

公司研究

氯化钾及碳酸锂量价齐升，22 年业绩大幅增长

——藏格矿业（000408.SZ）2022 年度业绩预告点评

要点

事件：1月30日，公司发布2022年度业绩预告。2022年，公司预计实现归母净利润56.3-57.8亿元，同比增长294.44%-304.95%；预计实现扣非后归母净利润56.4-57.9亿元，同比增长315.34%-326.39%。其中2022Q4公司预计单季度实现归母净利润14.6-16.1亿元，同比增长143.13%-168.03%，环比下滑8.76%-17.24%。

氯化钾碳酸锂量价齐升，巨龙铜业放量增厚投资收益。2022年，受益于氯化钾和碳酸锂两大主营产品的量价齐升，以及参股巨龙铜业投资收益的增厚，公司2022年业绩实现大幅增长，略超此前预期。价格方面，根据iFinD数据，2022年国内氯化钾和碳酸锂均价分别同比增长52.7%和302%，其中22Q4均价分别同比增长16.4%和180%，分别环比变动-23.5%和+16.5%。产销量方面，2022年公司实现氯化钾产量约130万吨，同比提升21.5%；实现销量约110万吨，同比提升3.8%。其中22Q4公司分别实现氯化钾产量和销量49万吨和48万吨，同比分别增长26.5%和22.4%，环比分别增长40.6%和283%。得益于公司万吨级碳酸锂生产线全面达产达标，2022年公司实现碳酸锂产量约1.05万吨，同比提升39.0%；实现碳酸锂销量约1.07万吨，同比小幅下滑2.4%。其中22Q4公司分别实现碳酸锂产量和销量2423.5吨和1999吨，同比分别变动+22.3%和-22.2%，环比分别下滑26.7%和48.7%。

参股锂盐、铜矿项目产能扩增，未来可期。公司还通过参与产业基金间接持有麻米措矿业24%股权，麻米措矿业持有麻米措盐湖矿权面积115.43平方公里，探明液体卤水矿中氯化锂储量250.11万吨，折碳酸锂217.74万吨。麻米措盐湖提锂项目预计于2023年下半年建成试生产。此外，公司还持有超级资源股份有限公司19.47%股份，从而间接参与阿根廷Laguna Verde盐湖锂项目的开发及建设，现已取得该项目的开发运营权。同时，公司持股30.78%的巨龙铜业于2022年内实施项目扩建工程，其所拥有的知不拉铜多金属矿生产规模由4000吨/日改扩建为6000吨/日，达产后年产铜约2.2万吨；巨龙铜多金属矿的生产规模由10万吨/日改扩建为15万吨/日，达产后年产铜约16万吨左右。

盈利预测、估值与评级：受益于氯化钾和碳酸锂两大主营产品的量价齐升，以及参股巨龙铜业投资收益的增厚，公司2022年业绩实现大幅增长，略超此前预期。我们小幅上调公司2022-2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为56.72（上调2.7%）/58.38（上调0.9%）/63.76（上调0.8%）亿元，维持公司“增持”评级。

风险提示：产品价格波动，产能建设风险，下游需求不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,903	3,623	8,275	8,765	9,465
营业收入增长率	-5.70%	90.31%	128.43%	5.92%	7.99%
净利润（百万元）	229	1,427	5,672	5,838	6,376
净利润增长率	-25.75%	523.60%	297.39%	2.93%	9.21%
EPS（元）	0.11	0.72	3.59	3.69	4.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.89%	15.10%	38.44%	28.35%	23.64%
P/E	243	38	8	8	7
P/B	7.0	5.8	3.0	2.1	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2023-01-31，2020年公司总股本为19.94亿股，2021年公司总股本为19.71亿股，2022年公司总股本为15.80亿股。

增持（维持）

当前价：27.86元

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

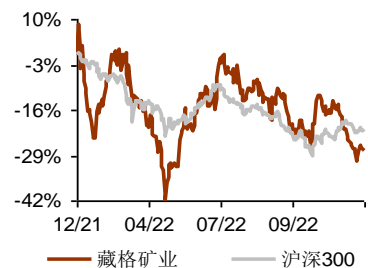
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.80
总市值(亿元):	440.31
一年最低/最高(元):	20.62/36.62
近3月换手率:	35.18%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.04	-15.01	-4.71
绝对	5.88	3.46	-10.13

