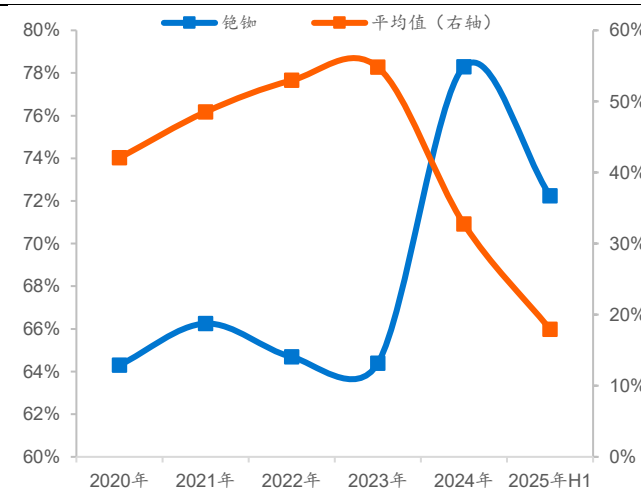
资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图8 公司毛利结构拆解



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图10 铯铷业务毛利率波动情况

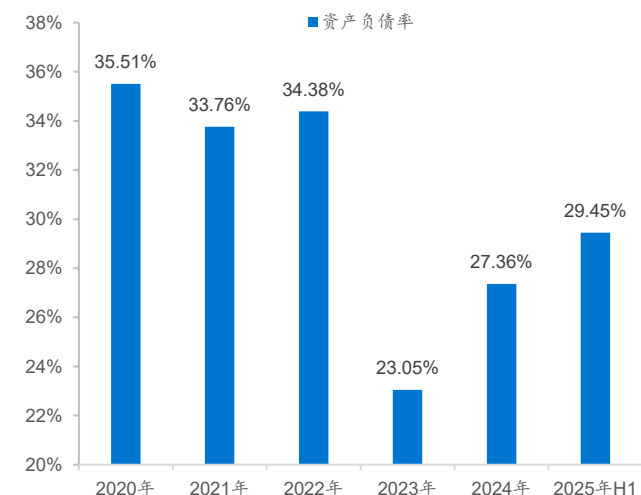


资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

**费用控制能力优异。**2023年、2024年公司四费费率有所上行，主要受财务费用规模扩张的影响，主因在于2022年并购津巴布韦 Bikita 锂矿之后，要求保持一定比例强制结汇规模，而受津巴布韦币贬值的影响，导致公司年度汇兑损益明显增加。为了规避汇率波动对于公司费用控制的影响，目前在开展境外业务时，公司已尽可能提高当地法定货币结算支付的占比以达到转移货币贬值的风险，同时通过合同条款的设置降低汇兑风险或根据外汇市场情况适时参与外汇交易，将部分当地法定货币兑换成稳定货币。2025年上半年，财务费用规模缩减至0.29亿元，同比缩减81.64%，四费费率同步下行至8.84%。

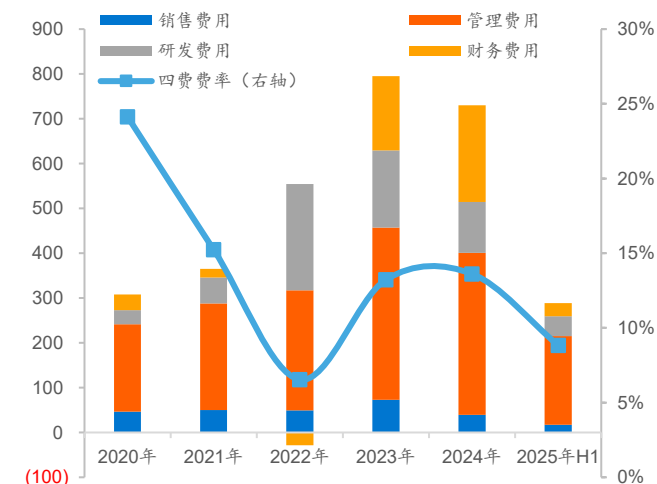
**公司财务杠杆压力较低。**2025年上半年资产负债率为29.45%，虽较2024年略有上行，但依旧处在较低水平，短期借款18.08亿元，长期借款0.32亿元，整体规模均可控。

图11 公司资产负债率始终处于较低水平



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图12 公司四费率波动情况（百万元）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

## 2. 地勘老兵华丽转身，探矿增储成果显著

地勘服务是公司的传统业务，经过长期深耕，拥有深厚的技术及人才储备。公司起家于地勘服务市场，曾经是国内第一家从事地勘业务的上市企业。作为首批成规模“走出去”的综合地质勘察技术服务企业，在发展早期阶段，公司承担了中国企业在矿产资源开发领域“走出去”的多个代表性项目，与中色集团、中冶集团、北方工业集团、紫金矿业、金川集团等国内外大型矿业集团及其下属企业建立了长期、良好的合作关系，并培育了一批具备专业化、规模化的国际地质勘察管理和技术团队，为后续公司的战略转型打下了坚实基础。

表2 公司地勘业务在发展早期所承接的代表性对外项目

项目名称	所在国	承建企业	代表性特征
谦比希铜矿	赞比亚	中国有色	中国有色金属行业第一个“走出去”项目
Hopewell 铂钯矿	津巴布韦	北方工业	世界级超大型铂钯矿
瑞木镍钴矿	巴布亚新几内亚	中冶集团	世界级镍钴矿项目
帕克松铝土矿	老挝	中国有色	中国境外大型红土型铝土矿项目
艾娜克铜矿	阿富汗	中冶集团、江西铜业	世界上已探明未开发的最大铜矿之一
卡莫阿铜矿	刚果金	紫金矿业	世界级超大型铜矿
科米卡铜钴矿	刚果金	北方工业	中国境外大型铜矿

资料来源：中矿资源公司年报、招股说明书、联储证券研究院

2018年，公司进行了战略转型，完成了对东鹏新材的并购重组，在地勘技术服务之外拓展了金属原料加工业务。之后数年内，通过数轮重大并购操作，逐步形成了当前从地质勘察、采选冶炼到矿产品加工的完整产业链布局。当前阶段，原本的地勘业务定位已经由对外业务核心转变为对内赋能板块。有色金属资源开发业务带有极为突出的高投入、高风险、高回报、长期性的特点，优质资源项目稀缺属性日益凸显，对于勘探团队的专业技术、战略眼光和人才储备提出了更高的要求。为了适应行业及公司发展需求，2021年，公司对于地勘业务进行了战略明晰：第一、对自有矿山提供技术支持，保障采矿的顺利实施；第二、对自有矿区外围区域进行勘察和寻找潜在并购资源，提高公司资源储量；第三、做优做强固体矿产勘察技术服务业务。截止至2024年末，公司及其所属子公司合计保有各类矿业权73处，其中采矿权15处、探矿权44处。

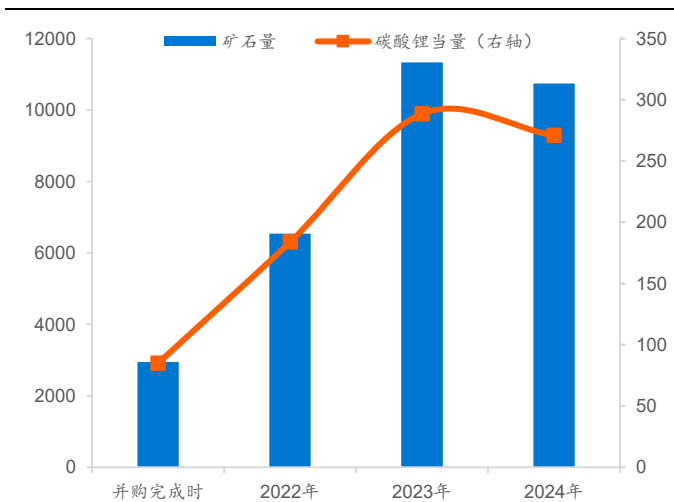
表3 公司主要矿山相关信息汇总

矿山名称	所在国	主要矿种	资源储量	品位
Bikita 矿山	津巴布韦	锂、钽	锂矿资源量为 10741.94 万吨矿石量，折合 270.85 万吨碳酸锂当量； 伴生钽矿产五氧化二钽金属量 840 万磅 原地矿石储量 1074.60 万吨，其中氧化钽金属量 14.18 万吨，折合 35.04 万吨碳酸锂当量；氧化钽金属量 2.9 万吨； 五氧化二钽 2145.6 万吨；另有钽尾矿矿石量 356 万吨，氧化钽金属量 2.66 万吨	西区：氧化锂平均品位 1.09%； 东区：氧化锂平均品位 0.97%； 五氧化二钽平均品位 186ppm
Tanco 矿山	加拿大	锂、钽、铯	铜矿产资源量 2790 万吨，铜金属量 61.40 万吨	铜平均品位 2.2% 锗平均品位 253.51 克/吨； 镓平均品位 139.16 克/吨； 锌平均品位 7.12% 铜平均品位 0.72% 铁平均品位 46.38% 铜平均品位 1.4%
Kitumba 矿山	赞比亚	铜	共计 294.35 万吨矿石量，其中锗金属含量 746.21 吨，镓金属含量 409.62 吨，锌金属含量 209458.72 吨	
Tsumeb 冶炼厂	纳米比亚	锗、镓、锌	铜矿石量 2991.68 万吨，铜金属量 21.42 万吨	
希富玛矿山	赞比亚	铜	铁矿石资源量 3.48 亿吨	
卡马提克矿山	赞比亚	铁	铜矿石量 1104.10 万吨，铜金属量 15.46 万吨	
卡布韦铜矿	赞比亚	铜	稀土氧化物矿石资源量 278 万吨，磷矿石资源量 2182 万吨	稀土氧化物平均品位 2.76%； 五氧化二磷平均品位 7.06%
Nkombwa 矿山	赞比亚	稀土、磷		

资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

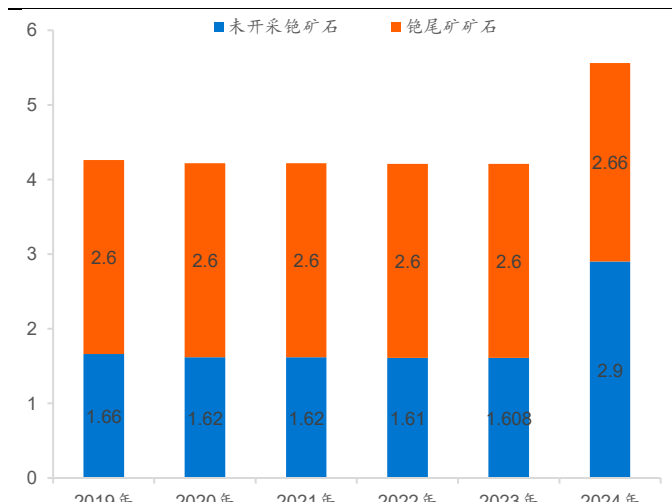
**探矿增储成果显著。**凭借独具特色的地勘技术优势，公司所属主力矿山在保有期内资源储量均实现显著增长。津巴布韦 Bikita 矿山自 2022 年收购以来，已经连续完成了三次增储工作，保有矿石量由 2941.40 万吨 2024 年提升至 10741.94 万吨，碳酸锂当量（LCE）由 84.96 万吨增长至 270.85 万吨；2024 年，公司对加拿大 Tanco 矿区进行了露天采矿可行性研究工作，在该方案下，矿区原地保有氧化钽金属资源量由 1.608 万吨提升至 2.9 万吨，尾矿氧化钽金属资源量由 2.6 万吨提升至 2.66 万吨

图13 公司所属 Bikita 矿山增储效果显著（万吨）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图14 2024 年，Tanco 矿山矿石储量大幅提升（万吨）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

### 3. 锂：原料自供、积极进取，静待行业基本面修复

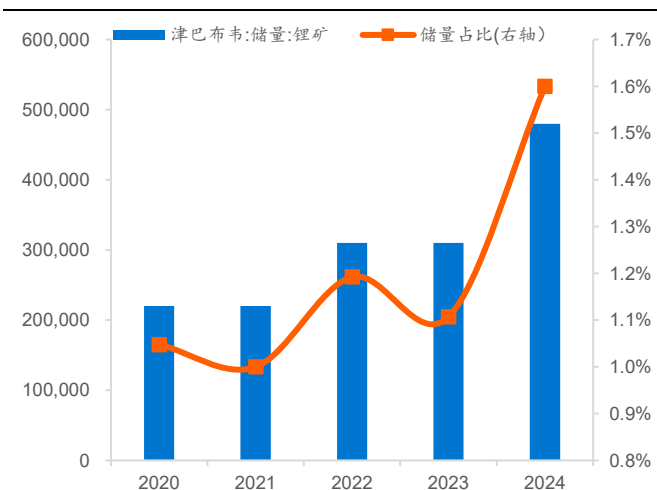
#### 3.1 上游资源端连续发力，原料已实现 100% 自供

**锂盐业务是公司最早布局的资源板块。**上游资源端，2019 年公司收购 Cabot 公司特殊流体事业部，获得了加拿大曼尼托巴省 Tanco 矿山的控制权，保有未开采锂矿石量 208.345 万吨，氧化锂金属量 6.55 万吨，平均品位 3.146%。该矿山曾于 1987 年-2009 年从事锂矿石采选运营，后因成本及技术因素停产。公司购入后，积极通过采选系统技改行动，推动矿区复产。2021 年 10 月，矿山的锂矿石采选产线正式投产，年产能 12 万吨，后续逐步提升至 18 万吨/年，部分解决了其时公司冶炼产线的原料需求。

**购入 Bikita 矿山，补足上游资源缺口。**2022 年，为提高公司锂盐业务原料自给率，增加矿产资源储备，公司通过全资子公司中矿香港以 1.8 亿美元的对价，现金收购了津巴布韦 Bikita 矿山。随着新能源产业的快速发展，全球对锂资源的需求量快速增长，非洲成为过去数年锂矿资源供给的重要增量来源。津巴布韦是非洲锂矿资源的重要分布国，2024 年锂矿储量 48 万公吨，占全球储量的 1.6%；2023 年后该国锂产量迅速增长，2024 年产量规模攀升至 2.2 万吨，占比供应总量的比例接近 9%。Bikita 矿山位于该国马甸戈省，与首都以及南非德班港、莫桑比克贝拉港均有高速公路和铁路进行联通，基础设施较为完备，矿山是该国境内最大的锂矿山，长期由西方矿企运营，后因经营不善濒临破产被迫出售。

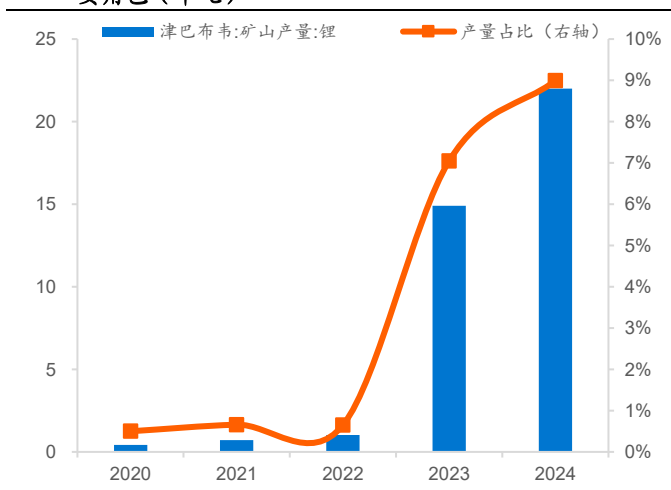
**勘探技术加持，矿产储量大幅增长。**自收购完成后，公司凭借自身具备的地勘技术优势，连续对矿区完成了三轮增储工作，截止至 2024 年，矿区锂矿产保有资源量已经由购入之初的 2941.4 万吨矿石量，增长至 11335.17 万吨矿石量，提升幅度达到 285.37%；碳酸锂当量（LCE）由 84.96 万吨增长至 288.47 万吨，增长幅度 239.53%，而在储量大幅提升的基础上，氧化锂平均品位仅由最初的 1.17% 小幅下行至 1.03%。矿山储量的大幅增长不但提升了公司资源保有水平，同时极大程度对冲了在锂电行业周期顶点收矿，对于公司财务的负面影响，公司购矿成本由最初的 211.86 美元/吨 LCE，降至 62.4 美元/吨 LCE，回归至行业较低水平。

图15 津巴布韦锂矿储量规模波动情况（公吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

图16 2023 年后，津巴布韦在全球锂矿供应体系中扮演愈发重要角色（千吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

表4 2024 年津巴布韦 Bikita 矿山资源保有量（万吨、%）

区块	资源量类别	矿石量	氧化锂平均品位	氧化锂含量	折合 LCE
西区 (SQL6+Shaft+Shaft_N)	探明类别	2652.27	1.19	31.53	77.88
	控制类别	1638.51	1.07	17.49	43.2
	推断类别	1358.31	0.92	12.49	30.85
	合计	5649.09	1.09	61.51	151.92
东区	探明类别	1572.22	1.28	20.19	49.87
	控制类别	1092.86	0.92	10.1	24.95
	推断类别	3021	0.83	24.99	61.73
	合计	5686.08	0.97	55.28	136.55
西区+东区	探明类别	4224.49	1.22	51.72	127.75
	控制类别	2731.36	1.01	27.59	68.14
	推断类别	4279.31	0.86	37.48	92.58
	合计	11335.17	1.03	116.79	288.47

资料来源：中矿资源公司公告，联储证券研究院

**矿区选厂工程如期落地，锂电原料供应瓶颈解除。**2022 年公司购入 Bikita 矿山后，当年矿区原有 70 万吨/年选厂即实现满产。为彻底解决公司原料供应瓶颈，同时充分释放矿区开采潜力，公司于 2022 年 5 月连续启动 200 万吨/年锂辉石建设工程以及 200 万吨/年透锂长石改扩建工程，2023 年 7 月均如期建设完成，达到项目设计规划的生产能



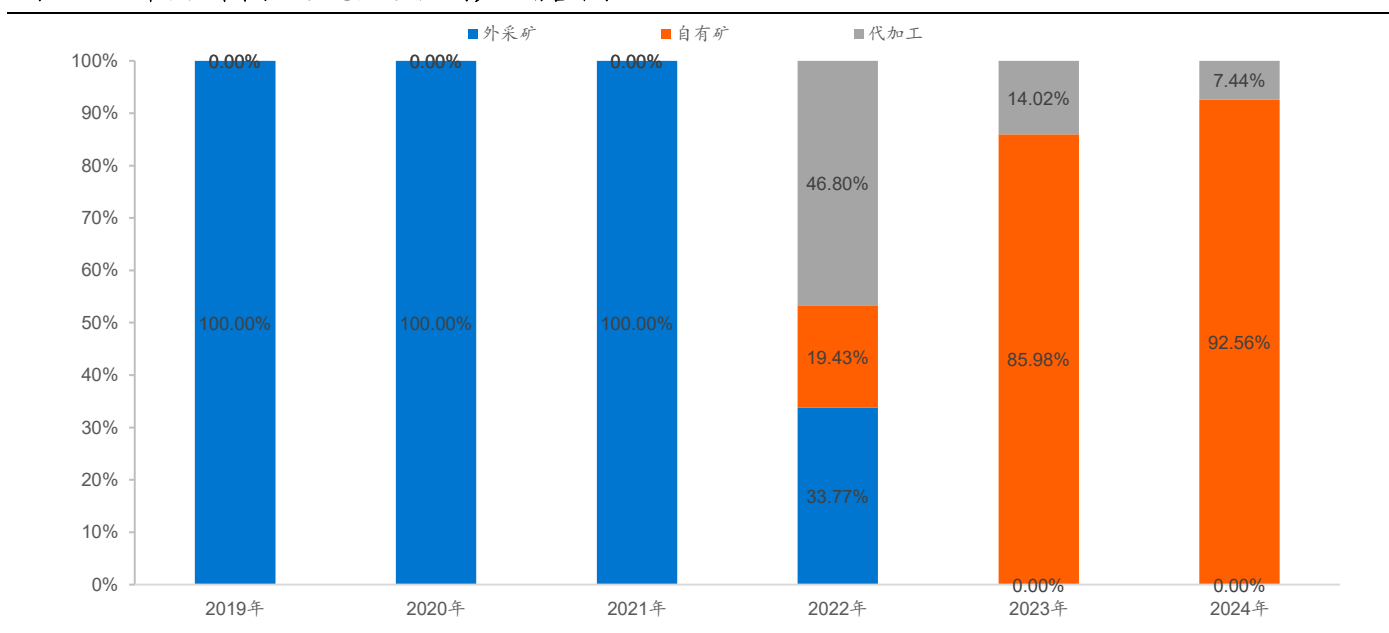
力和产品质量。目前，矿区具备年产 30 万吨锂辉石精矿和 30 万吨化学级透锂长石精矿生产能力，同时叠加 Tanco 矿山 18 万吨/年的锂辉石精矿产线，实现了锂电业务原料 100%自给的战略目标。

表5 公司锂电业务原料供给工程建设情况（万吨/年）

建成年份	矿山	类型	工程描述	主要产品	产能规模
2022 年	Bikita 矿山	并购	公司通过全资子公司，取得 Bikita 矿山控制权	透锂长石精矿	70
2023 年	Bikita 矿山	改扩建	2022 年，公司投资 12.73 亿元，扩建 Bikita 矿山透锂长石产线，工程于 2023 年完成	透锂长石精矿	200 <sup>1</sup>
2023 年	Bikita 矿山	新建	2022 年，公司投资 6.64 亿元，建设 Bikita 矿山锂精矿产线，工程于 2023 年完成	锂辉石精矿	200
2021 年	Tanco 矿山	新建	2021 年，公司加拿大 Tanco 矿山锂辉石采选系统正式投产，2022 年完成满产	锂辉石精矿	18

资料来源：中矿资源公司公告，联储证券研究院

图17 2023 年后，外采矿锂盐完全退出公司产品销售体系



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

### 3.2 一体化进程持续推进，成本管控能力优异

冶炼端是公司在锂盐产业链中最早布局的板块，相关产能规模持续扩张。2018 年，公司购入东鹏新材成功进入有色矿产资源冶炼行业，初步完成了战略转型。东鹏新材冶炼厂位于江西省新余市，源于原江西锂厂，是全国原三大锂盐生产基地之一。收购之初，炼厂具备电池级碳酸锂/氢氧化锂生产产能 6000 吨/年、电池级氟化锂产能 3000 吨/年。公司接手后，连续进行了三轮新建、改扩建进程，目前厂区具备 6.6 万吨锂盐生产能力。其中两条电池级碳酸锂/氢氧化锂柔性产线产能规模分别为 2.5 万吨/年、3.5 万吨/年，可根据客户需求自主调整两类产成品规模，另有 6000 吨/年电池级氟化锂产线，是国内电池级氟化锂三大供应商之一。2025 年，公司再次对年产 2.5 万吨高纯锂盐产线进行了升级改造，工程完工后，产线产能将提升至 3 万吨/年，该工程于 2025 年 6 月动工建设，总投资额为 1.21 亿元，预期工期 6 个月，预计于 2025 年底完工，届时公司锂盐产能将进一步提升至 7.1 万吨/年。

<sup>1</sup> 200 万吨透锂长石精矿产能为在已投产的 70 万吨产能基础上改扩建

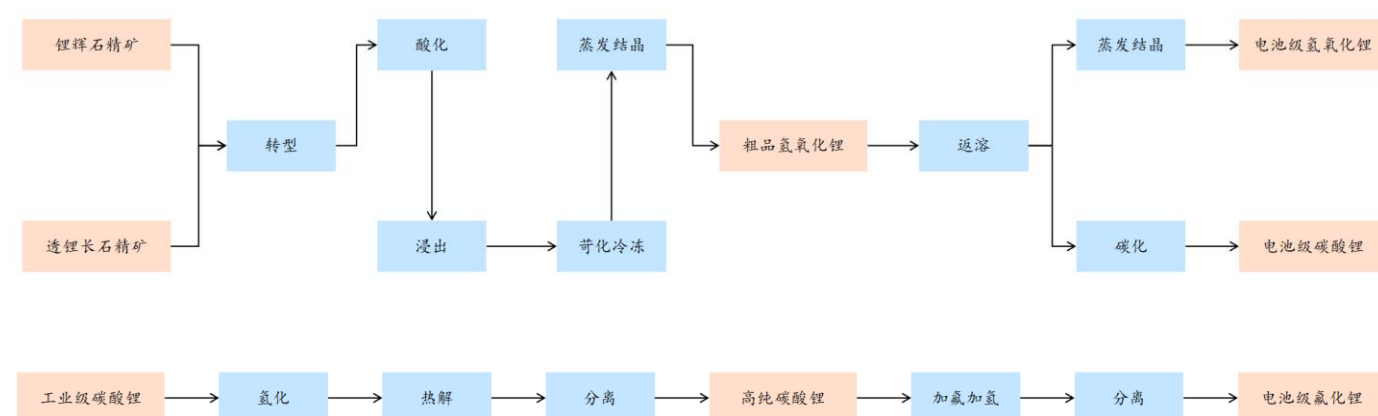
表6 公司高纯锂盐产线建设进程及相关产能扩张情况

年份	类型	工程描述	产能情况	
			电池级碳酸锂/氢氧化锂	电池级氟化锂
2018 年	收购	公司通过发行股份及支付现金的方式，出资 18 亿元购买江西东鹏新材 100% 股权并募集配套资金，正式切入锂盐加工行业	6000 吨/年	3000 吨/年
2021 年	新建	2019 年，公司动工新建年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂、1 万吨电池级碳酸锂生产线，2021 年 8 月全部建成投产	25000 吨/年	6000 吨/年
	改扩建	公司投资扩建电池级氟化锂产线，将产能由 3000 吨/年提升至 6000 吨/年，2021 年底完工		
2023 年	新建	2022 年，公司投资建设年产 3.5 万吨高纯锂盐产线，主要产品为电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂，2023 年完工	60000 吨/年	6000 吨/年
2025 年	改扩建	2025 年，公司对年产 2.5 万吨高纯锂盐产线进行升级改造，完成后产能将提升至 3 万吨/年，技改时间预计为 6 个月，年产 3.5 万吨高纯锂盐产线不受影响	65000 吨/年	6000 吨/年

资料来源：中矿资源公司公告，联储证券研究院

根据公司所属 Bikita 矿山出产矿种品类，公司积极推动冶炼技术创新和工艺流程改良、生产设备改造进程，行业内率先掌握了透锂长石单烧和混烧的生产工艺，是目前国内少数能够利用透锂长石规模化生产电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂的企业之一。

图18 公司电池级氢氧化锂、碳酸锂、氟化锂制备工艺流程



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

经历数轮产能扩张周期，公司目前锂盐生产规模已有显著提升，但对比行业主要竞争对手，同类型产品，头部公司产能均在 10 万吨以上，产品规模效应方面，公司尚不具备竞争优势。但得益于优异的成本控制能力，虽然经历行业周期低谷，但公司锂盐业务盈利能力依旧处在行业头部水平。2024 年，公司锂盐业务毛利率 18.62%，同行业主要竞争对手中，仅落后于永兴材料、天齐锂业。其中，公司的成本控制发力方向，总结包含以下三方面：

第一， 采选产能与冶炼产能精准匹配，原料来源可完全实现自主供应；

第二， 充分发挥资源优势，主动调整原料供给结构。受限于材料品位问题，透锂长石在现有锂价水平下，经济效益较低。同为生产 1 吨电池级碳酸锂，需消耗锂辉石精矿 7-8 吨，透锂长石精矿则需 11-12 吨。公司在行业低谷期，主动提高锂辉石精矿占比，从而降低锂盐生产成本；

第三， 扩大市政供电能力，建设光伏电站，降低用电成本；公司是行业内最早对于矿山供电系统进行迭代的企业之一。2024 年一季度，公司投资建设的 132KV 输变电项目及 12MW 配套光伏发电项目建设完成，正式投入使用。同年 12 月，光伏装机容量在 12MW 基础上完成了 4.5MW 机组扩容。相较

境外矿山普遍采用的柴油发电系统，公司采用的输变电+光伏供电配套系统具备相当程度的成本优势，预期可进一步大幅压降 Bikita 矿山生产成本。

表7 锂盐冶炼行业国内主要参与公司相关产能规模对比（吨/年）

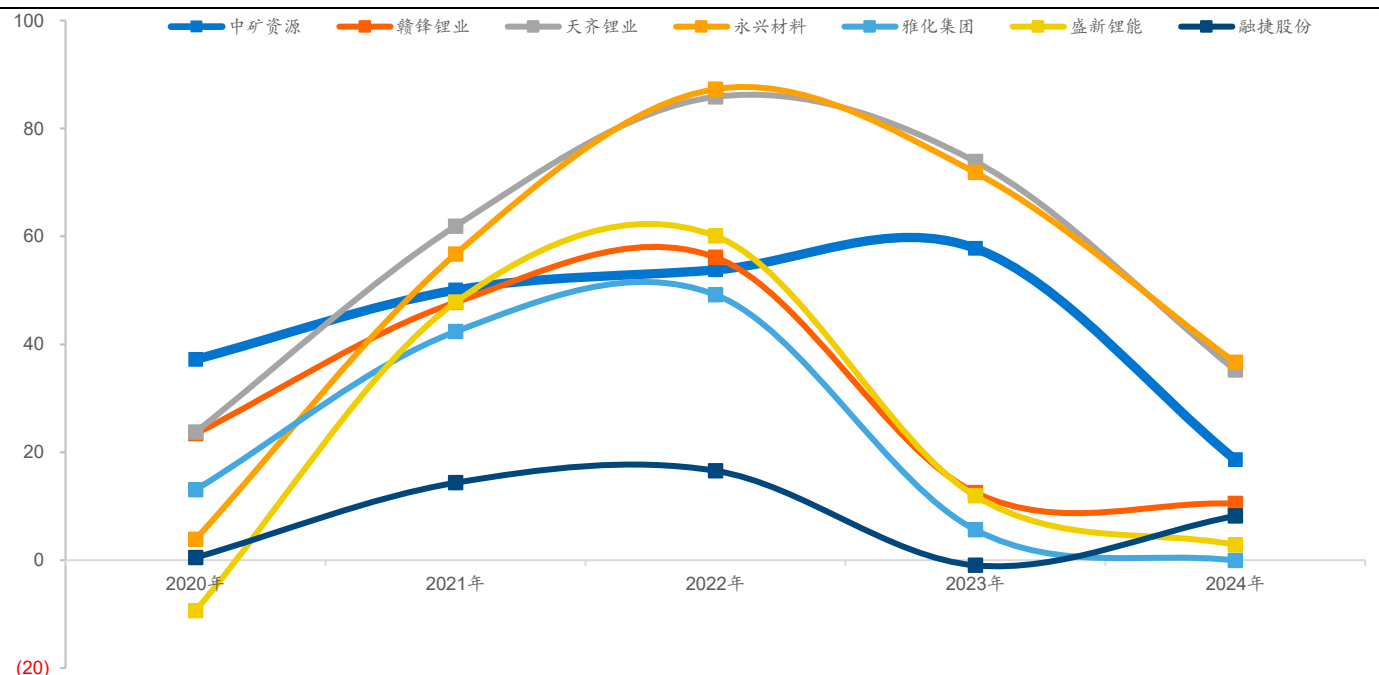
公司名称	产出工厂	主产品	产能规模
赣锋锂业	江西新余万吨锂盐	氢氧化锂	81000
		碳酸锂	15000
	新余赣锋	高纯碳酸锂	10000
		氟化锂	10000
	宁都赣锋	碳酸锂	20000
	丰城赣锋一期	氢氧化锂	25000
	阿根廷 Cauchari-Olaroz	碳酸锂	40000
		碳酸锂	25000
	四川赣锋	氢氧化锂	25000
	赣锋循环一期	电池级碳酸锂	20000
天齐锂业	四川射洪基地	碳酸锂、氢氧化锂	24000
	张家港生产基地	电池级碳酸锂、氢氧化锂	20000
	澳大利亚奎纳纳	电池级氢氧化锂	24000
	四川遂宁工厂	电池级碳酸锂	23000
永兴材料	锂盐基地	碳酸锂	30000
盐湖股份	蓝科锂业	碳酸锂	40000
	锂盐一体化项目	碳酸锂	40000 <sup>2</sup>
雅化集团	四川国理、四川兴晟	氢氧化锂	63000
		碳酸锂	36000
		碳酸锂	25000
盛新锂能	致远锂业	氢氧化锂	15000
	遂宁盛新	碳酸锂、氢氧化锂	30000
	盛新科技	电池级碳酸锂	5000
	印尼盛拓	锂盐	60000
	星之海新材料	电池级氢氧化锂	20000
海南矿业	KMUK	氢氧化锂	20000
融捷股份	锂盐生产基地	电池级锂盐	24800
中矿资源	江西新余锂盐生产基地	电池级碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂	71000 <sup>3</sup>

资料来源：赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、盐湖股份、雅化集团、盛新锂能、海南矿业、融捷股份、中矿资源公司年报，联储证券研究院

<sup>2</sup> 年内可建设完成

<sup>3</sup> 新增产能 5000 吨年内可建设完成

图19 锂盐冶炼行业主要参与公司业务毛利率对比<sup>4</sup> (%)



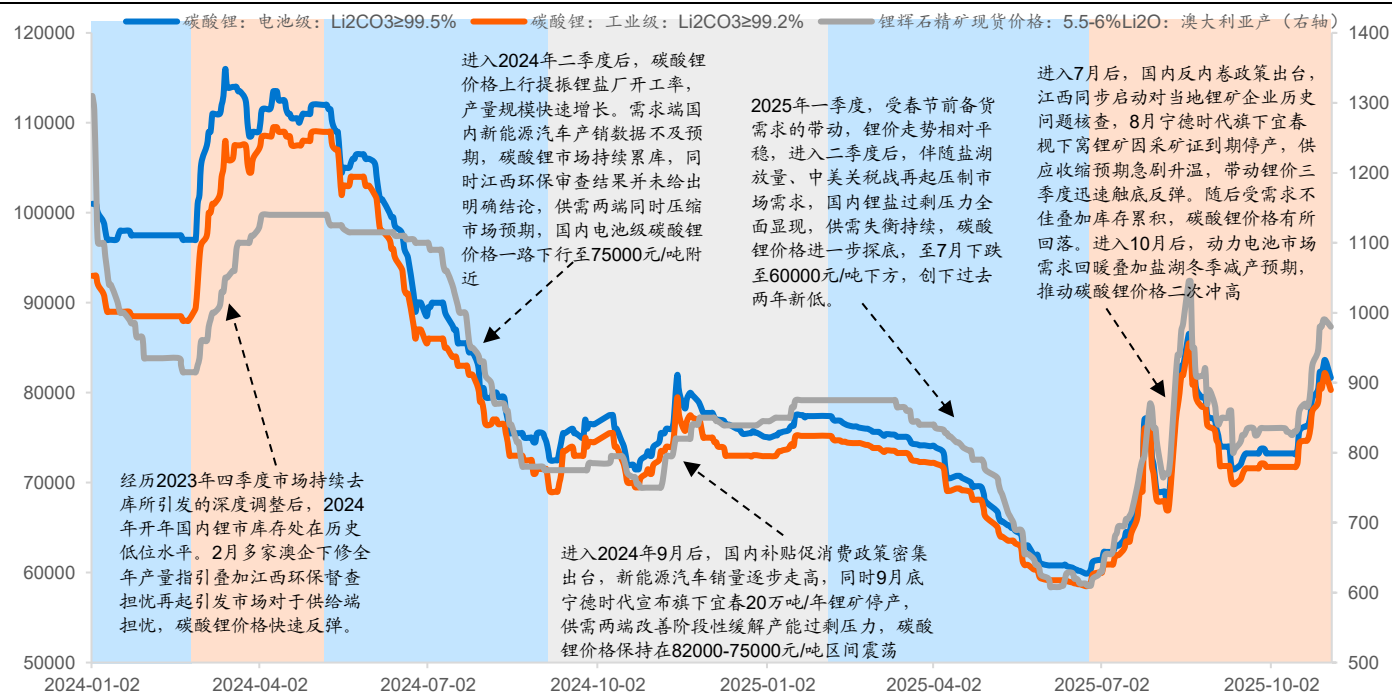
资料来源：中矿资源、赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、雅化集团、盛新锂能、融捷股份公司年报，联储证券研究院

### 3.3 行业基本面修复可期，锂价中枢有望企稳回升

**2025 年锂价走势波动剧烈，整体呈现先抑后扬的趋势。**年初受下游厂商普遍进行的春节前备货需求的带动，国内锂价运行相对平稳。但进入 2 月后，市场累库压力逐步显现，锂价拐点出现。二季度盐湖产锂放量，矿端价格首先跌破 2024 年低点，同时特朗普发起全球关税战，市场需求预期受限，碳酸锂价格开始加速下跌，至 6 月末，国内电池级碳酸锂价格一度跌穿 60000 元/吨，创下过去两年的新低。进入三季度后，国内反内卷政策出台，江西同步启动对当地锂矿企业历史问题核查，8 月宁德时代旗下宜春视下窝锂矿因采矿证到期停产，供应收缩预期急剧升温，带动锂价三季度迅速触底反弹。随后受需求不佳叠加库存累积，碳酸锂价格有所回落。进入 10 月后，动力电池市场需求回暖叠加盐湖冬季减产预期，推动碳酸锂价格二次冲高。截止至 2025 年 11 月 3 日，电池级碳酸锂价格为 81650 元/吨，较年初上涨 8.79%；澳大利亚锂辉石精矿价格为 980 美元/吨，较年初上涨 15.98%。

<sup>4</sup> 盐湖股份因采用盐湖提锂方式制备，因此未予列示；海南矿业年报未拆分锂盐业务毛利率

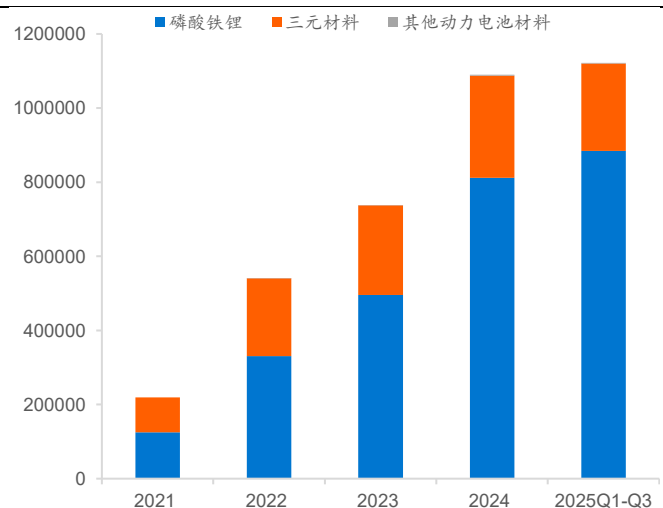
图20 2024 年至今，碳酸锂及锂精矿价格走势回顾（元/吨、美元/吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

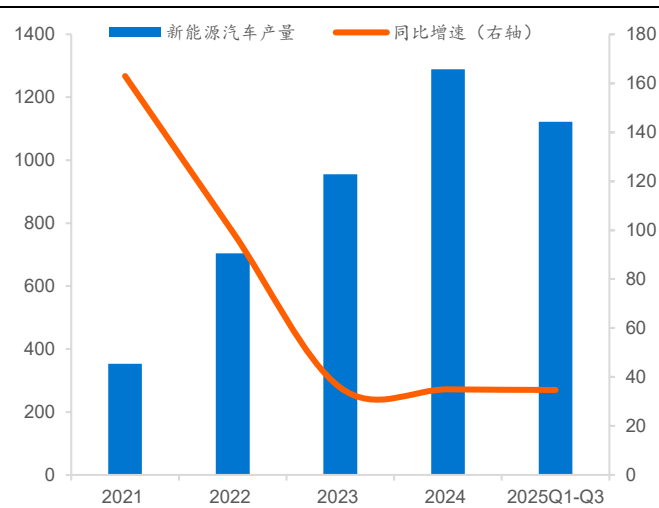
**新能源市场需求稳定增长。**锂离子电池是锂市场的主要应用场景，过去数年间，相关市场需求持续稳定增长。2025 年前三季度，国内新能源汽车产量 1122 万辆，规模再创同期新高。过去三年间，同比增速持续维持在 35% 左右。所配套动力电池方面，前三季度，国内磷酸铁锂、三元材料电池合计产量突破 110 万兆瓦时。考虑当前新能源汽车级储能市场的高景气，未来数年间，锂市场需求依旧有充分增量空间。

图21 国内动力电池产量规模增长情况（兆瓦时）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图22 过去三年，国内新能源汽车产量稳定增长（万辆、%）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

因此，导致当前锂价低迷的主要阻力来自于供给端的持续过剩。受 2021 年后新能源需求持续上涨、行业景气度不断上行的刺激，全球锂资源供应规模大幅扩张，2021-2023 年，全球锂矿产量同比增速为 28.86%、46.31%、33.97%，持续性供给过剩导致锂价在过去数年间不断下行。



但伴随锂价跌至历史性的低位区间同时叠加行业低盈利预期，高成本矿企已经开始收缩生产计划，资本开支逐步见顶。2024 年全球锂矿产量 130.6 万吨，同比增速已降至 15.72%。而根据我们的预测结果，2025-2026 年，全球锂供给规模将为 149、171.6 万吨，同比增速将延续 2024 年的下滑趋势，分别为 14.11%、15.17%。整体来看，未来两年虽然行业将依旧呈现过剩局面，但基本面呈现改善趋势相对确定，锂价有望伴随供给增速的趋缓而逐步修复。

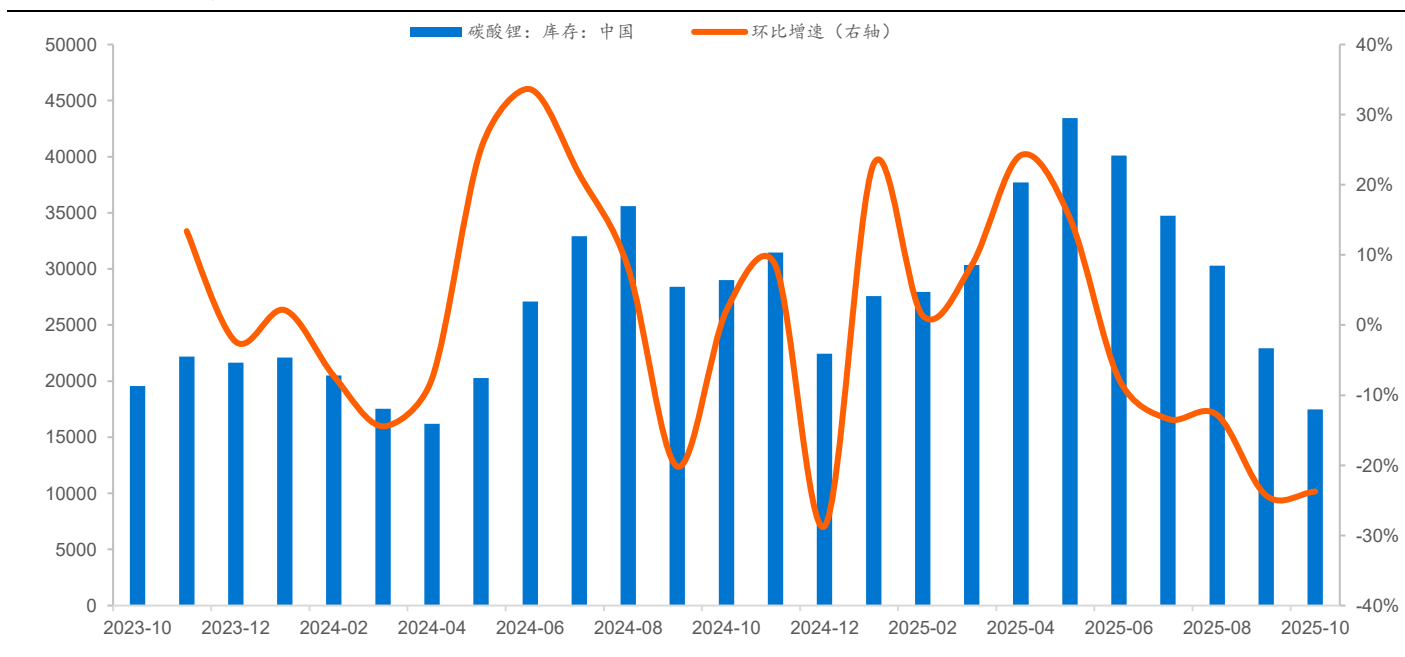
表8 全球锂矿供给结构（千吨折合 LCE）

所属区域	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E
澳大利亚	212	295	399	489	470	461	448
智利	115	151	261	257	304	288	340
中国	71	75	121	191	219	330	380
津巴布韦	2	4	5	80	117	177	210
阿根廷	31	32	34	46	96	137	175
巴西	8	9	14	28	53	75	100
其他地区	7	10	9	38	46	22	63
全球	447	576	842	1128	1306	1490	1716
同比增速	-3.70%	28.86%	46.31%	33.97%	15.72%	14.11%	15.17%

资料来源：Wind、Mysteel，联储证券研究院

自 2025 年年中起始，国内碳酸锂市场至今已经历半年期的去库周期，至 2025 年 10 月，国内碳酸锂库存已经由 5 月的 4.35 万吨下行至 1.75 万吨，来到了过去数年的绝对低位水平。后续伴随行业景气度回升、市场预期强化，下游厂商采购需求带动补库周期反转，预计将刺激短期锂盐需求，推动年底锂价进一步上行。

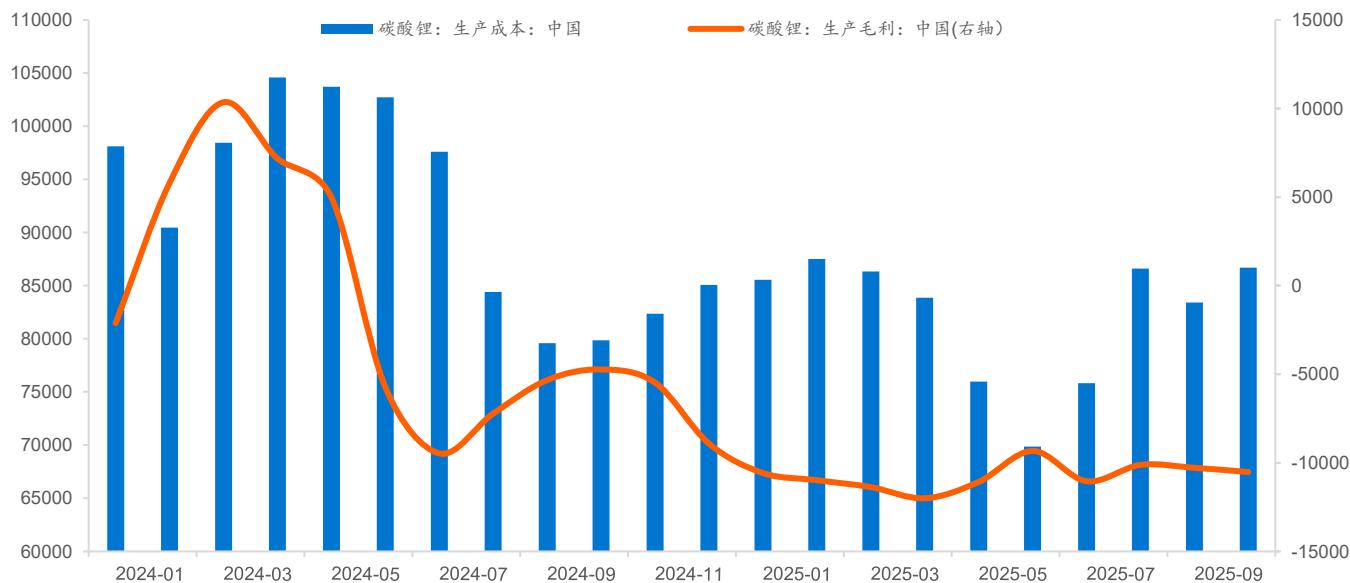
图23 国内碳酸锂库存规模波动情况（吨）



资料来源：Mysteel，联储证券研究院

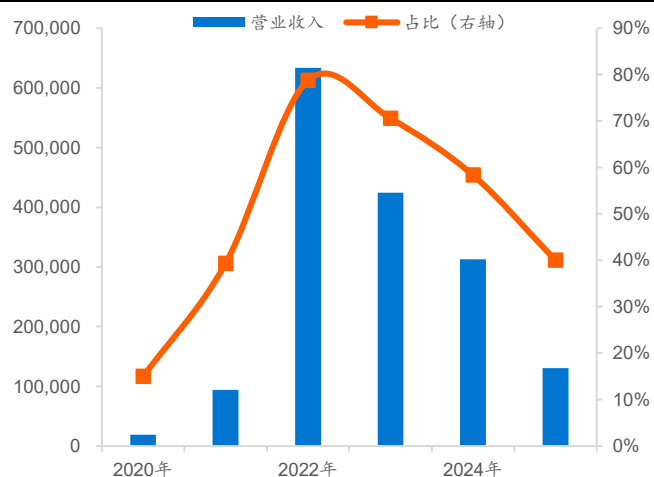
在优质原料资源及产业链一体化建设的推动下，公司的锂盐生产成本显著低于行业平均水平，且后续伴随铜、锆板块业绩释放，锂盐板块所承担税费摊销规模预期下行，营业成本可具备进一步下降空间。得益于优秀的成本控制能力，公司在行业景气度整体大幅下行背景下，过去数年中仍旧保持了一定的盈利水平。而伴随后续锂价逐步修复，同时叠加公司冶炼产能扩张及自有矿山成本优势，业务盈利弹性不容小觑。

图24 国内碳酸锂生产成本及生产毛利波动情况（元/吨）



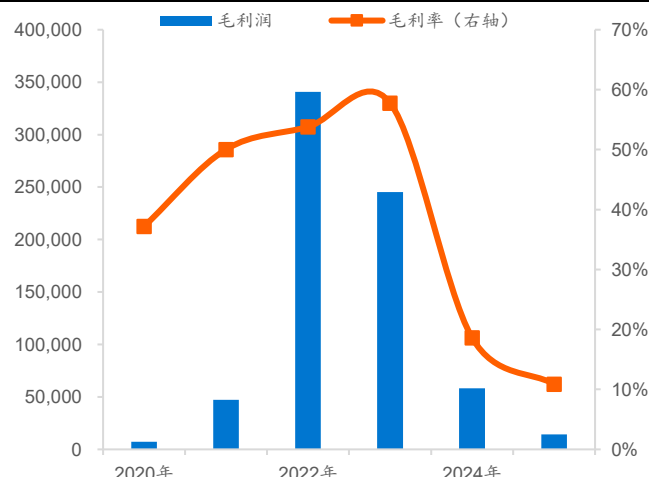
资料来源：Mysteel，联储证券研究院

图25 锂电业务营收规模及所占比例波动情况（万元）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图26 锂电业务毛利率波动情况（万元）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

## 4. 铯：行业龙头地位稳固，量价齐升前景广阔

公司通过并购，成功切入铯铷资源开发行业，经过多年深耕，目前已经搭建完成全产业链业务布局体系。2018年，公司购入东鹏新材，该笔收购除了为公司补入锂盐业务意外，同时使公司切入了铯铷加工行业，搭建了公司延续至今的锂盐+铯铷的双轮驱动业务模式。东鹏新材其时拥有铯盐生产能力1500吨/年、铷盐生产能力500吨/年。通过该笔并购，公司成为国内最大的铯盐、铷盐生产商和供应商，但原料端仍需依赖外部采购，其时主要由津巴布韦 Bikita 矿山供应。为了补齐业务短板，2019年公司再度进行重大战略选择，收购 Cabot 特殊流体事业部，获得了旗下 Tanco 矿山的100%控制权，该矿是目前全球最大的铯榴石矿山。2022年购入津巴布韦 Bikita 矿山，进一步完善了公司原料供应体系。

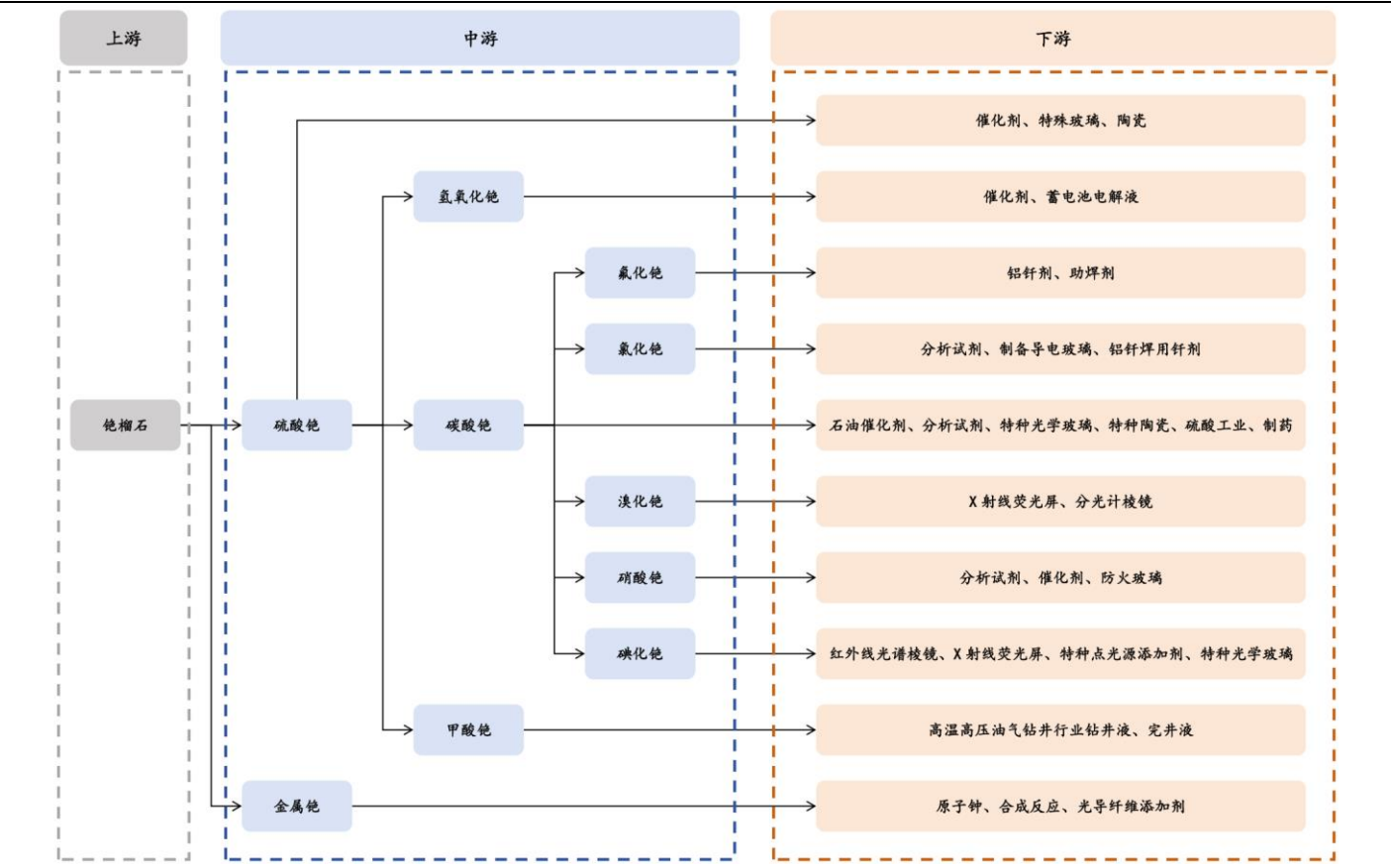
表9 公司铯铷业务布局过程

年份	类型	标的	业务描述
2018 年	并购	东鹏新材	国内最大的铯盐、铷盐生产商和供应商，拥有铯盐生产产能 1500 吨/年、铷盐生产产能 500 吨/年
2019 年	并购	加拿大 Tanco 矿山	全球最大的铯榴石矿山，2024 年矿山保有原地矿石储量 1074.6 万吨，其中氧化铯金属量 2.9 万吨；另有铯尾矿矿石量 356 万吨，氧化铯金属量 2.66 万吨
2022 年	并购	津巴布韦 Bikita 矿山	传统铯矿山之一，经过长期开采，目前铯资源储量相对有限

资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

铯、铷同为稀有的碱性金属，具有优异的物理和化学新能，长期广泛应用于化工、医药、生物、电子器件、特种玻璃等传统产业，尤其甲酸铯作为钻井液不可或缺的添加液，能够有效降低钻头和井壁的摩擦，是铯元素的主要应用场景。随着新能源、新材料、新兴技术产业的快速崛起，铯盐、铷盐的应用领域逐渐扩张，市场需求量逐年递增，在国防军工（夜视成像）、航空航天（离子推动发动机）、电子通讯（云通信）、新型能源开发（磁流体发电材料）等领域均有拓展，其战略资源地位同步凸显。目前，铯、铷已被美国、日本、加拿大等列入关键矿产或战略性资源清单。

图27 铯产业链拆解



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

**表10 铯铷在全球主要国家中的战略地位**

国家	出台时间	政策指导意见
中国	2020 年 9 月	《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》
	2017 年 7 月	《评估和强化美国制造业与国防工业基础及供应链弹性》
美国	2017 年 12 月	《美国的关键矿产清单》
	2017 年 12 月	《确保关键矿产安全可靠供应的联邦战略》
	2018 年 5 月	《美国劳工部关键矿产最终清单》
	2022 年 3 月	《美国地质调查局 2022 年关键矿产清单》
日本	2009 年 3 月	《稀有金属保障战略》
加拿大	2021 年 3 月	《关键矿产清单》

资料来源：铯与铷——稀有金属中的绝代双骄，联储证券研究院

铯元素虽分布广泛，但受限于资源品位和开采难度，全球可采铯矿规模极为有限，且分布集中。铯元素在自然界的分布相对广泛，但主要和锂、铍、铌等稀有金属或盐类矿物共生，至今尚未发现铯盐的独立矿床。目前铯盐的矿产来源主要有液态矿产和固态矿产两类。液态矿产主要为盐湖型、卤水及热泉型矿床，储量规模相对可观，但品位较低，在现有技术水平下，尚未实现商业化规模开发；固态矿产包括伟晶岩型铯矿（铯榴石、锂云母）、铯硅华石等。其中以铯榴石为代表的伟晶岩型铯矿，由于铯元素品位最高，是目前唯一实现可经济开发利用的铯矿资源。而伟晶岩型铯矿分布极为集中，根据 2021 年地质勘察结果，全球伟晶岩型铯铷矿物折合氧化铯储量约为 20 万吨，其中加拿大、津巴布韦、纳米比亚是主要分布国，三国约占全球储量总额的 85% 以上。

**表11 全球伟晶岩型铯矿资源分布情况（折合氧化铯）（万吨）**

国别	锂云母	铯榴石	合计
加拿大	0.3	7.7	8
美国	0.06	0.14	0.2
巴西	0.03	0.17	0.2
阿根廷和玻利维亚	0.01	0.04	0.05
津巴布韦	3	3	6
纳米比亚	1.5	1.5	3
乌干达和莫桑比克	0.02	0.03	0.05
扎伊尔	0.01	0.07	0.08
印度	0.02	0.03	0.05
澳大利亚	0.03	0.17	0.2
法国		0.02	0.02
瑞士		0.05	0.05
葡萄牙	0.02	0.08	0.1

资料来源：全球铯矿资源现状及其综合利用技术分析，联储证券研究院

通过掌控上游资源，公司在细分市场已拥有绝对话语权。目前全球可规模开采铯榴石的矿山主要有三座：加拿大 Tanco 矿山、津巴布韦 Bikita 矿山和澳大利亚 Sinclair 矿山。其中津巴布韦 Bikita 矿山发现于 1909 年，曾为世界级超大型伟晶岩型锂矿床，但由于该矿开采历史过长，现有矿坑的铯榴石资源已经消耗殆尽；Sinclair 矿山是 2016 年被先锋资源所发现，目前尚处于开发早期阶段，由于铯榴石主要以伴生物形态产出，一阶段采探矿过程中还未达到多金属矿床中铯榴石部分。因此，加拿大的 Tanco 矿山是目前全球最大、可规模化在产的铯榴石矿山，资源储量可观且平均品位较高。受限于资源供应瓶颈及市场体量，全球范围内铯铷盐核心供应商仅有公司和美国雅宝。美国雅宝铯盐原料来源依赖津巴布韦 Bikita 矿区，由于该矿山近年来铯榴石资源接近枯竭，且 2022 年公司完成了对于该矿山的实控，因此雅宝目前仅有库存原料可控使用，已经明确放出信号退出铯铷盐市场。而公司同时掌控 Tanco 矿山和 Bikita 矿山，拥有世界主要的高品质铯资源，在全球铯铷盐精细化工行业已占有绝对的市场份额。

矿山名称	所在国家	折合氧化铍储量	平均品位	矿山现状
Tanco 矿山	加拿大	5.56	23.30%	全球最大的规模化在产的铍榴石矿山
Bikita 矿山	津巴布韦			开采历史较长，现有开采矿坑中的铍榴石资源已基本消耗殆尽，矿区内仍有多条伟晶岩体，具备进一步扩大储量的潜力
Sinclair 矿山	澳大利亚		16.40%	一阶段采矿过程中，还未达到多金属矿床中铍榴石部分，目前正在进行第二阶段采探矿工作

资料来源：全球铯矿资源特点和开发利用研究，联储证券研究院

公司的铯铷业务体系主要由两部分组成，即：铯铷盐销售与甲酸铯租赁。其中的公司的铯铷盐产品包括碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯等铯盐以及氯化铷、碘化铷、氟化铷等铷盐产品，均利用公司自产的铯榴石矿通过酸浸、萃取、反萃、结晶、烘干等流程制备完成。公司是目前全球铯铷产业链布局最为完善的制造商，在加拿大温尼伯和中国江西新余建有两座铯铷盐生产基地，且加工技术领先，工艺精湛。甲酸铯产品则主要应用与石油天然气采掘行业，业务采用的是生产、租售+技术服务、回收和提纯的生态模式。公司通过自产的铯榴石制备甲酸铯产品，将其租赁于油服企业及石油公司并提供技术支持，使用完成后由公司进行回收、提纯，产品重新进入循环体系。目前公司甲酸铯业务由位于英国阿伯丁和挪威卑尔根的中矿特殊流体公司完成，产品回收率可实现 80% 以上，客户群体涵盖全球知名的油服企业和世界级石油公司。

```
graph TD
    A[氯化钾] --> B[酸浸]
    C[硫酸] --> B
    B --> D[沉矾]
    D --> E[分离]
    E --> F[硫酸钾溶液]
    F --> G[转化]
    G --> H[苛化]
    G --> I[萃取]
    G --> J[浓缩]
    H --> K[氢氧化钾]
    I --> L[反萃]
    J --> M[硫酸钾]
    L --> N[浓缩结晶]
    M --> N
    N --> O[分离]
    O --> P[烘干]
    P --> Q[碳酸钾]
    P --> R[其他钾盐]
    Q --> S[调试PH值]
    S --> T[萃取]
    T --> U[反萃]
    U --> V[碳酸钾溶液]
    V --> W[浓缩结晶]
    W --> X[烘干]
    X --> Y[碳酸钾成品]
```

资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

```

graph LR
    A[饱锶石] -- 制备 --> B[甲酸锶]
    B -- 租赁 --> C[甲酸锶混合液]
    C -- 使用 --> D[完井液、钻井液]
    D -- 消耗 --> E[生物降解]
    D -- 回收 --> F[被污染的完井液、钻井液]
    F -- 提纯 --> B
  
```

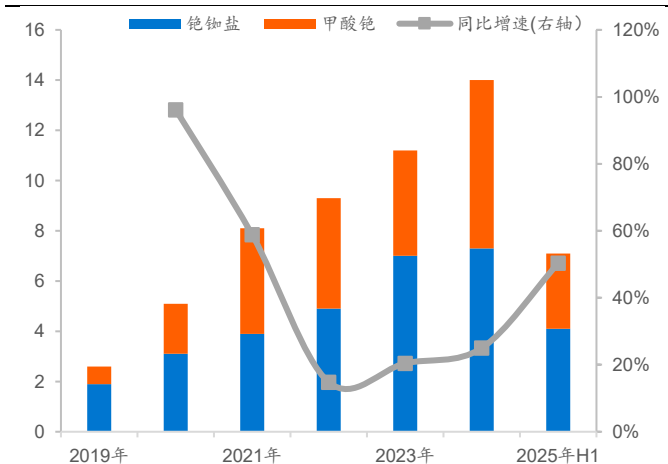
资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

近乎垄断性的原料及技术的优势造就公司业务毛利长期保持在高位水平。2019 年起，公司铯铷业务营收规模由 2.6 亿元至 2024 年已增长至 14 亿元，年化增长率 40%，其中铯铷盐销售及甲酸铯租赁两类业务规模近乎同步提升，2024 年，两者分别贡献营收



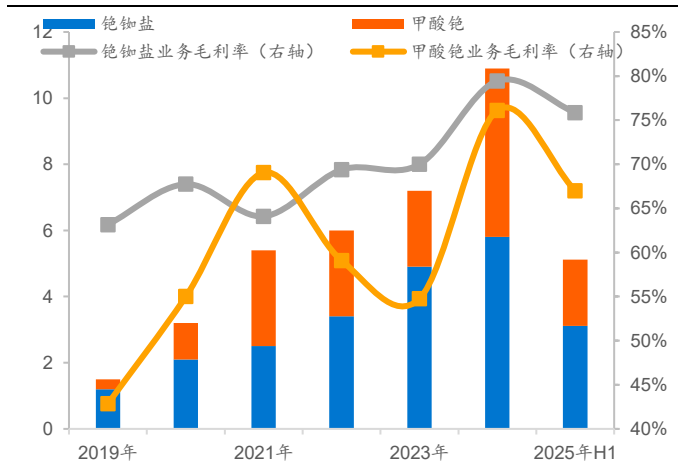
7.3 亿元、6.7 亿元。2025 年上半年，公司铯铷业务营收规模再创新高，其中铯铷盐销售业务实现营收 4.1 亿元，甲酸铯租赁业务实现营收 3 亿元，两者合计 7.1 亿元，同比增长 50.32%。由于公司在产业链中具有近乎垄断地位，针对下游客户享有更高议价权，公司业务毛利始终保持在较高水平，2025 年上半年，铯铷盐销售业务实现毛利 3.11 亿元，甲酸铯租赁业务实现毛利 2.01 亿元，毛利率分别为 75.85%、67%。

图30 公司铯铷业务营收结构（亿元）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

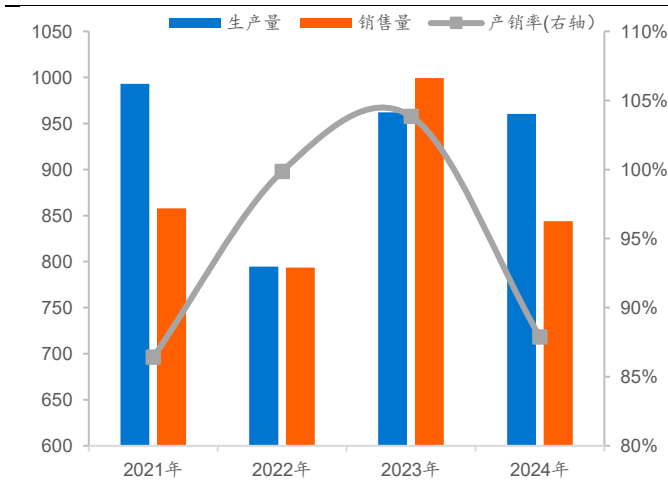
图31 公司铯铷业务毛利结构（亿元）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

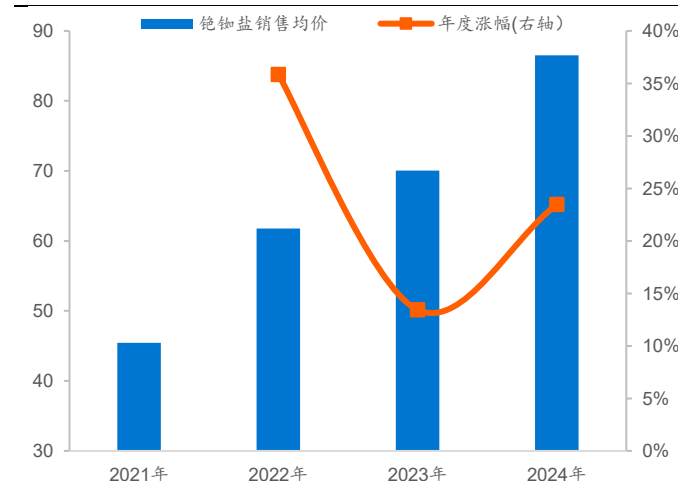
受制于公司现有矿山原料供应产能，2021 年-2024 年公司铯铷盐产销规模整体相对稳定。2024 年公司铯铷盐生产量 960.44 吨，销售量 843.97 吨，产销率 87.87%。**相关产品售价持续提升是支撑板块业绩逐年走高的主要原因。**得益于公司在产业链体系中的议价权优势，公司铯铷盐精细化工产品售价逐年提升，2024 年，公司铯铷盐销售均价为 86.5 万元/吨，同比上涨 23.47%，相较 2021 年增幅达到 90.29%。

图32 公司铯铷盐产销数据（吨）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

图33 铯铷盐销售均价逐年抬升（万元/吨）



资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

目前制约公司铯铷业务进一步扩张的难点主要在于原料供应瓶颈问题。公司铯铷业务现有的冶炼产能规模充裕、体系完善，制约业务进一步扩张的核心瓶颈主要集中在原料端。目前公司的铯铷盐及甲酸铯产品制备原料全部来自于加拿大 Tanco 矿山，矿山采选规模 1000 吨/年，受限于资源体量，进一步扩张空间有限。为了提升铯榴石供应量，缓解原料供应压力，公司依托自有 Bikita 矿山资源特性，2024 年立项铯榴石选矿研究及锂铯多金属矿综合利用开发研究项目，并投资建设 Bikita 矿山铯榴石采选产线，项目预期采选规模为 500 吨/年。该产线已经于 2025 年三季度建设完成，预计在四季度逐步爬

产。Bikita 矿山产线实现满产后，公司铯榴石产能规模将由 1000 吨/年，提升至 1500 吨/年，极大程度缓解公司铯铷业务原料供应压力。

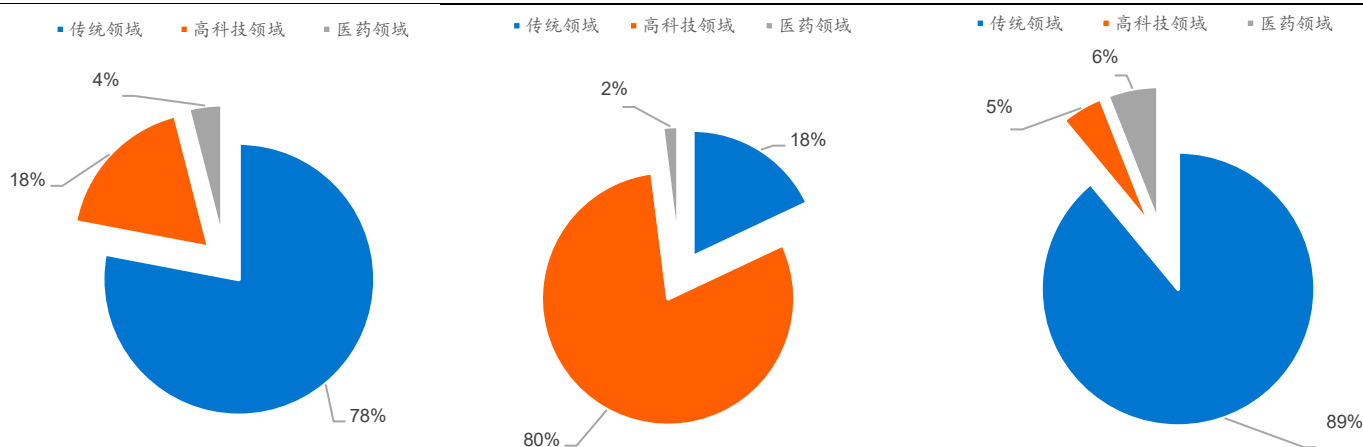
表13 2024 年公司铯盐冶炼产线规模情况

冶炼产线	竣工时间	主产品	产能规模
新余东鹏化工铯盐系列产品项目	2005 年	铯盐	4 吨/年
江西鹏程锂业碳酸铯项目	2013 年	碳酸铯	500 吨/年
江西东鹏新材甲酸铯项目	2015 年	甲酸铯	500 吨/年
江西新余铷、铯盐生产项目	2018 年	硝酸铯、氟化铯、氢氧化铯	50 吨/年硝酸铯、10 吨/年氟化铯、100 吨/年氢氧化铯
江西东鹏新材高纯铯盐项目	2018 年	高纯碘化铯、氟铝酸铯、氯化铯	150 吨/年碘化铯、100 吨/年氟铝酸铯、100 吨/年氯化铯
江西东鹏新材硝酸铯、氢氧化铯项目	2023 年	硝酸铯、氢氧化铯	200 吨/年硝酸铯、200 吨/年氢氧化铯

资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

**战略性新兴产业应用场景愈发丰富，铯盐市场前景广阔。**根据中国地质调查局的测算结果，全球的铯盐总消费量约为 2500 吨，传统市场领域、高科技领域、生物医药领域需求占比分别为 78%、18%、4%。具体到国家层面，美国、中国、日本、德国、加拿大是铯资源的主要消费国。其中美国是全球铯产品最大的消费国，每年铯消费量大约为 960 吨，同时已经形成了相对完整健全的下消费市场，高科技市场应用领域约占其需求总量的 80%。对比我国的消费结构，每年铯盐消费量约为 800 吨，是全球的第二大消费国，但铯资源应用市场仍旧主要停留在传统领域，需求约占总量的 89%。根据党的二十届四中全会的指示精神，明确提出要“加快高水平科技自立自强”，将科技创新和新质生产力摆到了国家战略核心位置，可以预见的是，十五五期间，我国战略性新兴产业必将加速发展，参考欧美发达国家的消费结构，高科技领域用铯的需求预期将同步大幅增长，市场前景也将更加广阔。

图34 全球、美国、中国铯消费结构对比<sup>5</sup>



资料来源：全球铯矿资源特点和开发利用研究，联储证券研究院

**量价齐升叠加高端市场延伸，预期铯铷板块业绩持续高增。**由于公司在产业链体系中近乎垄断的市场地位，过去数年铯铷业务营收始终保持增长，且盈利始终保持在较高水平。而伴随公司 Bikita 矿山铯榴石采选产线的建成落地，板块原料供应有望在 2026 年实现 50%幅度的增长，带动公司铯铷盐产量同步大幅提升。下游市场方面，以航空航天、电子元件、国防军工等高科技领域需求的提升有望为铯铷盐带来增量市场。且公司掌握较强的产品定价权，相关商品售价预计延续上行趋势。同时，在公司现有销售序列中，相对初级产品包括碳酸铯、氢氧化铯等依旧为主销产品，而根据公司的战略规划，未来布局会向高端市场延伸，硝酸铯、碘化铯等高端产品将是重点拓展的市场方向，带动业务毛利率进一步上行。**铯铷产品产量提升、产品价格的持续上行叠加高端市场的探索，**

<sup>5</sup> 三图从左至右分别为全球、美国、中国的铯消费结构

我们看好公司铯铷板块业绩能够持续高增。

## 5. 锆：掌控优质海外资源，充分享受政策红利

锆镓板块是公司继铯铷之后，在小金属矿产资源开发领域的又一次重大战略布局。2024 年 8 月，公司通过旗下全资子公司香港中矿，收购获得了 Tsumeb 公司 98% 的股权，其核心资产是位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂及其附属的多金属熔炼尾渣堆。2024 年 12 月，公司动工建设 Tsumeb 多金属综合循环回收项目，产能规模为 20 万吨/年，项目投资额为 2.05 亿美元。Tsumeb 尾渣堆主要为锆铈渣堆和铜渣堆，含有多钟有价金属资源，合计保有资源量 294.35 万吨矿石量，其中锆金属储量 746.21 吨，平均品位 253.51 克/吨；镓金属量 409.62 吨，平均品位 139.16 克/吨；铈金属量 20.95 万吨，平均品位 7.12%。矿区配套的 Tsumeb 冶炼厂基础设施完善，交通运输便利，通过铁路可与大西洋鲸湾港口联接。目前冶炼厂产线为铜精矿炼厂，公司正在对其进行升级改造，建成后设计产能为锆铈 33 吨/年、工业镓 11 吨/年、铈 1.09 万吨/年。

表14 Tsumeb 冶炼厂多金属熔炼尾渣堆主要金属保有资源量统计（吨、克/吨）

金属类别	锆	镓	铈	铜	钼	铈	铅
金属含量	746.21	409.62	209458.7	14291.1	5321.38	742.97	61739.11
平均品位	253.51	139.16	7.12%	0.49%	1807.83	0.03%	2.10%

资料来源：中矿资源公司公告，联储证券研究院

锆、镓是高新技术领域不可替代的关键资源。得益于优秀的物理及化学属性，锆、镓在高新技术产业中有着广泛应用。镓因密度低且导热率极高，在电子行业中被广泛用于散热片和热传导材料。锆则具有高红外折射率、低色散率等光学性质和力学性能，通常应用在红外光学和光纤通信领域。根据 2024 年驰宏锌锆披露的年报数据显示，锆的主要应用场景为红外领域、光纤领域、光伏太阳能，分别占锆市场需求总量的 43%、28% 和 19%。同时，受电子行业的迅猛发展，对于电子器件的性能提出更高要求，硅锆合金因其更高的速度和效率被普遍认为是取代通信器件中的砷化镓的关键材料。考虑相关技术领域的更新迭代速度不断加快、全球通信、半导体基础设施建设不断推进，对于锆、镓需求量未来仍将持续增加。

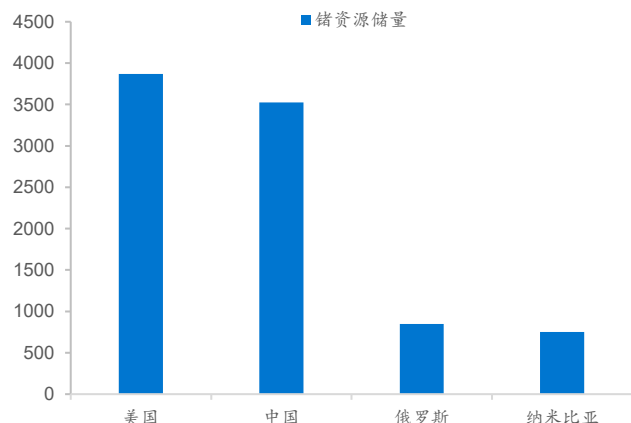
表15 锆镓元素主要形态及应用场景

元素形态	产业链位置	应用场景
金属镓	原材料与初级加工品	属于基础原材料，是后续加工成化合物或半导体材料的起点
金属锆	原材料与初级加工品	属于基础原材料，是后续加工成化合物或半导体材料的起点
区熔锆铈	原材料与初级加工品	属于初级加工品，高纯度锆材料，用于制造红外光学器件和半导体衬底
氮化镓	化合物和加工形态	第三代半导体的核心材料，用于 5G 通信、快充等领域
砷化镓	化合物和加工形态	高频通信芯片和军事雷达
二氧化锆	化合物和加工形态	光纤制造和催化剂
四氧化锆	化合物和加工形态	光纤制造和催化剂

资料来源：统筹发展和安全视角下锆铈出口管制政策评估，联储证券研究院

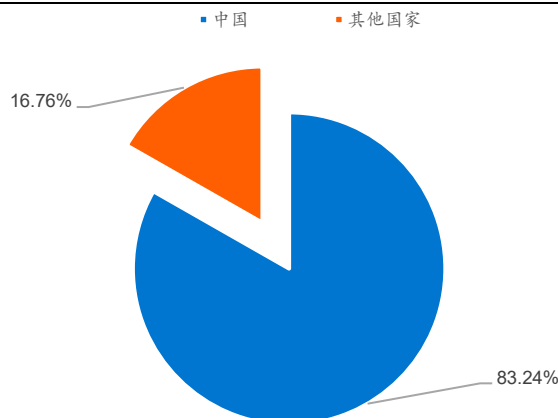
对比下游需求市场的广泛分布，锆的供给结构则极为集中。根据美国地质调查局统计数据显示，全球已探明的锆储量 8600-9000 吨，美国和中国是主要分布国，分别约占储量总值的 43.02% 和 39.2%。但美国虽为锆资源的最主要保有国，但其将锆定位为战略资源储备，不进行采掘开发，因此我国是全球最大的锆产品生产国。2023 年，全球精炼锆产量为 185 吨，其中中国产量为 154 吨，占比达到 83.24%，在全球供应链体系中占据枢纽地位。

图35 全球锗资源储量分布情况（吨）



资料来源：中国镓锗资源的矿床类型划分、空间分布和开发利用现状，联储证券研究院

图36 2023 年全球精炼锗供应结构



资料来源：中美科技博弈的全球经济影响——芯片禁运与镓锗出口管制，联储证券研究院

因为锗、镓资源在高新技术产业的广泛应用以及我国在原料供应体系中的垄断地位，在全球科技竞争加剧、供应链安全风险升级的背景下，锗、镓成为了我国维护经济安全、对抗美西方技术封锁的战略性筹码之一。2020 年起，为了应对美国对华贸易打压和科技封锁，我国陆续出台了一系列战略应对举措进行反制。2023 年 7 月<sup>6</sup>，商务部联合海关总署，对外宣布对锗、镓相关物项实施出口许可证管理；2024 年 12 月<sup>7</sup>，商务部升级管制措施，宣布对镓、锗、锑、超硬材料等两用物项实施限制性许可管理，并明确原则上不予许可对美出口。我国作为全球锗镓材料的主要供应国，国际市场对华供应严重依赖且库存有限，出口管制举措出台直接导致两类金属价格显著攀升且国内外价差快速拉大。以二氧化锗为例，截止至 2025 年 10 月，我国二氧化锗价格由 2023 年 7 月的 6835.71 元/千克，上行至 9050 元/千克，区间涨幅 32.39%；欧洲市场报价则从 7621.12 元/千克，快速上行至 21993.9 元/千克，区间涨幅 188.59%。自 2024 年 10 月起，两者价格走势开始背离，境内外价差不断拉大，至 2025 年 10 月已扩大至 12943.9 元/千克。

表16 我国关于锗镓出口政策的演进过程

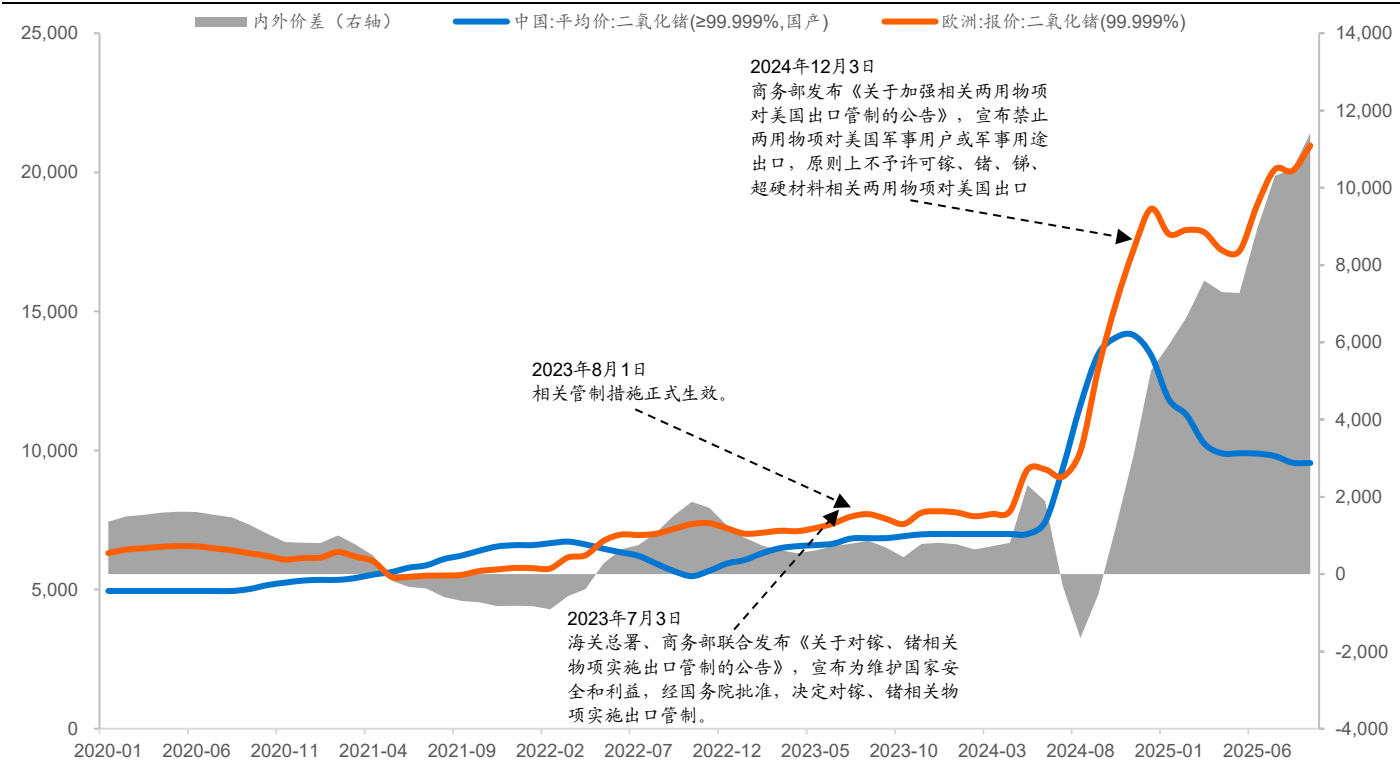
出台时间	制定部门	法律及规定名称	相关内容
2020 年 10 月	全国人大	《出口管制法》、《反国外制裁法》、《对外关系法》	明确赋予中国对外国不当措施采取对等反制措施，为后续的政策演进提供了法律依据
2023 年 7 月	商务部、海关总署	《关于对镓、锗相关物项实施出口管制的公告》	宣布对锗、镓及其相关物项实施出口许可证管理
2024 年 12 月	商务部	《关于加强相关两用物项对美国出口管制的公告》	对镓、锗、锑、超硬材料等两用物项实施限制性许可管理，明确原则上不予许可对美出口

资料来源：中国出口管制信息网、中国人大网、中华人民共和国商务部，联储证券研究院

<sup>6</sup> [https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/dwmygl/art/2023/art\\_52b9a321087f402bb3d310d18b07967e.html](https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/dwmygl/art/2023/art_52b9a321087f402bb3d310d18b07967e.html)

<sup>7</sup> [https://content-static.cctvnews.cctv.com/snow-book/index.html?item\\_id=16589558337730873444](https://content-static.cctvnews.cctv.com/snow-book/index.html?item_id=16589558337730873444)

图37 我国启动对于锗、镓相关物项出口管制后，锗价内外价差已扩大至历史水平<sup>8</sup>（元/千克）



资料来源：Wind，联储证券研究院

国内锗市场集中度极高，产能主要集中于龙头企业。目前市场参与者主要有三：驰宏锌锗、云南锗业、盛屯锌锗，其中驰宏锌锗和云南锗业拥有自有矿山，2024 年锗锭产能分别为 60 吨/年、47.6 吨/年，盛屯锌锗原料供应依赖外购，产能规模为 40 吨/年。2024 年，受锗价大幅上行的带动，相关业务毛利均实现历史性增长。类比同业企业，公司锗镓业务虽起步较晚，且产能规模不具优势，但公司保有自有矿山，原料供应可实现自供，且矿山及冶炼产线均位于海外，可充分享受国内出口管控收紧、海外锗价大幅上涨的红利，将资源优势转化为经济成效。

表17 国内锗加工行业主要参与者及产能规模统计（吨金属量、吨/年）

公司名称	原料来源	矿山位置	矿山名称	锗资源量	产能规模
驰宏锌锗	自有矿山	云南	会泽、彝良矿山	382	60
云南锗业	自有矿山	云南	中寨锗矿及周边五座锗矿山	110.65	47.6
盛屯锌锗	外购				40

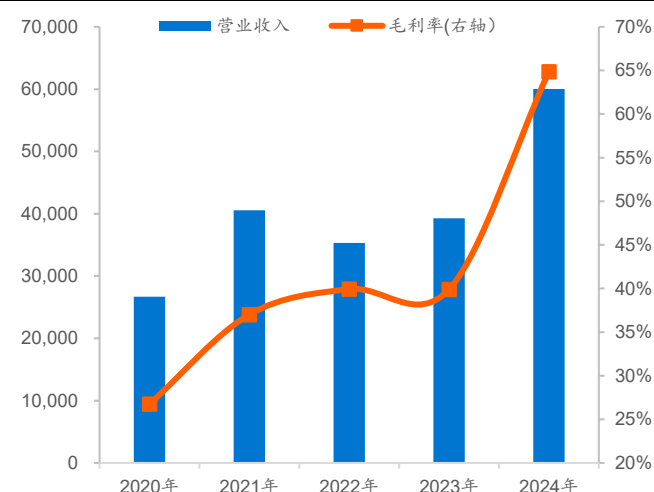
资料来源：驰宏锌锗、云南锗业公司年报、盛屯锌锗公司官网<sup>9</sup>，联储证券研究院

<sup>8</sup> 欧洲二氧化锗报价使用当月美元兑人民币汇率平均值进行折算

<sup>9</sup> <http://www.shxzkj.cn/>

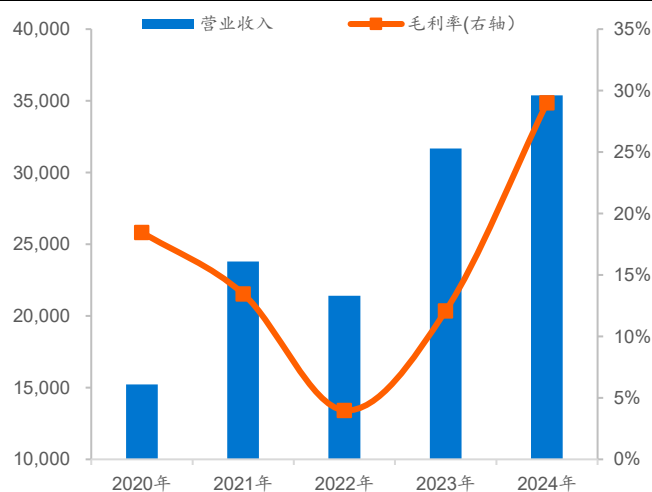


图38 驰宏锌锗业务营业收入及毛利水平波动情况（万元）



资料来源：驰宏锌锗公司年报，联储证券研究院

图39 云南锗业材料系锗产品营业收入及毛利水平波动情况（万元）



资料来源：云南锗业公司年报，联储证券研究院

根据公司年报披露信息显示，Tsumeb 炼厂项目将分两期进行建设，一期工程为火法冶炼工艺，二期为湿法冶炼工艺，一期预计在 2025 年四季度建设完成。项目完工后，可具备锗锭生产产能 33 吨/年、工业镓产能 11 吨/年、锌锭产能 1.09 万吨/年。按照 2024 年 9 月公司公告披露的资源储量信息测算，矿区保有锗、镓资源可供开采年限分别为 22.61 年、37.24 年。预期公司锗镓产品将面向海外市场，因此我们以欧洲市场锗、镓、锌锭 2025 年 11 月均价 23400 元/千克、7972 元/千克、22740 元/吨为基准，同时假设锗镓产品以 80% 的销售折价率估算。则项目落成后，预期年度可创造营收 9.36 亿元（锗锭 6.18 亿元、工业镓 0.7 亿元、锌锭 2.48 亿元），参考业务结构更为接近的驰宏锌锗业务盈利水平，项目毛利率预期可达到 55%，若兑现可为公司业绩增长提供增量。

表18 Tsumeb 多金属循环回收项目主要信息（吨金属量、克/吨、吨/年）

产品类型	资源储量	平均品位	设计产能	项目总投资额	设计生产期
锗	746.21	253.51	33	22251 万美元	15 年
镓	409.62	139.16	11		

资料来源：中矿资源公司公告，联储证券研究院

## 6. 铜：战略版图拓展再尝试

铜是公司在有色资源开发领域又一重大战略布局。2024 年，公司已有铜矿两座：赞比亚希富玛铜矿以及卡布韦铜矿。但受限于矿山资源及矿山品位均相对有限，因此始终保持与第三方合作分成的方式运营。2024 年，公司购入赞比亚 Kitumba 铜矿 65% 股权，7 月完成交割、12 月动工建设矿山采选业工程项目。项目落地后，公司将拥有第一座自主运营的主力矿山。根据公告披露的信息显示，Kitumba 铜矿位于赞比亚中央省，矿权面积 248.17 平方公里，矿区内合计矿石量 2790 万吨，铜平均品位 2.2%，铜金属量 61.4 万吨。根据公司公告披露的信息显示，矿区已探明预期之外仍存在数个地质异常区，具有良好的成矿潜力与找矿潜力，目前公司已经启动对于 Kitumba 铜矿外围的找矿工作，考虑公司在地勘领域长期耕耘，后续矿区资源储量扩容空间可期。

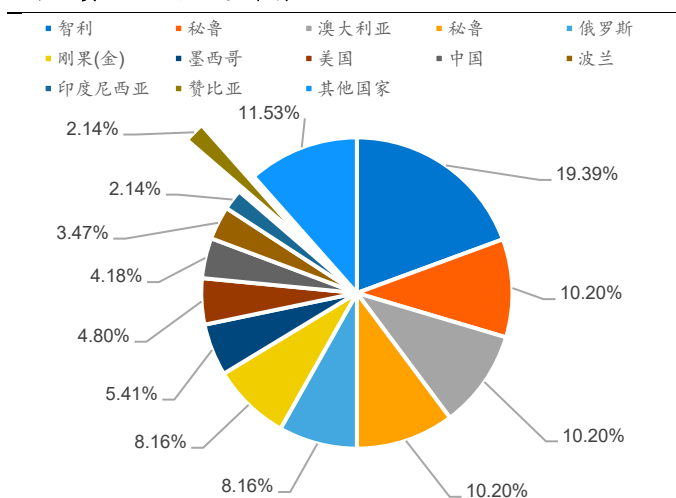
表19 公司所属铜矿资源分布（万吨）

矿山名称	所在国	资源类别	矿石量	平均品位		铜金属量
				铜	酸溶铜	
Kitumba 铜矿	赞比亚	探明资源量	960	2.95%	0.94%	28.3
		控制资源量	1530	1.93%	0.6%	29.4
		推断资源量	300	1.23%	0.32%	3.7
		合计	2790	2.2%	0.69%	61.4
希富玛铜矿	赞比亚	合计	2991.68	0.72%		21.42
卡布韦铜矿	赞比亚	合计	1104.1	1.40%		15.46

资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

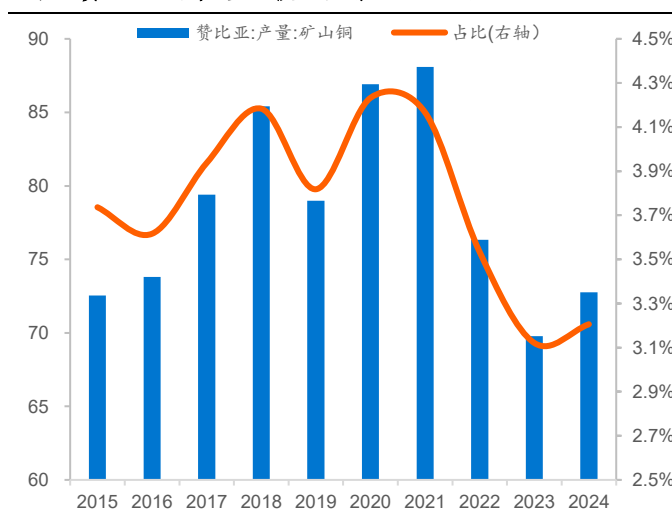
赞比亚是非洲重要的产铜国之一，在全球铜矿供应体系中占据重要地位。赞比亚地处非洲中南部，2024 年，境内铜矿储量规模 2100 万吨，占全球总量的 2.14%；矿山铜产量 72.76 万吨，同比增长 4.27%，规模仅次于邻国刚果金，是非洲第二大产铜国。

图40 赞比亚铜矿储量丰富



资料来源：Wind，联储证券研究院

图41 赞比亚铜矿产量规模波动情况（万吨）



资料来源：Wind，联储证券研究院

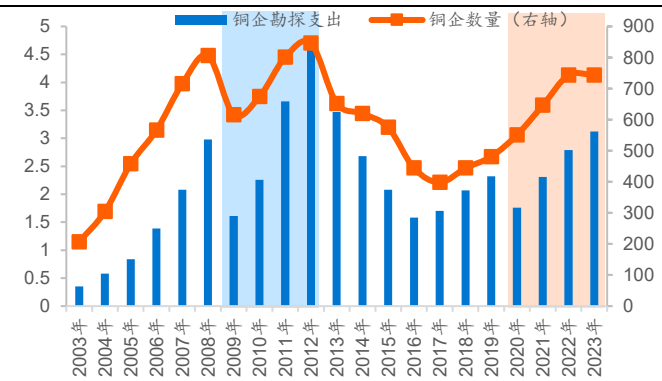
从中长期视角来看，全球铜精矿的勘探和开发正面临愈加严峻的挑战，矿产铜作为当前阶段铜材最主要的供给来源，其远期供给瓶颈成为我们长期看高铜价的基本盘，同时也使得原料端在铜产业链中进行利润分配的话语权预期进一步提升。

首先，新增铜矿开发难度不断攀升。由必和必拓公司运营的智利埃斯孔迪达矿山与1981年3月发现，至今仍旧是全球最大的铜矿产出矿山，该矿山不仅储量惊人，同时能够实现露天开采，然而这样的近地表矿山如今已经愈加稀少。以2020年新发现的阿根廷的费洛德索尔铜矿为例，矿山铜资源量超过1100万吨，但位于地表600米以下，运营难度及开发成本极高，客观上限制了新增资源后续可转化的实际产能。

其次，来自于我们对于全球矿企资本开支的跟踪。一方面，铜矿生产企业虽然在高铜价获得了高收益，但对于勘探投资支出却呈现显著的滞后效应。2020-2023年，全球矿企勘探支出整体呈现上行趋势，但相较十年前的峰值水平仍有33%以上的差距（如果考虑通货膨胀因素后，两者间差距将更加明显）。

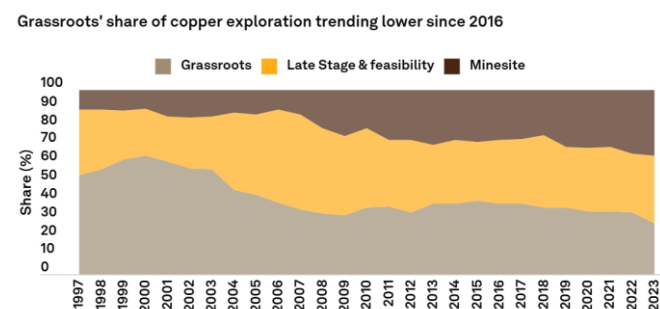
另一方面，铜矿商对于勘探资金的使用更加趋于保守。由于铜矿的开发周期较长，因此在开发难度不断增强的当前时点下，铜矿上更乐于将资本支出集中于延长在产的高品位、持续盈利的矿产寿命上，对于初始项目的投入占比持续走低，到2023年，该部分使用资金占比下行至28%，是有记录以来的最低水平。

图42 矿企勘探支出始终未恢复至十年前水平（十亿美元）



资料来源：S&P Global，联储证券研究院

图43 生成性勘探投入占比整体下行



资料来源：S&P Global，联储证券研究院

上述原因直接导致了全球铜矿端远期供应进入瓶颈期。根据 S&P Global Commodity Insights 公开的研究成果显示，在全球已发现的 239 个铜矿中，过去十年新增发现的仅有 14 个，且储量相对有限，仅占总储量的 3.5%。而有限的勘探成果进一步抬升了矿企的单吨勘探成本，从而继续抑制铜企的勘探支出投入意愿。因此，在未来相当长的时间内，全球铜矿产出增量仍将主要来自于现有主力矿山的增产，而受老矿山品位衰减、资源保护主义抬头等因素的影响，其未来可贡献的增量空间有限，铜精矿远期供应存在瓶颈。

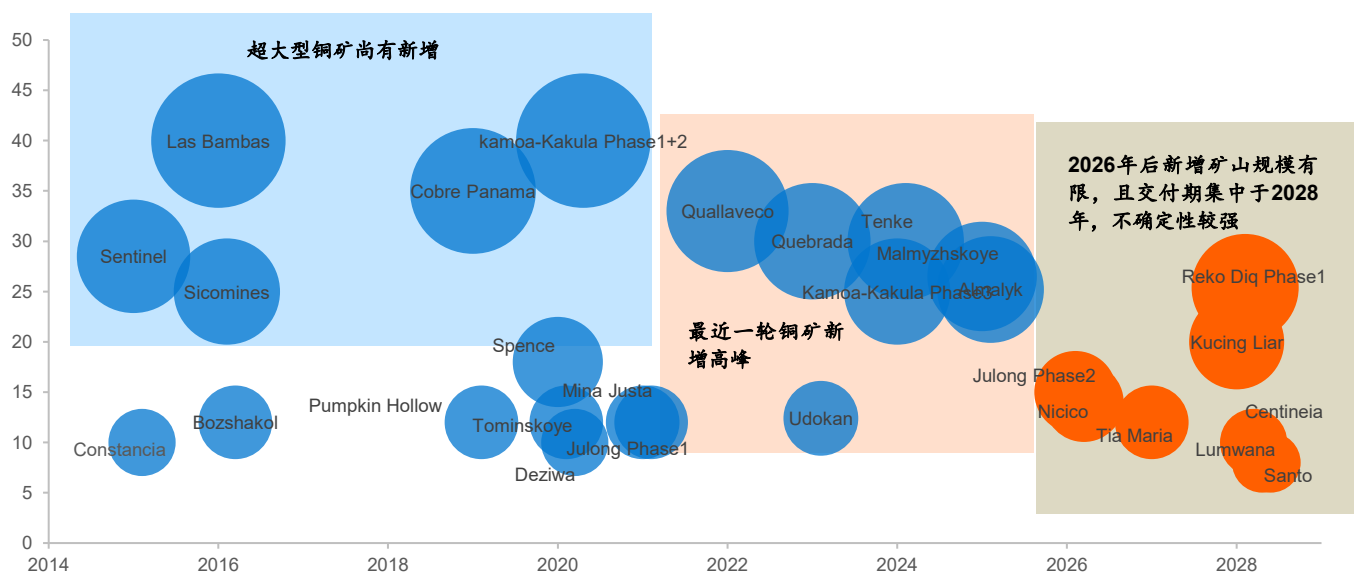
表20 2015年后，全球新增铜矿数量极为有限（个、百万吨、百万美元、美元/吨）

年份	铜矿发现量	铜矿资源储量	铜企勘探预算	单吨勘探成本
1990年	8	71	529	7
1991年	10	166	492	3
1992年	8	45	487	11
1993年	10	43	625	14
1994年	13	100	563	6
1995年	16	111	670	6
1996年	11	71	730	10
1997年	18	82	758	9
1998年	12	35	625	18
1999年	9	39	509	13
2000年	9	17	451	27
2001年	11	70	420	6
2002年	8	18	316	17
2003年	7	20	351	18
2004年	7	18	584	32
2005年	15	82	837	10
2006年	7	26	1393	53
2007年	15	75	2077	28
2008年	10	76	2977	39
2009年	6	24	1608	67
2010年	1	1	2257	2301
2011年	7	40	3657	91
2012年	2	2	4701	2276
2013年	5	37	3469	94
2014年	5	28	2678	96
2015年	1	3	2082	659
2016年	1	1	1577	1515
2017年	3	10	1704	170
2018年	0	0	2075	—
2019年	1	1	2321	2110
2020年	2	2	1759	802
2021年	1	1	2309	2443
2022年	0	0	2791	—
2023年	0	0	3118	—
合计	239	1315		

资料来源：S&P Global，联储证券研究院

得益于上一轮矿企资本开支高峰，当前时点下，我们正处在最近一轮的全球铜矿新增周期的尾声阶段。根据 ICSG 在《铜矿、冶炼厂、精炼厂名录》中统计的年产能超过 10 万吨的铜矿项目信息，2022 年-2026 年将是最近一轮全球新增铜矿的高峰周期，虽然矿山体量相较 2014-2019 年间已有显著差距，但依旧能够为全球铜矿短期供应注入乐观预期。但 2026 年后，全球新增投产矿山数量及规模将进一步下降台阶。同时考虑当前政治、环保、劳工问题频发，大型铜矿项目普遍建设缓慢，投产时间存在较大延迟风险，我们预期铜矿中长期供应将进入瓶颈期，矿端在铜产业链中进行利润分配的话语权将进一步提升。而拥有大型铜矿将成为企业的成本洼地和利润中心，是其安身立命、参与竞争、并谋求长远发展的最核心战略资产，在铜价整体上行的大背景下，将更加具备经济价值。

图44 2014-2028 年间全球投产铜矿项目分布（万吨）



资料来源：International Copper Study Group，联储证券研究院

公司完成收购动作后，迅速推进采选冶工程建设。其中矿区采选工程项目设计规模为原矿 350 万吨/年，同时对低品位矿石进行堆浸回收，设计处理矿石量 100 万吨/年，冶炼项目产能为阴极铜 6 万吨/年，服务年限内平均产阴极铜预计 4.96 万吨/年，附属产品为 93%硫酸。项目计划总投资额为 5.63 亿美元，预计建设周期 1.5 年，计划于 2026 年年中建设完成，下半年完成产能爬坡。

表21 赞比亚 Kitumba 铜矿项目主要信息汇总

指标	相关信息
项目名称	赞比亚 Kitumba 铜矿项目
项目投资额	5.63 亿美元
设计服务年限	12.5 年
项目建设期	1.5 年
采选规模	原矿 350 万吨/年；堆浸回收 100 万吨/年
冶炼产能	阴极铜 6 万吨/年；副产硫酸 11 万吨/年

资料来源：中矿资源公司公告，联储证券研究院

假设铜价能够维持现有的高位水平，按照 2025 年 LME 铜年度均价为基准，若 2026 年矿区工程能够按照计划完工，并实现爬产，则 2027 年 Kitumba 铜矿预计可为公司贡献营收 34.44 亿元<sup>10</sup>。根据公司 2024 年 11 月发布的公告，我们依据其中可研报告相关信息进行计算，项目的完全成本约为 5300-5500 美元/吨，参考其他在赞比亚地区从事

<sup>10</sup> 汇率按照 2025 年 11 月 14 日美元兑人民币中间价进行折算

矿产资源开发企业，公司若可向赞比亚申请落地所得税减免，则预期可贡献利润 15.32 亿元，根据公司所持有的股权比例，可归属公司利润总额预期为 9.96 亿元，若能兑现可彻底打开公司业绩增长点。

## 7. 盈利预测与投资建议

### 7.1 盈利预测

#### 基本假设

- 锂盐：**预期公司对年产 2.5 万吨高纯锂盐产线升级项目能够如期完工，同时伴随行业周期性拐点的逐步确定，公司锂盐产品销售价格预期上行；2026 年起，铜、锗板块开始为公司贡献盈利，锂盐板块所承担税费摊销规模预期下行，营业成本将具备一定下降空间，毛利率可呈现逐年上行趋势。我们预计 2025-2027 年，公司锂盐产品销量分别为 4.96 万吨、5.23 万吨、5.68 万吨，业务毛利率分别为 4.23%、23.61%、25.68%。
- 铯铷：**预期公司 Bikita 矿山铯榴石采选产线能够如期完工并在年内实现爬产，则 2026 年起，公司相关产品产量将有一定规模的提升；考虑公司在产业链中具有近乎垄断地位，针对下游客户享有更高议价权，叠加行业高景气前景，产品销售价格预期可保持较高增速上行。我们预计 2025-2027 年，公司铯铷产品销量分别为 880.59 吨、1090.67 吨、1133 吨，业务毛利率分别为 75%、77%、78%。
- 铜：**预期公司 Kitumba 铜矿及冶炼产线能够如期完工，按照现有工程进度估计，2026 年中期可以实现采选产线投产，当年可有部分铜精矿产出；2027 年初伴随冶炼产线的落成，矿区将具备年产 5 万吨阴极铜能力。我们预计，2026 年公司可销售 2.45 万吨铜精矿，2027 年销售 4.66 万吨阴极铜，业务毛利率分别为 64%、46%。
- 锗：**预期 2025 年底，公司第一条 15 吨火法产线可以建成投产，并在 2026 年逐步爬坡，第二条 18 吨湿法产线已投入建设，2027 年底具备 30 吨以上锗制备能力。我们预计，2025-2027 年，公司锗销量分别为 1.5 吨、12.75 吨、19.5 吨，业务毛利率分别为 48%、55%、56%。

#### 盈利预测

我们预计，2025 年-2027 年公司营业收入规模分别为 58.1 亿元、73.42 元、109.8 亿元，同比增速分别为 8.3%、26.4%、49.6%；归母净利润分别为 4.29 亿元、16.67 亿元、27.66 亿元，同比增速分别为-43.4%、288.8%、65.9%。



表22 中矿资源业务结构拆分及主要指标预测（百万元）

业务板块	指标名称	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 E	2026 年 E	2027 年 E
锂盐	营业收入	6335.20	4242.88	3129.28	3520.26	3771.07	4199.71
	营业成本	2927.49	1791.52	2546.47	3371.52	2880.68	3121.41
	毛利率	53.79%	57.78%	18.62%	4.23%	23.61%	25.68%
铯铷	营业收入	931.08	1123.79	1395.25	1455.79	1983.40	2266.42
	营业成本	328.74	400.23	302.85	363.95	456.18	498.61
	毛利率	64.69%	64.39%	78.29%	75.00%	77.00%	78.00%
铜	营业收入	--	--	--	--	490.00	3258.50
	营业成本	--	--	--	--	174.44	1756.61
	毛利率	--	--	--	--	64.40%	46.09%
锗镓	营业收入	--	--	--	35.10	298.35	456.30
	营业成本	--	--	--	18.25	134.26	200.77
	毛利率	--	--	--	48.00%	55.00%	56.00%
合计	营业收入	8041.22	6013.32	5363.85	5809.98	7341.65	10979.77
	营业成本	3782.69	2717.50	3607.15	4438.29	4330.13	6261.98
	毛利率	52.96%	54.81%	32.75%	23.61%	41.02%	42.97%

资料来源：中矿资源公司年报，联储证券研究院

## 7.2 投资建议

公司目前的主营业务为锂盐和铯铷，2026 年将新增锗镓、铜板块，考虑业务的相似性，我们选取了以锂盐为主业的天齐锂业、赣锋锂业、永兴材料；同时以小金属、铜为主业的洛阳钼业；以小金属为主业的章源钨业、厦门钨业作为可比公司。我们预计，2025 年-2027 年公司归母净利润分别为 4.29 亿元、16.67 亿元、27.66 亿元，以 2025 年 11 月 24 日的收盘价为基准进行计算，当前公司市值对应 PE 分别为 100.84 倍、25.95 倍、15.64 倍。

综合投资逻辑：

1. 锂行业周期性拐点明晰，伴随锂价逐步反弹、公司冶炼产能扩张及自有矿山成本优势，业务盈利预期将得到修复；
2. 铯铷行业公司通过掌握上游资源，在产业链中近乎享有垄断地位，采选产能扩张叠加行业高景气延续，量价齐升预期带动板块盈利再创新高；
3. 新增铜、锗镓业务进一步丰富公司在有色矿产开发领域的战略布局，如期投产将为公司带来崭新成长曲线。

参考可比公司，结合公司未来发展前景，我们对其进行首次覆盖，同时给予公司增持评级。

 表23 中矿资源可比公司估值对比<sup>11</sup>（元、亿元）

证券代码	公司名称	收盘价	公司市值	每股收益（EPS）			市盈率（PE）		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002728.SZ	中矿资源	60	432.9	0.60	2.31	3.84	100.84	25.95	15.64
	均值			0.79	1.17	1.52	128.50	39.84	28.56
002466.SZ	天齐锂业	51.59	830.39	0.47	1.03	1.34	109.01	49.98	38.57
002460.SZ	赣锋锂业	58.65	1141.48	0.11	0.72	1.44	528.33	81.05	40.76
002756.SZ	永兴材料	46.39	250.09	1.58	2.15	2.88	29.28	21.62	16.13
603993.SH	洛阳钼业	15.35	3249.2	0.87	1.05	1.15	17.56	14.58	13.34
002378.SZ	章源钨业	12.35	148.38	0.19	0.23	0.26	65.65	54.35	46.95
600549.SH	厦门钨业	32.42	514.7	1.53	1.86	2.07	21.17	17.43	15.63

资料来源：Wind，联储证券研究院

<sup>11</sup> 公司收盘价与市值数据更新时间：2025 年 11 月 24 日，可比公司估值数据采用 Wind 一致预期

## 8. 风险提示

重点工程进度不及预期、相关商品市场价格大幅波动、海内外产业政策反转等。

## 财务报表分析和预测表

资产负债表		单位：百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	8,063	8,137	8,725	9,442	11,674	
货币资金	4,915	4,084	4,127	4,529	4,774	
应收及预付	542	892	1,053	1,269	1,888	
存货	1,445	2,142	2,636	2,572	3,719	
其他流动资产	1,161	1,018	910	1,072	1,294	
非流动资产	7,822	9,056	9,753	10,442	11,022	
长期股权投资	39	25	25	25	25	
固定资产	2,178	3,133	3,823	4,402	4,872	
在建工程	797	589	768	948	1,127	
无形资产	1,853	2,431	2,301	2,170	2,040	
其他长期资产	2,956	2,879	2,837	2,897	2,957	
资产总计	15,885	17,193	18,478	19,884	22,696	
流动负债	2,293	3,318	4,062	4,674	6,109	
短期借款	914	1,486	2,058	2,630	3,203	
应付及预收	253	554	682	665	962	
其他流动负债	1,126	1,278	1,322	1,378	1,945	
非流动负债	1,369	1,387	1,744	1,661	1,578	
长期借款	553	342	255	167	80	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	816	1,045	1,489	1,494	1,498	
负债合计	3,661	4,705	5,806	6,334	7,687	
股本	728	721	721	721	721	
资本公积	5,636	5,324	5,324	5,324	5,324	
留存收益	6,318	6,354	6,549	7,430	8,896	
归属母公司股东权益	12,178	12,181	12,367	13,248	14,713	
少数股东权益	46	307	306	302	295	
负债和股东权益	15,885	17,193	18,478	19,884	22,696	

利润表	单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,013	5,364	5,810	7,342	10,980
营业成本	2,718	3,607	4,438	4,330	6,262
营业税金及附加	138	183	198	250	374
销售费用	73	39	50	63	94
管理费用	384	361	349	440	659
研发费用	172	113	153	194	290
财务费用	166	216	220	219	211
资产减值损失	0	-31	0	0	0
公允价值变动收益	1	4	0	0	0
投资净收益	16	44	40	50	75
营业利润	2,427	941	497	1,965	3,269
营业外收支	-7	19	5	5	5
利润总额	2,420	960	502	1,970	3,274
所得税	218	206	74	289	481
净利润	2,202	754	428	1,680	2,793
少数股东损益	-6	-3	-1	-4	-6
归属母公司净利润	2,208	757	429	1,684	2,799
EBITDA	2,763	1,531	1,318	2,895	4,302
EPS（元）	3.06	1.05	0.59	2.33	3.88

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2025 年 11 月 24 日

现金流量表			单位: 百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,002	500	556	2,158	2,507
净利润	2,202	754	428	1,680	2,793
折旧摊销	181	421	597	706	816
营运资金变动	459	-776	-522	-275	-1,124
其它	160	102	54	47	22
投资活动现金流	-2,661	-881	-1,050	-1,341	-1,316
资本支出	-2,171	-1,007	-1,331	-1,331	-1,331
投资变动	-556	109	-34	-34	-34
其他	67	17	315	24	49
筹资活动现金流	1,813	-357	565	-415	-947
银行借款	180	361	485	485	485
股权融资	3,063	54	0	0	0
其他	-1,430	-772	80	-900	-1,432
现金净增加额	2,146	-727	42	402	245
期初现金余额	2,236	4,381	3,655	3,697	4,099
期末现金余额	4,381	3,655	3,697	4,099	4,344

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	-25.2%	-10.8%	8.3%	26.4%	49.6%
营业利润增长	-36.3%	-61.2%	-47.2%	295.6%	66.4%
归母净利润增长	-33.0%	-65.7%	-43.4%	292.7%	66.2%
获利能力					
毛利率	54.8%	32.8%	23.6%	41.0%	43.0%
净利率	36.7%	14.1%	7.4%	22.9%	25.5%
ROE	18.1%	6.2%	3.5%	12.7%	19.0%
ROIC	16.9%	6.0%	4.1%	11.3%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	23.0%	27.4%	31.4%	31.9%	33.9%
净负债比率	-26.7%	-16.1%	-13.1%	-11.6%	-8.9%
流动比率	3.52	2.45	2.15	2.02	1.91
速动比率	2.64	1.56	1.31	1.28	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.32	0.33	0.38	0.52
应收账款周转率	14.36	9.33	7.18	7.71	8.28
存货周转率	1.80	2.01	1.86	1.66	1.99
每股指标 (元)					
每股收益	3.06	1.05	0.59	2.33	3.88
每股经营现金流	4.16	0.69	0.77	2.99	3.48
每股净资产	16.88	16.88	17.14	18.36	20.39
估值比率					
P/E	19.60	57.19	100.95	25.71	15.46
P/B	3.55	3.55	3.50	3.27	2.94
EV/EBITDA	8.66	15.41	31.57	14.41	9.75

### 免责声明

联储证券股份有限公司（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“联储证券股份有限公司”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“联储证券研究院”，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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~10%之间
		中性	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	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

### 联储证券研究院

#### 青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路 195 号 8 号楼 11、15F  
 邮编：266100

#### 上海

地址：上海市浦东新区滨江大道 1111 弄 1 号中企国际金融中心 A 栋 12 层  
 邮编：200135

#### 北京

地址：北京市朝阳区安定路 5 号院北投投资大厦 B 栋 14 层  
 邮编：100029

#### 深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路 2 号侨城一号广场 28-30F  
 邮编：518000