

藏格矿业 (000408)

2024 年三季度报点评：碳酸锂成本优势显著，铜矿盈利维持高位

买入 (维持)

2024 年 10 月 28 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

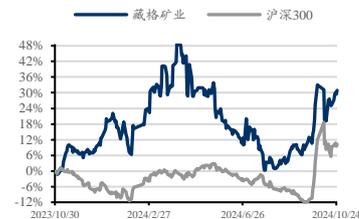
执业证书: S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8194	5226	3124	2997	3001
同比 (%)	126.19	(36.22)	(40.21)	(4.07)	0.12
归母净利润 (百万元)	5655	3420	2538	2726	4256
同比 (%)	296.19	(39.52)	(25.77)	7.37	56.15
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.58	2.16	1.61	1.72	2.69
P/E (现价&最新摊薄)	7.96	13.16	17.73	16.51	10.58

投资要点

- **业绩符合预期。**公司 24Q1-3 营收 23.2 亿元，同-45%，归母净利润 18.7 亿元，同-37%；其中 24Q3 营收 5.6 亿元，同环比-60%/-51%，归母净利润 5.7 亿元，同环比-39%/-26%，毛利率 33%，同环比-28/-16pct，归母净利率 102%，同环比+34/+35pct，符合
- **锂：Q3 产销符合预期，单吨成本环比下降。**24Q1-3 碳酸锂产量 9278 吨，同增 13%，销量 10210 吨，同增 32%；其中 Q3 产量 3469 吨，环增 1%，销量 2580 吨，环减 30%，我们预计全年销量 1.2 万吨+。价格成本方面，24Q1-3 碳酸锂实现营收 8.1 亿元，含税均价 8.9 万元/吨，同减 64%，平均销售成本 3.98 万元/吨，同增 2.4%；其中 Q3 营收 1.7 亿元，营业成本 0.9 亿元，含税均价 7.6 万元/吨，环减 25%，单吨销售成本 3.5 万元，环减 17%，主要受季节因素影响吸附效率等提升。
- **钾：Q3 受停产检修影响，产销量下滑成本抬升。**24Q1-3 钾肥产量 76 万吨，同减 1.3%，销量 71 万吨，同减 28%；其中 Q3 产量 23 万吨，环减 36%，销量 17 万吨，环减 56%，主要受需求较弱及停产检修的影响。价格成本方面，24Q1-3 钾肥含税均价 2301 元/吨，同减 15%，平均销售成本 1210 元/吨，同增 17%；其中 Q3 含税均价 2415 元/吨，环增 8%，单吨销售成本 1629 元，环增 48%，我们预计 Q4 销量恢复，成本将有所回落。
- **铜：Q3 产量环比提升，盈利水平维持高位。**参股公司巨龙铜业 24Q1-3 产铜 12.2 万吨，销量 12.1 万吨，含税均价 8.7 万元，单吨净利 3.7 万元，实现营收 93 亿元，净利润 4.3 亿元，对应投资收益 13.6 亿元，同增 34%；其中 Q3 产铜 4.1 万吨，环增 5%，含税均价 8.7 万元，环减 5%，单吨净利 4.0 万元，环减 4%，实现营收 32 亿元，净利润 16.5 亿元，对应投资收益 5.1 亿元，环增 1%。公司预计巨龙二期改扩建项目 26 年 Q1 试生产，达产后铜年产量将提高至 30-35 万吨。
- **Q3 经营性现金流下降，资本开支放缓。**公司 24Q1-3 期间费用率 8.5%，同+2.5pct，其中 Q3 费用率 12%，同环比+7/+7pct；24Q1-3 经营性净现金流 6 亿元，同-73%，其中 Q3 为 2.6 亿元，同环比-74%/-56%；24Q1-3 资本开支 0.9 亿元，同-63%，其中 Q3 资本开支 0.3 亿元，同环比-68%/-29%。
- **盈利预测与投资评级：**由于公司降本成效显著，且铜矿利润贡献超预期，我们上调公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 25.4/27.3/42.6 亿元（原预期为 22.7/24.9/34.1 亿元），同比-26%/+7%/+56%，对应 24-26 年 18x/17x/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)	28.32
一年最低/最高价	21.40/34.08
市净率(倍)	3.39
流通 A 股市值(百万元)	44,757.45
总市值(百万元)	44,757.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.36
资产负债率(% ,LF)	4.85
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): 2024 年半年报点评: 碳酸锂成本优势维持, 铜价上涨投资收益丰厚》

2024-08-14

《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》

2024-05-02

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
流动资产	3,144	5,049	6,816	9,776	营业总收入	5,226	3,124	2,997	3,001
货币资金及交易性金融资产	1,653	3,919	5,751	8,710	营业成本(含金融类)	1,816	1,712	1,575	1,578
经营性应收款项	656	450	431	431	税金及附加	294	391	150	150
存货	498	469	431	432	销售费用	50	44	42	42
合同资产	0	0	0	0	管理费用	281	219	195	195
其他流动资产	337	210	202	203	研发费用	24	6	6	6
非流动资产	10,948	10,831	10,730	10,478	财务费用	(19)	(27)	(48)	(72)
长期股权投资	4,130	4,130	4,130	4,130	加:其他收益	2	6	5	5
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	2,031	1,800	3,375
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	营业利润	4,063	2,786	2,852	4,451
其他非流动资产	3,483	3,483	3,483	3,483	营业外净收支	(197)	(133)	(3)	(3)
资产总计	14,092	15,880	17,546	20,254	利润总额	3,866	2,653	2,849	4,448
流动负债	936	1,040	973	975	减:所得税	454	125	134	209
短期借款及一年内到期的非流动负债	8	100	100	100	净利润	3,412	2,528	2,715	4,239
经营性应付款项	355	335	308	309	减:少数股东损益	(8)	(10)	(11)	(17)
合同负债	133	342	315	316	归属母公司净利润	3,420	2,538	2,726	4,256
其他流动负债	439	264	250	251	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.16	1.61	1.72	2.69
非流动负债	106	106	106	106	EBIT	2,795	753	1,030	1,030
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,232	1,176	1,486	1,486
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	65.25	45.21	47.46	47.42
租赁负债	10	10	10	10	归母净利率(%)	65.44	81.25	90.94	141.82
其他非流动负债	95	95	95	95	收入增长率(%)	(36.22)	(40.21)	(4.07)	0.12
负债合计	1,041	1,146	1,079	1,080	归母净利润增长率(%)	(39.52)	(25.77)	7.37	56.15
归属母公司股东权益	13,058	14,751	16,496	19,219					
少数股东权益	(8)	(18)	(28)	(45)					
所有者权益合计	13,050	14,734	16,467	19,174					
负债和股东权益	14,092	15,880	17,546	20,254					

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	1,440	1,382	1,334	每股净资产(元)	8.26	9.33	10.44	12.16
投资活动现金流	(1,407)	1,580	1,431	3,156	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)	(754)	(981)	(1,532)	ROIC(%)	19.57	5.14	6.25	5.47
现金净增加额	(1,193)	2,266	1,832	2,958	ROE-摊薄(%)	26.19	17.21	16.52	22.14
折旧和摊销	436	423	456	456	资产负债率(%)	7.39	7.22	6.15	5.33
资本开支	(324)	(449)	(369)	(219)	P/E (现价&最新股本摊薄)	13.16	17.73	16.51	10.58
营运资本变动	395	355	(23)	(20)	P/B (现价)	3.45	3.05	2.73	2.34

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。

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>