

2024年08月11日
藏格矿业(000408.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

钾肥

铜价上涨增厚投资收益，铜锂钾产能扩张持续推进

公司发布 2024 年中报

2024 年上半年公司营业收入 17.62 亿元，同比-37.00%；归母净利润 12.97 亿元，同比-35.99%，扣非归母净利润 12.78 亿元，同比-36.10%。其中 2024 年 Q2 营业收入 11.47 亿元，同比-19.36%、环比+86.76%；归母净利润 7.68 亿元，同比-30.56%、环比+45.05%。扣非归母净利润 7.00 亿元，同比-35.49%，环比+21.11%。

2024 年上半年，公司营业外支出 1.35 亿元，主要系非流动资产报废损失和滞纳金。据 8 月 11 日公司投资者关系活动记录，其中滞纳金支出为子公司藏格钾肥将卤水销售额调整应补缴的税款产生的应缴滞纳金。子公司藏格钾肥补税共 4.8 亿元，据公司公告，藏格钾肥补缴税费与藏格锂业企业所得税退税后，预计影响公司 2024 年度损益约 2.14 亿元。

巨龙铜业投资收益可观，钾锂价格承压影响利润

✓氯化钾：(1) 产销方面，2024 年上半年，公司氯化钾产量 52.28 万吨，完成全年产量目标的 52.28%，同比-1.47%；销量 54.01 万吨，完成全年销量目标的 51.83%，同比-8.41%。其中，2024Q2 氯化钾产量 36.42 万吨，环比+129.63%；销量 29.73 万吨，环比+186.89%。

(2) 售价成本方面，2024 年上半年，公司氯化钾平均售价 2265.41 元/吨，同比-26.52%；平均销售成本 1075.01 元/吨，同比+6.27%；平均毛利 929.50 元/吨。

✓碳酸锂：(1) 产销方面，2024 年上半年，公司碳酸锂产量 5809 吨，同比+28.89%，完成全年产量目标的 55.32%；销量 7630 吨，同比+56.83%，完成全年销量目标的 72.67%。其中，2024Q2 碳酸锂产量 3423.5 吨，环比+43.51%；销量 3660 吨，环比-7.81%。(2) 售价成本方面，2024 年上半年，公司碳酸锂平均售价 93892.80 元/吨，同比-63.90%；平均销售成本 41311.93 元/吨，同比-0.44%；平均毛利 41779 元/吨。

✓铜矿：公司持有巨龙铜业 30.78% 股份，2024 年上半年公司实现投资收益约 8.55 亿元，投资收益同比+46.10%。2024 年上半年，巨龙铜业产铜 8.1 万吨，实现营收 61.17 亿元，净利润 27.78 亿元。其中 2024Q2，巨龙铜业产铜 3.88 万吨，实现营收 31.47 亿元，净利润 16.34 亿元，确认投资收益 5.03 亿元。24H1 铜均价 74776 元/吨，同比+6935 元/吨 (+10.2%)，铜价上涨增厚巨龙投资收益。

巨龙铜业产能扩建持续推进，资源量增储备案完成

投资评级	增持-A 维持评级
6 个月目标价	33.15 元
股价 (2024-08-09)	22.14 元

总市值(百万元)	34,990.83
流通市值(百万元)	34,990.47
总股本(百万股)	1,580.44
流通股本(百万股)	1,580.42
12 个月价格区间	20.92/33.36 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.7	-13.6	7.1
绝对收益	-11.8	-22.7	-8.9

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

周古玥 联系人

SAC 执业证书编号：S1450123050031

zhougy@essence.com.cn

相关报告

巨龙投资收益可观，公司高	2024-03-22
分红凸显投资价值	
质量回报双提升，致力打造	2024-03-02
多元化矿产资源矿业集团	
Q3 钾肥出货大增，钾锂价格	2023-10-22
下挫影响归母净利润	
Q2 利润环比增幅可观，钾肥	2023-07-25
锂盐产能扩张正当时	
锂钾资源自给保障业绩释	2023-03-12

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2026年一季度实现试生产，达产后一二期合计年采选矿石量将超过1.1亿吨，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。

公司参股公司巨龙铜业2024年备案的铜金属资源量比2022年备案的铜金属资源量新增达1472.6万吨，2024年备案完成后巨龙铜业矿区累计查明铜金属资源量达2588万吨。

放，麻米错盐湖助力长期成长

目 麻米错项目推进采矿权办理，老挝钾盐矿持续推进

✓**麻米错项目**：西藏麻米错项目已完成生产车间选址、前期土地平整、部分矿区公路修建等工作，目前公司正在有序推进麻米错项目采矿权证的办理事宜。

✓**老挝钾盐矿项目**：老挝万象市巴俄县钾盐矿项目，目前老挝能源与矿产部已评审通过老挝项目公司向老挝政府提交的《万象市塞塔尼县纳格浩-巴俄县唐昆钾盐矿区勘探报告》，该报告估算探明+控制+推断钾盐矿石总量62.85亿吨，其中氯化钾资源总量9.7亿吨，探明+控制级别的氯化钾资源量占比超过79%。后续老挝项目公司将推进《项目可行性研究报告》《环评报告》的编制和评审工作。老挝万象塞塔尼县钾盐矿项目，目前正在开展野外钻探工程以及资料收集整理工作。

