

# 藏格矿业 (000408.SZ)

## 钾肥和锂盐量价齐升，重点推动麻米错盐湖锂项目

买入

### 核心观点

**公司发布 2022 年三季报：**前三季度实现营收 57.13 亿元，同比+172.11%；实现归母净利润 41.66 亿元，同比+404.89%；实现扣非归母净利润 41.71 亿元，同比+507.26%。公司 22Q3 单季度实现营收 22.03 亿元，同比+120.82%，环比-0.94%；实现归母净利润 17.69 亿元，同比+365.98%，环比+11.82%；实现扣非归母净利润 17.78 亿元，同比+363.13%，环比+12.46%。

**产销量数据方面：**公司前三季度实现氯化钾产量 80.88 万吨，销量 61.95 万吨，Q1/Q2/Q3 产量分别为 18.06/27.88/34.94 万吨，销量分别为 20.90/28.51/12.54 万吨，其中 Q3 销量数据较低我们认为主要是受到①部分地区干旱气候的影响无法给作物施肥；②前期钾肥价格高企影响了部分下游需求；后市随着春节备肥时间临近，预计公司 Q4 氯化钾销量有望快速恢复。另外公司前三季度实现碳酸锂产量 8076.5 吨，销量 8701 吨，Q1/Q2/Q3 产量 1755/3015/3306.5 吨，销量 2153/2654/3894 吨，其中 Q3 虽然青海格尔木地区有较长的疫情管控时间，但公司积极配合碳酸锂市场的需求，碳酸锂产销基本稳定，碳酸锂销售价格稳中有升。公司 2021 年年报中给出来的 2022 年度经营计划：全年生产销售氯化钾 100 万吨以上，电池级碳酸锂 1 万吨以上，按照目前的产销量数据来看，公司有望实现全年目标。

**重点推动麻米错盐湖锂项目，远景资源储量丰富：**2021 年 10 月通过公司担任主要有限合伙人的藏青基金收购西藏阿里麻米错矿业 51% 股权，麻米错盐湖锂资源量折合约 218 万吨碳酸锂，平均品位氯化锂 5,645mg/l。根据起草完成的麻米错盐湖开发利用方案，麻米错矿业总规划年产碳酸锂 10 万吨，一期工程(2022 年-2024 年)建设 5 万吨规模，待条件成熟后再投资兴建二期项目(预计 2024 年之后)增加到年产 10 万吨。公司三季报重点披露了麻米错盐湖项目进展，待相关报告或方案评审通过、取得纸质版采矿权证后即可开工建设。另外，公司在国内还拥有三个盐湖项目的探矿权，以及间接持有 Ultra 公司旗下阿根廷 Laguna Verde 盐湖锂项目的股权，以上四个盐湖项目作为公司远景资源储量，有望打开公司中长期的成长空间。

**风险提示：**产品价格下跌；产能建设进度不达预期；产销量不达预期。

**投资建议：**首次覆盖，给予“买入”评级。

预计公司 2022-2024 年营收为 81.43/81.21/91.48 亿元，同比增速 124.8%/ -0.3%/12.6%；归母净利润为 59.50/61.97/67.66 亿元，同比增速 316.8%/ 4.1%/9.2%；摊薄 EPS 为 3.76/3.92/4.28 元，当前股价对应 PE 为 7.4/7.1/6.5X。考虑到公司作为国内主流钾肥和盐湖提锂生产企业，受益于钾肥和锂盐价格处于高景气周期，且未来在锂资源端产能布局有望打开公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1903	3623	8143	8121	9148
(+/-%)	-5.7%	90.3%	124.8%	-0.3%	12.6%
净利润(百万元)	229	1427	5950	6197	6766
(+/-%)	-25.7%	523.6%	316.8%	4.1%	9.2%
每股收益(元)	0.11	0.72	3.76	3.92	4.28
EBIT Margin	18.8%	44.3%	74.9%	72.0%	71.2%
净资产收益率 (ROE)	2.9%	15.1%	43.7%	34.5%	29.8%
市盈率 (PE)	243.5	38.6	7.4	7.1	6.5
EV/EBITDA	72.1	27.4	7.1	7.3	6.5
市净率 (PB)	7.04	5.83	3.24	2.46	1.95

