

评级变动报告

藏格矿业 000408.SZ



鉴于巨龙铜矿的强劲表现对冲了部分主业压力，我们适度上调了藏格矿业中期的盈利中枢及DDM估值。然而，考虑到当前市值已透支远期预期，且盐湖提锂面临环保瓶颈，公司目前处于高估区间。核心逻辑如下：

营收规模突破预期：受益于碳酸锂价格上行，2026年营收预测大幅上调至51.09亿元（原预期42.68亿元），增幅近20%。

盈利弹性超预期释放：得益于巨龙铜矿增速超预期，2026、2027年归母净利润预测上调至57.61、77.23亿元（原预期49.52、72.46亿元）。

解释说明：公司以巨龙铜矿投资收益为主要利润来源，投资收益不计入营收但计入净利润，因此出现净利润高于营业收入的情况。

基于上述现金流模型的修正，我们将DDM估值上调约4.89%至570.46亿元。但对比当前超过1200亿元的市场总市值，股价严重偏离内在价值。

公司基本信息



藏格矿业所处的细分市场为盐湖钾、锂资源的综合开发及铜矿权益投资，核心业务涵盖氯化钾、电池级碳酸锂的生产销售，以及对巨龙铜业等优质铜矿资产的战略参股。其下游应用高度聚焦于现代农业（钾肥为粮食安全关键投入品）和新能源产业（碳酸锂用于动力电池与储能，2025年预计占全球锂消费超80%）。公司依托自有盐湖采矿权（察尔汗724平方公里）构建资源护城河，并通过参股巨龙铜业切入全球铜供应链，形成“国内资源主导、多元金属协同”的独特布局。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	☆☆☆☆☆	DDM估值：价值	570.46亿(较上期+4.89%)
当前股价	69.8元	盈利趋势	☆☆☆☆☆	状态	高估(上行空间-48%)
总市值	1095.10亿	产业格局	☆☆☆☆☆		
PE-TTM	23.41	护城河	☆☆☆☆☆	动态估值：价值	565.86亿(较上期+3.20%)
PB-MRQ	6.21			状态	高估(上行空间-48%)

公司盈利预测

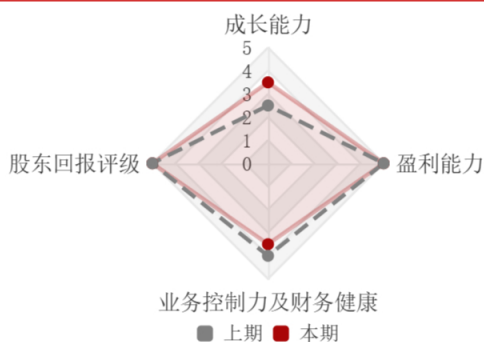
藏格矿业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	52.3	32.5	35.8	51.1	46.8	41.5	44.4	59.1
归母净利润(亿)	34.2	25.8	38.5	57.6	77.2	56.3	55.0	59.1
归母净利润增速(%)	-39.5	-24.6	49.3	49.5	34.1	-27.1	-2.3	7.5
经营性净利润(亿)	21.3	5.4	11.3	57.6	77.2	56.3	55.0	59.1
经营性净利润增速(%)	-56.9	-74.6	110.0	407.7	34.1	-27.1	-2.3	7.5
经营性归母净利润(亿)	21.3	5.4	11.4	57.6	77.2	56.3	55.0	59.1
经营性归母净利润增速(%)	-56.8	-74.6	109.9	405.7	34.1	-27.1	-2.3	7.5

资料来源：壹评级

量化评级变动分析

经营绩效评级

经营绩效变动趋势图



数据来源：壹评级整理

本期数据截取时间：2026-03-31

成长能力提升1.0星级：上期星级2.5星，本期星级3.5星。

2026年一季度公司净利润达15.69亿元，同比激增110.6%。增量主要来自巨龙铜业二期投产放量，单季贡献投资收益超13亿元。叠加碳酸锂均价同比翻倍至14.9万元/吨，带动该业务毛利率大幅提升至62.6%。在盈利爆发的情况下，公司利润大增，成长能力星级提高。

业务控制力及财务健康下降0.5星级：上期星级4.0星，本期星级3.5星。

主营业务现金流出现阶段性承压，且单季产销量受季节性扰动明显。2026年一季度经营活动现金流净额转负至-0.80亿元，较2025年末的21.00亿元大幅转弱。主要受春节假期等季节性因素影响，导致业务控制力星级略有下滑。

