

中矿资源 (002738)

证券研究报告
2024年12月06日

锂铯钨锆铜并举，地勘优势打造平台型资源巨头

锂资源持续放量，一体化优势显现。资源端，公司拥有 Bikita 及 Tanco 两座优质在产矿山，合计拥有锂资源量约 314 万吨 LCE（截至 23 年末），远期规划采选产能 518 万吨/年（矿石量），其中，Bikita 400 万吨/年采选产能与 Tanco 18 万吨/年采选产能已达产，Tanco 100 万吨/年采选项目有序推进中。**冶炼端**，公司锂盐产能实现大幅跃升，国内现有电池级年产能 6.6 万吨（6 万吨碳酸锂/氢氧化锂柔性产线+0.6 万吨氟化锂），同时规划 2026 年力争实现非洲 3 万吨/年采选冶一体化布局。据我们测算，目前公司锂精矿（锂辉石+透锂长石）年产能对应 6.6 万吨 LCE，已实现资源完全自给，拥有更厚的安全垫，为以量补价抵抗下行周期创造条件，同时为长远发展奠定基础；此外，依靠技术和产品优势，公司锂盐已进入锂电材料/新能源车一线龙头供应链体系。

铯钨盐精细化工全球龙头，资源端垄断构建盈利护城河，小金属板块锆钨有望贡献新增量。铯钨为全球稀缺战略资源，是航天航空、国防军工、信息技术等战略性新兴产业关键原材料，同时资源分布集中。**资源方面**，Tanco+Bikita 矿山保证绝对资源优势，Tanco 是全球储量最大的铯榴石矿山，氧化铯含量高达 4.21 万吨（截至 23 年末），Bikita 具备进一步扩大锂铯钨矿产资源储量的潜力。**客户方面**，公司积累了德国巴斯夫、美国杜邦、中国石化等大批优质客户资源。公司对于全球高品质铯钨矿资源的控制，奠定了其在铯钨盐业务领域的显著资源优势，同时构建公司铯钨盐板块盈利护城河。此外，Tsumeb 冶炼厂资源价值凸显，公司计划增加锆钨冶炼产线，小金属板块锆钨有望贡献业绩新增量。

加快铜资源布局，打造新成长曲线。2024 年，公司先后收购纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂（98%权益）与赞比亚 Kitumba 铜矿（65%权益），赞比亚境内铜资源储备达百吨级。目前公司正加速推进 Kitumba 铜矿工作，同时规划继续获取优质的铜矿资源，力争 2025 年完成 5 万吨/年铜金属采、选、冶一体化布局，并在 2 年内再获取新的优质铜矿资源。我们认为公司铜板块规划明确，加快资源布局，有望推动铜矿业务成为公司新主业，打造多品种矿业巨头。

地勘经验丰富，铸就资源保障基石。地勘为公司的起家业务，公司拥有专业化的地质勘查技术和管理团队，已从事海外地质勘查业务二十余年，具有明显的先发优势和经验优势，找矿&开矿核心能力突出。地勘在 Tanco 正常生产和 Bikita 并购中发挥重要作用，2021 年主要职能实现由对外服务向对内资源保障的转变。地勘优势助力矿权开发，公司拥有锂、铯钨、铜、铁、稀土等多个矿权和丰富的资源储备，持续开拓多元利润增长点。

盈利预测与投资建议：暂不考虑铜矿和锆钨业务，我们预计公司 24-26 年实现归母净利润 6.96/8.98/12.31 亿元，对应 24 年 12 月 5 日收盘价 PE 分别为 39.6/30.6/22.3x，参考可比公司，给予 25 年 PE 35x，对应目标股价 43.6 元/股，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：锂价超预期下跌风险；项目建设不及预期风险；海外资产安全风险；汇率波动风险；测算具有主观性。

投资评级

行业	有色金属/小金属
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	38.13 元
目标价格	43.6 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	721.49
流通 A 股股本(百万股)	711.23
A 股总市值(百万元)	27,510.49
流通 A 股市值(百万元)	27,119.12
每股净资产(元)	16.33
资产负债率(%)	24.76
一年内最高/最低(元)	42.90/25.21

作者

刘奕町 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523050001
liuyiting@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,041.22	6,013.32	4,799.02	5,418.22	6,403.91
增长率(%)	235.88	(25.22)	(20.19)	12.90	18.19
EBITDA(百万元)	4,095.09	2,888.82	1,223.54	1,378.09	1,786.99
归属母公司净利润(百万元)	3,294.83	2,208.16	695.64	898.38	1,231.33
增长率(%)	490.24	(32.98)	(68.50)	29.14	37.06
EPS(元/股)	4.57	3.06	0.96	1.25	1.71
市盈率(P/E)	8.35	12.46	39.55	30.62	22.34
市净率(P/B)	3.66	2.26	2.14	2.05	1.92
市销率(P/S)	3.42	4.57	5.73	5.08	4.30
EV/EBITDA	7.04	7.48	16.93	15.40	10.68

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 中矿资源：始于地勘，进阶国际化矿业巨头	4
1.1. 发展历程：地勘起家，外延并购切入稀有轻金属赛道.....	4
1.2. 股权结构：中色矿业集团控股，国内外子公司矿冶协同.....	5
1.3. 财务分析：以量补价，锂资源自给率大幅提升保障盈利韧性.....	5
2. 锂：步入资源全面自给新阶段，一体化优势持续显现	8
2.1. 资源端：海外优质矿山提供稳定&可持续资源保障.....	8
2.1.1. Bikita 矿山：两年三增储，一年一跃升.....	8
2.1.2. Tanco 矿山：一箭双雕，采选扩产积极推进中.....	9
2.2. 冶炼端：锂盐产能稳步扩张，26 年规划产能 9.6 万吨.....	10
2.3. 公司优势：资源全自给+优质龙头客户.....	11
3. 铯铷：全球行业龙头，盈利能力保持高水平	13
3.1. 行业：全球稀缺战略资源，高端领域需求空间广阔.....	13
3.2. 公司优势：全产业链布局，资源端垄断构建盈利护城河.....	14
4. 铜：加快资源布局，打造新成长曲线	17
5. 地勘：看家本领，资源保障之基石	19
5.1. 固体矿产勘查：找矿经验丰富，主要职能由外转内.....	19
5.2. 矿权开发：资源储备丰富，培育多元盈利增长点.....	19
6. 盈利预测与投资建议	21
6.1. 盈利预测明细.....	21
6.2. 投资建议.....	22
7. 风险提示	23

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	5
图 3：24 年前三季度公司营收大幅下滑.....	6
图 4：24 年前三季度公司归母净利润大幅下滑.....	6
图 5：锂盐业务为公司主要营收来源.....	6
图 6：锂盐业务为公司主要盈利来源.....	6
图 7：24H1 公司综合毛利率有所下降.....	7
图 8：24H1 公司财务费用率受汇兑损失影响显著提升.....	7
图 9：24 年前三季度公司现金流显著下降.....	7
图 10：2023 年公司资本开支大幅上升.....	7
图 11：Bikita 矿山股权结构图（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	8
图 12：Bikita 矿山全景图.....	8
图 13：Bikita 矿山锂资源量实现“两年三增储”（LCE：万吨）.....	9

图 14: Tanco 矿山全景图	10
图 15: 公司锂盐产能持续扩张 (万吨)	11
图 16: 公司锂盐产线建设情况	11
图 17: 公司锂盐资源自给率快速提升, 目前已实现 100%	12
图 18: 2020 年全球铯资源储量 (吨)	13
图 19: 2020 年全球铷资源储量 (吨)	13
图 20: 中国原油产量稳步增长	14
图 21: 2023 年中国原油进口量同比大增	14
图 22: 全球、美国和中国铯消费结构 (2020)	14
图 23: 公司铯铷盐板块保持高盈利水平	15
图 24: 公司铯铷盐产量整体呈上升趋势	15
图 25: 公司甲酸铯业务生态运营系统	16
表 1: 公司三大主营业务 (营收占比为 24H1 数据)	4
表 2: Bikita 矿山西区+东区保有锂资源量概况 (截至 2023 年 12 月 31 日)	8
表 3: Bikita 矿山采选项目一览	9
表 4: Tanco 矿区锂资源量概况 (截至 2024 年 6 月 30 日)	10
表 5: 公司锂精矿 (锂辉石+透锂长石) 对应 LCE 测算	12
表 6: 铯铷产品下游应用广泛	13
表 7: Tanco 矿区锂资源量概况 (截至 2024 年 6 月 30 日)	15
表 8: Kitumba 矿山铜资源量一览	17
表 9: 2023 年以来铜行业重大并购项目梳理	17
表 10: Tsumeb 冶炼厂多金属熔炼尾渣堆主要金属保有资源量	18
表 11: 公司地勘服务案例	19
表 12: 公司主要矿权资源量情况 (截至 2024 年 6 月 30 日)	19
表 13: 公司主营业务预测	21
表 14: 可比公司估值比较 (数据截至 2024 年 12 月 5 日收盘)	22

1. 中矿资源：始于地勘，进阶国际化矿业巨头

1.1. 发展历程：地勘起家，外延并购切入稀有轻金属赛道

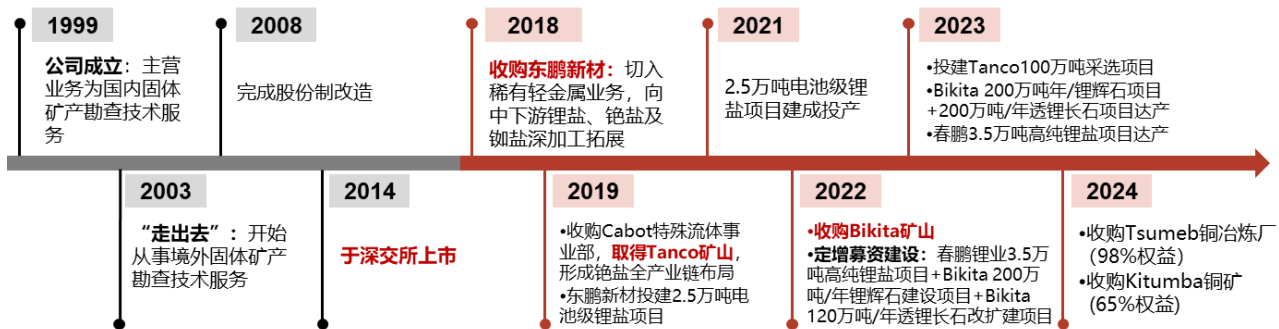
中矿资源深耕地勘二十年，通过三次重要收购（东鹏新材+Tanco+Bikita）成功转型锂盐+铯铷产业，24年加速布局铜产业链，打造多品种国际化矿业巨头。

地勘阶段：公司成立于1999年，成立之初主营业务为国内固体矿产勘查技术服务，2003年开始从事境外固体矿产勘查技术服务。2014年，公司于深交所上市。

稀有轻金属阶段：2018年，公司收购东鹏新材，切入稀有轻金属业务，向锂盐、铯盐、铷盐深加工拓展。2019年，公司收购Cabot特殊流体事业部（CSF），取得Tanco矿山，形成铯盐全产业链布局，并于当年投建2.5万吨锂盐项目（2021年投产）。2022年为公司发展关键一年，公司完成重大收购—Bikita矿山，进一步完善上游锂和铯铷资源布局，同年通过定增募资建设3.5万吨高纯锂盐项目+Bikita 200万吨/年建设项目+ Bikita 120万吨/年改扩建项目。2023年，公司投建Tanco100万吨采选项目，并将120万吨/年改扩建项目产能增至200万吨/年，年内Bikita 200万吨年/锂辉石项目+200万吨/年透锂长石项目均已达产，3.5万吨高纯锂盐项目投产。**通过垂直一体化整合，公司持有Bikita与Tanco矿山100%权益，充分保障锂盐与铯盐原材料自给自足。**

新征程：2024年，公司先后收购纳米比亚Tsumeb铜冶炼厂（98%权益）与赞比亚Kitumba铜矿（65%权益），加快推进铜产业链布局，打造多品种国际化矿业巨头。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

截至24年上半年，公司形成锂盐、铯铷和地勘三大主营业务，其中锂盐/铯铷业务营收占比分别为66%/19%，地勘业务职能转变为对内服务为主，为海外客户服务为辅，同时经营贸易等业务。

表 1：公司三大主营业务（营收占比为24H1数据）

主营业务	具体内容	具体产品	产品用途
锂盐业务 (66%)	锂矿开采加工、锂盐生产销售一体化	电池级氢氧化锂、电池级碳酸锂和电池级氟化锂	制备磷酸铁锂、钴酸锂、锰酸锂及三元材料等锂电正极材料和电解质材料
铯铷业务 (19%)	铯榴石开采加工、精细化工产品生产和提供产品技术服务	硫酸铯、碳酸铯、甲酸铯、碘化铯等；碳酸铷、硝酸铷等	甲酸铯主要用于石油天然气行业钻井液、完井液；其他铯铷盐应用领域广泛，包含国防军工、航空航天、医药、催化剂等
地勘业务 (5%)	1) 固体矿产勘查：以保障公司现有矿山的正常生产和探获资源为主，为海外优质客户提供地勘服务为辅； 2) 矿权开发：取得矿权，并在取得阶段性勘查成果或探明矿区矿产品位及经济储量后，将矿权进行转让或开发获得收益		

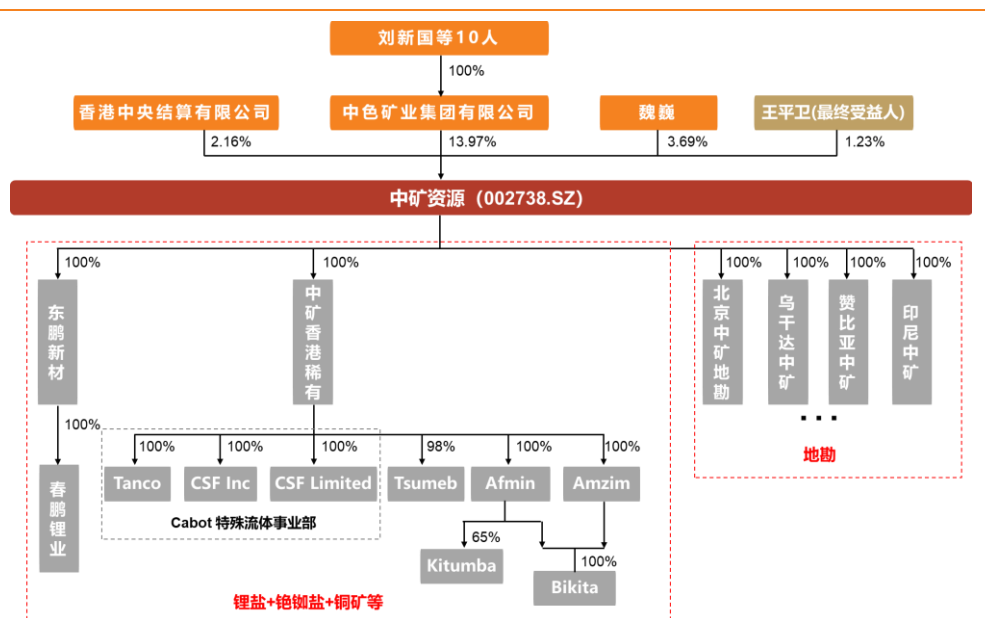
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 股权结构：中色矿业集团控股，国内外子公司矿冶协同

公司控股股东为中色矿业集团，旗下多家子公司板块分工明确。截至 2024Q3，中色矿业集团为公司第一大股东，持股比例 13.97%，刘新国等 10 人持有集团 100% 股权；公司董事长王平卫先生通过中色矿业集团间接持股 1.81%，直接持股 1.23%，共计持股 3.04%。**子公司方面**，公司锂盐与铯盐业务核心子公司为东鹏新材与中矿香港稀有，东鹏新材主要负责锂盐、铯铷盐冶炼，中矿香港稀有旗下 Tanco 矿山与 Bikita 矿山提供矿石原料，同时 Kitumba 铜矿（65% 权益）已交割完毕；地勘业务则主要依托北京中矿地勘、乌干达中矿、赞比亚中矿等子公司。

股权回购彰显管理层信心，回购股份用途变更为注销。2023 年 9 月，公司发布公告拟使用自有资金 3-5 亿元回购公司股票，并在未来合适时机用于员工持股计划或股权激励。截至 2024 年 8 月 30 日，回购股份方案已实施完毕，共回购 831.98 万股，占公司当天总股本的 1.14%，购买股份的最高成交价为 39.19 元/股，最低成交价为 31.19 元/股，累计成交金额 3.02 亿元。同时，公司为提高长期投资价值 and 增强投资者信心，将回购股份用途由“用于公司员工持股计划或股权激励”变更为“用于注销并减少公司注册资本”，回购股份注销已于 10 月 21 日办理完成。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所 注：子公司及权益比例截至 2024 年 6 月 30 日

1.3. 财务分析：以量补价，锂资源自给率大幅提升保障盈利韧性

公司业绩与锂价强相关，目前以量补价与降本共振抵御下行周期。

2021-2022 年，新能源下游需求高增叠加锂资源供给约束推动锂盐价格迎史诗级上涨，公司充分受益行业高景气，量价齐升下实现业绩大幅增长。2022 年公司实现营收 80.4 亿元，同比+232.5%；实现归母净利润 33.0 亿元，同比+485.9%。

2023 年以来，受终端需求增速放缓+产业链去库存影响，锂价持续下行，23 年电池级碳酸锂均价 25.9 万元/吨，同比-46.4%，2024 年上半年锂价均价进一步下滑至 10.4 万元/吨，同比-68.4%。随着 Bikita 项目逐步达产和春鹏锂业锂盐项目投产，规模优势凸显，公司锂资源自给率大幅提升，自给率由 2022 年 19.4% 提升至 2023 年 90.6%，以量补价抵御下行周期。2024 年前三季度，公司自有矿销量提升大幅提高至 2.8 万吨，其中 Q3 单季度自有矿销量 1.1 万吨。2023 年，公司实现营收 60.1 亿元，同比-25.2%；实现归母净利润 22.1 亿元，同比-33%。24 年前三季度实现营收 35.69 亿元，yoy-28.7%；归母净利润 5.46 亿元，yoy-73.6%；扣非净利润 4.15 亿元，yoy-79.5%。其中，Q3 实现营收 11.48 亿元，yoy-18.2%，

环比-11.4%；归母净利润0.73亿元，yoy-87.2%，环比-66.4%。

图 3：24 年前三季度公司营收大幅下滑

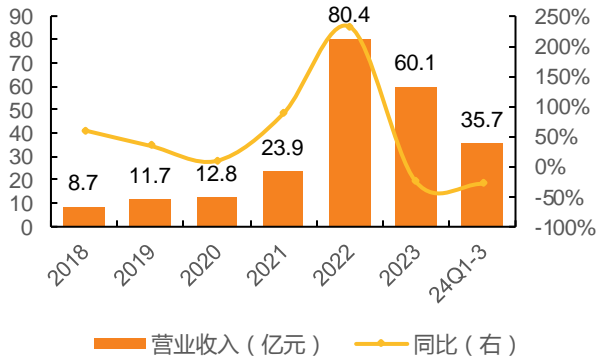
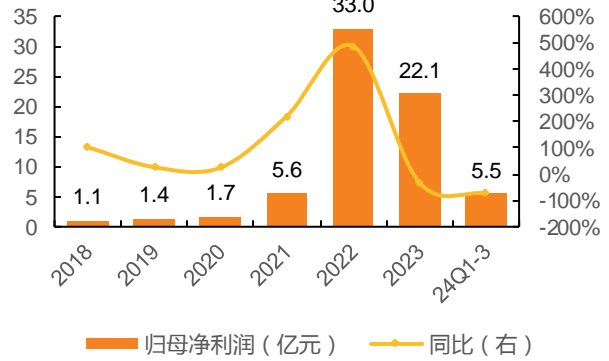


图 4：24 年前三季度公司归母净利润大幅下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

业务结构方面，锂盐业务为公司主要营收与盈利来源。2018 年，公司收购东鹏新材扩展稀有轻金属业务，锂盐业务营收占比与毛利占比分别为 15%/12%，铯铷业务营收占比与毛利占比分别为 9%/11%。伴随 2019 年公司收购 Tanco 矿山形成铯盐一体化布局，2020 年铯铷业务营收占比与毛利占比一度达到 40%与 61%。2021 年以来，受锂价大幅上涨（2021-2022）及锂盐产能逐步放量推动，锂盐板块已成为公司主要营收与盈利来源，截至 2024 年中报，锂盐业务营收与毛利占比分别为 66%/56%，贡献公司主要业绩，占比有所下滑主要系锂盐价格下跌。

