



买入(首次)

所属行业: 有色金属/能源金属
当前价格(元): 31.53

证券分析师

翟堃

资格编号: S0120523050002

邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号: S0120522100003

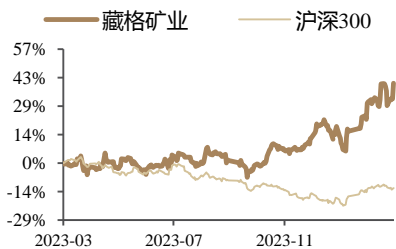
邮箱: zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

康宇豪

邮箱: kangyh@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	14.82	23.21	22.58
相对涨幅(%)	12.29	16.14	19.48

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

藏格矿业(000408.SZ): 钾为基石, 锂为成长, 铜为助力, 共创未来

投资要点

- 氯化钾供给偏紧需求有增量, 未来氯化钾价格有望稳中有升, 老挝钾盐项目建设未来将贡献增量。**供给端: 全球钾肥产量下滑; 据 USGS, 全球钾肥产量从 2021 年的 4630 万吨, 下降至 2022 年的 4090 万吨, 再下降至 2023 年的 3900 万吨。需求端: 2022 年全球钾肥消费量 4181.20 万吨, 中国钾肥消费量达 1025.5 万吨, 全球第一。供紧需增情况下, 氯化钾价格有望稳中有升。公司拥有察尔汗盐湖采矿权面积 724.35 平方公里。氯化钾产量近年维持在 100 万吨以上, 另外与老挝政府签订钾盐矿勘探协议, 特许经营矿区面积达 400 平方公里, 预测钾资源储量达 6 亿吨以上, 一期规划氯化钾产能 200 万吨。
- 锂行业供需双扩, 盐湖自有矿企业具有明显成本优势, 公司参股麻米措盐湖一期项目 2024 年底有望建成投产。**盐湖提锂具有显著成本优势, 我们认为碳酸锂价格有望维持在盐湖现金生产成本以上。据 SMM, 碳酸锂供需双增, 但 2024-2026 年全球锂资源预计处于过剩状态。2024 年一季度 Finniss 锂项目停止采矿。Greenbushes 锂精矿产量预期下调 10 万吨。Mt Cattlin 矿山产量目标下降。我们认为, 虽然年初数据显示 24-26 年全球锂资源过剩, 但锂价维持低位带来的高成本矿山减产甚至停产对供给存在缩量影响, 有望缓解锂资源过剩压力。公司间接持有麻米措矿业 24% 股权, 预计 2024 年底投产, 规划碳酸锂首期产能 5 万吨/年。预计公司到 2026 年碳酸锂产量有望超 6 万吨, 从权益产量上看公司到 2026 年碳酸锂权益产量有望超 2.2 万吨。
- 铜价向上突破, 公司参股巨龙铜业二期计划进行时。**回看历史铜价呈现明显周期性, 且价格中枢有走高趋势。我们认为目前铜价正处于向上突破阶段, 具有铜资源的公司有望受益。公司持有巨龙铜业 30.78% 的股权, 享有该股权比例的投资收益, 西藏巨龙铜矿二期改扩建工程项目预计 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。根据巨龙规划节奏, 我们预计巨龙铜业 2024-2026 年分别生产矿产铜 16.6/16.6/23.3 万吨。
- 投资建议:** 我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 36.98/36.19/48.75 亿元, 归母净利润 30.20/33.11/44.13 亿元, 对应 PE 分别为 16.50/15.05/11.29 倍。我们选取了三家具有相似业务的可比公司, 对比后显著可看到拥有铜矿的可比公司估值较高, 我们认为藏格参股巨龙铜业, 铜板块投资收益有望快速增长, 未来有望享有一定估值溢价, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 公司麻米措盐湖和老挝项目建设不及预期; 钾、锂、铜等产品价格下跌超预期; 公司麻米措盐湖和老挝项目成本超预期。

股票数据

总股本(百万股):	1,580.44
流通 A 股(百万股):	1,580.42
52 周内股价区间(元):	20.92-31.53
总市值(百万元):	49,831.12
总资产(百万元):	14,091.58
每股净资产(元):	8.26

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,194	5,226	3,698	3,619	4,875
(+/-)YOY(%)	126.2%	-36.2%	-29.2%	-2.1%	34.7%
净利润(百万元)	5,655	3,420	3,020	3,311	4,413
(+/-)YOY(%)	296.2%	-39.5%	-11.7%	9.6%	33.3%
全面摊薄 EPS(元)	3.58	2.16	1.91	2.09	2.79
毛利率(%)	82.0%	65.2%	61.3%	60.5%	57.7%
净资产收益率(%)	46.6%	26.2%	20.7%	20.2%	22.9%

资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 老牌钾盐企业.....	5
1.1. 公司业务持续扩张，形成钾+锂+铜三轮驱动的企业.....	5
1.2. 公司股权结构集中，主要子公司分管不同业务.....	5
1.3. 22 年收入利润双高增，23 年下降，毛利率保持较高水平.....	6
2. 钾为基石，坚如磐石.....	7
2.1. 钾肥供应端-全球产量下滑，国内钾肥进口依赖度较高.....	7
2.2. 需求端-总体需求呈上升趋势，中国为钾肥最大消费国.....	9
2.3. 钾肥需求前景广阔，供应有所下滑，公司资源丰富有望受益.....	10
3. 锂为成长，跟随新能源发展.....	11
3.1. 锂价下跌回归理性，盐湖提锂具有成本优势.....	11
3.2. 供需双增，矿山生产不及预期，不必过分悲观.....	12
3.3. 麻米措盐湖增量规划明确，龙木错与结则茶卡盐湖远期有望贡献增量.....	14
4. 铜为助力，分享收益.....	14
4.1. 铜价向上突破，资源公司有望受益.....	14
4.2. 公司参股巨龙铜业，分享铜矿利润。.....	15
5. 盈利预测与估值.....	16
6. 风险提示.....	18

