

联合研究 | 公司点评 | 藏格矿业 (000408.SZ)

巨龙经营强劲, 静待麻米错矿证落地——藏格矿业 2024 年报点评

报告要点

公司发布 2024 年报, 2024 全年归母净利润 25.8 亿元, 同比-24.56%; 扣非归母净利润 25.47 亿元, 同比-28.76%。2024Q4, 归母净利 7.12 亿元, 同比+57.76%, 环比+24.71%; 扣非归母净利润 7 亿元, 同比+11.84%, 环比+23.1%。

分析师及联系人



王鹤涛

SAC: S0490512070002
SFC: BQT626



马太

SAC: S0490516100002
SFC: BUT911



王筱茜

SAC: S0490519080004



许红远

SAC: S0490520080021



肖百桓

SAC: S0490522080001

藏格矿业 (000408.SZ)

巨龙经营强劲，静待麻米错矿证落地——藏格矿业 2024 年报点评

联合研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2024 年报，2024 全年归母净利 25.8 亿元，同比-24.56%；扣非归母净利 25.47 亿元，同比-28.76%。2024Q4，归母净利 7.12 亿元，同比+57.76%，环比+24.71%；扣非归母净利 7 亿元，同比+11.84%，环比+23.1%。

事件评论

- 量价共振推动巨龙铜业投资收益显著增长，锂盐钾肥价格下跌对全年业绩有所拖累。1) 铜板块，2024，巨龙铜业铜产量 16.63 万吨，营收 128.38 亿元，净利润 62.63 亿元。公司持有巨龙铜业 30.78% 股权，取得投资收益 19.28 亿元，占当期归母净利润 75%，同比+49%。2) 锂板块，2024，公司实现营收 10.22 亿元，同比-48%；毛利率 45.44%，同比-35.07pct；净利润 4.91 亿元。公司实现碳酸锂产量 11566 吨，同比-4%；销量 13582 吨，同比+32%。2024 年，碳酸锂价格仍显低迷，公司碳酸锂平均不含税售价 7.52 万元/吨，同比-61%；销售成本 4.1 万元/吨，同比+10%；单吨净利 3.62 万元。3) 钾板块，2024，公司实现营收 22.1 亿元，同比-31%；毛利率 44.83%，同比-11.37pct；净利润 2.61 亿元。公司实现氯化钾产量 107.3 万吨，同比-2%；销量 104.49 万吨，同比-19%。2024 年，氯化钾价格明显下滑，公司氯化钾平均不含税售价 2115 元/吨，同比-15%；销售成本 1167 元/吨，同比+7%；单吨净利 249.36 元。
- 单看 24Q4，公司扣非归母净利 7 亿元，环比+23%，业绩环比提升主要系钾肥库存释放销量提高以及巨龙所致。1) 铜板块，Q4，巨龙铜业铜产量 4.43 万吨，环比+8%；公司实现投资收益 5.65 亿元，环比+11%，占比公司当期扣非归母净利润 79%。2) 锂板块，公司 Q4 产量 2289 吨，环比-34%；销量 3372 吨，环比+31%；单吨不含税售价约 6.4 万元，环比-4%；单吨销售成本约 4.48 万元，环比+27%。3) 钾板块，公司 Q4 产量 31.68 万吨，环比+36%；销量 32.99 吨，环比+89%。单吨不含税售价环比下降 4%至 2315 元；单吨销售成本环比减少 34%至 1074 元，主要系 Q3 由于湖区维护费用加大叠加规模减少的高基数所致。
- 公司宣布 2025 年产销量目标，全年计划氯化钾产量 100 万吨、销量 95 万吨；计划碳酸锂产销量均 1.1 万吨。
- 紫金矿业入主培厚资源实力，铜、锂、钾三大品种同发力：1) 铜产能加速扩张：巨龙二期项目预计 25 年底投产，届时公司权益铜产量达 9.2-10.8 万吨，远期巨龙项目规划达到 60 万吨，公司权益将达 18.5 万吨，极大提振盈利能力；2) 锂资源开发加速推进：截至目前，麻米错盐湖穿透股权提高至 26.95%，一期规划 5 万吨碳酸锂，考虑到紫金矿业拉果错盐湖采矿证已下发且开始试生产，同时麻米错股权政府转让完成，矿证办理有望加速，并且紫金入主藏格后双方盐湖开发将强化协同，项目进展速度有望加快；藏青基金收购国能矿业 39% 股权完成工商变更登记，后续结则茶卡和龙木错盐湖项目有望加速推进；3) 公司是国内第二大氯化钾企业，依托成本优势每年可获取稳定利润和现金流，公司实现海外钾资源布局，持有老挝氯化钾资源量约 9.84 亿吨，远期量增值得期待。

风险提示

- 1、新能源需求不及预期，锂价大幅下跌；
- 2、公司项目投产不及预期。

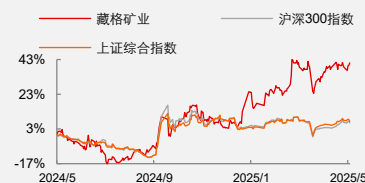
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	36.80
总股本(万股)	157,023
流通A股/B股(万股)	157,021/0
每股净资产(元)	9.21
近12月最高/最低价(元)	37.89/21.40

注：股价为 2025 年 5 月 23 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《Q2 经营回暖，成长仍可期——藏格矿业 2024 半年报点评》2024-08-27
- 《碳酸锂经营强劲，巨龙铜矿贡献核心盈利——藏格矿业 2024 年一季报点评》2024-05-20
- 《巨龙腾飞，锂钾助翼》2024-04-13



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、新能源需求不及预期，锂价大幅下跌。近年来，锂需求增加主要由电动汽车电池及储能电池的需求迅速增长所推动，各国政府大力发展新能源汽车产业，推出优惠政策鼓励购买电动汽车。目前，新能源汽车销量对政府补贴、充电网络建设、汽车上牌政策等仍有一定依赖性，若相关政策发生调整或不能实际落地将对锂行业需求产生不利影响。同时由于锂行业具有较强的周期性，锂价在过去三年呈现大幅波动，对公司业绩将产生较大影响。

2、公司项目投产不及预期。尽管目前公司在建项目进展比较顺利，但是仍然需要考虑相关地缘政治、劳动力短缺等问题，有可能导致后续投产不及指引预期。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3251	3009	3597	3920	货币资金	888	1945	5338	8804
营业成本	1791	1549	1780	1909	交易性金融资产	159	159	159	159
毛利	1460	1460	1817	2011	应收账款	25	45	33	49
%营业收入	45%	49%	51%	51%	存货	427	455	532	525
营业税金及附加	353	90	108	118	预付账款	44	41	42	47
%营业收入	11%	3%	3%	3%	其他流动资产	543	785	727	871
销售费用	51	36	46	50	流动资产合计	2087	3430	6831	10454
%营业收入	2%	1%	1%	1%	长期股权投资	6056	7427	8898	10411
管理费用	247	90	108	118	投资性房地产	11	14	18	22
%营业收入	8%	3%	3%	3%	固定资产合计	2532	2284	2038	1769
研发费用	7	9	11	11	无形资产	704	880	1089	1315
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	0	0	0	0
财务费用	3	0	0	0	递延所得税资产	95	95	95	95
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	3600	3546	3495	3453
加: 资产减值损失	-48	-27	-31	-33	资产总计	15083	17677	22464	27520
信用减值损失	22	0	0	0	短期贷款	20	30	42	54
公允价值变动收益	4	0	0	0	应付款项	431	168	533	226
投资收益	2070	2109	3473	4341	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2855	3321	4993	6031	应付职工薪酬	56	46	54	58
%营业收入	88%	110%	139%	154%	应交税费	101	139	159	167
营业外收支	-147	0	0	0	其他流动负债	216	259	247	279
利润总额	2709	3321	4993	6031	流动负债合计	823	643	1035	785
%营业收入	83%	110%	139%	154%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	139	399	599	724	应付债券	0	0	0	0
净利润	2569	2923	4394	5307	递延所得税负债	10	10	10	10
归属于母公司所有者的净利润	2580	2931	4408	5324	其他非流动负债	404	404	404	404
少数股东损益	-11	-8	-14	-17	负债合计	1236	1056	1449	1198
EPS (元)	1.64	1.87	2.81	3.39	归属于母公司所有者权益	13865	16647	21055	26379
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	-18	-26	-40	-57
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	13847	16620	21015	26322
经营活动现金流净额	919	751	1714	966	负债及股东权益	15083	17677	22464	27520
取得投资收益收回现金	10	2109	3473	4341	基本指标				
长期股权投资	-1926	-1371	-1471	-1514		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-145	-277	-318	-324	每股收益	1.64	1.87	2.81	3.39
其他	2030	-15	-16	-17	每股经营现金流	0.58	0.48	1.09	0.62
投资活动现金流净额	-31	446	1668	2487	市盈率	16.91	19.72	13.11	10.85
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.16	3.47	2.74	2.19
股权融资	0	-149	0	0	EV/EBITDA	33.31	34.38	27.07	23.23
银行贷款增加 (减少)	20	10	12	13	总资产收益率	17.1%	16.6%	19.6%	19.3%
筹资成本	-1668	0	0	0	净资产收益率	18.6%	17.6%	20.9%	20.2%
其他	27	0	0	0	净利率	79.4%	97.4%	122.6%	135.8%
筹资活动现金流净额	-1621	-139	12	13	资产负债率	8.2%	6.0%	6.5%	4.4%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-733	1057	3393	3466	总资产周转率	0.22	0.18	0.18	0.16

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

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。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。