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·能源金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	27.95 元
总市值/流通市值	44161/44161 百万元
52 周最高价/最低价	41.77/21.80 元
近 3 个月日均成交额	367.24 百万元

#### 市场走势



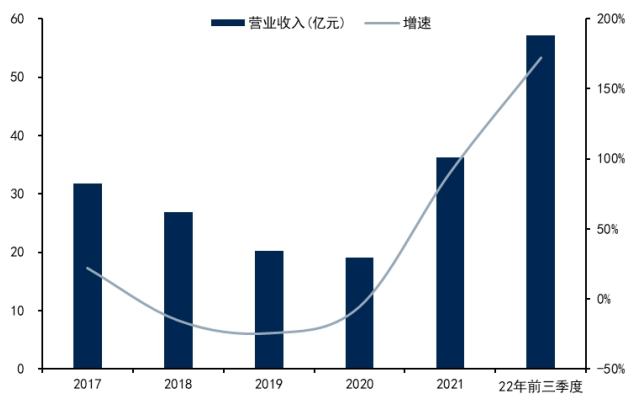
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

◆ 前三季度实现归母净利润 41.66 亿元，22Q3 实现归母净利润 17.69 亿元

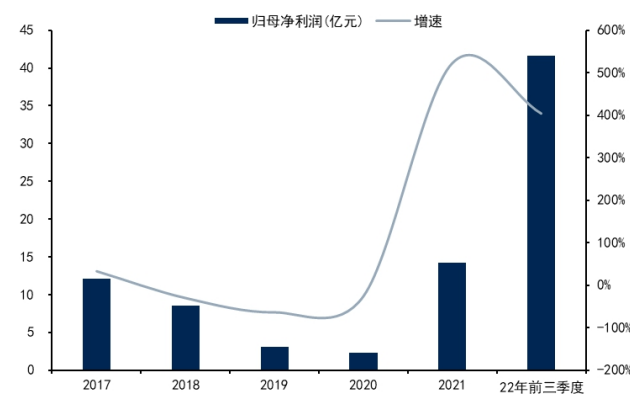
公司发布 2022 年三季报：前三季度实现营收 57.13 亿元，同比+172.11%；实现归母净利润 41.66 亿元，同比+404.89%；实现扣非归母净利润 41.71 亿元，同比+507.26%；实现经营活动产生现金流量净额 42.02 亿元，同比+309.10%。公司 22Q3 单季度实现营收 22.03 亿元，同比+120.82%，环比-0.94%；实现归母净利润 17.69 亿元，同比+365.98%，环比+11.82%；实现扣非归母净利润 17.78 亿元，同比+363.13%，环比+12.46%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

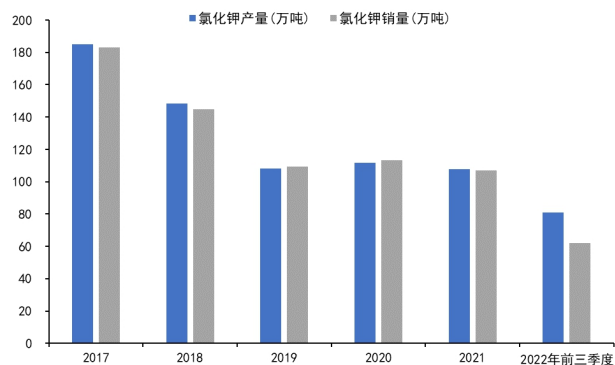
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

