

藏格矿业 (000408.SZ) 事件点评

发布“质量回报双提升”行动方案，彰显发展信心

2024年03月03日

➤ **事件：24年3月1日，公司发布“质量回报双提升”行动方案。**公司自2002年成立，聚焦矿产主业，资源布局逐步拓展至钾、铜、锂三大板块，19-22年业绩高速增长。公司重视股东回报，近两年坚持高分红政策。随着三大业务扩产项目同步推进，公司业绩弹性可期，高分红政策有望延续。

➤ **锂：盐湖提锂成本优势突出，麻米措项目放量在即。**1) **察尔汗：**公司依托青海察尔汗盐湖，建有1万吨电产能，23Q1-Q3电产能销8222吨、7761吨，同比变动+1.8%、-10.8%，公司计划23年电产能销1.2万吨。成本方面，凭借公司自主研发的超低浓度卤水提锂工艺，公司成本优势突出，23Q1-Q3平均生产成本3.9万元/吨，位于全球锂行业成本曲线左侧；2) **麻米措：**规划10万吨碳酸锂产能，一期5万吨项目计划24年年底投产。公司通过藏青基金持有麻米措盐湖24%权益，根据签署的战略协议，一期项目投产后，公司持有麻米措项目的权益将增至51%及以上；3) **结则茶卡和龙木措：**23年11月，藏青基金子基金拟收购国能矿业34%股权，国能矿业拥有结则茶卡、龙木措两处盐湖，23年7月结则茶卡盐湖3万吨氢氧化锂项目通过环评，23年12月龙木措盐湖7万吨碳酸锂项目通过专家评审。

➤ **钾：国内第二大钾肥龙头，出海布局钾盐资源。**1) **察尔汗：**国内第二大钾肥生产企业，在产产能200万吨/年，23Q1-Q3氯化钾产销76.6万吨、99.6万吨，同比变动-5.3%、+60.8%，23年产量目标100万吨，销售目标120万吨。2) **老挝：**国内钾肥对外依赖度高，2023年公司响应国家号召，在老挝万象地区两处钾盐矿，一期规划产能200万吨/年，投产后总产能翻倍。

➤ **铜：参股巨龙铜业，二期、三期项目投产后矿产铜权益产能由4.6万吨提升至18.5万吨。**巨龙一期21年底投产，23年巨龙铜矿矿产铜产量15.4万吨，钼精矿产量0.5万吨，净利润43.2亿元，矿产铜单吨净利高达2.8万元。公司参股巨龙铜业30.78%股权，23年获得投资收益13.3亿元。24年2月，巨龙二期扩产项目获批，计划25年底建成，达产后巨龙年产矿产铜将增至30-35万吨、钼精矿增至1.3万吨。三期项目规划矿产铜产能25万吨，投产后巨龙产能合计60万吨，公司权益产能大幅提升至18.5万吨，铜板块投资收益可期。

➤ **分红：重视投资者回报，高分红政策有望延续。**22年、23H1公司派发现金股利45.1亿元、12.6亿元，占当期归母净利的79.7%、42.3%；根据公司23年底发布的分红政策，未来三年现金分红比例不低于可分配利润的30%，截至23Q3末，公司资产负债率7.4%，高分红政策有望延续。

➤ **投资建议：**盐湖提锂成本优势突出，钾锂铜三大板块扩产项目同步推进，我们预计公司2023-2025年归母净利36.4、24.6和30.5亿元，对应3月1日收盘价的PE为13、19和15倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锂价超预期下跌，扩产项目进度不及预期。

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	5,168	3,315	5,470
增长率（%）	126.2	-36.9	-35.8	65.0
归属母公司股东净利润（百万元）	5,655	3,643	2,456	3,047
增长率（%）	296.2	-35.6	-32.6	24.1
每股收益（元）	3.58	2.31	1.55	1.93
PE	8	13	19	15
PB	3.8	3.6	3.4	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年3月1日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
29.43元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@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年三季报点评：业绩略超预期，钾肥销量环比大幅增长-2023/10/22

2. 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	5,168	3,315	5,470
营业成本	1,475	1,644	1,446	2,722
营业税金及附加	377	258	143	230
销售费用	45	26	17	27
管理费用	334	248	159	263
研发费用	21	18	10	16
EBIT	5,924	2,971	1,539	2,208
财务费用	-29	-33	-20	-15
资产减值损失	-16	-13	-11	-21
投资收益	692	1,295	1,341	1,387
营业利润	6,632	4,286	2,889	3,589
营业外收支	-39	0	0	0
利润总额	6,593	4,286	2,889	3,589
所得税	938	643	433	538
净利润	5,655	3,643	2,456	3,051
归属于母公司净利润	5,655	3,643	2,456	3,047
EBITDA	6,351	3,433	2,034	2,740

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,800	1,734	1,279	1,751
应收账款及票据	162	92	59	97
预付款项	81	90	80	150
存货	565	617	542	1,021
其他流动资产	1,319	854	570	900
流动资产合计	4,927	3,387	2,530	3,919
长期股权投资	3,268	4,563	5,903	7,290
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	10,965	12,272	13,623
资产合计	13,536	14,352	14,802	17,542
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	273	304	268	504
其他流动负债	1,108	1,016	828	1,482
流动负债合计	1,382	1,321	1,096	1,986
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	31	29	29	29
非流动负债合计	31	29	29	29
负债合计	1,413	1,350	1,125	2,015
股本	1,580	1,580	1,580	1,580
少数股东权益	0	0	0	3
股东权益合计	12,124	13,002	13,677	15,527
负债和股东权益合计	13,536	14,352	14,802	17,542

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	-36.93	-35.85	64.99
EBIT 增长率	276.23	-49.85	-48.20	43.50
净利润增长率	296.18	-35.57	-32.60	24.10
盈利能力 (%)				
毛利率	82.00	68.19	56.38	50.23
净利润率	69.01	70.50	74.07	55.72
总资产收益率 ROA	41.78	25.38	16.59	17.37
净资产收益率 ROE	46.64	28.02	17.95	19.63
偿债能力				
流动比率	3.57	2.56	2.31	1.97
速动比率	3.08	2.01	1.72	1.37
现金比率	2.03	1.31	1.17	0.88
资产负债率 (%)	10.44	9.41	7.60	11.49
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	0.37	0.23	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	3.58	2.31	1.55	1.93
每股净资产	7.67	8.23	8.65	9.82
每股经营现金流	3.44	2.04	1.13	1.37
每股股利	2.86	1.13	0.76	0.94
估值分析				
PE	8	13	19	15
PB	3.8	3.6	3.4	3.0
EV/EBITDA	7.14	13.20	22.28	16.54
股息收益率 (%)	9.71	3.83	2.58	3.20
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	5,655	3,643	2,456	3,051
折旧和摊销	426	462	496	532
营运资金变动	-2	391	159	-59
经营活动现金流	5,430	3,221	1,787	2,169
资本开支	-134	-425	-458	-492
投资	-20	0	0	0
投资活动现金流	-146	-1,518	-458	-492
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-3,305	-2,769	-1,785	-1,204
现金净流量	1,980	-1,065	-456	473

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受到任何形式的补偿。

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。	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