

2023年08月13日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# Q2 业绩环比改善，关注锂盐钾肥远期布局

## —藏格矿业（000408.SZ）公司事件点评报告

### 买入(首次覆盖) 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

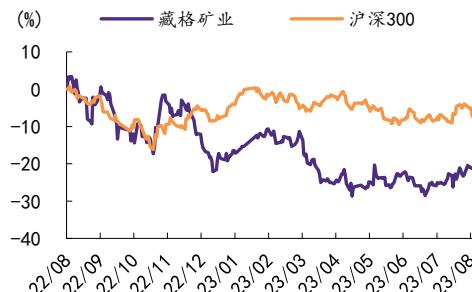
分析师：杜飞 S1050523070001

✉ dufei@cfsc.com.cn

**基本数据**

2023-08-11

当前股价（元）	24
总市值（亿元）	379
总股本（百万股）	1580
流通股本（百万股）	1580
52周价格范围（元）	21.96-35.05
日均成交额（百万元）	237.01

**市场表现**

资料来源：Wind, 华鑫证券研究

藏格矿业发布 2023 年中报：2023 年 H1 公司实现营业收入 27.96 亿元，同比下降 20.33%；归母净利润 20.26 亿元，同比下降 15.46%；扣非后归母净利润 19.99 亿元，同比下降 16.45%。经营活动净现金流为 12.95 亿元，同比-60.23%。基本每股收益为 1.29 元，同比-14.92%。

**投资要点****■ Q2 业绩环比改善**

公司二季度营收和归母净利润均环比改善。经计算，2023Q2 公司营业收入为 14.22 亿元，同比-36.06%，环比+3.49%。2023Q2 公司归母净利润 11.05 亿元，同比-30.20%，环比+19.98%。

**■ 钾锂销量同比增长，营收同比下降**

2023 年上半年公司的氯化钾业务、碳酸锂业务销量分别同比增加 19.35%、1.21%，但由于钾锂的价格回落，导致公司的营业收入同比下降。

**(1) 氯化钾业务：**报告期内氯化钾业务实现收入 16.68 亿元，同比-7.38%；实现毛利率 64.23%，同比下降 8.87 个百分点。2023H1 实现氯化钾产量 53.06 万吨，同比+15.50%，实现销量 58.97 万吨，同比+19.35%。2023H1 氯化钾产品实现的平均售价（含税）为 3082.98 元/吨，同比下降 22.39%。

**(2) 碳酸锂业务：**报告期内碳酸锂业务实现收入 11.20 亿元，同比-33.88%；实现毛利率 81.97%，同比下降 8.55 个百分点。2023H1 实现碳酸锂产量 4507 吨，同比-5.51%，实现销量 4865 吨，同比+1.21%。2023H1 碳酸锂产品实现的平均售价（含税）为 26.01 万元/吨，同比下降 34.67%。

**■ 钾锂资源丰富，远期开采潜力大**

公司拥有青海察尔汗盐湖 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探矿权，矿权面积达 1400 平方公里。

此外，公司通过参与藏青基金间接持有麻米措矿业公司 24% 股权，麻米措矿业公司持有麻米措盐湖，矿权面积 115.43 平方公里，探明液体卤水矿中氯化锂储量为 250.11 万吨，折碳酸锂 217.74 万吨。

境外布局方面，公司与老挝政府签订钾盐矿勘探协议，特许经营矿区面积达 400 平方公里，预测钾资源储量达 6 亿吨。

**麻米措盐湖开发取得进展。**麻米措矿业公司拟新建电池级碳酸锂 5 万吨/年、工业级硼砂 1.7 万吨/年项目，于 2023 年 7 月收到环评批复。

## ■ 巨龙铜业投资收益未来可期

直接持有巨龙铜业公司 30.78% 的股权。2023 年 H1 公司取得投资收益 5.85 亿元，同比增加 69.57%。

巨龙铜矿一期已于 2021 年 12 月底建成投产，2022 年底改扩建至 15 万吨/日，2023 年计划矿石处理量 15 万吨/日，产铜量计划 15-16 万吨/年。

巨龙铜矿二期计划于 2025 年 2 季度建成投产，矿石处理量 35 万吨/日，产铜量 30-35 万吨/年。未来随着巨龙铜业的产销增长，公司的投资收益未来可期。

