

藏格矿业 (000408)

2023 年年报点评: 碳酸锂成本优势维持, 公司维持高分红

买入 (维持)

2024 年 03 月 25 日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

研究助理 胡锦芸

执业证书: S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8,194	5,226	3,672	3,591	3,595
同比	126.19%	-36.22%	-29.73%	-2.20%	0.10%
归母净利润 (百万元)	5,655	3,420	2,692	3,069	4,045
同比	296.19%	-39.52%	-21.28%	14.01%	31.81%
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.58	2.16	1.70	1.94	2.56
P/E (现价&最新摊薄)	8.11	13.41	17.03	14.94	11.33

投资要点

■ 2023 年公司实现归母净利润 34.2 亿元, 同比下降 39.52%, 业绩基本符合预期。2023 年公司营收 52.26 亿元, 同比下降 36.22%; 归母净利润 34.2 亿元, 同比下降 39.52%; 扣非净利润 35.75 亿元, 同比下降 37.25%; 23 年毛利率为 65.25%, 同比下降 16.75pct。

■ 锂: Q4 销量略低于预期, 成本环比下降, 西藏麻米错盐湖即将开工。23 年公司碳酸锂产量 1.21 万吨, 同增 14.5%, 销量 1.03 万吨, 同减 3.7%, 低于 23 年 1.2 万吨的产销计划; 其中 Q4 产量 3840 吨, 环增 3.4%, 销量 2554 吨, 环减 12%, 由于下游需求较弱, 销量略不及预期。价格成本方面, 23 年含税均价 21.7 万元, 同减 52%, 平均销售成本 3.74 万元, 同增 19%; Q4 含税均价 12.8 万元, 环减 42%, 平均销售成本 3.3 万元, 环减 4.3%, 含两费成本在 4 万元左右。24 年公司计划生产电碳 1.05 万吨, 销售 1.05 万吨, 销量同比微增; 麻米错盐湖首期 5 万吨 LCE 项目预计今年 4-5 月开工, 25 年底前有望全面投产。

■ 钾: Q4 均价环增 20%+, 24 年计划销量同减 19%。23 年公司氯化钾产量 109 万吨, 同减 16%, 销量 129 万吨, 同增 17%, 其中 Q4 产量 32.8 万吨, 环增 39%, 销量 29.7 万吨, 环减 27%。价格成本方面, 23 年含税均价 2710 元, 同减 29%, 平均成本 1089 元, 同增 8%; Q4 含税均价 2674 元, 环增 22%, 平均成本 1267 元, 环增 18%。24 年公司计划生产氯化钾 100 万吨, 销售 104.2 万吨, 同减 19%; 老挝钾盐矿预期 26 年底建成 100 万吨产能。

■ 铜: Q4 实现投资收益 2.8 亿, 24 年单吨净利有望进一步提升。23 年巨龙铜矿产铜 15.4 万吨, 单吨净利约 2.7 万元, 实现营收 102 亿元, 净利润 42 亿元, 公司持有 30.8% 股权, 23 年取得投资收益 13 亿元, 同增 79%, 其中 Q4 投资收益 2.8 亿元; 我们预计 24 年产量达到 16 万吨+, 成本稳定, 单吨净利有望进一步提升。24 年 2 月巨龙二期改扩建项目获批, 预计 25 年底建成投产, 达产后一二期合计年采选矿石量将超过 1 亿吨, 年矿产铜将达 30-35 万吨, 成为国内采选规模最大的单体铜矿山。

■ 23 年度现金分红合计约 25 亿, 维持高股息率。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元 (含税), 本次现金分红总额为 12.6 亿元; 根据 23 年半年度利润分配方案, 公司已实际派发现金红利 12.6 亿元, 因此公司 23 年现金分红合计约 25 亿元, 占 23 年归母净利润的 73%。

■ 盈利预测与投资评级: 考虑锂价下跌, 我们下调 2024-2025 年盈利预测, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 26.9/30.7/40.5 亿元 (原预期 24-25 年为 30/36 亿元), 同比 -21%/+14%/+32%, 对应 24-26 年 17x/15x/11xPE, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 产能释放不及预期, 需求不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.01
一年最低/最高价	20.90/32.11
市净率(倍)	3.51
流通 A 股市值(百万元)	45,847.94
总市值(百万元)	45,848.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.26
资产负债率(% ,LF)	7.39
总股本(百万股)	1,580.44
流通 A 股(百万股)	1,580.42