图 5：锂盐业务为公司主要营收来源

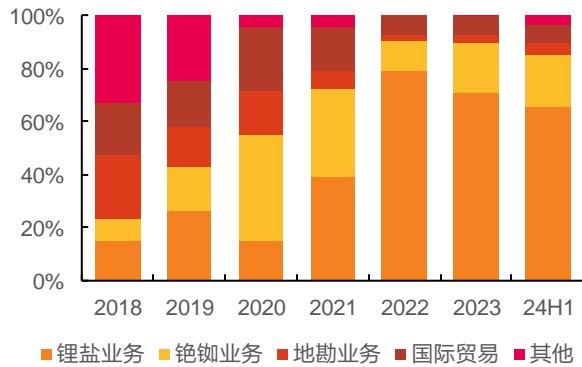
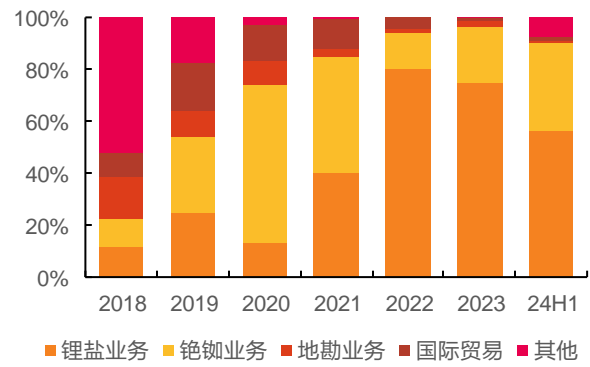


图 6：锂盐业务为公司主要盈利来源

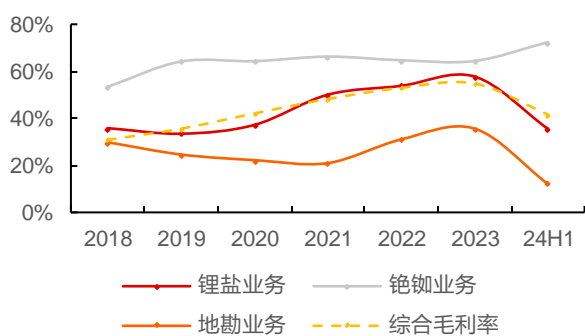


资料来源：iFinD，公司公告，天风证券研究所

资料来源：iFinD，公司公告，天风证券研究所

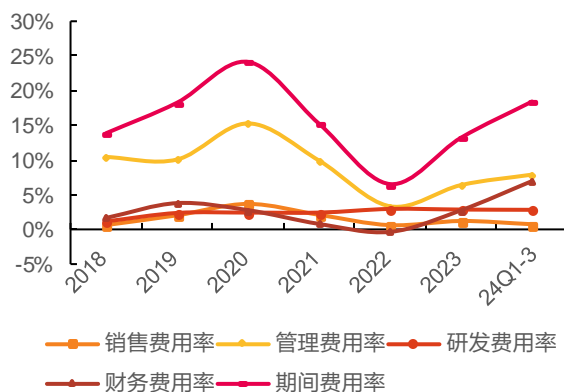
锂盐业务毛利率大幅下降，财务费用受汇兑损失影响有所抬升。分业务来看，公司作为全球铯铷盐精细化工龙头企业，龙头与产业链一体化优势明显，铯铷板块始终保持高毛利率水平，24 年上半年毛利率高达 72.4%，为公司毛利率最高的业务板块；受资源自给率大幅提升驱动，叠加公司通过调整原料产品结构、建设光伏电站和扩大市政供电能力等方式不断降低锂精矿生产成本，23 年锂盐业务毛利率进一步提升至 57.8%，同比+4.0pct，但受锂盐跌价影响，24 年上半年锂盐业务毛利率大幅回落至 35.6%。**费用率方面**，2020-2022 年公司期间费用率不断优化，从 24.1%降至 6.5%；24 年前三季度公司财务费用率达 7.0%，总体期间费用率抬升至 18.4%，单季度看，Q1/Q2/Q3 财务费用分别为 1.36/0.24/0.88 亿元，Q1 和 Q3 较为明显，其中 Q1 主要受津巴布韦汇兑损失影响，Q2 汇兑损失明显改善，Q3 则主要受到美元汇率升值影响。

图 7：24H1 公司综合毛利率有所下降



资料来源：iFinD，公司公告，天风证券研究所

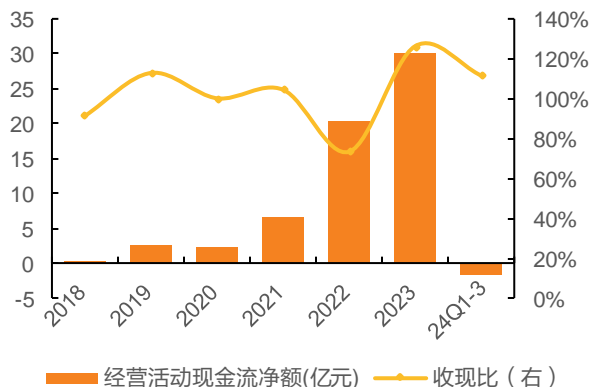
图 8：24H1 公司财务费用率受汇兑损失影响显著提升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

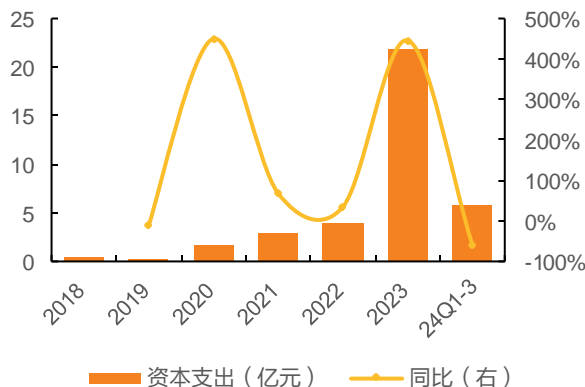
逆周期高资本开支保障资源供给。受益于锂盐板块快速扩张，近年来公司现金流持续大幅增长，现金流充裕，2023 年公司经营活动现金流净额增至 30 亿元，逆周期增长增厚公司财务安全垫，24 年前三季度受锂盐价格回调影响经营性现金流净额显著下降。同时，公司近年来资本开支持续上升，2023 年为推进 Tanco100 万吨采选项目、Bikita 200 万吨年/锂辉石项目+200 万吨/年透锂长石项目与春鹏锂业 3.5 万吨高纯锂盐项目建设，资本开支逆周期扩张，资本开支高达 21.78 亿元，同比增长 446%。**我们认为公司逆周期进行资本开支，提高锂资源自给率有望助力公司以量补价抵抗下行周期，同时抬高了锂盐业务毛利率上限，为公司长远发展奠定坚实基础。**

图 9：24 年前三季度公司现金流显著下降



资料来源：iFinD，天风证券研究所

图 10：2023 年公司资本开支大幅上升



资料来源：iFinD，天风证券研究所

2. 锂：步入资源全面自给新阶段，一体化优势持续显现

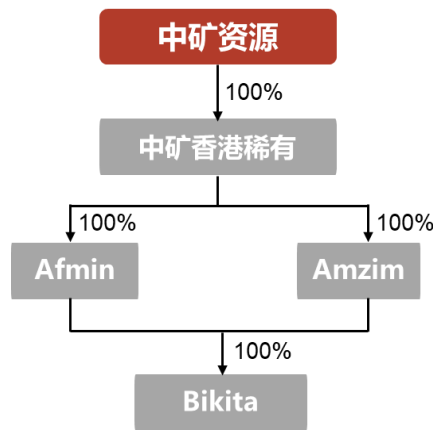
2.1. 资源端：海外优质矿山提供稳定&可持续资源保障

2.1.1. Bikita 矿山：两年三增储，一年一跃升

2022 年公司成功完成 Bikita 矿山的收购，锂资源布局迈出关键一步。公司与 Bikita 渊源最早可追溯至 2006 年，东鹏新材子公司北京奥凯元与 Bikita 建立合作关系，经营其透锂长石国内贸易业务；2012 年北京奥凯元与 Bikita 签订《独家代理协议》，东鹏新材向后者采购透锂长石及铯榴石；2018 年，公司收购东鹏新材切入稀有轻金属业务；2022 年，公司通过子公司中矿香港稀有完成对 Bikita 100% 股权的收购。（注：后北京奥凯元更名为北京中矿贸易）

Bikita 矿山项目成熟，基础设施完善。公司所属津巴布韦 Bikita 矿山是目前非洲少有规模化在产的锂矿山之一，生产产品包括技术级透锂长石、化学级透锂长石和锂辉石精矿。Bikita 矿山位于津巴布韦马旬戈省，距离首都哈拉雷 325 公里。项目与首都、马旬戈省首府以及南非德班港、莫桑比克贝拉港均有高速公路、铁路连接，交通便利，基础设施较为完善。

图 11：Bikita 矿山股权结构图（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：Bikita 矿山全景图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

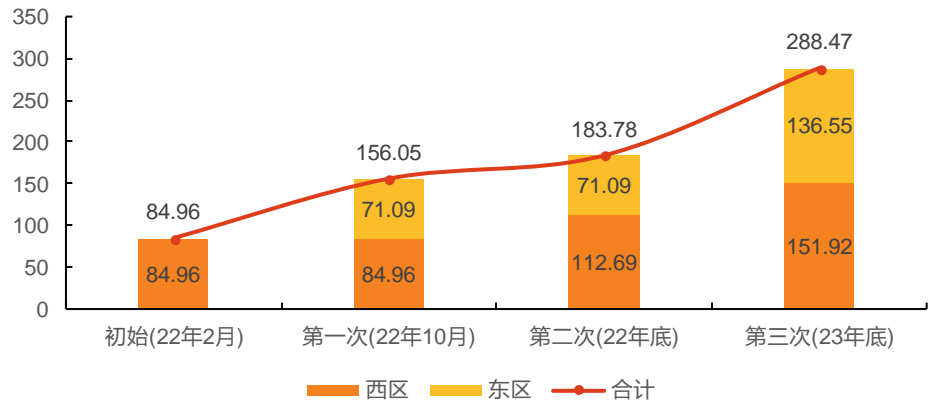
Bikita 矿山锂资源量实现“两年三增储”，找矿潜力仍存。自 2022 年并购 Bikita 矿山以来，截至 2023 年底，凭借公司独有的地勘技术优势，两年内共实现三次增储，锂矿产资源量由 29.41 百万吨矿石量增至 113.35 百万吨，碳酸锂当量由 84.96 万吨增至 288.47 万吨，增幅达 239.5%；新矿区方面，在西区 SQL6+Shaft 矿体基础上，成功增储东区 and 西区 Shaft_N 矿体。此外，矿区内仍发育有多条未经验证的 LCT 型(锂铯钽型)伟晶岩体，公司地勘团队正进一步扩大对于 Bikita 矿区的勘探工作，Bikita 矿区部分地段仍具有较好的找矿潜力。

