

# 中矿资源 (002738.SZ)

## 地勘服务起家，冉冉升起的多金属矿产新星

**核心看点：**公司以地勘服务起家，逐步打造多金属资源平台：（1）锂：现有 418 万吨采选+6.6 万吨冶炼产能，Bikita 实现大幅降本，非洲 3 万吨冶炼厂稳步推进；（2）铯铷：公司把持全球仅存在产铯榴石资源，主要竞争对手因缺少原料退出市场，公司逐步主导全球铯铷供应；（3）铜锗：收购 Kitumba 铜矿、Tsumeb 冶炼厂及其含锗尾矿，铜业务实现突破，规划一体化采选冶项目，构建中长期新兴增长极。

**锂业务：**行业出清步入中后期，公司持续降本及一体化打造成本“安全垫”。**行业层面：**我们预计今年锂盐供需力量配比为 135/123 万吨 LCE 区间，供给过剩格局延续。后市看，海外电动车渗透率提升与储能维持高景气度背景下预计锂盐需求维持中高增速；当前锂价水平已突破高成本矿山完全成本边界线，中长期不具备持续性，新旧产能实际投放或不及预期，锂价拐点有望加速临近。**公司层面：**资源端公司拥有 Bikita 及 Tanco 两座在产矿山，合计采选产能 418 万吨均已达产；冶炼端公司现有 6.6 万吨电池级锂盐柔性产线，预计公司通过自建输变电&光伏、规定海运路线、切换锂辉石原料等方式实现进一步降本，有望在行业磨底期凭借资源大比例自供维持稳定现金流并逢低收储，为下一景气周期蓄能，贡献远期业绩弹性。

**铯铷业务：**全球经济可采资源稀缺，公司是低估的全球一体化垄断龙头。**资源端，**全球可规模化开采的铯榴石在产资源主要集中在 Tanco 和 Bikita，均由公司 100%持有，实现资源垄断。**冶炼端，**公司通过整合东鹏新材及 Tanco 特殊流体事业部占据全球铯铷盐主要供应商地位；主要竞争对手因矿石原料不足逐步退出铯铷市场，预计随着市占率进一步提升，公司垄断地位带来的溢价将充分体现。

**铜锗业务：**资源&冶炼陆续收储，冉冉升起的铜资源新星。2024 年公司先后收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65%股权和纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂及其附属设施和多金属熔炼尾渣堆，铜矿业务实现突破。Kitumba 矿现有铜资源量 61.40 万吨@2.20%，公司有望凭借传统地勘主业优势实现增储，规划采选冶一体化项目，静待可研究完成后开工建设。Tsumeb 铜冶炼厂现有 26 万吨精矿处理能力，技改后预计可扩至 37 万吨/年；尾渣堆含中锗金属量 746.21 吨，综合利用有望贡献业绩增量。

**投资建议：**锂盐高度一体化生产有望平稳度过出清周期；铯铷业务垄断地位凸显；铜矿业务实现突破，多金属资源平台雏形已现。我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 47/49/64 亿元，归母净利为 8.4/9.4/13.5 亿元，对应 PE 35/31/22 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

**风险提示：**需求不及预期，非洲矿权开发风险，铯榴石供应超预期，测算误差风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,041	6,013	4,715	4,877	6,364
增长率 yoy (%)	232.5	-25.2	-21.6	3.4	30.5
归母净利润(百万元)	3,295	2,208	842	939	1,347
增长率 yoy (%)	485.8	-33.0	-61.9	11.5	43.4
EPS 最新摊薄(元/股)	4.57	3.06	1.17	1.30	1.87
净资产收益率(%)	43.9	18.1	6.8	7.2	9.5
P/E(倍)	8.9	13.3	34.9	31.3	21.9
P/B(倍)	3.9	2.4	2.4	2.2	2.1

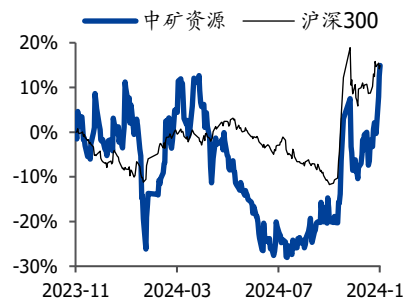
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 13 日收盘价

### 增持(首次)

#### 股票信息

行业	小金属
11月13日收盘价(元)	40.78
总市值(百万元)	29,422.44
总股本(百万股)	721.49
其中自由流通股(%)	98.58
30日日均成交量(百万股)	29.37

#### 股价走势



#### 作者

分析师 张航  
执业证书编号: S0680524090002  
邮箱: zhanghang@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6232</b>	<b>8063</b>	<b>6204</b>	<b>7144</b>	<b>8733</b>
现金	2912	4915	2702	3708	4745
应收票据及应收账款	464	374	327	325	407
其他应收款	75	156	96	95	124
预付账款	185	168	170	176	227
存货	1581	1445	1638	1568	1933
其他流动资产	1015	1004	1270	1273	1298
<b>非流动资产</b>	<b>5250</b>	<b>7822</b>	<b>10220</b>	<b>10232</b>	<b>10195</b>
长期投资	12	39	60	83	105
固定资产	956	2178	4493	4468	4397
无形资产	1836	1853	2103	2078	2053
其他非流动资产	2447	3752	3565	3603	3640
<b>资产总计</b>	<b>11482</b>	<b>15885</b>	<b>16424</b>	<b>17376</b>	<b>18928</b>
<b>流动负债</b>	<b>2312</b>	<b>2293</b>	<b>2203</b>	<b>2403</b>	<b>2871</b>
短期借款	495	914	1114	1314	1514
应付票据及应付账款	272	253	254	252	325
其他流动负债	1545	1126	835	838	1032
<b>非流动负债</b>	<b>1636</b>	<b>1369</b>	<b>1807</b>	<b>1807</b>	<b>1807</b>
长期借款	791	553	753	753	753
其他非流动负债	844	816	1054	1054	1054
<b>负债合计</b>	<b>3948</b>	<b>3661</b>	<b>4010</b>	<b>4210</b>	<b>4678</b>
少数股东权益	25	46	43	43	51
股本	462	728	430	430	430
资本公积	2680	5636	5640	5640	5640
留存收益	4619	6318	6847	7598	8675
归属母公司股东权益	7510	12178	12371	13122	14199
<b>负债和股东权益</b>	<b>11482</b>	<b>15885</b>	<b>16424</b>	<b>17376</b>	<b>18928</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2050</b>	<b>3002</b>	<b>884</b>	<b>1631</b>	<b>1740</b>
净利润	3295	2202	840	939	1354
折旧摊销	143	181	466	573	617
财务费用	-30	100	49	53	53
投资损失	-78	-13	-34	0	0
营运资金变动	-1242	459	-399	66	-284
其他经营现金流	-38	74	-38	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1636</b>	<b>-2661</b>	<b>-3036</b>	<b>-584</b>	<b>-580</b>
资本支出	-343	-2171	-2744	-524	-523
长期投资	-1400	-556	-52	-60	-57
其他投资现金流	106	67	-240	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>665</b>	<b>1813</b>	<b>84</b>	<b>-41</b>	<b>-123</b>
短期借款	89	418	200	200	200
长期借款	187	-238	200	0	0
普通股增加	136	267	-299	0	0
资本公积增加	-8	2956	4	0	0
其他筹资现金流	260	-1590	-22	-241	-323
<b>现金净增加额</b>	<b>1093</b>	<b>2146</b>	<b>-2214</b>	<b>1006</b>	<b>1037</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>8041</b>	<b>6013</b>	<b>4715</b>	<b>4877</b>	<b>6364</b>
营业成本	3783	2718	2949	2971	3865
营业税金及附加	58	138	173	153	156
营业费用	49	73	37	38	45
管理费用	268	384	344	269	318
研发费用	237	172	131	126	149
财务费用	-29	166	236	255	294
资产减值损失	-3	0	0	0	0
其他收益	10	95	63	83	108
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	78	16	34	0	0
资产处置收益	35	-6	1	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3810</b>	<b>2427</b>	<b>942</b>	<b>1148</b>	<b>1645</b>
营业外收入	5	1	46	0	0
营业外支出	2	8	6	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3813</b>	<b>2420</b>	<b>982</b>	<b>1148</b>	<b>1645</b>
所得税	518	218	142	209	291
<b>净利润</b>	<b>3295</b>	<b>2202</b>	<b>840</b>	<b>939</b>	<b>1354</b>
少数股东损益	0	-6	-2	0	8
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3295</b>	<b>2208</b>	<b>842</b>	<b>939</b>	<b>1347</b>
EBITDA	3811	2763	1684	1975	2556
EPS (元/股)	4.57	3.06	1.17	1.30	1.87

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	232.5	-25.2	-21.6	3.4	30.5
营业利润(%)	445.1	-36.3	-61.2	21.9	43.4
归属母公司净利润(%)	485.8	-33.0	-61.9	11.5	43.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	53.0	54.8	37.5	39.1	39.3
净利率(%)	41.0	36.7	17.9	19.3	21.2
ROE(%)	43.9	18.1	6.8	7.2	9.5
ROIC(%)	33.3	16.9	7.2	7.4	9.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	34.4	23.0	24.4	24.2	24.7
净负债比率(%)	-12.4	-26.7	-4.9	-10.7	-15.8
流动比率	2.7	3.5	2.8	3.0	3.0
速动比率	1.9	2.6	1.7	2.0	2.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.4	0.3	0.3	0.4
应收账款周转率	22.2	14.4	13.5	14.9	17.4
应付账款周转率	17.9	12.8	15.3	15.4	17.7
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	4.57	3.06	1.17	1.30	1.87
每股经营现金流(最新摊薄)	2.84	4.16	1.23	2.26	2.41
每股净资产(最新摊薄)	10.41	16.88	17.15	18.19	19.68
<b>估值比率</b>					
P/E	8.9	13.3	34.9	31.3	21.9
P/B	3.9	2.4	2.4	2.2	2.1
EV/EBITDA	7.8	8.7	17.1	14.2	10.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 13 日收盘价

## 内容目录

一、公司概况	5
1.1 地勘服务起家，锂铷铯业务充分一体化，铜矿业务实现突破	5
1.2 团队管理层具备多年矿业从业经历，核心生产平台多由公司全资持有	6
1.3 锂价下行公司业绩承压，铷铯盐业务维持韧性	8
二、锂业务：实现 100%原料自供，锂盐产量迎高速增长	11
2.1 行业：产能出清步入中后阶段，成本安全垫为跨周期核心竞争点	11
2.2 资源：全资持有两座在产矿山，新增 60 万吨精矿采选产能充分释放	15
2.2.1 Bikita：持续勘探实现百万级增储，“200+200”万吨采选产能爬产顺利	15
2.2.2 Tanco：加拿大铷锂钽多金属在产矿山，远期规划 100 万吨采选厂	17
2.2.3 Namibe：参股安哥拉锂矿绿地项目，地理位置优越	19
2.3 冶炼：现有 6.6 万吨锂盐产能，降本措施卓有成效	20
三、铷铯业务：把持仅存在产资源，低估的全球铷铯一体化垄断龙头	23
3.1 行业：全球经济可采铷铯资源稀缺，下游高端应用场景广阔	23
3.2 公司铷铯盐品类丰富，矿冶一体化的全球龙头	25
四、铜钴：资源&冶炼陆续收储，有望贡献远期业绩增长极	27
五、盈利预测与投资建议	31
5.1 盈利预测	31
5.2 投资建议	32

## 图表目录

图表 1：中矿资源历史沿革	5
图表 2：公司与国内企业的合作情况	6
图表 3：截至 2024H1 公司资源储备	6
图表 4：公司股权结构	7
图表 5：公司高管层多为科班出身，具备多年矿业从业经验	7
图表 6：2019~2024Q1-3 营业收入	8
图表 7：2021-2024 年单季度营收（亿元）	8
图表 8：2019~2024Q1-3 归母净利润	8
图表 9：2021-2024 年单季度归母净利（亿元）	8
图表 10：2019~2024Q1-3 利润率情况	9
图表 11：2023-2024Q3 单季度利润率情况	9
图表 12：公司主要利润来源为锂盐业务和铷铯盐业务（亿元）	9
图表 13：公司铷铯盐业务毛利率维持高位，锂盐业务毛利率下滑	9
图表 14：公司上半年实现大幅降本	10
图表 15：锂行业流动比率	10
图表 16：锂行业资产负债率	10
图表 17：自 2023 年起公司 ROE 水平高于同行中位数	11
图表 18：公司净资产收益率拆解	11
图表 19：锂产业链结构图	12
图表 20：2023 年全球锂资源量分布（万吨）	13
图表 21：2023 年全球锂资源产量分布（万吨）	13
图表 22：2023 年锂资源终端应用	13
图表 23：国内锂电池产量（GWh）	13
图表 24：2021A-2026E 供需平衡	14
图表 25：锂盐累计成本曲线	14
图表 26：Bikita 矿山位于津巴布韦交通便利	15
图表 27：Bikita 锂矿项目矿区面积 15.28 平方公里	15
图表 28：Bikita 矿山现有锂资源量 288 万吨 LCE（截至 2024 年 4 月）	15
图表 29：Bikita “200+200” 选矿产能于 2023 年 7 月投产	16

图表 30:	Bikita 举行 132KV 输变电项目通电仪式.....	17
图表 31:	Bikita 和中国第 21 批援津医疗队联合义诊活动.....	17
图表 32:	加拿大温尼伯东北偏东约 180 公里.....	17
图表 33:	项目早在 1987 年就开始从事锂矿石采选运营.....	17
图表 34:	坑采方案下, Tanco 矿山资源量为 26 万吨 LCE (截至 2024 年 6 月) .....	18
图表 35:	项目采用房柱法, 矿柱中蕴含大量待采资源.....	18
图表 36:	Donner 湖锂矿项目位于 Tanco 以北.....	19
图表 37:	全部交易完成后, 公司将持有项目 29% 权益.....	19
图表 38:	项目距离安哥拉港口城市纳米贝仅 20 公里.....	19
图表 39:	目前勘探主要围绕 Muvero 矿权展开.....	20
图表 40:	初步勘探结果显示项目具备高潜力资源.....	20
图表 41:	公司力争 2026 年以前建成 9.6 万吨锂盐产能.....	21
图表 42:	东鹏新材现有厂房.....	21
图表 43:	公司电池级锂盐生产工艺流程图.....	22
图表 44:	公司新建 3.5 万吨锂盐项目单吨投资成本位于同行领先水平.....	23
图表 45:	铷铯盐下游应用场景.....	23
图表 46:	完井液工作原理.....	24
图表 47:	我国海上最大高温高压气田于 2023 年 11 月安装完成.....	24
图表 48:	2020 年全球铯储量 (不含中国).....	25
图表 49:	2020 年全球铷储量 (不含中国).....	25
图表 50:	公司铷铯盐精细化工工艺流程.....	26
图表 51:	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.....	26
图表 52:	铷铯业务毛利 (亿元).....	27
图表 53:	铷铯业务毛利率.....	27
图表 54:	公司拥有 Kitumba 项目 65% 权益.....	27
图表 55:	Kitumba 铜矿位于赞比亚中部地区.....	28
图表 56:	Kitumba 矿床资源情况 (截至 2015 年 7 月 29 日).....	28
图表 57:	Tsumeb 尾矿渣富含锗、镓、锌等有色金属.....	29
图表 58:	2020 年全球锗资源储量占比.....	29
图表 59:	中国为主要锗金属生产国.....	29
图表 60:	自 2024 年 4 月起锗价迎来突涨.....	30
图表 61:	从冶炼渣中提取锗的方法.....	30
图表 62:	公司主营业务财务数据预测 (百万元).....	31
图表 63:	可比公司估值表.....	32

