

藏格矿业（000408.SZ）

公司业绩短期承压，看好巨龙铜矿二期建设

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,194	5,226	3,193	3,390	4,462
增长率 yoy（%）	126.2	-36.2	-38.9	6.2	31.6
归母净利润（百万元）	5,655	3,420	2,445	2,648	3,874
增长率 yoy（%）	296.2	-39.5	-28.5	8.3	46.3
ROE（%）	46.6	26.1	17.2	16.4	20.2
EPS 最新摊薄（元）	3.58	2.16	1.55	1.68	2.45
P/E（倍）	5.2	8.6	12.1	11.2	7.6
P/B（倍）	2.4	2.3	2.1	1.8	1.5

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2024 年 10 月 26 日，藏格矿业发布 2024 年三季报，公司 2024 年前三季度公司营业收入为 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%；扣非净利润为 18.47 亿元，同比下降 37.38%；对应公司 3Q24 营业收入为 5.62 亿元，同比下降 59.65%；环比下降 51.02%，归母净利润为 5.71 亿元，同比下降 39.42%，环比下降 25.63%。

钾、锂等主要产品价格下滑，公司业绩短期承压。根据公司 2024 年三季报披露，2024 年前三季度公司氯化钾销量为 71.50 万吨，同比下降 28.22%、含税销售价格为 2301.21 元/吨，同比下降 15.40%。碳酸锂销量为 10210 吨，同比上升 31.56%，含税销售价格为 89250.72 元/吨，同比下降 63.73%。

2024 年前三季度公司销售费用率为 1.42%，同比上升 0.58pcts，管理费用率为 7.21%，同比上升 2.07pcts，研发费用率为 0.28%，同比下降 0.10pcts，财务费用率为-0.39%，同比下降 0.01pcts。

2024 年前三季度公司各项现金流净额变化较大。2024 年前三季度公司经营产生现金流净额 6.12 亿，同比-73.13%；投资活动产生现金流净额为 1.28 亿，同比+111.94%；筹资活动产生现金流净额为-15.57 亿，同比+44.16%，期末现金及现金等价物余额 7.69 亿，同比-35.86%。应收账款同比上升 135.37%，应收账款周转率大幅增长，由 2023 年同期的 45.22 次变为 64.25 次，同比增长 43.08%。存货同比上升 24.82%，存货周转率有所下降，由 2023 年同期的 2.88 次变为 2.65 次，同比下降 7.81%。

巨龙铜矿未来增量可观，投资收益构筑公司稳定利润来源。根据公司 2024 年三季报披露，2024 年前三季度巨龙铜业产铜金属销量为 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，同比增长 33.88%，占公司归母净利润的 72.96%。根据紫金矿业 2024 年 6 月 29 日找矿增储取得重大突破公告披露，巨龙铜矿二期改扩建工程项目预计 2026 年一季度实现试生产，项目达产后年矿石采选规模将从 4500 万吨提升至 1.1 亿吨以上，矿产铜年产量将从 2023 年的 15.44 万吨提高至约 30-35 万吨，矿产钼年产量将从 2023 年的 0.5 万吨提高至约 1.3 万吨，矿产银年产量从 100 吨提升到 230 吨。未来巨龙铜矿三期工程若得到批准实施，可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，成为全球采选规模最大的铜矿山，年产铜约 60 万吨。我们看好巨龙铜矿二期的逐步达产，随着巨龙铜矿铜金属产量的上升，公司投资收益有望持续增长。

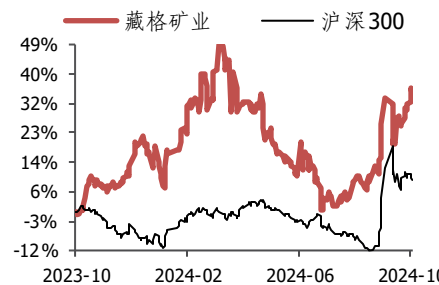
公司重点项目稳步推进，资源储备有望进一步丰富。根据公司 2024 年三季

买入（维持评级）

股票信息

行业	基础化工
2024 年 10 月 30 日收盘价（元）	28.86
总市值（百万元）	45,611.36
流通市值（百万元）	45,610.88
总股本（百万股）	1,580.44
流通股本（百万股）	1,580.42
近 3 月日均成交额（百万元）	271.40

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号：S1070123060039

邮箱：linsen@cgws.com

相关研究

- 《公司业绩短期承压，看好巨龙铜矿未来潜力》
2024-08-23
- 《公司业绩短期承压，看好相关矿业产能投产》
2024-04-08

报披露，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，氯化钾资源量约为 9.84 亿吨，目前《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。结则茶卡与龙木错盐湖方面，西藏藏青基金分别以现金 40.8 亿元、6 亿元收购国能矿业 39% 的股权，已于 2024 年 10 月 11 日完成工商变更登记手续，股权变更后公司穿透持股 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，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。麻米措盐湖方面，项目立项已上报至自治区政府，等待审批；采矿权证的发放申请正在推进中。我们看好公司各个项目的稳步推进，公司钾、锂资源储备有望进一步扩充。

投资建议：我们预计藏格矿业 2024-2026 年收入分别为 31.93/33.90/44.62 亿元，同比增长 -38.9%/6.2%/31.6%，归母净利润分别为 24.45/26.48/38.74 亿元，同比增长 -28.5%/8.3%/46.3%，对应 EPS 分别为 1.55/1.68/2.45 元。结合公司 10 月 30 日收盘价，对应 PE 分别为 12/11/8 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们看好巨龙铜矿二期的逐步达产，随着巨龙铜矿铜金属产量的上升，公司投资收益有望持续增长；2) 我们看好公司各个项目的稳步推进，公司钾、锂资源储备有望进一步扩充，维持“买入”评级。

风险提示：安全生产风险、钾锂产品市场经营变化风险、矿山资源勘查储量低于预期的风险、新项目建设不及预期的风险、环境保护风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4927	3144	5095	5720	5561
现金	2800	1587	3860	4214	3906
应收票据及应收账款	162	18	92	25	129
其他应收款	18	316	0	217	69
预付账款	81	26	39	30	61
存货	565	498	404	535	697
其他流动资产	1301	699	699	699	699
非流动资产	8613	10948	9967	11516	14639
长期股权投资	3268	4130	5778	7466	10120
固定资产	2858	2870	319	205	678
无形资产	355	328	305	284	269
其他非流动资产	2132	3620	3565	3560	3572
资产总计	13540	14092	15061	17235	20200
流动负债	1382	936	726	950	913
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	273	355	180	376	353
其他流动负债	1108	580	546	574	560
非流动负债	35	106	106	106	106
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	106	106	106	106
负债合计	1416	1041	832	1055	1019
少数股东权益	0	-8	-9	-11	-14
股本	1580	1580	1580	1580	1580
资本公积	1890	2169	2169	2169	2169
留存收益	8895	9551	11605	13723	16629
归属母公司股东权益	12124	13058	14238	16191	19195
负债和股东权益	13540	14092	15061	17235	20200

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5430	2984	1137	1124	1297
净利润	5655	3412	2443	2646	3870
折旧摊销	423	420	328	340	395
财务费用	-29	-19	-75	-118	-117
投资损失	-692	-1263	-1682	-1696	-2666
营运资金变动	-237	338	138	-28	-181
其他经营现金流	311	95	-16	-19	-5
投资活动现金流	-146	-1407	2334	-193	-853
资本支出	134	324	-2301	201	864
长期投资	-20	-1547	-1648	-1688	-2655
其他投资现金流	8	464	1682	1696	2666
筹资活动现金流	-3305	-2770	-1198	-578	-752
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	-390	0	0	0	0
资本公积增加	471	279	0	0	0
其他筹资现金流	-3385	-3048	-1198	-578	-752
现金净增加额	1980	-1193	2273	354	-308

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8194	5226	3193	3390	4462
营业成本	1475	1816	1542	1606	2107
营业税金及附加	377	294	190	188	242
销售费用	45	50	38	33	41
管理费用	334	281	158	179	220
研发费用	21	24	12	13	16
财务费用	-29	-19	-75	-118	-117
资产和信用减值损失	-35	14	17	20	4
其他收益	5	2	4	4	4
公允价值变动收益	-2	4	-0.2	-0.2	0
投资净收益	692	1263	1682	1696	2666
资产处置收益	-0.01	0	-0.02	-0.01	0
营业利润	6632	4063	3030	3208	4628
营业外收入	1	4	3	4	3
营业外支出	41	201	96	111	112
利润总额	6593	3866	2938	3100	4519
所得税	938	454	494	454	649
净利润	5655	3412	2443	2646	3870
少数股东损益	0	-8	-1	-2	-3
归属母公司净利润	5655	3420	2445	2648	3874
EBITDA	6985	4262	3185	3320	4794
EPS (元/股)	3.58	2.16	1.55	1.68	2.45

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	126.2	-36.2	-38.9	6.2	31.6
营业利润 (%)	269.2	-38.7	-25.4	5.9	44.3
归属母公司净利润 (%)	296.2	-39.5	-28.5	8.3	46.3
获利能力					
毛利率 (%)	82.0	65.2	51.7	52.6	52.8
净利率 (%)	69.0	65.3	76.5	78.1	86.7
ROE (%)	46.6	26.1	17.2	16.4	20.2
ROIC (%)	46.4	25.9	16.7	15.7	19.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	10.5	7.4	5.5	6.1	5.0
净负债比率 (%)	-23.0	-12.0	-27.1	-26.0	-20.3
流动比率	3.6	3.4	7.0	6.0	6.1
速动比率	3.1	2.8	6.4	5.4	5.2
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	65.1	57.9	57.9	57.9	57.9
应付账款周转率	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.58	2.16	1.55	1.68	2.45
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.44	1.89	0.72	0.71	0.82
每股净资产 (最新摊薄)	7.67	8.26	9.01	10.24	12.15
估值比率					
P/E	5.2	8.6	12.1	11.2	7.6
P/B	2.4	2.3	2.1	1.8	1.5
EV/EBITDA	3.8	6.6	8.1	7.6	5.3

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686