

2024年03月27日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 钾锂价跌盈利承压，巨龙铜矿收益大幅增长

## —藏格矿业（000408.SZ）公司事件点评报告

### 买入(维持)

### 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：张伟保 S1050523110001

✉ zhangwb@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

✉ dufei2@cfsc.com.cn

联系人：刘韩 S1050122080022

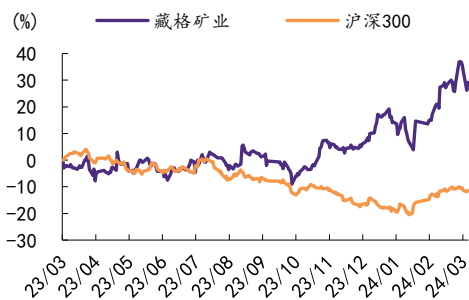
✉ liuhan@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-03-26

|            |             |
|------------|-------------|
| 当前股价(元)    | 29.65       |
| 总市值(亿元)    | 469         |
| 总股本(百万股)   | 1580        |
| 流通股本(百万股)  | 1580        |
| 52周价格范围(元) | 20.92-31.48 |
| 日均成交额(百万元) | 210.74      |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

1、《藏格矿业（000408）：Q2业绩环比改善，关注锂盐钾肥远期布局》2023-08-13

藏格矿业发布 2023 年度报告：公司 2023 年实现营业收入 52.26 亿元，同比减少 36.22%；归母净利润 34.20 亿元，同比减少 39.52%；扣除非经常性损益后的归母净利润 35.75 亿元，同比减少 37.25%。

### 投资要点

#### ■ 钾锂产销良好，售价略有下滑

(1) 氯化钾：2023 年公司产销分别为 109.42、129.34 万吨，实现氯化钾营业收入 32.15 亿元，同比下降 16.16%；毛利率 56.20%，同比下降 14.73%。氯化钾平均售价（含税）2709.64 元/吨，同比下降 28.60%；平均销售成本 1088.83 元/吨，同比增长 7.58%。

(2) 碳酸锂：2023 年公司产销分别为 1.21、1.03 万吨，实现碳酸锂营业收入 19.80 亿元，同比下降 54.20%；毛利率 80.51%，同比下降 11.69%。碳酸锂平均售价（含税）21.69 万元/吨，同比下降 52.46%；平均销售成本 3.74 万元/吨，同比增长 18.76%。

#### ■ 巨龙铜矿将扩产，铜板块投资收益增长潜力大

2023 年巨龙铜矿矿产铜 15.4 万吨，实现营收 102.35 亿元，净利润 42.11 亿元。公司持有巨龙铜业 30.78% 的股权，报告期内公司取得投资收益 12.96 亿元，占公司归母净利润的 37.90%，投资收益同比增加 5.71 亿元，增幅 78.81%。

巨龙铜业持续扩大铜精矿产能，2024 年 2 月 22 日，公司参股公司西藏巨龙铜矿二期改扩建工程项目获有关部门核准。项目预计 2025 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、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。

#### ■ 麻米错盐湖建设在即，老挝钾盐项目同步推进

2023 年 7 月 24 日，麻米错项目收到了西藏自治区生态环境厅《关于西藏自治区改则县麻米错盐湖矿区锂硼矿开采项目环境影响报告书的批复》。麻米错项目采矿证前置手续共 10 项，目前已完成 9 项手续的批复工作，剩余 1 项手续（项目立项申请书）正在推进办理中。

老挝万象市巴俄县项目，已完成钾盐矿区全部 199.28 平方公里的野外勘探工作，《勘探报告》编制工作已完成并已正式提交至老挝政府开展评审工作，同时《可行性研究报告》正在编制过程中。

老挝万象市塞塔尼县，钾盐矿项目勘探区面积 198.97 平方公里，目前野外勘探工作正在根据勘探计划顺利推进中。

### ■ 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 39.49、46.90、60.50 亿元，归母净利润分别为 28.78、33.64、43.75 亿元，当前股价对应 PE 分别为 16.3、13.9、10.7 倍。

由于 2023 年碳酸锂价格下跌幅度较大，同时氯化钾价格也有所下滑，因此公司的营业收入和归母净利润同比减少。但是考虑到公司盐湖提锂成本优势显著，麻米错盐湖未来放量可期；老挝的钾盐项目进展顺利；巨龙铜矿持续扩大产能，且铜价在 2024 年开启上涨。预计公司远期业绩将继续增长，因此维持“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、钾矿开采进度不及预期；4) 巨龙铜业盈利不及预期；5) 氯化钾价格大幅波动等。

| 预测指标       | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 5,226  | 3,949  | 4,690 | 6,050 |
| 增长率（%）     | -36.2% | -24.4% | 18.8% | 29.0% |
| 归母净利润（百万元） | 3,420  | 2,878  | 3,364 | 4,375 |
| 增长率（%）     | -39.5% | -15.9% | 16.9% | 30.0% |
| 摊薄每股收益（元）  | 2.16   | 1.82   | 2.13  | 2.77  |
| ROE（%）     | 26.2%  | 21.2%  | 23.6% | 29.0% |

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         | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产:</b>  |        |        |        |        |
| 现金及现金等价物      | 1,587  | 1,673  | 1,534  | 1,514  |
| 应收款           | 334    | 249    | 296    | 381    |
| 存货            | 498    | 504    | 512    | 595    |
| 其他流动资产        | 725    | 576    | 678    | 865    |
| 流动资产合计        | 3,144  | 3,001  | 3,020  | 3,355  |
| <b>非流动资产:</b> |        |        |        |        |
| 金融类资产         | 66     | 78     | 87     | 102    |
| 固定资产          | 2,854  | 2,756  | 2,810  | 2,888  |
| 在建工程          | 67     | 284    | 350    | 271    |
| 无形资产          | 328    | 375    | 421    | 461    |
| 长期股权投资        | 4,130  | 4,602  | 5,118  | 5,690  |
| 其他非流动资产       | 3,568  | 3,568  | 3,568  | 3,568  |
| 非流动资产合计       | 10,948 | 11,585 | 12,267 | 12,878 |
| 资产总计          | 14,092 | 14,586 | 15,287 | 16,233 |
| <b>流动负债:</b>  |        |        |        |        |
| 短期借款          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付账款、票据       | 355    | 337    | 366    | 442    |
| 其他流动负债        | 447    | 447    | 447    | 447    |
| 流动负债合计        | 936    | 882    | 942    | 1,055  |
| <b>非流动负债:</b> |        |        |        |        |
| 长期借款          | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 其他非流动负债       | 106    | 106    | 106    | 106    |
| 非流动负债合计       | 106    | 106    | 106    | 106    |
| 负债合计          | 1,041  | 988    | 1,048  | 1,161  |
| <b>所有者权益</b>  |        |        |        |        |
| 股本            | 1,580  | 1,580  | 1,580  | 1,580  |
| 股东权益          | 13,050 | 13,598 | 14,239 | 15,073 |
| 负债和所有者权益      | 14,092 | 14,586 | 15,287 | 16,233 |

| 现金流量表     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润       | 3412  | 2871  | 3357  | 4365  |
| 少数股东权益    | -8    | -6    | -7    | -10   |
| 折旧摊销      | 416   | 207   | 202   | 208   |
| 公允价值变动    | 4     | 3     | 3     | 3     |
| 营运资金变动    | -840  | 187   | -89   | -227  |
| 经营活动现金净流量 | 2984  | 3261  | 3466  | 4340  |
| 投资活动现金净流量 | -1407 | -603  | -644  | -587  |
| 筹资活动现金净流量 | -1491 | -2323 | -2716 | -3532 |
| 现金流量净额    | 86    | 336   | 106   | 221   |

| 利润表     | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 5,226 | 3,949 | 4,690 | 6,050 |
| 营业成本    | 1,816 | 1,543 | 1,676 | 2,034 |
| 营业税金及附加 | 294   | 192   | 233   | 303   |
| 销售费用    | 50    | 23    | 29    | 39    |
| 管理费用    | 281   | 163   | 199   | 260   |
| 财务费用    | -19   | -47   | -43   | -42   |
| 研发费用    | 24    | 11    | 14    | 19    |
| 费用合计    | 336   | 150   | 200   | 275   |
| 资产减值损失  | -18   | -18   | -18   | -18   |
| 公允价值变动  | 4     | 3     | 3     | 3     |
| 投资收益    | 1,263 | 1,331 | 1,400 | 1,732 |
| 营业利润    | 4,063 | 3,413 | 4,000 | 5,190 |
| 加:营业外收入 | 4     | 3     | 6     | 7     |
| 减:营业外支出 | 201   | 53    | 65    | 61    |
| 利润总额    | 3,866 | 3,363 | 3,941 | 5,136 |
| 所得税费用   | 454   | 492   | 584   | 771   |
| 净利润     | 3,412 | 2,871 | 3,357 | 4,365 |
| 少数股东损益  | -8    | -6    | -7    | -10   |
| 归母净利润   | 3,420 | 2,878 | 3,364 | 4,375 |

| 主要财务指标           | 2023A  | 2024E  | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长性</b>       |        |        |       |       |
| 营业收入增长率          | -36.2% | -24.4% | 18.8% | 29.0% |
| 归母净利润增长率         | -39.5% | -15.9% | 16.9% | 30.0% |
| <b>盈利能力</b>      |        |        |       |       |
| 毛利率              | 65.2%  | 60.9%  | 64.3% | 66.4% |
| 四项费用/营收          | 6.4%   | 3.8%   | 4.3%  | 4.5%  |
| 净利率              | 65.3%  | 72.7%  | 71.6% | 72.2% |
| ROE              | 26.2%  | 21.2%  | 23.6% | 29.0% |
| <b>偿债能力</b>      |        |        |       |       |
| 资产负债率            | 7.4%   | 6.8%   | 6.9%  | 7.1%  |
| <b>营运能力</b>      |        |        |       |       |
| 总资产周转率           | 0.4    | 0.3    | 0.3   | 0.4   |
| 应收账款周转率          | 15.6   | 15.9   | 15.9  | 15.9  |
| 存货周转率            | 3.6    | 3.4    | 3.7   | 3.9   |
| <b>每股数据(元/股)</b> |        |        |       |       |
| EPS              | 2.16   | 1.82   | 2.13  | 2.77  |
| P/E              | 7.3    | 16.3   | 13.9  | 10.7  |
| P/S              | 9.0    | 11.9   | 10.0  | 7.7   |
| P/B              | 3.6    | 3.4    | 3.3   | 3.1   |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 化工、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。

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**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。

**刘韩：**中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3年能源化工大宗商品研究经验，2022年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

## ■ 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收到任何形式的补偿。

## ■ 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。

## ■ 免责声明

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。

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。