



## 买入（维持）

所属行业：有色金属/能源金属  
当前价格(元)：22.48

### 证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

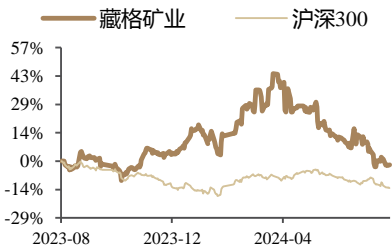
康宇豪

资格编号：S0120524050001

邮箱：kangyh@tebon.com.cn

### 研究助理

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.66	-12.56	-21.46
相对涨幅(%)	-8.73	-6.60	-12.33

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《铜行业跟踪：24Q2铜价创新高，Q3TC骤降，供需持续紧张》，2024.7.11
- 《铜行业跟踪：TC走低致冶炼减产预期，2024Q1铜价震荡升高》，2024.4.2
- 《藏格矿业(000408.SZ)：钾为基石，锂为成长，铜为助力，共创未来》，2024.4.1

# 藏格矿业(000408.SZ)：巨龙铜业投资收益持续增长，看好碳酸锂长期发展趋势

### 投资要点

- 事件：公司披露2024年中报，营收利润同比有所下滑。**公司2024年1-6月营业收入17.62亿元，归母净利润12.97亿元，同比-35.99%，扣非归母净利润为12.78亿元，同比-36.10%。
- 公司巨龙铜业投资收益大幅上涨，巨龙二期稳步推进。**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。公司持有巨龙铜业30.78%的股权，公司取得投资收益8.55亿元，占公司归母净利润的65.94%，投资收益同比增加2.7亿元，增幅46.10%。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。
- 公司氯化钾产品产销量符合预期，下半年大合同价格叠加需求回暖对氯化钾价格形成支撑。**2024年上半年公司实现氯化钾产量52.28万吨，完成全年产量目标的52.28%，同比下降1.47%；实现销量54.01万吨，完成全年销量目标的51.83%，同比下降8.41%。2024年上半年氯化钾港口库存偏高，导致上半年氯化钾价格偏低。2024年上半年公司氯化钾平均售价2,265.41元/吨，同比下降26.52%。平均销售成本1,075.01元/吨，同比上升6.27%。公司实现氯化钾营业收入11.22亿元，同比下降32.70%；毛利率48.28%，同比下降15.95%。2024年7月9日，2024年度的钾肥大合同价格最终锁定在CFR 273美元/吨，较去年下跌34美元/吨。钾肥大合同的签订，为钾肥市场明确价格底线，叠加下半年秋耕补库，需求回暖有望对氯化钾价格形成支撑。
- 公司碳酸锂产品销量快速增长，价格大幅下跌，看好锂长期发展趋势。**2024年上半年公司实现碳酸锂产量5,809吨，完成全年产量目标的55.32%，同比增长28.89%；实现销量7,630吨，完成全年销量目标的72.67%，同比增长56.83%。2024年上半年碳酸锂整体累库较多，锂价在9万-11万左右震荡。2024年上半年公司碳酸锂平均售价93,892.80元/吨，同比下降63.90%；平均销售成本41,311.93元/吨，同比下降0.44%。公司碳酸锂实现营业收入6.34亿元，同比-43.39%；实现毛利率50.28%，同比减少31.69%。在能源结构转型及双碳目标的推动下，后续伴随电车、储能等需求的改善，锂盐长期向好趋势不变。
- 盈利预测：**由于氯化钾、碳酸锂价格维持低位运行，我们下调了公司的盈利预测，我们预测公司24-26年营收分别为33.77/34.03/46.53亿元，归母净利润分别为27.00/29.38/40.10亿元，PE分别为13.16/12.09/8.86。维持“买入”评级。
- 风险提示：**（1）巨龙铜业二期投产不及预期；（2）铜、氯化钾、碳酸锂价格下跌超预期；（3）公司碳酸锂产品销量不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,580.44		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	1,580.42	营业收入(百万元)	8,194	5,226	3,377	3,403	4,653
52 周内股价区间(元):	20.37-32.49	(+/-)YOY(%)	126.2%	-36.2%	-35.4%	0.8%	36.7%
总市值(百万元):	34,990.83	净利润(百万元)	5,655	3,420	2,700	2,938	4,010
总资产(百万元):	13,828.59	(+/-)YOY(%)	296.2%	-39.5%	-21.1%	8.8%	36.5%
每股净资产(元):	8.31	全面摊薄 EPS(元)	3.58	2.16	1.71	1.86	2.54
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	82.0%	65.2%	55.2%	56.1%	54.3%
		净资产收益率(%)	46.6%	26.2%	18.9%	18.7%	22.0%
		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					

## 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	1.71	1.86	2.54
每股净资产	8.26	9.04	9.95	11.54
每股经营现金流	1.89	1.08	1.03	1.14
每股股利	1.60	0.95	0.95	0.95
价值评估(倍)				
P/E	11.62	13.16	12.09	8.86
P/B	3.07	2.49	2.26	1.95
P/S	6.70	10.36	10.28	7.52
EV/EBITDA	11.91	9.60	8.73	6.02
股息率%	6.3%	4.2%	4.2%	4.2%
盈利能力指标(%)				
毛利率	65.2%	55.2%	56.1%	54.3%
净利润率	65.3%	79.9%	86.4%	89.8%
净资产收益率	26.2%	18.9%	18.7%	22.0%
资产回报率	24.3%	18.0%	17.9%	20.7%
投资回报率	18.9%	18.7%	18.5%	22.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-36.2%	-35.4%	0.8%	36.7%
EBIT 增长率	-52.8%	9.3%	8.4%	42.4%
净利润增长率	-39.5%	-21.1%	8.8%	36.5%
偿债能力指标				
资产负债率	7.4%	5.0%	4.5%	5.2%
流动比率	3.4	4.3	5.1	5.8
速动比率	2.8	3.5	4.4	5.0
现金比率	1.7	2.6	3.4	4.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.2	2.6	2.9	2.3
存货周转天数	105.3	115.1	110.3	92.2
总资产周转率	0.4	0.2	0.2	0.3
固定资产周转率	1.8	1.1	1.1	1.5

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,420	2,700	2,938	4,010
少数股东损益	-8	0	0	167
非现金支出	454	461	490	520
非经营收益	-1,277	-1,591	-1,812	-2,741
营运资金变动	395	143	13	-161
经营活动现金流	2,984	1,713	1,629	1,795
资产	-324	-634	-550	-574
投资	-1,547	-819	-833	-829
其他	464	1,577	1,812	2,741
投资活动现金流	-1,407	124	429	1,338
债权募资	0	-0	0	0
股权募资	0	30	0	0
其他	-2,770	-1,579	-1,500	-1,500
融资活动现金流	-2,770	-1,549	-1,500	-1,500
现金净流量	-1,193	288	558	1,633

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 8 月 12 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	3,377	3,403	4,653
营业成本	1,816	1,513	1,495	2,126
毛利率%	65.2%	55.2%	56.1%	54.3%
营业税金及附加	294	178	183	249
营业税金率%	5.6%	5.3%	5.4%	5.4%
营业费用	50	28	29	39
营业费用率%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%
管理费用	281	167	173	235
管理费用率%	5.4%	4.9%	5.1%	5.0%
研发费用	24	13	14	19
研发费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	2,795	3,056	3,313	4,719
财务费用	-19	-32	-37	-49
财务费用率%	-0.4%	-0.9%	-1.1%	-1.0%
资产减值损失	-18	-8	-9	-9
投资收益	1,263	1,585	1,812	2,741
营业利润	4,063	3,088	3,350	4,767
营业外收支	-197	0	0	0
利润总额	3,866	3,088	3,350	4,767
EBITDA	3,232	3,509	3,793	5,230
所得税	454	388	412	590
有效所得税率%	11.7%	12.6%	12.3%	12.4%
少数股东损益	-8	0	0	167
归属母公司所有者净利润	3,420	2,700	2,938	4,010

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,587	1,874	2,432	4,066
应收账款及应收票据	18	30	24	36
存货	498	470	446	643
其它流动资产	1,041	698	705	934
流动资产合计	3,144	3,073	3,607	5,678
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	11,952	12,845	13,728
资产总计	14,092	15,024	16,452	19,406
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	355	291	289	410
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	580	429	421	576
流动负债合计	936	720	710	986
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	106	27	27	27
非流动负债合计	106	27	27	27
负债总计	1,041	747	736	1,013
实收资本	1,580	1,580	1,580	1,580
普通股股东权益	13,058	14,285	15,723	18,233
少数股东权益	-8	-8	-8	160
负债和所有者权益合计	14,092	15,024	16,452	19,406

# 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
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。
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。