

2024年10月31日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

钾锂板块仍低迷，铜矿投资收益持续增长

—藏格矿业（000408.SZ）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

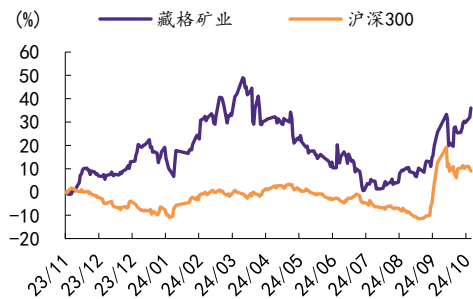
分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
分析师：杜飞 S1050523070001
dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2024-10-30

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价（元） | 28.86 |
| 总市值（亿元） | 456 |
| 总股本（百万股） | 1580 |
| 流通股本（百万股） | 1580 |
| 52周价格范围（元） | 21.93-33.36 |
| 日均成交额（百万元） | 297.89 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《藏格矿业（000408）：钾锂价跌盈利承压，铜矿投资收益进一步增长》2024-08-14
- 《藏格矿业（000408）：钾锂价跌盈利承压，巨龙铜矿收益大幅增长》2024-03-27
- 《藏格矿业（000408）：Q2业绩环比改善，关注锂盐钾肥远期布局》2023-08-13

藏格矿业发布2024年三季度报告：公司2024年第三季度实现营业收入5.62亿元，同比下降59.65%；归母净利润为5.71亿元，同比下降39.42%；扣除非经常性损益后的归母净利润为5.69亿元，同比下降40.09%。

前三季度公司实现营业收入23.24亿元，同比下降44.53%，归母净利润为18.68亿元，同比下降37.08%；扣除非经常性损益后的归母净利润为18.47亿元，同比下降37.38%。

投资要点

■ 钾锂售价均有下滑，锂盐成本相对稳定

（1）氯化钾：2024年前三季度产量为75.62万吨，同比-1.32%；销量为71.50万吨，同比-28.22%。分季度来看，Q1、Q2、Q3氯化钾产量分别为15.86、36.42、23.34万吨，其中Q3产量同比-0.98%，环比-35.91%。Q1、Q2、Q3氯化钾销量分别为13.96、40.05、17.49万吨，其中Q3销量同比-56.96%，环比-56.33%。

售价及成本方面，2024年前三季度平均售价同比-15.40%，销售成本同比+16.84%。

（2）碳酸锂：2024年前三季度产量为9277.5吨，同比+12.84%；销量为10210吨，同比+31.56%。分季度来看，Q1、Q2、Q3碳酸锂产量分别为2385.5、3423.5、3468.5吨，其中Q3产量同比-6.63%，环比+1.31%。Q1、Q2、Q3碳酸锂销量分别为3970、3660、2580吨，其中Q3销量同比-10.90%，环比-29.51%。

售价及成本方面，2024年前三季度平均售价同比-63.73%，销售成本同比+2.39%。

■ 巨龙铜矿投资收益大幅提升，未来仍然可期

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%。

巨龙铜业持续扩大铜精矿产能，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。

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。根据紫金矿业公告，巨龙铜矿二期将于 2025 年底建成投产。

■ 通过子公司增加国能矿业穿透持股，锂盐产能远期增量。

公司全资子公司藏格矿业投资参与投资的西藏藏青基金分别以现金 40.8 亿元人民币、6 亿元人民币收购国能矿业 39% 的股权。股权变更后，公司对国能矿业穿透持股 21%。

国能矿业拥有西藏阿里龙木错和结则茶卡两个盐湖的采矿权，合计碳酸锂储量 390 万吨(储量大型)，氯化钾 2800 万吨(储量中型)。

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。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

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 33.07、37.30、47.20 亿元，归母净利润分别为 25.45、27.68、32.67 亿元，当前股价对应 PE 分别为 17.9、16.5、14.0 倍。

由于碳酸锂及氯化钾价格持续低迷，我们略微下调盈利预测。但是考虑到公司盐湖提锂成本优势显著，盐湖锂盐和钾肥未来放量可期；巨龙铜矿持续扩大产能，且铜价中枢开始上移。预计公司远期业绩将继续增长，因此维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 全球锂盐湖及锂矿投产超预期；2) 锂电池需求不及预期；3) 公司盐湖、钾矿开采进度不及预期；4) 巨龙铜业盈利不及预期；5) 氯化钾价格大幅波动等。