## ■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 61.79、65.93、76.99 亿元，归母净利润分别为 44.75、47.80、57.77 亿元，当前股价对应 PE 分别为 8.5、7.9、6.6 倍。公司远期钾锂产能有望进一步提升，以及财务投资公司巨龙铜业产销持续增长有望带来公司业绩稳定增长。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

1) 全球锂盐湖及锂矿投产超预期；2) 锂电池需求不及预期；3) 公司盐湖开采进度不及预期；4) 财务投资巨龙铜业盈利不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	8,194	6,179	6,593	7,699
增长率（%）	126.2%	-24.6%	6.7%	16.8%
归母净利润（百万元）	5,655	4,475	4,780	5,777
增长率（%）	296.2%	-20.9%	6.8%	20.9%
摊薄每股收益（元）	3.58	2.83	3.02	3.66
ROE（%）	46.6%	29.5%	25.8%	25.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>8,194</b>	<b>6,179</b>	<b>6,593</b>	<b>7,699</b>
现金及现金等价物	2,800	5,442	8,100	11,388	营业成本	1,475	1,572	1,642	1,935
应收款项	180	169	199	232	营业税金及附加	377	300	327	386
存货	565	544	529	591	销售费用	45	35	41	49
其他流动资产	1,383	1,065	1,142	1,338	管理费用	334	255	280	330
流动资产合计	4,927	7,220	9,969	13,549	财务费用	-29	-152	-227	-319
<b>非流动资产:</b>					研发费用	21	17	20	24
金融类资产	43	55	64	79	费用合计	371	155	114	85
固定资产	2,850	2,868	2,960	3,047	资产减值损失	-16	-16	-16	-16
在建工程	260	361	380	283	公允价值变动	-2	-3	-2	-4
无形资产	355	400	445	483	投资收益	692	1,175	1,208	1,600
长期股权投资	3,268	3,740	4,256	4,828	营业利润	<b>6,632</b>	<b>5,291</b>	<b>5,680</b>	<b>6,852</b>
其他非流动资产	1,877	1,877	1,877	1,877	加: 营业外收入	1	3	6	7
非流动资产合计	8,610	9,246	9,919	10,519	减: 营业外支出	41	53	75	61
资产总计	13,536	16,466	19,888	24,067	利润总额	6,593	5,241	5,611	6,798
<b>流动负债:</b>					所得税费用	938	766	831	1,020
短期借款	0	0	0	0	净利润	<b>5,655</b>	<b>4,475</b>	<b>4,780</b>	<b>5,777</b>
应付账款、票据	273	226	232	273	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	561	561	561	561	归母净利润	<b>5,655</b>	<b>4,475</b>	<b>4,780</b>	<b>5,777</b>
流动负债合计	1,382	1,277	1,353	1,488					
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	31	31	31	31					
非流动负债合计	31	31	31	31					
负债合计	1,413	1,308	1,384	1,519					
<b>所有者权益</b>									
股本	1,580	1,580	1,580	1,580					
股东权益	12,124	15,158	18,504	22,548					
负债和所有者权益	13,536	16,466	19,888	24,067					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	5655	4475	4780	5777					
少数股东权益	0	0	0	0					
折旧摊销	418	208	211	220					
公允价值变动	-2	-3	-2	-4					
营运资金变动	-641	257	-7	-141					
经营活动现金净流量	5430	4936	4983	5852					
投资活动现金净流量	-146	-603	-637	-577					
筹资活动现金净流量	-2642	-1441	-1434	-1733					
现金流量净额	2,643	2,893	2,912	3,542					

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	126.2%	-24.6%	6.7%	16.8%
归母净利润增长率	296.2%	-20.9%	6.8%	20.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	82.0%	74.6%	75.1%	74.9%
四项费用/营收	4.5%	2.5%	1.7%	1.1%
净利率	69.0%	72.4%	72.5%	75.0%
ROE	46.6%	29.5%	25.8%	25.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	10.4%	7.9%	7.0%	6.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.4	0.3	0.3
应收账款周转率	45.5	36.5	33.2	33.2
存货周转率	2.6	3.4	3.7	3.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	3.58	2.83	3.02	3.66
P/E	7.3	8.5	7.9	6.6
P/S	4.6	6.1	5.8	4.9
P/B	3.1	2.5	2.0	1.7

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 新材料组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

请阅读最后一页重要免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。