✓**其他钾盐矿项目**：大浪滩黑北钾盐矿目前正在编制《工业指标论证》，同时开展深层卤水的野外详查工作，预计于今年下半年完成第一批野外钻孔的所有工作。碱石山钾盐矿目前野外普查工作已经结束，4月份通过野外验收工作，目前准备编写《普查报告》并提交送审。小梁山-大风山矿区深层卤水钾盐矿东段已编制完成《详查报告》并完成公司内部审核，目前正在编制《工业指标论证》，后续将向自然资源部提交审核。

✓**结则茶卡与龙木错盐湖**：西藏藏青基金正有序推进西藏国能矿业发展有限公司34%股权的交易进程，截至6月底，已完成支付协议约定的第二期款项。后续根据协议安排，待股东会决议签署等一系列前置条件完成后，支付第三期款项。

目 投资建议：

铜矿端供给受限需求长期增长，持续看好铜价中枢有望上移，巨龙铜业产能扩张进行时，投资收益增长空间可观。锂价步入底部区间，公司锂盐具备低成本优势，麻米错盐湖首期5万吨建设工作持续推进。公司高分红凸显投资价值。预计2024-2026年营业收入分别为37.34、41.08、52.30亿元，预计净利润27.59、34.37、46.71亿元，对应EPS分别为1.75、2.17、2.96元/股，目前股价对应PE为12.7、10.2、7.5倍，维持“增持-A”评级，6个月目标价33.15元/股。

目 风险提示：需求不及预期，金属价格大幅波动，项目进度不及预期

(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	8,193.9	5,225.7	3,733.6	4,108.4	5,230.2
净利润	5,654.9	3,419.9	2,758.5	3,437.3	4,670.8
每股收益(元)	3.58	2.16	1.75	2.17	2.96
每股净资产(元)	7.67	8.26	8.88	9.46	10.24

盈利和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	6.2	10.2	12.7	10.2	7.5
市净率(倍)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2
净利润率	69.0%	65.4%	73.9%	83.7%	89.3%
净资产收益率	46.6%	26.2%	19.7%	23.0%	28.9%
股息收益率	12.9%	7.2%	5.8%	7.2%	9.8%
ROIC	83.2%	48.1%	36.2%	39.5%	47.0%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,193.9	5,225.7	3,733.6	4,108.4	5,230.2	成长性					
减:营业成本	1,475.0	1,816.2	1,568.5	1,582.8	2,019.2	营业收入增长率	126.2%	-36.2%	-28.6%	10.0%	27.3%
营业税费	377.1	293.6	112.0	123.3	156.9	营业利润增长率	269.2%	-38.7%	-20.4%	23.5%	35.5%
销售费用	44.9	49.6	29.9	32.9	41.8	净利润增长率	296.2%	-39.5%	-19.3%	24.6%	35.9%
管理费用	334.2	281.1	112.0	123.3	156.9	EBITDA 增长率	207.9%	-36.9%	-14.8%	25.2%	34.2%
研发费用	20.5	23.6	11.2	12.3	15.7	EBIT 增长率	259.4%	-39.1%	-20.4%	23.6%	35.5%
财务费用	-28.9	-18.6	-13.1	-14.4	-18.3	NOPLAT 增长率	276.6%	-37.0%	-20.1%	23.6%	35.5%
资产减值损失	-15.8	-18.1	-16.8	-16.9	-17.2	投资资本增长率	9.0%	6.0%	13.5%	13.7%	8.2%
加:公允价值变动收益	-1.5	3.9	-20.5	5.8	2.9	净资产增长率	28.2%	7.6%	7.4%	6.4%	8.2%
投资和汇兑收益	691.8	1,263.4	1,324.4	1,724.2	2,534.7						
营业利润	6,632.2	4,063.0	3,233.7	3,995.3	5,412.8	利润率					
加:营业外净收支	-39.2	-196.7	-123.6	-119.8	-146.7	毛利率	82.0%	65.2%	58.0%	61.5%	61.4%
利润总额	6,593.0	3,866.3	3,110.1	3,875.4	5,266.1	营业利润率	80.9%	77.8%	86.6%	97.2%	103.5%
减:所得税	938.1	454.0	357.7	445.7	605.6	净利润率	69.0%	65.4%	73.9%	83.7%	89.3%
净利润	5,654.9	3,419.9	2,758.5	3,437.3	4,670.8	EBITDA/营业收入	86.2%	85.4%	101.8%	115.9%	122.2%
						EBIT/营业收入	81.1%	77.4%	86.3%	96.9%	103.1%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	134	197	309	342	314
货币资金	2,799.7	1,586.8	1,517.5	1,197.4	1,596.5	流动营业资本周转天数	31	44	47	45	43
交易性金融资产	42.9	66.4	45.9	51.7	54.7	流动资产周转天数	166	278	282	241	206
应收帐款	180.1	334.2	33.2	371.1	143.7	应收帐款周转天数	7	18	18	18	18
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	23	37	44	41	41
预付帐款	81.1	26.0	66.5	26.9	92.3	总资产周转天数	531	952	1,397	1,351	1,140
存货	564.6	498.0	419.6	506.3	675.0	投资资本周转天数	312	526	810	836	727
其他流动资产	1,258.5	632.6	632.6	632.6	632.6						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	46.6%	26.2%	19.7%	23.0%	28.9%
长期股权投资	3,268.0	4,129.8	4,129.8	4,129.8	4,129.8	ROA	41.8%	24.2%	18.5%	21.5%	27.1%
投资性房地产	5.0	4.5	4.5	4.5	4.5	ROIC	83.2%	48.1%	36.2%	39.5%	47.0%
固定资产	2,854.1	2,861.9	3,542.8	4,252.1	4,880.9	费用率					
在建工程	259.5	67.2	640.3	984.2	1,190.5	销售费用率	0.5%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	354.8	328.1	300.7	273.2	245.7	管理费用率	4.1%	5.4%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	1,868.2	3,556.0	3,543.1	3,533.2	3,525.1	研发费用率	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%
资产总额	13,536.5	14,091.6	14,876.6	15,963.0	17,171.3	财务费用率	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.4%
短期债务	-	-	-	-	-	四费/营业收入	4.5%	6.4%	3.8%	3.8%	3.8%
应付帐款	288.7	375.2	198.2	380.4	357.7	偿债能力					
应付票据	-	10.6	4.6	4.7	7.1	资产负债率	10.4%	7.4%	5.8%	6.5%	5.9%
其他流动负债	1,092.8	549.8	549.8	549.8	549.8	负债权益比	11.7%	8.0%	6.1%	7.0%	6.3%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	3.57	3.36	3.61	2.98	3.49
其他非流动负债	31.2	105.7	105.7	105.7	105.7	速动比率	3.16	2.83	3.05	2.44	2.75
负债总额	1,412.8	1,041.3	858.2	1,040.6	1,020.3	利息保障倍数	-229.75	-217.42	-246.46	-276.85	-294.69
少数股东权益	-	-7.5	-13.6	-21.2	-31.4	分红指标					
股本	1,580.4	1,580.4	1,580.4	1,580.4	1,580.4	DPS(元)	2.85	1.59	1.28	1.60	2.17
留存收益	10,785.0	11,719.8	12,451.5	13,363.2	14,602.0	分红比率	79.7%	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%
股东权益	12,123.7	13,050.2	14,018.3	14,922.4	16,151.0	股息收益率	12.9%	7.2%	5.8%	7.2%	9.8%
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	3.58	2.16	1.75	2.17	2.96
净利润	5,654.9	3,412.4	2,758.5	3,437.3	4,670.8	BVPS(元)	7.67	8.26	8.88	9.46	10.24
加:折旧和摊销	422.8	420.5	581.1	778.9	995.1	PE(X)	6.2	10.2	12.7	10.2	7.5
资产减值准备	15.8	18.1	-	-	-	PB(X)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.2
公允价值变动损失	1.5	-3.9	-20.5	5.8	2.9	P/FCF	6.9	11.7	20.6	15.8	9.1
财务费用	0.6	3.1	-13.1	-14.4	-18.3	P/S	4.3	6.7	9.4	8.5	6.7
投资损失	-691.8	-1,263.4	-1,324.4	-1,724.2	-2,534.7	EV/EBITDA	5.1	7.8	7.9	6.3	4.7
少数股东损益	-	-7.5	-6.1	-7.6	-10.3	CAGR(%)	-15.4%	10.9%	24.5%	-15.4%	10.9%
营运资金的变动	-15.8	-1,181.4	161.1	-197.3	-21.5	PEG	-0.4	0.9	0.5	-0.7	0.7
经营活动产生现金流量	5,430.5	2,984.0	2,136.7	2,278.6	3,084.0	ROIC/WACC	7.9	4.6	3.5	3.8	4.5
投资活动产生现金流量	-145.9	-1,406.8	-434.7	-87.5	728.8	REP	0.6	1.0	1.0	0.8	0.6
融资活动产生现金流量	-3,304.9	-2,769.5	-1,771.3	-2,511.3	-3,413.6						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034