

中矿资源 (002738) / 稀有金属

证券研究报告/公司点评

2023 年 05 月 08 日

评级：买入（维持）

市场价格：75.68

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：安永超

执业证书编号：S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,394	8,041	8,459	11,202	13,991
增长率 yoy%	88%	236%	5%	32%	25%
净利润 (百万元)	558	3,295	3,466	3,910	4,930
增长率 yoy%	220%	490%	5%	13%	26%
每股收益 (元)	1.10	6.47	6.80	7.68	9.68
每股现金流量	1.28	4.02	9.05	9.30	7.77
净资产收益率	14%	44%	31%	26%	25%
P/E	69.1	11.7	11.1	9.9	7.8
P/B	9.5	5.1	3.5	2.6	1.9

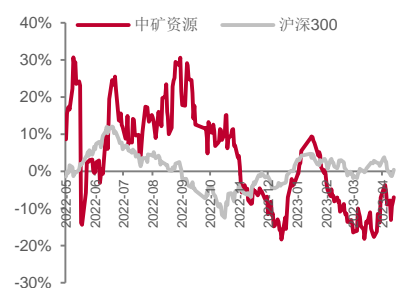
备注：股价选取 2023 年 05 月 05 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，22 年全年实现营业收入 80.41 亿元，同比增长 232.51%；实现归属于上市公司股东净利润 32.95 亿元，同比增长 485.85%；实现扣非净利润 32.21 亿元，同比增长 492.24%。23 年 Q1 实现营业收入 20.72 亿元，同比增长 12.13%；实现归母净利润 10.96 亿元，同比增长 41.41%；实现扣非净利润 11.04 亿元，同比增长 42.58%。**业绩符合预期。**
- 锂盐量价齐升，助力公司 2022 年业绩高增。**1) 价：2022 年锂盐市场价格整体处于上行趋势，国内碳酸锂价格最高上涨至 60 万元/吨左右，碳酸锂均价 48.3 万元/吨 (yoy+294.23%)，氢氧化锂均价 47 万元/吨 (yoy+298.92%)；2) 量：公司东鹏新材 2.5 万吨锂盐项目进入产能释放期，全年锂盐产量 2.29 万吨 (yoy+192.89%)，销量 2.42 万吨 (yoy+362.89%)。全年锂电新能源原料开发与利用板块实现营业收入 63.35 亿元，实现毛利 34.08 亿元，毛利率 53.79%。3) 铯铷板块实现营业收入 9.31 亿元 (yoy+14.77%)，实现毛利 6.02 亿元，毛利率为 64.69%。
- Q1 业绩仍具韧性。**2023 年一季度产业链去库，锂盐价格加速下行，电池级碳酸锂均价由 60 万元/吨→25 万元/吨左右，锂业公司业绩普遍承压，2023 年一季度实现归母净利润 10.96 亿元，同比增长 41.41%，环比下滑 11.87%。随着 Bikita 扩建项目的投产，自给率提升有望平滑锂价下行对公司业绩的压力。
- 规划远期锂盐产能达到 10 万吨，成长性持续兑现。**1) 公司规划 2025 年实现 10 万吨高纯锂盐产能且矿资源完全自给，其中 2023 年实现国内 6 万吨锂盐产能布局，2025 年实现海外 4 万吨冶炼产能布局，公司原主营业务矿山勘探服务与锂盐板块具有良好的协同效应，不断丰富公司的锂资源储备；2) Bikita 矿山，2022 年公司完成了对 Bikita 矿山的增储工作，截至 2022 年年报，碳酸锂资源量达到 183.78 万吨 LCE，目前具备 70 万吨矿山采选能力，公司投入自有资金和募投资金新建 200 万吨/年选矿建设工程和 200 万吨/年选矿改扩建工程，计划于 2023 年陆续建成投产，届时 Bikita 矿山将拥有合计 400 万吨/年原矿处理能力 (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，对应约 6.25 万吨 LCE)；3) Tanco 矿山，公司所属加拿大 Tanco 矿山 18 万吨/年锂辉石采选生产线生产顺利 (对应约 4000 吨 LCE)，部分产品已经运回并使用，2023 年 2 月，公司计划投资建设加拿大 Tanco 矿区 100 万吨/年采选项目，可满足 2.0-2.5 万吨 LCE 锂盐原料需求，实现公司锂电业务原料 100%自给率的目标。
- 盈利预测及投资建议：**锂盐价格超预期下跌，我们下调 23-25 年碳酸锂均价假设分别为 25、15、15 万元/吨，预计公司 2023/2024/2025 年净利润分别为 34.66、39.10、49.30 亿元 (2023-2024 年净利润预测前值分别为 45.25、77.64 亿元)，按照当前 385 亿市值计算，对应 PE 分别为 11.1、9.9、7.8X。给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**主营产品价格波动风险；项目建设进度不及预期；新能源汽车销量不及预期；供给端产能释放超预期；需求测算偏差以及研报使用公开信息滞后；核心假设条件变动造成盈利预测不及预期；研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险等。

基本状况

总股本(百万股)	509
流通股本(百万股)	435
市价(元)	75.68
市值(百万元)	38,548
流通市值(百万元)	32,892

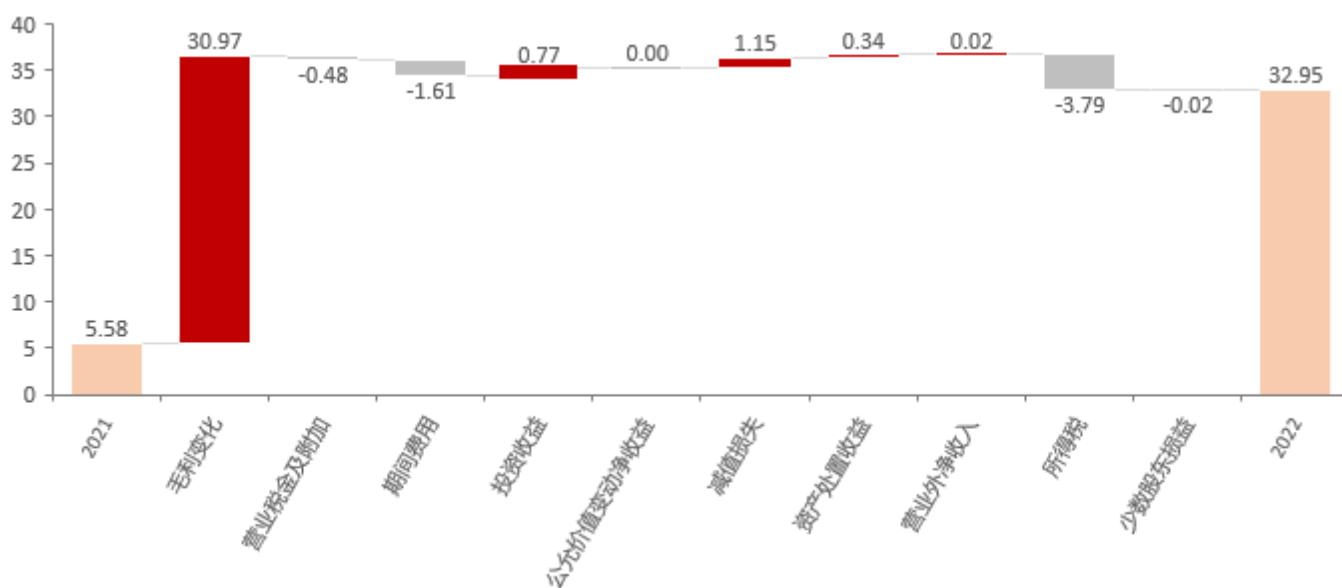
股价与行业-市场走势对比

相关报告

图表 1: 公司主要财务指标变化 (亿元)

	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比指标变动原因
营业收入	18.48	25.52	20.72	-18.80%	12.13%	23.94	80.41	233% 主要系东鹏新材锂电项目投产, 产量释放叠加价格上行所致
营业成本	7.95	10.12	5.87	-41.96%	-26.12%	12.32	37.83	207% 主要系营业收入增长营业成本相应增长所致
毛利	10.53	15.40	14.85	-3.60%	40.99%	11.62	42.59	267%
毛利率	56.99%	60.36%	71.66%	11.30%	14.67%	49%	53%	4%
销售费用	0.08	0.15	0.22	43.47%	166.92%	0.50	0.49	-2%
销售费用率	0.45%	0.60%	1.06%	0.46%	0.62%	2.10%	0.61%	-1.48%
管理费用	0.49	1.00	0.74	-26.31%	49.85%	2.38	2.68	13% 主要系Bikita并入合并报表所致
管理费用率	2.67%	3.93%	3.56%	-0.36%	0.90%	9.92%	3.33%	-6.59%
财务费用	0.07	-0.70	0.39	-156.41%	461.13%	0.19	-0.29	-251.91% 主要系本期汇兑损益增加所致
财务费用率	0.38%	-2.74%	1.90%	4.64%	1.52%	0.79%	-0.36%	-1.15%
研发费用	0.24	0.64	0.38	-40.58%	60.95%	0.58	2.37	309% 主要系本期加大了研发费投入所致
研发费用率	1.28%	2.50%	1.83%	-0.67%	0.56%	2.42%	2.95%	0.53%
期间费用	0.88	1.10	1.73	58.08%	96.56%	3.65	5.26	44%
期间费用率	4.77%	4.30%	8.36%	4.07%	3.59%	15.23%	6.54%	-8.70%
投资收益	0.02	-0.21	-0.02			-0.03	0.78	
资产减值损失	0.00	-0.03	0.00			-0.18	-0.03	
信用减值损失	-0.18	0.29	-0.04			-0.85	0.14	
利润总额	9.36	14.21	12.73	-10.41%	35.98%	6.95	38.13	448%
所得税费用	1.62	1.78	1.80	1.16%	10.92%	1.39	5.18	272%
归母净利润	7.75	12.44	10.96	-11.87%	41.41%	5.58	32.95	486%
扣非净利润	7.74	12.22	11.04	-9.66%	42.58%	5.40	32.21	492%
经营活动产生的现金流量净额	1.64	9.19	4.40	-52.17%	168.66%	6.54	20.50	213% 营业收入增大, 应收账款回款较好所致
投资活动产生的现金流量净额	-6.47	-3.75	-1.79	-52.32%	-72.36%	-1.92	-16.36	752% 主要系支付Bikita并购款所致
筹资活动产生的现金流量净额	9.60	-0.89	29.69		209.28%	1.22	6.65	446% 收购Bikita增加并购贷款所致

来源: Wind, 中泰证券研究所

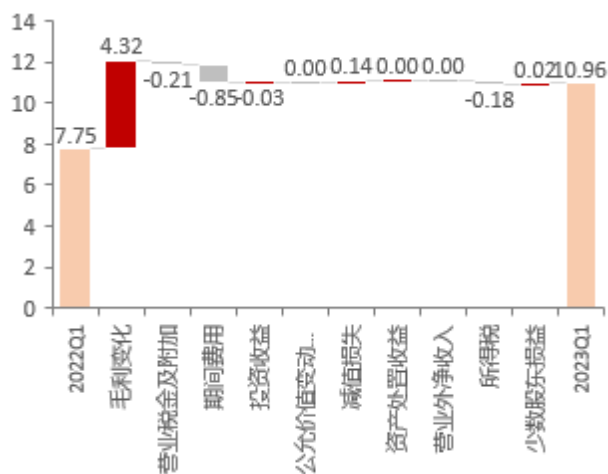
图表 2: 公司 22 年业绩拆分 (单位: 亿元)



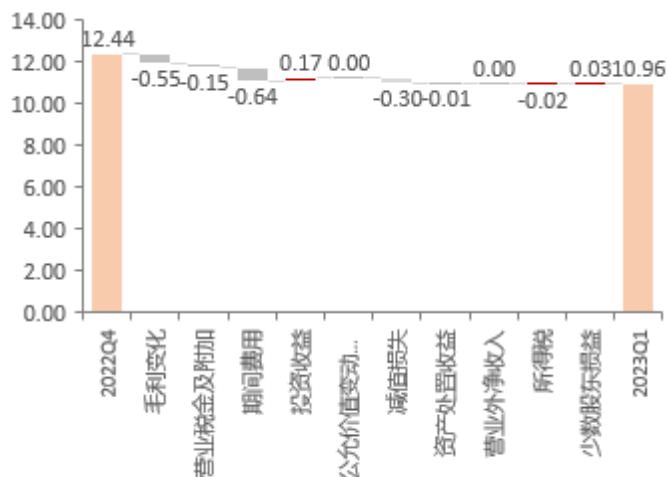
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司 23Q1 业绩拆分-同比 (亿元)

图表 4: 公司 23Q1 业绩拆分-环比 (亿元)



来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司主要产品价格变动

	单位	2022Q1	2022Q4	2023Q1	环比	同比	2021	2022	同比
电池级碳酸锂	万元/吨	42.4	55.8	40.9	-26.76%	-3.65%	12.3	48.3	294.23%
电池级氢氧化锂	万元/吨	36.8	55.5	46.2	-16.84%	25.55%	11.8	47.0	298.92%
锂精矿	美元/吨	2697.0	6590.0	5444.1	-17.39%	101.86%	945.0	4754.8	403.17%

来源: 百川资讯, 中泰证券研究所

图表 6: 公司产能扩建情况

生产基地	产能 (万吨)	投产情况	产品
津巴布韦 Bikita	70	已投产	透锂长石精矿
	200	建设中	透锂长石精矿
	200	建设中	锂辉石精矿
加拿大 Tanco	18	已投产	锂辉石精矿
	100	规划中	锂辉石精矿
江西新余	0.6	已投产	电池级氟化锂
	2.5	已投产	电池级碳酸锂/氢氧化锂
	3.5	建设中	电池级碳酸锂/氢氧化锂

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险提示

- **主营产品价格波动的风险。**公司主要产品为碳酸锂/氢氧化锂, 需求低于预期、供给端超预期释放、流动性等因素均会扰动碳酸锂商品价格走势, 从而影响对公司盈利预测的判断。
- **项目建设进度不及预期的风险。**公司在建项目包括 Bikita、Tanco 等扩

建项目，公司未来的成长性以及业绩释放依赖于产能释放节奏。

- **下游需求不及预期的风险。**碳酸锂下游主要为新能源汽车，电动车销量受宏观政策、流动性、消费者购买意愿、价格等多因素影响，销量不及预期或对商品价格造成扰动。
- **供给端超预期释放风险。**碳酸锂价格已经创历史新高，产业链利润集中于上游资源企业，企业存在加大资本开支增加供给的动力，供给端超预期释放或对价格造成冲击。
- **需求测算偏差风险：**报告需求测算均基于一定前提假设，存在实际达不到、不及预期风险，可能会导致供需结构发生转变，从而导致对主要产品价格的误判。
- **研究报告使用的公开资料存在更新不及时的风险。**研究报告中公司及行业信息均使用公开资料进行整理归纳分析，相关数据存在更新滞后的风险。
- **核心假设条件变动造成盈利预测不及预期的风险等。**公司业绩对产品价格较为敏感，售价假设不能达到或造成公司业绩不及预期。

图表 7: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,912	6,034	9,626	12,389	营业收入	8,041	8,459	11,202	13,991
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,783	3,917	6,071	7,508
应收账款	464	436	498	578	税金及附加	58	66	75	91
预付账款	185	59	91	113	销售费用	49	66	75	91
存货	1,581	2,143	1,880	3,330	管理费用	268	254	336	420
合同资产	0	0	0	0	研发费用	237	211	280	350
其他流动资产	1,090	1,016	1,281	1,550	财务费用	-29	-60	-152	-175
流动资产合计	6,232	9,687	13,375	17,959	信用减值损失	14	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-3	0	0	0
长期股权投资	12	12	12	12	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	956	1,263	1,597	1,956	投资收益	78	25	33	45
在建工程	387	487	487	387	其他收益	10	10	10	10
无形资产	1,836	2,243	2,808	3,560	营业利润	3,810	4,075	4,597	5,797
其他非流动资产	2,059	2,068	2,082	2,102	营业外收入	5	4	5	5
非流动资产合计	5,250	6,073	6,986	8,017	营业外支出	2	2	2	2
资产合计	11,482	15,761	20,361	25,976	利润总额	3,813	4,077	4,600	5,800
短期借款	495	97	226	335	所得税	518	611	690	870
应付票据	36	47	34	51	净利润	3,295	3,466	3,910	4,930
应付账款	236	1,175	1,840	2,297	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	51	17	26	归属母公司净利润	3,295	3,466	3,910	4,930
合同负债	146	152	202	252	NOPLAT	3,270	3,415	3,780	4,781
其他应付款	90	90	90	90	EPS (按最新股本摊薄)	6.47	6.80	7.68	9.68
一年内到期的非流动负债	585	585	585	585					
其他流动负债	725	717	774	828					
流动负债合计	2,312	2,913	3,766	4,464	主要财务比率				
长期借款	791	841	771	851	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
应付债券	105	105	105	105	成长能力				
其他非流动负债	739	739	739	739	营业收入增长率	235.9%	5.2%	32.4%	24.9%
非流动负债合计	1,636	1,686	1,616	1,696	EBIT增长率	429.8%	6.2%	10.7%	26.5%
负债合计	3,948	4,599	5,382	6,159	归母公司净利润增长率	490.2%	5.2%	12.8%	26.1%
归属母公司所有者权益	7,510	11,137	14,955	19,792	获利能力				
少数股东权益	25	25	25	25	毛利率	53.0%	53.7%	45.8%	46.3%
所有者权益合计	7,534	11,162	14,979	19,817	净利率	41.0%	41.0%	34.9%	35.2%
负债和股东权益	11,482	15,761	20,361	25,976	ROE	43.7%	31.0%	26.1%	24.9%
					R01C	46.7%	35.3%	29.2%	27.7%
					偿债能力				
					资产负债率	34.4%	29.2%	26.4%	23.7%
					债务权益比	36.0%	21.2%	16.2%	13.2%
					流动比率	2.7	3.3	3.6	4.0
					速动比率	2.0	2.6	3.1	3.3
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.5
					应收账款周转天数	16	19	15	14
					应付账款周转天数	20	65	89	99
					存货周转天数	109	171	119	125
					每股指标 (元)				
					每股收益	6.47	6.80	7.68	9.68
					每股经营现金流	4.02	9.05	9.30	7.77
					每股净资产	14.74	21.86	29.36	38.86
					估值比率				
					P/E	12	11	10	8
					P/B	5	3	3	2
					EV/EBITDA	17	15	14	11

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。