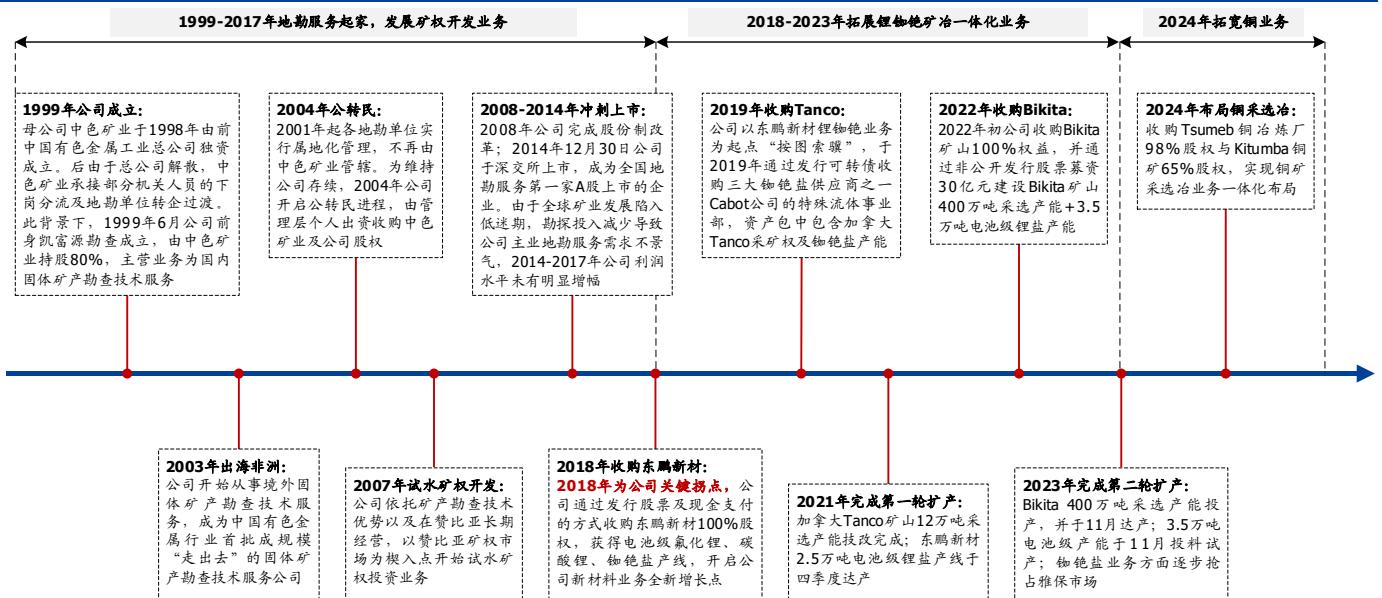
## 一、公司概况

### 1.1 地勘服务起家，锂铷铯业务充分一体化，铜矿业务实现突破

**A股首家地勘服务上市公司，锂铷铯业务充分一体化，新拓铜钴板块业务。**公司成立于1999年，原为国家有色金属工业局旗下勘探公司，后完成公转民营，2014年在深交所上市，成为全国地勘服务第一家A股上市的企业。2018年为公司关键转折点，当年通过发行股票及支付现金的方式收购东鹏新材100%股权，获得电池级氟化锂、碳酸锂、铷铯盐产能，开启公司新材料业务全新增长点。公司以此为基点，“按图索骥”陆续收购东鹏新材直接上游Tanco、Bikita矿山，实现资源&冶炼一体化布局。目前，公司已建成6.6万吨电池级锂盐+418万吨采选产能，铷铯业务已获得全球垄断地位。

今年以来，公司先后收购Tsumeb冶炼厂与Kitumba铜矿股权，铜矿采选冶业务实现突破，并获得锗资源储备。中长期看，公司规划在现有锂、铷铯、铜资源开发业务的基础上充分利用在手矿权和资源开发经验，拓展锗、稀土等其他金属资源品业务，远期有望成为全球资源平台型公司。

图表1：中矿资源历史沿革



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**传统主业对内赋能，提供中长期前端资源保障。**公司传统主业为地勘服务与矿权开发业务。依托自身丰富的矿产勘查经验和技術优势，公司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，业务遍布非洲、东南亚、中亚、南欧等二十余个国家和地区。随着公司战略与利润重心向锂、铷铯等资源开发利用业务倾斜，公司传统主业转向对内赋能为主，主要方式包括对现有矿山持续勘探、实现资源增储；同时拓展新的资源板块业务，为公司长远发展提供稳定的前端资源保障。截至2024年中，公司持有采矿权27处、探矿权46处、地表租约13处，矿权集中于加拿大、赞比亚、津巴布韦等。

图表2: 公司与国内企业的合作情况

合作伙伴	项目
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、江西铜业	阿富汗艾娜克铜矿
北方工业	津巴布韦铂钯矿
紫金矿业	刚果(金)科米卡铜钴矿
	刚果(金)卡莫阿铜矿

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表3: 截至 2024H1 公司资源储备

项目	地区	主要资源	资源储量
Bikita	津巴布韦	锂	资源量 288.47 万吨 LCE@1.03%
Tanco	加拿大	铯、锂	Cs2O 资源量 4.21 万吨, 锂资源量 25.6 万吨 LCE@2.74%
Kitumba 铜矿	赞比亚	铜	铜金属量 61.40 万吨@2.20%
希富玛铜矿	赞比亚	铜	铜金属量 21.84 万吨@0.72%
卡布韦铜矿	赞比亚	铜	铜金属量 15.46 万吨@1.4%
卡马提克铁矿	赞比亚	铁	铁矿石资源量 3.48 亿吨@46.48%
津巴布韦铬铁矿	津巴布韦	铬	铬资源矿石量(333)类为 673 万吨
孔布瓦稀土矿	赞比亚	稀土	稀土氧化物矿石资源量 278 万吨, TREO 品位 2.76%; 磷矿石资源量 2,182 万吨 @7.06%
Tsumeb 冶炼厂尾矿	纳米比亚	多金属	锗金属含量 746.21 吨@253.51 克/吨、镓金属含量 409.62 吨@139.16 克/吨、锌金属含量 21 万吨@7.12%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 1.2 团队管理层具备多年矿业从业经历, 核心生产平台多由公司全资持有

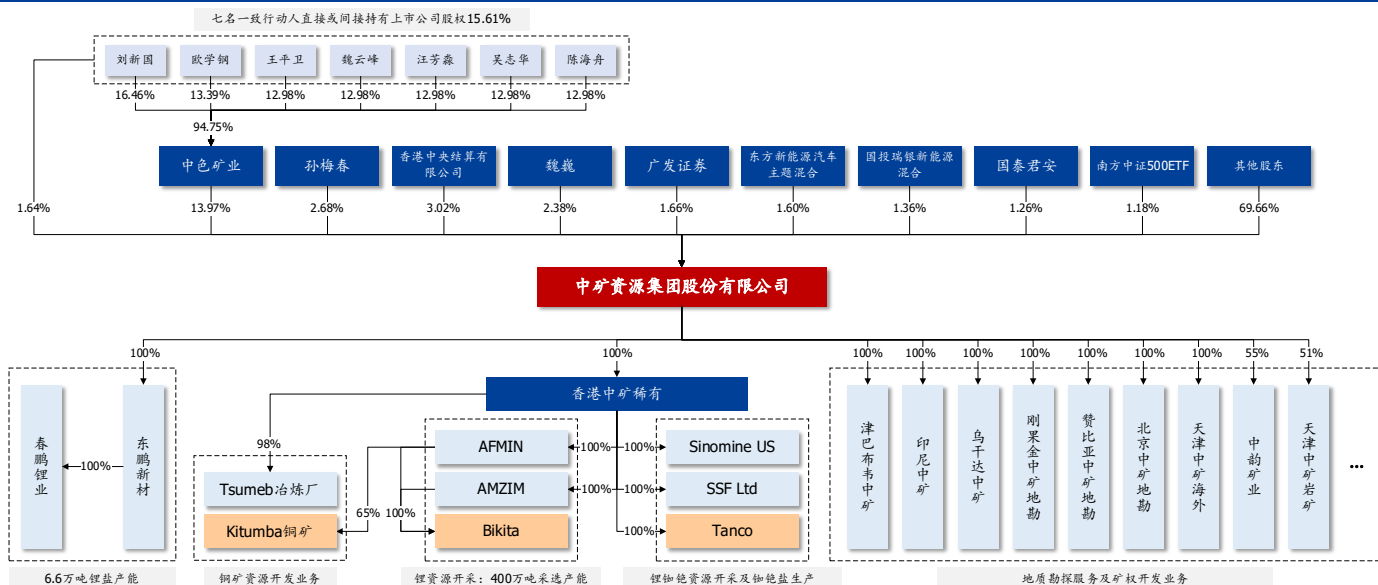
公司控股股东为中色矿业集团有限公司, 共同实际控制人为王平卫等。截至 2024 年 6 月 30 日, 控股股东中色矿业持有公司 13.97% 股权, 刘新国、王平卫、欧学刚等 7 名一致行动人共同持有中色矿业 94.75% 股权, 直接或间接持有上市公司 15.61% 股权, 为公司实际控制人。王平卫博士任公司现任董事长。前十大股东中, 孙梅春先生持有公司 2.68% 股权。孙梅春先生原为东鹏新材第一大股东, 后公司通过向其发行股票的方式收购其持有的东鹏新材股权。

子公司方面, 公司子公司主要分为锂盐生产、铜矿资源开发、非洲锂矿开发、铷铯资源开发、传统主业等。

- **铷铯业务:** Sinomine US 主营铷盐销售、SSF Ltd 负责甲酸铷租赁、销售、回收业务, Tanco 持有 Tanco 矿山采矿权证并开展铷榴石、锂矿采选及铷铯盐生产业务, 现有 18 万吨采选产能。
- **锂矿资源:** Bikita 拥有 Bikita 矿山采矿权证, 现建成 400 万吨采选产能, 为公司主要锂矿石原料来源。
- **铜矿业务:** 公司今年通过香港中矿稀有收购纳米比亚 Tsumeb 冶炼厂、通过 AFMIN 收购 Kitumba 铜矿多数股权。
- **锂盐生产:** 东鹏新材为公司铷铯盐及锂盐生产平台, 其子公司春鹏锂业为 2022 年定增 3.5 万吨电池级锂盐项目实施主体。

此外, 公司还与宁波韵升成立合资公司中韵矿业, 共同在非洲地区投资与开发矿产资源。其余子公司主要为地勘服务、矿权开发与贸易平台。

图表4: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, iFind 企业库, 国盛证券研究所; 注: 股东权益及子公司权益采用 2024 年中报口径; 控股股东中色矿业股权结构采用 2023 年 12 月 23 日简式权益变动报告书口径

公司管理层多为科班出身，具备多年矿业从业经验。公司董事长王平卫博士毕业于中南大地质工程专业，1982 年加入湖南有色地质队，具备三十年勘探从业经历，被评为商务部研究院行业导师，国家级“勘察大师”。

图表5: 公司高管层多为科班出身，具备多年矿业从业经验

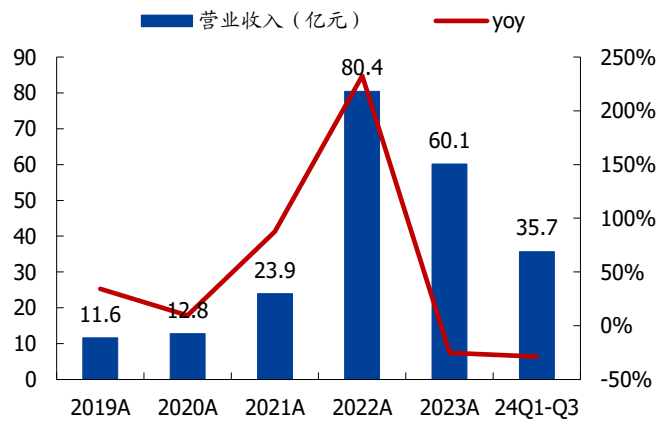
姓名	职务	履历
王平卫	总裁	1982 年毕业于中南大学地质工程专业，教授级高级工程师；曾任湖南有色地质 217 队工程师、副大队长；2000 年 1 月起历任中矿资源总裁、董事、董事长
张学书	副总裁	工学博士，教授级高级地质工程师，JORC 规范合资格人，曾担任云南省有色地质局 308 队总工程师，历任公司副总工程师、总工程师，现任公司副总裁
张津伟	副总裁、董秘	工学博士，高级工程师。自 2010 年历任公司总裁助理、人力资源总监、市场运营总监，公司党总支部书记，现任公司副总裁兼董事会秘书、公司党支部书记
王振华	副总裁	津巴布韦中资新能源矿业协会会长，Bikita 矿业有限公司总经理，现任公司副总裁
姜延龙	财务总监	2005 年毕业于中央财经大学会计学专业，美国注册管理会计师（CMA），历任中国石油长城钻探工程有限公司历任项目部财务主管、财务经理，公司财务部经理、高级经理，现任公司财务总监

资料来源: 公司公告, 公司官网, iFind, 国盛证券研究所

### 1.3 锂价下行公司业绩承压，铷铯盐业务维持韧性

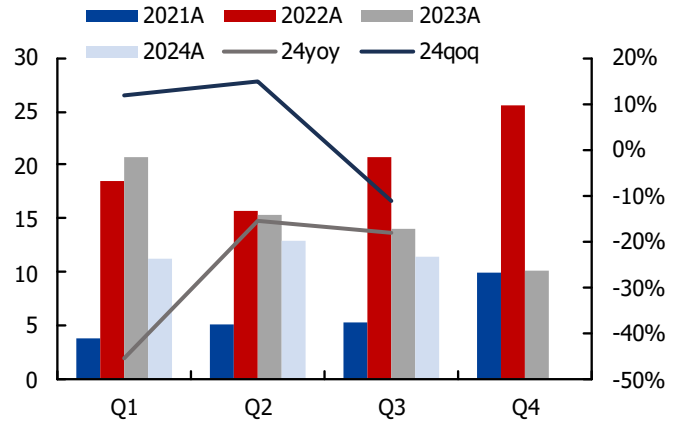
前三季度公司业绩同比承压，主因锂价下跌与铷铯下游客户反弹。2024年1-9月公司实现营收36亿元，同比-29%，毛利率35%；归母净利5.5亿元，同比-74%，净利率15%。分季度看，Q1-Q3公司实现营收11/13/11亿元，Q3同环比-18%/-11%，毛利率38%/45%/22%。归母净利2.6/2.2/0.7亿元，Q3同环比-87%/-66%；扣非归母2.3/2.2/-0.3亿元。今年以来，锂行业维持震荡偏弱格局，价格低迷下公司锂资源开发业务同比承压，公司通过采用锂辉石原料、用电降本等方式不断降低锂矿成本，一定程度对冲锂盐价格下跌的扰动；铷铯业务方面，公司今年依托于市场地位调涨产品定价，我们预测客户方面或有一定反弹，财务端体现为营收回调、毛利率上升；后续随着下游逐步消化定价，预计公司铷铯业务恢复稳增。

图表6: 2019~2024Q1-3 营业收入



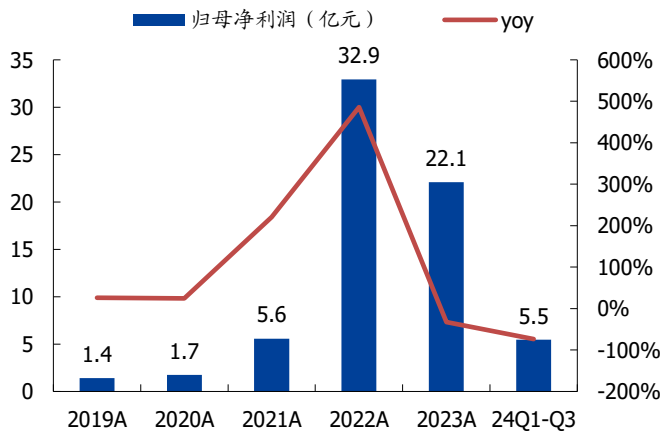
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表7: 2021-2024年单季度营收 (亿元)



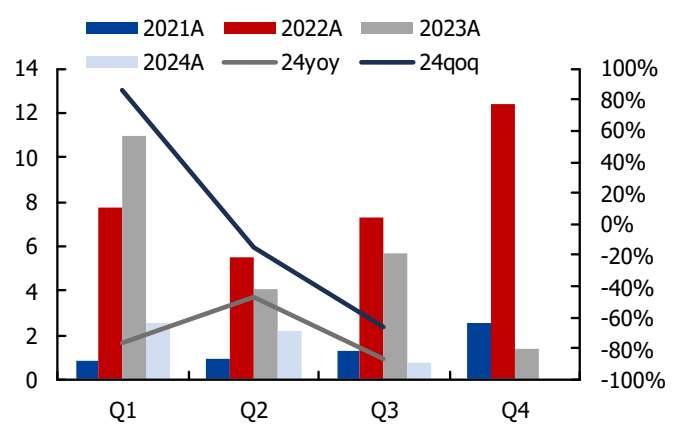
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表8: 2019~2024Q1-3 归母净利润



