



买入（维持）

所属行业：有色金属/能源金属
当前价格(元)：28.32

证券分析师

翟堃

资格编号：S0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

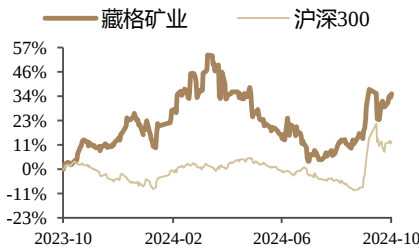
康宇豪

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(%)	14.42	26.09	30.57
相对涨幅(%)	-3.61	7.17	14.82

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《铜行业跟踪：24Q3 降息影响定价，铜迎年内二次上涨行情》，2024.10.15
- 《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》，2024.8.12
- 《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）：巨龙铜业投资收益大幅增长；结则茶卡与龙木错盐湖项目进展顺利

投资要点

- 事件：公司披露 2024 年三季度报，营收利润同比有所下滑。**公司 2024 年三季度营业收入 5.62 亿元，同比-59.65%；归母净利润 5.71 亿元，同比-39.42%；扣非归母净利润 5.69 亿元，同比-40.09%。公司 2024 年前三季度营业收入 23.24 亿元，同比-44.53%；归母净利润 18.68 亿元，同比-37.08%；扣非归母净利润 18.47 亿元，同比-37.38%。
- 公司 2024 年前三季度巨龙铜业投资收益实现大幅上涨。**2024 年前三季度，巨龙铜业产铜 12.20 万吨，销量 12.06 万吨，实现营业收入 92.72 亿元，净利润 44.28 亿元，公司取得投资收益 13.63 亿元，占公司归母净利润的 72.96%，比上年同期增长 33.88%。
- 公司钾盐业务短期承压，老挝钾盐项目正在编制《环评报告》。**2024 年公司前三季度氯化钾实现营业收入 15.10 亿元，氯化钾产量 75.62 万吨，较去年同比下降 1.32%；销量 71.50 万吨，同比下降 28.22%；平均销售单价 2301.21 元/吨，同比下降 15.40%；销售成本 1210.10 元/吨，同比上涨 16.84%。公司子公司藏格老挝发展已取得老挝万象塞塔尼县和巴俄县区 157.72 平方公里钾盐矿储量证，在 157.72 平方公里钾盐范围内，氯化钾资源量约为 9.84 亿吨。目前，老挝万象市巴俄县钾盐矿《项目可行性研究报告》已编制完成待评审，《环评报告》正在编制中。
- 公司碳酸锂产品销量快速增长，价格大幅下跌，麻米错、结则茶卡及龙木错盐湖项目稳步推进。**2024 年公司前三季度碳酸锂实现营业收入 8.06 亿元，碳酸锂产量 9277.50 吨，同比上升 12.84%；销量 10210 吨，同比上升 31.56%；受价格持续下行的影响，碳酸锂平均销售单价 89250.72 元/吨，下降 63.73%；销售成本 39795.50 元/吨，同比上升 2.39%。公司麻米错盐湖采矿权证的发放申请正在推进中；结则茶卡盐湖采矿证续证工作已完成，产能规划为年产 6 万吨锂盐，包括 3 万吨工业级氢氧化锂项目和 3 万吨电池级碳酸锂项目。龙木错盐湖采矿证续证工作已完成，产能规划为年产 7 万吨锂盐，项目的《可行性研究报告》及《开发利用方案》已评审过会并获取批复，环评报告已编制并公示完成，目前正继续推进环评审批手续。
- 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 31.72/31.97/45.00 亿元，归母净利润分别为 24.10/27.21/40.49 亿元，PE 分别为 18.57/16.45/11.05 倍。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
流通 A 股(百万股):	1,580.42	营业收入(百万元)	8,194	5,226	3,172	3,197
52 周内股价区间(元):	20.91-32.13	(+/-)YOY(%)	126.2%	-36.2%	-39.3%	0.8%
总市值(百万元):	44,757.92	净利润(百万元)	5,655	3,420	2,410	2,721
总资产(百万元):	13,828.59	(+/-)YOY(%)	296.2%	-39.5%	-29.5%	12.9%
每股净资产(元):	8.31	全面摊薄 EPS(元)	3.58	2.16	1.52	1.72
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	82.0%	65.2%	52.3%	53.2%
		净资产收益率(%)	46.6%	26.2%	17.3%	18.0%
		2026E				
		4,500				
		40.8%				
		4,049				
		48.8%				
		2.56				
		52.7%				
		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				

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	1.52	1.72	2.56
每股净资产	8.26	8.81	9.58	11.20
每股经营现金流	1.89	0.91	0.87	0.93
每股股利	1.60	0.95	0.95	0.95
价值评估(倍)				
P/E	11.62	18.57	16.45	11.05
P/B	3.07	3.21	2.96	2.53
P/S	8.56	14.11	14.00	9.95
EV/EBITDA	11.91	13.62	12.08	7.80
股息率%	6.3%	3.4%	3.4%	3.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	65.2%	52.3%	53.2%	52.7%
净利润率	65.3%	76.0%	85.1%	93.7%
净资产收益率	26.2%	17.3%	18.0%	22.9%
资产回报率	24.3%	16.5%	17.2%	21.5%
投资回报率	18.9%	17.1%	17.8%	23.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-36.2%	-39.3%	0.8%	40.8%
EBIT 增长率	-52.8%	-2.5%	12.8%	55.5%
净利润增长率	-39.5%	-29.5%	12.9%	48.8%
偿债能力指标				
资产负债率	7.4%	5.0%	4.5%	5.3%
流动比率	3.4	3.8	4.3	5.3
速动比率	2.8	3.1	3.6	4.5
现金比率	1.7	2.2	2.7	3.6
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	1.0	1.4

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,420	2,410	2,721	4,049
少数股东损益	-8	0	0	169
非现金支出	454	461	490	520
非经营收益	-1,277	-1,591	-1,855	-3,099
营运资金变动	395	159	14	-165
经营活动现金流	2,984	1,439	1,371	1,473
资产	-324	-634	-550	-574
投资	-1,547	-819	-833	-829
其他	464	1,562	1,855	3,099
投资活动现金流	-1,407	108	471	1,697
债权募资	0	-0	0	0
股权募资	0	-35	0	0
其他	-2,770	-1,585	-1,500	-1,500
融资活动现金流	-2,770	-1,620	-1,500	-1,500
现金净流量	-1,193	-73	342	1,670

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 10 月 25 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	3,172	3,197	4,500
营业成本	1,816	1,513	1,495	2,126
毛利率%	65.2%	52.3%	53.2%	52.7%
营业税金及附加	294	317	273	406
营业税金率%	5.6%	10.0%	8.5%	9.0%
营业费用	50	26	28	38
营业费用率%	1.0%	0.8%	0.9%	0.8%
管理费用	281	157	163	227
管理费用率%	5.4%	4.9%	5.1%	5.0%
研发费用	24	12	13	18
研发费用率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
EBIT	2,795	2,725	3,073	4,777
财务费用	-19	-32	-30	-37
财务费用率%	-0.4%	-1.0%	-0.9%	-0.8%
资产减值损失	-18	-8	-9	-9
投资收益	1,263	1,585	1,855	3,099
营业利润	4,063	2,756	3,103	4,814
营业外收支	-197	0	0	0
利润总额	3,866	2,756	3,103	4,814
EBITDA	3,232	3,177	3,553	5,288
所得税	454	346	381	596
有效所得税率%	11.7%	12.6%	12.3%	12.4%
少数股东损益	-8	0	0	169
归属母公司所有者净利润	3,420	2,410	2,721	4,049

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,587	1,514	1,856	3,526
应收账款及应收票据	18	28	23	35
存货	498	470	446	643
其它流动资产	1,041	664	669	907
流动资产合计	3,144	2,676	2,994	5,110
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	11,966	12,860	13,743
资产总计	14,092	14,642	15,854	18,853
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	409	401	561
流动负债合计	936	699	690	971
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	106	26	26	26
非流动负债合计	106	26	26	26
负债总计	1,041	725	716	997
实收资本	1,580	1,580	1,580	1,580
普通股股东权益	13,058	13,924	15,146	17,695
少数股东权益	-8	-8	-8	161
负债和所有者权益合计	14,092	14,642	15,854	18,853

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：	类 别	评 级	说 明
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；	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。
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经营范围包括证券投资咨询业务。