

## 公司研究

# 受益于钾锂景气持续 22H1 业绩大增，锂盐资源布局行业领先

## ——藏格矿业（000408.SZ）2022 年半年报点评

### 增持（维持）

当前价：34.74 元

#### 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsec.com

联系人：周家诺

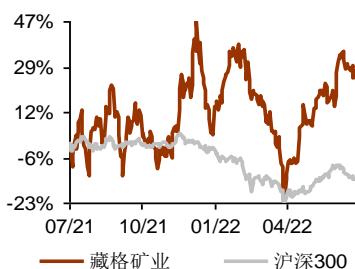
021-52523675

zhoujianuo@ebsec.com

#### 市场数据

总股本(亿股)	15.80
总市值(亿元):	549.04
一年最低/最高(元):	21.80/41.77
近3月换手率:	64.68%

#### 股价相对走势



#### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	9.60	41.94	38.63
绝对	4.39	52.37	24.16

资料来源：Wind

#### 相关研报

氯化钾及碳酸锂价格大涨，22Q1 公司业绩大增——藏格矿业（000408.SZ）2022 年一季报点评（2022-04-30）

### 要点

**事件：**7月25日，公司发布2022年半年报。2022年H1，公司实现营业收入35.10亿元，同比增长218.53%，实现归母净利润23.97亿元，同比增长438.01%。2022年Q2单季度公司实现营业收入22.24亿元，同比增长230.75%，实现归母净利润15.82亿元，同比增长722.7%。

#### 点评：

**钾肥、锂盐持续景气，22H1 公司业绩大增。**受益于主营产品氯化钾和碳酸锂价格大幅上涨和产销量增长，公司2022年H1业绩持续高增。氯化钾方面，由于粮食价格上行以及俄罗斯和白俄罗斯遭受制裁使得钾肥供给出现缺口，国内外钾肥价格大幅上涨。2022H1公司氯化钾平均销售价格已上涨至3644.31元/吨，同比上涨89.4%。碳酸锂方面，在锂原料供应相对紧张及下游新能源景气带动需求上升的双重刺激下，锂盐价格再创造历史新高，2022年H1公司电池级碳酸锂平均销售价格上涨至35.23万元/吨，同比大增511.63%。产销量方面，2022年H1公司实现氯化钾产量45.94万吨，同比增长26.94%，销量49.41万吨，同比增长20.87%；实现碳酸锂产量4770吨，同比增长55.17%，销量4807吨，同比减少10.23%。与此同时，公司具有较好的生产成本控制能力，在氯化钾的生产方面形成了良好的规模效应，上游原辅材料采购议价能力提升、固定成本摊薄等方面的降本收效良好，在生产工艺上有效利用剩余老卤、废卤生产碳酸锂产品，充分实现了资源的循环利用。在成本控制能力强和产品价格大幅上涨的双重影响下，公司毛利率处于较高水平，2022H1公司总体毛利率为81.54%，同比增加41.75pct，其中氯化钾和碳酸锂产品的毛利率分别为73.10%、90.52%，同比分别增加29.46pct、60.56pct。

**锂盐资源储备丰富，产业布局行业领先。**公司共计拥有200万吨/年的氯化钾产能及1万吨/年的电池级碳酸锂产能。公司逐渐拓宽上游锂资源端的布局，锂盐资源极其丰富。公司现有青海察尔汗盐湖铁路以东724.35平方公里的采矿权，青海茫崖大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿、小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段详查共1400平方公里探矿权面积。公司还通过参与产业基金间接持有麻米措矿业24%股权，麻米措矿业持有麻米措盐湖矿权面积115.43平方公里，探明液体卤水矿中氯化锂储量250.11万吨，折碳酸锂217.74万吨。麻米措盐湖提锂项目预计于2022年下半年开始建设，2023年下半年建成试生产。此外，公司还持有超级资源股份有限公司19.47%股份，从而间接参与阿根廷Laguna Verde盐湖锂项目的开发及建设，现已取得该项目的开发运营权。在生产工艺方面，公司自主研发固转液技术，使得固体钾矿不分品级均能溶解为液体钾，保障了生产氯化钾所需的原料供应，并且采用“模拟连续吸附→纳滤反渗透除杂→一步法合成”工艺路线，开创了超低浓度卤水提锂制取电池级碳酸锂的先河，未来发展可期。

**参股巨龙铜业投资收益可观，生产规模持续扩张。**2022年H1公司长期股权投资确认投资收益约3.45亿元，占公司利润总额的12.34%，主要系参股公司巨龙铜业产生的投资收益。截至目前，公司持有巨龙铜业30.78%的股权，巨龙铜业正持续扩产，发展较好。2022年下半年，巨龙铜业继续实施项目扩建工程，将知不拉铜多金属矿生产规模由4000吨/日改扩建为6000吨/日，计划2022年9月份建成投产，达产后年产铜约2.2万吨；将巨龙铜多金属矿生产规模由10万吨/日改扩建为15万吨/日，计划2022年底建成投产，达产后年产铜约16万吨左右。

**盈利预测、估值与评级：**受益于氯化钾和碳酸锂价格的大幅上涨，22 年 H1 公司业绩大幅上升，符合预期。我们维持公司 22-24 年的盈利预测，预计 22-24 年公司归母净利润分别为 46.30/48.61/54.48 亿元，维持公司“增持”评级。

**风险提示：**产品价格波动，产能建设风险，下游需求不及预期，参股公司业绩波动，公司实控人因诉讼问题致不能履职或控制权变更风险。

**表 1：公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,903	3,623	7,715	8,065	8,765
营业收入增长率	-5.70%	90.31%	112.97%	4.54%	8.68%
净利润 (百万元)	229	1,427	4,630	4,861	5,448
净利润增长率	-25.75%	523.60%	224.40%	4.99%	12.06%
EPS (元)	0.11	0.72	2.93	3.08	3.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.89%	15.10%	33.76%	26.17%	22.68%
P/E	303	48	12	11	10
P/B	8.7	7.2	4.0	3.0	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-25，2020 年公司总股本为 19.94 亿股，2021 年公司总股本为 19.71 亿股，2022 年及以后公司总股本为 15.80 亿股。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,903	3,623	7,715	8,065	8,765
营业成本	1,288	1,492	2,511	2,636	2,886
折旧和摊销	424	445	463	466	470
税金及附加	144	218	465	486	528
销售费用	38	45	97	101	110
管理费用	68	245	399	481	488
研发费用	6	17	30	35	36
财务费用	-16	-10	-26	-90	-173
投资收益	-94	231	1,206	1,293	1,507
营业利润	339	1,796	5,448	5,720	6,410
利润总额	307	1,695	5,447	5,719	6,409
所得税	79	268	817	858	961
净利润	229	1,427	4,630	4,861	5,448
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	229	1,427	4,630	4,861	5,448
EPS(元)	0.11	0.72	2.93	3.08	3.45

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-174	2,035	3,155	4,061	4,153
净利润	229	1,427	4,630	4,861	5,448
折旧摊销	424	445	463	466	470
净营运资金增加	-254	-47	1,525	-47	224
其他	-573	209	-3,463	-1,219	-1,989
投资活动产生现金流	1,044	-1,770	1,086	1,173	1,387
净资本支出	-80	-59	-120	-120	-120
长期投资变化	2,220	2,545	0	0	0
其他资产变化	-1,096	-4,256	1,206	1,293	1,507
融资活动现金流	-497	80	-344	90	173
股本变化	0	-23	-390	0	0
债务净变化	-415	4	0	0	0
无息负债变化	-561	407	47	63	108
净现金流	372	345	3,897	5,324	5,713

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.3%	58.8%	67.5%	67.3%	67.1%
EBITDA 率	41.5%	57.2%	60.8%	59.6%	59.4%
EBIT 率	19.2%	44.9%	54.8%	53.8%	54.0%
税前净利润率	16.2%	46.8%	70.6%	70.9%	73.1%
归母净利润率	12.0%	39.4%	60.0%	60.3%	62.2%
ROA	2.6%	13.4%	31.0%	24.5%	21.4%
ROE (摊薄)	2.9%	15.1%	33.8%	26.2%	22.7%
经营性 ROIC	5.0%	20.7%	46.0%	49.7%	55.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	9%	11%	8%	6%	5%
流动比率	3.12	2.37	6.28	10.26	13.85
速动比率	2.31	1.96	5.43	9.50	13.05
归母权益/有息债务	-	2544.97	3692.11	5000.80	6467.31
有形资产/有息债务	-	2742.53	3903.89	5230.87	6727.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	8,678	10,625	14,933	19,858	25,413
货币资金	462	800	4,697	10,021	15,735
交易性金融资产	0	28	28	28	28
应收账款	37	89	192	207	222
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	52	47	155	134	161
存货	599	466	982	930	1,074
其他流动资产	1,056	1,175	1,175	1,175	1,175
流动资产合计	2,294	2,647	7,298	12,569	18,474
其他权益工具	188	172	172	172	172
长期股权投资	2,220	2,545	2,545	2,545	2,545
固定资产	3,601	3,238	2,843	2,457	2,078
在建工程	2	0	53	92	121
无形资产	283	370	365	360	355
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	1,584	1,584	1,584	1,584
非流动资产合计	6,384	7,978	7,635	7,289	6,939
总负债	761	1,171	1,218	1,281	1,389
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	313	230	387	406	444
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	18	9	9	9	9
流动负债合计	734	1,115	1,163	1,226	1,334
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	43	43	43	43
非流动负债合计	26	56	56	56	56
股东权益	7,917	9,454	13,715	18,576	24,024
股本	1,994	1,971	1,580	1,580	1,580
公积金	1,647	1,819	2,209	2,209	2,209
未分配利润	4,413	5,840	10,080	14,942	20,389
归属母公司权益	7,917	9,454	13,715	18,576	24,024
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.00%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
管理费用率	3.59%	6.75%	5.17%	5.96%	5.57%
财务费用率	-0.81%	-0.28%	-0.33%	-1.12%	-1.98%
研发费用率	0.29%	0.48%	0.39%	0.43%	0.41%
所得税率	26%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.09	1.03	2.00	2.57	2.63
每股净资产	3.97	4.80	8.68	11.75	15.20
每股销售收入	0.95	1.84	4.88	5.10	5.55

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	303	48	12	11	10
PB	8.7	7.2	4.0	3.0	2.3
EV/EBITDA	84.8	31.8	10.5	9.1	7.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE