

# 藏格矿业 (000408)

## 2024 年一季报点评: 业绩符合预期, 碳酸锂成本优势维持

买入 (维持)

2024 年 05 月 02 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)	8.06	13.33	16.93	14.85	11.27

### 投资要点

- **24Q1 实现归母净利 5.3 亿元, 环增 17%, 符合市场预期。** 24 年 Q1 营收 6 亿元, 同减 55%, 环减 41%, 归母净利 5.3 亿元, 同减 43%, 环增 17%, 扣非净利 5.8 亿元, 同减 37%, 环减 8%, 毛利率 50%, 同减 19pct, 环减 4.4pct, 归母净利率 86%, 同增 19pct, 环增 43pct, 业绩符合市场预期。
- **锂: Q1 销量环增 55%, 单吨成本同比略降优势维持。** 24Q1 碳酸锂产量 2386 吨, 同增 34%, 环减 38%, 销量 3970 吨, 同增 643%, 环增 55%。价格成本方面, Q1 碳酸锂收入约 3.1 亿元, 营业成本约 1.6 亿元, 含税均价 8.8 万元, 环减 31%, 单吨销售成本 3.9 万元, 同比略降, 环增 15%+, 主要系盐湖季节性导致, 单吨净利 2.7 万元左右, Q1 贡献 1.1 亿元左右利润。麻米错盐湖首期 5 万吨 LCE 项目顺利推进, 我们预计 Q2 获得项目核准和采矿许可证, 25 年底前有望全面投产。
- **钾: Q1 销量环减 53%, 单吨销售成本环降 20%+。** 24Q1 氯化钾产量 15.9 万吨, 同减 19%, 环减 52%, 销量 14 万吨, 同减 63%, 环减 53%。价格成本方面, Q1 钾肥收入约 3.0 亿元, 营业成本约 1.4 亿元, 含税均价 2337 元, 环减 14%, 单吨销售成本降至 1000 元以内, 环减 20%+, 单吨净利 700-800 元, Q1 贡献 1 亿元左右利润, 价格下降单位盈利小幅下滑。
- **铜: Q1 投资收益 3.5 亿元, 略超预期。** 参股公司巨龙铜业 Q1 产铜 4.2 万吨, 含税均价 8 万元左右, 单吨净利 2.7 万元左右, 实现营收 30 亿元, 同增 21%, 净利润 11 亿元, 同增 12%, 对应投资收益 3.5 亿元, 同增 12%, 环增 25%。24 年 2 月巨龙二期改扩建项目获批, 我们预计 25Q3 试产、25Q4 投产, 达产后铜年产量将从 23 年的 15.4 万吨提高至 30-35 万吨。
- **Q1 费用率环比上升, 经营性现金流承压。** 24Q1 期间费用率 10.7%, 同增 5.2pct, 环增 2.4pct, 其中管理费用率 9.4%, 环增 3.1pct。Q1 末存货 5.11 亿元, 较年初增加 2.6%。Q1 经营活动净现金流-2.4 亿元, 同减 181%, 环减 134%; Q1 资本开支 0.3 亿元, 同增 14%, 环减 61%。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持公司 2024-2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年公司归母净利润 26.9/30.7/40.5 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)	28.84
一年最低/最高价	20.90/34.08
市净率(倍)	3.35
流通 A 股市值(百万元)	45,579.27
总市值(百万元)	45,579.75

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	8.61
资产负债率(% ,LF)	4.71
总股本(百万股)	1,580.44
流通 A 股(百万股)	1,580.42

### 相关研究

《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》

2024-03-25

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
<b>流动资产</b>	<b>3,144</b>	<b>5,072</b>	<b>7,115</b>	<b>9,957</b>	<b>营业总收入</b>	<b>5,226</b>	<b>3,672</b>	<b>3,591</b>	<b>3,595</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>10,948</b>	<b>10,831</b>	<b>10,730</b>	<b>10,478</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>4,063</b>	<b>3,028</b>	<b>3,452</b>	<b>4,548</b>
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)
<b>资产总计</b>	<b>14,092</b>	<b>15,903</b>	<b>17,845</b>	<b>20,435</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,866</b>	<b>3,025</b>	<b>3,449</b>	<b>4,545</b>
<b>流动负债</b>	<b>936</b>	<b>955</b>	<b>933</b>	<b>934</b>	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	<b>净利润</b>	<b>3,412</b>	<b>2,692</b>	<b>3,069</b>	<b>4,045</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,420</b>	<b>2,692</b>	<b>3,069</b>	<b>4,045</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>1,041</b>	<b>1,061</b>	<b>1,038</b>	<b>1,040</b>	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)					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,050</b>	<b>14,842</b>	<b>16,806</b>	<b>19,395</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>14,092</b>	<b>15,903</b>	<b>17,845</b>	<b>20,435</b>					

  

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)	13.33	16.93	14.85	11.27
营运资本变动	395	235	(15)	(20)	P/B(现价)	3.49	3.07	2.71	2.35

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>