表 2：Bikita 矿山西区+东区保有锂资源量概况（截至 2023 年 12 月 31 日）

区域	资源量类别	矿石量 (万吨)	平均品位 Li ₂ O (%)	氧化锂含量 Li ₂ O (万吨)	氧化锂含量折合 LCE (万吨)
西区 (SQL6+Shaft +Shaft_N)	探明	2,652.27	1.19	31.53	77.88
	控制	1,638.51	1.07	17.49	43.20
	推断	1,358.31	0.92	12.49	30.85
	小计	5,649.09	1.09	61.51	151.92
东区	探明	1,572.22	1.28	20.19	49.87
	控制	1,092.86	0.92	10.10	24.95
	推断	3,021.00	0.83	24.99	61.73
	小计	5,686.08	0.97	55.28	136.55
总计		11,335.17	1.03	116.79	288.47

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 13: Bikita 矿山锂资源量实现“两年三增储”(LCE: 万吨)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

Bikita 锂矿采选产能快速扩张, 400 万吨年采选产能已达产。 Bikita 矿山原有 70 万吨/年原矿采选能力, 公司收购 Bikita 矿山之后通过定增与自有资金方式继续进行开发, 将 Bikita 原有的 70 万吨/年原矿处理能力通过改扩建提升至 120 万吨/年, 后增至 200 万吨, 并新建 200 万吨/年原矿处理项目, 合计 400 万吨/年原矿采选产能, 已于 2023 年 7 月投产, 并于年内达产。

200 万 t/a 建设工程: 新增年产出锂辉石精矿 (Li₂O 5.5%) 约 30 万吨, 锂云母精矿 (Li₂O 2.5%) 9 万吨, 钽精矿 0.03 万吨;

200 万 t/a 改扩建工程: 原有透锂长石精矿产能 (Li₂O 4.3%) 约 9 万吨, 在其基础上新增透锂长石精矿 (Li₂O 4.3%) 约 21 万吨, 合计 30 万吨, 同时新增混合精矿 (锂辉石、锂霞石等, Li₂O 4.3%) 约 11.2 万吨。

表 3: Bikita 矿山采选项目一览

项目名称	矿区	主要矿石类型	采选产能 (万吨)	投资金额 (亿元)	产品类型	产品产能 (万吨)	状态
200 万 t/a 建设工程	SQ16	锂辉石	200	12.73	锂辉石精矿 (Li ₂ O 5.5%)	30	2023 年 7 月投产, 并于年内达产
					锂云母精矿 (Li ₂ O 2.5%)	9	
					钽精矿	0.03	
200 万 t/a 改扩建工程	Shaft	透锂长石	200	6.64	透锂长石精矿 (Li ₂ O 4.3%) 混合精矿 (Li ₂ O 4.3%)	30(9+21) 11.2	2023 年 7 月投产, 并于年内达产

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.1.2. Tanco 矿山: 一箭双雕, 采选扩产积极推进中

Tanco 矿山是全球最大的铯榴石矿山, 同时锂辉石资源丰富。 公司所属加拿大 Tanco 矿山为锂钽铌矿床, 是全球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, 同时拥有丰富的锂辉石资源, 曾于 1987-2009 年从事锂矿石采选运营, 生产 Li₂O ≥7.0% 的锂辉石精矿产品。2019 年, 公司通过收购 Cabot 特殊流体事业部 (CSF) 取得 Tanco 矿山 100% 权益, 获得丰富的铯榴石与锂辉石资源, 实现“一箭双雕”。伴随锂盐价格飙升, 2021 年 10 月 15 日, Tanco 矿山 12 万吨/年锂辉石技改恢复项目正式投产, 现有 18 万吨/

年处理能力。

图 14: Tanco 矿山全景图



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

除坑采资源量, Tanco 矿山还拥有西尾矿, 同时露采方案资源潜力可观。截至 2023 年末, Tanco 矿山按坑采方案保有锂资源量合计达 25.62 万吨 LCE。其中: **1) 高品位:** Li_2O 平均品位 3.30% 的矿石量 188.5 万吨, Li_2O 金属量 6.22 万吨, 折合 LCE 15.39 万吨; **2) 低品位:** Li_2O 平均品位 1.89% 的矿石量 219 万吨, Li_2O 金属量 4.13 万吨, 折合 LCE 10.22 万吨。除原矿, Tanco 还拥有约 290 万吨矿石资源量的西尾矿, 氧化锂平均品位 1.06%, 折合 LCE 7.6 万吨。此外, 目前公司正积极推进 Tanco 矿区的**露天开采方案**, 预计在露采方案下保有锂资源量将大幅度增加。

表 4: Tanco 矿区锂资源量概况 (截至 2024 年 6 月 30 日)

类型	平均品位 Li_2O (%)	矿石量 (万吨)	氧化锂含量 Li_2O (万吨)	氧化锂含量折合 LCE (万吨)
高品位	3.30%	188.5	6.22	15.39
低品位	1.89%	219.0	4.13	10.22
合计	2.54%	407.47	10.36	25.62

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

Tanco 矿山采选产能规划 118 万吨/年, 目前 100 万吨/年采选项目积极推进中。Tanco 矿区原锂辉石采选产能 12 万吨/年, 于 2022Q3 顺利扩产至 18 万吨/年, 产品持续运回并投入使用。2023 年 2 月, 公司董事会审议通过投资 1.76 亿加元建设 Tanco 矿区 100 万吨/年采选项目, 主产品为锂辉石精矿、磷铝锂石精矿和铯榴石精矿。目前, 公司正积极推进 100 万吨/年选厂建设的前期准备工作, 项目建成后, Tanco 矿区矿石采选产能将达 118 万吨/年, 进一步提升锂铯资源采选能力。

为满足 Tanco 冶炼产能原料需求, 公司积极拓展矿源供应来源, 推进与周边矿山合作。2022 年 10 月, Tanco 与加拿大上市公司 Grid 签署《谅解备忘录》, 就加拿大 Donner 湖锂矿合作开发的可行性进行积极探讨。根据 Grid 公告的 Donner 湖锂矿历史钻探数据, Donner 湖锂矿主伟晶岩体及西北伟晶岩体合计已探获锂矿产资源量 350 万吨矿石量, Li_2O 平均品位 1.28%。Grid 将向 Tanco 提供 Donner 湖锂矿的锂辉石矿石样品, 由 Tanco 进行选冶测试并出具技术报告。项目达成合作后, Grid 与 Tanco 将签订具有法律约束力的合作协议, 由 Grid 向 Tanco 供应锂辉石矿石, Tanco 负责选冶及锂辉石精矿销售, 将增强 Tanco 矿山新建选矿厂的资源保障能力。

2.2. 冶炼端: 锂盐产能稳步扩张, 26 年规划产能 9.6 万吨

公司锂盐产能实现大幅跃升，现有电池级年产能 6.6 万吨，26 年规划 9.6 万吨。2021 年，公司电池级氟化锂产能从 3000 吨/年改扩建至 6000 吨/年，同年 8 月，东鹏新材 2.5 万吨电池级碳酸锂/氢氧化锂产线投产，并于年内实现达产。伴随春鹏锂业 3.5 万吨高纯锂盐项目 23 年 Q4 建成投产，公司现有电池级锂盐产能 6.6 万吨/年，已实现国内 6 万吨高纯锂盐（碳酸锂/氢氧化锂）产能布局。此外，公司于 2023 年报披露，2026 年力争实现非洲 3 万吨/年采选冶一体化布局，届时公司将拥有国内 6.6 万吨+海外 3 万吨锂盐产能布局。在 2023 年 11 月 Bikita 选厂达产庆典仪式上，公司董事长王平卫表示，下一步公司将着手开展建设冶炼厂的可行性研究，海外产能布局提上日程。技术方面，公司冶炼端拥有行业领先的技术工艺，东鹏新材开拓全新原料来源透锂长石；年产 2.5 万吨和 3.5 万吨高纯锂盐产线，原料均可使用锂辉石或透锂长石作为生产原料，且为柔性生产线，可根据市场特点和客户需求的变化及时调整碳酸锂/氢氧化锂产品结构。

图 15：公司锂盐产能持续扩张（万吨）

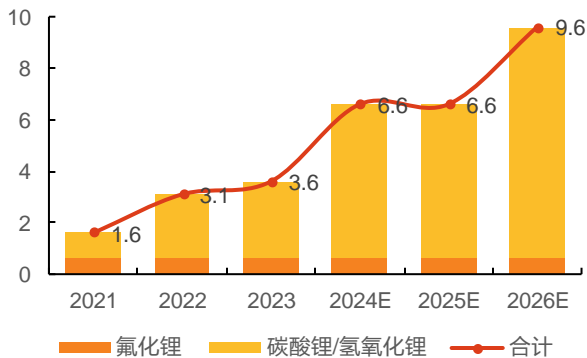


图 16：公司锂盐产线建设情况

锂盐基地	权益比例	锂盐类型	现有产能 (万吨)	规划产能 (万吨)
东鹏新材一厂	100%	氟化锂	0.6	-
东鹏新材二厂	100%	碳酸锂/氢氧化锂	2.5	-
江西春鹏	100%	碳酸锂/氢氧化锂	3.5	-
海外	-	-	-	3
合计	-	-	6.6	3

