

业绩：2024 年 3 月 20 日，公司发布 2023 年年报。2023 公司实现营收 52.3 亿元，同比-36.2%，归母净利 34.2 亿元，同比-39.5%，扣非归母净利 35.8 亿元，同比-37.3%。单季度看，23Q4 实现营收 10.4 亿元，同比-58.2%，环比-25.6%，归母净利 4.5 亿元，同比-69.7%，环比-52.1%，扣非归母净利 6.3 亿元，同比-59.0%，环比-34.1%。扣非利润符合我们预期，预期差主要来自 23Q4 补缴各项税费和滞纳金约 1.9 亿元。

锂：Q4 出货小幅不及预期，全年成本虽有提升但仍具优势。2023 年贡献业绩约 13.0 亿元，单吨净利 12.6 万元。1) **量**：2023 年产销目标均 1.2 万吨，2023 年实际产销 1.21/1.03 万吨。23Q4 产销 3840/2554 吨，环比+3.4%/-11.8%，由于 Q4 下游需求较弱，销量略微不及预期；2) **库存**：截至 23 年底库存 2253 吨，维持低位；3) **价**：2023 年不含税均价 19.2 万元，23Q4 不含税售价降至 11.4 万元/吨，单 Q4 折扣系数约 96%；4) **本**：23Q1-Q3 单吨生产成本 3.9 万元，23Q4 环比小幅下降，2023 年全年单吨生产成本 3.7 万元，同比+0.6 万元，主要原因一是 2023 年补充损耗的吸附剂，二是技改项目完成后转固，折旧同比增加。成本虽有提升，但相对于矿石提锂，成本优势仍然显著。

钾：Q4 售价回升，超额完成全年产销目标。2023 年贡献业绩约 9.8 亿，单吨净利 760 元。1) **量**：2023 年产销 109/129 万吨，超额完成产销目标 (100/120 万吨)。23Q4 氯化钾产销 32.8/29.7 万吨，环比+39.4%和-26.8%；2) **价**：2023 年不含税单吨售价 2486 元，同比-28.6%，Q4 不含税单吨售价 2453 元，环比+36.5%，主要由于冬储需求拉动钾肥市场价格反弹；3) **本**：2023 年单吨生产成本 1089 元，同比+7.6%，较为稳定。

铜：巨龙投资收益亮眼，二、三期扩产项目带来板块弹性。2023 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 42.1 亿元，单吨净利约 2.7 万元，公司持有巨龙铜矿 30.78%权益，23 年巨龙贡献投资收益 13.0 亿元，其中 23Q4 贡献投资收益 2.8 亿元。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，铜板块利润贡献及弹性可期。

营业外支出：Q4 补缴税费+滞纳金约 1.88 亿元。23Q4 营业外支出 1.95 亿，同比+1.61 亿，环比+1.95 亿，主要由于补缴 2004-2014 年的所得税、增值税等各项税费 0.56 亿元，同时缴纳滞纳金 1.32 亿元，合计 1.88 亿元。

分红：重视股东回报，维持高分红。2022 年分红 45.1 亿元，占当期归母净利的 79.7%，2023 年两次分红合计 25.1 亿元，占当期归母净利的 73.4%，分红超预期。截至 2023 年底，公司资产负债率仅 7.4%，未来资本开支较小，高分红政策有望延续。

产销指引：2024 年氯化钾产销 100/104.2 万吨，碳酸锂产销均 1.05 万吨。

投资建议：公司盐湖提锂具备成本优势，钾锂铜三大板块扩产项目同步推进，我们预计公司 2024-2026 年归母净利 24.2、30.2 和 44.3 亿元，对应 3 月 20 日收盘价的 PE 为 20、16 和 11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：锂价超预期下跌，国内外扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,226	3,283	5,465	6,647
增长率 (%)	-36.2	-37.2	66.5	21.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,420	2,423	3,015	4,427
增长率 (%)	-39.5	-29.1	24.4	46.8
每股收益 (元)	2.16	1.53	1.91	2.80
PE	14	20	16	11
PB	3.8	3.6	3.1	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
31.16 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 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-2024/03/03
- 藏格矿业 (000408.SZ) 2023 年三季度报点评：业绩略超预期，钾肥销量环比大幅增长-2023/10/22
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,226	3,283	5,465	6,647
营业成本	1,816	1,427	2,703	3,192
营业税金及附加	294	164	235	279
销售费用	50	33	55	66
管理费用	281	177	328	432
研发费用	24	13	16	20
EBIT	2,795	1,470	2,130	2,661
财务费用	-19	-19	-19	-27
资产减值损失	-18	-8	-15	-18
投资收益	1,263	1,370	1,415	2,546
营业利润	4,063	2,851	3,550	5,217
营业外收支	-197	0	0	0
利润总额	3,866	2,851	3,550	5,217
所得税	454	428	533	782
净利润	3,412	2,423	3,018	4,434
归属于母公司净利润	3,420	2,423	3,015	4,427
EBITDA	3,232	1,945	2,637	3,187

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,587	1,654	2,283	2,760
应收账款及票据	18	10	17	21
预付款项	26	20	39	46
存货	498	383	726	858
其他流动资产	1,015	670	1,057	1,267
流动资产合计	3,144	2,739	4,123	4,952
长期股权投资	4,130	5,500	6,915	9,462
固定资产	2,862	2,855	2,843	2,830
无形资产	328	326	324	322
非流动资产合计	10,948	12,291	13,674	16,201
资产合计	14,092	15,029	17,797	21,152
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	355	279	529	624
其他流动负债	580	842	1,528	1,814
流动负债合计	936	1,121	2,056	2,438
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	106	106	105	119
非流动负债合计	106	106	105	119
负债合计	1,041	1,227	2,161	2,557
股本	1,580	1,580	1,580	1,580
少数股东权益	-8	-8	-5	2
股东权益合计	13,050	13,802	15,635	18,596
负债和股东权益合计	14,092	15,029	17,797	21,152

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-36.22	-37.18	66.46	21.63
EBIT 增长率	-52.82	-47.40	44.89	24.90
净利润增长率	-39.52	-29.14	24.42	46.84
盈利能力 (%)				
毛利率	65.25	56.53	50.54	51.98
净利率	65.44	73.81	55.18	66.61
总资产收益率 ROA	24.27	16.12	16.94	20.93
净资产收益率 ROE	26.19	17.55	19.28	23.81
偿债能力				
流动比率	3.36	2.44	2.00	2.03
速动比率	2.78	2.06	1.62	1.65
现金比率	1.70	1.48	1.11	1.13
资产负债率 (%)	7.39	8.17	12.14	12.09
经营效率				
应收账款周转天数	1.27	1.27	1.27	1.27
存货周转天数	100.08	100.08	100.08	100.08
总资产周转率	0.38	0.23	0.33	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	2.16	1.53	1.91	2.80
每股净资产	8.26	8.74	9.90	11.76
每股经营现金流	1.89	1.38	1.45	1.55
每股股利	0.80	0.75	0.93	1.37
估值分析				
PE	14	20	16	11
PB	3.8	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	14.75	24.52	18.08	14.96
股息收益率 (%)	2.57	2.41	2.99	4.39

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,412	2,423	3,018	4,434
折旧和摊销	436	474	507	526
营运资金变动	395	650	163	10
经营活动现金流	2,984	2,187	2,289	2,444
资本开支	-324	-432	-459	-490
投资	-1,547	0	0	0
投资活动现金流	-1,407	-432	-459	-490
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2,770	-1,687	-1,201	-1,477
现金净流量	-1,193	68	629	477

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。	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