

藏格矿业 (000408)

2024 年年报点评: Q4 钾锂销量双升, 铜矿盈利维持高位

买入 (维持)

2025 年 03 月 30 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

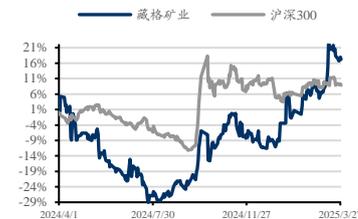
执业证书: S0600123070110
hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	5226	3251	3113	4749	7987
同比 (%)	(36.22)	(37.79)	(4.25)	52.58	68.17
归母净利润 (百万元)	3420	2580	2725	3499	5425
同比 (%)	(39.52)	(24.56)	5.64	28.40	55.04
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.18	1.64	1.74	2.23	3.46
P/E (现价&最新摊薄)	16.44	21.79	20.63	16.07	10.36

投资要点

- **业绩符合市场预期。**公司 24 年营收 32.5 亿元, 同-38%, 归母净利润 25.8 亿元, 同-25%, 毛利率 45%, 同-20 pct, 归母净利率 79%, 同+14pct; 其中 24Q4 营收 9.3 亿元, 同环比-11%/+65%, 归母净利润 7.1 亿元, 同环比+58%/+25%, 扣非归母净利 7 亿元, 同环比+12%/+23%。
- **锂: Q4 销量超预期, 受季节影响成本提升。**24 年碳酸锂产量 1.16 万吨, 同减 4%, 销量 1.36 万吨, 同增 32%, 库存量降至 237 吨, 同减 89%; 其中 Q4 产量 2289 吨, 环减 34%, 销量 3372 吨, 环增 31%; 我们预计 25 年产销量 1.1-1.2 万吨。麻米错盐湖项目 25 年底有望建成, 我们预计 26 年贡献 2-3 万吨产量。价格成本方面, 24 年公司碳酸锂含税均价 8.5 万元/吨, 同减 61%, 平均销售成本 4.1 万元/吨, 同增 10%; 其中 Q4 含税均价 7.2 万元/吨, 环减 4%, 平均销售成本 4.5 万元/吨, 环增 27%, 主要受季节因素影响。
- **钾: Q4 产销量恢复, 成本回落明显。**24 年氯化钾产量 107.3 万吨, 同减 2%, 销量 104.5 万吨, 同减 19%; 其中 Q4 产量 31.7 万吨, 环增 36%, 销量 33 万吨, 环增 89%, Q3 受需求及检修影响, Q4 销量恢复; 我们预计 25 年保持 100 万吨以上产销量。价格成本方面, 24 年氯化钾含税均价 2306 元/吨, 同减 15%, 平均销售成本 1167 元/吨, 同增 7%; 其中 Q4 含税均价 2314 元/吨, 环减 4%, 销售成本 1072 元/吨, 环减 34%。
- **铜: Q4 产量环比提升, 盈利水平维持高位。**参股公司巨龙铜业 24 年生铜精矿 16.6 万吨, 权益产量 5.1 万吨, 同增 8%, 投资收益 19.3 亿元, 同增 49%; 其中 Q4 产铜 4.4 万吨, 权益产量 1.4 万吨, 环增 8%, 贡献投资收益 5.7 亿元, 环增 11%。巨龙二期改扩建项目将于 25 年底投产, 达产后年矿产铜将达 30-35 万吨, 公司权益产量将达 9.2-10.8 万吨/年。
- **发布第二期员工持股计划, 彰显经营信心。**参与人数不超过 210 人, 总股数不超过 992 万股, 占比 0.63%, 受让价格 21.57 元/股, 总额不超过 2.14 亿元; 存续期 60 个月, 分别在过户之日起满 12、24、36 个月解锁 40%、30%、30%。业绩考核目标分别为: 1) 25 年净利润同增不低于 5%, 或老挝钾盐矿取得首个 100 万吨/年的采矿许可证且新增氯化钾资源量 8 亿吨; 2) 26 年净利润相比 24 年增长不低于 20%, 或麻米错一期 5 万吨建成投产且穿透持有麻米错股权比例 50%以上; 3) 27 年净利润相比 24 年增长不低于 45%, 或新增碳酸锂资源量不低于 100 万吨。
- **盈利预测与投资评级:** 锂价底部震荡, 我们下调公司 2025-2026 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润 27.3/35.0/54.3 亿元 (25-26 年原预期为 27.3/42.6 亿元), 同比+6%/+28%/+55%, 对应 PE 为 21x/16x/10x, 公司碳酸锂成本优势显著, 钾锂铜扩产同步推进, 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)	35.81
一年最低/最高价	21.40/37.89
市净率(倍)	4.08
流通 A 股市值(百万元)	56,229.19
总市值(百万元)	56,229.78

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.77
资产负债率(% ,LF)	8.20
总股本(百万股)	1,570.23
流通 A 股(百万股)	1,570.21

相关研究

《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》

2024-10-28

《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

藏格矿业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,087	3,829	6,432	10,609	营业总收入	3,251	3,113	4,749	7,987
货币资金及交易性金融资产	1,047	2,761	4,868	8,239	营业成本(含金融类)	1,791	1,590	2,728	4,391
经营性应收款项	287	307	476	796	税金及附加	353	311	475	799
存货	427	436	747	1,203	销售费用	51	44	66	112
合同资产	0	0	0	0	管理费用	247	202	309	519
其他流动资产	326	324	340	371	研发费用	7	6	9	16
非流动资产	12,997	13,381	13,735	14,073	财务费用	3	(6)	(11)	(19)
长期股权投资	6,056	6,056	6,056	6,056	加:其他收益	11	6	9	14
固定资产及使用权资产	2,551	2,510	2,439	2,352	投资净收益	2,070	2,042	2,641	3,651
在建工程	106	156	206	256	公允价值变动	4	0	0	0
无形资产	704	1,080	1,456	1,831	减值损失	(26)	(67)	(67)	(67)
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(1)	0	0	1
长期待摊费用	22	22	21	20	营业利润	2,855	2,946	3,755	5,768
其他非流动资产	3,558	3,558	3,557	3,557	营业外净收支	(147)	(98)	(98)	(98)
资产总计	15,083	17,210	20,167	24,682	利润总额	2,709	2,848	3,657	5,670
流动负债	823	1,046	1,677	2,642	减:所得税	139	134	172	266
短期借款及一年内到期的非流动负债	28	100	100	100	净利润	2,569	2,715	3,485	5,404
经营性应付款项	431	382	656	1,056	减:少数股东损益	(11)	(11)	(14)	(22)
合同负债	174	318	546	878	归属母公司净利润	2,580	2,725	3,499	5,425
其他流动负债	189	246	376	608	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.64	1.74	2.23	3.46
非流动负债	414	514	614	714	EBIT	832	959	1,161	2,150
长期借款	0	100	200	300	EBITDA	1,290	1,329	1,560	2,564
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.91	48.92	42.55	45.01
租赁负债	7	7	7	7	归母净利率(%)	79.36	87.56	73.68	67.93
其他非流动负债	407	407	407	407	收入增长率(%)	(37.79)	(4.25)	52.58	68.17
负债合计	1,236	1,559	2,291	3,356	归母净利润增长率(%)	(24.56)	5.64	28.40	55.04
归属母公司股东权益	13,865	15,679	17,919	21,391					
少数股东权益	(18)	(29)	(43)	(65)					
所有者权益合计	13,847	15,650	17,876	21,326					
负债和股东权益	15,083	17,210	20,167	24,682					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	919	1,314	1,530	2,482	每股净资产(元)	8.77	9.92	11.34	13.53
投资活动现金流	(31)	1,143	1,744	2,755	最新发行在外股份(百万股)	1,570	1,570	1,570	1,570
筹资活动现金流	(1,621)	(743)	(1,167)	(1,866)	ROIC(%)	5.86	6.15	6.50	10.26
现金净增加额	(733)	1,714	2,107	3,371	ROE-摊薄(%)	18.61	17.38	19.53	25.36
折旧和摊销	458	370	398	414	资产负债率(%)	8.20	9.06	11.36	13.60
资本开支	(145)	(897)	(897)	(896)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.79	20.63	16.07	10.36
营运资本变动	(125)	104	115	138	P/B (现价)	4.08	3.61	3.16	2.65

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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，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>