估值评级

1、营业收入预测变动

我们对公司营业收入的预测出现“2026-2027年显著上调”的变动（2026年+19.70%，2027年+20.06%），主要是基于对碳酸价格产品价格反弹早于预期的重新评估。

碳酸锂价格反弹：受益于下游新能源车需求回暖，碳酸锂价格自2026年Q1起由14.9万元/吨快速反弹至6月的17万元/吨。尽管受环保限制产能未完全释放，但价格上涨节奏提前于我们预期，主因储能需求超预期，直接带动了营收规模的上修。

2、归母净利润预测变动

我们对公司归母净利润的预测调整为“2026-2028年全面上调”，这一变动主要源于对投资收益及核心品种盈利能力的修正：

巨龙铜业投资收益爆发，2026年及远期利润上调的核心逻辑。巨龙铜业二期产能释放超预期，2026年Q1单季即实现净利润42.7亿元，创历史新高。未来3年，铜矿供需紧平衡，我们据此上调了巨龙铜业的投资收益预测。

碳酸锂业务毛利率修复：随着碳酸锂价格回升至15万元/吨上方，公司锂业务毛利率从底部的62.6%进一步修复。推动整体利上行。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的主要业务为氯化钾、碳酸锂、矿山产铜（权益投资），我们对该业务进行盈利预测并估值，预测核心假设及逻辑如下：

氯化钾

收入假设：

量：2025年氯化钾产量约100万吨（同比基本持平），2026年目标104-107万吨（同比+4%-7%），增量主要来自察尔汗盐湖老卤提钾技改增效及采区优化。远期产能稳定在100-110万吨/年区间，受资源品位与开采强度限制，扩张空间有限。

价：2025年氯化钾销售均价约2,845元/吨（含税），处于周期低位；当前价格已回升至3,000元/吨以上。中长期受益于粮食安全战略、进口依存度高（超70%）及全球钾肥供给集中（CR3超65%），价格中枢上移至2,800-3,200元/吨。

盈利能力假设：

短期：2025年单位完全成本约1,000元/吨，毛利率约65%；2026年随价格企稳及能耗优化，毛利率有望维持在60%-65%高位。

长期：依托察尔汗盐湖724平方公里专属采矿权，资源保障度高、开采条件成熟，单位成本具备刚性优势。尽管行业受政策“保供稳价”调控，但公司凭借低成本地位可长期维持50%+稳态毛利率，ROE贡献稳定。

碳酸锂

收入假设：

量：2025年碳酸锂产量约1.16万吨（受上半年停产检修影响），后续主力增量来自麻米措盐湖一期项目投产（设计产能5万吨/年，公司通过藏青基金间接持有24%权益，对应权益产能约1.2万吨），叠加察尔汗老卤提锂产能提升至1.5万吨/年。2028年远期规划总权益产能达8-10万吨。

价：2025年碳酸锂均价约6.7万元/吨（含税），处于行业现金成本线附近；当前价格已反弹至15万元/吨以上，脱离底部区间。长期看，随着新能源车与储能需求持续增长，全球成本曲线不断抬升，稳态期中枢看15万元/吨，公司成本控制在4万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2025年因价格低迷，毛利率压缩至30%左右；2026年麻米措盐湖放量（现金成本<3万元/吨）叠加锂价回升，毛利率有望修复至50%+。

长期：公司掌握“吸附+膜分离”一体化提锂技术，在高镁锂比卤水中实现>80%回收率，成本居行业前30%。随着麻米措、结则茶卡等优质盐湖逐步开发，“盐湖提锂”多元布局成型，稳态毛利率可达55%-60%，ROE贡献显著提升。

矿山产铜

收入假设：

量：公司不直接产铜，但持有西藏巨龙铜业30.78%股权。2025年巨龙铜矿产铜精矿约16.6万吨，藏格按权益确认投资收益；2026年随巨龙二期满产，产铜量将提升至30万吨以上，公司对权益产量约9-10万吨。远期若巨龙三期建成，权益产量有望达15万吨/年。

价：当前沪铜现货价超10万元/吨，中期受矿山老龄化、新能源用铜激增（电动车用铜量为燃油车3倍）支撑，供需偏紧；长期假设周期回归，均衡价格看7-8万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2025-2026年铜价高位运行，巨龙铜矿净利率超40%，藏格投资收益持续高增，2026Q1受铜价阶段性高位影响贡献较高，后续随铜价略有回落，预计全年贡献超40亿元，占公司总利润70%以上。