| 预测指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 5,226 | 3,307 | 3,730 | 4,720 |
| 增长率(%) | -36.2% | -36.7% | 12.8% | 26.5% |
| 归母净利润(百万元) | 3,420 | 2,545 | 2,768 | 3,267 |
| 增长率(%) | -39.5% | -25.6% | 8.8% | 18.0% |
| 摊薄每股收益(元) | 2.16 | 1.61 | 1.75 | 2.07 |
| ROE(%) | 26.2% | 18.8% | 19.7% | 22.2% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 利润表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产: | | | | | 营业收入 | 5,226 | 3,307 | 3,730 | 4,720 |
| 现金及现金等价物 | 1,587 | 1,711 | 1,509 | 1,339 | 营业成本 | 1,816 | 1,609 | 1,754 | 2,136 |
| 应收款 | 334 | 208 | 235 | 297 | 营业税金及附加 | 294 | 160 | 185 | 236 |
| 存货 | 498 | 514 | 521 | 604 | 销售费用 | 50 | 19 | 23 | 30 |
| 其他流动资产 | 725 | 495 | 557 | 697 | 管理费用 | 281 | 137 | 159 | 202 |
| 流动资产合计 | 3,144 | 2,929 | 2,823 | 2,938 | 财务费用 | -19 | -48 | -42 | -37 |
| 非流动资产: | | | | | 研发费用 | 24 | 9 | 11 | 15 |
| 金融类资产 | 66 | 78 | 87 | 102 | 费用合计 | 336 | 117 | 151 | 210 |
| 固定资产 | 2,854 | 2,756 | 2,810 | 2,888 | 资产减值损失 | -18 | -18 | -18 | -18 |
| 在建工程 | 67 | 284 | 350 | 271 | 公允价值变动 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 无形资产 | 328 | 375 | 421 | 461 | 投资收益 | 1,263 | 1,600 | 1,650 | 1,732 |
| 长期股权投资 | 4,130 | 4,602 | 5,118 | 5,690 | 营业利润 | 4,063 | 3,037 | 3,308 | 3,889 |
| 其他非流动资产 | 3,568 | 3,568 | 3,568 | 3,568 | 加:营业外收入 | 4 | 3 | 6 | 7 |
| 非流动资产合计 | 10,948 | 11,585 | 12,267 | 12,878 | 减:营业外支出 | 201 | 53 | 65 | 61 |
| 资产总计 | 14,092 | 14,514 | 15,089 | 15,815 | 利润总额 | 3,866 | 2,987 | 3,249 | 3,835 |
| 流动负债: | | | | | 所得税费用 | 454 | 448 | 487 | 576 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 3,412 | 2,539 | 2,762 | 3,260 |
| 应付账款、票据 | 355 | 344 | 372 | 448 | 少数股东损益 | -8 | -6 | -6 | -7 |
| 其他流动负债 | 447 | 447 | 447 | 447 | 归母净利润 | 3,420 | 2,545 | 2,768 | 3,267 |
| 流动负债合计 | 936 | 873 | 921 | 1,025 | | | | | |
| 非流动负债: | | | | | 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 成长性 | | | | |
| 其他非流动负债 | 106 | 106 | 106 | 106 | 营业收入增长率 | -36.2% | -36.7% | 12.8% | 26.5% |
| 非流动负债合计 | 106 | 106 | 106 | 106 | 归母净利润增长率 | -39.5% | -25.6% | 8.8% | 18.0% |
| 负债合计 | 1,041 | 979 | 1,027 | 1,131 | 盈利能力 | | | | |
| 所有者权益 | | | | | 毛利率 | 65.2% | 51.3% | 53.0% | 54.7% |
| 股本 | 1,580 | 1,580 | 1,580 | 1,580 | 四项费用/营收 | 6.4% | 3.5% | 4.0% | 4.4% |
| 股东权益 | 13,050 | 13,535 | 14,062 | 14,685 | 净利率 | 65.3% | 76.8% | 74.0% | 69.1% |
| 负债和所有者权益 | 14,092 | 14,514 | 15,089 | 15,815 | ROE | 26.2% | 18.8% | 19.7% | 22.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 资产负债率 | 7.4% | 6.7% | 6.8% | 7.1% |
| 净利润 | 3412 | 2539 | 2762 | 3260 | 营运能力 | | | | |
| 少数股东权益 | -8 | -6 | -6 | -7 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.3 |
| 折旧摊销 | 416 | 207 | 202 | 208 | 应收账款周转率 | 15.6 | 15.9 | 15.9 | 15.9 |
| 公允价值变动 | 4 | 3 | 3 | 3 | 存货周转率 | 3.6 | 3.4 | 3.7 | 3.9 |
| 营运资金变动 | -840 | 289 | -38 | -167 | 每股数据(元/股) | | | | |
| 经营活动现金净流量 | 2984 | 3033 | 2923 | 3297 | EPS | 2.16 | 1.61 | 1.75 | 2.07 |
| 投资活动现金净流量 | -1407 | -603 | -644 | -587 | P/E | 7.3 | 17.9 | 16.5 | 14.0 |
| 筹资活动现金净流量 | -1453 | -2055 | -2235 | -2637 | P/S | 8.7 | 13.8 | 12.2 | 9.7 |
| 现金流量净额 | 125 | 375 | 44 | 73 | P/B | 3.5 | 3.4 | 3.2 | 3.1 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 化工、新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

张伟保：华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

覃前：碳中和组成员，金融硕士，大连理工大学工学学士，2024年加入华鑫有色团队。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。