

# 藏格矿业 (000408.SZ)

## 买入 (维持评级)

### 巨龙二期有望带来业绩弹性，资源储备夯实长期竞争力

#### 投资要点:

##### 事件

公司发布 2024 年报，2024 年公司实现营业收入 32.51 亿元，同比-37.79%，归母净利润 25.8 亿元，同比-24.56%，扣非后归母净利润 25.47 亿元，同比-28.76%。其中，24Q4 实现营业收入 9.27 亿元，环比+65%，归母净利润 7.12 亿元，环比+25%，扣非后归母净利润 7.0 亿元，环比+23%。

##### 锂业务：市场需求增加，销量超预期

1) 量：2024 年公司实现碳酸锂产量 11566 吨，同比-4.12%；销量 13582 吨，同比+31.68%，销量较高主因市场需求增加。2) 价：2024 年碳酸锂平均售价 8.5 万元/吨（含税），同比下降 60.81%，碳酸锂市场均价 9.05 万元/吨，同比-65.6%。3) 利：2024 年单吨销售成本约 4.1 万元，同比+9.61%，升高主因卤水价格提高，设备维修成本提升，毛利率为 45.44%，同比-35.07pct。

##### 钾业务：钾肥价格下滑

1) 量：2024 年公司实现氯化钾产量 107.3 万吨，同比下降 1.94%；销量 104.49 万吨，同比下降 19.21%，产销量分别完成全年目标的 102.19%和 100.28%。2) 价：2024 年氯化钾平均售价 2305.66 元/吨，同比下降 14.91%，全年呈现“先跌后稳，年末小幅回升”的波动趋势。3) 利：2024 年平均销售成本 1167.06 元/吨，同比上升 7.18%，成本上升主要是由于国家环保整治和督查使得青海环保投入加大。钾业务毛利率 44.83%，同比-11.37pct。

##### 巨龙铜矿：投资收益 19.28 亿元，成为公司重要收益来源

2024 年巨龙铜业产铜 16.63 万吨，公司持有巨龙铜业 30.78% 的股权，报告期内公司取得投资收益 19.28 亿元，同比增长 48.77%，占公司归母净利润 74.72%，成为公司重要收益来源。

##### 锂钾铜三业务扩产有序进行

1) 锂：麻米措采矿权证的办理已进入执行阶段；国能矿业的收购完成，公司实现了对国能矿业 21% 的穿透持股，国能矿业拥有的结则茶卡盐湖和龙木错盐湖的采矿证续证工作都已经完成。2) 钾：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，公司已向老挝能矿部提交可研报告并开展环评；项目方面已经完成 200 万吨/年氯化钾一期项目设计招标工作。3) 铜：巨龙二期 20 万吨预计将在 2025 年底投产，届时归属公司权益的铜产量 9.2-10.8 万吨/年。

##### 盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年归母净利润为 30.13/41.33/61.59 亿元（此前 25-26 年为 24.88/37.62 亿元），因铜价上涨超预期，因此上调了巨龙铜矿投资收益。对应 PE 分别为 19、14、9 倍，考虑到公司成本优势显著以及铜业务稳步增长，维持“买入”评级。

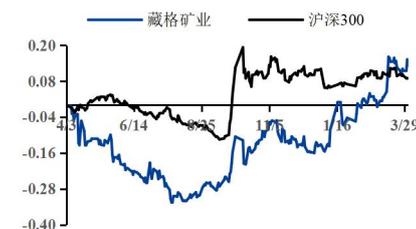
##### 风险提示

产品价格波动，环保风险，规划项目不及预期

#### 基本数据

日期	2025-04-02
收盘价:	36.37 元
总股本/流通股本(百万股)	1,570.23/1,570.21
流通 A 股市值(百万元)	57,108.51
每股净资产(元)	8.77
资产负债率(%)	8.20
一年内最高/最低价(元)	37.89/21.40

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师:	王保庆(S0210522090001)
	WBQ3918@hfzq.com.cn
研究助理:	曹钰涵(S0210124050059)
	cyh30565@hfzq.com.cn

#### 相关报告

- 2024 年半年报点评：锂钾售价下滑盈利承压，巨龙投资收益丰厚——2024.09.10
- 2023 年年报及 2024 年一季报点评：锂钾售价下滑拖累公司业绩，巨龙铜业投资收益丰厚——2024.05.18
- 巨龙赋能助力，锂钾双业务齐飞——2024.04.20



财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,226	3,251	3,096	3,294	5,944
增长率	-36%	-38%	-5%	6%	80%
净利润（百万元）	3,420	2,580	3,013	4,133	6,159
增长率	-40%	-25%	17%	37%	49%
EPS（元/股）	2.18	1.64	1.92	2.63	3.92
市盈率（P/E）	16.7	22.1	19.0	13.8	9.3
市净率（P/B）	4.4	4.1	3.4	2.8	2.3

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	888	5,207	2,796	3,746	营业收入	3,251	3,096	3,294	5,944
应收票据及账款	25	39	25	55	营业成本	1,791	1,499	1,555	2,590
预付账款	44	47	36	68	税金及附加	353	155	165	297
存货	427	448	420	697	销售费用	51	50	49	83
合同资产	0	0	0	0	管理费用	247	235	231	374
其他流动资产	703	610	673	1,124	研发费用	7	5	7	12
流动资产合计	2,087	6,351	3,951	5,690	财务费用	3	-44	-59	-47
长期股权投资	6,056	4,485	4,890	5,144	信用减值损失	22	12	22	19
固定资产	2,525	3,130	6,961	10,702	资产减值损失	-48	-15	-10	-5
在建工程	87	187	1,214	1,194	公允价值变动收益	4	2	3	3
无形资产	704	775	882	1,039	投资收益	2,070	2,203	3,223	4,623
商誉	0	0	0	0	其他收益	11	10	10	10
其他非流动资产	3,625	3,025	3,410	3,358	<b>营业利润</b>	<b>2,855</b>	<b>3,409</b>	<b>4,595</b>	<b>7,284</b>
非流动资产合计	12,997	11,602	17,358	21,436	营业外收入	1	0	1	1
<b>资产合计</b>	<b>15,083</b>	<b>17,953</b>	<b>21,308</b>	<b>27,126</b>	营业外支出	147	50	50	50
短期借款	20	7	9	12	<b>利润总额</b>	<b>2,709</b>	<b>3,359</b>	<b>4,546</b>	<b>7,235</b>
应付票据及账款	431	310	333	571	所得税	140	346	413	592
预收款项	0	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>2,569</b>	<b>3,013</b>	<b>4,133</b>	<b>6,643</b>
合同负债	174	151	140	287	少数股东损益	-11	0	0	484
其他应付款	20	22	24	22	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,580</b>	<b>3,013</b>	<b>4,133</b>	<b>6,159</b>
其他流动负债	177	371	316	326	EPS (按最新股本摊薄)	1.64	1.92	2.63	3.92
流动负债合计	823	861	823	1,219					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	414	184	234	277					
非流动负债合计	414	184	234	277					
<b>负债合计</b>	<b>1,236</b>	<b>1,044</b>	<b>1,057</b>	<b>1,496</b>					
归属母公司所有者权益	13,865	16,926	20,269	25,164					
少数股东权益	-18	-18	-18	466					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,847</b>	<b>16,908</b>	<b>20,251</b>	<b>25,630</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,083</b>	<b>17,953</b>	<b>21,308</b>	<b>27,126</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>919</b>	<b>1,335</b>	<b>1,474</b>	<b>2,834</b>
现金收益	3,010	3,419	4,623	7,725
存货影响	71	-21	27	-277
经营性应收影响	24	-2	34	-57
经营性应付影响	65	-118	25	236
其他影响	-2,251	-1,943	-3,236	-4,794
<b>投资活动现金流</b>	<b>-31</b>	<b>3,184</b>	<b>-3,208</b>	<b>-714</b>
资本支出	-504	-1,227	-5,514	-5,007
股权投资	-1,926	1,571	-406	-253
其他长期资产变化	2,399	2,840	2,712	4,546
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,621</b>	<b>-200</b>	<b>-677</b>	<b>-1,171</b>
借款增加	20	-15	3	3
股利及利息支付	-1,668	-791	-1,265	-1,705
股东融资	0	0	0	0
其他影响	27	606	585	531

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-37.8%	-4.7%	6.4%	80.4%
EBIT 增长率	-29.5%	22.3%	35.4%	60.2%
归母公司净利润增长率	-24.6%	16.8%	37.2%	49.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.9%	51.6%	52.8%	56.4%
净利率	79.0%	97.3%	125.5%	111.8%
ROE	18.6%	17.8%	20.4%	24.0%
ROIC	65.1%	35.7%	38.1%	42.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	8.2%	5.8%	5.0%	5.5%
流动比率	2.5	7.4	4.8	4.7
速动比率	2.0	6.9	4.3	4.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转天数	2	4	3	2
存货周转天数	93	105	101	78
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.64	1.92	2.63	3.92
每股经营现金流	0.59	0.85	0.94	1.80
每股净资产	8.83	10.78	12.91	16.03
<b>估值比率</b>				
P/E	22	19	14	9
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	39	33	24	15

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn