

公司研究

钾肥锂盐高景气延续，22Q3 业绩亮眼

——藏格矿业（000408.SZ）2022 年三季度报点评

要点

事件：10月19日晚，公司发布2022年三季度报。2022年前三季度，公司实现营业收入57.1亿元，同比增长172.1%；实现归母净利润41.7亿元，同比增长404.9%；实现扣非后归母净利润41.7亿元，同比增长507.3%。其中Q3单季度公司实现营业收入22.0亿元，同比增长120.8%，环比下滑1.0%；实现归母净利润17.7亿元，同比增长366.0%，环比增长11.8%。

点评：

钾肥锂盐价量齐升，22Q3 业绩亮眼。受益于公司主营产品氯化钾和碳酸锂的价格齐升，公司22Q3业绩表现亮眼，超出此前预期。价格方面，根据iFinD数据，22Q3青海盐湖地区氯化钾价格环比上涨9.6%，同比上涨60.6%；根据百川盈孚数据，22Q3国内电池级碳酸锂均价为49.2万元/吨，环比上涨1.9%，同比上涨324.3%。在产品价格大幅提升的拉动下，22Q3公司单季度毛利率提升至89.21%，环比提高5.65pct，同比提高27.40pct。产销量方面，22Q3公司氯化钾产销量分别为34.94万吨和12.54万吨，分别同比变动+9.2%和-51.5%；碳酸锂产销量分别为3307吨和3894吨，分别同比增长32.4%和28.3%。此外，公司22年前三季度确认巨龙铜业（公司持股30.78%）投资收益5.72亿元，其中Q3单季度为2.27亿元。

钾肥、锂盐资源为王，参股公司巨龙铜业产能持续扩张。产能方面，公司现有200万吨/年的氯化钾产能及1万吨/年的电池级碳酸锂产能。上游资源方面，公司拥有青海察尔汗盐湖铁路以东724.35平方公里的采矿权，及约合1400平方公里的其他钾盐矿探矿权。另外，公司参与的麻米措盐湖提锂项目预计于2022年下半年开始建设，并预计于2023年下半年建成试生产。与此同时，公司间接参与的阿根廷Laguna Verde盐湖锂项目的开发及建设顺利。另外，2022年下半年，参股公司巨龙铜业的知不拉铜多金属矿项目达产后年产铜约2.2万吨，巨龙铜多金属矿项目达产后年产铜约16万吨左右，公司将具有5.61万吨权益产能。

盈利预测、估值与评级：受益于氯化钾和碳酸锂价格的大幅上涨，以及公司主营产品的稳步放量，公司22Q3业绩表现亮眼，超出此前预期。我们上调公司2022至2024年盈利预测，预计2022-2024年公司归母净利润分别为55.22（上调19.3%）/57.85（上调19.0%）/63.22（上调16.0%）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，参股公司业绩波动，公司实控人因诉讼问题致不能履职或控制权变更风险。

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	8,415	8,765	9,465
营业收入增长率	-5.70%	90.31%	132.29%	4.16%	7.99%
净利润（百万元）	229	1,427	5,522	5,785	6,322
净利润增长率	-25.75%	523.60%	286.89%	4.76%	9.28%
EPS（元）	0.11	0.72	3.49	3.66	4.00
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.89%	15.10%	37.81%	28.37%	23.66%
P/E	251	40	8	8	7
P/B	7.3	6.0	3.1	2.2	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-10-19，2020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：28.84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)	455.80
一年最低/最高(元)	20.62/39.51
近3月换手率	44.30%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-3.56	-7.65	18.65
绝对	-7.42	-14.56	0.84

资料来源：Wind

相关研报

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	8,415	8,765	9,465
营业成本	1,288	1,492	1,631	1,731	1,931
折旧和摊销	424	445	27	30	34
税金及附加	144	218	507	528	570
销售费用	38	45	105	110	119
管理费用	68	245	435	523	527
研发费用	6	17	32	38	39
财务费用	-16	-10	-30	-102	-192
投资收益	-94	231	762	858	953
营业利润	339	1,796	6,498	6,807	7,438
利润总额	307	1,695	6,497	6,806	7,437
所得税	79	268	975	1,021	1,116
净利润	229	1,427	5,522	5,785	6,322
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	229	1,427	5,522	5,785	6,322
EPS(元)	0.11	0.72	3.49	3.66	4.00

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-174	2,035	4,297	4,946	5,155
净利润	229	1,427	5,522	5,785	6,322
折旧摊销	424	445	27	30	34
净营运资金增加	-254	-47	1,419	-20	196
其他	-573	209	-2,672	-849	-1,398
投资活动产生现金流	1,044	-1,770	642	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	762	858	953
融资活动现金流	-497	80	-339	102	192
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	-46	59	99
净现金流	372	345	4,600	5,786	6,180

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	32.3%	58.8%	80.6%	80.2%	79.6%
EBITDA 率	41.5%	57.2%	68.3%	67.1%	66.9%
EBIT 率	19.2%	44.9%	68.0%	66.7%	66.5%
税前净利润率	16.2%	46.8%	77.2%	77.6%	78.6%
归母净利润率	12.0%	39.4%	65.6%	66.0%	66.8%
ROA	2.6%	13.4%	35.1%	26.8%	22.6%
ROE (摊薄)	2.9%	15.1%	37.8%	28.4%	23.7%
经营性 ROIC	5.0%	20.7%	59.7%	60.5%	63.0%

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	7.16	11.89	16.09
速动比率	2.31	1.96	6.57	11.35	15.51
归母权益/有息债务	-	2544.97	3932.22	5489.58	7191.39
有形资产/有息债务	-	2742.53	4118.88	5693.39	7423.24

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	15,732	21,576	27,997
货币资金	462	800	5,399	11,185	17,365
交易性金融资产	0	28	28	28	28
应收账款	37	89	209	225	239
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	52	47	169	145	174
存货	599	466	636	609	717
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	7,661	13,415	19,751
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	1,125	1,184	1,283
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	313	230	251	267	297
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	1,069	1,128	1,227
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	14,607	20,392	26,714
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	10,972	16,757	23,079
归属母公司权益	7,917	9,454	14,607	20,392	26,714
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%	-0.35%	-1.17%	-2.03%
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	2.72	3.13	3.26
每股净资产	3.97	4.80	9.24	12.90	16.90
每股销售收入	0.95	1.84	5.32	5.55	5.99

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	251	40	8	8	7
PB	7.3	6.0	3.1	2.2	1.7
EV/EBITDA	69.9	26.1	6.8	5.7	4.4
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的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