长期：巨龙铜矿资源量超2,500万吨，寿命超30年，紫金矿业主导运营下成本控制优异（AISC全球前20%）。铜价回落至7.5万元/吨，仍可维持可观分红。

股权投资价值

公司作为紫金矿业控股的资源平台，未来存在资产分拆重估潜力：麻米措盐湖、国能矿业（龙木错+结则茶卡）等优质锂资产具备独立融资或上市条件。当前估值尚未反映远期锂资源价值与铜矿持续分红能力，后续将持续跟踪。

公司整体业绩预测

藏格矿业	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	52.3	32.5	35.8	51.1	46.8	41.5	44.4	59.1
归母净利润(亿)	34.2	25.8	38.5	57.6	77.2	56.3	55.0	59.1
归母净利润增速(%)	-39.5	-24.6	49.3	49.5	34.1	-27.1	-2.3	7.5
经营性净利润(亿)	21.3	5.4	11.3	57.6	77.2	56.3	55.0	59.1
经营性净利润增速(%)	-56.9	-74.6	110.0	407.7	34.1	-27.1	-2.3	7.5
经营性归母净利润(亿)	21.3	5.4	11.4	57.6	77.2	56.3	55.0	59.1
经营性归母净利润增速(%)	-56.8	-74.6	109.9	405.7	34.1	-27.1	-2.3	7.5

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

矿山产铜	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
收入增速(%)	-14.7	-37.8	85.7	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
经营性净利润(亿)	-0.1	-0.1	-0.2	35.1	59.1	43.4	40.6	32.4
经营性净利率(%)	-38.3	-49.1	-44.3	9784.4	16149.5	11629.5	10677.3	8342.1
经营性净利润增速(%)	-411.2	20.3	-67.5	22641.6	68.4	-26.6	-6.3	-20.3
氯化钾	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	32.2	22.1	29.5	28.5	26.8	26.1	25.5	24.8
收入增速(%)	-16.2	-31.3	33.4	-3.4	-6.0	-2.4	-2.6	-2.8
经营性净利润(亿)	10.8	3.9	11.4	11.1	9.4	8.5	7.8	7.3
经营性净利率(%)	33.5	17.5	38.7	38.9	35.1	32.7	30.8	29.3
经营性净利润增速(%)	-44.8	-64.0	194.1	-2.8	-15.3	-8.9	-8.2	-7.5
碳酸锂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.8	10.2	5.9	22.2	19.7	15.0	18.6	33.9
收入增速(%)	-54.2	-48.4	-42.0	275.2	-11.5	-23.8	23.8	82.6
经营性净利润(亿)	10.6	1.6	0.1	11.4	8.8	4.3	6.5	19.5
经营性净利率(%)	53.7	15.8	1.7	51.4	44.6	28.8	34.9	57.4
经营性净利润增速(%)	-64.5	-84.8	-93.7	11184.4	-23.3	-50.7	49.8	200.1

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
氯化钾	-	中低-	较好	强	7.5%	14	6.2
碳酸锂	0.3%	中低	一般	强	7.5%	14.85	18.4
矿山产铜	2.0%	中低	一般	强	7.5%	14.85	8.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
氯化钾(亿)	58.1	56.2	114.4	19.4	5.2	-	128.6
碳酸锂(亿)	8.4	204.3	212.7	3.9	9.0	-	207.6
矿山产铜(亿)	155.2	74.2	229.4	0.2	-	-	229.7
公司整体测算(亿)	221.7	334.7	556.5	23.6	14.2	-	565.9

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
氯化钾(亿)	83.5	33.1	116.6	19.4	5.8	—	130.2
碳酸锂(亿)	91.2	122.6	213.8	3.9	10.1	—	207.7
矿山产铜(亿)	182.6	49.7	232.3	0.2	—	—	232.6
公司整体测算(亿)	357.3	205.5	562.8	23.6	15.9	—	570.5

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

藏格矿业的估值确定性较高，公司坐拥察尔汗盐湖等优质资源，氯化钾业务提供稳定的现金流底座，而参股的巨龙铜业作为世界级的铜矿资产，随着二期投产带来了确定性的产量高增和巨额投资收益，为业绩提供了强劲支撑。公司展现出极强的分红意愿与能力，2025年分红率高达102%，主要利润来自于巨龙铜矿，展现出了较高的股东回报意愿。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。