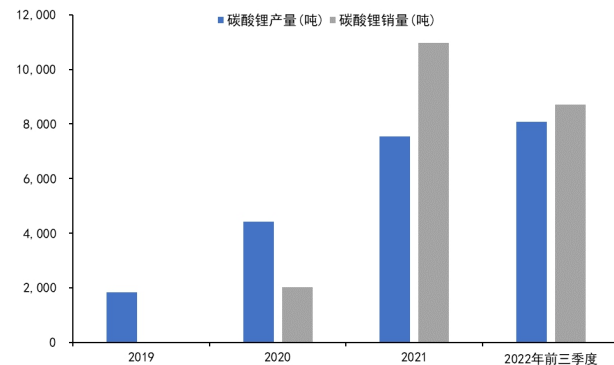
**产销量数据方面：**公司前三季度实现氯化钾产量 80.88 万吨，销量 61.95 万吨，Q1/Q2/Q3 产量分别为 18.06/27.88/34.94 万吨，销量分别为 20.90/28.51/12.54 万吨，其中 Q3 销量数据较低我们认为主要是受到①部分地区干旱气候的影响无法给作物施肥；②前期钾肥价格高企影响了部分下游需求；后市随着春节备肥时间临近，预计公司 Q4 氯化钾销量有望快速恢复。另外公司前三季度实现碳酸锂产量 8076.5 吨，销量 8701 吨，Q1/Q2/Q3 产量 1755/3015/3306.5 吨，销量 2153/2654/3894 吨，其中 Q3 虽然青海格尔木地区有较长的疫情管控时间，但公司积极配合碳酸锂市场的需求，碳酸锂产销基本稳定，碳酸锂销售价格稳中有升。公司 2021 年年报中给出来的 2022 年度经营计划：全年生产销售氯化钾 100 万吨以上，电池级碳酸锂 1 万吨以上，按照目前的产销量数据来看，公司有望实现全年目标。

图3：氯化钾产销量



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：碳酸锂产销量



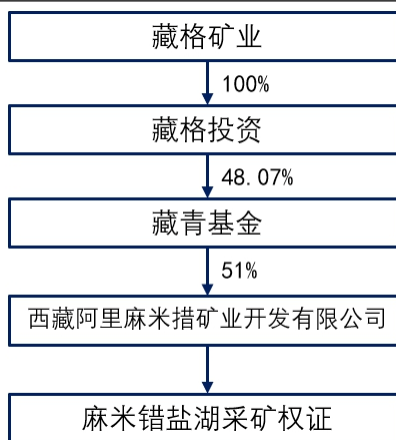
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 重点推动麻米错盐湖锂项目，远景资源储量丰富

公司核心业务为氯化钾和碳酸锂的生产和销售，拥有察尔汗盐湖铁路以东矿区 724.35 平方公里的钾盐采矿权证。此外，公司还是西藏巨龙铜业有限公司第二大股东，持有 30.78% 的股权，和大股东紫金矿业合作开发西藏驱龙铜矿。

**公司积极推进麻米错盐湖锂项目。**2021 年 10 月通过公司担任主要有限合伙人的江苏藏青新能源产业基金(有限合伙)收购西藏阿里麻米措矿业 51% 股权，麻米错盐湖锂资源量折合约 218 万吨碳酸锂，平均品位氯化锂 5,645mg/l。根据起草完成的麻米错盐湖开发利用方案，利用麻米措盐湖资源，麻米措矿业总规划年产碳酸锂 10 万吨，一期工程(2022 年-2024 年)建设 5 万吨规模，待条件成熟后再投资兴建二期项目(预计 2024 年之后)增加到年产 10 万吨。公司季报重点披露了麻米错盐湖项目进展：自 2022 年 8 月 10 日西藏发生疫情、实施静默管控以来，麻米措矿业一方面加强疫情防控，一方面积极推进相关工作。截至目前，《矿产资源开发利用方案》已通过西藏自治区自然资源厅土地矿权交易与资源储量评审中心评审，并取得正式评审意见书，原则上通过了开发方案；《可行性研究报告》已通过西藏自治区矿业协会专家评审并取得专家评审通过的文件；下一步将加快推进《矿山地质环境保护与土地矿产交易复垦方案》《绿色矿山建设规划》《矿山水土保持方案》《水资源论证报告》《矿山安全预评价报告》《开采矿山节能减排报告》《社会稳定评价报告》《项目立项申请报告》《环境影响评价报告》等九项报告的修编与送审工作。麻米错盐湖项目待相关报告或方案评审通过、取得纸质版采矿权证后即可开工建设。

图5：麻米错盐湖项目股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司锂资源远景资源储量丰富。**2021 年，公司通过股权收购方式取得青海省茫崖行委碱石山钾盐矿预查探矿权，勘查面积为 675.61 平方公里；小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段详查探矿权，勘查面积为 516.59 平方公里；加上公司于 2017 年通过公开拍卖取得的大浪滩黑北钾盐矿详查探矿权，勘查面积为 492.56 平方公里，公司合计拥有盐湖探矿权面积 1,684.76 平方公里。公司季报当中也详细介绍了三个探矿权项目现场详勘和编制储量报告的进展。另外，公司今年 2 月通过认购 Ultra 公司定向增发股份，增发后持有该公司 19.47% 股份，公司间接持有 Ultra 公司旗下阿根廷 Laguna Verde 盐湖锂项目的股权；今年 6 月公司与 Ultra 公司签署开发 Laguna Verde 盐湖锂项目最终协议，公司将最终取得项目的开发运营权。综上四个盐湖项目作为公司远景资源储量，有望打开公司中长期的成长空间。

### ◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

#### 行业方面：

2022-2024 年国内氯化钾销售均价为 4477.50/4000/4000 元/吨(到厂含税价)；

2022-2024 年国产电池级碳酸锂销售均价为 48/40/30 万元/吨(含税价)；

#### 公司方面：

2022-2024 年公司氯化钾产量为 100/110/110 万吨，销量为 92/110/110 万吨；

2022-2024 年公司碳酸锂权益产量为 1.06/1.20/2.00 万吨，权益销量为 1.12/1.20/2.00 万吨；

2022-2024 年公司期间费用保持相对稳定。

表1：公司产品价格和产销量假设

	单位	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>商品价格</b>									
氯化钾(60%粉)	元/吨, 含税价	1,961.39	2,210.41	2,209.31	1,910.87	2,906.85	4,477.50	4,000.00	4,000.00
电池级碳酸锂(99.5%min)	元/吨, 含税价	147,385.71	116,114.11	68,361.22	43,979.10	121,832.50	475,900.82	400,000.00	300,000.00
<b>核心产品产销量</b>									
氯化钾产量	万吨	184.97	148.24	108.29	111.51	107.78	100.88	110.00	110.00
氯化钾销量	万吨	183.05	144.74	109.12	113.09	106.81	91.95	110.00	110.00
碳酸锂产量	吨	—	—	1,827.67	4,429.83	7,553.06	10,576.50	12,000.00	20,000.00
碳酸锂销量	吨	—	—	0.00	2,013.35	10,960.21	11,201.00	12,000.00	20,000.00
营业收入	百万元	3,173.18	2,680.57	2,018.56	1,903.49	3,622.59	8,142.96	8,121.39	9,147.94
营业成本	百万元	855.11	848.45	843.96	1,288.44	1,491.57	1,273.77	1,484.00	1,740.00
综合毛利率	百万元	73.05%	68.35%	58.19%	32.31%	58.83%	84.36%	81.73%	80.98%
归属于母公司股东的净利润	百万元	1,214.38	850.17	308.28	228.90	1,427.34	5,949.84	6,196.56	6,766.45
EPS		0.61	0.43	0.15	0.11	0.72	3.76	3.92	4.28

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年营收为 81.43/81.21/91.48 亿元，同比增速 124.8%/-0.3%/12.6%；归母净利润为 59.50/61.97/67.66 亿元，同比增速 316.8%/4.1%/9.2%；摊薄 EPS 为 3.76/3.92/4.28 元，当前股价对应 PE 为 7.4/7.1/6.5X。考虑到公司作为国内主流钾肥和盐湖提锂生产企业，受益于钾肥和锂盐价格处于高景气周期，且未来在锂资源端产能布局有望打开公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	462	800	3205	6065	9091	营业收入	1903	3623	8143	8121	9148
应收款项	88	137	308	307	346	营业成本	1288	1492	1274	1484	1740
存货净额	599	466	459	511	579	营业税金及附加	144	218	350	365	412
其他流动资产	1145	1216	2733	2726	3070	销售费用	38	45	40	41	46
<b>流动资产合计</b>	<b>2294</b>	<b>2647</b>	<b>6732</b>	<b>9637</b>	<b>13114</b>	管理费用	68	245	374	380	426
固定资产	3607	3239	3890	5449	6893	研发费用	6	17	20	20	23
无形资产及其他	283	370	356	341	326	财务费用	(16)	(10)	(24)	0	0
投资性房地产	273	1824	1824	1824	1824	投资收益	(94)	231	817	1445	1445
长期股权投资	2220	2545	2545	2545	2545	资产减值及公允价值变动	2	13	9	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8678</b>	<b>10625</b>	<b>15347</b>	<b>19796</b>	<b>24702</b>	其他收入	51	(81)	(2)	(5)	(8)
短期借款及交易性金融负债	0	4	500	500	500	营业利润	339	1796	6953	7290	7961
应付款项	313	230	226	252	285	营业外净收支	(32)	(101)	(5)	0	0
其他流动负债	421	882	946	1032	1168	<b>利润总额</b>	<b>307</b>	<b>1695</b>	<b>6948</b>	<b>7290</b>	<b>7961</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>734</b>	<b>1115</b>	<b>1672</b>	<b>1784</b>	<b>1953</b>	所得税费用	79	268	998	1094	1194
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	26	56	56	56	56	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>229</b>	<b>1427</b>	<b>5950</b>	<b>6197</b>	<b>6766</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>26</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>761</b>	<b>1171</b>	<b>1728</b>	<b>1840</b>	<b>2009</b>	净利润	229	1427	5950	6197	6766
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(35)	71	3	6	7
股东权益	7917	9454	13619	17956	22693	折旧摊销	424	445	369	450	564
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8678</b>	<b>10625</b>	<b>15347</b>	<b>19796</b>	<b>24702</b>	公允价值变动损失	(2)	(13)	(9)	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(16)	(10)	(24)	0	0
每股收益	0.11	0.72	3.76	3.92	4.28	营运资本变动	237	(1058)	(1617)	73	(275)
每股红利	0.01	0.00	1.13	1.18	1.28	其它	35	(71)	(3)	(6)	(7)
每股净资产	3.97	4.80	8.62	11.36	14.36	<b>经营活动现金流</b>	<b>888</b>	<b>801</b>	<b>4694</b>	<b>6720</b>	<b>7055</b>
ROIC	5%	22%	65%	49%	47%	资本开支	0	(137)	(1000)	(2000)	(2000)
ROE	3%	15%	44%	35%	30%	其它投资现金流	0	(28)	0	0	0
毛利率	32%	59%	84%	82%	81%	<b>投资活动现金流</b>	<b>201</b>	<b>(490)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(2000)</b>	<b>(2000)</b>
EBIT Margin	19%	44%	75%	72%	71%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	41%	57%	79%	78%	77%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-6%	90%	125%	-0%	13%	支付股利、利息	(10)	0	(1785)	(1859)	(2030)
净利润增长率	-26%	524%	317%	4%	9%	其它融资现金流	(689)	27	496	0	0
资产负债率	9%	11%	11%	9%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(709)</b>	<b>27</b>	<b>(1289)</b>	<b>(1859)</b>	<b>(2030)</b>
息率	0.0%	0.0%	3.2%	3.4%	3.7%	<b>现金净变动</b>	<b>380</b>	<b>338</b>	<b>2405</b>	<b>2861</b>	<b>3025</b>
P/E	243.5	38.6	7.4	7.1	6.5	货币资金的期初余额	82	462	800	3205	6065
P/B	7.0	5.8	3.2	2.5	1.9	货币资金的期末余额	462	800	3205	6065	9091
EV/EBITDA	72.1	27.4	7.1	7.3	6.5	企业自由现金流	0	602	2976	3492	3828
						权益自由现金流	0	629	3506	3571	3969

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032