资料来源：Wind

相关研报

钾肥锂盐高景气延续，22Q3业绩亮眼——藏格矿业（000408.SZ）2022年三季报点评（2022-10-20）

受益于钾锂景气持续22H1业绩大增，锂盐资源布局行业领先——藏格矿业（000408.SZ）2022年半年报点评（2022-07-25）

氯化钾及碳酸锂价格大涨，22Q1公司业绩大增——藏格矿业（000408.SZ）2022年一季报点评（2022-04-30）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,903	3,623	8,275	8,765	9,465
营业成本	1,288	1,492	1,447	1,671	1,871
折旧和摊销	424	445	27	30	34
税金及附加	144	218	499	528	570
销售费用	38	45	104	110	119
管理费用	68	245	428	523	527
研发费用	6	17	32	38	39
财务费用	-16	-10	-31	-105	-196
投资收益	-94	231	875	858	953
营业利润	339	1,796	6,674	6,870	7,502
利润总额	307	1,695	6,673	6,869	7,501
所得税	79	268	1,001	1,030	1,125
净利润	229	1,427	5,672	5,838	6,376
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	229	1,427	5,672	5,838	6,376
EPS(元)	0.11	0.72	3.59	3.69	4.03

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-174	2,035	4,374	4,967	5,206
净利润	229	1,427	5,672	5,838	6,376
折旧摊销	424	445	27	30	34
净营运资金增加	-254	-47	1,350	36	195
其他	-573	209	-2,675	-937	-1,399
投资活动产生现金流	1,044	-1,770	755	738	833
净资本支出	-80	-59	-120	-120	-120
长期投资变化	2,220	2,545	0	0	0
其他资产变化	-1,096	-4,256	875	858	953
融资活动现金流	-497	80	-338	105	196
股本变化	0	-23	-390	0	0
债务净变化	-415	4	0	0	0
无息负债变化	-561	407	-88	91	99
净现金流	372	345	4,791	5,811	6,235

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.3%	58.8%	82.5%	80.9%	80.2%
EBITDA 率	41.5%	57.2%	70.2%	67.8%	67.5%
EBIT 率	19.2%	44.9%	69.9%	67.4%	67.1%
税前净利润率	16.2%	46.8%	80.6%	78.4%	79.2%
归母净利润率	12.0%	39.4%	68.5%	66.6%	67.4%
ROA	2.6%	13.4%	35.8%	26.8%	22.6%
ROE (摊薄)	2.9%	15.1%	38.4%	28.3%	23.6%
经营性 ROIC	5.0%	20.7%	60.8%	61.2%	63.7%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	9%	11%	7%	5%	5%
流动比率	3.12	2.37	7.57	12.17	16.43
速动比率	2.31	1.96	7.02	11.65	15.86
归母权益/有息债务	-	2544.97	3972.55	5544.25	7260.62
有形资产/有息债务	-	2742.53	4147.73	5745.31	7489.72

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	8,678	10,625	15,839	21,769	28,244
货币资金	462	800	5,590	11,401	17,636
交易性金融资产	0	28	28	28	28
应收账款	37	89	206	225	239
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	52	47	166	145	174
存货	599	466	563	587	694
其他流动资产	1,056	1,175	1,175	1,175	1,175
流动资产合计	2,294	2,647	7,768	13,608	19,998
其他权益工具	188	172	172	172	172
长期股权投资	2,220	2,545	2,545	2,545	2,545
固定资产	3,601	3,238	3,279	3,329	3,385
在建工程	2	0	53	92	121
无形资产	283	370	365	360	355
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	41	1,584	1,584	1,584	1,584
非流动资产合计	6,384	7,978	8,071	8,161	8,246
总负债	761	1,171	1,082	1,173	1,273
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	313	230	223	257	288
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	0	1	0	0	0
其他流动负债	18	9	9	9	9
流动负债合计	734	1,115	1,027	1,118	1,217
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	43	43	43	43
非流动负债合计	26	56	56	56	56
股东权益	7,917	9,454	14,757	20,595	26,971
股本	1,994	1,971	1,580	1,580	1,580
公积金	1,647	1,819	2,209	2,209	2,209
未分配利润	4,413	5,840	11,122	16,960	23,336
归属母公司权益	7,917	9,454	14,757	20,595	26,971
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	2.00%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
管理费用率	3.59%	6.75%	5.17%	5.96%	5.57%
财务费用率	-0.81%	-0.28%	-0.38%	-1.20%	-2.07%
研发费用率	0.29%	0.48%	0.39%	0.43%	0.41%
所得税率	26%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.09	1.03	2.77	3.14	3.29
每股净资产	3.97	4.80	9.34	13.03	17.07
每股销售收入	0.95	1.84	5.24	5.55	5.99

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	243	38	8	8	7
PB	7.0	5.8	3.0	2.1	1.6
EV/EBITDA	67.5	25.2	6.5	5.4	4.0
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE