

# 中矿资源 (002738.SZ)

## 锂矿山持续降本，多元化布局逐步形成

公司研究 · 深度报告

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪  
021-60933161  
yangyaohong@guosen.com.cn  
S0980520040005

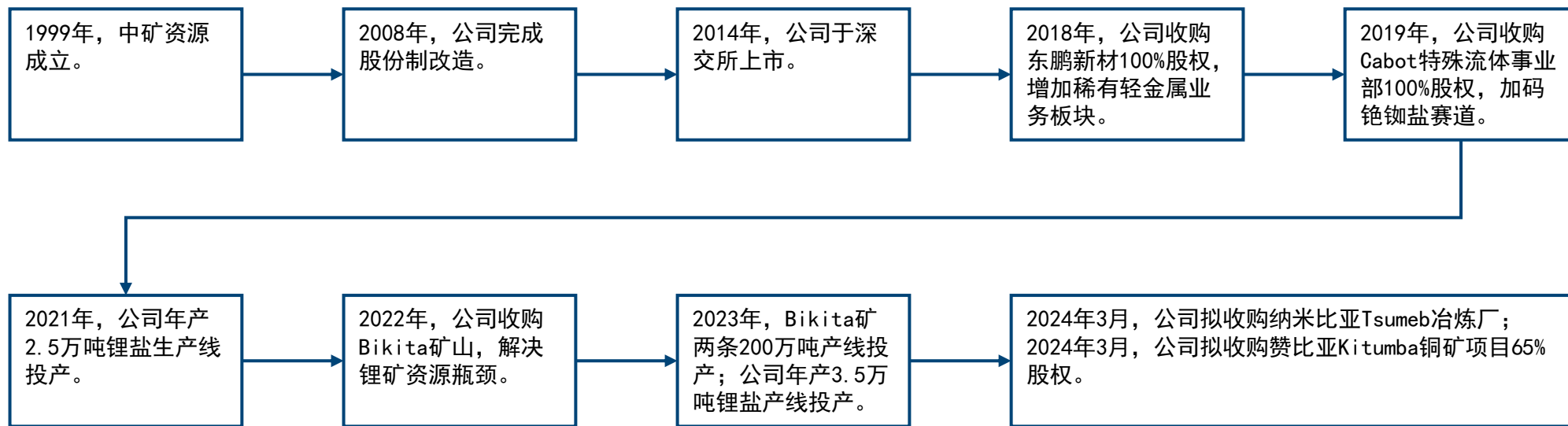
- ◆ **公司起步于矿物勘查，延伸铯铷锂铜产业链。** 公司是国内有色金属行业首批成规模“走出去”的商业性综合地质勘查技术服务公司；公司于2018年收购东鹏新材100%股权，于2019年收购Gabot特殊流体事业部100%股权，确立了公司铯盐业务的全球领先地位；公司于2022年收购津巴布韦Bikita矿山100%股权，加上原先并购的加拿大Tanco矿山，两大锂矿项目逐步投产放量，使得公司成为近年来国内锂矿资源产量增速最快的企业之一；公司于2024年3月先后收购纳米比亚Tsumeb冶炼厂和赞比亚Kitumba铜矿项目65%股权，公司铜领域布局快速突破，有望打造未来新的成长曲线。综上，公司多元化布局逐步形成，有望穿越牛熊周期。
- ◆ **铯铷盐业务：应用市场持续拓展，具有明显竞争优势。** 公司目前已完成“铯资源开发+铯盐研发与生产+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局，掌握了全球80%以上铯榴石矿产资源，80%铯盐生产与供应能力，100%甲酸铯生产与供应能力，拥有行业定价权。2020-2023年公司铯铷盐业务体量规模快速扩张，年均复合增速达到约30%。未来随着全球绿色经济转型达成共识，铯铷盐下游应用领域加速扩展，公司在铯铷盐行业的优势也将更加明显。
- ◆ **锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期。** 资源端：加拿大Tanco矿山正积极推进矿区的露天开采方案，拟投资新建100万吨/年选矿工程；津巴布韦Bikita矿山新建200万吨/年透锂长石精矿（技术级和化学级透锂长石柔性生产线）选矿改扩建工程和200万吨/年锂辉石精矿选矿工程，于2023年7月建设完成并正式投料试生产，于2023年11月实现稳定生产；公司通过调整原料产品结构、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本。冶炼端：2.5万吨/年和3.5万吨/年产线均已实现达产达标的状态，2024年上半年，公司自有矿产销量继续大幅增长，自有矿共实现锂盐销量约1.68万吨，已超过2023年全年以自有矿为原料实现的锂盐销量，这主要是得益于公司所属Bikita矿山运营情况良好。
- ◆ **铜矿&铜冶炼业务：加大铜领域布局，打造新成长曲线。** 公司完成收购纳米比亚Tsumeb冶炼厂，该冶炼厂是全球为数不多能够处理高砷铜精矿等复杂精矿的特种冶炼厂之一，且冶炼厂尾渣含有多种有经济利用价值的有价金属资源，为充分发挥Tsumeb冶炼厂的资源价值，公司计划对Tsumeb冶炼厂现有的铜冶炼生产线进行改造可行性研究。公司完成收购Junction65%股权，其主要资产是位于赞比亚的Kitumba铜矿项目，Kitumba铜矿项目目前处于待开发阶段，保有铜金属量61.40万吨，铜平均品位2.20%，公司加速推进Kitumba铜矿项目的开发，预计在2026年能够形成有效产能。
- ◆ **风险提示：锂盐和铯铷盐市场需求不达预期；公司扩产进度低于预期。**
- ◆ **投资建议：维持“优于大市”评级**  
预计公司2024-2026年营收分别为49.40/66.05/85.55亿元，同比增速-17.8%/33.7%/29.5%，归母净利润分别为7.45/13.39/18.54亿元，同比增速-66.2%/79.6%/38.5%；摊薄EPS分别为1.03/1.86/2.57元，当前股价对应PE为35/19/14X。通过多角度估值，我们认为公司股票价值在44.53-48.24元之间，2025年动态市盈率在24-26倍之间，相对于目前股价有24%-34%左右空间，对应的总市值在321-348亿元之间。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，同时打造铜领域新的成长曲线，中长期成长性强，维持“优于大市”评级。

# 公司概况

## 起步于矿物勘查，延伸铯铷锂铜产业链

- ◆ 中矿资源集团股份有限公司成立于1999年，前身“北京凯富源地质勘查有限公司”源自原有色金属工业总公司，是中国有色金属行业首批成规模“走出去”的商业性综合地质勘查技术服务公司，主要经营固体矿产勘查技术服务、轻稀金属原料加工及研发，同时也开展国际工程、贸易和矿权投资及开发等业务。公司2008年完成股份制改造，2014年在深交所上市。
- ◆ 公司于2018年收购东鹏新材100%股权，进入新能源、新材料加工销售领域，成为国内电池级氯化锂的主要供应商及国内最大的铯盐、铷盐生产商和供应商；于2019年收购Cabot特殊流体事业部100%股权，取得其储量巨大的铯榴石矿山及丰富的铯资源，此次收购使得公司得以控制稀缺的铯矿资源，完成“铯资源开发+铯盐生产与研发+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局，进一步巩固公司铯盐业务的全球领先地位；于2022年收购津巴布韦Bikita矿山100%股权，Bikita矿山是一座在产且成熟的矿山，两条200万吨产线于2023年7月建设完成并正式投料试产，标志着公司正式进入锂矿全面自给时代；于2024年3月先后收购纳米比亚Tsumeb冶炼厂和赞比亚Kitumba铜矿项目65%股权，公司铜领域布局快速突破，有望打造未来新的成长曲线。

图：公司历史沿革

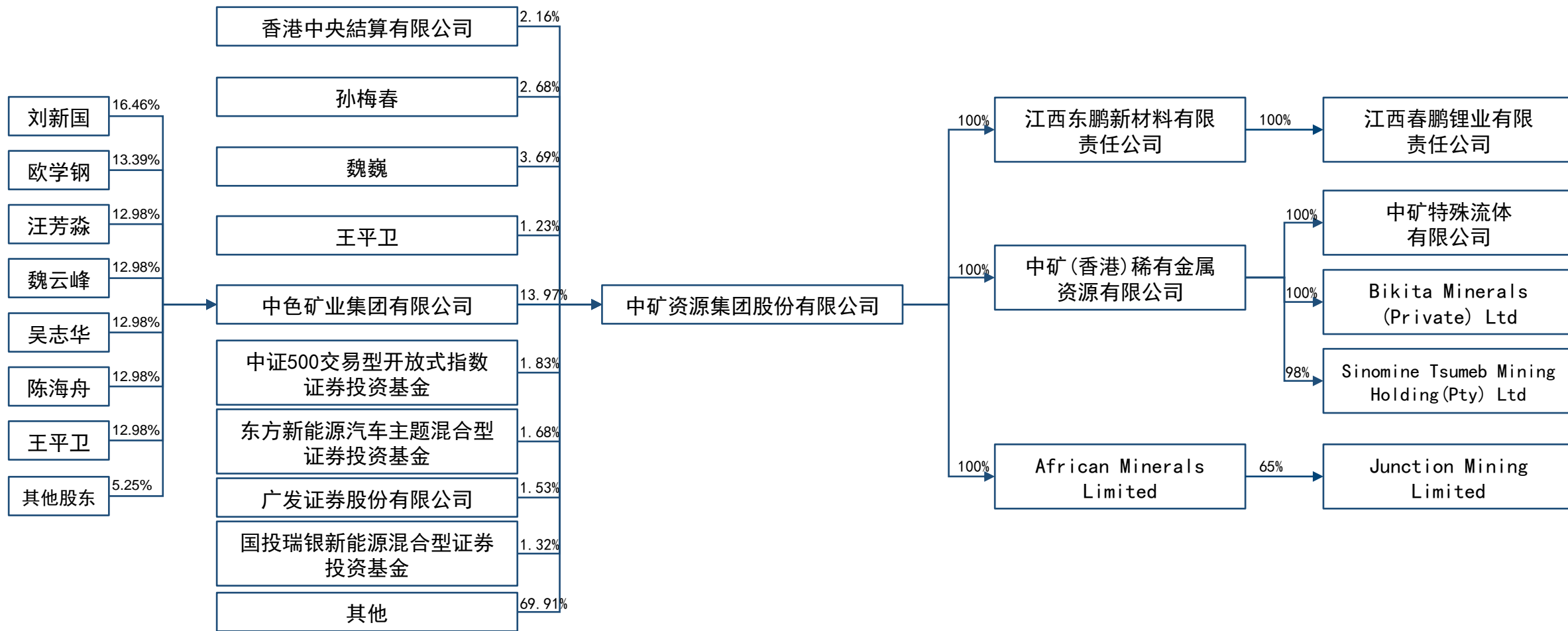


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 管理架构和股权结构

公司控股股东为中色矿业集团有限公司，刘新国、王平卫、欧学钢、汪芳淼、魏云峰、吴志华、陈海舟七人系公司的共同实际控制人。

图：公司管理架构和股权结构（截止至2024年三季度报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理；备注：仅列出重要子公司股权结构。

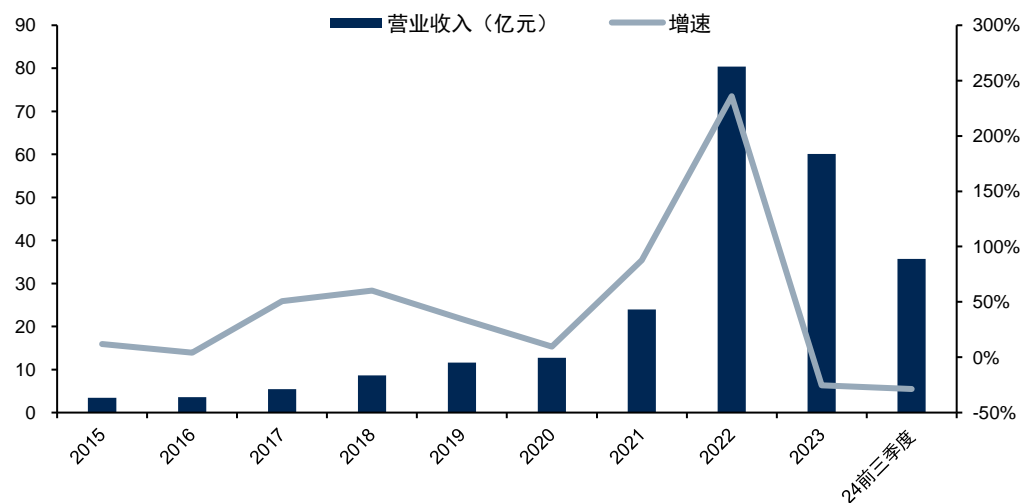
# 业务范围和经营业绩

◆公司目前主营业务为固体矿产勘查和矿权开发业务、稀有轻金属（铯、铷）资源开发与利用业务、锂电新能源原料开发与利用业务。在2018年之前，公司着重发展地勘业务；在2018年至2021年之间，得益于两次非常重要的并购项目，先后并购东鹏新材和Cabot特殊流体事业部，公司铯铷盐业务快速获得全球领先甚至接近垄断的地位；在2021年之后，公司切入锂电新能源原料业务，2022年主要通过外购精矿实现原料供应，2023年逐步使用Tanco锂辉石和Bikita锂辉石&透锂长石实现原料供应，原料自给率大幅提升，2022-2023年也是锂盐行情最好的两年，公司营业收入和归母净利润实现跨越式增长；展望未来，公司铯铷、锂、铜的多元化布局有望逐步形成，业务分布会更加均衡，不单单依赖于某一品种的周期性变化，有望穿越牛熊周期，实现公司经营规模的稳步提升。

◆公司于2023年实现营收60.13亿元，同比-25.22%；实现归母净利润22.08亿元，同比-32.98%；实现扣非归母净利润21.30亿元，同比-33.86%；实现经营活动产生的现金流量净额30.02亿元，同比+46.54%。2023年，公司锂盐产量约1.84万吨，同比-19.51%，销量约1.74万吨，同比-28.09%，期末库存量1697.54吨，同比+92.78%，其中公司自有矿产销量大幅提高，自有矿共实现锂盐产量约1.58万吨；铯铷精细化工产量约962吨，同比+21.09%，销量约999吨，同比+25.92%，期末库存量约254吨，同比-22.27%；甲酸铯产量约507 bbl，同比-9.86%，销量约2946 bbl，同比+13.43%，期末库存量约21290 bbl，同比-10.28%。

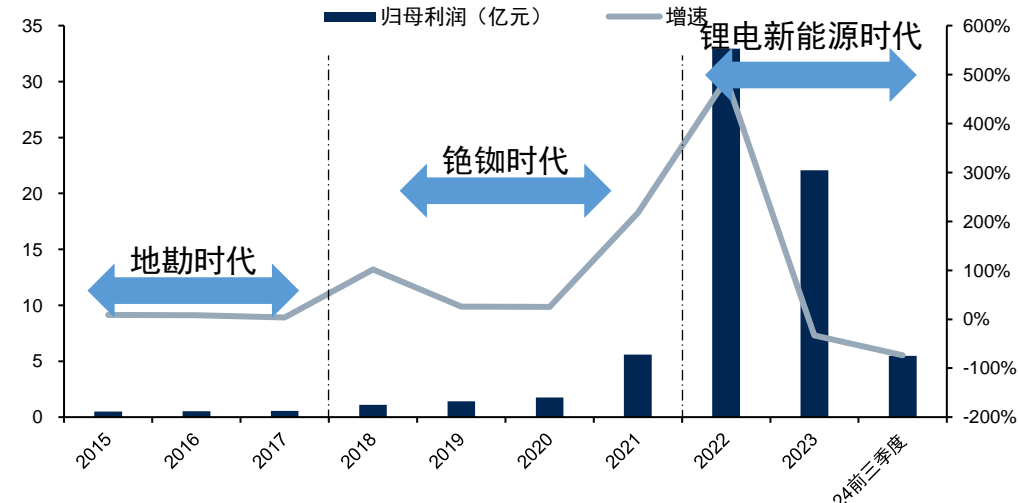
◆公司于2024年前三季度实现营收35.69亿元，同比-28.69%；实现归母净利润5.46亿元，同比-73.64%；实现扣非归母净利润4.15亿元，同比-79.49%；公司利润同比下滑主要是受到锂价大幅调整影响，但相较于同行大部分企业而言，公司利润未出现亏损，得益于公司在行业低迷的时候，持续通过降本增效来保持竞争力。

图：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 公司分析

## 多元化布局逐步形成，有望穿越牛熊周期

- ◆ **业务模式：**1999年公司成立之初主要以境内固体矿产勘查技术服务为主，2003年开始从事境外固体矿产勘查技术服务，海外固体矿产地质勘查业务收入逐步成为公司盈利的主要来源，公司是中国有色金属行业首批成规模“走出去”的固体矿产勘查技术服务公司。2007年公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势，开始在赞比亚从事矿权投资业务。公司在固体矿产勘查板块的业务模式主要是：固体矿产勘查技术服务和矿权投资业务为核心，海外勘查后勤配套及建筑工程服务为辅助。
- ◆ **服务形式：**固体矿产勘查技术服务其形式是综合运用地质勘查技术，获取不同区域成矿地质信息，向客户提供矿权区内矿产资源潜力及开发利用前景的勘查报告。报告集成了与矿产资源开发相关联的各类重要的地质与矿产信息，是相关矿业企业或投资商在开发、投资矿产资源过程中进行具体决策时所依据的重要基础性数据或信息。
- ◆ **公司在固体矿物勘查业务的核心竞争优势——**
  - ① **先发优势。**公司矿产勘查技术服务以海外市场为主，在多年的海外勘查技术服务实践中，公司承担了中国企业在有色金属领域“走出去”主要的代表性项目，在中国有色金属勘查技术服务海外细分市场的占有率名列前茅。公司先后承担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）卡莫阿铜矿等多个具有国际影响力的重大项目，积累了丰富的境外固体矿产勘查服务与管理经验。公司熟悉多国法律和風土人情，与多国政府部门建立了良好的合作关系，逐步实现项目本地化、有效缩短项目周期、降低管理成本，提升管理效率，也提高盈利水平，使公司在市场开拓中获得先机。与国内同行业竞争者相比，公司在境外固体矿产勘查业务领域具有明显的先发优势和经验优势。所以在2018年之前，境外业务是公司营业收入和毛利的主要来源。
  - ② **研发与技术优势。**公司全面掌握地、物、化、遥、钻等行业通用技术和前沿技术并熟练应用于项目实践中，在钻探口径上，公司可以为客户提供37mm至3000mm所有口径的钻探服务；在钻探深度上，公司可以为客户完成千米以上深孔钻探；在复杂地层钻探方面，公司可以高质、高效完成隐伏矿等复杂地层的取芯钻探服务。
  - ③ **专业的管理团队和技术团队。**公司管理团队在固体矿产勘查技术服务行业拥有丰富的从业经验和境外项目管理经验。公司董事长王平卫拥有地质工程博士学位，全国探矿专业委员会副主任委员、全国探矿工程界专家，此外高管团队中多人是具有多年地勘专业经验的高级工程师。



# 铯铷盐业务：应用市场持续拓展，具有明显竞争优势

- ◆ **公司掌握全球铯铷盐市场的定价权。**全球铯矿资源非常稀缺，且由于较高的技术壁垒，造成全球范围内可实现铯铷盐量产的公司只有东鹏新材、中矿特殊流体有限公司以及美国雅保。公司2019年收购Cabot特殊流体事业部（后已更名为中矿特殊流体有限公司），取得其储量巨大的铯榴石矿山以及铯盐生产能力，完成“铯资源开发+铯盐研发与生产+销售与服务+铯资源回收”铯盐全产业链布局，掌握了全球80%以上铯榴石矿产资源，80%铯盐生产与供应能力，100%甲酸铯生产与供应能力，拥有行业定价权。随后，公司收购津巴布韦Bikita锂矿，交易完成后公司基本上掌握了全球最主流的铯矿资源，市场地位有望进一步稳固。
- ◆ 公司凭借拥有着世界主要高品质铯资源（加拿大Tanco和津巴布韦Bikita矿山）、全球两大生产基地（加拿大温尼伯、中国江西省新余市）和甲酸铯回收基地（英国阿伯丁和挪威卑尔根）的优势，为众多行业优质企业提供多元化、定制型产品和技术支持。公司是铯铷盐精细化工领域的龙头企业，是全球铯产业链最完善的制造商，具备铯榴石开采、加工、精细化工产品的生产和提供产品技术服务的能力，所使用的租赁加回收模式获联合国工业发展组织“化学品租赁奖”研发金奖。公司是全球甲酸铯的唯一生产商和供应商，主要为石油天然气行业提供优质、环保的钻井液、完井液，公司甲酸铯业务运营中心为中矿特殊流体有限公司，位于英国阿伯丁和挪威卑尔根，业务遍及欧洲、AMEA（亚洲、中东和非洲）和北美地区。截止至2024年上半年，公司全球储备甲酸铯产品约21074.48 bbl（折合密度2.3t/m<sup>3</sup>的甲酸铯溶液），折合铯金属当量约4784.07吨。
- ◆ 公司全资子公司东鹏新材于2021年9月被授予国家级专精特新“小巨人”企业称号，有效期3年。

图：公司拥有全球铯资源绝对控制地位

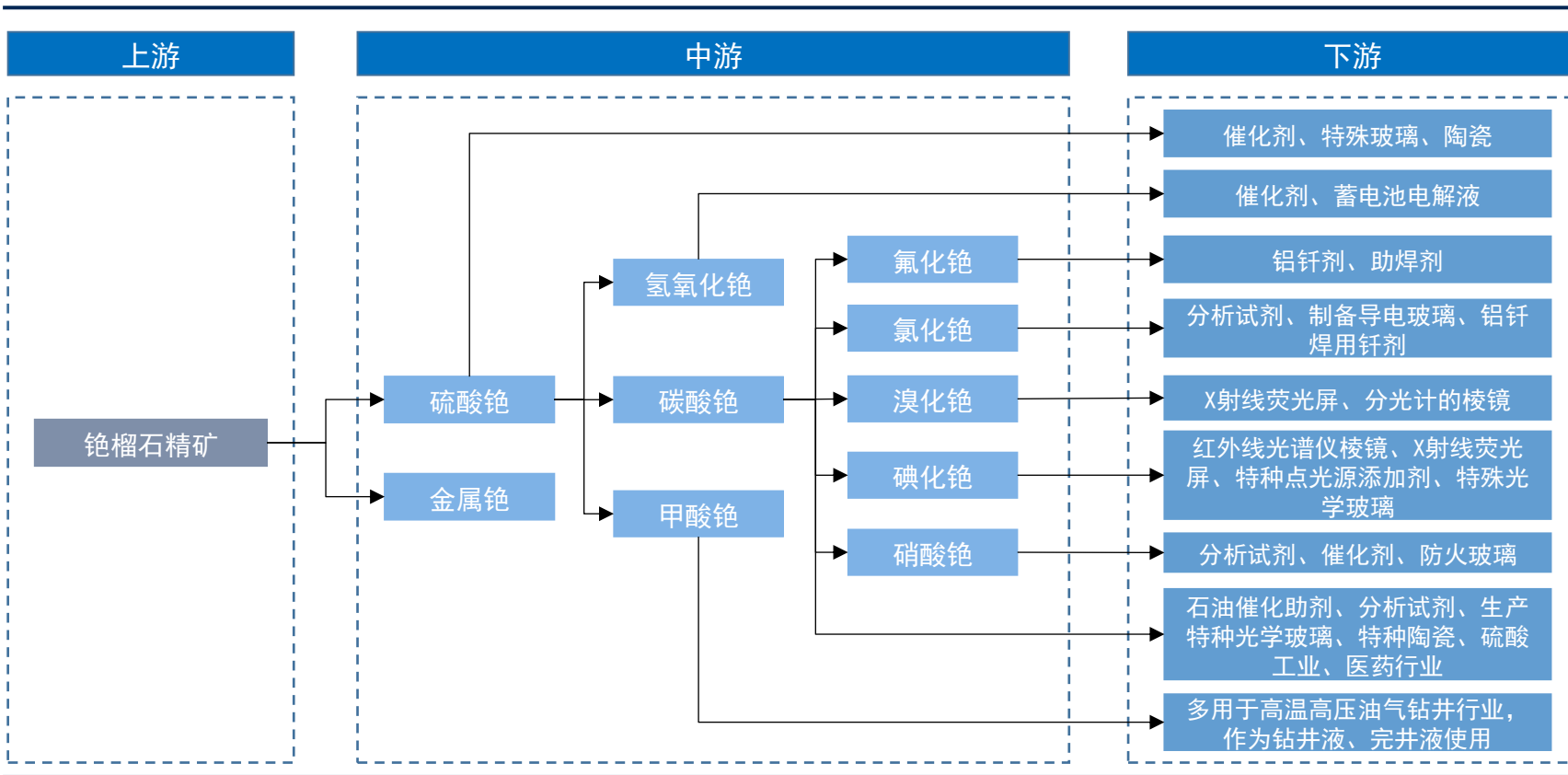


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 铯铷盐业务：应用市场持续拓展，具有明显竞争优势

- ◆ 铯是一种稀有矿种，全球保有矿石量稀少，且在很多行业具有不可替代性，已被美国、加拿大列为关键矿种、被日本列为战略性矿产。
- ◆ 铯铷盐应用领域广泛，包括原子钟、航天航空、军事、能源、电子、特种玻璃、医学、催化剂等。铯产品主要作为碱性介质用于医药中间体、作为催化剂用于硫酸催化剂、作为添加剂用于X射线闪烁体、作为完井液/钻井液用于石油钻井和开采行业等方面。
- ◆ 目前由于成本和工艺的原因，甲酸铯在国内油气领域中应用较少，随着国内对环境的日益重视、环保政策实施力度的加大及油气公司对甲酸铯在增加储层价值等方面的认识，甲酸铯在国内油气领域中的应用将有望逐步扩大。

图：铯产业链



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：铯是一种战略性矿产资源

## 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

发改高技〔2020〕1409号

国务院有关部门，各省、自治区、直辖市、新疆生产建设兵团发展改革委、科技厅（委、局）、工业和信息化部（厅）、财政厅（局）：

**加快新材料产业强弱项。**围绕保障大飞机、微电子制造、深海采矿等重点领域产业链供应链稳定，加快在光刻胶、高纯靶材、高温合金、高性能纤维材料、高强高导耐热材料、耐腐蚀材料、大尺寸硅片、电子封装材料等领域实现突破。**实施新材料创新发展行动计划，提升稀土、钒钛、钨钼、锂、铷铯、石墨等特色资源在开采、冶炼、深加工等环节的技术水平，**加快拓展石墨烯、纳米材料等在光电子、航空装备、新能源、生物医药等领域的应用。

国家发展改革委

科技部

工业和信息化部

财政部

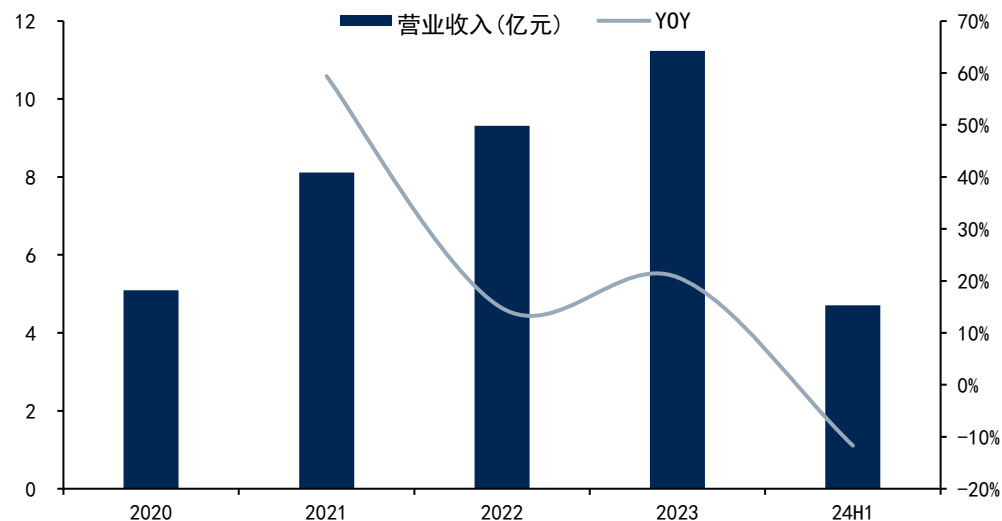
2020年9月8日

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 铯铷盐业务：应用市场持续拓展，具有明显竞争优势

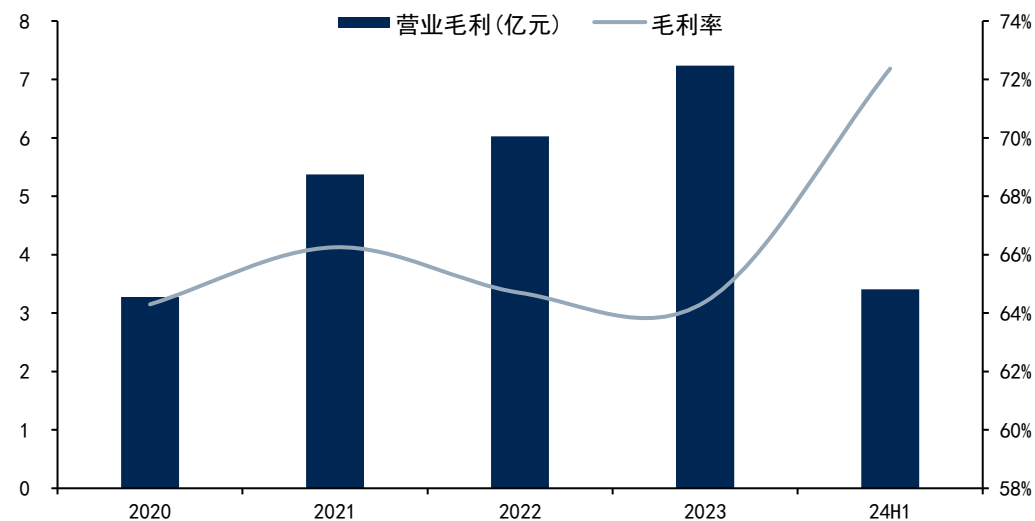
- ◆ 2023年，公司铯铷盐板块实现营业收入11.24亿元，同比+20.70%，实现毛利7.24亿元，同比+20.12%，毛利率达到64.39%；其中铯铷盐精细化工业务应用场景持续拓展，实现营收7.04亿元，同比+43.95%，实现毛利4.93亿元，同比+44.29%。2023年，公司铯铷精细化工产量约962吨，同比+21.09%，销量约999吨，同比+25.92%，期末库存量约254吨，同比-22.27%；甲酸铯产量约507 bbl，同比-9.86%，销量约2946 bbl，同比+13.43%，期末库存量约21290 bbl，同比-10.28%。
- ◆ 2024年上半年，公司铯铷盐业务实现营收约4.71亿元，同比减少11.71%，主要是由于上半年公司铯铷盐产品实现较大幅度提价，短期影响下游需求，但随着价格逐步传导，预计下半年下游需求将快速恢复，全年营收仍有望实现正增长，另外铯铷盐业务上半年毛利率达到72.37%，同比提升6.06个百分点。未来随着全球绿色经济转型达成共识，铯铷盐下游应用领域加速扩展，公司在铯铷盐行业的优势也将更加明显。预计公司铯铷盐业务产销量和营收规模有望保持高增速。

图：铯铷资源开发与利用营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：铯铷资源开发与利用营业毛利及毛利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期

- ◆ **冶炼端：**公司于2018年收购东鹏新材，东鹏新材是国内品牌认可度较高的电池级氟化锂的专业生产商和主要供应商，同时参与制定了电池级氟化锂和电池级氢氧化锂等产品的国家行业标准，享有较高的市场地位，也是森田化工等日本企业的长期主要供应商。另外在2016年，东鹏新材已成功开发出透锂长石生产氢氧化锂的工艺技术，并且向江锂新材料提供透锂长石和相关生产工艺，成功批量生产氢氧化锂，这也为目前公司利用Bikita矿山的透锂长石来生产电池级氢氧化锂打下非常扎实的基础。
- ◆ **电池级氟化锂：**电池级氟化锂主要是用于制备六氟磷酸锂，进而制备锂电池电解液。东鹏新材氟化锂产品国内市占率超过40%，其6000吨/年电池级氟化锂改扩建项目已于2021年底竣工。公司氟化锂业务充分受益于国内外新能源汽车发展而快速增长。
- ◆ **电池级氢氧化锂/碳酸锂：**公司年产2.5万吨电池级氢氧化锂/碳酸锂生产线项目于2021年8月投产；全资子公司春鹏锂业投资修建的年产3.5万吨高纯锂盐项目于2023年11月点火投料试生产运营，并于2024年2月实现达产达标状态。公司冶炼端拥有行业领先的技术工艺，2.5万吨/年和3.5万吨/年生产线均可使用锂辉石或透锂长石作为生产原料。
- ◆ **自有矿产锂盐产销量快速提升：**2023年，公司锂盐产量约1.84万吨，同比-19.51%，销量约1.74万吨，同比-28.09%，期末库存量1697.54吨，同比+92.78%，其中公司自有矿产销量大幅提高，自有矿共实现锂盐产量约1.58万吨。2024年上半年，公司自有矿产销量继续大幅增长，自有矿共实现锂盐销量约1.68万吨，已超过2023年全年以自有矿为原料实现的锂盐销量，这主要是得益于公司所属Bikita矿山运营情况良好。

图：公司所属东鹏新材2.5万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂工厂



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司所属春鹏锂业3.5万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂工厂



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期

- ◆ **资源端：**公司于2022年2月份完成津巴布韦Bikita矿山的收购。津巴布韦Bikita矿山原本就是一座成熟且在产的矿山，并购时所探获的保有锂矿产资源量折合84.96万吨LCE，另外公司增储之后保有锂矿产资源折合288.47万吨LCE，资源量相比并购时增加约2.4倍，体现出公司强大的地勘技术底蕴所带来的行业竞争优势。公司在完成Bikita矿山的收购之后，原有70万吨/年的选矿产能快速复产。另外，公司投资的“Bikita锂矿200万吨/年(透锂长石)改扩建工程项目”和“Bikita锂矿200万吨/年(锂辉石)建设工程项目”于2023年7月建设完成并正式投料试生产，于2023年11月实现稳定生产，达产后公司将拥有锂辉石精矿产能30万吨/年、化学级透锂长石精矿产能30万吨/年或技术级透锂长石精矿产能15万吨/年，预计将形成折合约6万吨LCE/年的产能规模。目前两个选矿项目生产的透锂长石精矿和锂辉石精矿正持续不断运抵公司国内锂盐工厂，标志着公司正式进入锂矿全面自给时代，符合公司锂盐板块的战略规划预期。
- ◆ **Bikita矿山降本增效初见成效：**面对锂价不断探底的局面，公司通过调整原料产品结构、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本。2023年5月，公司通过Public-Private-Partnership模式在津巴布韦投资建设132KV输变电项目，该项目包括112公里电力线路和132KV Bikita变电站工程，连接津巴布韦TOKWE 330KV变电站与Bikita矿山，已于2024年3月17日一次性输电成功，该项目不仅能大大改善沿线城镇的供电能力，也将极大改善Bikita矿山电力的保障条件，减少对化石类能源的依赖，有效降低生产成本。2023年四季度，公司在Bikita矿山投资建设配套光伏发电项目，该项目已于2024年2月完成主体工程建设。Bikita矿山光伏发电项目设计发电量2100万度/年，目前，最大单日发电量8万度、平均5.75万度，所发电量达到矿山每日用电量20%以上，大大降低了Bikita矿山的用电成本。Bikita矿山作为公司原料供应最为重要的来源，锂精矿生产成本不断优化，对于公司锂盐的生产和销售而言至关重要。

图：公司所属津巴布韦Bikita矿山200万吨/年（锂辉石）浮选厂



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司所属津巴布韦Bikita矿山200万吨/年（透锂长石）重选厂



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

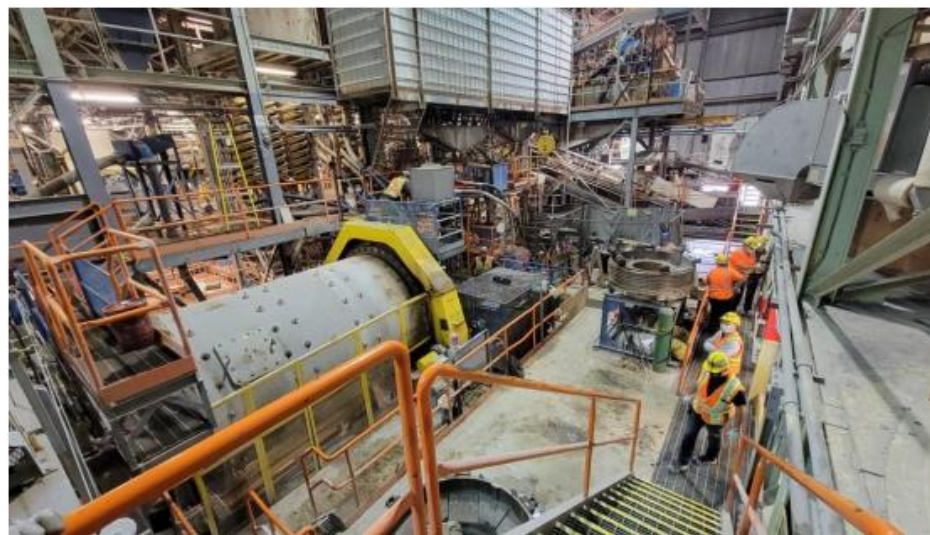
◆ **资源端**：公司于2019年收购Cabot特殊流体事业部100%股权的同时也获得了**加拿大Tanco矿山**的所有权。Tanco矿山原有12万吨/年处理能力的锂辉石采选系统技改恢复项目于2021年10月15日正式投产；此后公司启动了12万吨/年锂辉石采选生产线改扩建至18万吨/年的建设项目，于2022年8月完成改造。Tanco矿山按照现有坑采方案保有锂矿石资源量折合约26万吨LCE，现有18万吨/年处理能力的锂辉石采选系统对应年产锂辉石精矿折合约4000吨LCE，这部分产能目前处于稳步放量的过程中。此外公司正积极推进Tanco矿区的露天开采方案，拟投资新建Tanco矿山100万吨/年选矿工程，Tanco矿区在露采方案条件下保有锂矿资源量将会大幅度增加。我们预计，在新建产能投产之后，Tanco矿山将形成将近2.5万吨LCE/年的锂辉石精矿原料供应能力。2023年，公司积极推进100万吨/年选厂设计以及筹备政府环评、审批等工作，同时积极建设并持续维护与当地社区和原住民的友好关系。

图：公司所属加拿大Tanco矿区



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

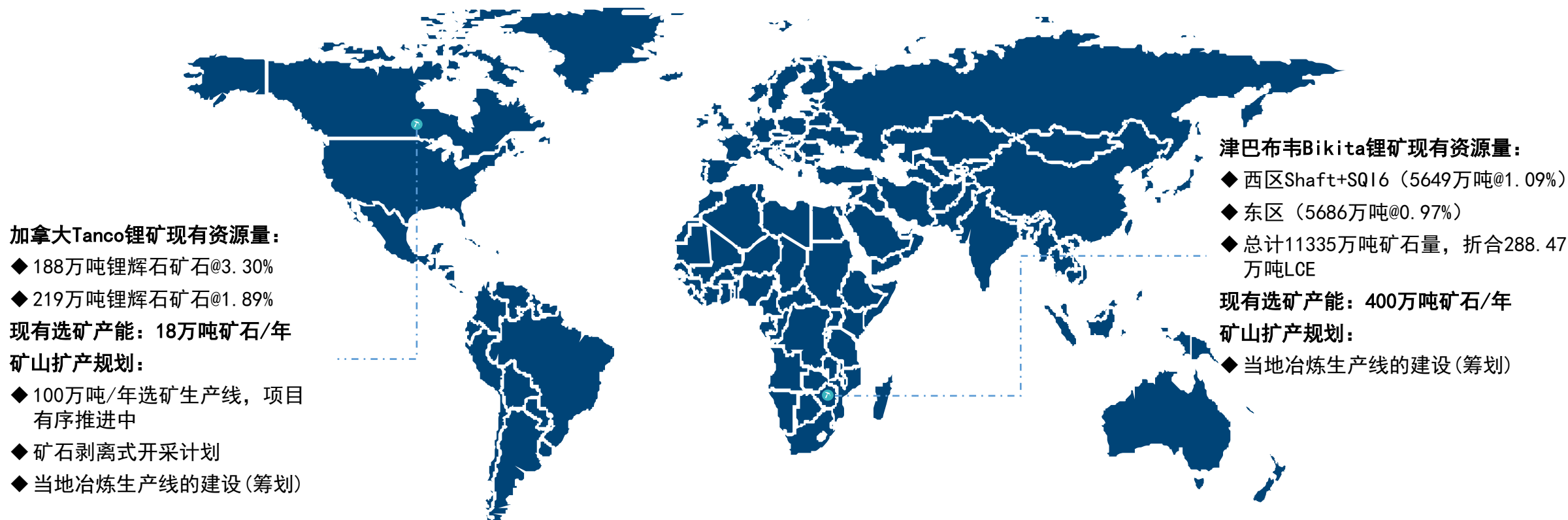
图：公司所属加拿大Tanco矿山18万吨/年选厂（锂辉石）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期

图：公司锂矿资源分布

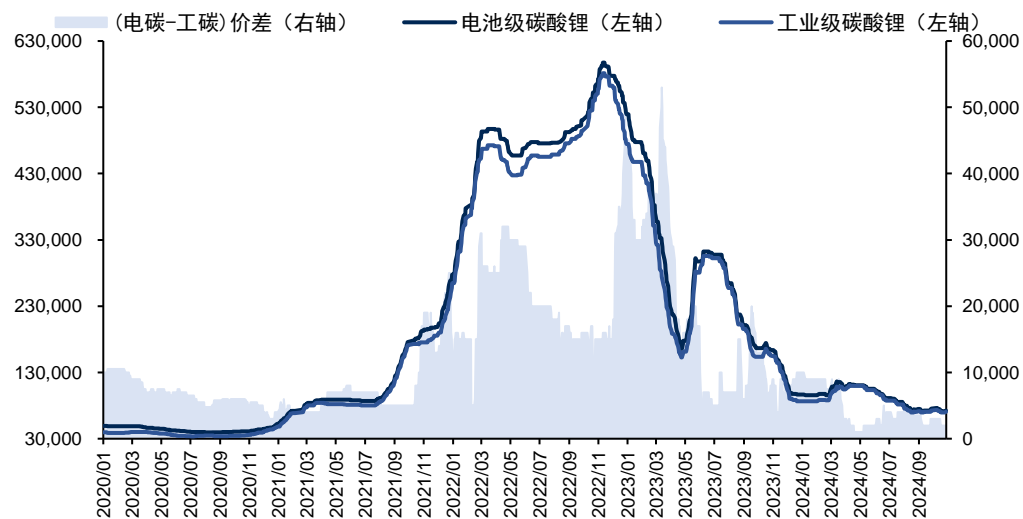


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期

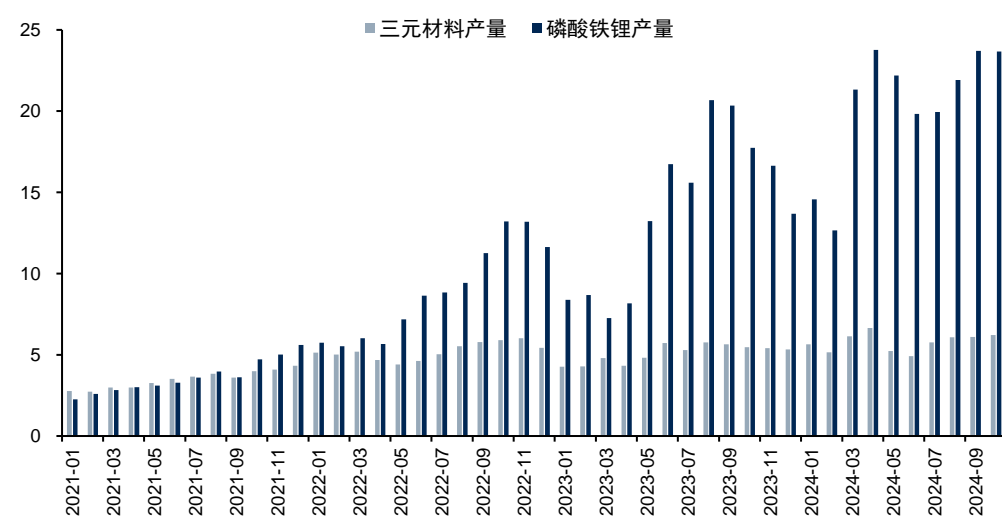
- ◆ **锂价逐步接近底部区间：**10月末国产电池级碳酸锂报价7.25万元/吨，国产电池级氢氧化锂报价6.85万元/吨，锂价总体仍处在不断探底的过程当中。复盘今年锂价走势：今年1-2月锂价总体在8-9万元/吨区间平稳运行，春节后有所回暖，碳酸锂主力合约2407自2月21日开始出现快速反弹，仅不到两周时间，涨幅达约30%，其主要原因是来自于供给端，国内外减、停产消息持续扰动市场情绪，尤其是在国内，江西宜春地区的环保问题有所发酵，需求端，在春节之后，下游材料企业逐步有补库的预期；3-4月锂价保持相对平稳，我们认为总体是呈现供需双旺的格局；但从5月开始，随着供需逐步失衡，市场锂盐库存高企，锂价又进入到持续探底的过程当中；9月初，碳酸锂主力合约2411甚至一度跌破7万元/吨的价位，而之后受到某头部电池企业位于江西宜春地区的锂云母矿可能停产的消息提振，锂价短期有所反弹，但9月和10月总体并未出现预期当中的旺季涨价的行情，目前锂价基本在7.5-8.5万元/吨区间底部盘整。
- ◆ **当前时间点对于锂价的看法：**我们认为，锂价更有可能在7.5-8.5万元/吨区间内容幅震荡。供给端，全球新增锂资源项目仍会逐步放量，主要包括非洲几个由中资企业所主导开发的锂辉石项目，以及国内几个由头部锂电企业所主导开发的锂云母项目，但这些项目的成本相对来说是比较高的，对锂价会有一些的支撑；需求端，国内终端新能源汽车市场的表现好于预期，车企接连降价有望提振新能源汽车消费，从中游材料厂和电池厂的排产来看，目前进入到传统消费淡季，但11月和12月排产还相对强势，呈现淡季不淡的趋势。但是从中长期的时间维度来看，全球锂盐供需过剩的格局并未发生实质性逆转，所以从这个角度而言，中长期过剩的预期或许会压制本轮锂盐期货和现货价格上涨的空间。

图：锂价逐步接近底部区间（元/吨）



资料来源：亚洲金属网，国信证券经济研究所整理

图：中国正极材料生产量（万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理



# 锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期



## ◆全球锂资源供给处于放量周期——

- 澳洲锂矿是全球最容易开发的锂辉石资源，当地矿业发达、法律法规齐全、基础设施良好。2023年新增产能包括由Core Lithium所主导开发的Finniss项目、由Mineral Resources和赣锋锂业所主导开发的Marion技改项目；2024年新增产能包括Pilbara的P680项目（锂精矿产能提升10万吨，于2023年10月份完成）、Mt Kathleen项目（于2024年年中投产）、Mt Holland项目（锂精矿环节于2023年年底率先投产）。目前澳洲锂矿仍是国内锂盐厂最主要原料来源，但之后随着非洲锂矿大量涌入市场，澳洲锂矿商的定价权将有所削弱。23Q4多家澳洲锂矿商采用“M+1”的定价方式，国内锂盐厂希望通过定价方式的改变，尽量减少运输和生产周期过程中锂价下跌所造成的损失。截至到目前为止，澳洲锂矿项目中，Finniss项目已经停止生产，进入矿山维护阶段；Greenbushes矿山和Cattlin矿山下调了部分产量指引。
- 南美盐湖资源储量丰富且品质高，但开发难度大，存在环评审批、高海拔、淡水资源、配套基建等多种因素的限制，需要大规模的资本开支、成熟的技术水平和项目团队支持。2023年，南美盐湖当中投产且放量的新项目只有赣锋锂业和美洲锂业所主导开发的Cauchari-Olaroz盐湖项目，另外，由紫金矿业所主导开发的3Q盐湖项目年产2万吨碳酸锂第一阶段于2023年12月投料试车成功。展望2024-2025年，南美盐湖有望进入盐湖提锂产能&产量快速释放的阶段。其中SQM今年上半年锂盐销量约为9.57万吨，同比+26.92%。
- 非洲锂矿资源储量丰富，矿石品位高，过去两年中资企业大规模进入到非洲大陆的锂矿项目，主要是因为非洲的矿业环境对于中资企业更加友善，到目前为止中资企业开发非洲锂矿总体进展速度还是比较快的，中资企业在矿山资源开发的效率优势充分体现出来，且于2023年下半年开始，非洲矿陆续运出，陆续到港，已开始形成有效产出。但目前来看，非洲矿成本相对较高，或对锂价形成比较有利的支撑。

表：2023-2024年投产的非洲锂矿项目信息汇总

公司	矿山	国家	矿石量 (Mt)	资源量 (万吨LCE)	品位	产能规划
华友钴业/TIMGO	Arcadia	津巴布韦	72.7	190	1.06%	项目建成后原矿处理规模将达到15,000吨/天，年产能23万吨透锂长石精矿+29.7万吨锂辉石精矿，折合年产约5万吨LCE，项目建设周期1年；2023年3月Arcadia项目全部产线已完成安装调试工作并投料试生产，成功产出第一批产品；目前已达产达标。
盛新锂能/Liujun	萨比星锂钽矿	津巴布韦	——	——	——	项目设计原矿生产规模90万吨/年，折合锂精矿约20万吨，项目于2023年5月试车投产；目前已达产达标。
中矿资源	Bikita	津巴布韦	65.42	183.78	1.16%	新建200万吨/年透锂长石精矿（技术级和化学级透锂长石柔性生产线）选矿改扩建工程和200万吨/年锂辉石精矿选矿工程，两个项目于2023年7月初相继建设完成并正式投料试生产，达产后公司将拥有锂辉石精矿产能30万吨/年化学级透锂长石精矿产能30万吨/年或技术级透锂长石精矿产能15万吨/年，预计将形成折合约6万吨LCE/年的产能规模；目前已达产达标。
雅化集团控股公司KMC	Kamativi	津巴布韦	18.22	57	1.25%	根据开发计划，雅化集团将分两期开发Kamativi矿山，一期每年处理锂矿石30万吨，已于2023年内投产；二期每年开采和处理锂矿石约200万吨，预计2024年投产，届时Kamativi锂矿每年生产锂精矿规模将超过35万吨。
Abyssinian Metals	Kenticha	埃塞俄比亚	——	100万吨以上	1.03%	项目一期20万吨/年产线的锂精矿预计将在2024年2季度开始交付。
赣锋锂业	Goulamina	马里	211	714	1.37%	项目一期产能50.6万吨/年锂精矿的浮选产线建设正在进行收尾工作，破碎产线已经完成并且启动，开始破碎矿石备用，预计将于今年内产出首批锂辉石产品；二期产能可扩建到100万吨/年锂精矿。

资料来源：各公司公告，安泰科，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

# 锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期



## ◆全球锂资源供给处于放量周期——

- 四川甘孜州和阿坝州锂辉石资源储量丰富，但开采难度相对较高，主要受自然条件恶劣与矿山基建薄弱影响。四川省主要锂辉石项目中，目前在产的只有康定市甲基卡锂辉石矿和金川县业隆沟锂辉石矿；而金川县李家沟锂辉石矿目前在建105吨/年采选项目，预计2024年投产。四川省其余锂矿目前均无开采预期，雅江县措拉锂辉石矿处于缓建+设计优化过程中，雅江县德扯弄巴锂辉石矿尚未开始，马尔康县党坝锂辉石矿处于停产状态。
- 江西宜春地区是锂云母的主要生产基地，锂云母资源属于埋藏浅、露天开采、比较容易开发的锂矿资源。从2023年下半年开始，由宁德时代所主导开发的枧下窝项目以及由国轩高科所主导开发的水南段项目逐步放量，但是预计这两个项目投产之后所对应碳酸锂成本相对较高。另外，由永兴材料所主导开发的化山瓷石矿项目900万吨/年采矿证、由江特电机所主导开发的茜坑项目300万吨/年采矿证均于今年正式获批，正式进入到开发阶段。今年上半年江西宜春地区锂云母提锂的环保问题备受市场瞩目，除正常在春节期间停产检修之外，当地环保部门组织了相关环保督察的会议，另外市场也在讨论冶炼锂渣是否会定义为“危废”的问题，据Mysteel数据，尾渣储存处理价格为35元/吨/年，若认定为“危废”，则储存处理需要2000元/吨/年；今年下半年江西宜春地区锂云母提锂的高成本劣势也逐步显露出来，除了永兴材料依然能够保持较强的成本优势之外，大部分锂云母提锂企业，尤其是矿石品位较低的企业，目前基本处于亏损的状态，甚至有部分企业已经开始亏现金成本。

表：江西省主要锂云母矿山汇总

矿床	所属企业	状态	矿区面积	生产规模	矿石量	Li <sub>2</sub> O资源量	Li <sub>2</sub> O品位
宜春钽铌矿(414)	江西钨业	在产	5.2175 km <sup>2</sup>	231万吨/年	13855万吨	50.40万吨	0.38%
白市村化山瓷石矿	永兴材料70%；宜春时代30%	在产	1.8714 km <sup>2</sup>	900万吨/年	4507万吨	NA	0.39%
白水洞高岭土矿	宜春国轩51%；永兴材料49%	在产	0.7614 km <sup>2</sup>	150万吨/年	731万吨	2.62万吨	NA
狮子岭锂瓷石矿	江特电机	在产	0.1114 km <sup>2</sup>	120万吨/年	1403万吨	8.02万吨	0.55%
袁州区新坊钽铌矿	江特电机	在产	0.0739 km <sup>2</sup>	60万吨/年	382万吨	NA	0.5-0.7%
宜丰县花桥大港瓷土矿	九岭锂业70%；宜春时代30%	在产	0.5000 km <sup>2</sup>	600万吨/年	9192万吨	NA	0.51%
宜丰县东槽鼎兴瓷土矿	同安矿产品58.83%	在产	0.5990 km <sup>2</sup>	120万吨/年	超过5500万吨	NA	NA
宜丰县茜坑矿	江特电机	在建	10.3800 km <sup>2</sup>	300万吨/年	11000万吨	51.22万吨	0.46%
割石里矿区水南段瓷土矿	宜春国轩	在产	0.2600 km <sup>2</sup>	300万吨/年	5507万吨	18.18万吨	0.33%
枧下窝矿区陶瓷土	宁德时代	在产	6.4400 km <sup>2</sup>	1000万吨/年	96025万吨	265.678万吨	0.28%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

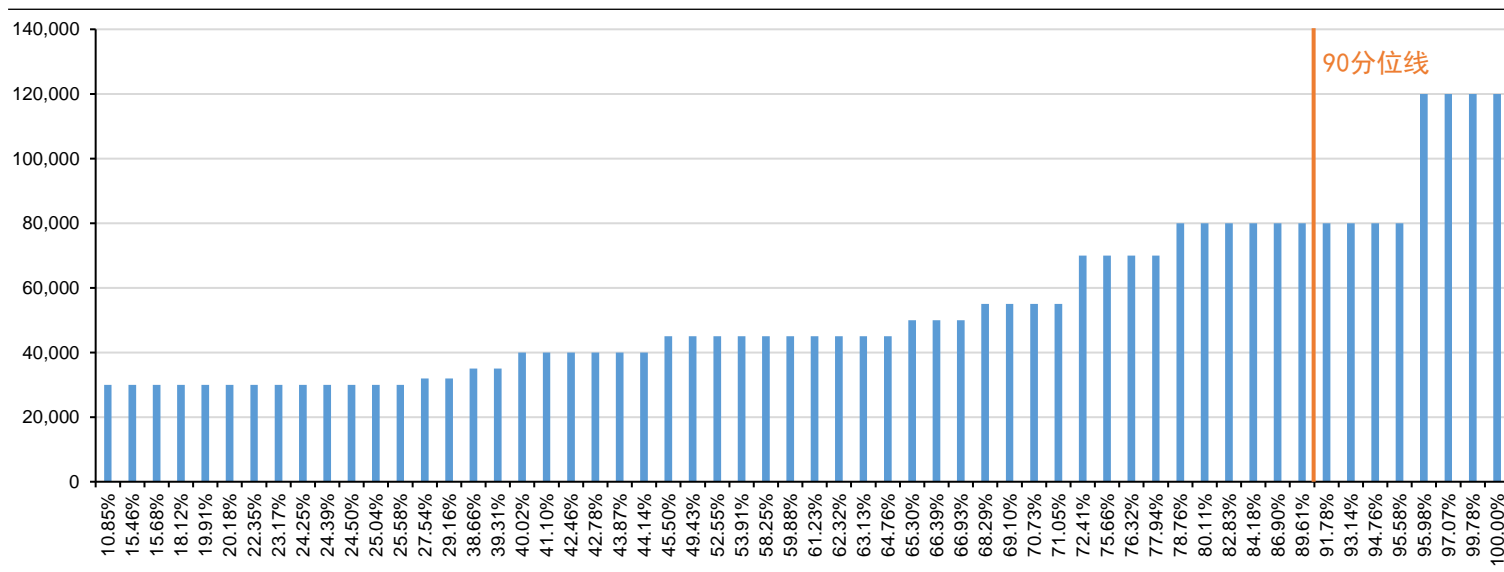
- 青海&西藏是国内主要的盐湖产业基地，随着对工艺路线的不断探索，不同企业形成适合自身资源特征的方法。国内盐湖提锂总产能已经超过10万吨/年，且扩张潜力巨大，但同时也面临着高镁锂比、配套基础设施不足或高海拔等多种因素限制，目前还远未达到我们国内盐湖提锂产能大规模投产的时间点，我们认为这个时间点在2024-2025年之间，届时由盐湖股份所主导开发的察尔汗盐湖项目、由西藏矿业所主导开发的扎布耶盐湖项目、由藏格矿业所主导开发的麻米错盐湖项目以及由紫金矿业所主导开发的拉果错盐湖项目都将带来比较可观的产能增量。

# 锂矿&锂盐业务：锂矿山持续降本以应对行业的下行周期

## ◆ 锂价将重回边际成本定价——

- 全球锂资源供需过剩的格局目前未有实质性的转变。展望2024-2025年，越来越多的企业在加快资源端布局，且经历过2-3年左右开发周期之后，供给将逐步进入放量期，澳洲锂矿、南美盐湖、非洲锂矿和国内的锂资源均能贡献比较可观的增量；需求端，新能源车和储能领域的发展仍将快速带动锂消费，且锂也会有更多的应用场景逐步推出，我们预计全球锂需求年均复合增速仍有望达到20%以上。综上在需求端成长确定性比较强的同时，供给端也在加速落地，随着前期投入开发的项目逐步进入投产期之后，供给端释放的速度可能会更快一些，锂供需总体将呈现过剩格局，过剩幅度不到10%；同时考虑到锂价持续探底，供给释放的节奏会低于预期，锂供需过剩幅度预计缩减到5%左右。
- 所以基于前文的分析，我们认为锂价将重回边际成本定价。行业成本曲线75%-90%分位线所对应的这部分资源需要在一定时间内持续亏现金成本才有可能出现较大面积的产能出清，考虑到截止至目前，锂资源端产能出清的规模并不大，虽然锂价逐步接近底部区间，但是之后可能会有较长时间磨底的阶段。综上所述我们认为，锂价更有可能在7.5-8.5万元/吨区间内窄幅震荡，在这个价格水平之下，一些品质相对来说比较差的资源可能会面临产能的出清，同时也能支持一些较优质的资源持续得到开发，以满足下游需求的增长。
- 另外从股票的角度而言，锂矿标的股价在经历长达1年半以上时间的调整之后，我们认为基本上已经调整到位，目前主流标的的市值当中隐含的锂价假设条件也在7.5-8.5万元/吨范围内，随着锂价调整到位之后，锂价对股价的影响会逐步减弱，而股价涨跌将更多受到下游需求预期变化的影响，更多受到终端新能源车和储能领域需求预期变化的影响。

图：2025年全球锂资源行业成本曲线（折合LCE，元/吨）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

# 铜矿&铜冶炼业务：加大铜领域布局，打造新成长曲线



- ◆ 2024年3月7日，全资子公司中矿(香港)稀有金属资源有限公司就收购纳米比亚Tsumeb冶炼厂与Dundee Precious Metals Ins. (DPM)达成协议。收购标的为DPM持有的Dundee Precious Metals Tsumeb Holding (Pty) Ltd. (DPMTH) 98%已发行股份，交易对价为4900万美元。DPMTH主要资产是位于纳米比亚的Tsumeb冶炼厂。Tsumeb冶炼厂是全球为数不多的能够处理高砷铜精矿等复杂精矿的特种冶炼厂之一。Tsumeb冶炼厂工艺技术成熟，基础设施完善，交通运输便利，工厂通过铁路与大西洋港口鲸鱼湾(Walvis Bay)相连。目前，该冶炼厂精矿处理能力为26万吨/年，主要产品为粗铜和硫酸，通过技术升级改造，预计精矿处理能力可提升至37万吨/年。
- ◆ 2024年9月2日，公司发布《关于所属纳米比亚Tsumeb冶炼厂资源量的公告》：中矿(香港)稀有金属资源有限公司委托的第三方独立资源评估公司IRES编制提交了符合加拿大NI43-101规范的《纳米比亚中矿资源楚梅布冶炼厂熔炼尾渣堆技术报告》，报告对所属Tsumeb冶炼厂熔炼尾渣堆资源量进行估算，根据评估报告显示，截至2024年9月1日，以锗大于50克/吨为边界品位估算，Tsumeb冶炼厂锗渣堆和铜渣堆拥有的多金属熔炼尾渣保有的(探明+控制)类别资源量共计294.35万吨矿石量，尾渣含有多种有经济利用价值的有价金属资源，其中锗金属含量746.21吨，平均品位253.51克/吨；镓金属含量409.62吨，平均品位139.16克/吨；锌金属含量209458.72吨，平均品位7.12%。锗金属资源量丰富，根据USGS公开数据显示，全球探明锗金属储量约8600吨，金属锗及其化合物常被用于信息通讯、生物科学、现代航空和新能源等重要行业的基础原材料，广泛应用于聚酯催化剂(PET)、光纤通讯、高频超高频电子器件、太阳能光伏电池、红外光学、航空航天测控、核物理探测、生物医学等国防军工及民用领域。中国将锗金属列为战略性关键矿产，美国、欧盟也将锗金属列为关键矿种。
- ◆ 为充分发挥Tsumeb冶炼厂的资源价值，公司计划对Tsumeb冶炼厂现有的铜冶炼生产线进行改造可行性研究，增加锗锌冶炼生产线，尽早实现资源商业化生产，为公司中长期发展提供新的利润增长点。

表：Tsumeb冶炼厂多金属熔炼尾渣堆主要金属保有资源量总表

金属类别	锗	镓	锌	铜	钼	铋	铅
金属含量 (t)	746.21	409.62	209,458.72	14,291.10	5,321.38	742.97	61,739.11
平均品位	253.51g/t	139.16g/t	7.12%	0.49%	1,807.83g/t	0.03%	2.10%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 铜矿&铜冶炼业务：加大铜领域布局，打造新成长曲线

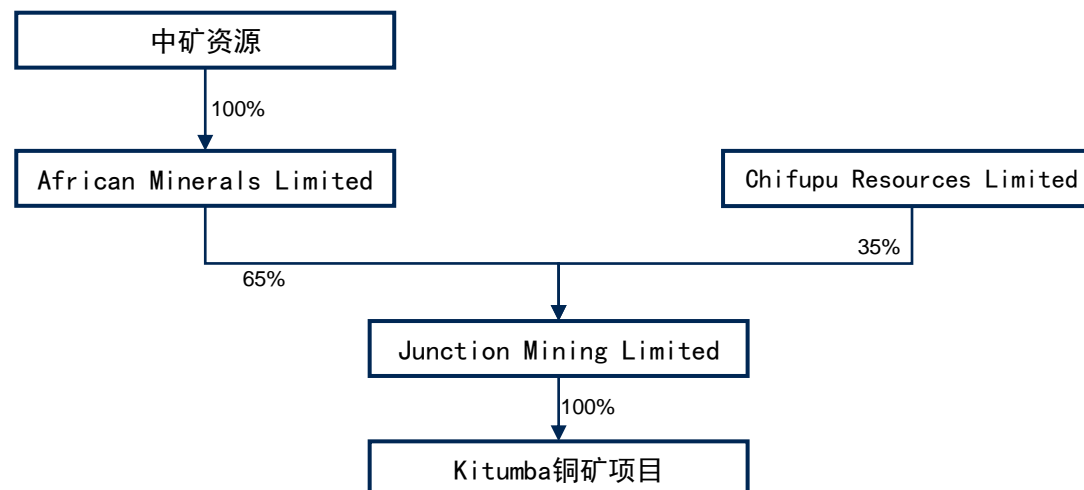
- ◆ 2024年3月14日，公司全资下属公司African Minerals Limited (Amin) 与Momentum Ventures Limited (Momentum) 和Chifupu Resources Limited (Chifupu) 分别签署《股份买卖协议》，Amin拟以合计基准对价5,850万美元现金收购Momentum持有的Junction Mining Limited (Junction) 50%股权和Chifupu持有的Junction 15%股权。Junction主要资产是位于赞比亚的Kitumba铜矿项目。在本次交易完成后，公司将合计持有Junction 65%的股权，拥有Kitumba铜矿项目65%的权益。Kitumba铜矿项目目前处于待开发阶段，根据2015年7月29日第三方独立机构MSA Group (Pty) Ltd. 出具的符合澳大利亚JORC规范(2012版)的资源量估算报告显示，Kitumba铜矿区累计探获的保有铜矿产资源量为2,790万吨，铜金属量61.40万吨，铜平均品位2.20%。2024年7月27日公司已完成全部交割工作；2024年8月16日Kitumba铜矿开工典礼隆重举行。
- ◆ 公司加大铜领域布局。2023年年报中提出发展规划：1) 继续获取优质的铜矿产资源；2) 加速推进Kitumba铜矿工作。同时还提出战略目标：1) 力争2025年完成5万吨/年铜金属采、选、冶一体化布局；2) 力争2年内再获取新的优质铜矿资源。公司深耕非洲市场多年，拥有强大的地勘能力，铜领域布局快速突破，有望打造未来新的成长曲线。

图：Kitumba矿山股份收购及股东协议签署仪式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：Kitumba矿山股权结构

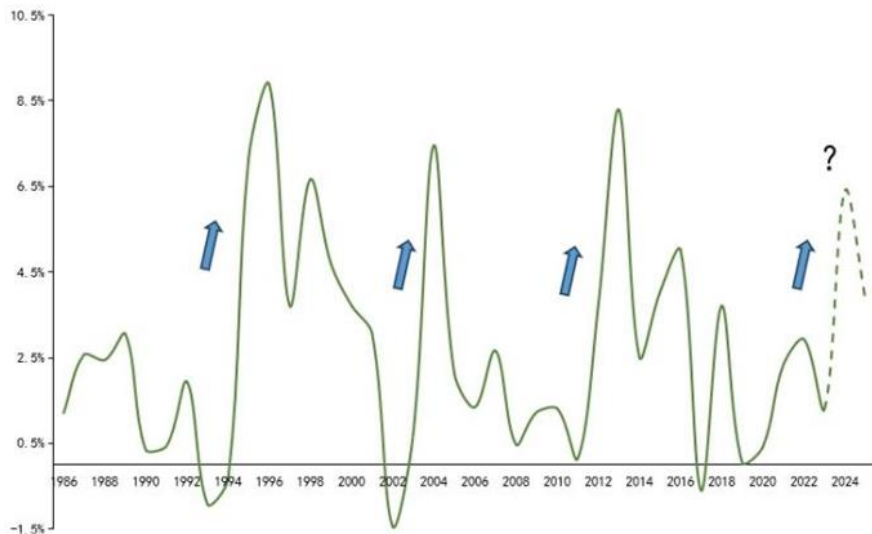


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

# 铜矿&铜冶炼业务：加大铜领域布局，打造新成长曲线

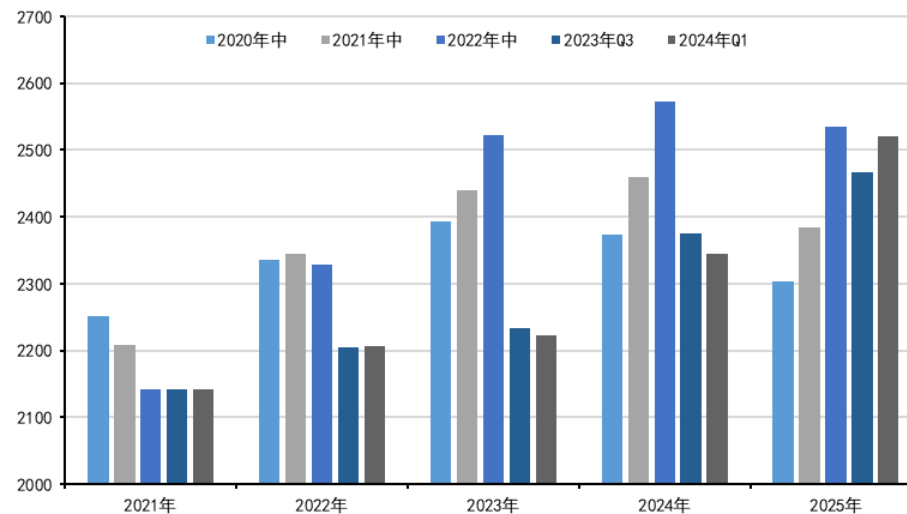
- ◆ 全球铜矿企业资本开支不足，会影响中长期铜矿产能的释放。矿山资本开支呈现周期性波动，虽然全球铜资源储量丰富，但铜矿增产依赖于铜矿企业持续的资本开支，而矿山企业的资本开支受铜价影响，具有较强的周期性。过去20年有三轮明显的铜矿开发投资热潮：
  - 第一轮是在2004年前后，驱动是中国工业化和城镇化进程加速增加铜需求，根据Wood Mackenzie数据，2007年全球铜需求量比2002年增加约500万吨，其中中国需求量增加了350万吨，增量占比70%，导致铜价在2004-2006年走出一轮大牛市，刺激矿山企业增加资本开支和勘探投入；
  - 第二轮是在2010年前后，驱动是各国为摆脱金融危机推出经济刺激政策，尤其是中国的“四万亿”计划增加铜需求，铜价在2009-2011年再次走出一轮单边牛市，矿山勘探开发投资达到历史高位。2011年之后，中国发展逐渐进入新常态，全球铜在内的大宗商品需求增速也出现放缓，铜价持续阴跌到2016年初才触底，在此期间铜矿山勘探开发投入大幅下滑；
  - 第三轮是在2020年之后，疫后经济复苏拉动铜价大涨，刺激了矿山资本开支，但开支规模远小于上一轮高峰。2020年下半年开始有色金属价格大幅上涨，并持续维持历史高位，刺激了勘探开支增加，但远低于10年前那轮扩张高峰，尤其是扩张性开支远不及上一轮周期高点。根据彭博数据，2023年全球铜矿勘探预算同比增加12%到31.2亿美元，但仍远不及2012年47亿美元的水平。

图：全球铜矿产量增速预测



资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

图：近几年铜矿产量往往不及预期（万吨）



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

# 铜矿&铜冶炼业务：加大铜领域布局，打造新成长曲线

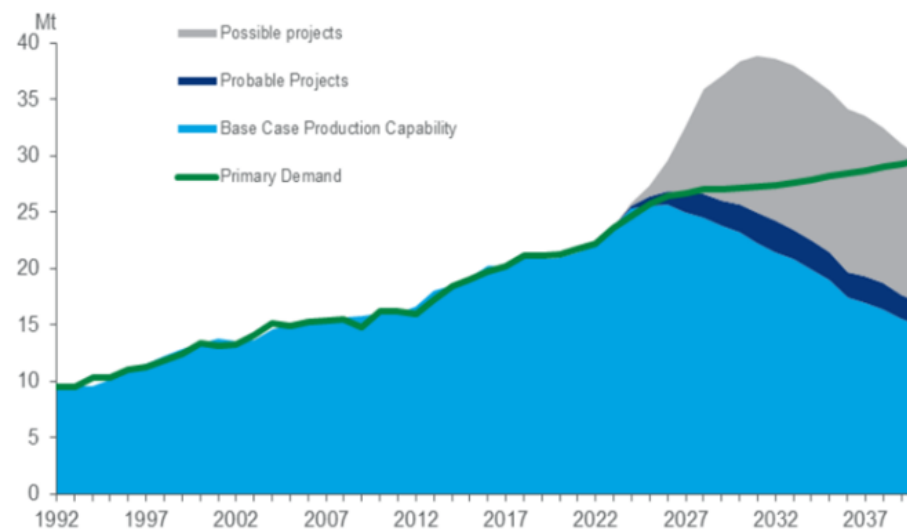
- ◆ 当前全球铜矿山处于2021年以来的扩张周期，持续到2025年。增量项目主要有Quellaveco、QB2、TFM混合矿项目、KFM、Oyu Tolgoi、Kamoa三期、巨龙二期和Udokan等。这些项目大多是在上一轮价格高峰期，即2018年前后建设，有价格驱动的因素，也有矿企逆周期扩张的项目，如卡莫阿、TFM项目，均为中资企业借助2015年大宗商品熊市底部逆周期并购的项目，拿到项目后快速开发，近几年逐渐放量。
- ◆ 回顾过去30多年的三轮扩张周期，此轮扩张可能幅度最小。虽然机构普遍预测2024年全球铜矿增速偏高，但受制于长期资本开支不足等因素，近几年铜矿的产量显著低于预测值。当前有色金属价格高于上一轮周期高峰(2011年前后)，但有色金属矿山勘探开支远不及10年前。另外在2023年11月巴拿马铜矿停产，以及英美资源下调产量指引，市场对2024年全球铜矿增量从80万吨下调到40万吨附近，增速1.9%，供需平衡表也由之前的过剩0.5%-1%转变为短缺1.5%。
- ◆ 资源稀缺性推升铜价长周期上行：短期来看，产业层面最突出的矛盾是铜矿短缺，尤其是在巴拿马铜矿停产后，影响持续存在，现货加工费指数一度跌至10美元/吨以下，对铜价有向上驱动。从中长期角度来看，过去十年全球有色矿业资本开支总体不足，新发现铜矿难度显著增加，制约中长期铜矿供应释放的空间；需求端，铜作为新能源领域发展的关键金属，风电、光伏、新能源车等领域都会拉动铜需求增长；所以全球铜中长期供应不足的问题可能会逐步凸显。

图：铜精矿加工费对铜价的指向意义



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：铜的远期供需存在缺口（2023年）



资料来源：Wood Mackenzie，国信证券经济研究所整理

# 盈利预测&估值



**假设前提：**我们的盈利预测基于以下假设条件——

**行业方面：**2024-2026年国产电池级碳酸锂均价分别为9.01、8.50、9.00万元/吨，国产电池级氢氧化锂均价分别为8.41、8.50、9.00万元/吨，预计锂价于今年下半年将逐步接近底部区间，但是之后可能会有较长时间磨底的阶段，从更长的时间维度来看，锂价中枢有望稳步抬升；

**公司方面：**

- 1) 2024-2026年公司锂盐产品产销量分别为3.98、5.50、7.00万吨，毛利率分别为26.22%、34.64%、37.65%；
- 2) 2024-2026年公司稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营收分别为11.46、14.32、17.90亿元，毛利率分别为72.50%、72.50%、72.50%；
- 3) 2024-2026年公司期间费用率保持相对稳定。

**表：公司产品价格和产销量假设**

	单位	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>商品价格</b>								
国产电池级碳酸锂	元/吨，含税价	43,979.10	121,832.50	484,548.98	255,845.68	90,073.37	85,000.00	90,000.00
国产电池级氢氧化锂	元/吨，含税价	50,343.85	112,456.25	467,218.37	257,820.99	84,141.30	85,000.00	90,000.00
<b>锂盐产品产量</b>								
锂盐产品产量	吨	NA	7,802.40	22,852.51	18,394.43	39,798.67	55,000.00	70,000.00
锂盐产品销量	吨	NA	5,229.51	24,206.90	17,407.24	39,798.67	55,000.00	70,000.00
<b>锂电新能源原料开发与利用营业收入</b>								
锂电新能源原料开发与利用营业收入	百万元	190.83	941.58	6,335.20	4,242.88	3,088.86	4,402.76	5,994.57
<b>锂电新能源原料开发与利用营业成本</b>								
锂电新能源原料开发与利用营业成本	百万元	119.87	470.43	2,927.49	1,791.52	2,278.83	2,877.63	3,737.41
<b>锂电新能源原料开发与利用营业毛利</b>								
锂电新能源原料开发与利用营业毛利	百万元	70.96	471.15	3,407.71	2,451.36	810.02	1,525.13	2,257.16
<b>毛利率</b>								
锂电新能源原料开发与利用营业毛利		37.19%	50.04%	53.79%	57.78%	26.22%	34.64%	37.65%
<b>稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业收入</b>								
稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业收入	百万元	508.93	811.29	931.08	1,123.79	1,145.58	1,431.98	1,789.98
<b>稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业成本</b>								
稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业成本	百万元	181.69	273.79	328.74	400.23	315.04	393.79	492.24
<b>稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业毛利</b>								
稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业毛利	百万元	327.23	537.49	602.34	723.55	830.55	1,038.19	1,297.73
<b>毛利率</b>								
稀有轻金属(铯、铷)资源开发与利用营业毛利		64.30%	66.25%	64.69%	64.39%	72.50%	72.50%	72.50%
<b>营业收入</b>								
营业收入	百万元	1,275.71	2,394.09	8,041.22	6,013.32	4,940.32	6,604.74	8,554.54
<b>营业成本</b>								
营业成本	百万元	739.17	1,232.36	3,782.69	2,717.50	3,189.07	3,825.42	4,783.66
<b>营业毛利</b>								
营业毛利	百万元	536.54	1,161.73	4,258.53	3,295.82	1,751.25	2,779.32	3,770.89
<b>毛利率</b>								
营业毛利		42.06%	48.52%	52.96%	54.81%	35.45%	42.08%	44.08%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

## ◆ 绝对估值：39.83-50.18元

公司起步于矿物勘查，不断进行产业链延伸，目前已构建起多品种的产业布局：1) 公司掌握全球铯铷盐市场的定价权，铯铷盐应用市场持续拓展，预计公司铯铷盐业务产销量和营收规模有望保持高增速；2) 公司锂矿&锂盐业务体量规模目前已进入国内头部企业序列，拥有津巴布韦Bikita锂矿和加拿大Tanco锂矿两大资源布局，且面对锂价不断探底的局面，公司通过调整原料产品结构、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本，有效应对行业的下行周期，另外公司在冶炼端也拥有行业领先的技术工艺；3) 公司于今年开始加大铜领域布局，目前已拥有纳米比亚Tsumeb冶炼厂以及赞比亚Kitumba铜矿项目，预计Kitumba铜矿将于2026年开始贡献有效产能，成为公司未来新的成长曲线。综上，按照行业和公司的成长思路，我们预期公司2024-2026年营收分别为49.40/66.05/85.55亿元，同比增速分别为-17.8%/33.7%/29.5%，归母净利润分别为7.45/13.39/18.54亿元，同比增速分别为-66.2%/79.6%/38.5%；摊薄EPS分别为1.03/1.86/2.57元，当前股价对应PE为35/19/14X。

根据以下主要假设条件，采用FCFF估值方法，得到公司的合理估值区间为39.83-50.18元。

表：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	87.67%	235.88%	-25.22%	-17.84%	33.69%	29.52%	12.00%	12.00%	12.00%
营业成本/营业收入	51.48%	47.04%	45.19%	64.55%	57.92%	55.92%	55.00%	55.00%	55.00%
管理费用/营业收入	9.85%	2.92%	6.00%	7.79%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%	7.50%
研发费用/营业收入	2.42%	2.95%	2.86%	2.73%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
销售费用/销售收入	2.10%	0.61%	1.21%	0.74%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%	0.75%
营业税及附加/营业收入	0.43%	0.72%	2.29%	3.51%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税税率	20.01%	13.59%	9.00%	14.90%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%
股利分配比率	10.00%	2.71%	27.25%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	1.18	T	14.90%
无风险利率	2.50%	Ka	10.17%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆Beta	1.21
公司股价（元）	35.93	Ke	10.38%
发行在外股数（百万）	721	E/(D+E)	96.81%
股票市值(E, 百万元)	25923	D/(D+E)	3.19%
债务总额(D, 百万元)	853	WACC	10.20%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.00%

资料来源：国信证券经济研究所假设

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		9.2%	9.7%	10.20%	10.7%	11.2%
永续增长率变化	3.5%	61.53	55.79	50.95	46.81	43.23
	3.0%	57.83	52.78	48.45	44.72	41.47
	2.5%	54.68	50.18	46.28	42.89	39.91
	<b>2.0%</b>	51.98	47.92	<b>44.38</b>	41.27	38.53
	1.5%	49.62	45.93	42.69	39.83	37.29
	1.0%	47.55	44.17	41.19	38.53	36.16
	0.5%	45.72	42.61	39.84	37.37	35.15

资料来源：国信证券经济研究所分析

# 估值与投资建议

◆ 相对估值：39.56-43.51元

选取锂板块、小金属、铜板块进行对比，采用分部PE法估值。

锂板块选取可比上市公司是赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、雅化集团、盛新锂能和天华新能，均是以锂矿和锂盐作为主营业务的公司，根据Wind一致预期数据显示，这些可比上市公司2025年平均估值水平在25倍左右，考虑到目前锂价处于周期底部，且公司是近几年锂板块公司当中成长性最强的企业之一，给予公司锂板块2025年25倍左右的估值目标。

小金属选取可比上市公司是锡业股份、华锡有色、华钰矿业、金钼股份、中钨高新和厦门钨业，均是以小金属产业作为主营业务的公司，锡、锑、钼、钨也是近期市场关注度较高的小金属品种，根据Wind一致预期数据显示，这些可比上市公司2025年平均估值水平在16倍左右，考虑到公司在全球铯铷盐领域已拥有绝对的优势，给予公司铯铷盐2025年16倍左右的估值目标。

铜板块选取可比上市公司是紫金矿业、洛阳钼业、江西铜业、铜陵有色、西部矿业、金诚信和云南铜业，均是以铜矿开发作为主营业务的公司，考虑到公司在手的Kitumba铜矿项目处于刚刚启动项目建设的阶段，预计2026年才能贡献有效产能，预计总产能5万吨，权益产能3.25万吨，按照当前的铜价来计算，预计该项目在满产之后能贡献6-7亿元净利润，参考这些可比上市公司2026年平均估值水平在10倍左右，给予公司铜板块远期10倍左右的估值目标。

综上考虑到公司依托于地勘业务，已构建起多品种的产业布局，能有效抵御单一品种价格波动的风险，其中预计铯铷盐业务将稳中有升，锂矿&锂盐业务将触底回暖，铜矿&铜冶炼业务将快速实现突破，加权平均给予公司2025年24-26倍估值，对应约321-348亿市值。

表：锂板块同类公司估值比较

代码	公司简称	股价	EPS				PE				PB	总市值
		20241118	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026		亿元
002738.SZ	中矿资源	35.93	3.15	1.03	1.86	2.57	11.4	34.8	19.4	14.0	2.2	259
002460.SZ	赣锋锂业	37.83	2.46	0.15	0.82	1.36	15.4	256.8	46.3	27.9	1.7	697
002466.SZ	天齐锂业	37.45	4.45	-2.50	1.53	2.25	8.4	-15.0	24.4	16.6	1.4	594
002756.SZ	永兴材料	42.54	6.33	2.22	2.48	3.32	6.7	19.2	17.2	12.8	1.9	229
002497.SZ	雅化集团	10.93	0.03	0.44	0.95	1.36	313.2	24.9	11.5	8.1	1.2	126
002240.SZ	盛新锂能	15.14	0.77	0.09	0.40	0.81	19.7	160.0	37.7	18.8	1.1	139
300390.SZ	天华新能	25.61	1.99	1.57	1.66	2.53	12.9	16.3	15.4	10.1	1.8	213
可比上市公司均值（不包括中矿资源）							62.7	77.0	25.4	15.7	1.5	NA

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；备注：同类公司估值来自于Wind一致性预期

表：小金属同类公司估值比较

代码	公司简称	股价	EPS				PE				PB	总市值
		20241118	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026		亿元
002738.SZ	中矿资源	35.93	3.15	1.03	1.86	2.57	11.4	34.8	19.4	14.0	2.2	259
000960.SZ	锡业股份	14.87	0.86	1.17	1.46	1.60	17.4	12.7	10.2	9.3	1.3	245
600301.SH	华锡有色	18.02	0.51	1.18	1.48	1.84	35.3	15.3	12.1	9.8	2.9	114
601020.SH	华钰矿业	12.65	0.09	0.33	0.45	0.45	140.6	37.9	28.1	27.9	3.2	104
601958.SH	金钼股份	10.82	0.96	0.98	1.06	1.14	11.3	11.0	10.2	9.5	2.1	349
000657.SZ	中钨高新	9.94	0.35	0.28	0.39	0.48	28.4	35.0	25.2	20.9	2.4	139
600549.SH	厦门钨业	20.59	1.14	1.34	1.55	1.77	18.1	15.3	13.2	11.6	2.4	292
可比上市公司均值（不包括中矿资源）							41.8	21.2	16.5	14.8	2.4	NA

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；备注：同类公司估值来自于Wind一致性预期

表：铜板块同类公司估值比较

代码	公司简称	股价	EPS				PE				PB	总市值
		20241118	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026		亿元
601899.SH	紫金矿业	15.71	0.80	1.22	1.45	1.64	19.6	12.9	10.8	9.6	3.1	4058
603993.SH	洛阳钼业	7.40	0.38	0.54	0.61	0.69	19.5	13.6	12.1	10.8	2.5	1522
600362.SH	江西铜业	21.75	1.88	2.12	2.21	2.33	11.6	10.3	9.8	9.4	1.0	615
000630.SZ	铜陵有色	3.37	0.21	0.30	0.35	0.42	16.0	11.1	9.7	8.1	1.3	431
601168.SH	西部矿业	17.00	1.17	1.55	1.82	2.08	14.5	11.0	9.4	8.2	2.4	405
603979.SH	金诚信	38.78	1.71	2.53	3.45	4.01	22.7	15.3	11.2	9.7	2.9	242
000878.SZ	云南铜业	12.92	0.79	1.08	1.19	1.38	16.4	11.9	10.8	9.3	1.7	259
可比上市公司均值							17.2	12.3	10.6	9.3	2.1	NA

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测；备注：同类公司估值来自于Wind一致性预期

### ◆ 投资建议：合理估值在44.53-48.24元

综合以上几个方面估值，我们认为公司股票价值在44.53-48.24元之间，2025年动态市盈率在24-26倍之间，相对于目前股价有24%-34%左右空间，对应的总市值在321-348亿元之间。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，同时打造铜领域新的成长曲线，中长期成长性强，维持“优于大市”评级。

## 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司合理估值在44.53-48.24元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，考虑到公司自身在生产经营等各方面存在明显的竞争优势，最终给予公司2025年24-26倍PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

## 盈利预测的风险

我们在预测公司业绩的时候，设定了很多参数，这些参数的设置都加入了很多个人的判断：

基于对产业格局和供需基本面的判断，我们认为：锂价短期更有可能在7.5-8.5万元/吨区间内容幅震荡，在这个价格水平下，一些品质相对来说比较差的资源可能会面临产能的出清，同时也能支持一些较优质的资源持续得到开发，以满足下游需求的增长，而从更长的时间维度来看，锂价中枢有望稳步抬升。但公司所处行业可能会发生较大的不利变化，比如供给超预期释放，或需求增长速度不及预期，从而导致锂价有可能进一步下跌的风险。

## 政策和环境风险

公司在全球范围内拥有众多矿山资源的采矿权，在开发资源的同时也承担着保护环境的任务，如若管理不善可能会造成环境风险。另外，海外国家在矿产资源相关政策的变化可能也会给公司带来一定的政策风险。

## 经营风险

公司在生产经营过程中须遵守大量环境、化学品制造、健康及安全法例，倘若公司未能完全遵守上述各项法律、法规，各项业务可能会受到不利影响。

## 财务风险

公司若财务管理不当，未来存在短期流动性的风险。

## 市场风险

公司在全球矿山行业市场面临现有及新竞争对手的竞争，倘若公司未能有效竞争，导致不能保持现有的市场份额或者扩大市场份额的风险。

## 其他风险

公司未能获得任何相关政府补助的风险。

# 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2912	4915	3813	3080	2814
应收款项	539	530	406	543	703
存货净额	1581	1445	1090	1276	1595
其他流动资产	1000	558	395	528	684
<b>流动资产合计</b>	<b>6232</b>	<b>8063</b>	<b>6319</b>	<b>6042</b>	<b>6411</b>
固定资产	1344	2975	4677	6213	7624
无形资产及其他	1836	1853	1779	1704	1630
投资性房地产	2059	2956	2956	2956	2956
长期股权投资	12	39	39	39	39
<b>资产总计</b>	<b>11482</b>	<b>15885</b>	<b>15770</b>	<b>16954</b>	<b>18660</b>
短期借款及交易性金融负债	1080	1080	300	300	300
应付款项	272	253	294	344	429
其他流动负债	961	960	1064	1261	1584
<b>流动负债合计</b>	<b>2312</b>	<b>2293</b>	<b>1657</b>	<b>1905</b>	<b>2313</b>
长期借款及应付债券	896	553	553	553	553
其他长期负债	739	816	816	816	816
<b>长期负债合计</b>	<b>1636</b>	<b>1369</b>	<b>1369</b>	<b>1369</b>	<b>1369</b>
<b>负债合计</b>	<b>3948</b>	<b>3661</b>	<b>3026</b>	<b>3274</b>	<b>3682</b>
少数股东权益	25	46	44	44	44
股东权益	7510	12178	12700	13637	14935
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11482</b>	<b>15885</b>	<b>15770</b>	<b>16954</b>	<b>18660</b>

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	7.14	3.03	1.03	1.86	2.57
每股红利	0.19	0.83	0.31	0.56	0.77
每股净资产	16.27	16.72	17.60	18.90	20.70
ROIC	44%	19%	5%	12%	15%
ROE	44%	18%	6%	10%	12%
毛利率	53%	55%	35%	42%	44%
EBIT Margin	45%	42%	21%	28%	30%
EBITDA Margin	47%	45%	28%	36%	38%
收入增长	236%	-25%	-18%	34%	30%
净利润增长率	490%	-33%	-66%	80%	39%
资产负债率	35%	23%	19%	20%	20%
股息率	0.3%	2.3%	0.9%	1.5%	2.1%
P/E	5.0	11.9	34.8	19.4	14.0
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	5.4	11.1	20.7	12.2	9.2

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>8041</b>	<b>6013</b>	<b>4940</b>	<b>6605</b>	<b>8555</b>
营业成本	3783	2718	3189	3825	4784
营业税金及附加	58	138	174	198	257
销售费用	49	73	37	50	64
管理费用	268	384	459	569	716
研发费用	237	172	135	165	214
财务费用	(29)	166	331	396	513
投资收益	78	16	44	50	50
资产减值及公允价值变动	3	1	45	0	0
其他收入	(183)	(125)	(7)	(41)	(90)
营业利润	3810	2427	833	1575	2181
营业外净收支	2	(7)	40	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3813</b>	<b>2420</b>	<b>873</b>	<b>1575</b>	<b>2181</b>
所得税费用	518	218	130	236	327
少数股东损益	(0)	(6)	(2)	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3295</b>	<b>2208</b>	<b>745</b>	<b>1339</b>	<b>1854</b>
现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>3295</b>	<b>2208</b>	<b>745</b>	<b>1339</b>	<b>1854</b>
资产减值准备	(115)	53	40	25	26
折旧摊销	131	170	376	514	637
公允价值变动损失	(3)	(1)	(45)	0	0
财务费用	(29)	166	331	396	513
营运资本变动	(890)	(199)	826	(184)	(201)
其它	115	(57)	(42)	(25)	(26)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2532</b>	<b>2174</b>	<b>1901</b>	<b>1669</b>	<b>2290</b>
资本开支	0	(1833)	(2000)	(2000)	(2000)
其它投资现金流	(200)	(415)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(207)</b>	<b>(2275)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>
权益性融资	14	3063	0	0	0
负债净变化	187	(238)	0	0	0
支付股利、利息	(89)	(602)	(224)	(402)	(556)
其它融资现金流	(1376)	722	(780)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(1166)</b>	<b>2105</b>	<b>(1003)</b>	<b>(402)</b>	<b>(556)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1160</b>	<b>2004</b>	<b>(1102)</b>	<b>(733)</b>	<b>(266)</b>
货币资金的期初余额	1752	2912	4915	3813	3080
货币资金的期末余额	2912	4915	3813	3080	2814
企业自由现金流	1973	440	71	(80)	642
权益自由现金流	1133	923	(667)	(43)	668

## 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.GSI）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±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业投资评级	无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
		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±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	

## 分析师承诺

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。

## 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告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

GUOSEN SECURITIES

## 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楼

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