图表目录

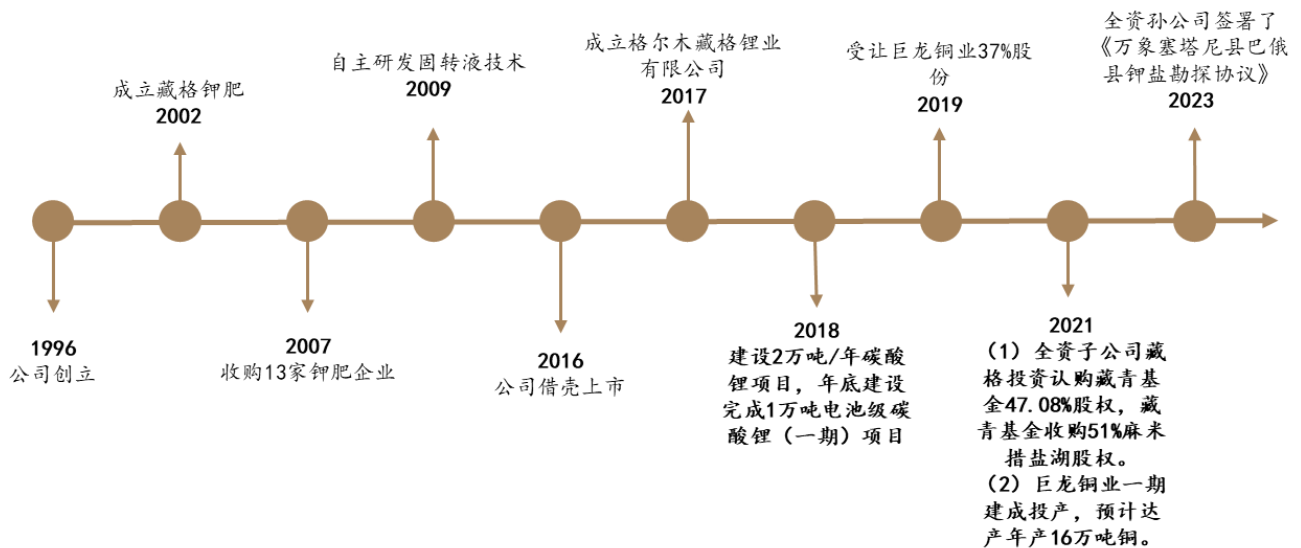
图 1: 公司发展历程图.....	5
图 2: 股权结构 (截至 2023 年年报)	5
图 3: 公司 2018-2023 年营业收入图.....	6
图 4: 公司 2018-2023 年归母净利润图	6
图 5: 公司 2023 年营业收入占比	6
图 6: 公司 2023 年毛利占比.....	6
图 7: 公司毛利率图	7
图 8: 全球钾资源储量 (不含死海资源量)	7
图 9: 2018-2023 年全球及国内钾肥产量情况	7
图 10: 2020 年我国钾肥消费占比	8
图 11: 国内氯化钾产能及产量.....	8
图 12: 2017-2023 年中国氯化钾进口量	9
图 13: 2018-2022 年全球及中国钾肥消费情况	9
图 14: 2022 年钾盐消费量占比	9
图 15: 全球人口数量	10
图 16: 中国粮食产量	10
图 17: 青海盐湖氯化钾价格	11
图 18: 电池级碳酸锂价格.....	12
图 19: 自有矿碳酸锂现金生产成本 (单位: 元/吨)	12
图 20: 2023-2024E 全球锂资源产量及碳酸锂产能情况	12
图 21: 新能源汽车销量年复合增长率预测.....	13
图 22: 公司碳酸锂产量预测	14
图 23: 公司碳酸锂权益产量预测	14
图 24: 电解铜现货价格.....	15
图 24: 巨龙铜业铜产量.....	15
表 1: 我国钾盐矿床主要类型.....	8
表 2: 公司业务拆分预测表	16
表 3: 可比公司估值表.....	17

1. 老牌钾盐企业

1.1. 公司业务持续扩张，形成钾+锂+铜三轮驱动的企业

公司创立多年，逐渐成为钾+锂+铜（参股）三轮驱动的企业。公司 1996 年成立，2002 年成立藏格钾肥参与钾肥业务，2007 年公司收购 13 家钾肥企业进一步扩张钾业务。2016 年公司借壳上市。2017 年公司成立格尔木藏格锂业有限公司进军锂行业，2018 年公司建设 2 万吨/年碳酸锂项目，并建成 1 万吨电池级碳酸锂一期项目。2019 年公司受让部分巨龙铜业股权，正式进军铜行业。2021 年公司认购的藏青基金收购 51% 麻米措盐湖股权，巨龙铜业驱龙铜矿一期建成投产。2023 年公司全资孙公司签署了《万象赛塔尼县巴俄县钾盐勘探协议》，进军老挝。

图 1：公司发展历程图

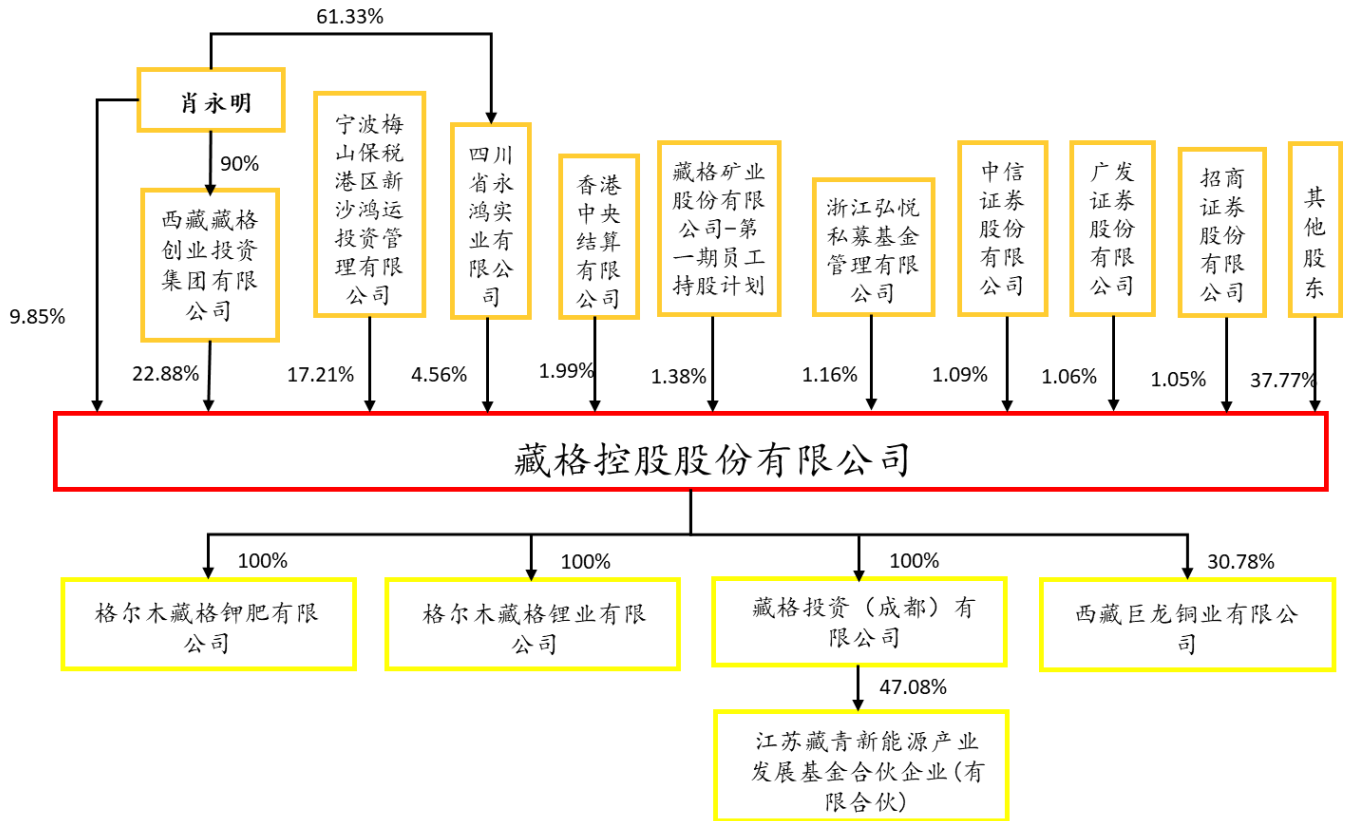


资料来源：公司官网、公司公告、德邦研究所

1.2. 公司股权结构集中，主要子公司分管不同业务

公司股权结构较集中，主要子公司及参股公司有四个，分管不同业务。肖永明持有公司合计（直接+间接）33.24% 比例股权，公司决策权较为集中，有利于开展各项业务。公司下属主要四个子公司，格尔木藏格钾肥有限公司分管钾肥业务，格尔木藏格锂业有限公司分管锂业务，西藏巨龙铜业公司（参股）主要分管铜业务，藏格投资（成都）有限公司主要分管投资。

图 2：股权结构（截至 2023 年年报）

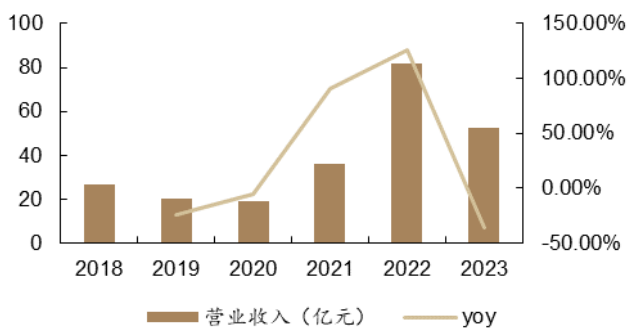


资料来源：同花顺 iFind、公司公告、德邦研究所

1.3. 22 年收入利润双高增，23 年下降，毛利率保持较高水平

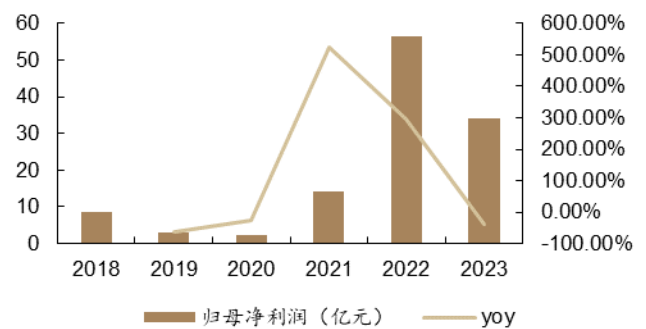
公司 2021-2022 年营业收入及规模净利润大幅增长，2022 年公司营业收入达 81.94 亿元，同比+126.17%，归母净利润 56.55 亿元，同比+296.29%。由于公司 23 年主营产品价格下降，公司 23 年营收利润随之下降。

图 3：公司 2018-2023 年营业收入图



资料来源：同花顺 iFind、公司公告、德邦研究所

图 4：公司 2018-2023 年归母净利润图

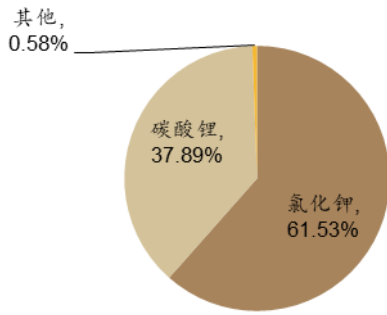


资料来源：同花顺 iFind、公司公告、德邦研究所

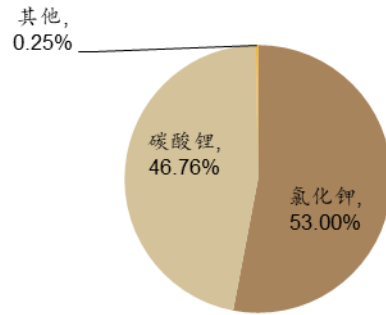
公司主要营收和毛利来自于氯化钾和碳酸锂，铜由于巨龙铜业为非控股子公司并不并表。

图 5：公司 2023 年营业收入占比

图 6：公司 2023 年毛利占比



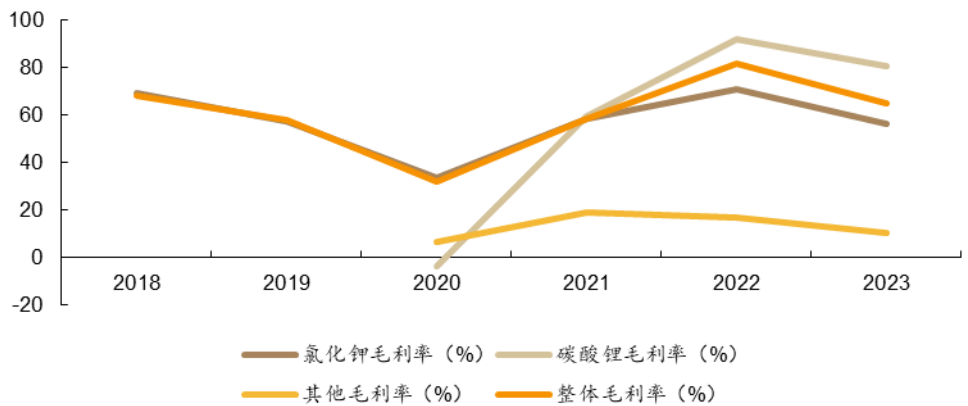
资料来源：同花顺 iFind、公司公告、德邦研究所



资料来源：同花顺 iFind、公司公告、德邦研究所

公司氯化钾、碳酸锂毛利率略有波动，总体维持较高水平。

图 7：公司毛利率图



资料来源：同花顺 iFind、公司公告、德邦研究所

2. 钾为基石，坚如磐石

2.1. 钾肥供应端-全球产量下滑，国内钾肥进口依赖度较高

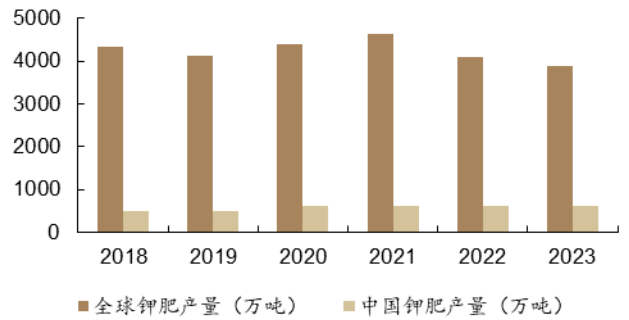
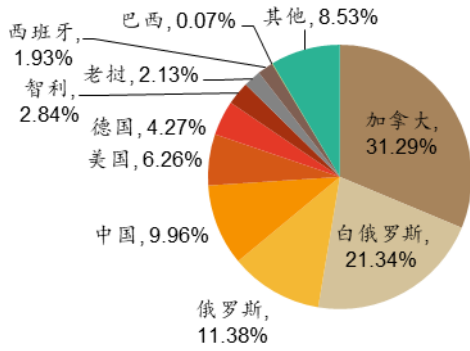
中国钾资源量约占全球第四（2022 年），约 9.96%。据 USGS 数据，2022 年全球钾资源主要分布在加拿大（占比 31.29%），白俄罗斯（占比 11.38%），俄罗斯（11.38%），中国（9.96%）等国家。

