

业绩略超预期，钾肥销量环比大幅增长

2023 年 10 月 22 日

► **事件：公司发布 2023 年三季度报。** (1) 23Q1-Q3 公司实现营收 41.9 亿元，同比-26.7%，归母净利 29.7 亿元，同比-28.7%，扣非归母净利 29.5 亿元，同比-29.3%；(2) 单季度看，23Q3 公司实现营收 13.9 亿元，同比-36.8%，环比-2.1%，归母净利 9.4 亿元，同比-46.7%，环比-14.8%，扣非归母净利 9.5 亿元，同比-46.6%，环比-12.4%，业绩超此前我们的预期。

► **碳酸锂：下游需求未见好转，锂盐出货承压下滑。** 1) 量：23Q1-Q3 产销 8222 吨、7761 吨，同比变动+1.8%、-10.8%。单季度看，23Q3 生产进入旺季，实现产量 3715 吨，环比+36.4%，但下游需求持续未见好转，实现销量 2896 吨，环比-33.1%；2) 价：23Q1-Q3 碳酸锂平均售价（不含税）21.8 万元/吨。单季度看，根据亚金网数据，23Q3 电碳不含税均价 22.1 万元/吨，环比-0.4%，公司碳酸锂单吨售价（不含税）下滑至 19.7 万元/吨；3) 本：23Q1-Q3 平均销售成本 3.9 万元/吨，Q3 气温升高，卤水中锂离子浓度提升，成本环比改善。

► **氯化钾：需求改善，销量环比大幅提升。** 1) 量：23Q1-Q3 产销 76.6 万吨、99.6 万吨，同比变动-5.3%、+60.8%。单季度看，23Q3 氯化钾下游需求恢复，公司实现产销 23.6 万吨、40.6 万吨，环比变动-29.8%、+90.2%；2) 价：23Q1-Q3 单吨平均售价（不含税）2407 元/吨。单季度看，Q3 销售均价环比继续下滑；3) 本：23Q1-Q3 单吨销售成本 1036 元/吨，Q3 环比变化不大。

► **投资收益：巨龙铜业产能释放，投资收益高速增长。** 巨龙一期持续爬坡，23Q1-Q3 巨龙铜业贡献投资收益 10.2 亿元，同比+78.0%，其中 Q3 贡献投资收益 4.3 亿元，同比+90.8%。

► **重点项目进度：** 1) **麻米措盐湖项目：** 纸质采矿权办理需要的 10 项前期报告已完成 9 项，剩余 1 项完成后将向自治区申请采矿权证，一期 5 万吨碳酸锂项目预计 24 年年底投产；2) **老挝钾盐矿：** 勘探按计划推进，可研已启动。

► **核心看点：钾锂同步大幅扩产，投资收益高速增长。** 1) **锂：** 依托察尔汗盐湖，建有 1 万吨电碳产能，通过藏青基金穿透持有麻米措矿业 24% 股权，麻米措盐湖规划 10 万吨碳酸锂产能，一期 5 万吨项目预计 2024 年年底投产；2) **钾肥：** 国内第二大钾肥生产企业，在产产能 200 万吨/年，2023 年出海布局老挝两处钾盐矿，一期规划产能 200 万吨/年，投产后产能翻倍。3) **投资收益：** 巨龙铜业第二大股东，随着巨龙二、三期产能逐步释放，巨龙投资收益持续高速增长。

► **投资建议：** 钾锂产能同步快速扩张，假设不考虑公司未来对麻米措矿业股权增加的影响，我们预计公司 2023-2025 年归母净利 35.5、31.0 和 39.6 亿元，对应 10 月 20 日收盘价的 PE 为 10、11 和 9 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：** 锂价超预期下跌，扩产项目、参股项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 8,194 | 5,204 | 3,959 | 5,232 |
| 增长率 (%) | 126.2 | -36.5 | -23.9 | 32.2 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 5,655 | 3,547 | 3,104 | 3,956 |
| 增长率 (%) | 296.2 | -37.3 | -12.5 | 27.5 |
| 每股收益 (元) | 3.58 | 2.24 | 1.96 | 2.50 |
| PE | 6 | 10 | 11 | 9 |
| PB | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.58 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1. 藏格矿业 (000408.SZ) 2023 年半年报点评：投资收益亮眼，钾锂步入扩产快车道-2023/08/09

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 8,194 | 5,204 | 3,959 | 5,232 |
| 营业成本 | 1,475 | 1,626 | 1,540 | 2,377 |
| 营业税金及附加 | 377 | 239 | 170 | 220 |
| 销售费用 | 45 | 26 | 20 | 26 |
| 管理费用 | 334 | 250 | 190 | 251 |
| 研发费用 | 21 | 18 | 12 | 16 |
| EBIT | 5,924 | 3,041 | 2,025 | 2,339 |
| 财务费用 | -29 | -33 | -37 | -45 |
| 资产减值损失 | -16 | -12 | -12 | -18 |
| 投资收益 | 692 | 1,112 | 1,601 | 2,411 |
| 营业利润 | 6,632 | 4,173 | 3,651 | 4,777 |
| 营业外收支 | -39 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 6,593 | 4,173 | 3,651 | 4,777 |
| 所得税 | 938 | 626 | 548 | 717 |
| 净利润 | 5,655 | 3,547 | 3,104 | 4,060 |
| 归属于母公司净利润 | 5,655 | 3,547 | 3,104 | 3,956 |
| EBITDA | 6,351 | 3,503 | 2,520 | 2,871 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,800 | 3,118 | 3,807 | 4,664 |
| 应收账款及票据 | 162 | 93 | 71 | 93 |
| 预付款项 | 81 | 89 | 85 | 131 |
| 存货 | 565 | 610 | 578 | 892 |
| 其他流动资产 | 1,319 | 857 | 666 | 861 |
| 流动资产合计 | 4,927 | 4,767 | 5,207 | 6,641 |
| 长期股权投资 | 3,268 | 4,380 | 5,981 | 8,392 |
| 固定资产 | 2,854 | 2,876 | 2,899 | 2,919 |
| 无形资产 | 355 | 353 | 351 | 349 |
| 非流动资产合计 | 8,610 | 10,748 | 12,315 | 14,690 |
| 资产合计 | 13,536 | 15,515 | 17,522 | 21,331 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 273 | 301 | 285 | 440 |
| 其他流动负债 | 1,108 | 1,022 | 888 | 1,309 |
| 流动负债合计 | 1,382 | 1,323 | 1,173 | 1,749 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 31 | 30 | 29 | 29 |
| 非流动负债合计 | 31 | 30 | 29 | 29 |
| 负债合计 | 1,413 | 1,353 | 1,202 | 1,778 |
| 股本 | 1,580 | 1,580 | 1,580 | 1,580 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 104 |
| 股东权益合计 | 12,124 | 14,162 | 16,320 | 19,553 |
| 负债和股东权益合计 | 13,536 | 15,515 | 17,522 | 21,331 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 126.19 | -36.49 | -23.92 | 32.16 |
| EBIT 增长率 | 276.23 | -48.67 | -33.41 | 15.52 |
| 净利润增长率 | 296.18 | -37.27 | -12.51 | 27.47 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 82.00 | 68.74 | 61.10 | 54.56 |
| 净利率 | 69.01 | 68.17 | 78.39 | 75.61 |
| 总资产收益率 ROA | 41.78 | 22.86 | 17.71 | 18.55 |
| 净资产收益率 ROE | 46.64 | 25.05 | 19.02 | 20.34 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 3.57 | 3.60 | 4.44 | 3.80 |
| 速动比率 | 3.08 | 3.06 | 3.86 | 3.20 |
| 现金比率 | 2.03 | 2.36 | 3.25 | 2.67 |
| 资产负债率 (%) | 10.44 | 8.72 | 6.86 | 8.34 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 7.23 | 7.23 | 7.23 | 7.23 |
| 存货周转天数 | 139.70 | 139.70 | 139.70 | 139.70 |
| 总资产周转率 | 0.68 | 0.36 | 0.24 | 0.27 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 3.58 | 2.24 | 1.96 | 2.50 |
| 每股净资产 | 7.67 | 8.96 | 10.33 | 12.31 |
| 每股经营现金流 | 3.44 | 2.08 | 1.34 | 1.38 |
| 每股股利 | 2.86 | 0.60 | 0.52 | 0.67 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 6 | 10 | 11 | 9 |
| PB | 2.8 | 2.4 | 2.1 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 5.13 | 9.31 | 12.94 | 11.36 |
| 股息收益率 (%) | 13.24 | 2.77 | 2.43 | 3.09 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润 | 5,655 | 3,547 | 3,104 | 4,060 |
| 折旧和摊销 | 426 | 462 | 496 | 532 |
| 营运资金变动 | -2 | 374 | 107 | -30 |
| 经营活动现金流 | 5,430 | 3,292 | 2,125 | 2,180 |
| 资本开支 | -134 | -425 | -458 | -492 |
| 投资 | -20 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -146 | -1,483 | -458 | -492 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 0 | 23 | -27 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -3,305 | -1,490 | -977 | -832 |
| 现金净流量 | 1,980 | 319 | 689 | 856 |

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 公司评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| | 行业评级 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026