相关研究

《成本为盾、需求为锚, 锂价底部区间将至——全球锂资源供给梳理》

2024-02-09

2023 年公司实现归母净利润 34.2 亿元，同比下降 39.52%，业绩基本符合预期。2023 年公司营收 52.26 亿元，同比下降 36.22%；归母净利润 34.2 亿元，同比下降 39.52%；扣非净利润 35.75 亿元，同比下降 37.25%；23 年毛利率为 65.25%，同比下降 16.75pct；销售净利率为 65.3%，同比下降 3.71pct。

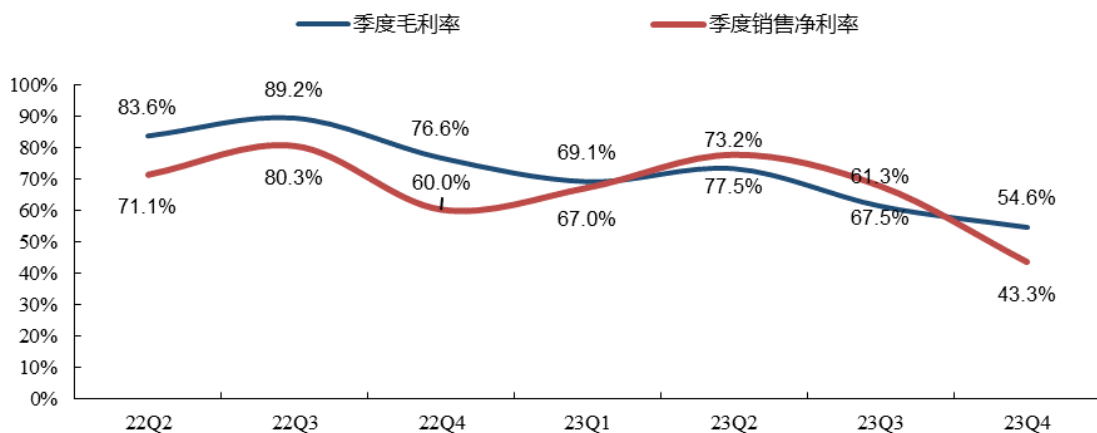
2023 年 Q4 归母净利润 4.51 亿元，环比下降 52%。2023 年 Q4 公司实现营收 10.37 亿元，同比下降 58.23%，环比下降 25.58%；归母净利润 4.51 亿元，同比下降 69.69%，环比下降 52.11%，扣非归母净利润 6.26 亿元，同比下降 58.97%，环比下降 34.05%。盈利能力方面，23Q4 毛利率为 54.59%，同比下降 21.99pct，环比下降 6.69pct；归母净利率 43.54%，同比下降 16.47pct，环比下降 24.12pct；23Q4 扣非净利率 60.42%，同比下降 1.09pct，环比下降 7.76pct。

图1：公司分季度业绩拆分情况（百万元）

	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1
营业收入(百万)	1,036.5	1,392.8	1,422.7	1,373.6
-同比	-58.23%	-36.77%	-36.03%	6.84%
毛利率	54.59%	61.28%	73.20%	69.07%
归母净利润(百万)	451.4	942.4	1105.5	920.6
-同比	-69.69%	-46.73%	-30.13%	13.06%
归母净利率	43.54%	67.66%	77.70%	67.02%
扣非归母净利润(百万)	626.2	949.5	1,084.75	914.61
-同比	-58.97%	-46.59%	-31.40%	12.65%
扣非归母净利率	60.42%	68.17%	76.24%	66.58%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图2：藏格矿业季度盈利能力（%）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

业绩拆分来看，23 年氯化钾、碳酸锂营业收入、毛利率同比均下滑。2023 年氯化钾营收 32.15 亿元，同比减 16.16%，产量 109.42 万吨，同比减 16.26%，销量 129.34 万吨，同比增 17.43%，毛利率为 56.20%，同比减 14.73pct；碳酸锂营收 19.80 亿元，同比减 54.20%，产量 1.21 万吨，同比增 14.48%，销量 1.03 万吨，同比减 3.67%，毛利率 80.51%，同比减 11.69pct。

图3：藏格矿业分业务营收拆分

	2023年				2023年H2		2023年H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
氯化钾	32.15	-16.16%	56.20%	-14.73pct	15.47	47.54%	16.68	64.23%
碳酸锂	19.80	-54.20%	80.51%	-11.69pct	8.60	78.61%	11.20	81.97%
其他	0.30	-14.68%	27.52%	-21.63pct	0.22	34.40%	0.09	10.23%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