全球钾肥产量下滑，2023 年中国钾肥产量占比达 15.38%。据 USGS 数据，全球钾肥产量从 2021 年的 4630 万吨，下降至 2022 年的 4090 万吨，再下降至 2023 年的 3900 万吨。国内钾肥产量较稳定，2023 年占比约 15.38%。

我国钾资源量占比 9.96%，产量占比 15.38%，资源消耗速度略高于全球水平。

图 8：全球钾资源储量（不含死海资源量）

图 9：2018-2023 年全球及国内钾肥产量情况



资料来源: USGS、公司 22 年年报、德邦研究所

资料来源: wind、德邦研究所

我国钾资源以含钾卤水为主,主要集中在青海柴达木盆地(80%)、新疆罗布泊盐湖地区(16%)。其中察尔汗矿区是我国目前探明储量最大的钾矿,也是我国最大的钾肥工业基地。

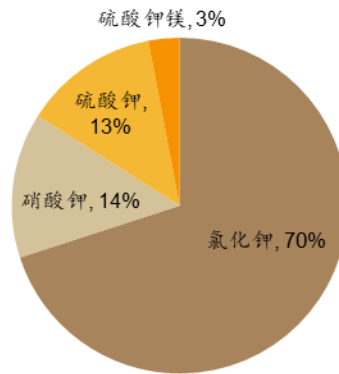
表 1: 我国钾盐矿床主要类型

矿床类型	矿床式(类型)	典型矿床	规模	地理位置	储量占比
现代盐湖型	察尔汗式	察尔汗盐湖钾镁盐矿床	特大型	青海格尔木	97.74%
		昆特依盐湖钾盐矿床	大型	青海海西州冷湖	

资料来源: 公司 22 年年报、德邦研究所

氯化钾为我国主要消耗钾肥,2020 年占比达 70%。氯化钾基本可以代指我国钾肥的生产、消费情况。

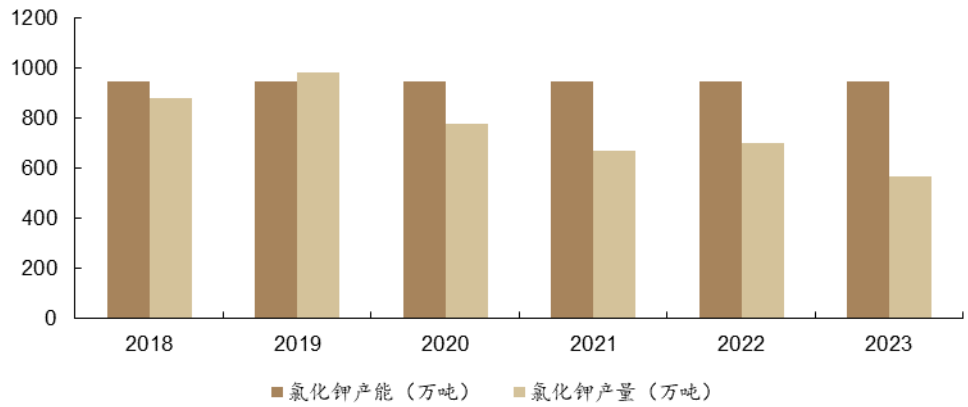
图 10: 2020 年我国钾肥消费占比



资料来源: 华经产业研究院、德邦研究所

国内近五年氯化钾产能保持稳定,产量有所波动,总体产能利用率 19 年到高位后持续维持低位,2023 年我国氯化钾产量有所下降。

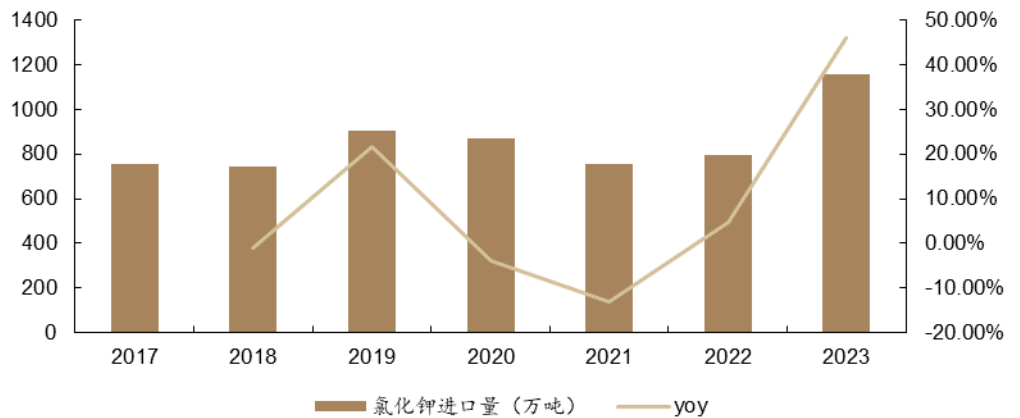
图 11: 国内氯化钾产能及产量



资料来源：公司 22 年年报、卓创资讯、德邦研究所

我国钾肥总体依赖国外程度高，2023 年氯化钾进口量创近年高位，国内钾资源对国家重要性更加凸显。根据上图及本图，我国氯化钾进口额在 2020-2022 年均大于自产量，国内氯化钾对外依赖度超 50%。2023 年我国氯化钾进口 1157.43 万吨，同比+46%，达到近年来高位。

图 12: 2017-2023 年中国氯化钾进口量



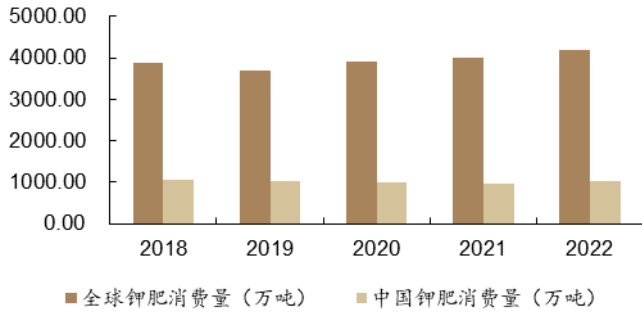
资料来源：同花顺 iFind、隆众资讯、德邦研究所

2.2. 需求端-总体需求呈上升趋势，中国为钾肥最大消费国

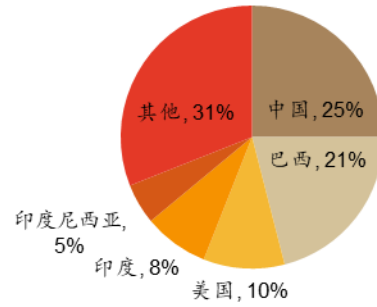
全球钾肥消费量总体呈现上升趋势，中国消费量全球第一。至 2022 年全球钾肥消费量 4181.20 万吨，中国钾肥消费量达 1025.5 万吨，中国钾肥消费量占全球约 25%。