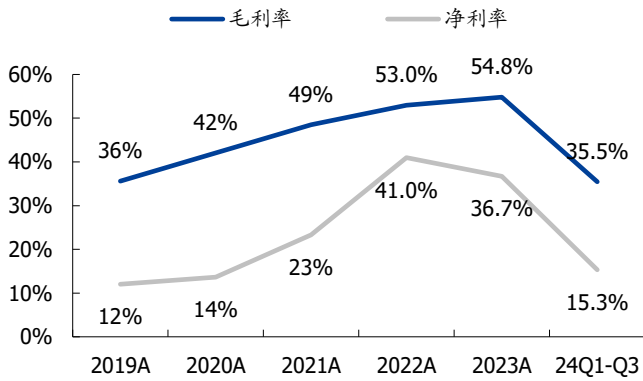
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表9: 2021-2024年单季度归母净利 (亿元)



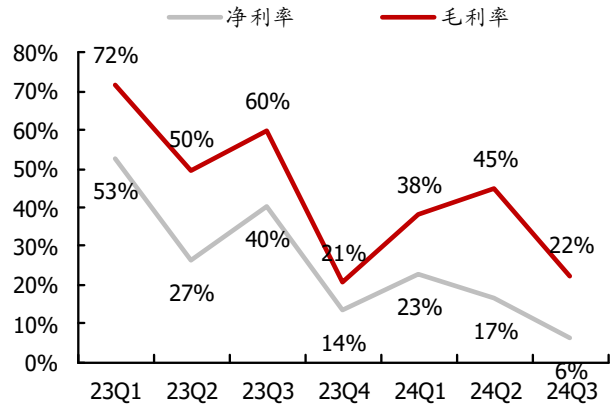
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表10: 2019~2024Q1-3 利润率情况



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

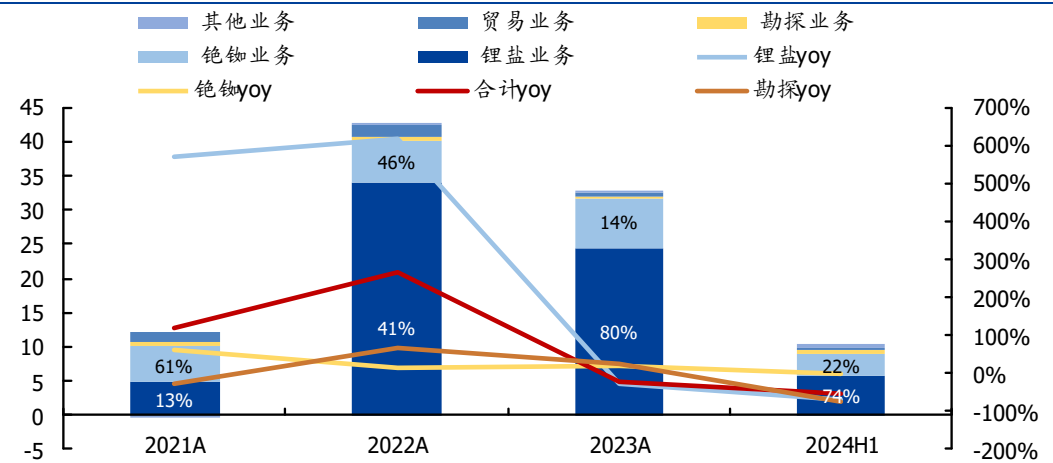
图表11: 2023-2024Q3 单季度利润率情况



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

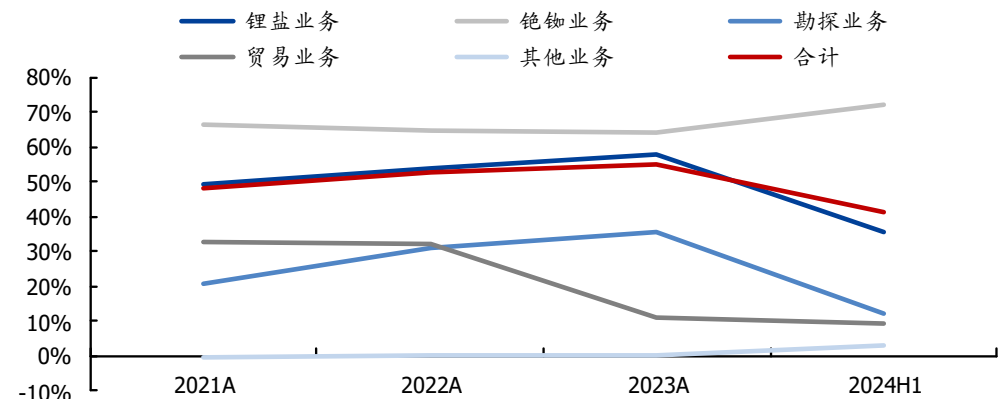
分板块来看，锂盐毛利占比下滑、铷铯业务业绩维持韧性。2024H1 公司锂盐业务营收 16 亿元，同比-41%，毛利 5.7 亿元，同比-68%，毛利率 36%，毛利占比由去年全年 74% 降至 56%。2024H1 铷铯业务营收 4.7 亿元，同比-12%，毛利 3.4 亿元，同比-4%，毛利率 72%，同比+6.1pct，毛利占比由去年全年 22% 提升至 34%。2020-2021 年因公共事件导致全球矿权开发活动放缓，公司传统主业地勘服务营收出现较大幅度下滑，自 2022 年起逐步企稳，今年上半年营收 1.1 亿元，同比 1.4%，回归 2020 年水平。

图表12: 公司主要利润来源为锂盐业务和铷铯业务 (亿元)



资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表13: 公司铷铯业务毛利率维持高位，锂盐业务毛利率下滑



资料来源: iFind, 公司公告, 国盛证券研究所

**锂盐产销:** 公司 2024H1 实现 1.68 万吨锂盐销售, 超过去年自有矿销量; 产品单位售价 10.7 万元/吨 (含税), 单位成本 6.1 万元/吨, 较去年全年 10.3 万元/吨降低 41%, 主要来源于使用高品位锂辉石原料、市政电+绿电降本等。公司费用率略有调增, 主因 Q1 津巴布韦津元汇率变动引致汇兑损失增加, 单季度录得财费 1.4 亿元。综合来看, 我们测算 2024H1 公司单位完全成本为 8.1 万元/吨, 单位净利 1 万元/吨 (含税)。我们认为, 随着公司继续转用锂辉石原料、汇兑损失影响缓解, 公司具备进一步降本空间。

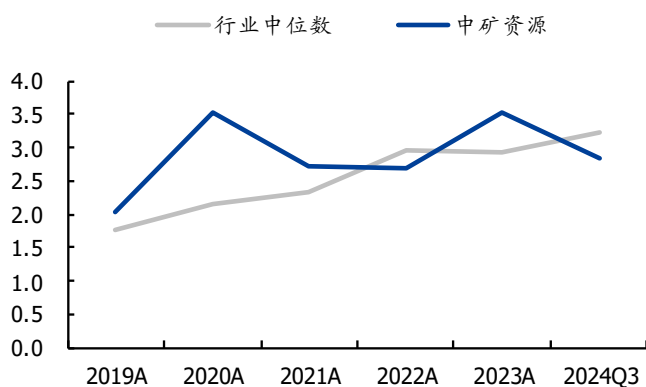
图表14: 公司上半年实现大幅降本

产销量	项目	单位	2021A	2022A	2023A	2024H1
锂盐	销售量	吨	5,230	24,207	17,407	16,799
	生产量	吨	7,802	22,853	18,394	
	库存量	吨	2,462	881	1,698	
	单位售价	万元/吨, 含税	20.9	29.6	27.5	10.7
	单位营业成本	万元/吨	9.4	12.1	10.3	6.1
	费用率	%	16%	7%	16%	19%
	单位完全成本 (税前)	万元/吨	12.6	14.2	14.6	8.1
	单位毛利	万元/吨	9.1	14.1	14.1	3.4
	单位净利 (税后)	万元/吨	4.4	8.9	7.4	1.0

资料来源: 公司公告, iFind, 国盛证券研究所; 注: 费用率=(税金及附加+四费)/营业收入\*100%; 计算单位净利的所得税率取 25%

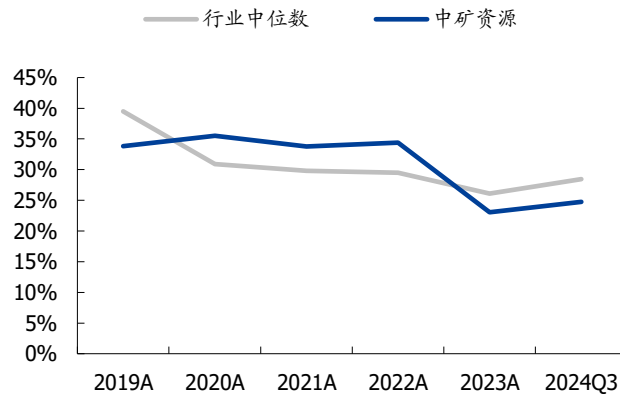
**公司 ROE 水平高于同行, 低负债率为后续项目开发提供杠杆空间。** 2024 年 1-9 月公司经营性净现金流自 2018 年首次转负, 主因产品价格大幅下跌、公司账期延长所致。截止三季度末, 公司账面现金 24 亿元, 流动比率 2.85, 接近行业中位数; 公司资产负债率录得 25%, 维持偏低水平。低负债率为后续铜、锗、稀土资源项目开发提供杠杆空间。上半年锂行业可比公司业绩均有下滑, ROE 水平延续恶化, 公司依托于自有矿持续降本及铷铯业务稳健利润来源, ROE 水平高于同行中位。拆分来看, 公司以更低的资产负债率与全资持有主要盈利项目获得更高的 ROE 水平。

图表15: 锂行业流动比率



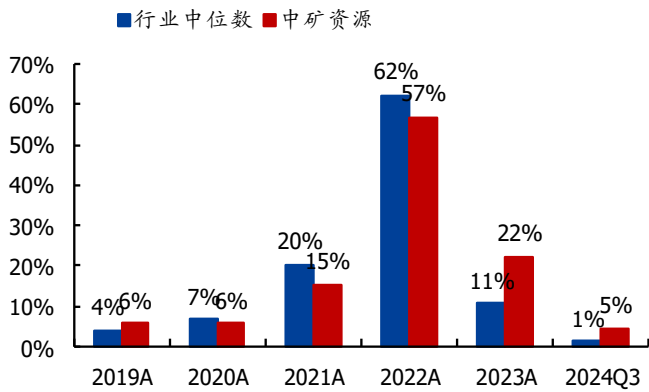
资料来源: iFind, 国盛证券研究所; 注: 可比同行选取西藏矿业、盛新锂能、赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团、永兴材料、天华新能, 右同

图表16: 锂行业资产负债率



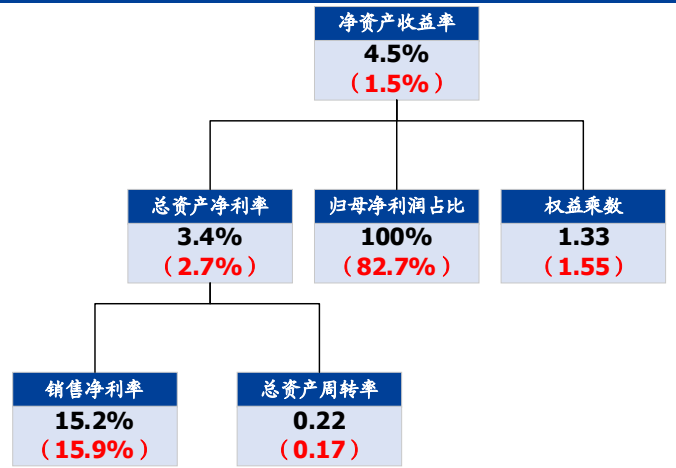
资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表17: 自2023年起公司ROE水平高于同行中位数



资料来源: iFind, 国盛证券研究所

图表18: 公司净资产收益率拆解



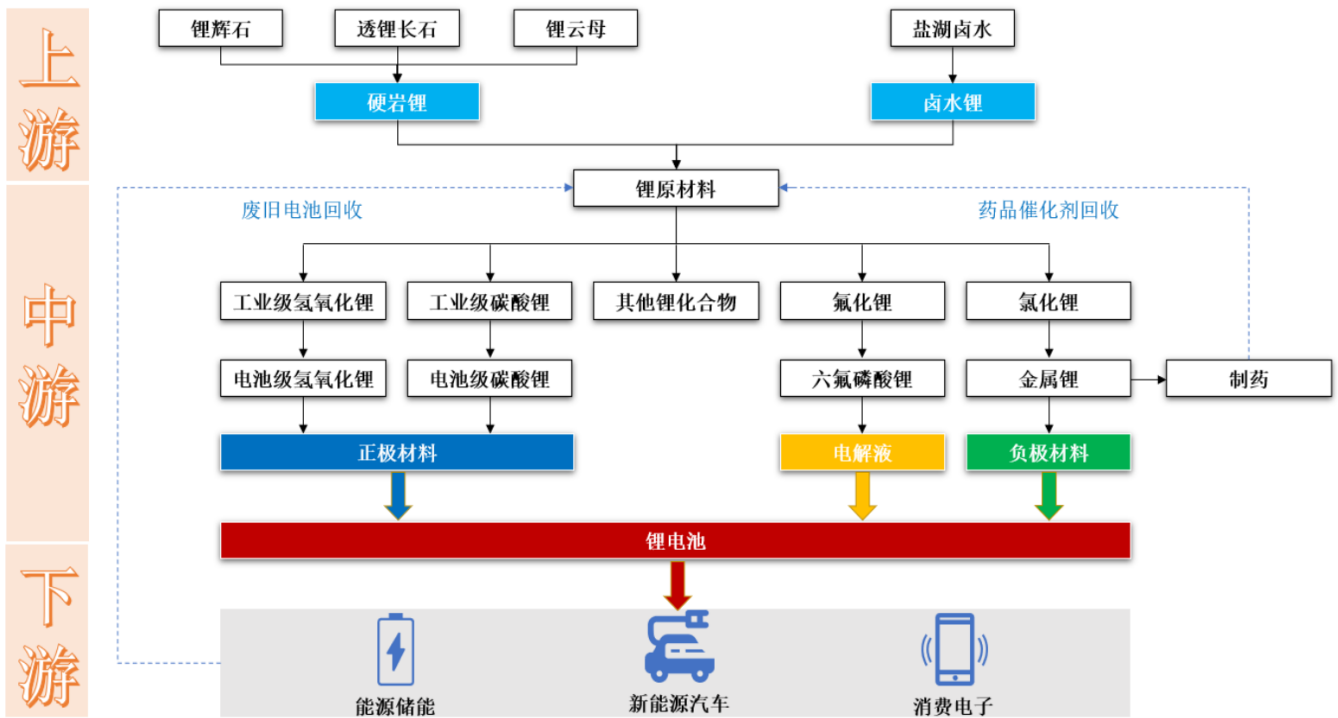
资料来源: iFind, 国盛证券研究所; 注: 括号内为可比同行中位数

## 二、锂业务: 实现 100%原料自供, 锂盐产量迎高速增长

### 2.1 行业: 产能出清步入中后阶段, 成本安全垫为跨周期核心竞争点

**锂: 重要战略矿产资源, 新能源关键原料。** 锂, 是世界上最轻、电化当量最大、金属活动性最强、标准氧化电势最高的金属, 在能源领域具有重要的战略地位, 又被称为“21世纪的能源金属”和“白色石油”。锂在地壳中的丰度居第二十七位, 主要以锂辉石、透锂长石、云母、盐湖卤水等形式存在。矿物或卤水经冶炼、提纯得到碳酸锂、氢氧化锂、氟化锂、氯化锂等锂化物, 现主要用于锂电池正极材料、电解液生产, 随着固态电池技术发展, 未来还有望以金属锂的形式用于锂电负极。锂电池广泛应用于电化学储能、电动车、消费电子等领域, 是新能源产业和整个工业的重要组成部分, 在推进绿色低碳转型中具有重要作用。公司锂业务聚焦于行业中上游, 主营锂矿资源开发及锂盐生产。

图表19: 锂产业链结构图

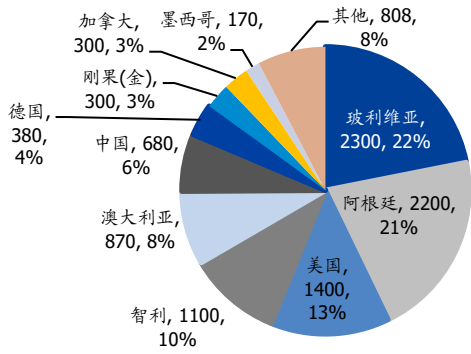


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**资源端:** 全球资源分布不均, 硬岩资源集中于澳大利亚, 卤水资源集中于南美。锂在地壳中的丰度居第二十七位, 锂的主要存在形式包括硬岩型锂矿和盐湖卤水, 其中硬岩型锂矿又可分为伟晶岩型(锂辉石、锂云母、透锂长石)和沉积岩型(黏土)。从资源品质来看, 锂辉石理论品位上限较高, 矿石杂质一般较低, 可用于生产高纯度锂盐产品; 透锂长石、锂云母理论品位上限低于锂辉石, 难选出高品位精矿, 因此综合成本普遍高于锂辉石提锂; 此外, 由于锂云母原矿品位低, 采选、冶炼过程中会产生大量尾渣, 其中可能存在有害重金属元素。盐湖提锂成本最低, 主要通过吸附法、沉淀法等方式获得氯化锂、碳酸锂等基础锂盐, 由于钾、镁等杂质含量较高, 大多产品无法达到电池级, 产品以工业级为主。

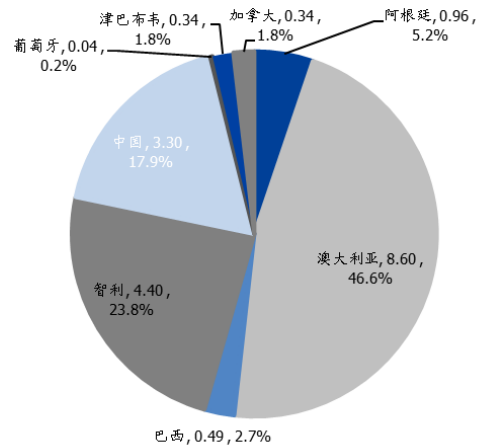
从资源分布来看, 据 USGS, 截至 2023 年全球锂储量达 1.05 亿吨金属吨, 其中南美“锂三角”智利、阿根廷、玻利维亚合计占比 53%, 三者以盐湖卤水为主; 澳大利亚以锂辉石为主, 资源量占比 8%; 中国资源量位列全球第六, 仅次于澳大利亚, 资源主要分布于川西锂辉石、青藏盐湖及江西云母。从产量来看, 以 USGS 口径 2023 年全球锂资源供应达 18 万吨金属吨, 其中澳大利亚占据全球锂资源供应半壁江山, 达 47%, 智利、中国其次, 分别占比 24%、18%, 津巴布韦增长迅猛, 由 2022 年 0.1 万吨金属吨增至 2023 年 0.34 万吨金属吨。

图表20: 2023年全球锂资源量分布(万吨)



资料来源: USGS, iFind, 国盛证券研究所

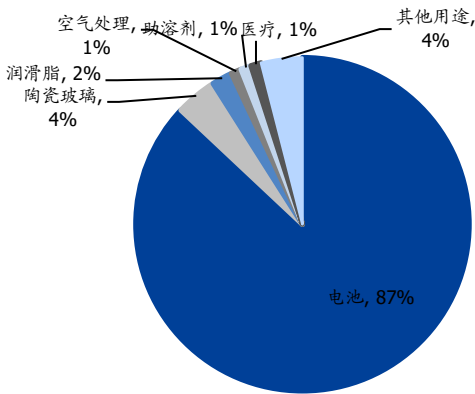
图表21: 2023年全球锂资源产量分布(万吨)



资料来源: USGS, iFind, 国盛证券研究所

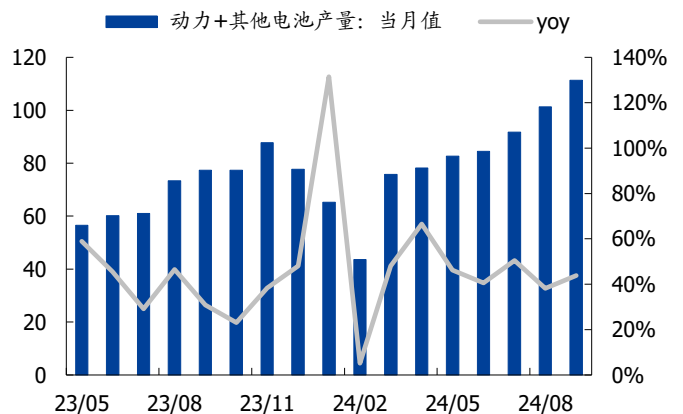
**需求端:** 据 USGS, 2023 年全球锂金属终端需求分别为: 电池, 87%; 陶瓷玻璃, 4%; 润滑脂, 2%; 空气处理, 1%; 助熔剂, 1%; 医疗, 1%; 其他用途, 4%。锂离子电池具有能量密度高、充电时间短、能耗低、重量轻等技术特点, 使其在电动车、储能、消费电子领域得到广泛应用, 得益于电动车及储能领域高增, 终端电动车与储能系统需求高增, 锂电池已构成锂金属最核心的需求来源。

图表22: 2023年锂资源终端应用



资料来源: USGS, 国盛证券研究所

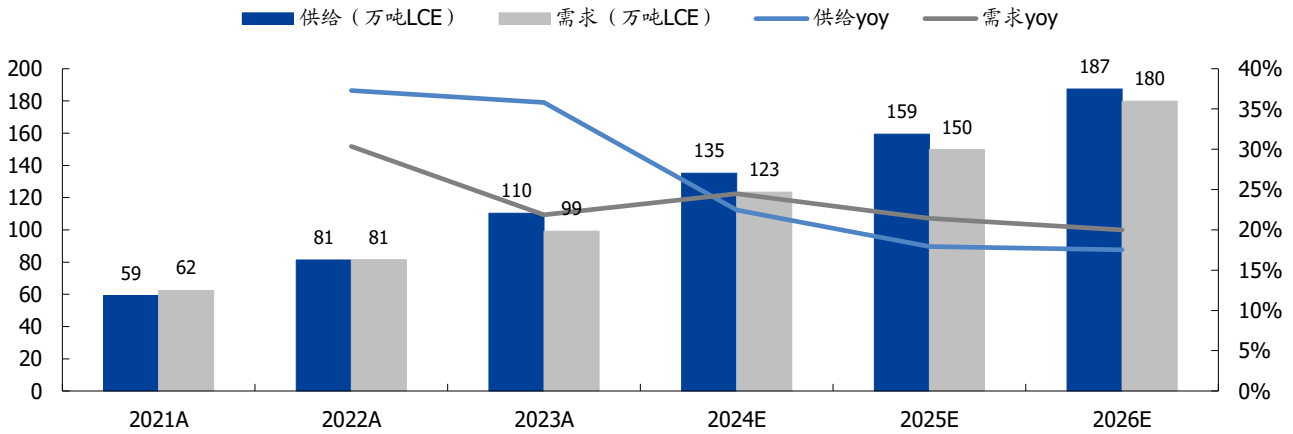
图表23: 国内锂电池产量(GWh)



资料来源: 创新联盟, iFind, 国盛证券研究所

**后市展望:** 供需来看, 我们预计今年锂盐需求约 123 万吨 LCE, 同比 24%, 其中动力/储能电池需求分别为 69/29 万吨 LCE。预计今年锂盐供给约为 135 万吨 LCE, 同比+22%, 主要增量来自澳矿、非矿与阿根廷盐湖, 今年供给过剩格局延续。从当前时点来看, 考虑产能爬坡、公司指引以及基于成本进行调整, 我们预计 2025-2026 年锂盐供给端分别为 159/187 万吨 LCE, 增速有所下滑, 主要增量为非洲中资项目与智利、阿根廷盐湖; 同时, 需求端随着海外电动车进一步渗透与储能需求维持高增, 预计 2025-2026 年锂盐需求达 150/180 万吨 LCE, 同比维持中高增速。从静态视角, 潜在供给仍超越需求, 对未来锂价形成压制; 与此同时, 在当前锂价水平下, 部分资源供应已出现亏利润的状态, 若锂价进一步下行, 成本曲线右侧的供应有望加速出清, 实际供给量或超预期下行, 后续需持续关注新增产能投放情况与高成本供应退出情况。

图表24: 2021A-2026E 供需平衡

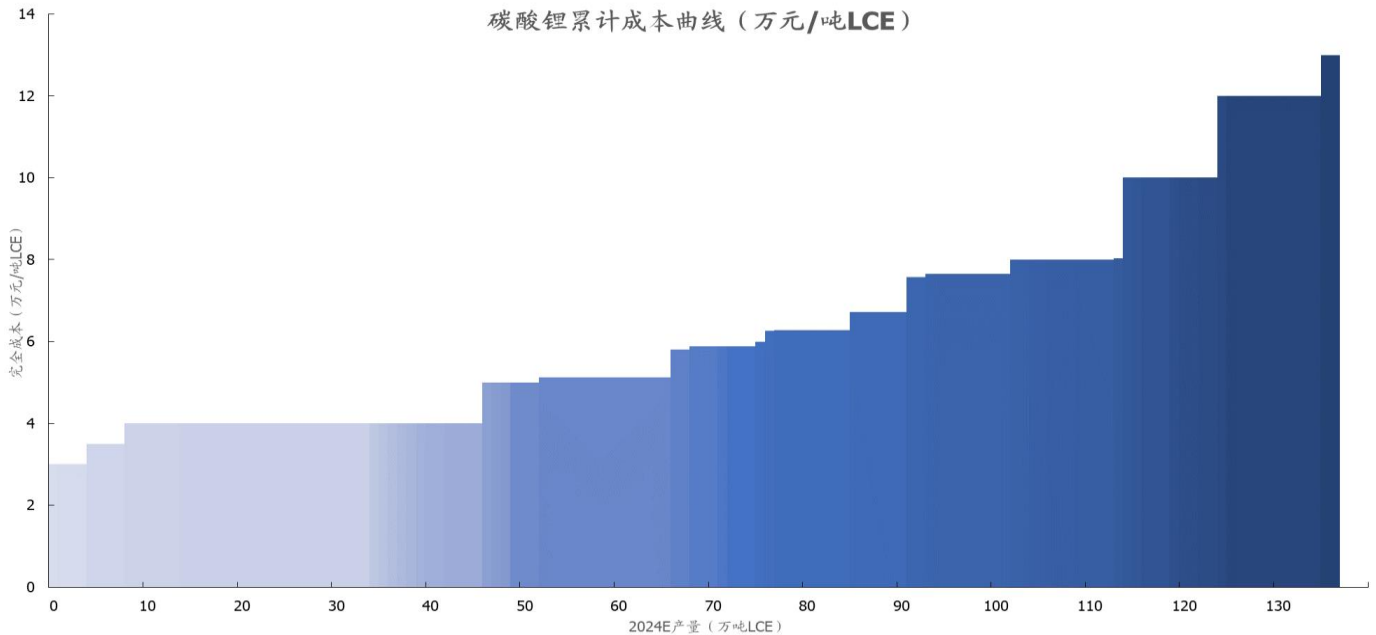


资料来源: 公司公告, 公司官网, iFind, EVtank, Statista, 百川盈孚, 国盛证券研究所预测

供强需弱格局下, 对成本边际的探讨尤为重要, 行业通过价格调整挤出高成本供给实现供需平衡, 右侧成本曲线提供中期锂盐“定价锚”。国内外盐湖 (3-4 万元) < 澳矿 (5-7 万元) < 部分非矿+国内优质云母 (7-9 万元) < 外购原料回收提锂+低品位云母 (10-12 万元)。按中性需求预期来看, 2024 年 123 万吨 LCE 需求对应 8-9 万元/吨成本边界, 对应高成本非矿及云母供给项目。在成本逻辑下, 我们预计锂价短中期下有底、上有顶, 静待高成本供应逐步出清与需求端逐步渗透。

综上, 我们认为资源低成本保供是当前行业稀缺竞争优势, 具备前述特征的企业有望凭借资源+冶炼一体化生产构筑成本缓冲垫, 维持平稳盈利空间并有望逢低收储, 为下一上行周期蓄能, 贡献远期业绩弹性。

图表25: 锂盐累计成本曲线



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

## 2.2 资源：全资持有两座在产矿山，新增 60 万吨精矿采选产能充分释放

### 2.2.1 Bikita：持续勘探实现百万级增储，“200+200”万吨采选产能爬产顺利

**基础设施：**Bikita 锂矿项目矿区面积 15.28 平方公里，自 1911 年开始商业化运营，基础设施齐全。矿山位于津巴布韦马旬戈省，距离首都哈拉雷 325 公里，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。矿山产出精矿从南非德班港运至国内宁波港，通过港区铁路海铁联运至南昌向塘码头，而后陆运至江西东鹏新材加工。整个运输周期约为 2 个月时间。截至 2024 年 6 月，公司精矿单吨运输成本约为 200 美元/吨。

图表26: Bikita 矿山位于津巴布韦交通便利



资料来源: Bikita Mineral, 国盛证券研究所

图表27: Bikita 锂矿项目矿区面积 15.28 平方公里



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**资源量：**Bikita 矿山是目前津巴布韦境内最大的在产锂矿之一，公司拥有 Bikita 锂矿项目 100% 权益，采矿权有效期为永久。Bikita 矿石类型为共生有铯榴石的透锂长石和锂辉石型矿石，分为东区与西区（包含 Shaft+Shaft\_N+SQI6）。2022 年收购矿山后，公司依托于在地勘服务行业多年技术积累，对未评估的矿山东区以及已评估的西区进行补充勘探。2024 年 4 月公司对 Bikita 矿山资源量进行更新：矿区保有锂资源量 **288 万吨 LCE**，平均品位为 **1.03%**，较收购时新探获资源量近 **204 万吨 LCE**，较去年 4 月亦增储 **104 万吨 LCE**，按 **400 万吨采选产能** 计算，矿山开采剩余年限约 **28 年**。结构上，此次增储主要来源于东区和西区 Shaft\_N 区块，东区增储资源主要为推断级，后续随着进一步勘探将逐步升级为更具确定性的资源类型。

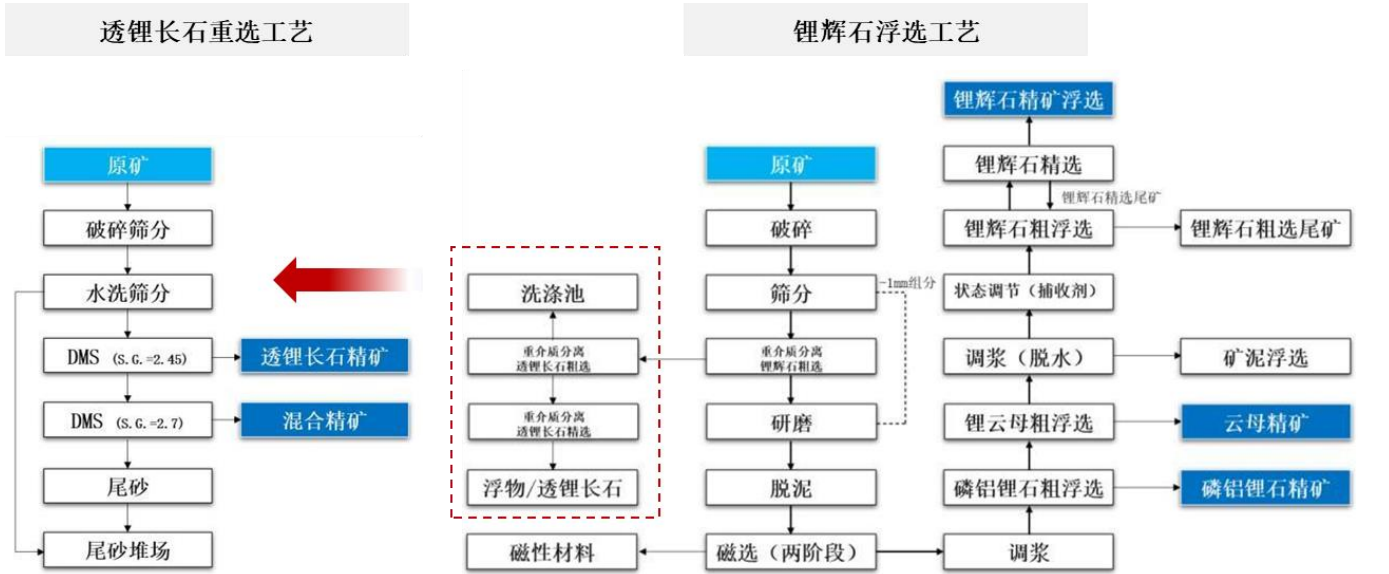
图表28: Bikita 矿山现有锂资源量 288 万吨 LCE (截至 2024 年 4 月)

区块	类别	矿石量 (万吨)	平均品位 (%)	碳酸锂当量 (万吨 LCE)	去年同期 (万吨 LCE)	yoy (万吨 LCE)
西区 (SQI6+Shaft+Shaft_N)	探明	2,652	1.19	78	63	15
	控制	1,639	1.07	43	34	9
	推断	1,358	0.92	31	16	15
	小计	5,649	1.09	152	113	39
东区	探明	1,572	1.28	50	39	11
	控制	1,093	0.92	25	24	1
	推断	3,021	0.83	62	9	53
	小计	5,686	0.97	137	71	66
西区+东区	探明	4,224	1.22	128	101	27
	控制	2,731	1.01	68	58	10
	推断	4,379	0.86	93	25	68
	总计	<b>11,335</b>	<b>1.03</b>	<b>288</b>	<b>184</b>	<b>104</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**采选：**目前公司主要针对矿山西区 Shaft 项目（透锂长石）和 SQI6 项目（锂辉石）进行开发，采矿方式为露天开采。2022 年公司收购矿山后，在原有 70 万吨透锂长石/年在产选矿产能的基础上，使用 2022 定增募资及自有资金，总投资 19.4 亿元将产能扩张至年采选 200 万吨透锂长石（重选工艺）+200 万吨锂辉石（浮选工艺），对应年产 **30 万吨锂辉石精矿（Li2O5.5%）+30 万吨化学级透锂长石精矿（Li2O4.3%）/15 万吨技术级透锂长石精矿产能，理论折合 6.3-7 万吨 LCE**。项目新增产能均于去年 7 月初建成并投料试产，于 11 月 9 日达产，目前项目平稳运行，充分满足公司锂盐生产所需原料，实现资源端产能与冶炼端产能的高度匹配。

图表29: Bikita “200+200” 选矿产能于 2023 年 7 月投产



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

非洲矿权开发面临诸多挑战，**Bikita** 树立在非投资“样板戏”。非洲矿权开发最主要的风险之一为当地政治稳定性，政权更迭、武装冲突、资源民族主义等均有可能影响项目开发进度，乃至存在资产灭失的风险；要素禀赋方面，非洲多数国家和地区基础设施和供应链相对较差，存在原辅料短缺、电力、燃料、水、交通等要素供应不充分的问题。

公司作为最早一批“走出去”的地勘服务企业，在非经营已逾 20 年，熟悉当地政治社会运作模式以及矿产资源特点。公司秉持 ESG 发展理念，积极配合当地政府对水和森林等资源进行管理和保护，如绿色有效地勘资源，安全管理尾矿库，合理处理污水以及进行光伏等可再生能源开发项目；社区建设方面，公司实施本地化用工，响应本地采购政策，积极参与社区事务，主动帮助当地民众改善电力、道路、桥梁等基础设施和医疗卫生健康条件，如由 **Bikita** 投资建设的 132kv 变电站于 2024 年 3 月正式通电，电网覆盖了附近的村落，为社区上千户居民解决了用电问题，获得当地政府的高度支持。

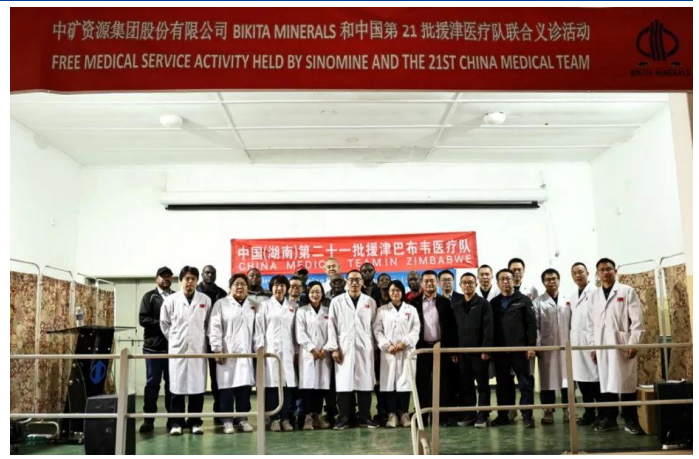
中长期看，**Bikita** 模式作为在非投资“样板戏”具有显著正外部性，将有利于公司在津巴布韦乃至非洲地区获取矿产资源、开发运营时得到当地政府及社区的支持，促使项目高效推进，实现公司与社区合作共赢。

图表30: Bikita 举行 132KV 输变电项目通电仪式



资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

图表31: Bikita 和中国第 21 批援津医疗队联合义诊活动

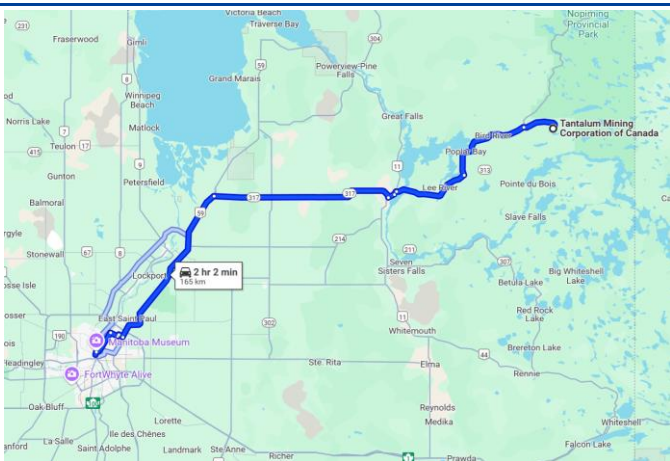


资料来源: 公司公众号, 国盛证券研究所

### 2.2.2 Tanco: 加拿大铯锂钽多金属在产矿山, 远期规划 100 万吨采选厂

**地理位置:** Tanco 项目位于加拿大温尼伯东北偏东约 180 公里, 在伯尼克湖西北岸边, 靠近马尼托巴-安大略边界。Tanco 在几个方向与省级道路相连, 并有铁路与温尼伯相连, 公路车程从最近城市温尼伯约 2 小时即可抵达矿区, 交通便利。矿山于 1987 年起锂矿石采选运营, 基础设施完备。

图表32: 加拿大温尼伯东北偏东约 180 公里



资料来源: googlemap, 国盛证券研究所

图表33: 项目早在 1987 年就开始从事锂矿石采选运营



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**锂资源量:** 公司拥有 Tanco 矿山项目 100% 权益, 该矿区包含三处采矿权, 有效期至 2034 年 4 月。按现有坑采方案测算, 矿区保有资源量  $\text{Li}_2\text{O}$  平均品位 3.3% 的矿石量 188 万吨, 折合 15.4 万吨 LCE; 平均品位 1.89% 的矿石量 219 万吨, 折合 10.2 万吨 LCE; 合计 26 万吨 LCE。此外, Tanco 矿山还拥有约 290 万吨矿石资源量的西尾矿, 平均品位 1.06%, 折合 6.4 万吨 LCE。

Tanco 矿体位于伯尼克湖下 60 米处, 目前公司采用“房柱法”地下开采方案, 其优势在于采切工程量低, 易于机械化, 劳动生产率较高; 但由于矿柱的矿石量占比较大 (间断矿柱一般占 15%, 连续矿柱占 40%), 导致有大量有价值资源不能开采。公司正在积极推进 Tanco 矿区的露天开采方案, 若能审批通过, 将大幅度提高矿山资源量。但由于方案可能涉及对伯尼克湖建设水坝并进行抽水处理以露出湖底, 预计面临当地社区和部门环评阻力较大, 审批周期较长。

图表34: 坑采方案下, Tanco 矿山资源量为 26 万吨 LCE (截至 2024 年 6 月)

矿段	矿石量 (万吨)	平均品位 (%)	Li2O (万吨)	折万吨 LCE
<b>矿段 1</b>				
331	144	3.31	4.7	11.7
332	41	3.29	1.4	3.3
333	4	3.32	0.1	0.3
小计	188	3.30	6.2	15.4
<b>矿段 2</b>				
331	161	1.90	3.0	7.5
332	53	1.88	1.0	2.4
333	6	1.73	0.1	0.2
小计	219	1.89	4.1	10.2
<b>矿段 1+矿段 2</b>				
331	304	2.56	7.8	19.2
332	94	2.50	2.3	5.8
333	9	2.38	0.2	0.6
<b>合计</b>	<b>407</b>	<b>2.54</b>	<b>10.4</b>	<b>25.6</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**采选:** 项目现有 18 万吨/年锂辉石采选产能, 折合约 0.3-0.4 万吨 LCE, 目前稳定供应公司国内冶炼厂。2023 年 2 月公司公告投资 1.76 亿加元 (约 9.3 亿元) 建设 100 万吨/年采选项目, 选矿原料为矿山原矿和西尾矿资源, 根据使用原矿和尾矿的不同比例, 对应约 1-1.5 万吨 LCE。主产品为锂辉石精矿、磷铝锂石精矿和铯榴石精矿。公司目前正在推进当地部门环评审批。

图表35: 项目采用房柱法, 矿柱中蕴含大量待采资源



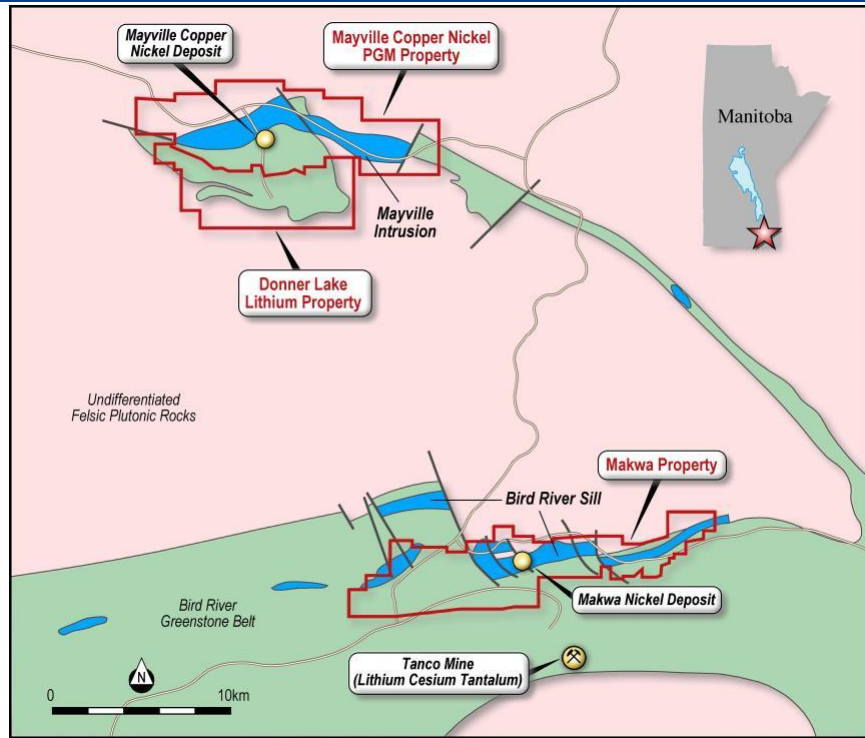
资料来源: THE GLOBE AND MAIL, 国盛证券研究所

此外, 公司还与 **Grid Metals Corp.** 于 2022 年 10 月就 **Donner 锂矿** 开发签署谅解备忘录。Grid 曾于 2016 年从 Tanco 公司 (即 Tanco 项目实施主体) 收购了 Donner 湖锂矿项目 (Tanco 项目以北), Tanco 享有 2% 的净冶炼收益的权益金, 且有权购买该项目矿石或精矿产品。根据 2022 年新签订的备忘录, 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。在双方同意的情形下, Grid 与 Tanco 将签订具有法律约束力的合作协议, 由 Grid 向 Tanco 每年提供 20 万吨原矿, Tanco 负责选矿及锂辉石精矿销售, 双方按照 50%/50% 方式分享收益。

根据 Grid 于 2023 年 7 月披露, 项目露天+地下矿石资源量达 681 万吨, 平均品位 1.39%, 折合 23.4 万吨 LCE。其中露天矿石资源量达 210 万吨, 平均品位 1.42%, 折合 7.4 万吨

LCE; 地下矿石资源量 471 万吨, 平均品位 1.37%, 折合 16 万吨 LCE。项目初步规划 7.5 万吨锂精矿产能, 目前项目尚未获得采矿许可。

图表36: Donner 湖锂矿项目位于 Tanco 以北

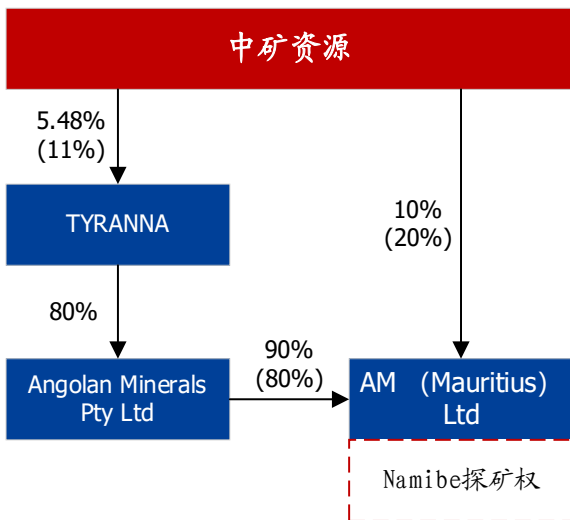


资料来源: Grid Metals, 国盛证券研究所

### 2.2.3 Namibe: 参股安哥拉锂矿绿地项目, 地理位置优越

**地理位置:** 项目距离安哥拉港口城市纳米贝仅 20 公里, 交通及海运非常便利且成本低廉。生产要素方面, 安哥拉是全球十大水力发电国, 用电成本低廉, 项目附近有输电站; 距离纳米贝较近, 可较便利地获得人力、能源、设备等生产要素支持。

图表37: 全部交易完成后, 公司将持有项目 29%权益



资料来源: 中矿资源公告, TYX 公告, 国盛证券研究所

图表38: 项目距离安哥拉港口城市纳米贝仅 20 公里



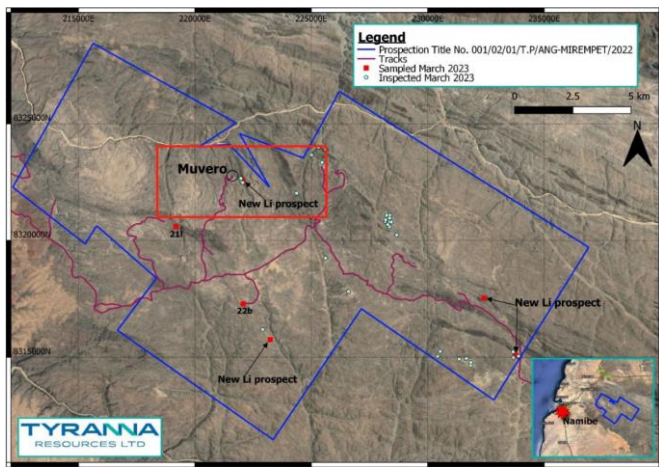
资料来源: TYX 公告, 国盛证券研究所

**股权收购:** 澳大利亚上市公司 TYRANNA(简称 TYX)旗下 80%控股子公司 AM (Mauritius) Ltd (简称“AM 公司”)持有 Namibe 锂矿探矿权 100%权益。2023 年 5 月 3 日公司与

TYX 达成《投资协议》，投资事项分两个阶段：（1）公司出资 1000 万澳元认购 AM 公司 10% 股权，同时以 450 万澳元认购 TXY 1.8 亿股普通股股票，占股 5.48%，成为第三大股东；（2）公司有权以 1000 万澳元再次认购 AM 公司 10% 股权以及以 675 万澳元认购 TXY 股权，行权价 5 日内 75% 加权均价或 0.0375 澳元（取价高者）。公司支付的资金将用于矿权开发。全部投资事项完成后，公司将持有 AM 公司 20% 股权，并持有 TYX 公司约 11% 股权，穿透至项目权益约 27%。此外，公司还与 AM 公司签署包销协议，包销项目后续 50% 锂辉石和 50% 铯榴石产品。

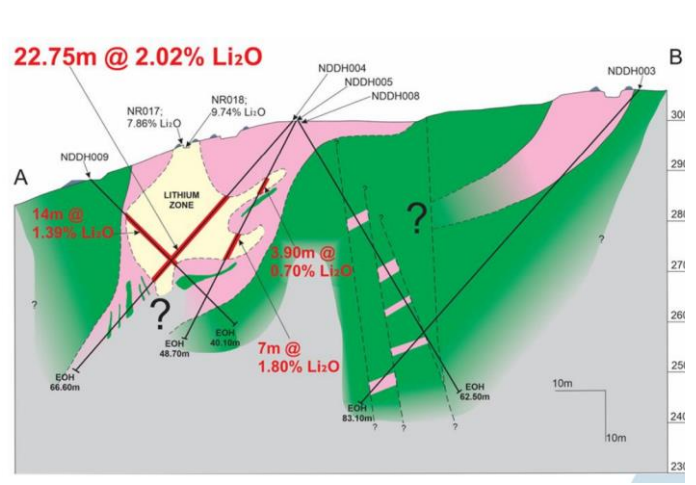
**资源量：**项目矿权占地 207 平方公里，目前尚处于初期勘探阶段。根据最新钻探及冶金结果来看，Namibe 项目 Muvero 矿区可能存在一处大而厚的花岗岩体，其中含有高品位的锂矿化物，两处钻探结果显示矿体 Li<sub>2</sub>O 品位介于 1.39%-2.02% 之间；而冶金结果显示样本具有较低的含铁量，浓缩至 6% 锂精矿时具有较高的收率，这使得采选时具备采用成本相对较低的重选工艺的可能性（锂辉石选矿一般采用浮选），并有望在项目初期先行生产高品位原矿运出（DSO）。

图表39: 目前勘探主要围绕 Muvero 矿权展开



资料来源: TYX 公告, 国盛证券研究所

图表40: 初步勘探结果显示项目具备高潜力资源



资料来源: TYX 公告, 国盛证券研究所

### 2.3 冶炼: 现有 6.6 万吨锂盐产能, 降本措施卓有成效

公司现有 6.6 万吨锂盐产能，其中新增 3.5 万吨高纯锂盐项目于 2023 年 11 月点火运行，至今稳定生产。2018 年，公司收购东鹏新材 100% 股权，获得 3000 吨氟化锂+6000 吨电碳产能（电碳线与氟化锂共用产线），产线位于江西新余市。该老产线于 2022Q1 完成技改扩建，将氟化锂产能提升至 6000 吨。2020 年公司启动东鹏新材年产 1.5 万吨电池级氢氧化锂、1 万吨电池级碳酸锂生产线项目建设，总投资 4.5 亿元；项目于 2021 年 8 月投产，仅耗时 3 个月即达产。新余新建 3.5 万吨高纯锂盐项目，实施主体为东鹏新材全资子公司春鹏锂业。项目总投资 10 亿元，采用电氢&电碳柔性生产工艺，项目于 2023 年 11 月中旬点火试运行，并于 2024 年 2 月实现达产达标状态。

中长期规划来看，公司考虑依托于 Bikita 和 Tanco 原料产地，力争在 2026 年以前在海外如非洲新增 3 万吨电池级锂盐产能，合计达 9.6 万吨，跻身中型锂盐供应商行列；与锂盐产能相配套，我们预计公司将持续推进包括 Namibe 在内的资源收储工作。

图表41: 公司力争2026年以前建成9.6万吨锂盐产能

项目	实施主体	权益	新增产能	总投资(亿元)	建设周期
2018年收购东鹏新材	母公司	100%	0.3万吨氟化锂+0.6万吨电碳(与氟化锂共用产线)	18	-
年产2.5万吨电池级氢氧化锂和电级碳酸锂生产线项目	东鹏新材	100%	2.5万吨电氢/电碳柔性线	4.5	20.07开工, 21.08投产, 21.11达产
6000吨氟化锂生产线改扩建	东鹏新材	100%	0.3万吨氟化锂	0.18	22Q1投产
年产3.5万吨高纯盐项目	春鹏锂业	100%	3.5万吨电氢/电碳柔性线	10	23Q4投产
非洲采选冶一体化项目	-	-	3万吨冶炼产能	-	2026年
<b>合计锂盐产能</b>			<b>9.6万吨</b>		

资料来源: 公司公告, iFind, 新余高新公众号, 国盛证券研究所

图表42: 东鹏新材现有厂房



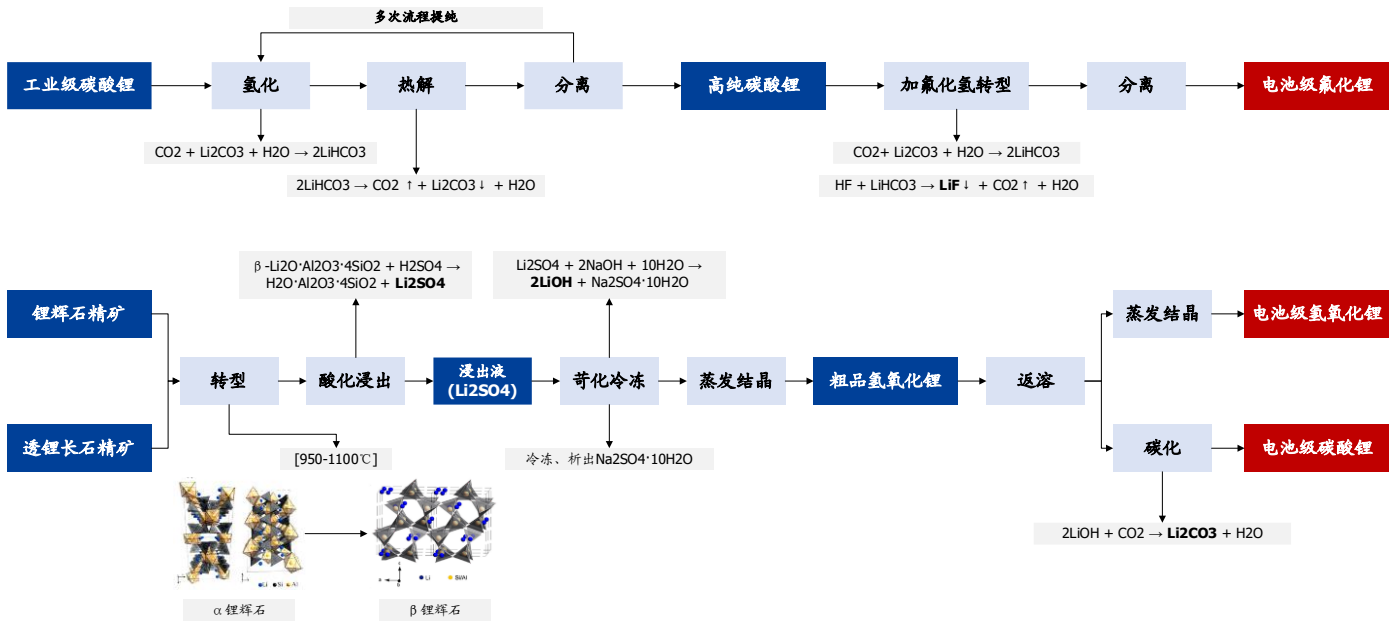
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司电池级氟化锂为自主研发, 产品具有一致性、高纯度、低成本特点。氟化锂是锂电池电解液溶质六氟磷酸锂的主要原料。六氟磷酸锂对原料的要求较高, 其中对产品性能指标影响较大的钾、钠、钙、镁、硅等杂质指标的含均要小于5ppm。公司目前生产氟化锂的工艺为: 首先将工业级碳酸锂经氢化、热解、分离等工序进行提纯, 再将提纯后的得到高纯碳酸锂经氢化反应得到碳酸氢锂溶液, 再加入无水氟化氢反应生成电池级氟化锂。该工艺方法为公司首家发明, 具有回收率高、成本低、产品粒径粗、粒度均一、纯度高(99.5%以上)且易于烘干等特点。

公司采用电氢&电碳柔性生产工艺, 自研透锂长石提锂核心工艺拓宽岩矿提锂原料谱。公司矿石提锂采用主流硫酸法工艺, 其流程为: (1) 转型: 首先将锂辉石(LiAlSi<sub>2</sub>O<sub>6</sub>)或透锂长石精矿(LiAlSi<sub>2</sub>O<sub>6</sub>)在1000℃左右焙烧, 使其转型为易于与酸发生反应的β-锂辉石(透锂长石在适当高温下转型为β-锂辉石和二氧化硅固溶体); (2) 酸化浸出: 加入浓硫酸在250-300℃下焙烧, 使锂转化为可溶性硫酸锂, 经水浸、除杂后得到硫酸锂浸出液; (3) 苛化冷冻、蒸发结晶: 加入氢氧化钠反应生成氢氧化锂, 冷却至-5℃~-15℃析出Na<sub>2</sub>SO<sub>4</sub>·10H<sub>2</sub>O(芒硝), 再蒸发结晶得到氢氧化锂粗品, 若终产品为电氢, 则将粗品重溶后重结晶进一步提纯。(4) 碳化: 向返溶的氢氧化锂溶液中通入高纯二氧化碳, 并经过离心分离得到碳酸锂湿料, 烘干后即得到电池级碳酸锂。

透锂长石与锂辉石在化学成分上相近，且在高温焙烧时会分解为β-锂辉石，因此存在共用冶炼设备的可能性，但由于透锂长石含锂量通常小于锂辉石，在冶炼和运输成本上相对更高，因此在公司以前，透锂长石未作为大规模提锂的矿石主材。公司自主研发透锂长石提锂技术，突破了矿石提锂原料来源，目前已能够做到提锂效率与锂辉石提锂相当。从量来看，一吨电池级碳酸锂需要11-12吨透锂长石精矿。

图表43: 公司电池级锂盐生产工艺流程图



资料来源: 公司公告, 公司专利, 《Phase transformation mechanism of spodumene during its calcination》-Arif A. Abdullah et al., 《国内氢氧化锂生产工艺及成本分析》-陈光辉等, 《典型矿石提锂工艺介绍及经济效益分析》-胡赞, 《高纯碳酸锂制备研究进展》-戴江洪等, 国盛证券研究所

基于优异的产品质量，公司锂盐产品覆盖海内外优质头部企业。公司是国内电池级氟化锂主要供应商之一，产品进入特斯拉供应链体系；电氢、电碳产品长期供应容百科技、德方纳米、当升科技、厦钨新能、天际股份、建发股份等国内主流正极材料企业；2023年1月公司与SK On签订长期供货协议，规定2023-2025年合计供应1.9万吨（±10%以内）电氢产品，年均0.63万吨，占公司年产能11%。

成本方面，公司新建3.5万吨锂盐项目投资额为10亿元，单吨投资额2.9万元，行业平均单吨投资额在4万元左右。据我们测算，随着公司正式进入100%原料自供阶段，单吨锂盐完全成本（税前）已由14.6万元降至上半年8.1万元左右，并且后续仍存进一步降本空间，成本或可接近澳洲中等品位矿山，主要有以下途径：

- **使用锂辉石原料:** 目前冶炼主要采用Bikita矿透锂长石，品位3.9-4%左右。虽然透锂长石在选矿成本低于锂辉石（使用重选即可，不需要浮选，工序及药剂简洁），但因为透锂长石故有特性（理论最高品位4.88%）无法做到锂精矿5.5%至6%品位水平，精矿品位较低导致单位运输成本和冶炼成本偏高。随着Bikita矿200万吨锂辉石选厂达产，未来公司冶炼原料将以锂辉石为主，透锂长石为辅，透锂长石选厂可转为生产技术级锂精矿，巩固玻璃陶瓷市场。
- **自建输变电站&绿电项目:** Bikita矿此前采用柴油发电为主，公司于2023年5月通过PPP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TOKWE330KV变电站与Bikita矿山，于2024Q1建成。此外，公司于2023年Q4在Bikita矿山投资建设配套光伏发电项目，已于2024年2月完成主体工程建设，年发电量2100kWh，达矿山总用电量20%以上，公司用电成本大幅下降。

- **非洲本地建设锂盐厂：**公司规划在非洲本地新建 3 万吨冶炼厂，靠近原料主产地，就地冶炼可降低精矿运输成本，亦可充分利用低品位资源。

图表44：公司新建3.5万吨锂盐项目单吨投资成本位于同行领先水平

公司	项目	产品	产能 (万吨)	投资额 (亿元)	单位投资额 (万元/吨)	公布时间
赣锋锂业	年产5万吨LCE锂电新能源材料项目	氢氧化锂	5	20	4.0	2022-05
华友钴业	广西华友锂业公司年产5万吨电池级锂盐项目	电碳&电氢	5	21	4.2	2022-06
天齐锂业	年产3万吨电池级单水氢氧化锂项目*	氢氧化锂	6	30	5	2023-05
天华新能	年产6万吨电池级氢氧化锂建设项目	氢氧化锂	6	25	4.2	2022-06
盛新锂能	遂宁盛新年产3万吨氢氧化锂项目	氢氧化锂	3	12	4	2020-10
雅化集团	雅安锂业1-3期	电碳&电氢	13	34	2.6	2023-04
中矿资源	年产3.5万吨高纯盐项目	电碳&电氢	3.5	10	2.9	2022-02

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所；天齐锂业项目总投资30亿元，一期拟建设3万吨电氢，总投资不超过20亿元，其中包含预购二期土地，导致单吨投资偏高，故假设二期同样建设3万吨电氢，按合计产能计算单吨投资额

### 三、铷铯业务：把持仅存在产资源，低估的全球铷铯一体化垄断龙头

#### 3.1 行业：全球经济可采铷铯资源稀缺，下游高端应用场景广阔

**需求：**铷铯产品具备优异的物理化学性能，应用领域广泛。铯产品运用领域广泛，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。其不可替代性和卓越性能已获得相关领域高度认可和规模化使用。铷在化学性质上与铯相近，因此同样在电子器件、催化剂、特种玻璃以及能源等高科技应用领域得到应用。但由于铷无独立矿物，开采难度较大，导致其价格远高于铯；同时铯较铷有更强的正电性，使铯盐在众多领域的适用性高于铷盐。据我们测算，目前全球铯盐需求量约为2500-3000吨级别，铷盐用量尚较低。未来随着全球科学技术的进步和对相关领域高品质需求的提升，铯、铷盐产品的应用空间和市场规模将进一步拓展。

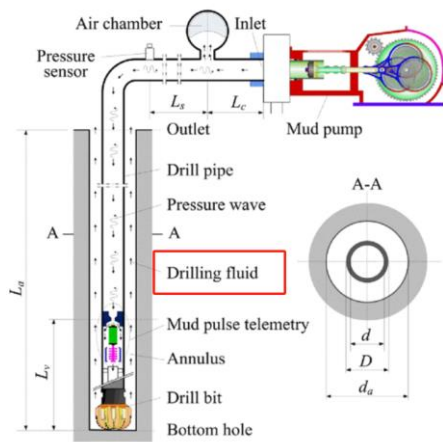
图表45：铷铯盐下游应用场景

产品	应用领域	具体应用
铷铯的精细化工产品（碳酸铯、硫酸铯、硝酸铯、氢氧化铯、碘化铯、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	5G、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
甲酸铯	油气勘探	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
		钻井液、完井液、封隔液、射孔液、填充液等

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

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。在石油钻井施工中，尤其是高压油气储层的钻探开发，通常需要高密度的钻井液来平衡地层压力，以确保井壁稳定。钻井液需要添加加重剂增加密度，如碱金属无机盐（氯化钠、氯化钾、溴化钠等），二价金属无机盐（氯化钙、溴化钙、溴化锌等）以及碱金属甲酸盐（甲酸铯、甲酸钠、甲酸钾等）。其中，甲酸铯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之一，其自身密度可达到  $2.37\text{g/cm}^3$ （其他甲酸盐溶液为  $1.57\text{g/cm}^3$ ），黏度与水相当，并且具有天然润滑性，在提高钻速、提高产油率和钻进效率、减小摩擦系数、降低卡钻风险、不易引起金属腐蚀、环保等方面具有显著优势，因此倍受世界级石油企业的青睐，目前广泛应用于欧洲北海等地区。随着国内油气行业绿色发展的推动和海上高温高压气田开发，甲酸铯在国内的应用前景可观。

图表46: 完井液工作原理



资料来源: Researchgate, 国盛证券研究所

图表47: 我国海上最大高温高压气田于2023年11月安装完成

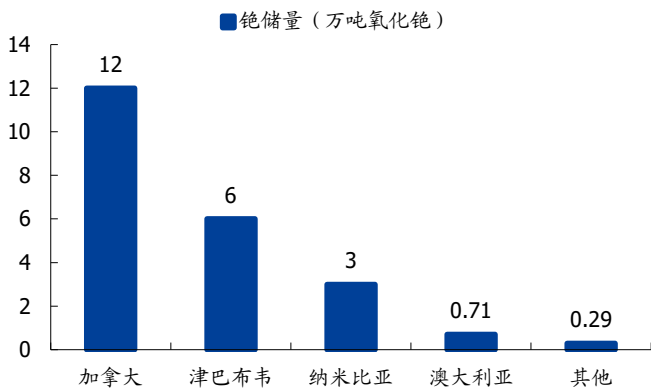


资料来源: 新华社, 国盛证券研究所

**供给:** 全球铷铯资源较为稀缺，多以伴生形式存在。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，主要的赋存类型包括铯榴石、钾长石、锂云母、盐湖卤水等。其中，铯榴石是铯的独立矿物，氧化铯的品位在  $5\% \sim 32\%$ ，是提取铯的主要原料。铷无单独工业矿物，常分散在锂云母、铯榴石和盐矿层之中。铷比锂和铯的地球丰度高，但由于不存在富铷矿物，提取难度较大，主要作为铯和锂的加工副产品进行综合回收。

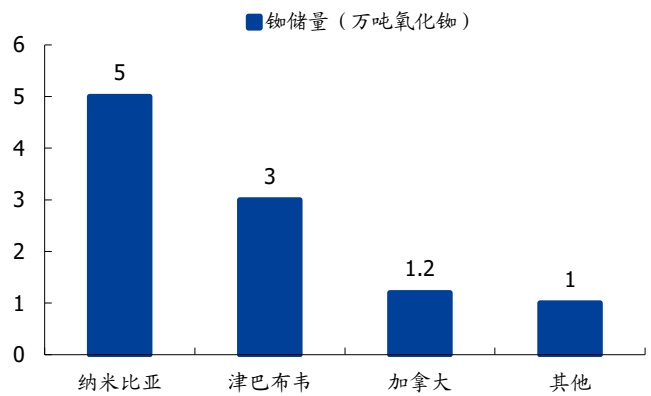
由于铷铯资源多以伴生的形式存在，导致资源储量统计困难，各国数据口径存在差异。根据 USGS，2020 年全球（除中国）铯矿产储量仅 22 万吨（氧化物口径），主要集中在加拿大、澳大利亚、津巴布韦、纳米比亚；国内对于铷铯资源储量统计在资源类型上更为广泛，涵盖了大量的花岗岩型和部分卤水及热泉型资源，截至 2020 年国内氧化铷储量 19 万吨，氧化铯储量 2.5 万吨，主要分布于江西锂云母、青藏盐湖和新疆锂矿床伴生的铯榴石中，但目前其规模化开采的技术和经济可行性尚需要进一步论证。

图表48: 2020年全球铯储量(不含中国)



资料来源: USGS, 国盛证券研究所

图表49: 2020年全球铷储量(不含中国)



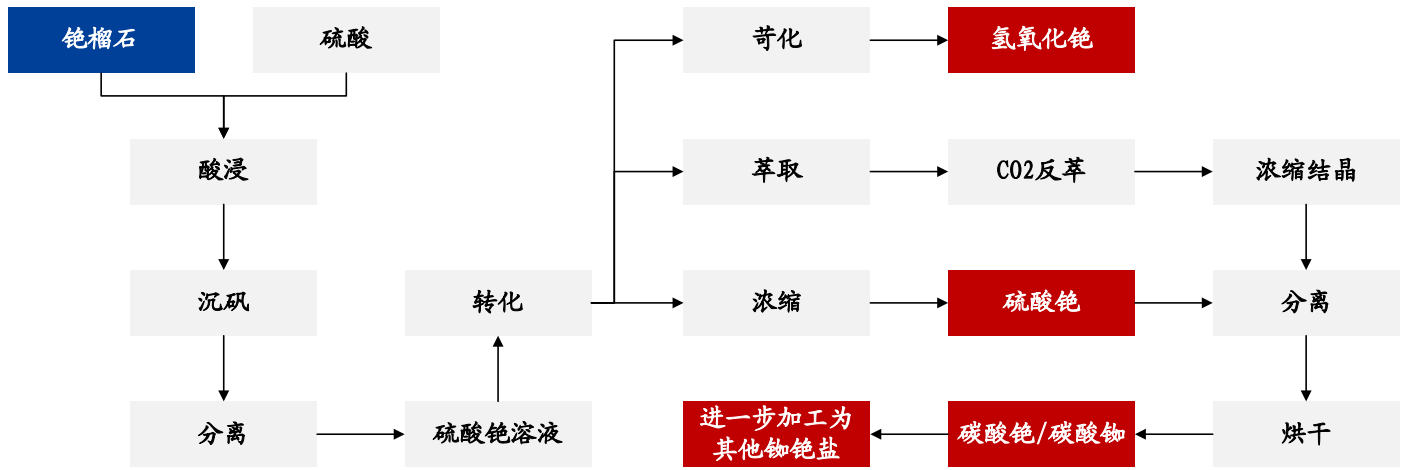
资料来源: USGS, 国盛证券研究所

### 3.2 公司铷铯盐品类丰富, 矿冶一体化的全球龙头

**铷铯盐精细化工业务:** 公司的铷铯盐业务产品种类齐全、品质优良, 产品覆盖硫酸铯、碳酸铯、氢氧化铯等基础铷盐产品, 也能够生产经济附加值更高的碘化铯、氟铝酸铯、氟化铯、溴化铯等产品。丰富产品布局有利于公司规避单一市场波动风险。公司生产的铷盐是以铷榴石经酸浸沉矾后的母液中的铷为原料, 采用萃取的方法将铷分离出来, 并制备成高纯度铷盐。该工艺方法已取得了发明专利。铷盐产品主要为碳酸铷和硝酸铷, 此外, 公司还可以生产氯化铷、碘化铷、氟化铷、氢氧化铷和金属铷等铷盐产品。公司现有铷铯盐产能合计 1361 吨。

**公司通过连续收购完成资源-冶炼-回收加工一体化布局, 持有仅存在产铷榴石矿山, 垄断地位凸显。**  
**资源端:** 全球可规模化开采的铷榴石资源主要集中在三大矿区, 分别为加拿大 Tanco 矿区、津巴布韦 Bikita 矿区和澳大利亚 Sinclair 矿区, 其中 Tanco 矿山和 Bikita 矿山均由公司 100% 持有。目前 Bikita 主要铷铯资源已开采完毕, 但权证范围内仍发育有多条未经验证的 LCT 型 (锂铷钽型) 伟晶岩体, 目前正在开展勘探工作; Sinclair 矿区已在 2019 年完成经济可采的铷榴石矿开采。Tanco 目前铷资源一半以上以尾矿形式存在, 合计铷资源量达 4.21 万吨, 以 2020 年 USGS 口径, 占全球储量超 19%, 其保有资源量仍足以支撑全球 10-15 年铷资源供应。考虑到矿山开发周期至少需要 10 年, 预计公司在短中期将维持资源垄断优势。  
**冶炼端:** 2018-2019 年公司连续收购东鹏新材及 Cabot 特殊流体事业部 (包含 Tanco 矿权及铷盐产能), 完成铷铯盐精细化工产能布局, 而公司主要竞争对手受限于铷榴石资源不足, 已逐步退出全球市场, 公司跻身全球铷铯盐主要或唯一供应商。

图表50: 公司铷盐精细化工工艺流程

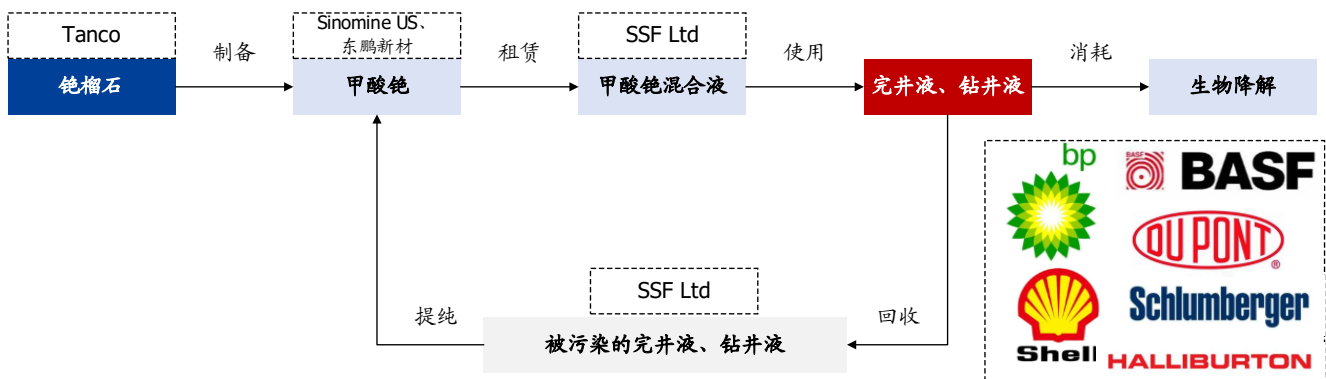


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**甲酸铷业务:** 公司甲酸铷业务采用生产、租售+技术服务、回收和提纯的生态产业链模式, 具体而言: (1) 生产: 使用铷榴石/锂云母生产甲酸铷溶液; (2) 租赁/回收: 向客户出租甲酸铷溶液, 每日租金比率取决于流体的比重, 油气业务的总收入包括甲酸铷溶液的租赁收入以及在该工作中消耗/损失的损耗收入; (3) 提纯: 通过筛分、离心、化学处理、重力沉降和储存等 5 个步骤回收甲酸铷钻井液和完井液, 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。目前公司产品批量供应哈利伯顿、斯伦贝谢、壳牌、BP、巴斯夫、杜邦等全球知名油气、化工企业。

截至 2024H1, 公司全球储备甲酸铷产品 21,074.48bbl (折合密度 2.3t/m<sup>3</sup>的甲酸铷溶液), 折合铷金属当量 4,784.07 吨。公司将在原欧洲北海地区业务的基础上, 充分利用甲酸铷环保、高效的优势在印度洋区域、马来西亚海域、泰国湾区域、中国海域内积极开拓业务。

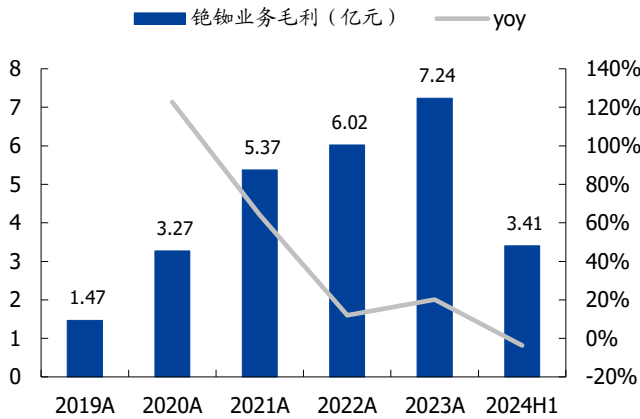
图表51: 公司甲酸铷业务采用生产、租售+技术服务、回收和提纯的生态产业链模式



资料来源: 公司公告, 1000logos, 国盛证券研究所

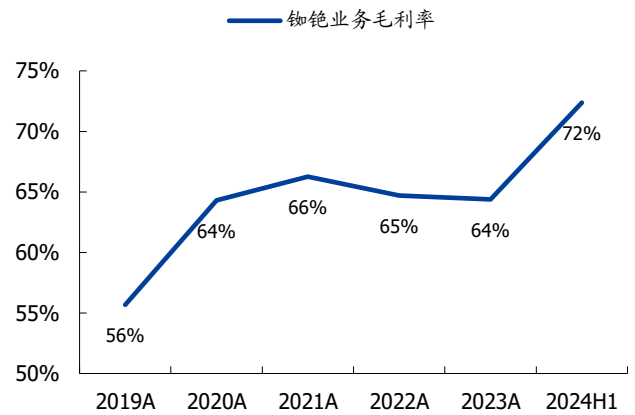
**资源垄断&竞对退出, 公司铷盐业务规模&盈利双增。** 2019 年以来, 公司铷盐业务维持高速增长, 毛利由 2019 年 1.5 亿元上翻至 2023 年 7.2 亿元, CAGR 达 49%。2024 年公司铷盐业务毛利同比小幅下降、毛利率上升, 我们认为主因公司提高单位售价, 下游客户出现反弹, 销量略有下降。预计未来公司依托于垄断地位, 待下游逐步接受定价后, 铷盐业务有望回归稳增趋势。

图表52: 铷铯业务毛利 (亿元)



资料来源: 公司公告, iFind, 国盛证券研究所

图表53: 铷铯业务毛利率



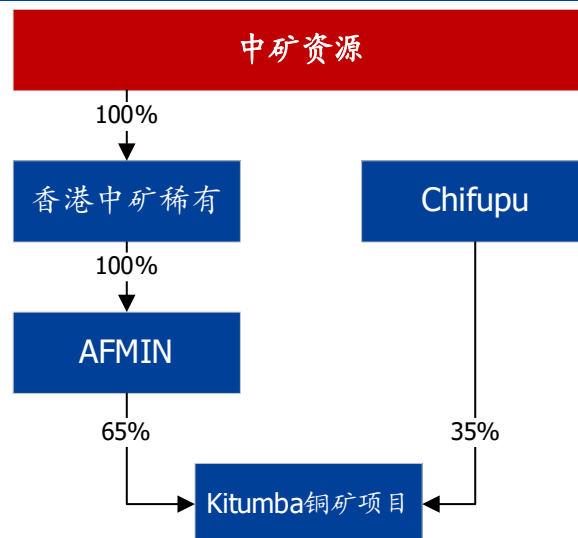
资料来源: 公司公告, iFind, 国盛证券研究所

#### 四、铜锗: 资源&冶炼陆续收储, 有望贡献远期业绩增长极

连续收储非洲铜矿与冶炼厂, 公司铜资源开发业务实现突破。2024年公司先后收购赞比亚 Kitumba 铜矿 65%股权和纳米比亚 Tsumeb 铜冶炼厂及其附属设施和多金属熔炼尾渣堆, 铜矿业务实现突破。此前, 公司在赞比亚已有两处小型铜矿山, 分别为希富玛铜矿和卡布韦铜矿, 铜金属资源量分别为 22 万吨与 15 万吨, 希富玛铜矿已进入正式的开发生产运营阶段, 但由于此前重心在锂、铷铯业务上, 且储备资源尚低, 公司未进行大规模铜矿开发。2024年公司收购 Kitumba 铜矿后, 资源储备得到较大提升, 铜矿业务亦提级为公司中长期核心增长来源。

**交易:** 2024年3月, 公司通过全资孙公司 AFMIN 收购 Momentum 和 Chifupu 持有的 Junction Mining Limited 股权, Junction 主要资产为 Kitumba 铜矿项目, 交易对价 5,850 万美元。交易完成后, 公司拥有 Kitumba 项目 65%权益, 矿权有效期自 2014 年 11 月至 2039 年 11 月。

图表54: 公司拥有 Kitumba 项目 65%权益



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**基础设施:** Kitumba 铜矿区位于卢萨卡以西偏北约 240km, 所在地区地形起伏, 由丘陵 (Kitumba 山) 和谷地构成, 矿区海拔约 1,100 米至 1,400 米。矿区路况等基础设施较好, 目前项目处于待开发阶段, 尚未开展经营活动。

图表55: Kitumba 铜矿位于赞比亚中部地区



Figure 1. Location of Kitumba relative to the Central African Commerbelt

资料来源: 《Kitumba – a new kind of copper deposit in a Zambian context》-M. Robertson, 国盛证券研究所

**资源情况:** Kitumba 矿床是铁氧化物铜金 (IOCG) 型矿床, 矿石类型分为表生铜矿石和原生铜矿石。截至 2015 年 7 月, 矿山拥有铜金属资源量 61.40 万吨, 铜平均品位 2.20%, 测算时采用的边界品位为 1%。矿区内已探获区域之外仍存在多处潜在 IOCG 型铜矿化区域, 公司依托于传统主业, 项目后续找矿、增储前景广阔。并且, 由于资源报告出具时点铜价低迷, 边界品位设置偏高, 随着中期铜价中枢上移, 边界品位调低亦有望将更多矿石纳入资源口径, 实现资源增储。目前公司已启动项目可研工作, 可研完成后将加速矿山建设。

图表56: Kitumba 矿床资源情况 (截至 2015 年 7 月 29 日)

资源类别	矿石量 (万吨)	平均品位(%)		铜金属量 (万吨)
		铜	酸溶铜	
探明	960	2.95	0.94	28.3
控制	1530	1.93	0.6	29.4
探明+控制合计	2490	2.32	0.73	57.7
推断	300	1.23	0.32	3.7
<b>总计</b>	<b>2790</b>	<b>2.2</b>	<b>0.69</b>	<b>61.4</b>

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**收购 Tsumeb 铜冶炼厂, 意在含锗尾矿渣及副产硫酸。**2024 年 3 月, 公司收购 Tsumeb 98% 股权, 交易对价为 2000 万美元, 标的主要资产为位于纳米比亚的 Tsumeb 冶炼厂和多金属熔炼尾渣堆。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。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。目前冶炼厂精矿处理能力为 26 万吨/年, 通过技改后精矿处理能力预计可提升至 37 万吨/年。当前铜价及 TC 行情下, 该冶炼厂

贡献利润较薄，但冶炼副产硫酸（处理1吨锂精矿副产1吨硫酸）在非洲相对稀缺具有较高经济价值，且公司锂盐生产亦有用酸需求，有望与公司主业形成协同。

**冶炼厂尾矿堆富含锶、镓、锌等有价金属。**2024年9月公司披露多金属熔炼尾渣堆资源量，其中锶金属含量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209,458.72吨，平均品位7.12%。

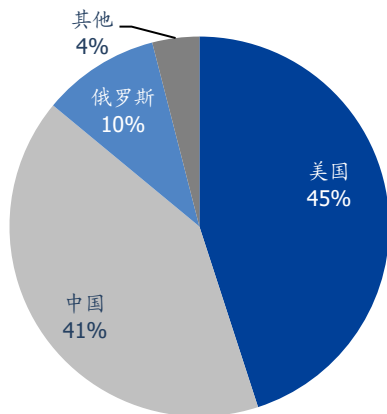
图表57: Tsumeb尾矿渣富含锶、镓、锌等有价金属

金属类别	锶	镓	锌	铜	钼	铋	铅
金属含量 (t)	746	410	209,459	14,291	5,321	743	61,739
平均品位 g/t	253.51	139.16	7.12%	0.49%	1,807.83	0.03%	2.10%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

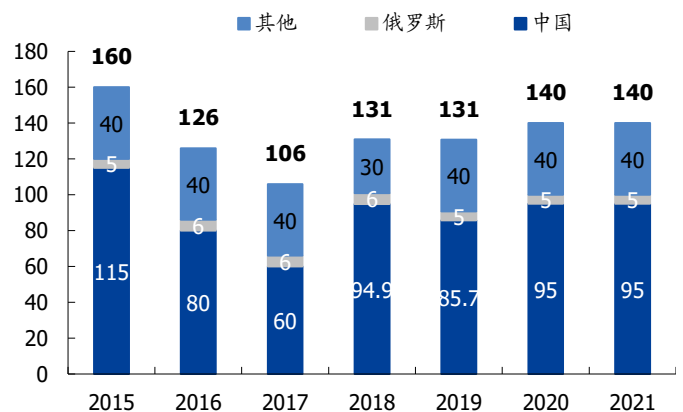
**锶金属系战略性关键矿产，全球保有储量仅8600吨。**根据USGS数据，截至2020年，全球已探明的锶保有储量为8600吨，主要分布在中国、美国和俄罗斯3个国家；主要锶产出国为中国与俄罗斯，美国出于战略储备考虑未对国内资源进行大规模开采。锶金属是一种重要的半导体材料，金属锶及其化合物常被用于信息通讯、生物科学、现代航空和新能源等重要行业的基础原材料，广泛应用于聚酯催化剂（PET）、光纤通讯、高频超高频电子器件、太阳能光伏电池、红外光学、航空航天测控、核物理探测、生物医学等国防军工及民用领域。

图表58: 2020年全球锶资源储量占比



资料来源：《中国锶矿资源保障程度与潜力评价》，USGS，国盛证券研究所

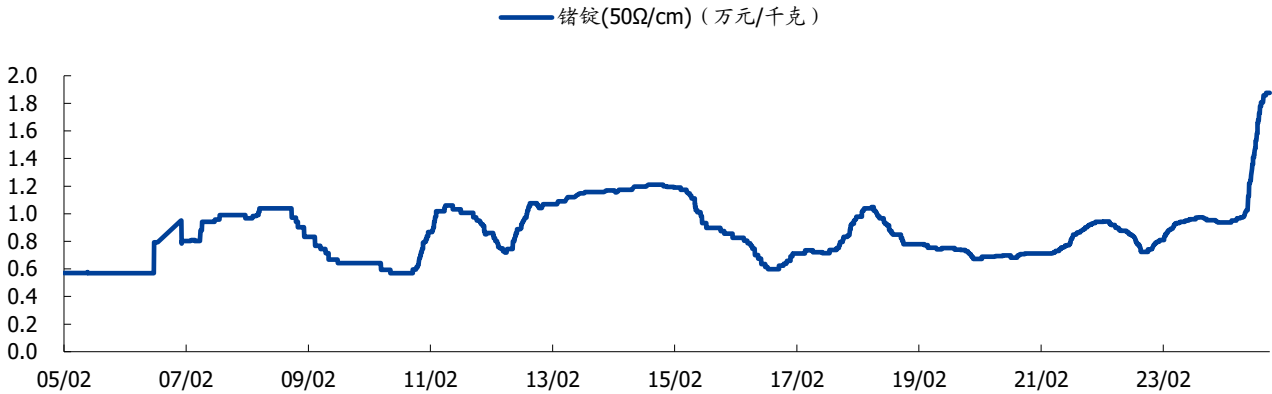
图表59: 中国为主要锶金属生产国



资料来源：iFind，USGS，国盛证券研究所

**2024年4月以来锶价进入上涨区间，并达到2005年来最高水平，**主要由于地缘冲突加剧对搭载锶红外光学器件的无人机需求爆发式增长，国内出口限制等因素影响，多家铅锌冶炼厂（副产锶）减产停产，导致锶原料供应紧张。

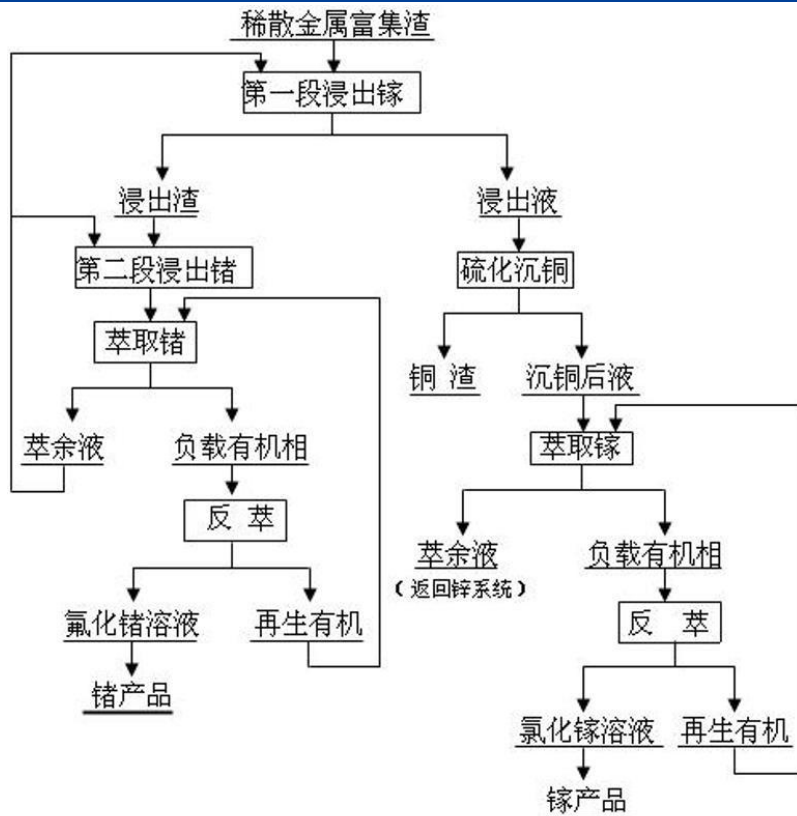
图表60: 自2024年4月起锗价迎来突涨



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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。由于锗通常以微量形式存在于闪锌矿等锌矿石中, 在传统湿法炼锌过程中, 98%以上的锗富集在中性浸出或低酸浸出渣中, 因此目前工艺上从锌尾渣提取锗金属为主。目前主流工艺原理为, 富集渣中的镓锗一起浸出到高酸溶液中, 使用氧肟酸类萃取剂在高酸条件下优先萃取锗, 用纯碱或氢氧化钠将萃锗余液调 PH 再萃取镓。

图表61: 从冶炼渣中提取锗的方法



资料来源: 《一种从锌冶炼渣中提取镓锗的方法-CN102560133A》-北京矿冶研究总院, 国盛证券研究所

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

图表62: 公司主营业务财务数据预测 (百万元)

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>6013</b>	<b>4715</b>	<b>4877</b>	<b>6364</b>
yoy	-25%	-22%	3%	30%
锂业务	4243	2972	2931	3122
铷铯业务	1124	1039	1195	1374
铜业务	-	-	-	850
锗镓业务	-	-	284	634
勘探业务	193	210	100	0
贸易业务	441	340	357	375
其他业务	13	82	10	10
<b>营业成本</b>	<b>2718</b>	<b>2949</b>	<b>2971</b>	<b>3865</b>
yoy	-28%	9%	1%	30%
锂业务	1792	2006	2064	2199
铷铯业务	400	290	358	481
铜业务	-	-	-	637
锗镓业务	-	-	114	190
勘探业务	124	195	93	0
贸易业务	393	323	339	356
其他业务	8	10	2	2
<b>毛利</b>	<b>3296</b>	<b>1766</b>	<b>1906</b>	<b>2499</b>
yoy	-23%	-46%	8%	31%
毛利率	55%	37%	39%	39%
锂业务	2451	966	866	923
铷铯业务	724	749	836	893
铜业务	-	-	-	212
锗镓业务	-	-	171	444
勘探业务	69	15	7	0
贸易业务	48	17	18	19
其他业务	4	72	8	8

资料来源: 公司公告, iFind, 国盛证券研究所预测

**锂盐业务:** 产量方面, 公司现有 6.6 万吨锂盐产能, 全产线均已达到既定工作状态, 但由于锂行业供过于求格局延续, 公司未能充分利用现有产能, 谨慎假设 2024-2026 年锂盐销量为 3.9/4.6/4.9 万吨 LCE, 非洲 3 万吨硫酸锂项目预计 2026 年投产, 释放少量产量。价格方面, 基于前文行业研判, 我们预计 2024-2026 年锂行业维持供给偏松的格局, 供强需弱下, 锂价偏弱, 假设 2024-2026 年公司面临的电池级锂盐价格为 9.2/7.2/7.2 万元/吨 (含税)。财务数据, 基于前述假设, 我们预计 2024-2026 年锂盐业务收入为 30/29/31 亿元, 毛利率 32.5%/29.6%/29.6%。

**铷铯业务:** 公司目前主要承接竞争对手退出释放的市场需求, 垄断地位凸显。2024 年公司采取提价策略, 客户对价格有一定反弹, 预计今年铷铯业务营收同比下滑, 毛利率上

升,后续维持稳定增长。预计2024-2026年公司铷铯业务营收10/12/14亿元,毛利7/8/9亿元,毛利率稳于65-72%。

**铜业务:** 公司规划建设 Kitumba 铜矿采选冶一体化项目、收购在产 Tsumeb 冶炼厂, 2025-2026 年或有部分产量释放, 我们暂不考虑冶炼厂加工收益。我们预计 2026 年该板块营收 8.5 亿元, 毛利 2.1 亿元, 毛利率较低主要系矿山刚投产、尚处于产能爬坡阶段, 稳产后毛利率有望改善。

**锗镓业务:** 公司新收购 Tsumeb 冶炼厂尾矿堆蕴含大量锗镓等高价金属, 我们预计 2025 年起有部分锗镓产量释出, 预计 2025-2026 年收入为 2.8/6.3 亿元, 毛利 1.7/4.4 亿元。

## 5.2 投资建议

我们认为, 1) 锂业务供强需弱格局持续, 公司凭借采选冶一体化持续降本, 构筑盈利安全垫, 通过其他资源板块对冲锂价低迷, 公司有望平稳度过行业出清周期; 2) 公司在铷铯行业把持仅存在产矿山及主要铷铯盐供应, 具备垄断地位, 有望充分受益于资源&冶炼垄断溢价; 3) 公司先后收购 Kitumba 铜矿与 Tsumeb 冶炼厂及其含锗尾矿堆, 铜矿开发业务实现突破, 中长期有望贡献新兴业绩增长点, 逐步打造多金属资源平台。我们预计, 2024-2026 年公司营收分别为 47/49/64 亿元, 归母净利为 8.4/9.4/13.5 亿元。选取盐湖股份、永兴材料、天华新能作为可比标的, 2024E 可比标的 PE iFind 一致预期中位数为 21, 明后年 PE 预期逐级向下。考虑公司拥有铷铯、铜、锗镓等非锂盈利增长点、锂业务通过持续降本仍有盈利空间, 故给予相对于纯锂标的一定估值溢价, 对应 PE 35/31/22 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

图表63: 可比公司估值表

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000792.SZ	盐湖股份	20.03	1.5	0.9	1.0	1.2	13.8	22.4	19.3	16.4
002756.SZ	永兴材料	50.00	6.3	2.4	2.7	3.3	7.9	20.7	18.4	15.0
300390.SZ	天华新能	30.07	2.0	1.6	1.6	2.5	15.1	19.4	18.3	12.0
行业中位数			2.0	1.6	1.6	2.5	13.8	20.7	18.4	15.0
002738.SZ	中矿资源	40.78	3.1	1.2	1.3	1.9	13.3	34.9	31.3	21.9

资料来源: iFind, 国盛证券研究所预测; 注: 可比公司盈利预测来自 iFind 一致预期, 股价为 2024 年 11 月 13 日收盘价

## 风险提示

**需求释放不及预期。**公司终端需求主要为电动车及储能需求。若下游需求释放不及预期，则可能导致锂盐价格超预期下跌，影响公司业绩表现。

**非洲矿权开发风险。**公司主要资源来源为津巴布韦 Bikita 矿山，虽然公司在非洲经营多年，积累大量当地运营经验并建立良好政府及社区口碑，但当地汇率波动、矿业政策变化、政治格局突变均有可能对公司产能释放及运营成本产生负面影响。

**铯榴石供应超预期增加。**目前公司掌握仅存在产铯榴石矿，若后续出现新的铯榴石资源，或有可能提升铯盐供应，影响公司产品价格，进而对公司远期业绩产生负面影响。

**测算误差风险。**报告中涉及对公司销量、售价及成本的假设，未来实际取值可能与预测数据存在差距，导致盈利测算偏离实际情况。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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“国盛证券有限责任公司”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“国盛证券研究所”，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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	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	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

<b>北京</b> 地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>上海</b> 地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
<b>南昌</b> 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	<b>深圳</b> 地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com