

巨龙持续降本盈利亮眼，三轮驱动成长可期

2024 年 10 月 27 日

► **业绩:公司发布 2024 年三季度报。**2024Q1-Q3 公司实现营收 23.2 亿元,同比-44.5%,归母净利 18.7 亿元,同比-37.1%,扣非归母净利 18.5 亿元,同比-37.4%;**单季度看**,24Q3 实现营收 5.6 亿元,同比-59.7%,环比-51.0%,归母净利 5.7 亿元,同比-39.4%,环比-25.6%,扣非归母净利 5.7 亿元,同比-40.1%,环比-18.7%。

► **锂:产销符合预期,成本小幅下降。**1) **量:** 24Q1-Q3 碳酸锂产销 0.93、1.02 万吨,其中 Q3 产销 0.35、0.26 万吨,环比变化+1.3%、-29.5%,截至 24Q3 末,碳酸锂库存 1321 吨;2) **价:** 24Q1-Q3 国内电碳市场价 9.5 万元,同比-67.8%,其中 24Q3 电碳市场价 8.0 万元,环比-24.3%,24Q3 公司碳酸锂不含税售价降至 6.7 万元;3) **本:** 24Q1-Q3 单吨生产成本 4.0 万元,其中 Q3 为 3.5 万元;4) **利:** 由于锂价下跌,24Q3 单吨毛利降至 3.1 万元,毛利率降至 47.1%。

► **钾:Q3 销量下滑,成本有所抬升。**1) **量:** 24Q1-Q3 氯化钾产销 75.6、71.5 万吨,其中 Q3 产销 23.3、17.5 万吨,环比变化-35.9%、-56.3%,我们预计主要受 Q3 钾肥需求较弱影响;2) **价:** 24Q1-Q3 国内钾肥市场价 2533 元,同比-16.1%,其中 Q3 钾肥市场价 2500 元,环比+3.6%,公司 Q3 钾肥不含税售价 2218 元,环比+8%;3) **本:** 24Q1-Q3 单吨生产成本 1210 元,其中 Q3 为 1627 元,我们预计成本抬升的主要原因在于销量下滑,随着 Q4 销量恢复,成本预计将有所回落;4) **利:** 24Q1-Q3 单吨毛利 901 元,毛利率为 42.7%,其中 Q3 单吨毛利 585 元,毛利率降至 26.5%。

► **铜:巨龙持续降本,盈利水平保持高位。**1) **量:** 24Q1-Q3 巨龙铜产量 12.2 万吨,其中 Q3 产量 4.1 万吨,环比+5.7%;2) **价&利:** 24Q3 LME 铜均价 9337 美元/吨,环比-5.5%,钼精矿均价 3681 元/吨度,环比+1.0%,巨龙铜业降本工作持续推进,Q3 全成本降至约 3.4 万元/吨铜,实现净利润 16.5 亿元,单吨净利 4.2 万元,盈利水平持续亮眼;3) **投资收益:** 公司持有巨龙 30.78%股权,24Q1-Q3 巨龙贡献投资收益 13.6 亿元,占公司归母净利的 73.0%,其中 Q3 贡献 5.1 亿元,环比基本持平。

► **核心看点:钾锂铜三轮驱动,巨龙二三期扩产项目打开成长空间。**1) **锂:** 依托察尔汗盐湖,建有 1 万吨电碳产能,通过藏青基金穿透持有麻米措矿业 24%股权,麻米措盐湖规划 10 万吨碳酸锂产能,一期 5 万吨采矿证办理中,锂价中枢大幅回落背景下,盐湖提锂成本优势显著;2) **钾肥:** 国内龙二,23 年出海布局老挝两处钾盐矿,一期项目规划氯化钾产能 200 万吨/年,投产后产能翻倍。3) **铜:** 持有巨龙铜业 30.78%股权,巨龙二期扩产项目规划 2025 年底投产,三期投产后公司权益铜产能大幅提升至 18.5 万吨,铜板块业绩弹性可期。

► **投资建议:** 公司钾锂铜三轮驱动,三大业务成长性均较显著,钾肥价格下跌空间有限,碳酸锂业务成本优势显著,巨龙二三期扩产项目打开成长空间,我们预计公司 2024-2026 年归母净利 25.4、25.9、48.1 亿元,对应 10 月 25 日收盘价的 PE 为 18、17 和 9 倍,维持“推荐”评级。

► **风险提示:** 锂价超预期下跌,国内外扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,226	3,088	2,857	4,918
增长率 (%)	-36.2	-40.9	-7.5	72.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,420	2,536	2,587	4,808
增长率 (%)	-39.5	-25.8	2.0	85.8
每股收益 (元)	2.16	1.60	1.64	3.04
PE	13	18	17	9
PB	3.4	3.2	2.9	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 25 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

28.32 元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书: S0100123070035

邮箱: nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 藏格矿业 (000408.SZ) 深度报告: 钾锂铜三轮驱动, 成长空间大-2024/10/11
- 藏格矿业 (000408.SZ) 2024 年半年报点评: 铜+钾肥业务驱动业绩超预期, 三轮驱动值得期待-2024/08/11
- 藏格矿业 (000408.SZ) 2023 年年报点评: 铜板块投资收益可观, 分红维持高位-2024/03/21
- 藏格矿业 (000408.SZ) 事件点评: 发布“质量回报双提升”行动方案, 彰显发展信心-2024/03/03
- 藏格矿业 (000408.SZ) 2023 年三季度点评: 业绩略超预期, 钾肥销量环比大幅增长-2023/10/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,226	3,088	2,857	4,918
营业成本	1,816	1,532	1,483	2,435
营业税金及附加	294	309	129	197
销售费用	50	37	34	59
管理费用	281	170	157	271
研发费用	24	6	6	10
EBIT	2,795	1,039	1,053	1,956
财务费用	-19	-19	-12	-5
资产减值损失	-18	-8	-8	-13
投资收益	1,263	2,004	1,917	3,583
营业利润	4,063	3,053	2,974	5,531
营业外收支	-197	-138	0	0
利润总额	3,866	2,915	2,974	5,531
所得税	454	379	387	719
净利润	3,412	2,536	2,587	4,812
归属于母公司净利润	3,420	2,536	2,587	4,808
EBITDA	3,232	1,513	1,559	2,482

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,587	1,040	517	603
应收账款及票据	18	10	9	15
预付款项	26	22	21	35
存货	498	412	398	654
其他流动资产	1,015	701	660	1,025
流动资产合计	3,144	2,184	1,605	2,333
长期股权投资	4,130	6,133	8,051	11,634
固定资产	2,862	2,855	2,843	2,830
无形资产	328	326	324	322
非流动资产合计	10,948	12,936	14,821	18,384
资产合计	14,092	15,119	16,425	20,717
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	355	300	290	476
其他流动负债	580	870	833	1,373
流动负债合计	936	1,169	1,123	1,849
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	106	103	102	116
非流动负债合计	106	103	102	116
负债合计	1,041	1,272	1,225	1,965
股本	1,580	1,580	1,580	1,580
少数股东权益	-8	-8	-8	-3
股东权益合计	13,050	13,847	15,200	18,752
负债和股东权益合计	14,092	15,119	16,425	20,717

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-36.22	-40.91	-7.49	72.18
EBIT 增长率	-52.82	-62.83	1.31	85.79
净利润增长率	-39.52	-25.85	2.02	85.82
盈利能力 (%)				
毛利率	65.25	50.39	48.09	50.50
净利率	65.44	82.13	90.57	97.75
总资产收益率 ROA	24.27	16.77	15.75	23.21
净资产收益率 ROE	26.19	18.30	17.01	25.63
偿债能力				
流动比率	3.36	1.87	1.43	1.26
速动比率	2.78	1.42	0.98	0.84
现金比率	1.70	0.89	0.46	0.33
资产负债率 (%)	7.39	8.41	7.46	9.48
经营效率				
应收账款周转天数	1.27	1.27	1.27	1.27
存货周转天数	100.08	100.08	100.08	100.08
总资产周转率	0.38	0.21	0.18	0.26
每股指标 (元)				
每股收益	2.16	1.60	1.64	3.04
每股净资产	8.26	8.77	9.62	11.87
每股经营现金流	1.89	1.13	0.75	1.16
每股股利	1.60	0.78	0.80	1.48
估值分析				
PE	13	18	17	9
PB	3.4	3.2	2.9	2.4
EV/EBITDA	13.60	29.05	28.19	17.71
股息收益率 (%)	5.65	2.76	2.81	5.23

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,412	2,536	2,587	4,812
折旧和摊销	436	474	507	526
营运资金变动	395	637	1	69
经营活动现金流	2,984	1,785	1,187	1,840
资本开支	-324	-570	-459	-490
投资	-1,547	0	0	0
投资活动现金流	-1,407	-577	-459	-490
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-2,770	-1,755	-1,251	-1,263
现金净流量	-1,193	-547	-523	87

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026