锂：Q4 销量略低于预期，成本环比下降，西藏麻米错盐湖即将开工。23 年公司碳酸锂产量 1.21 万吨，同增 14.5%，销量 1.03 万吨，同减 3.7%，低于 23 年 1.2 万吨的产销计划；其中 Q4 产量 3840 吨，环增 3.4%，销量 2554 吨，环减 12%，由于下游需求较弱，销量略不及预期。价格成本方面，23 年含税均价 21.7 万元，同减 52%，平均销售成本 3.74 万元，同增 19%，主要系置换吸附剂及多个技改项目转固所致；Q4 含税均价 12.8 万元，环减 42%，平均销售成本 3.3 万元，环减 4.3%，含两费成本在 4 万元左右。24 年公司计划生产电碳 1.05 万吨，销售 1.05 万吨，销量同比微增；麻米错盐湖首期 5 万吨 LCE 项目预计今年 4-5 月开工，25 年底前有望全面投产。

钾：Q4 均价环增 20%+，24 年计划销量同减 19%。23 年公司氯化钾产量 109 万吨，同减 16%，销量 129 万吨，同增 17%，其中 Q4 产量 32.8 万吨，环增 39%，销量 29.7 万吨，环减 27%。价格成本方面，23 年含税均价 2710 元，同减 29%，平均成本 1089 元，同增 8%，主要系产量减少、消化 22 年库存导致运费增加，以及补提 19-23 年矿产资源补偿费 1 亿元；Q4 含税均价 2674 元，环增 22%，平均成本 1267 元，环增 18%。24 年公司计划生产氯化钾 100 万吨，销售 104.2 万吨，同减 19%；老挝钾盐矿预期 26 年底建成 100 万吨产能。

铜：Q4 实现投资收益 2.8 亿，24 年单吨净利有望进一步提升。23 年巨龙铜矿矿产铜 15.4 万吨，单吨净利约 2.7 万元，实现营收 102 亿元，净利润 42 亿元，公司持有 30.8% 股权，23 年取得投资收益 13 亿元，同增 79%，其中 Q4 投资收益 2.8 亿元；我们预计 24 年产量达到 16 万吨+，成本稳定，单吨净利有望进一步提升。24 年 2 月巨龙二期改扩建项目获批，预计 25 年底建成投产，达产后一二期合计年采选矿石量将超过 1 亿吨，年矿产铜将达 30-35 万吨，成为国内采选规模最大的单体铜矿山。

Q4 期间费用率同环比增加，补缴税费及滞纳金导致营业外支出大幅增加。2023 年公司期间费用合计 3.36 亿元，同比增长-9.45%，费用率为 6.42%，同比增长 1.9pct。2023 年销售费用 0.5 亿元，销售费用率 0.95%，同比增 0.4pct；管理费用 2.81 亿元，管理费用率 5.38%，同比增 1.3pct。公司 2023 年计提资产减值损失 0.18 亿元；转回信用减值损失 0.32 亿元。2023Q4 期间费用合计 0.86 亿元，同比增长-6.29%，环比增 7.59%，期间费用率为 8.26%，同比增 4.58pct，环比增 2.55pct。23Q4 营业外支出 1.95 亿元，同环比 +1.61/1.95 亿元，主要系稽查补税及滞纳金。

图4：藏格矿业季度费用情况

单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
销售费用	10.77	11.77	12.55	14.55
-销售费用率	0.78%	0.83%	0.90%	1.40%
管理费用	69.34	79.17	66.78	65.84
-管理费用率	5.05%	5.56%	4.79%	6.35%
研发费用	4.95	5.43	5.43	7.75
-研发费用率	0.36%	0.38%	0.39%	0.75%
财务费用	-9.93	-0.98	-5.18	-2.52
-财务费用率	-0.72%	-0.07%	-0.37%	-0.24%
期间费用	75.13	95.39	79.58	85.62
-期间费用率	5.47%	6.70%	5.71%	8.26%
资产减值损失	0.00	-6.33	0.00	-11.74
信用减值损失	8.91	20.01	4.57	-1.76

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

年底存货较 Q3 末增加，Q4 经营性现金流环比减少。2023 年末公司存货为 4.98 亿元，较年初减少 11.8%，较 Q3 末增长 35%；应收账款 0.18 亿元，较年初减少 88.79%；期末公司合同负债 1.33 亿元，较年初减少 75.69%。2023 年公司经营活动净现金流净额为 29.84 亿元，同比下降 45.05%，其中 Q4 经营性现金流 7 亿元，环减 28%；23 年投资活动净现金流净额为-14.07 亿元，同比减少 864%；资本开支为 3.24 亿元，同比上升 142.17%；23 年末货币资金为 15.87 亿元，较年初减少 43%。

23 年度现金分红合计约 25 亿，维持高股息率。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8 元（含税），本次现金分红总额为 12.6 亿元；根据 23 年半年度利润分配方案，公司已向全体股东实际派发现金红利 12.6 亿元，因此公司 23 年现金分红合计约 25 亿元，占 23 年归母净利润的 73%，分红超预期。

盈利预测与投资评级：考虑锂价下跌，我们下调 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 26.9/30.7/40.5 亿元（原预期 24-25 年为 30/36 亿元），同比 -21%/+14%/+32%，对应 24-26 年 17x/15x/11xPE，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，需求不及预期。

藏格矿业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,144	5,072	7,115	9,957	营业总收入	5,226	3,672	3,591	3,595
货币资金及交易性金融资产	1,653	3,908	5,979	8,819	营业成本(含金融类)	1,816	1,459	1,417	1,420
经营性应收款项	656	521	509	510	税金及附加	294	220	215	216
存货	498	400	388	389	销售费用	50	37	36	36
合同资产	0	0	0	0	管理费用	281	257	251	252
其他流动资产	337	243	238	239	研发费用	24	18	18	18
非流动资产	10,948	10,831	10,730	10,478	财务费用	(19)	(18)	(33)	(49)
长期股权投资	4,130	4,130	4,130	4,130	加:其他收益	2	1	1	1
固定资产及使用权资产	2,892	2,852	2,778	2,455	投资净收益	1,263	1,359	1,796	2,876
在建工程	86	36	36	136	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	328	301	275	248	减值损失	14	(31)	(31)	(31)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	29	29	28	27	营业利润	4,063	3,028	3,452	4,548
其他非流动资产	3,483	3,483	3,483	3,483	营业外净收支	(197)	(3)	(3)	(3)
资产总计	14,092	15,903	17,845	20,435	利润总额	3,866	3,025	3,449	4,545
流动负债	936	955	933	934	减:所得税	454	333	379	500
短期借款及一年内到期的非流动负债	8	100	100	100	净利润	3,412	2,692	3,069	4,045
经营性应付款项	355	285	277	278	减:少数股东损益	(8)	0	0	0
合同负债	133	292	283	284	归属母公司净利润	3,420	2,692	3,069	4,045
其他流动负债	439	278	272	273	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.16	1.70	1.94	2.56
非流动负债	106	106	106	106	EBIT	2,795	1,681	1,653	1,653
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,232	2,104	2,109	2,109
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.25	60.28	60.53	60.49
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	65.44	73.32	85.47	112.54
其他非流动负债	95	95	95	95	收入增长率(%)	(36.22)	(29.73)	(2.20)	0.10
负债合计	1,041	1,061	1,038	1,040	归母净利润增长率(%)	(39.52)	(21.28)	14.01	31.81
归属母公司股东权益	13,058	14,850	16,814	19,403					
少数股东权益	(8)	(8)	(8)	(8)					
所有者权益合计	13,050	14,842	16,806	19,395					
负债和股东权益	14,092	15,903	17,845	20,435					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,984	2,026	1,749	1,640	每股净资产(元)	8.26	9.40	10.64	12.28
投资活动现金流	(1,407)	1,038	1,427	2,657	最新发行在外股份(百万股)	1,580	1,580	1,580	1,580
筹资活动现金流	(2,770)	(809)	(1,105)	(1,456)	ROIC(%)	19.57	10.68	9.23	8.08
现金净增加额	(1,193)	2,255	2,071	2,841	ROE-摊薄(%)	26.19	18.13	18.25	20.85
折旧和摊销	436	423	456	456	资产负债率(%)	7.39	6.67	5.82	5.09
资本开支	(324)	(319)	(369)	(219)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.41	17.03	14.94	11.33
营运资本变动	395	235	(15)	(20)	P/B (现价)	3.51	3.09	2.73	2.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>