

2025年04月06日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

铜矿投资收益持续增长，钾锂产能可期

—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

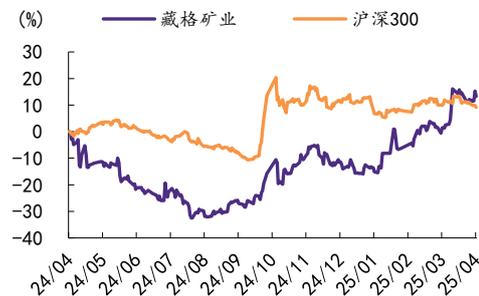
藏格矿业发布 2024 年年度报告：公司 2024 年实现营业收入 32.51 亿元，同比下降 37.79%；归母净利润为 25.80 亿元，同比下降 24.56%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 25.47 亿元，同比下降 28.76%。

基本数据

2025-04-03

当前股价（元）	36.37
总市值（亿元）	571.1
总股本（百万股）	1,570.2
流通股本（百万股）	1,570.2
52 周价格范围（元）	21.4-37.89
日均成交额（百万元）	320.3

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《藏格矿业（000408）：钾锂板块仍低迷，铜矿投资收益持续增长》2024-11-01
- 《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

投资要点

■ 钾锂营业收入均有下滑，主要因为销售价格下降较多

(1) 氯化钾：2024 年产量为 107.30 万吨，同比-1.94%；销量为 104.49 万吨，同比-19.21%。分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 氯化钾产量分别为 15.86、36.42、23.34 和 31.68 万吨，其中 Q4 产量同比-3.38%，环比+35.73%。Q1、Q2、Q3、Q4 氯化钾销量分别为 13.96、40.05、17.49、32.99 万吨，其中 Q4 销量同比+10.97%，环比+88.62%。

售价及成本方面，2024 年氯化钾营业收入 22.1 亿元，同比-31.26%，单位平均售价 2115.25 元/吨，同比-14.91%。2024 年平均单位销售成本为 1167.04 元/吨，同比+7.18%。

(2) 碳酸锂：2024 年产量为 11566 吨，同比-4.12%；销量为 13582 吨，同比+31.66%。分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 碳酸锂产量分别为 2385.5、3423.5、3468.5、2288.5 吨，其中 Q4 产量同比-40.42%，环比-34.02%。Q1、Q2、Q3、Q4 碳酸锂销量分别为 3970、3660、2580、3372 吨，其中 Q4 销量同比+31.96%，环比+30.70%。

售价及成本方面，2024 年碳酸锂营业收入 10.22 亿元，同比-48.40%，单位平均售价 7.52 万元/吨，同比-60.81%。2024 年平均单位销售成本为 4.10 万元/吨，同比+9.72%。

■ 巨龙铜矿投资收益进一步增长，二期项目仍然可期。

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，报告期内公司确认投资收益 19.28 亿元，占公司归母净利润的 74.72%。巨龙铜矿投资收益同比增加 6.31 亿元，增幅 48.72%。量价齐升背景下，铜矿板块贡献利润创新高，为公司业绩韧性持续注入动能。

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。项目预计2025年底建成投产，达产后一二期合计年采选矿石量将超过1亿吨，年矿产铜将达30-35万吨，巨龙铜业将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。

■ 推动多个项目并行发展，钾锂产能远期增量大

(1) 氯化钾：报告期内，公司深耕老挝万象钾盐矿产资源开发，克服复杂的地质条件，完成了多个重要节点目标。证照办理方面，公司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，对应氯化钾资源量约为9.84亿吨，且截至报告期末，公司已向老挝能矿部矿管司提交可行性研究报告并同步开展环评报告的编制。在项目建设方面，公司完成了200万吨/年氯化钾一期项目的设计招标工作，优先推进供电工程。

(2) 碳酸锂：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%。

国能矿业的核心资产优势显著，其拥有西藏阿里龙木错和结则茶卡两大盐湖的采矿权，合计碳酸锂储量390万吨（储量大型），氯化钾2800万吨（储量中型），其中碳酸锂储量居世界前列。截止目前，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，其中结则茶卡盐湖产能规划为年产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，其中1万吨氢氧化锂产线正在建设中；龙木错盐湖产能规划为年产7万吨锂盐，目前已取得环评批复。

■ 盈利预测

我们预测公司2025-2027年营业收入分别为33.07、37.30、47.20亿元，归母净利润分别为30.23、43.36、52.20亿元，当前股价对应PE分别为18.8、13.1、10.9倍。

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	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	3,251	3,307	3,730	4,720
增长率（%）	-37.8%	1.7%	12.8%	26.5%
归母净利润（百万元）	2,580	3,023	4,336	5,220
增长率（%）	-24.6%	17.2%	43.5%	20.4%
摊薄每股收益（元）	1.63	1.92	2.76	3.32
ROE（%）	18.6%	20.3%	26.4%	28.6%

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	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	888	864	1,629	2,615
应收款	56	208	235	297
存货	427	514	521	604
其他流动资产	715	737	818	1,003
流动资产合计	2,087	2,323	3,203	4,519
非流动资产:				
金融类资产	159	171	180	195
固定资产	2,525	2,461	2,539	2,637
在建工程	87	292	353	272
无形资产	704	732	760	781
长期股权投资	6,056	6,528	7,044	7,616
其他非流动资产	3,625	3,625	3,625	3,625
非流动资产合计	12,997	13,637	14,320	14,931
资产总计	15,083	15,960	17,523	19,451
流动负债:				
短期借款	20	20	20	20
应付账款、票据	431	344	372	448
其他流动负债	198	198	198	198
流动负债合计	823	643	692	795
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	414	414	414	414
非流动负债合计	414	414	414	414
负债合计	1,236	1,057	1,105	1,209
所有者权益				
股本	1,580	1,570	1,570	1,570
股东权益	13,847	14,903	16,418	18,241
负债和所有者权益	15,083	15,960	17,523	19,451

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2569	3010	4318	5199
少数股东权益	-11	-13	-18	-22
折旧摊销	430	204	201	207
公允价值变动	4	3	3	3
营运资金变动	-2073	-428	-58	-212
经营活动现金净流量	919	2776	4446	5175
投资活动现金净流量	-31	-625	-664	-605
筹资活动现金净流量	-912	-1954	-2803	-3375
现金流量净额	-24	197	979	1,196

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,251	3,307	3,730	4,720
营业成本	1,791	1,609	1,754	2,136
营业税金及附加	353	160	185	236
销售费用	51	19	23	30
管理费用	247	137	159	202
财务费用	3	-23	-45	-72
研发费用	7	9	11	15
费用合计	308	141	148	175
资产减值损失	-48	-48	-48	-48
公允价值变动	4	3	3	3
投资收益	2,070	2,200	3,500	4,000
营业利润	2,855	3,591	5,139	6,171
加:营业外收入	1	3	6	7
减:营业外支出	147	53	65	61
利润总额	2,709	3,541	5,080	6,117
所得税费用	139	531	762	918
净利润	2,569	3,010	4,318	5,199
少数股东损益	-11	-13	-18	-22
归母净利润	2,580	3,023	4,336	5,220

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-37.8%	1.7%	12.8%	26.5%
归母净利润增长率	-24.6%	17.2%	43.5%	20.4%
盈利能力				
毛利率	44.9%	51.3%	53.0%	54.7%
四项费用/营收	9.5%	4.3%	4.0%	3.7%
净利率	79.0%	91.0%	115.8%	110.1%
ROE	18.6%	20.3%	26.4%	28.6%
偿债能力				
资产负债率	8.2%	6.6%	6.3%	6.2%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	58.1	15.9	15.9	15.9
存货周转率	4.2	3.4	3.7	3.9
每股数据(元/股)				
EPS	1.63	1.92	2.76	3.32
P/E	7.3	18.8	13.1	10.9
P/S	17.6	17.2	15.2	12.0
P/B	4.1	3.8	3.4	3.1

■ 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。

■ 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。

■ 免责条款

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。