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：2021 和 2023 产能进行年化

资料来源：公司公告，天风证券研究所 现有产能截至 24H1

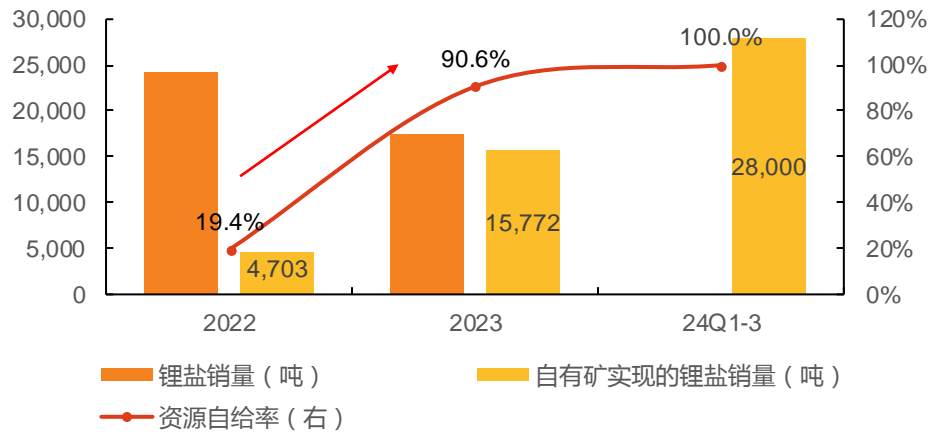
2.3. 公司优势：资源全自给+优质龙头客户

资源完全自给+进入锂电材料/新能源车龙头供应链体系，中矿资源成为行业发展典范。我们认为在锂盐企业发展过程中，上游资源保障+下游进入大型企业供应链两个关键因素缺一不可，直接影响企业稳定运营、成本控制与发展上限。锂盐企业要实现可持续发展，必须在确保上游资源稳定供应的同时，积极拓展下游市场，与大型企业建立长期稳定的合作关系。达到这两个关键因素，不仅需要企业具备强大的资源整合能力，还需要在技术、产品质量、市场开拓等方面不断进行优化和创新。中矿资源通过海外矿山并购实现资源完全自给，拥有更厚的安全垫，为以量补价抵抗下行周期创造条件，同时抬高了锂盐业务毛利率上限，为长远发展奠定坚实基础；依靠技术和产品优势，公司氢氧化锂/碳酸锂进入中韩正极材料龙头企业供应链，电池级氟化锂进入特斯拉全球供应链体系，一体化优势持续显现，成为锂企发展典范。

➤ 核心优势：资源完全自给

公司锂盐资源自给率快速提升，目前已实现 100%自给率，力争 2 年内再获取新的优质锂矿资源。公司通过垂直一体化的产业整合，以 100%权益持有 Bikita 矿山和 Tanco 矿山，获得充足的资源保障，资源自给率从 2022 年的 19.4%迅速提升至 2023 年的 90.6%。2024 年前三季度公司自有矿销量大幅提升至 2.8 万吨，其中 Q3 自有矿实现销量 1.11 万吨。随着 Bikita 400 万吨/年锂辉石、透锂长石选厂陆续建成投产，据我们测算，目前公司锂精矿（锂辉石+透锂长石）年产能对应 6.6 万吨 LCE，已实现原料完全自给。同时，公司力争 2 年内再获取新的优质锂矿资源。未来，公司将着力推进加拿大 100 万吨/年锂辉石选厂建设工程和非洲地区采选冶一体化建设项目，原料与冶炼产能高度匹配。此外，公司计划在津巴布韦投资建设硫酸锂工厂，将有望进一步降低锂盐生产成本。在行业竞争日益白热化的趋势下，凭借高效的管理效能和高自给率的成本优势，公司有望从行业内脱颖而出，实现锂盐业务新的跨越式增长。

图 17：公司锂盐资源自给率快速提升，目前已实现 100%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：公司锂精矿（锂辉石+透锂长石）对应 LCE 测算

项目名称	采选产能 (万吨)	产品类型	产品产能 (万吨)	对应 LCE (万吨)
Bikita 200 万 t/a 建设工程	200	锂辉石精矿 (Li ₂ O 5.5%)	30	3.5
Bikita 200 万 t/a 改扩建工程	200	透锂长石精矿 (Li ₂ O 4.3%)	30	2.7
Tanco 18 万 t/a 改扩建项目	18	锂辉石精矿 (Li ₂ O 7%)	3	0.4
			合计	6.6

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：1) 假设锂矿回收率为 85%；2) Tanco 产品产能为匡算值

➤ 优势二：优质龙头客户

凭借产品优势，公司进入一线龙头供应链体系。公司锂盐下游客户涵盖多家海内外上市公司和优质头部企业，其中，电池级氢氧化锂/碳酸锂进入中韩正极材料龙头企业供应链，电池级氟化锂进入特斯拉全球供应链体系。**重大合同方面**，2023 年初，公司与 SK On 全资子公司爱思开签订销售合同，东鹏新材将在 2023 年至 2025 年期间向爱思开供应单水氢氧化锂产品合计 1.9 万吨（±10%以内）。公司凭借优良稳定的产品品质及有效的成本控制措施，已成为我国电池级锂盐的主要供应商之一。

3. 铯铷：全球行业龙头，盈利能力保持高水平

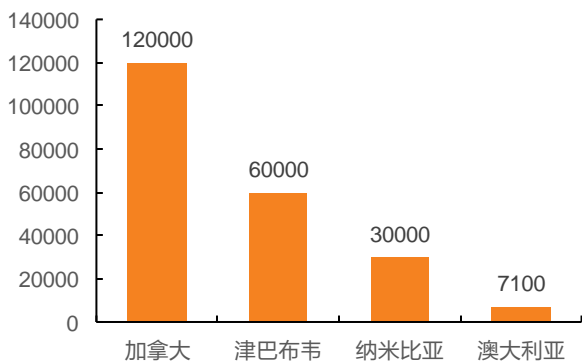
3.1. 行业：全球稀缺战略资源，高端领域需求空间广阔

铯铷是航天航空、国防军工、信息技术等战略新兴产业发展不可或缺的关键矿产，也是支撑现代高新技术研发的基本原材料。铯铷全球资源量稀缺，资源集中度较高，主要集中于加拿大、津巴布韦、纳米比亚和澳大利亚。

铯：主要来源为铯榴石，近年来资源量持续下降。铯在自然界没有单质形态，主要以盐的形式极少地分布于陆地和海洋中，全球保有矿石量稀少。铯榴石是自然界含铯量最高的独立矿物，氧化铯品位 5%-32% 之间，是提取铯的主要原料，常与锂云母、锂辉石和铌钽矿物等共生于花岗伟晶岩中。根据 USGS 数据显示，2020 年全球铯矿产资源量 21.71 万吨，主要集中在加拿大、津巴布韦、纳米比亚和澳大利亚。全球可规模化开采的铯榴石资源则相应集中在三大矿区，分别为加拿大 Tanco 矿区、津巴布韦 Bikita 矿区和澳大利亚 Sinclair 矿区。伴随不断的开采，2022 年铯矿产资源量已下降到 20 万吨以下。

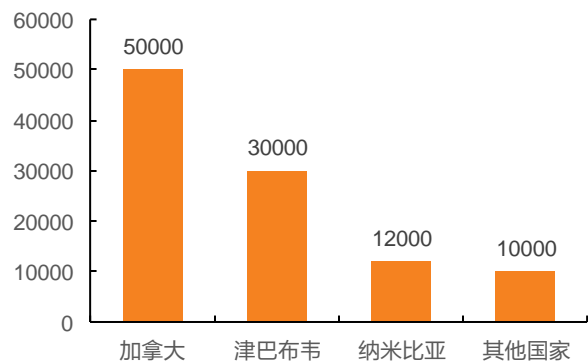
铷：主要来源为铯和锂的加工副产品，提取难度大。无单独工业矿物，常分散在锂云母、铯榴石和盐矿层之中。铷比铯的地球丰度高，但由于不存在富铷矿物，提取难度较大，铷主要作为铯和锂的加工副产品进行综合回收。根据 USGS 数据显示，2020 年全球铷矿产资源量 10.2 万吨，资源主要集中于加拿大、津巴布韦和纳米比亚三国。

图 18：2020 年全球铯资源储量（吨）



资料来源：USGS，公司公告，天风证券研究所

图 19：2020 年全球铷资源储量（吨）



资料来源：USGS，公司公告，天风证券研究所

铯铷理化性能优异，是战略性新兴产业关键原材料。铯具备优异的光电性能、化学活性强，是红外技术应用的优质材料，是科技、军事、工业等领域不可缺少的重要原材料之一。铯铷产品应用领域广泛，铯主要用于精细化工、油气钻探、航空航天、光电、医疗医药、5G 通信、时间频率行业、防火材料等领域；铷主要用于电子器件、催化剂、特种玻璃以及能源等高科技领域。随着新能源、新材料、新一代信息技术等战略性新兴产业的快速崛起，铯已被美国列为关键矿种、日本列为战略性矿产、加拿大列为关键矿产。

表 6：铯铷产品下游应用广泛

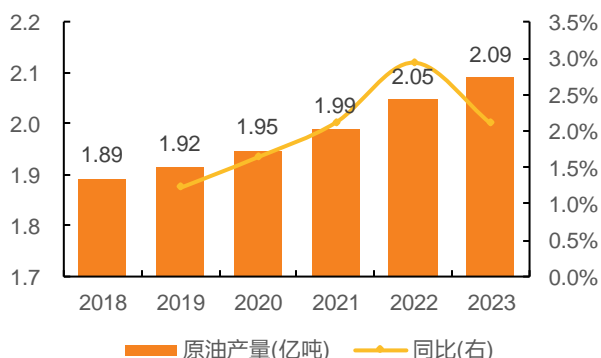
产品	应用领域	具体应用
铯铷的精细化工产品 (碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯、碳酸铷和硝酸铷等)	国防军工	夜视成像、特种玻璃、放射性报警器、光电管、无线电电子管、军用红外信号灯
	航空航天	原子钟、离子推动发动机
	通讯	5 G、离子云通讯、光纤通讯
	新兴能源	磁流体发电材料、热离子转化发电
	医药	安眠药、镇静剂及医治癫痫病等药剂、合成碱性溶剂
	特种玻璃	可降低玻璃导电率、增加玻璃使用寿命和稳定性等
	工业催化剂	广泛应用于氨合成、硫酸合成、氢化、氧化、聚合等催化合成反应中
	电子器件	光电池、光电发射管、电视摄像管和光电倍增管等光电转换的重要材料；辐射探测设备、医学影像设备和夜视设备等红外技术的必需材料。

甲酸铯 油气勘探 钻井液、完井液、封隔液、射孔液、填充液等

资料来源：公司公告，天风证券研究所

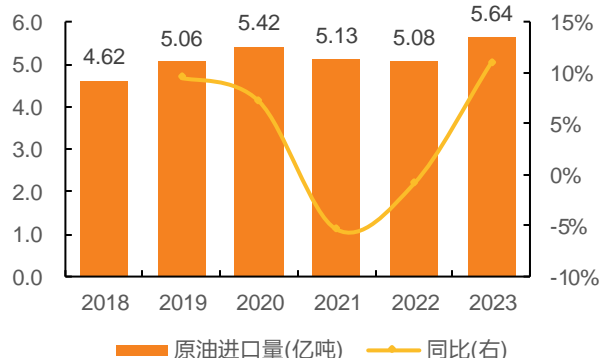
受国内油气行业绿色发展推动，甲酸铯国内应用前景可观。甲酸铯是单一铯盐产品中下游需求占比最高的产品，主要应用于油气行业钻探领域，是高温高压油气井中所使用钻井液和完井液最优质的材料。凭借优异的性能优势，甲酸铯倍受世界级石油企业青睐，已广泛应用于欧洲北海等地。2023 年我国原油产量 2.09 亿吨，同比增长 2.1%，近年来稳步增长；我国对石油进口依存度较高，2023 年原油进口量 5.64 亿吨，同比大增 11%。2023 年 7 月 19 日，国家能源局会议指出大力提升海洋油气勘探开发力度，随着国内双碳目标、油气行业绿色发展和深海油气勘探开发推动，我们预计甲酸铯在国内油气钻探领域应用有望逐步提升。

图 20：中国原油产量稳步增长



资料来源：iFinD，天风证券研究所

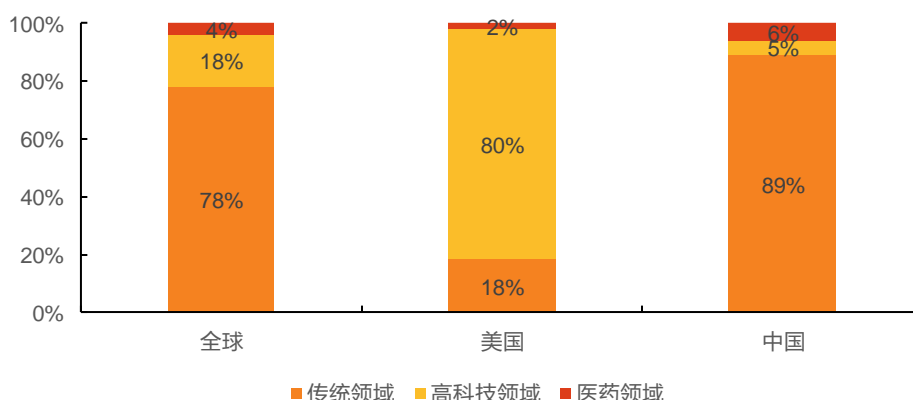
图 21：2023 年中国原油进口量同比大增



资料来源：iFinD，天风证券研究所

全球及中国铯消费主要集中于传统领域，消费结构有望迎来改善。2020 年全球铯消费约 2400 吨，传统领域/高科技领域/医药领域分别占比 78%/18%/4%，其中传统领域主要包括油气钻探钻井液、硫酸催化剂、二氧化钛光催化剂等产品，高科技领域主要涵盖原子钟、低轨道卫星、光电器件和特种玻璃等产品。国别方面，美国铯消费约为 960 t，主要集中在高科技领域，占比达 80%；中国铯消费量近 800 吨，主要消费于传统领域，约占 89%。随着新质生产力加速发展，我国铯消费结构有望升级改善。

图 22：全球、美国和中国铯消费结构（2020）



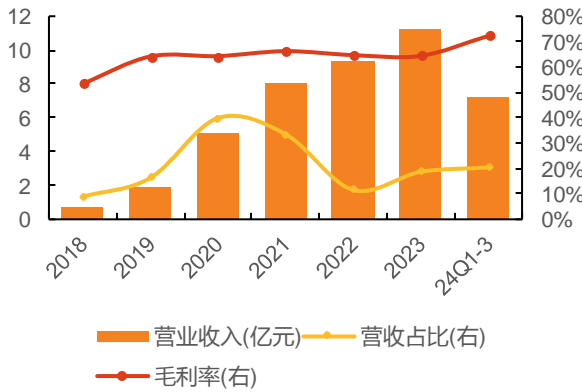
资料来源：《中国铯资源需求展望》高芯蕊等，天风证券研究所

3.2. 公司优势：全产业链布局，资源端垄断构建盈利护城河

公司是铯铷盐精细化工全球龙头，铯铷板块保持高盈利水平。公司于 2018 年收购东鹏新材切入铯铷盐赛道，东鹏新材是国内最大的铯铷盐生产商和供应商，其铯铷盐的加工技术

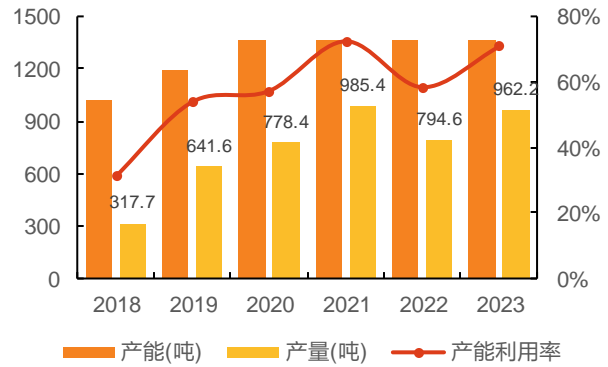
工艺、产品质量达到国际先进水平，同时也是硫酸铯、甲酸铯、硝酸铯、金属铯等六个产品的国家行业标准制定者。自收购以来，公司铯铷盐营收持续快速增长，从2018年的0.77亿元增至2023年的11.24亿元，5年CAGR高达70.8%，同时始终保持高盈利水平，2019年以来毛利率维持在65%左右，24年前三季度毛利率高达72.3%，同比+8pcts。**产能方面**，2018-2020年，公司铯铷盐年产能从1021万吨提升至1361万吨，近年来产能利用率保持充裕；**产量方面**，公司铯铷盐产量近年来整体呈上升趋势，从2018年的317.7万吨提升至2023年的962万吨，2022年产量下降至795万吨主要系部分碳酸铯来源于期初库存，整体销售情况保持良好。

图 23：公司铯铷盐板块保持高盈利水平



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：公司铯铷盐产量整体呈上升趋势



资料来源：公司公告，天风证券研究所

铯铷产业链一体化布局，Tanco+Bikita 矿山保证绝对资源优势。公司作为全球铯产业链领军企业，拥有从铯榴石开采到精细化工产品生产、资源回收的全链条能力，并提供专业的产品技术服务。公司拥有世界主要高品质铯资源（三大矿山中的两座：Tanco 矿山+Bikita 矿山）、全球两大生产基地（加拿大温尼伯、中国江西新余）和甲酸铯回收基地（英国阿伯丁、挪威卑尔根）。

资源方面，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2024H1，Tanco 矿区保有铯矿11.61万吨，占全球铯矿储量一半以上，氧化铯含量高达4.21万吨，确立了公司在铯资源方面的绝对优势。Bikita 矿山锂矿床共生铯榴石，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，有效补充Tanco 矿山资源储备。

客户方面，公司铯铷盐产品矩阵丰富，质量优秀且稳定，积累了德国巴斯夫、德国邦泰、丹麦托普索、日本岩谷、美国哈利伯顿、美国杜邦、中国石化等大批优质客户资源。

公司对于全球高品质铯矿资源的控制，奠定了公司在铯盐业务领域的显著资源优势，对整个铯盐产业链的全球定价具有明显的话语权，同时构建公司铯铷盐板块盈利护城河。

表 7：Tanco 矿区锂资源量概况（截至2024年6月30日）

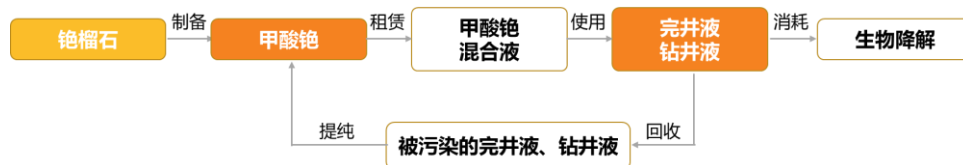
类型	矿石资源量 (万吨)	平均品位 Cs ₂ O (%)	氧化铯含量 Cs ₂ O (万吨)
保有铯矿	11.61	13.85%	1.61
铯尾矿	352.22	0.74%	2.6
合计	363.83	-	4.21

资料来源：公司公告，天风证券研究所

甲酸铯业务是公司铯铷板块一大亮点，公司是全球甲酸铯龙头，占据全球绝对市场份额，有望受益国内市场潜力。公司甲酸铯业务的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。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，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，为众多世界知名油服企业和世界级石油公司提供甲酸铯产品和技术服务。2021 年，公司甲酸铯业务收入 4.18 亿元，同比增长 110%，占当年铯钼板块营收一半以上，主要系国际油价升高及生产计划工作量增加所致。截至 23 年末，公司全球储备甲酸铯产品 21,290bbl (折合密度 2.3t/m³的甲酸铯溶液)，折合铯金属当量 4,833 吨，产品储备丰富。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，凭借龙头地位和先发优势，公司有望受益国内油气行业绿色发展趋势，助力甲酸铯推广应用和增厚利润。

图 25：公司甲酸铯业务生态运营系统



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 铜：加快资源布局，打造新成长曲线

2024年3月14日，公司全资下属公司 Afmin 与 Momentum 和 Chifupu 分别签署了《股份买卖协议》，拟以现金收购 Junction 共 65% 股权，交易对价 5850 万美元（约合 4.15 亿元）。Junction 主要资产是位于赞比亚的 Kitumba 铜矿项目，截至 24 年 7 月底，交易已交割完毕，公司合计持有 Junction 65% 的股权和 Kitumba 铜矿 65% 的权益。

优质资源并入，铜产业链布局再下一城。 Kitumba 矿床为铁氧化物铜金（IOCG）型矿床，总体来看，项目资源量较大，交通便利，基础设施较完善，处于待开发阶段，具有较好的开发基础。**地理位置及基建：** Kitumba 铜矿位于赞比亚卢萨卡以西偏北约 240km，矿区路况等基础设施较好，矿山处于待开发阶段，标的公司 Junction 拥有采矿许可证，有效期至 2039 年 11 月。**资源体量：** Kitumba 铜矿目探矿权铜矿资源量为 2790 万吨，铜金属量 61.40 万吨，平均品位 2.20%。矿区内已探获区域之外，仍存在 Kakozhi 等多处探测异常区，具备增储潜力和找矿远景。

表 8：Kitumba 矿山铜资源量一览

资源类别	矿石量 (万吨)	平均品位 (%)	铜金属量 (万吨)
探明的资源量	960	2.95	28.3
控制的资源量	1530	1.93	29.4
探明+控制的资源量合计	2490	2.32	57.7
推断的资源量	300	1.23	3.7
总计	2790	2.2	61.4

资料来源：公司公告，天风证券研究所

找矿&开矿核心能力突出，低成本收购又一实践。 仅考虑 Kitumba 铜矿现有资源量，65% 矿权收购价款 5850 万美元，对应吨铜收购价仅为 146.6 美元，显著低于 2020 年以来全球铜行业 200 美元/吨的并购水平，且几乎为 2023 年以来铜行业最便宜的大型收购项目。考虑铜价中枢上行以及 Kitumba 铜矿高品位，收购价格具有极高的性价比。公司深耕海外地勘市场二十余年，地勘服务为创立之本，找矿&开矿核心能力突出，构筑资源保障护城河，在收购加拿大 Tanco 和津巴布韦 Bikita 时已发挥重要指导作用，本次是公司低成本收购的又一实践。

表 9：2023 年以来铜行业重大并购项目梳理

公告时间	交易标的	买方	交易对价 (亿美元)	铜资源量 (万吨)	平均品位	吨铜收购价 (美元/吨)
2023 年 3 月	智利 Caserones 51% 股权	Lundin Mining	9.5	458.3	0.29%	406.4
2023 年 4 月	加拿大 Copper Mountain 75% 股权	Hudbay Minerals	4.39	213.65	0.25%	274.0
2023 年 7 月	阿根廷 MARA 56.25% 股权	嘉能可	4.75	540	0.51%	156.4
2023 年 8 月	朱诺铜矿 48.59% 股权	紫金矿业	2.35	354	0.43%	136.7
2023 年 11 月	博茨瓦纳 Khcemacau 100% 股权	五矿资源	18.75	630	1.40%	297.6
2023 年 12 月	刚果金 Mopani 51% 股份	IRH	6.20	562	2.00%	216.3
					均值	247.9
2024 年 3 月	Kitumba 铜矿 65% 股权	中矿资源	0.59	61.4	2.20%	146.6

资料来源：各公司公告，各公司官网，天风证券研究所

铜资源储备达百吨级，资源开发加速布局。 **资源端**，本次收购前，公司在赞比亚拥有铜资源量近 45 万吨（希富玛 21.84+卡希希 6.18+卡布韦 15.46），其中希富玛铜矿和卡希希铜矿开发模式是由公司提供矿权，与第三方合作开发分成（目前卡希希铜矿已出售）。收购完成之后，公司赞比亚境内铜资源储备已进一步增厚将达百吨级，为公司铜资源开发提供更加充足的资源保障。**冶炼端**，3 月 7 日，公司收购 Tsumeb 冶炼厂，加快布局铜资源开

发。截止 3 月，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。此外，Tsumeb 冶炼厂锗锌渣堆和铜渣堆拥有的多金属熔炼尾渣保有的锗/镓金属含量分别为 746.21/ 409.62 吨，锌/铜金属含量分别为 20.95/1.43 万吨，颇具资源价值，公司找矿核心优势再次显现。**我们认为，此次收购 Kitumba 铜矿，有望与 Tsumeb 冶炼厂形成联动，采选冶布局进一步完善。**

锗锌有望贡献新增量。铜冶炼之外，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 10：Tsumeb 冶炼厂多金属熔炼尾渣堆主要金属保有资源量

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	253.51 g/t	139.16 g/t	7.12%	0.49%	1,807.83 g/t	0.03%	2.10%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

铜资源板块，公司正加速推进 Kitumba 铜矿工作，同时规划继续获取优质的铜矿资源，力争 2025 年完成 5 万吨/年铜金属采、选、冶一体化布局，并在 2 年内再获取新的优质铜矿资源。**我们认为公司铜板块规划明确，加快资源布局，有望推动铜矿业务成为公司新主业，打造多品种矿业巨头。**

5. 地勘：看家本领，资源保障之基石

5.1. 固体矿产勘查：找矿经验丰富，主要职能由外转内

地勘在 Tanco 正常生产和 Bikita 并购中发挥重要作用，主要职能实现由对外服务向对内资源保障的转变。地勘是公司的起家业务，公司拥有专业化的地质勘查技术和管理团队，已从事海外地质勘查业务二十余年。得益于丰富找矿的经验，地勘在公司加拿大 Tanco 矿山的正常生产和津巴布韦 Bikita 矿山并购过程中发挥了积极和重要的作用。2021 年公司将固体矿产勘查业务的主要职能进行了调整，以保障公司矿山的正常生产和在全球范围内获取锂、铯、铷的优质矿产资源为主要职能，其次为海外优质客户提供地质勘查技术服务。

回溯历史，公司先后承担多个重大项目地勘工作，在境外固体矿产勘查领域具有明显的先发优势和经验优势。公司依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势，为众多中国大型矿业企业“走出去”的项目提供了地质勘查技术服务，业务遍布非、亚、欧和美洲的 20 多个国家和地区，为矿业项目投资决策、资源储量核实、地质找矿、生产探矿等各个环节提供了专业的资源评价和技术支撑。公司先后承担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）卡莫阿铜矿等多个具有国际影响力的重大项目的地质勘查工作。

表 11：公司地勘服务案例

项目名称	地理位置	服务客户
谦比希铜矿	赞比亚	中国有色
瑞木镍钴矿	巴布亚新几内亚	中冶集团
艾娜克铜矿	阿富汗	中冶集团、江西铜业
津巴布韦铂钯矿	津巴布韦	北方工业
科米卡铜钴矿	刚果（金）	北方工业
卡莫阿铜矿	刚果（金）	紫金矿业

资料来源：公司官网，天风证券研究所

5.2. 矿权开发：资源储备丰富，培育多元盈利增长点

地勘优势助力矿权开发，同时矿权开发为锂盐、铯铷板块提供前端资源支持，地勘资金持续投入巩固核心优势。公司依托自身丰富的地勘经验和技術优势，在风险可控的前提下进行矿权开发，通过登记申请、合作开发、收购等方式取得矿权，在取得阶段性勘查成果或探明矿区矿产品位及经济储量后，将矿权进行转让、评估作价入股或者将矿权进行开发以获取后续矿山开发收益。同时，公司在矿权方面的布局也为公司锂盐、铯铷板块提供前端资源支持。为促进资源增储、矿权开发业务，22-23 年，公司制定以 0.72 亿元自有资金投资 Bikita 矿区锂矿、Tanco 矿区锂铯钽矿及赞比亚卡森帕金矿的勘查工作，Bikita LCE 资源量从 183.78 万吨增至 288.47 万吨，取得显著成效。24-25 年，公司拟预算 0.75 亿元自有资金投资上述矿区及赞比亚 Kitumba 铜矿的勘查工作，地勘资金持续投入中。

公司拥有多个矿权和丰富的资源储备，持续开拓多元利润增长点。截至 24H1，公司及所属子公司共计拥有各类矿业权 86 处，其中采矿权 27 处、探矿权 46 处、地表租约 13 处。矿权的分布情况为：加拿大境内现有 57 处矿权，其中采矿权 3 处、探矿权 41 处、地表租约 13 处；赞比亚境内现有 8 处矿权，其中采矿权 3 处、探矿权 5 处；津巴布韦境内现有 21 处矿权，均为采矿权，涉及到锂、铯铷、铜、铁、稀土等多种金属。

表 12：公司主要矿权资源量情况（截至 2024 年 6 月 30 日）

项目名称	地理位置	资源量
Bikita	津巴布韦	LCE: 288.47 万吨
Tanco	加拿大	LCE: 26.27 万吨

		Cs ₂ O: 4.21 万吨
		铜: 21.84 万吨
希富玛铜矿	赞比亚	伴生: 金 6.64 吨, 银 96.31 吨, 钴 0.72 万吨, 锌 11.17 万吨
Kitumba 铜矿	赞比亚	铜: 61.40 万吨
卡马提克铁矿	赞比亚	全铁: 1.61 亿吨
津巴布韦铬铁矿	津巴布韦	铬矿石量(333)类: 673 万吨
卡布韦铜矿	赞比亚	铜: 15.46 万吨
孔布瓦稀土矿	赞比亚	稀土氧化物: 7.67 万吨
		P ₂ O ₅ : 154 万吨

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测明细

锂盐：1) 量：现有 6.6 万吨/年电池级锂盐产能，其中碳酸锂/氢氧化锂柔性产线 6 万吨，氟化锂产能 0.6 万吨，26 年规划 9.6 万吨，在锂价承压背景下，假设 24-26 年公司锂盐（氟化锂+碳酸锂+氢氧化锂）销量分别为 3.8/5/6 万吨；**2) 价：**在供需过剩相对明确格局下，假设 24-26 年电池级碳酸锂价格分别为 9.0/8.5/8.8 万元/吨（含税价）；**3) 利：**根据我们的测算，公司锂盐已实现原料全自给，假设 24-26 年碳酸锂生产成本分别为 5.8/5.6/5.4 万元/吨（不含税），单吨毛利分别为 2.1/1.9/2.3 万元/吨，考虑公司产品结构，锂盐板块 24-26 年毛利率分别为 26.2%/24.8%/29.4%。

铯铷：根据历史数据和公司未来发展规划，假设铯铷板块营收增速与毛利率保持稳定，24 年营收为 9.9 亿元，25-26 年营收增速分别为 15%/10%，毛利率为 70%。

地勘：主要职能由外转内，假设地勘业务营收与毛利率保持稳定，24-26 年营收稳定在 2.2 亿元，毛利率为 25%。

其他业务：假设 24-26 年国际工程营收与毛利率与 23 年持平，国际贸易营收稳定在 4 亿元，毛利率为 10%。

暂不考虑铜矿和锆铪业务，根据以上假设，我们预计 24-26 年公司营收分别达 47.99/54.18/64.04 亿元，同比-20.2%/+12.9%/+18.2%，毛利率分别为 34.8%/33.3%/36.0%。

表 13：公司主营业务预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
锂盐业务						
营收（亿元）	9.42	63.35	42.43	30.99	36.45	45.17
成本（亿元）	4.70	29.27	17.92	22.88	27.40	31.90
毛利（亿元）	4.72	34.08	24.51	8.12	9.05	13.27
毛利率（%）	50.1%	53.8%	57.8%	26.2%	24.8%	29.4%
铯铷业务						
营收（亿元）	8.11	9.31	11.24	9.91	11.39	12.53
成本（亿元）	2.74	3.29	4.00	2.97	3.42	3.76
毛利（亿元）	5.37	6.02	7.24	6.93	7.97	8.77
毛利率	66.3%	64.7%	64.4%	70.0%	70.0%	70.0%
地勘业务						
营收（亿元）	1.59	1.79	1.93	2.20	2.20	2.20
成本（亿元）	1.26	1.23	1.24	1.65	1.65	1.65
毛利（亿元）	0.33	0.56	0.69	0.55	0.55	0.55
毛利率（%）	21.0%	31.0%	35.6%	25.0%	25.0%	25.0%
建筑工程服务						
营收（亿元）	0.70	0.18	0.04	0.04	0.04	0.04
成本（亿元）	0.88	0.15	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利（亿元）	-0.18	0.03	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02
毛利率（%）	-25.4%	17.8%	-54.7%	-54.7%	-54.7%	-54.7%
国际贸易						
营收（亿元）	4.06	5.73	4.41	4.00	4.00	4.00
成本（亿元）	2.73	3.88	3.93	3.60	3.60	3.60
毛利（亿元）	1.33	1.85	0.48	0.40	0.40	0.40
毛利率（%）	32.9%	32.3%	10.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务						

营收 (亿元)	0.06	0.05	0.09	0.85	0.10	0.10
成本 (亿元)	0.02	0.00	0.02	0.13	0.02	0.02
毛利 (亿元)	0.04	0.05	0.07	0.72	0.09	0.09
毛利率 (%)	71.8%	95.0%	80.2%	85.0%	85.0%	85.0%
合计						
营收 (亿元)	23.94	80.41	60.06	47.99	54.18	64.04
成本 (亿元)	12.31	37.82	27.16	31.29	36.15	40.99
毛利 (亿元)	11.63	42.59	32.90	16.70	18.03	23.05
毛利率 (%)	48.6%	53.0%	54.8%	34.8%	33.3%	36.0%
营收增速 (%)	87.6%	235.9%	-25.2%	-20.2%	12.9%	18.2%

资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所 注: 24 年其他业务含矿权转让

6.2. 投资建议

我们选取主营业务同为锂盐的赣锋锂业和融捷股份作为可比公司, 根据 Wind 一致预期, 可比公司 2025 年平均 PE 为 36.2x。暂不考虑铜矿和锗锌业务, 我们预计 24-26 年中矿资源实现归母净利润 6.96/8.98/12.31 亿元, 对应 2025 年 PE 为 30.6x, 低于行业平均。依托地勘本领, 公司找矿&开矿核心能力突出, 锂盐业务通过海外矿山并购实现资源完全自给, 为以量补价抵抗下行周期创造条件; 铯铷全产业链布局, 资源端垄断构建盈利护城河; 加快铜资源布局, 打造新成长曲线。参考行业平均, 我们给予公司 2025 年 PE 35x, 对应市值 314.43 亿元, 对应目标股价 43.6 元/股, 首次覆盖给予“增持”评级。

表 14: 可比公司估值比较 (数据截至 2024 年 12 月 5 日收盘)

股票代码	公司名称	市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002460	赣锋锂业	729.06	2.65	15.91	26.45	275.46	45.84	27.56
002192	融捷股份	96.49	3.48	3.64	4.37	27.73	26.51	22.08
	平均值					151.59	36.17	22.08
002738	中矿资源	275.10	6.96	8.98	12.31	39.55	30.62	22.34

资料来源: Wind, 天风证券研究所

注: 可比公司(赣锋锂业、融捷股份)的归母净利润预测均来自 Wind 一致预期

7. 风险提示

(1) 锂价超预期下跌风险

随着新增及扩建的盐湖、辉石等项目集中释放，锂盐需求虽维持稳步上行但边际增速不及初期，锂价中枢或仍有下探空间，从而影响公司锂盐销售价格和销量。

(2) 项目建设不及预期风险

公司加拿大 Tanco 矿山 100 万吨/年选矿工程、Kitumba 铜矿项目积极推进中，项目建设具有一定时间周期，在项目实际实施过程中，可能因宏观经济环境影响、报批手续缓慢等因素导致项目建设进度不达预期、不能按期达产等风险。

(3) 海外资产安全风险

公司所属矿山生产经营、地勘业务实施地点均在海外，铯铷业务客户以海外客户为主，若海外业务所在国发生政治动荡、军事冲突等突发性事件，或海外业务所在国的外商投资政策发生重大变化，将影响公司海外业务的资产安全和盈利水平。

(4) 汇率波动风险

公司营收部分来源于海外，并以外币结算。汇率波动可能对公司的净资产、净利润及任何换算成外币的价值造成不利影响。

(5) 测算具有主观性

本报告涉及到的公司产销量及利润水平均为主观测算，若实际情况与测算假设不符，将会影响到报告结论。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,911.69	4,915.30	5,301.21	4,358.52	6,600.56
应收票据及应收账款	464.00	373.64	176.74	511.33	262.51
预付账款	185.50	168.38	178.90	257.08	217.51
存货	1,580.83	1,444.86	1,247.92	2,320.04	1,466.18
其他	1,090.38	1,160.70	1,713.06	1,683.87	1,689.12
流动资产合计	6,232.39	8,062.88	8,617.83	9,130.85	10,235.88
长期股权投资	11.51	39.23	39.23	39.23	39.23
固定资产	956.18	2,177.96	1,973.13	1,768.30	1,563.47
在建工程	387.39	796.61	596.61	746.61	696.61
无形资产	1,835.60	1,852.63	1,829.47	1,806.30	1,783.14
其他	2,059.39	2,955.53	3,001.21	3,273.52	3,238.16
非流动资产合计	5,250.06	7,821.96	7,439.65	7,633.97	7,320.61
资产总计	11,482.45	15,884.83	16,057.48	16,764.81	17,556.49
短期借款	495.32	913.67	400.00	400.00	400.00
应付票据及应付账款	271.91	252.93	239.01	394.25	286.93
其他	1,398.79	1,094.46	1,267.94	1,248.36	1,205.18
流动负债合计	2,166.02	2,261.06	1,906.95	2,042.61	1,892.11
长期借款	791.41	553.18	450.00	450.00	450.00
应付债券	104.75	0.00	52.37	26.19	39.28
其他	739.46	815.51	777.49	796.50	786.99
非流动负债合计	1,635.62	1,368.69	1,279.86	1,272.69	1,276.27
负债合计	3,948.02	3,661.36	3,186.82	3,315.30	3,168.38
少数股东权益	24.91	45.54	44.81	43.52	41.98
股本	461.62	728.45	721.49	721.49	721.49
资本公积	2,679.62	5,635.80	5,635.80	5,635.80	5,635.80
留存收益	4,619.38	6,318.11	6,846.32	7,489.80	8,398.26
其他	(251.09)	(504.42)	(377.76)	(441.09)	(409.42)
股东权益合计	7,534.43	12,223.47	12,870.66	13,449.52	14,388.11
负债和股东权益总计	11,482.45	15,884.83	16,057.48	16,764.81	17,556.49

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,294.58	2,202.29	695.64	898.38	1,231.33
折旧摊销	142.11	175.39	227.99	227.99	227.99
财务费用	(29.50)	99.69	311.94	162.55	192.12
投资损失	(78.11)	(13.20)	(45.33)	(51.18)	(60.49)
营运资金变动	(992.81)	290.14	109.24	(1,420.13)	960.97
其它	(286.32)	247.78	(0.95)	(1.81)	(2.08)
经营活动现金流	2,049.95	3,002.10	1,298.52	(184.21)	2,549.83
资本支出	1,719.90	1,770.14	(161.98)	130.99	(40.49)
长期投资	6.60	27.72	0.00	0.00	0.00
其他	(3,362.54)	(4,458.60)	(35.98)	(278.39)	150.05
投资活动现金流	(1,636.04)	(2,660.74)	(197.95)	(147.41)	109.56
债权融资	825.98	(509.26)	(667.16)	(293.36)	(126.71)
股权融资	(338.99)	2,248.13	(47.50)	(317.71)	(290.65)
其他	177.77	74.13	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	664.77	1,813.00	(714.65)	(611.08)	(417.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,078.68	2,154.36	385.91	(942.69)	2,242.03

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,041.22	6,013.32	4,799.02	5,418.22	6,403.91
营业成本	3,782.69	2,717.50	3,128.95	3,614.94	4,098.52
营业税金及附加	57.98	137.67	167.97	162.55	192.12
销售费用	49.32	73.01	33.59	54.18	38.42
管理费用	267.99	384.05	383.92	352.18	416.25
研发费用	237.01	172.11	134.37	135.46	160.10
财务费用	(28.78)	166.12	311.94	162.55	192.12
资产/信用减值损失	11.42	(41.76)	30.00	2.00	2.00
公允价值变动收益	0.00	0.94	0.00	0.00	0.00
投资净收益	78.11	15.88	45.33	51.18	60.49
其他	(224.59)	(38.97)	(58.67)	(66.24)	(78.29)
营业利润	3,810.08	2,426.77	772.28	1,055.79	1,447.17
营业外收入	4.94	1.39	50.00	4.00	4.00
营业外支出	2.50	7.96	5.00	5.00	5.00
利润总额	3,812.52	2,420.20	817.28	1,054.79	1,446.17
所得税	517.94	217.91	122.59	158.22	216.93
净利润	3,294.58	2,202.29	694.69	896.57	1,229.24
少数股东损益	(0.26)	(5.87)	(0.95)	(1.81)	(2.08)
归属于母公司净利润	3,294.83	2,208.16	695.64	898.38	1,231.33
每股收益(元)	4.57	3.06	0.96	1.25	1.71

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	235.88%	-25.22%	-20.19%	12.90%	18.19%
营业利润	448.41%	-36.31%	-68.18%	36.71%	37.07%
归属于母公司净利润	490.24%	-32.98%	-68.50%	29.14%	37.06%
获利能力					
毛利率	52.96%	54.81%	34.80%	33.28%	36.00%
净利率	40.97%	36.72%	14.50%	16.58%	19.23%
ROE	43.88%	18.13%	5.42%	6.70%	8.58%
ROIC	118.76%	42.39%	13.97%	17.18%	19.58%
偿债能力					
资产负债率	34.38%	23.05%	19.85%	19.78%	18.05%
净负债率	-12.42%	-26.85%	-31.26%	-23.88%	-37.45%
流动比率	2.70	3.52	4.52	4.47	5.41
速动比率	2.01	2.89	3.86	3.33	4.63
营运能力					
应收账款周转率	22.20	14.36	17.44	15.75	16.55
存货周转率	7.00	3.97	3.56	3.04	3.38
总资产周转率	0.91	0.44	0.30	0.33	0.37
每股指标(元)					
每股收益	4.57	3.06	0.96	1.25	1.71
每股经营现金流	2.84	4.16	1.80	-0.26	3.53
每股净资产	10.41	16.88	17.78	18.58	19.88
估值比率					
市盈率	8.35	12.46	39.55	30.62	22.34
市净率	3.66	2.26	2.14	2.05	1.92
EV/EBITDA	7.04	7.48	16.93	15.40	10.68
EV/EBIT	7.27	7.95	20.80	18.45	12.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com