图 13: 2018-2022 年全球及中国钾肥消费情况

图 14: 2022 年钾盐消费量占比



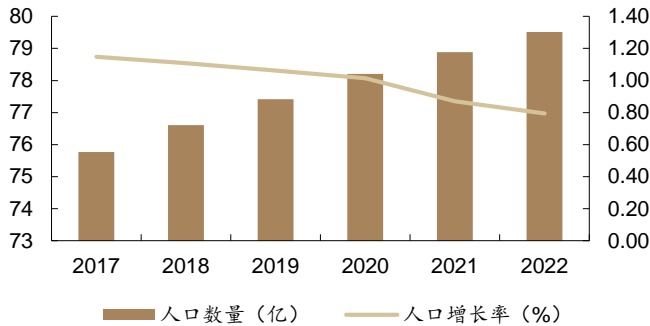
资料来源: FAO、德邦研究所



资料来源: FAO、《中国钾盐资源安全态势与全球治理研究》-张艳松、德邦研究所

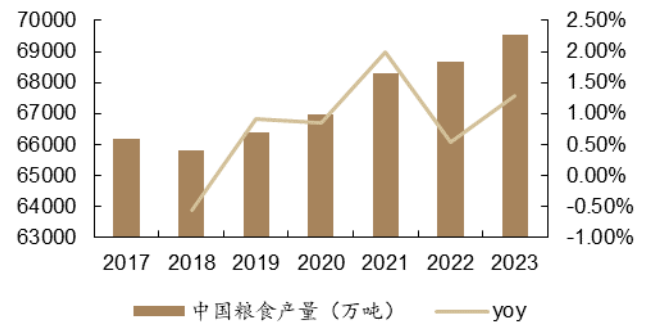
全球人口稳步上升, 近五年我国粮食产量持续增加, 未来相关肥料需求有望进一步提升。

图 15: 全球人口数量



资料来源: 同花顺 iFind、德邦研究所

图 16: 中国粮食产量



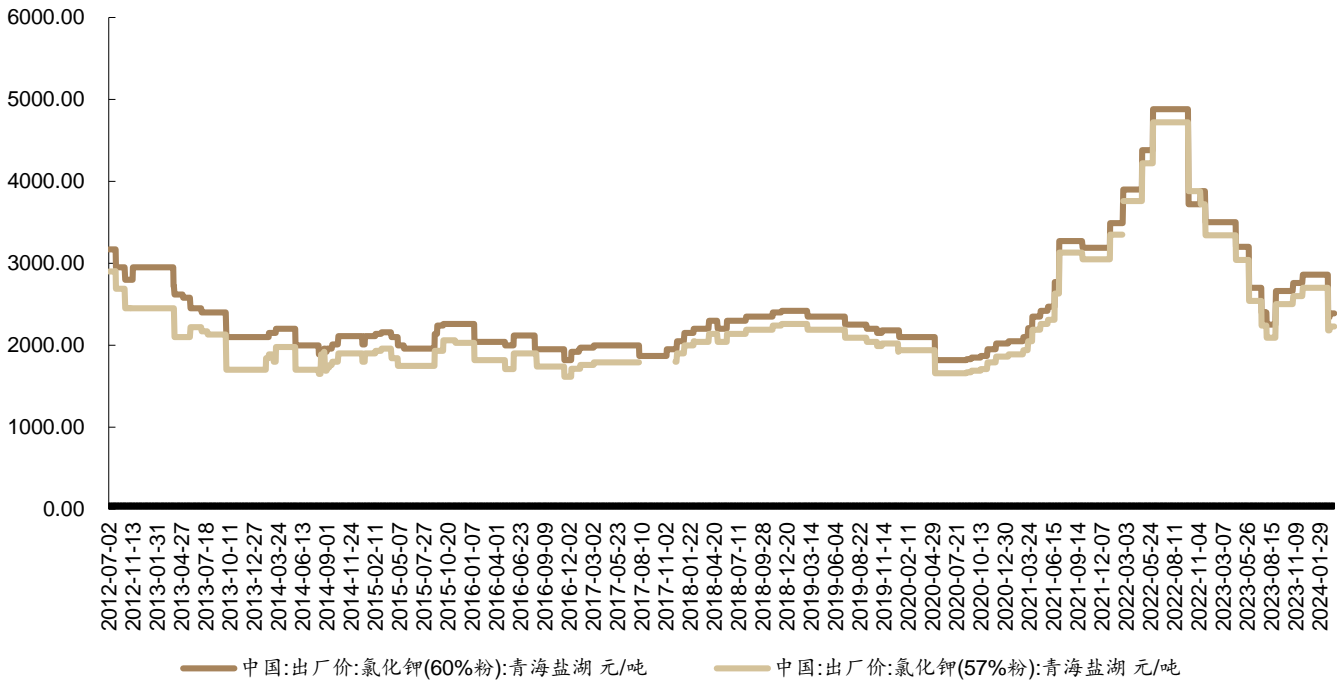
资料来源: 同花顺 iFind、德邦研究所

2.3. 钾肥需求前景广阔, 供应有所下滑, 公司资源丰富有望受益

氯化钾价格走势看 2022 年价格开始上涨, 至 2022 年四季度开始下跌, 目前价格已跌至历史合理水平。

根据上文供给需求分析, 供给下滑, 需求增长的格局下, 未来氯化钾价格有望稳中有升。

图 17: 青海盐湖氯化钾价格



资料来源: wind、德邦研究所

公司资源丰富，进军老挝未来钾业务规模有望进一步扩大：

1. 拥有察尔汗盐湖采矿权面积 724.35 平方公里。氯化钾产量近年维持在 100 万吨以上。

2. 公司目前储备的青海盐湖探矿面积达 1400 平方公里，分别为：青海省茫崖行委大浪滩黑北钾盐矿探矿权，勘查面积：368.52 平方公里；碱石山钾盐矿预查探矿权，勘查面积：505.33 平方公里；小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段详查探矿权，勘查面积：516.88 平方公里。

3. 公司与老挝政府签订钾盐矿勘探协议，特许经营矿区面积达 400 平方公里，预测钾资源储量达 6 亿吨以上。公司一期规划氯化钾产能 200 万吨。

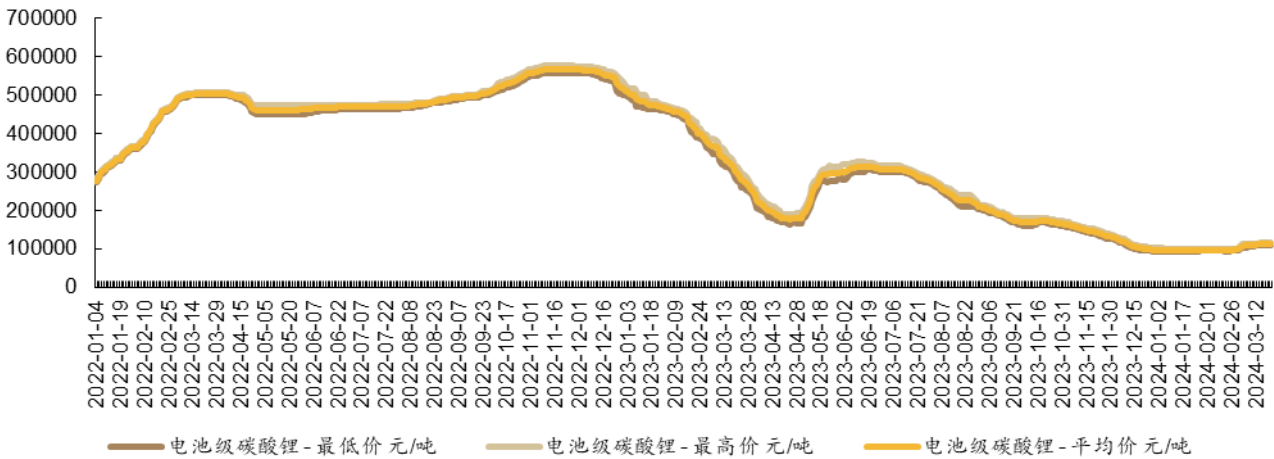
2024 年公司计划生产 100 万吨氯化钾，销售 104.2 万吨氯化钾。

3. 锂为成长，跟随新能源发展

3.1. 锂价下跌回归理性，盐湖提锂具有成本优势

2022-2023 年电池级碳酸锂价格经过大幅上涨后又快速下跌，2024 年 3 月 21 日电池级碳酸锂均价维持在 11.25 万元/吨左右，电池级碳酸锂价格回归合理区间。

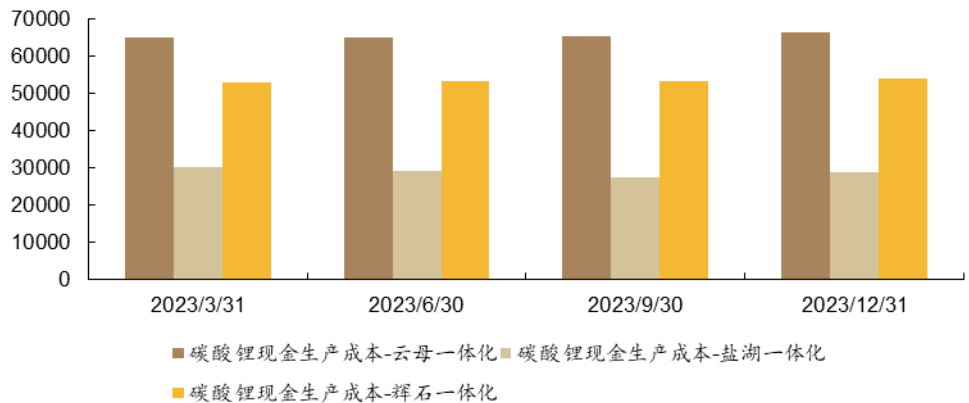
图 18: 电池级碳酸锂价格



资料来源: SMM、德邦研究所

盐湖提锂一体化企业具有成本优势，有望持续保持盈利。在电池级碳酸锂价格回归低位的情景下，盐湖提锂具有显著成本优势，我们认为碳酸锂价格有望维持在盐湖现金生产成本以上，有望保持相对其他一体化锂盐更高的利润空间以及更低的亏损可能性。

图 19: 自有矿碳酸锂现金生产成本 (单位: 元/吨)

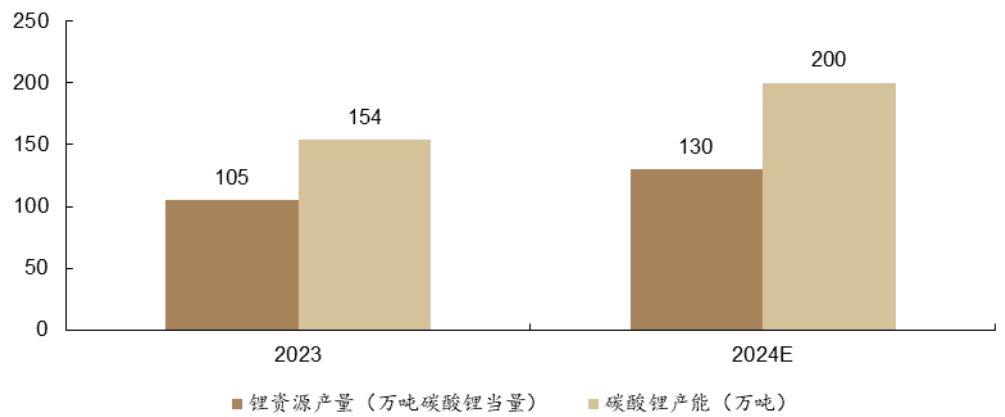


资料来源: SMM、德邦研究所

3.2. 供需双增，矿山生产不及预期，不必过分悲观

2024 年预计锂供给将维持增长。据 SMM，2024 年全球锂资源供应量将达到 130 万吨碳酸锂当量左右，同比增长约 28%。

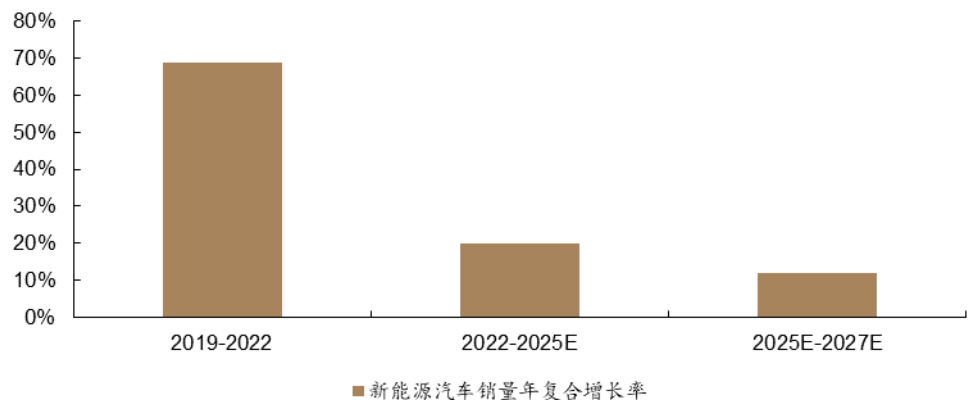
图 20: 2023-2024E 全球锂资源产量及碳酸锂产能情况



资料来源：SMM 新能源公众号、德邦研究所

锂需求将维持增长。据 SMM，预计 2023-2027 年全球锂离子电池需求年复合增长率或将在 25% 左右。2022 年-2025 年，预计全球新能源汽车销量年复合增长率或将达到 20% 左右，全球新能源汽车销量仍呈现逐年增加的趋势；2025 年到 2027 年，全球新能源汽车销量年复合增长率或将在 12% 左右。

图 21：新能源汽车销量年复合增长率预测



资料来源：SMM 新能源公众号、德邦研究所

据 SMM，2024-2026 年全球锂资源预计处于过剩状态。

澳洲锂矿长期处于扰动状态。

(1) Finniss 锂项目停止采矿。2024 年 1 月 5 日，澳洲锂矿商 Core Lithium 突然宣布，为应对持续下行的锂价，公司决定暂停旗下 Finniss 锂项目的采矿作业，该矿是多矿 Finniss 硬岩锂综合体的一部分。且公司将继续使用目前的矿石库存进行加工，只是会暂时停止露天矿山的开采，其表示，目前现有库存约 28 万吨矿石，足够令其加工厂能继续运营至 2024 年年中。而鉴于湿季采矿和建设的困难以及减少支出的战略，公司 BP33 项目的早期工作也已经暂停。**SMM 预计该矿山在 2024 年原本矿石供应量约 1.5 万吨 LCE。此次停产或将影响一半的供应量。**

(2) Greenbushes 锂精矿产量预期下调 10 万吨。2024 年 1 月 29 日，澳大利亚主要的锂矿商 IGO 发布公告，称格林布什矿山 (Greenbushes) 锂精矿产量今年将减少 10 万吨。

(3) Mt Cattlin 矿山产量目标下降。2024 年 2 月 23 日，锂生产商 Arcadium

Li thium 财报中显示, 因受成本压力影响, Mt Cattlin 矿山在 2024 年的锂辉石精矿产量预期将从 2023 年的 20.5 万吨下降至 13 万吨 (减产约 9500 吨 LCE)。

我们认为, 虽然年初数据显示 24-26 年全球锂资源过剩, 但锂价维持低位带来的高成本矿山减产甚至停产对供给存在缩量影响, 有望缓解锂资源过剩压力。

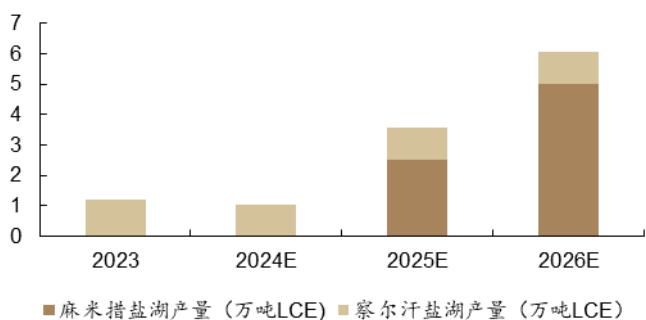
3.3. 麻米措盐湖增量规划明确, 龙木错与结则茶卡盐湖远期有望贡献增量

公司目前产能 1 万吨/年电池级碳酸锂, 主要依托察尔汗盐湖。

公司间接持有麻米措矿业 24% 股权, 根据公司麻米措盐湖规划, 预计 2024 年底投产, 首期规划碳酸锂产能 5 万吨/年, 我们假设 2025 年产能爬坡, 实际产量为 2.5 万吨 LCE, 2026 年有望满产。

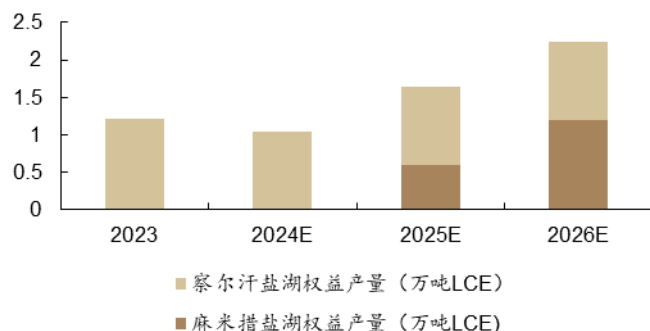
预计公司到 2026 年碳酸锂产量有望超 6 万吨, 较 2024 年多倍增长。从权益产量上看公司到 2026 年碳酸锂权益产量有望超 2.2 万吨。

图 22: 公司碳酸锂产量预测



资料来源: 公司 22 年年报、投资者问答平台、德邦研究所测算

图 23: 公司碳酸锂权益产量预测



资料来源: 公司 22 年年报、投资者问答平台、德邦研究所测算

投资国能矿业股权交割中, 未来将持股龙木错盐湖及结则茶卡盐湖。藏青基金、无锡拓海和藏格矿业投资共同发起设立了子基金西藏藏青新能源产业发展基金合伙企业 (有限合伙), 签订了《西藏藏青新能源产业发展基金合伙企业 (有限合伙) 合伙协议》, 并完成了登记备案手续。西藏藏青基金与西藏金泰工贸于 2023 年 11 月 9 日签署了《关于西藏国能矿业发展有限公司 34% 股权之股权转让协议》。目前正进行股权款项的支付及项目交割阶段。

4. 铜为助力, 分享收益

4.1. 铜价向上突破, 资源公司有望受益

回看历史铜价呈现明显周期性, 且价格中枢有走高趋势。我们认为目前铜价正处于向上突破阶段, 具有铜资源的公司有望受益。

图 24: 电解铜现货价格



资料来源: SMM、德邦研究所

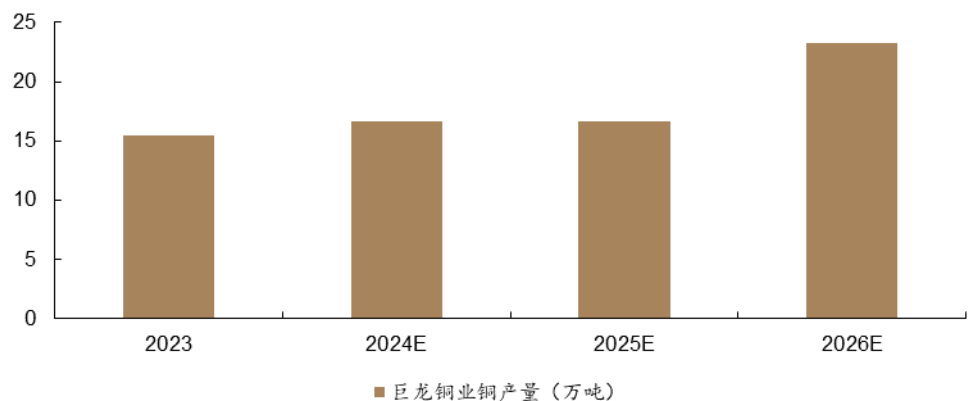
4.2. 公司参股巨龙铜业，分享铜矿利润。

公司持有巨龙铜业 30.78% 的股权，享有该股权比例的投资收益。

2023 年巨龙铜业矿产铜 15.4 万吨，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。

根据巨龙规划节奏，我们预计巨龙铜业 2024-2026 年分别生产矿产铜 16.6/16.6/23.3 万吨。

图 25: 巨龙铜业铜产量



资料来源: 公司 23 年年报、紫金矿业 2023 年年报、德邦研究所测算

5. 盈利预测与估值

根据公司各项目具体投产节奏及披露的生产成本或完全成本：

(1) 氯化钾：公司察尔汗盐湖氯化钾产量相对稳定，老挝 100 万吨氯化钾产能将在 2026 年投产，据此我们预计 2024-2026 年公司氯化钾营收分别为 25.11/25.36/38.42 亿元，毛利率分别为 58%/59%/56%。

(2) 碳酸锂：公司察尔汗盐湖产量相对稳定，我们预计 2024-2026 年公司碳酸锂营收分别为 11.55/10.50/9.98 亿元，毛利率分别为 69%/66%/64%。

(3) 其他：预计 2024-2026 年营收分别为 0.32/0.34/0.35 亿元，毛利率分别为 28%/28%/28%。

(4) 投资收益-铜：根据巨龙铜业二期规划及紫金矿业 2024 年规划产量，我们预计来自于巨龙铜业投资收益 2024-2026 年分别为 15.85/15.85/22.24 亿元。

(5) 投资收益-麻米措盐湖：根据麻米措盐湖一期 2024 年底建成的规划，我们预计来自于麻米措盐湖的投资收益 2024-2026 年分别为 0/3.9/7.2 亿元。

表 2：公司业务拆分预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氯化钾					
营业收入 (百万元)	3835	3215	2511	2536	3842
营业成本 (百万元)	1115	1408	1050	1045	1674
毛利 (百万元)	2720	1807	1461	1491	2167
毛利率	71%	56%	58%	59%	56%
碳酸锂					
营业收入 (百万元)	4323	1980	1155	1050	998
营业成本 (百万元)	337	386	358	362	361
毛利 (百万元)	3986	1594	797	688	637
毛利率	92%	81%	69%	66%	64%
其他					
营业收入 (百万元)	71	30	32	34	35
营业成本 (百万元)	3	22	23	24	26
毛利 (百万元)	68	8	9	9	10
毛利率	96%	28%	28%	28%	28%
合计					
营业收入 (百万元)	8230	5226	3698	3619	4875
营业成本 (百万元)	1455	1816	1431	1431	2061
毛利 (百万元)	6775	3410	2266	2188	2814
毛利率	82%	65%	61%	60%	58%
投资收益-铜 (百万元)	725	1296	1585	1585	2224
投资收益-麻米措盐湖 (百万元)	0	0	0	390	720

资料来源：公司公告、德邦研究所预测

综上，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 36.98/36.19/48.75 亿元，归母净利润 30.20/33.11/44.13 亿元，对应 PE 分别为 16.50/15.05/11.29 倍。我们选取了三家具有相似业务的可比公司，对比后显著可看到拥有铜矿的可比公司估值较高，我们认为藏格参股巨龙铜业，铜板块投资收益有望快速增长，未来有望享有一定估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3: 可比公司估值表

代码	公司	2024 年 3 月 29 日股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率 PE (倍)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
000408.SZ	藏格矿业	31.53	2.18	1.91	2.09	2.79	11.71	16.50	15.05	11.29
000792.SZ	盐湖股份	16.04	1.46	1.66	1.85	-	10.95	9.64	8.69	-
601899.SH	紫金矿业	15.72	0.80	0.99	1.24	1.35	15.53	15.88	12.68	11.64
603993.SH	洛阳钼业	7.89	0.38	0.50	0.54	0.57	13.61	15.78	14.61	13.84
平均值							13.36	13.77	11.99	12.74

资料来源: 紫金矿业、洛阳钼业、藏格矿业 2024-2026 年为德邦研究所测算, 盐湖股份 2023-2025 年为同花顺 iFind 一致预期, 其余为公司公告、同花顺 iFind

6. 风险提示

(1) 公司麻米措盐湖和老挝项目建设不及预期。若公司麻米措盐湖和老挝项目建设不及预期，将对公司产品增量预期有较大不利影响。

(2) 钾、锂、铜等产品价格下跌超预期。若公司主要矿产产品价格下跌超预期，则对公司利润有较大不利影响。

(3) 公司麻米措盐湖和老挝项目成本超预期。若公司麻米措盐湖和老挝项目成本超预期，则对公司产品单位盈利有不利影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	2.18	1.91	2.09	2.79
每股净资产	8.26	9.22	10.37	12.21
每股经营现金流	1.89	1.28	1.17	1.27
每股股利	1.60	0.95	0.95	0.95
价值评估(倍)				
P/E	11.62	16.50	15.05	11.29
P/B	3.07	3.42	3.04	2.58
P/S	8.77	12.40	12.67	9.41
EV/EBITDA	11.91	12.29	11.09	7.84
股息率%	6.3%	3.0%	3.0%	3.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	65.2%	61.3%	60.5%	57.7%
净利润率	65.3%	81.7%	91.5%	94.3%
净资产收益率	26.2%	20.7%	20.2%	22.9%
资产回报率	24.3%	19.6%	19.2%	21.5%
投资回报率	18.9%	20.5%	20.0%	23.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-36.2%	-29.2%	-2.1%	34.7%
EBIT 增长率	-52.8%	22.4%	9.0%	39.0%
净利润增长率	-39.5%	-11.7%	9.6%	33.3%
偿债能力指标				
资产负债率	7.4%	5.4%	4.8%	5.3%
流动比率	3.4	4.7	6.1	6.9
速动比率	2.8	4.0	5.4	6.2
现金比率	1.7	3.1	4.4	5.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.2	2.5	2.9	2.3
存货周转天数	105.3	118.5	109.6	91.7
总资产周转率	0.4	0.3	0.2	0.3
固定资产周转率	1.8	1.3	1.2	1.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,420	3,020	3,311	4,413
少数股东损益	-8	0	0	184
非现金支出	454	461	490	520
非经营收益	-1,277	-1,585	-1,975	-2,944
营运资金变动	395	124	17	-160
经营活动现金流	2,984	2,019	1,843	2,013
资产	-324	-634	-550	-574
投资	-1,547	-819	-833	-829
其他	464	1,585	1,975	2,944
投资活动现金流	-1,407	131	591	1,542
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-2,770	-1,500	-1,500	-1,500
融资活动现金流	-2,770	-1,500	-1,500	-1,500
现金净流量	-1,193	649	934	2,054

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 3 月 29 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,226	3,698	3,619	4,875
营业成本	1,816	1,431	1,431	2,061
毛利率%	65.2%	61.3%	60.5%	57.7%
营业税金及附加	294	195	195	261
营业税金率%	5.6%	5.3%	5.4%	5.4%
营业费用	50	30	31	41
营业费用率%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%
管理费用	281	183	184	246
管理费用率%	5.4%	4.9%	5.1%	5.0%
研发费用	24	14	15	19
研发费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	2,795	3,422	3,730	5,184
财务费用	-19	-32	-45	-63
财务费用率%	-0.4%	-0.9%	-1.2%	-1.3%
资产减值损失	-18	-8	-9	-9
投资收益	1,263	1,585	1,975	2,944
营业利润	4,063	3,454	3,775	5,247
营业外收支	-197	0	0	0
利润总额	3,866	3,454	3,775	5,247
EBITDA	3,232	3,875	4,211	5,695
所得税	454	434	464	650
有效所得税率%	11.7%	12.6%	12.3%	12.4%
少数股东损益	-8	0	0	184
归属母公司所有者净利润	3,420	3,020	3,311	4,413

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,587	2,236	3,170	5,225
应收账款及应收票据	18	33	26	38
存货	498	444	427	623
其它流动资产	1,041	754	744	973
流动资产合计	3,144	3,467	4,367	6,858
长期股权投资	4,130	4,945	5,776	6,602
固定资产	2,862	3,033	3,098	3,158
在建工程	86	103	113	121
无形资产	328	305	281	257
非流动资产合计	10,948	11,940	12,834	13,717
资产总计	14,092	15,407	17,201	20,575
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	355	275	277	397
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	580	458	439	595
流动负债合计	936	733	716	993
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	106	106	106	106
非流动负债合计	106	106	106	106
负债总计	1,041	839	821	1,098
实收资本	1,580	1,580	1,580	1,580
普通股股东权益	13,058	14,576	16,387	19,300
少数股东权益	-8	-8	-8	176
负债和所有者权益合计	14,092	15,407	17,201	20,575

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。