

中矿资源 (002738) / 稀有金属

证券研究报告/公司点评

2024年3月17日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 40.79

分析师: 安永超

执业证书编号: S0740522090002

Email: anyc@zts.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 郭中伟

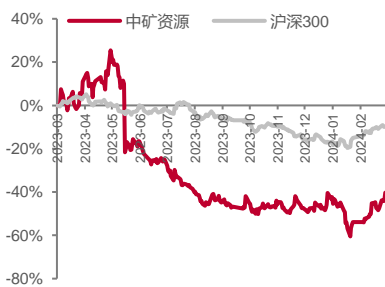
执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	730
流通股本(百万股)	720
市价(元)	40.79
市值(百万元)	29,769
流通市值(百万元)	29,378

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

## 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	6,593	7,264	10,053
增长率 yoy%	88%	236%	-18%	10%	38%
净利润 (百万元)	558	3,295	2,400	1,465	1,923
增长率 yoy%	220%	490%	-27%	-39%	31%
每股收益 (元)	0.76	4.51	3.29	2.01	2.64
每股现金流量	0.90	2.81	5.52	3.31	1.55
净资产收益率	14%	44%	24%	13%	14%
P/E	53.3	9.0	12.4	20.3	15.5
P/B	7.3	4.0	3.0	2.6	2.2

备注: 股价选取 2024 年 3 月 15 日收盘价

## 投资要点

- 事件:** 2024年3月14日,公司拟以合计基准对价5,850万美元现金收购 Momentum 持有的 Junction Mining Limited 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。本次交易完成后,公司将拥有 Kitumba 铜矿项目 65%的权益。
- 收购 Kitumba 铜矿及 Tsumeb 冶炼厂, 开启铜资源布局。** 1) **矿端,** Kitumba 铜矿项目目前处于待开发阶段,根据 2015 年资源量估算报告显示,Kitumba 铜矿区累计探获的保有铜矿资源量为 2,790 万吨,铜金属量 61.40 万吨,铜平均品位 2.20%,单吨铜对价约 147 美元/吨。2015 年可研报告显示,Kitumba 铜矿 C1 现金成本为 1.6 美元/磅(约 3527 美元/吨),All-in 现金成本为 1.93 美元/磅(约 4255 美元/吨),成本具备较强的竞争力。矿区内已探获区域之外仍存在 Kakozhi、Mushingashi 和 Mutoya 等数处重力和磁异常与激电异常及土壤地球化学异常区,已有工作表明异常区发育有相同类型的 IOCG 型铜矿化,具有良好的成矿潜力与找矿远景,矿山收购完成后,公司计划启动外围找矿工作,并对 Kitumba 铜矿项目进行可行性研究工作,根据可研工作成果确定下一步开发规划。2) **冶炼端,** 拟以 4900 万美元收购 Tsumeb 铜冶炼厂,2023 年铜冶炼产量 18.9 万吨,24 年产量指引为 20-23 万吨,23 年单吨铜冶炼现金成本为 414 美元/吨。
- 锂板块成长性持续兑现。** 1) **锂盐端,** 23 年 11 月春鹏新材 3.5 万吨锂盐成功点火投料试生产运行,公司电池级锂盐总产能达到 6.6 万吨/年(其中 6000 吨为氟化锂),规划 2025 年实现 10 万吨高纯锂盐产能。2) **矿山端,** Bikita 具备 200 万吨透锂长石+200 万吨锂精矿产能,Tanco 矿山 18 万吨锂辉石产能,计划投资建设加拿大 Tanco 矿区 100 万吨/年采选项目,当前已经可以实现 6 万吨锂盐完全自给目标。
- 盈利预测及投资建议:** 我们下调 23-25 年公司锂盐出货均价假设分别为 24、10、10 万元/吨,预计公司 2023-2025 年净利润分别为 24.00、14.65、19.23 亿元(23-25 年净利润预测前值为 34.66、39.10、49.30 亿元),按照当前 298 亿市值计算,对应 PE 分别为 12.4、20.3、15.5X。维持公司“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。

