

2024年08月13日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 钾锂价跌盈利承压，铜矿投资收益进一步增长

## —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

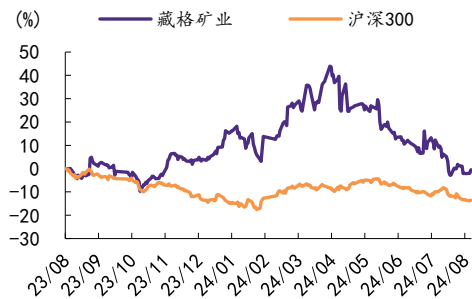
藏格矿业发布 2024 年半年度报告：公司 2024 年上半年实现营业收入 17.62 亿元，同比下降 37.00%；归母净利润为 12.97 亿元，同比下降 35.99%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 12.78 亿元，同比下降 36.10%。

### 基本数据

2024-08-13

当前股价（元）	22.78
总市值（亿元）	360
总股本（百万股）	1580
流通股本（百万股）	1580
52 周价格范围（元）	20.92-33.36
日均成交额（百万元）	264.98

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《藏格矿业（000408）：钾锂价跌盈利承压，巨龙铜矿收益大幅增长》2024-03-27
- 《藏格矿业（000408）：Q2 业绩环比改善，关注锂盐钾肥远期布局》2023-08-13

### 投资要点

#### ■ 钾锂产销良好，售价整体下滑

（1）氯化钾：2024 年上半年公司产量为 52.28 万吨，同比-1.47%；销量为 54.01 万吨，同比-8.41%。分季度来看，Q1、Q2 氯化钾产量分别为 15.86、36.42 万吨。Q1、Q2 氯化钾销量分别为 13.96、40.05 万吨。

上半年实现氯化钾营业收入 11.22 亿元，同比下降 32.70%；毛利率 48.28%，同比下降 15.95pct。氯化钾平均售价（含税）2265.41 元/吨，同比下降 26.52%；平均销售成本 1075.01 元/吨，同比上升 6.27%。

（2）碳酸锂：2024 年上半年公司产量为 5809 吨，同比+28.89%；销量为 7630 吨，同比+56.83%。分季度来看，Q1、Q2 碳酸锂产量分别为 2385.5、3423.5 吨。Q1、Q2 碳酸锂销量分别为 3970、3660 吨。

上半年实现碳酸锂营业收入 6.34 亿元，同比下降 43.39%；毛利率 50.28%，同比减少 31.69pct。碳酸锂平均售价 93892.80 元/吨，同比下降 63.90%；平均销售成本 41311.93 元/吨，同比下降 0.44%。

#### ■ 巨龙铜矿将扩产，铜板块投资收益增长潜力大

2024 年前两季度巨龙铜业产铜 8.1 万吨，实现营收 61.17 亿元，净利润 27.78 亿元。Q1、Q2 营收分别为 29.70、31.47 亿元，Q2 环比增长 6%。Q1、Q2 净利润分别为 11.44、16.34 亿元，Q2 环比增长 43%。公司持有巨龙铜业 30.78%的股权，半年度报告期内公司取得投资收益 8.55 亿元，占公司归母净利润的 65.94%，投资收益同比增加 2.7 亿元，增幅 46.10%。

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 2026 年一季度实现试生产，达产后一二期合计年采选矿石量将超过 1.1 亿吨，年矿产铜将达 30-35 万吨，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。

### ■ 麻米错盐湖建设在即，老挝钾盐项目同步推进

截至 2024 年 8 月 10 日，西藏麻米错项目已完成生产车间选址、前期土地平整、部分矿区公路修建等工作，目前公司正在有序推进麻米错项目采矿权证的办理事宜。

老挝万象市巴俄县钾盐矿项目，老挝能源与矿产部已评审通过老挝项目公司向老挝政府提交的《万象市塞塔尼县纳格浩-巴俄县唐昆钾盐矿区勘探报告》，该报告估算探明+控制+推断钾盐矿石总量 62.85 亿吨，其中氯化钾资源总量 9.7 亿吨，探明+控制级别的氯化钾资源量占比超过 79%。后续老挝项目公司将推进《项目可行性研究报告》《环评报告》的编制和评审工作。

老挝万象塞塔尼县钾盐矿项目，目前正在开展野外钻探工程以及资料收集整理工作。

### ■ 盈利预测

我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 35.15、39.50、49.80 亿元，归母净利润分别为 27.05、29.37、34.67 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.3、12.3、10.4 倍。

由于碳酸锂及氯化钾价格有所下滑，因此公司的营业收入和归母净利润同比减少。但是考虑到公司盐湖提锂成本优势显著，麻米错盐湖未来放量可期；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	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入（百万元）	5,226	3,515	3,950	4,980
增长率（%）	-36.2%	-32.7%	12.4%	26.1%
归母净利润（百万元）	3,420	2,705	2,937	3,467
增长率（%）	-39.5%	-20.9%	8.6%	18.1%
摊薄每股收益（元）	2.16	1.71	1.86	2.19
ROE（%）	26.2%	19.9%	20.8%	23.4%

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	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	1,587	1,707	1,536	1,396
应收款	334	221	249	314
存货	498	517	524	608
其他流动资产	725	521	585	730
流动资产合计	3,144	2,966	2,893	3,048
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	66	78	87	102
固定资产	2,854	2,756	2,810	2,888
在建工程	67	284	350	271
无形资产	328	375	421	461
长期股权投资	4,130	4,602	5,118	5,690
其他非流动资产	3,568	3,568	3,568	3,568
非流动资产合计	10,948	11,585	12,267	12,878
资产总计	14,092	14,551	15,160	15,926
<b>流动负债:</b>				
短期借款	0	0	0	0
应付账款、票据	355	346	374	451
其他流动负债	447	447	447	447
流动负债合计	936	880	929	1,035
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	106	106	106	106
非流动负债合计	106	106	106	106
负债合计	1,041	986	1,035	1,140
<b>所有者权益</b>				
股本	1,580	1,580	1,580	1,580
股东权益	13,050	13,566	14,125	14,785
负债和所有者权益	14,092	14,551	15,160	15,926

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3412	2699	2930	3459
少数股东权益	-8	-6	-6	-8
折旧摊销	416	207	202	208
公允价值变动	4	3	3	3
营运资金变动	-840	254	-40	-174
经营活动现金净流量	2984	3157	3090	3489
投资活动现金净流量	-1407	-603	-644	-587
筹资活动现金净流量	-1457	-2184	-2371	-2799
现金流量净额	120	370	75	104

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,226	3,515	3,950	4,980
营业成本	1,816	1,609	1,754	2,136
营业税金及附加	294	170	196	249
销售费用	50	20	24	32
管理费用	281	145	168	214
财务费用	-19	-48	-43	-39
研发费用	24	10	12	15
费用合计	336	127	161	222
资产减值损失	-18	-18	-18	-18
公允价值变动	4	3	3	3
投资收益	1,263	1,600	1,650	1,732
营业利润	4,063	3,225	3,507	4,124
加:营业外收入	4	3	6	7
减:营业外支出	201	53	65	61
利润总额	3,866	3,175	3,448	4,070
所得税费用	454	476	517	611
净利润	3,412	2,699	2,930	3,459
少数股东损益	-8	-6	-6	-8
归母净利润	3,420	2,705	2,937	3,467

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-36.2%	-32.7%	12.4%	26.1%
归母净利润增长率	-39.5%	-20.9%	8.6%	18.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	65.2%	54.2%	55.6%	57.1%
四项费用/营收	6.4%	3.6%	4.1%	4.5%
净利率	65.3%	76.8%	74.2%	69.5%
ROE	26.2%	19.9%	20.8%	23.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	7.4%	6.8%	6.8%	7.2%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.2	0.3	0.3
应收账款周转率	15.6	15.9	15.9	15.9
存货周转率	3.6	3.4	3.7	3.9
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	2.16	1.71	1.86	2.19
P/E	7.3	13.3	12.3	10.4
P/S	6.9	10.2	9.1	7.2
P/B	2.8	2.7	2.5	2.4

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 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。

**覃前：**碳中和组成员，金融硕士，大连理工大学工学学士，2024年加入华鑫有色团队。

## ■ 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。

## ■ 免责声明

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。