图表 1: Kitumba 铜矿经济指标

KEY ELEMENT	Case 7 @ US\$3.11/lb Cu
Production rate (ROM)	1.5 – 2.0 million tonnes @ 2.2% Cu
Mine Inventory <sup>1</sup>	22.5 Mt @ 2.2% Cu
Overall Cu Recovery	Approx. 91%
Average Cu Production	37,000 tpa
Mine Life	13 years
Real post-tax IRR	15%
Post-tax NPV <sub>8</sub>	US\$164 million
Initial Capital Expenditure	US\$433 million
Additional LOM Capital	US\$120 million
LOM Cash Cost (C1)	US\$1.60/lb
All-in Cash Cost	US\$1.93/lb

来源:《Kitumba Copper Project Pre-Feasibility Study Report 2015》, 中泰证券研究所

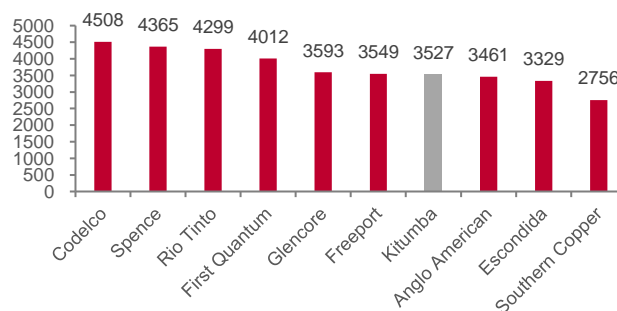
图表 2: Kitumba 铜矿资源量

资源类别	Kitumba 矿区累计探获的保有矿产资源量			
	矿石量(万吨)	平均品位(%)		铜金属量(万吨)
		铜	酸溶铜	
探明的资源量	960	2.95	0.94	28.3
控制的资源量	1530	1.93	0.6	29.4
探明+控制的资源量合计	2490	2.32	0.73	57.7
推断的资源量	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>

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

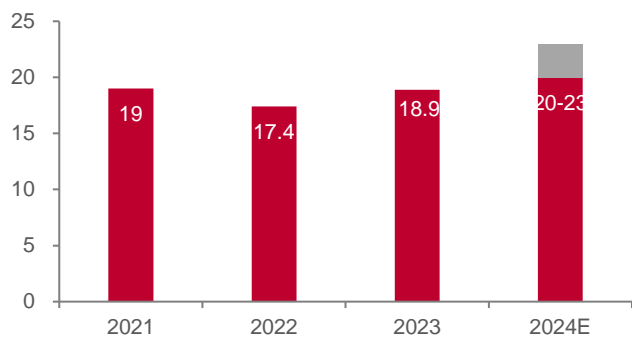
图表 4: Tsumeb 铜冶炼产量(万吨)

图表 3: 铜矿企业 C1 现金成本对比(美元/吨)

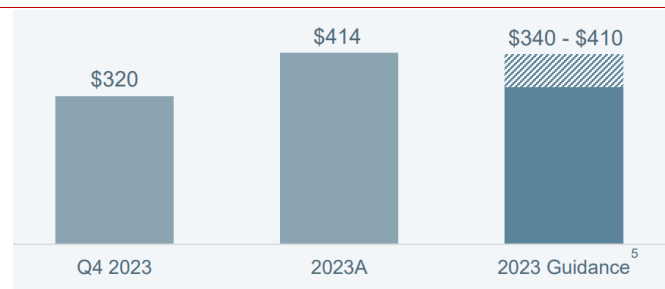


来源: 各公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 铜冶炼现金成本(美元/吨)



来源：Dundee Precious 公司公告，中泰证券研究所



来源：Dundee Precious 公司公告，中泰证券研究所

图表 6: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,912	5,424	6,615	6,465	营业收入	8,041	6,593	7,264	10,053
应收票据	0	0	0	0	营业成本	3,783	3,181	4,914	6,881
应收账款	464	340	323	415	税金及附加	58	132	145	201
预付账款	185	48	74	103	销售费用	49	79	87	121
存货	1,581	1,740	1,521	3,051	管理费用	268	330	363	503
合同资产	0	0	0	0	研发费用	237	198	218	302
其他流动资产	1,090	836	901	1,170	财务费用	-29	-31	-77	-86
流动资产合计	6,232	8,387	9,434	11,204	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	19	19	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	2,775	1,693	2,223
其他非流动资产	2,059	2,068	2,082	2,102	营业外收入	5	4	4	4
非流动资产合计	5,250	6,073	6,993	8,024	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产合计</b>	<b>11,482</b>	<b>14,461</b>	<b>16,427</b>	<b>19,229</b>	利润总额	3,813	2,777	1,695	2,225
短期借款	495	97	226	335	所得税	518	377	230	302
应付票据	36	38	28	47	净利润	3,295	2,400	1,465	1,923
应付账款	236	954	1,489	2,105	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	39	11	19	归属母公司净利润	3,295	2,400	1,465	1,923
合同负债	146	119	131	181	NOPLAT	3,270	2,373	1,398	1,849
其他应付款	90	90	90	90	EPS (按最新股本摊薄)	4.51	3.29	2.01	2.64
一年内到期的非流动负债	585	585	585	585					
其他流动负债	725	757	784	872	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	2,312	2,679	3,343	4,234	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	791	841	771	851	成长能力				
应付债券	105	105	105	105	营业收入增长率	235.9%	-18.0%	10.2%	38.4%
其他非流动负债	739	739	739	739	EBIT增长率	429.8%	-27.4%	-41.1%	32.2%
非流动负债合计	1,636	1,686	1,616	1,696	归母公司净利润增长率	490.2%	-27.2%	-39.0%	31.3%
<b>负债合计</b>	<b>3,948</b>	<b>4,365</b>	<b>4,958</b>	<b>5,929</b>	获利能力				
归属母公司所有者权益	7,510	10,071	11,444	13,275	毛利率	53.0%	51.7%	32.4%	31.6%
少数股东权益	25	25	25	25	净利率	41.0%	36.4%	20.2%	19.1%
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,534</b>	<b>10,096</b>	<b>11,469</b>	<b>13,300</b>	ROE	43.7%	23.8%	12.8%	14.5%
<b>负债和股东权益</b>	<b>11,482</b>	<b>14,461</b>	<b>16,427</b>	<b>19,229</b>	ROIC	46.7%	26.6%	13.8%	15.5%
					偿债能力				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	34.4%	30.2%	30.2%	30.8%
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	债务权益比	36.0%	23.4%	21.2%	19.7%
经营活动现金流	2,050	4,029	2,418	1,133	流动比率	2.7	3.1	2.8	2.6
现金收益	3,408	2,677	1,772	2,317	速动比率	2.0	2.5	2.4	1.9
存货影响	-863	-159	219	-1,530	营运能力				
经营性应收影响	-225	262	-9	-122	总资产周转率	0.7	0.5	0.4	0.5
经营性应付影响	115	760	495	644	应收账款周转天数	16	22	16	13
其他影响	-386	489	-59	-175	应付账款周转天数	20	67	90	94
投资活动现金流	-1,636	-1,107	-1,271	-1,465	存货周转天数	109	188	119	120
资本支出	-2,261	-1,123	-1,283	-1,490	每股指标 (元)				
股权投资	-7	0	-7	0	每股收益	4.51	3.29	2.01	2.64
其他长期资产变化	632	16	19	25	每股经营现金流	4.02	7.91	4.75	2.22
融资活动现金流	665	-410	44	182	每股净资产	14.74	19.77	22.47	26.06
借款增加	797	-349	59	189	估值比率				
股利及利息支付	-89	-271	-141	-201	P/E	9	12	20	15
股东融资	84	0	0	0	P/B	4	3	3	2
其他影响	-127	210	126	194	EV/EBITDA	7	9	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。