

藏格矿业（000408.SZ）

公司首次评级

2026年10月27日

基本信息

所属行业	能源及材料
当前股价	68.7
总市值	1077.84 亿
PE-TTM	14.95
PB-MRQ	5.96

估值结果

价值	929.75 亿
DDM 估值	上行空间 -14%
状态	合理估值
价值	941.08 亿
动态估值	上行空间 -13%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★★

核心评级结论

藏格矿业是一家以钾肥为基本盘、锂盐为成长极、铜矿投资收益为重要补充的资源企业。核心资产包括青海察尔汗盐湖铁路以东724.35 平方公里采矿权、西藏巨龙铜业30.78 %股权，以及通过藏青基金间接持有的麻米错盐湖26.95 %和国能矿业21.09 %权益，公司利润高度集中于单一非并表资产。巨龙铜矿由紫金矿业主导运营，藏格不参与生产经营决策，收益完全随铜价与紫金的运营安排波动，当前铜价和盈利水平处于景气高点。

公司虽依托锂、钾资源布局具备一定的扩张潜力，但受限于盐湖开采政策、生态环境约束及产能释放节奏，整体增长动能偏弱，未来增量空间较为有限，但高于行业平均水平，主要增量来自于老挝和巨龙铜矿增产。公司业绩高度依赖铜、锂、钾等大宗商品价格波动，盈利稳定性偏弱。公司凭借在青海察尔汗盐湖的资源优势，在氯化钾和碳酸锂领域形成了较强的区域主导地位，且通过参股巨龙铜矿深度绑定优质铜资源，产业格局稳健。公司核心优势显著，拥有稀缺的盐湖采矿权、独特的提锂技术壁垒以及稳定的铜矿权益资产，具备极强的可持续性与抗周期能力，护城河评级居于高位。

藏格矿业资源禀赋优质，当前市场反映了铜周期红利的乐观预期。根据壹评级的DDM 估值模型及动态估值模型测算，公司当前股价处于合理状态。

我们区别于市场的观点

2025 年-2026 年，公司70%以上净利润来自巨龙铜矿的投资收益，而巨龙本身并非藏格并表资产，其盈利完全受铜价与紫金运营主导。铜价当前处在周期高点，长期来看，公司目前处于合理估值状态。

风险提示

公司业绩与铜、锂、钾等大宗商品价格高度绑定，若全球宏观经济波动、供需格局变化导致相关产品价格超预期回调，将显著压缩公司盈利空间。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	5
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	6
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	7
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	8
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	9
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	13
6.4 估值确定性	13

图表目录

图1：预测2026年收入占比	5
图2：预测2026年毛利占比	5
图3：近年公司盈利能力趋势图	6
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	7
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	12
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	13

1. 基本信息

藏格矿业所处细分市场为盐湖钾、锂资源综合开发及铜矿权益投资，核心业务为氯化钾、电池级碳酸锂的生产销售，以及对巨龙铜业的战略参股。下游应用集中于现代农业（钾肥为粮食安全关键投入品）与新能源产业（碳酸锂用于动力电池与储能）。公司依托自有盐湖采矿权（察尔汗盐湖铁路以东 724.35 平方公里）构建资源护城河，并通过参股巨龙铜业切入铜供应链。2025 年 4 月 30 日，紫金矿业以 35 元/股受让 392,249,869 股、合计持股 26.18%，取得控制权，藏格成为紫金矿业控股子公司。

2. 业务介绍

对于藏格矿业公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

矿山产铜：

藏格矿业自身不直接从事铜矿的开采与冶炼，其铜业务主要体现为对西藏巨龙铜业有限公司的战略性股权投资。截至 2025 年，公司持有巨龙铜业 30.78% 的股权，是其第二大股东（仅次于紫金矿业）。截至 2025 年末，公司持有巨龙铜业 30.78% 股权，为第二大股东；紫金矿业直接持股 50.10%，穿透后权益比例 58.16%。巨龙铜业拥有驱龙、荣木错拉、知不拉三大铜多金属矿权，2024 年在自然资源主管部门备案的累计查明铜金属资源量 2,588 万吨，为中国备案资源量最大的铜矿山，另伴生钼金属量 167.2 万吨、银金属量 15,145 吨。我们对竞争市场的界定范围为全球。

氯化钾：

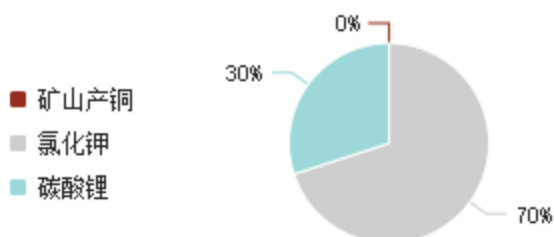
藏格矿业的氯化钾业务是其传统核心板块，依托青海察尔汗盐湖铁路以东 724.35 平方公里的采矿权，采用反浮选—冷结晶工艺生产氯化钾，是国内主要钾肥供应商之一。公司钾资源储量丰富，卤水钾离子浓度高、开采条件优越，完全成本显著低于进口钾肥，具备较强的成本竞争力。

产品主要面向国内农业市场，广泛应用于粮食、经济作物施肥，客户覆盖全国主要农资流通企业及复合肥厂商。公司销售成本约 960 - 1,000 元/吨，进口钾肥港口价长期在 3,300 - 3,500 元/吨。国内产量 582 万吨，公司按国产口径份额约 18%，按全球消费口径约 6%。产品主要面向国内农业市场，客户覆盖主要农资流通企业及复合肥厂商；虽不直接出口，但在国内市场与 Nutrien、Uralkali、Belaruskali 等国际巨头竞争。我们对竞争市场的界定范围为全球。

碳酸锂：

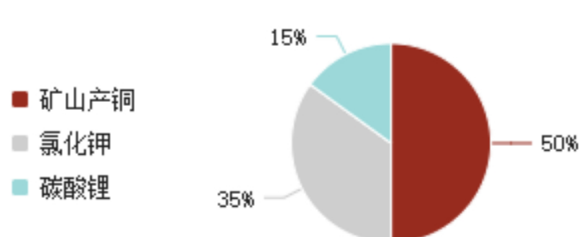
碳酸锂业务依托察尔汗盐湖 724.35 平方公里采矿权内的高镁锂比卤水，采用自主研发的“吸附 + 膜分离”耦合提锂工艺生产电池级碳酸锂。察尔汗现有产能 1 万吨/年，正在推进 6,000 吨/年扩能项目立项申报，落地后总产能提升至 1.6 万吨/年。锂矿市场范围覆盖全球，包括南美的盐湖等，产品主要供应新能源汽车动力电池及储能系统等下游领域。我们对竞争市场的界定范围为全球。

图1：预测2026年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

藏格矿业采用“自有盐湖资源开发（钾+锂）+优质铜矿股权投资”的双轮驱动商业模式，公司属于典型的盐湖开采行业，主要依靠资源优势，属于重资产行业。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

截至2026年三季度末，公司总资产195.11亿元，负债合计14.68亿元，资产负债率7.52%；2025年末总资产176.92亿元、资产负债率8.35%。公司近乎无有息负债，2025年末货币资金19.72亿元，无短期偿债压力。总资产周转率0.18次（2026前三季度）、0.22次（2025年全年），处于较低水平，反映盐湖资源开发的重资产属性。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

2026年前三季度销售费用0.29亿元，销售费用率0.88%；2026年上半年0.97%，2025年全年1.38%。钾肥为农业刚需品、碳酸锂为工业中间品，产品标准化程度高、品牌溢价空间有限，营销投入需求低。

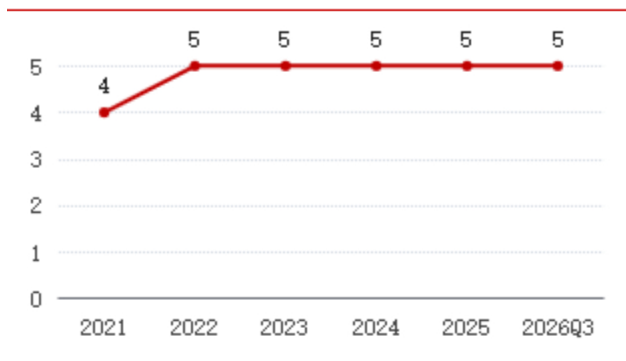
4. 历史经营绩效

藏格矿业2020-2025年经营绩效呈现显著周期性：2021-2022年，受碳酸锂高价的正面影响，盈利能力抬升。2024年起依托巨龙铜业带来的高额投资收益实现业绩反转；2024-2025年虽锂价回落、钾肥需求疲软，但铜矿红利持续支撑利润高位。整体来看，公司盈利高度依赖铜价景气，内生业务（钾、锂）盈利较为稳定。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



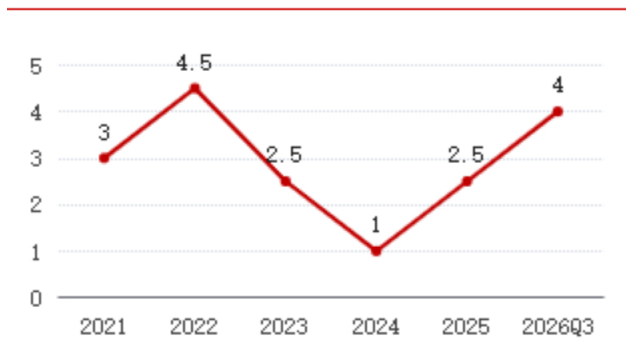
数据来源：公司财报，壹评级

2020年，在新能源汽车爆发的前夜，碳酸锂供应过剩，其价格低于全行业平均成本线，公司星级较低。2021-2022年，随着新能源的爆发，碳酸锂价格中枢上移，公司盈利能力大幅提升，星级攀升。2023年，钾盐传统业务支撑公司盈利，整体星级维持较高水平。2024年，锂矿价格持续磨底，氯化钾价格下降，铜矿投资收益支撑公司盈利能力星级。2025年，锂矿价格持续磨底，氯化钾价格上行，铜矿投资收益支撑公司盈利能力星级。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



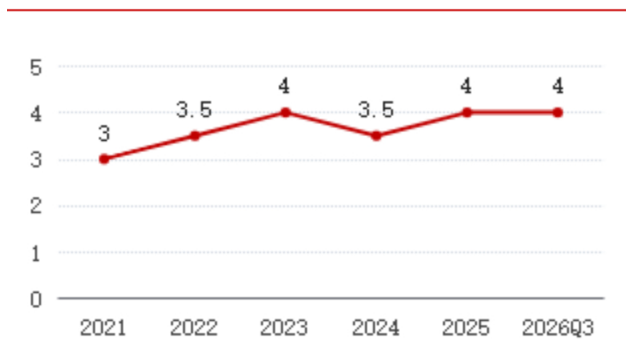
数据来源：公司财报，壹评级

碳酸锂行业供需趋于宽松，价格下行，拖累公司利润增速下降，拖累星级。2022年，在锂盐供需紧张下，碳酸锂价格最高到约60万元/吨。2023年，随着产能的释放和新能源汽车的增速放缓，碳酸锂价格一路下跌，公司利润增速下滑。2024年，碳酸锂、氯化钾继续拖累公司业绩，增速下滑明显，成长星级下行。公司投资收益增厚，主因参股公司巨龙铜业，铜价上涨。2025年，锂价持续磨底，氯化钾价格上行叠加巨龙铜矿收益提升，公司业绩有所改善，星级维持。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



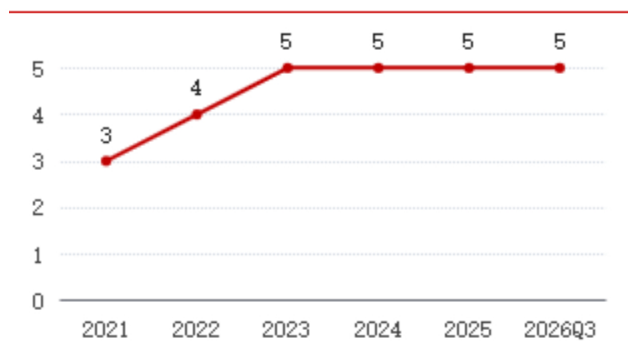
数据来源：公司财报，壹评级

2021-2022年，碳酸锂价格处于景气高点，公司介入碳酸锂业务，整体星级上调。2023年，虽然碳酸锂价格下降，但公司传统氯化钾业务经营稳健，整体业务控制力较好。2024年，公司铜矿投资收益丰厚，氯化钾下滑，碳酸锂价格磨底，业务控制力维持。2025年，公司铜矿投资收益丰厚，氯化钾上行，碳酸锂价格磨底，业务控制力维持。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司2021-2022年受锂价格上行正向影响，股东回报评级持续攀升；2023年起随着巨龙铜矿投产释放投资收益，叠加碳酸锂价格反弹，利润大幅增长，推动ROE快速提升。2024-2025年虽面临锂价回落压力，但铜矿投资收益持续贡献，股东回报率向上。

5. 四维评级

公司虽依托锂、钾资源布局具备一定的扩张潜力，但受限于盐湖开采政策、生态环境约束及产能释放节奏，整体增长动能偏弱，未来增量空间较为有限，但高于行业平均水平，主要增量来自于老挝和巨龙铜矿增产。公司业绩高度依赖铜、锂、钾等大宗商品价格波动，盈利稳定性偏弱。公司凭借在青海察尔汗盐湖的资源优势，在氯化钾和碳酸锂领域形成了较强的区域主导地位，且通过参股巨龙铜矿深度绑定优质铜资源，产业格局稳健。公司核心优势显著，拥有稀缺的盐湖采矿权、独特的提锂技术壁垒以及稳定的铜矿权益资产，具备极强的可持续性与抗周期能力，护城河评级居于高位。

5.1 成长空间

★★★★☆

藏格矿业成长空间主要来自锂、钾产能扩张与铜矿投资收益提升。增长动力来源于三处：巨龙二期放量、麻米错投产、老挝钾盐一期建设。公司2026-2028年规划氯化钾产量由103万吨提升至115-125万吨、当量碳酸锂由0.88万吨提升至6-8万吨、巨龙铜业权益产量由5.97万吨提升至12-13万吨。三条路径的确定性差异较大：铜的增量由紫金主导、节奏最确定；麻米错一期已投产、二期尚未立项；老挝项目仍处可研与权证阶段。

矿山产铜(1.5星)：

铜矿业务以股权投资为主，不直接参与开采运营，成长空间取决于巨龙铜业的资本开支与产量释放进度。2025年二期建设推进，但全球铜供给长期低速，叠加铜价高位，长期盈利回落可能性大，成长能力高于行业平均。

氯化钾(3.5星)：

氯化钾需求受粮食安全战略支撑，价格相对稳定。公司设计产能120万吨/年，2025年产量103.32万吨，2028年规划115-125万吨。国内可采资源有限、新建产能受指标约束，年内增量主要来自老卤提钾技改与采区优化；更大的增量在老挝万象200万吨/年规划（一期100万吨/年），但目前仅完成临建竣工验收，可研、环评与权证仍在推进。

碳酸锂 (3.5 星):

碳酸锂长期需求受动力与储能支撑。公司现有察尔汗1万吨/年，技改后1.6 万吨/年；麻米错一期 5 万吨/年已投产、二期5万吨/年择机启动；国能矿业旗下结则茶卡规划6万吨锂盐、龙木错规划7万吨碳酸锂。公司2028 年当量碳酸锂产量目标6-8万吨，其兑现高度依赖麻米错剩余股权收购与锂价变化。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利高度依赖铜矿投资收益与锂、钾价格波动。2023 - 2024 年受益于铜价上涨，利润大幅增长；2025 年锂价下降，盈利能力承压。2026 年锂价回暖、钾肥需求疲软，主业承压。铜矿整体盈利呈现强周期性特征，当前铜价高企，长期回归历史均值，盈利趋势分数不高。

矿山产铜 (2.5 星):

巨龙铜业作为藏格核心资产，其盈利波动与LME 铜价高度相关。2023 - 2024 年铜价上行带动投资收益增长，但长期来看铜矿盈利存在回调风险。藏格仅持股30.78 %。

氯化钾 (3星):

氯化钾盈利受国际钾肥价格与国内政策调控双重影响。2023 年价格反弹后，2024 - 2025 年进入平台期，需求增速放缓。公司具备低成本优势，但行业集中度高，竞争激烈，毛利率波动较大，盈利趋势稳定。

碳酸锂 (3星):

碳酸锂盈利受供需关系与技术成本影响显著。2023 年价格高企时利润丰厚，2026 年上半年锂价提升，下半年随产能释放叠加需求放缓，锂价下行，导致毛利率下滑。但藏格凭借自有盐湖资源与低现金成本，在行业下行周期中具备较强抗压能力，且后续有扩展预期，盈利趋势优于行业平均。

5.3 产业格局

★★★★☆

藏格矿业处于中国资源型矿业第二梯队，依托察尔汗盐湖资源与巨龙铜业股权构建“双轮驱动”模式。在钾、锂领域与盐湖股份形成区域竞争，在铜领域则与紫金矿业深度绑定，产业格局一般。

矿山产铜 (2.5 星):

全球铜矿CR10（前十大矿商）市占率约40%，包括Freeport、Codelco、BHP等，集中度较高但未形成寡头。中国铜冶炼产能占全球40%，但原料严重依赖进口，产业链话语权偏弱，产业格局一般。

氯化钾 (3星):

国内氯化钾市场由盐湖股份与藏格矿业双寡头主导，合计市占率超80%。察尔汗盐湖资源稀缺，开采门槛高，新进入者难以复制。藏格凭借自有采矿权与低成本优势，在区域内具备较强竞争壁垒，产业格局良好。

碳酸锂 (2.5 星):

碳酸锂产业格局快速演变。上游资源端由Albemarle、SQM、赣锋、天齐等掌控；中游加工集中在中国（占全球80%）；下游绑定电池厂（宁德、LG）。但2023年后大量新玩家涌入（如云母提锂、回收锂），导致产能过剩。同时，技术路线多元（盐湖、矿石、黏土、回收），整体呈现“资源为王、加工内卷、下游强势”的三角博弈，格局尚未稳定，产业格局一般。

5.4 护城河

★★★★★

藏格矿业的核心护城河在于察尔汗盐湖724.35平方公里采矿权的独占性，以及由此形成的超低品位钾矿“固转液”提钾与高镁锂比卤水提锂工艺。该资源为国内最大可溶性钾镁盐矿床的一部分，2025年9月30日采矿权完成续期并新增矿盐、镁盐、锂矿、硼矿共伴生矿种开采权，资源综合利用空间打开。此外，参股巨龙铜业获得长期分红权，形成“资源+资本”双重护城河。铜板块为参股、无经营控制权；锂板块成本优势建立在察尔汗低锂浓度卤水的工艺积累上，而非资源品位；钾板块规模小于盐湖股份且受开采强度约束，综合护城河强度为较高。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
矿山产铜	(5星) 公司矿山产铜业务护城河宽度星级高。经壹评级调整后，稳态期该业务R0IC为10.7%，公司市占率不到1%（全球口径），业务控制力为4.5星。公司参股巨龙铜矿，具备优质矿体和稳定开采能力。虽市占率不高，但与紫金矿业合作，资源禀赋优越，成本低。	(4.5星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 巨龙铜矿寿命长达数十年，资源禀赋优异，且位于西藏腹地，开采稳定性高。紫金矿业作为控股股东，具备强大运营能力与资金实力，保障长期生产。藏格作为长期股东，分红机制稳定，护城河可持续性强；2) 依托集团在盐湖资源开发方面的技术积累与运营经验，推动铜矿智能化、绿色化开采，降低环境影响并提升生产效率，增强长期可持续发展能力。
氯化钾	(5星) 公司氯化钾业务护城河宽度星级中等偏上。经壹评级调整后，稳态期该业务R0IC为9.3%，公司市占率不到2%（全球口径），业务控制力为4.5星。公司拥有察尔汗盐湖东矿区采矿权，资源储量丰富。但规模小于盐湖股份。	(4.5星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 东矿区钾资源埋藏浅、易开采，配套铁路和仓储设施完善，物流成本优势明显，保障高效供应能力；2) 公司持续推进老卤综合利用，同步发展锂、镁等副产品，提升单位资源经济价值，增强主业抗风险能力。
碳酸锂	(5星) 公司碳酸锂业务护城河宽度星级中等偏上。经壹评级调整后，稳态期该业务R0IC为16.9%，公司市占率约为不到2%（全球口径），业务控制力为4.5星。公司利用自有盐湖老卤提锂，已建成万吨级产能，技术路线成熟。成本优势显著，盈利能力较强。	(4.5星) 该业务拥有资源与规模护城河。1) 每年可利用老卤资源超千万立方米，锂离子浓度稳定，资源保障度高且无需新增采矿许可；2) 产品已进入主流电池厂供应链，客户粘性强，同时布局氢氧化锂产线，向高镍三元材料延伸，提升长期竞争力。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级的DDM估值模型和动态估值模型，基于未来产品销量增长，金属价格回归中枢，藏格矿业当前处于合理估值状态。

6.1 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 年产量 103.32 万吨、销量 108.43 万吨；2026 年计划生产 100 万吨、销售 104 万吨；2027-2028 年按公司规划逐步提升，2028 年 115-125 万吨。增量来自察尔汗老卤提钾技改增效与老挝一期 100 万吨/年项目（尚未开工）。

价：2025 年含税出厂均价约 2,938 元/吨；2026 年前三季度 3,051 元/吨、10 月下旬回落至 2,950 元/吨。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 年平均销售成本 961.62 元/吨、单吨毛利 1,757.82 元；2026 年前三季度成本 1,001.59 元/吨、毛利率 64.22%。假设 2026-2028 年单位成本 960-1,010 元/吨，稳态毛利率 60%-65%。

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：察尔汗 2025 年 8,808 吨，2026 年目标 11,000 吨，技改后 1.6 万吨/年；麻米错一期 5 万吨/年 2026 年 8 月投产、全年贡献 2-2.5 万吨，公司权益产量 5,000-6,000 吨。

价：2025 年含税均价 7.48 万元/吨；2026 年上半年 16.49 万元/吨，10 月现货回落至 9.83 万元/吨。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 12 万元/吨，公司成本抬升至 5 万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2025 年因价格低迷，毛利率下降；2026 年麻米措盐湖放量叠加锂价回升，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19.38万吨，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，公司对应权益产量约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、新能源用铜激增支撑，供需偏紧；长期假设周期回归，均衡价格看8-9万元/吨。

盈利能力假设：

短期：2025 - 2026年铜价高位运行，巨龙铜矿带来的投资收益持续高增，预计2026年贡献归母净利润超65亿元，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8-9万元/吨，仍可维持可观分红。

表2：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	53.6	84.8	83.5	115.6	114.2
归母净利润(亿)	34.2	25.8	38.5	82.7	130.4	126.0	129.4	106.6
归母净利润增速(%)	-39.5	-24.6	49.3	114.6	57.8	-3.4	2.7	-17.6
经营性净利润(亿)	21.3	5.4	11.3	82.7	130.4	126.0	129.4	106.6
经营性净利润增速(%)	-56.9	-74.6	110.0	628.6	57.8	-3.4	2.7	-17.6
经营性归母净利润(亿)	21.3	5.4	11.4	82.7	130.4	126.0	129.4	106.6
经营性归母净利润增速(%)	-56.8	-74.6	109.9	625.7	57.8	-3.4	2.7	-17.6

数据来源：壹评级

表3：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	60.8	96.5	104.4	96.4	76.4
经营性净利率(%)	-38.3	-49.1	-44.3	16946.2	26375.0	27974.0	25319.1	19689.6
经营性净利润增速(%)	-411.2	20.3	-67.5	39141.0	58.8	8.2	-7.7	-20.7
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	46.7	44.5
收入增速(%)	-16.2	-31.3	33.4	-3.4	-6.0	-2.4	78.5	-4.7
经营性净利润(亿)	10.8	3.9	11.4	10.1	7.6	5.8	10.8	9.0
经营性净利率(%)	33.5	17.5	38.7	35.4	28.5	22.0	23.2	20.2
经营性净利润增速(%)	-44.8	-64.0	194.1	-11.6	-24.2	-24.6	87.9	-17.0
碳酸锂	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	19.8	10.2	5.9	24.8	57.6	57.0	68.5	69.3
收入增速(%)	-54.2	-48.4	-42.0	317.7	132.9	-1.2	20.3	1.2
经营性净利润(亿)	10.6	1.6	0.1	11.8	26.3	15.9	22.2	21.2
经营性净利率(%)	53.7	15.8	1.7	47.8	45.6	27.9	32.4	30.5
经营性净利润增速(%)	-64.5	-84.8	-93.7	11571.0	122.4	-39.6	39.8	-4.7

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：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)
矿山产铜	2.0%	中低	一般	强	7.0%	16.34	28.7
氯化钾	1.0%	中低	较好	强	7.5%	16.5	10.5
碳酸锂	5.0%	中等	一般	强	7.5%	16.2	24.1
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
矿山产铜(亿)	261.1	272.8	533.9	0.2	-	-	534.2
氯化钾(亿)	36.6	96.7	133.3	19.4	5.8	-	147.0
碳酸锂(亿)	49.7	218.9	268.7	3.9	12.6	-	260.0
公司整体测算(亿)	347.5	588.4	935.9	23.6	18.4	-	941.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：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
矿山产铜(亿)	326.2	182.6	508.8	0.2	—	—	509.0
氯化钾(亿)	60.9	59.2	120.2	19.4	6.1	—	133.5
碳酸锂(亿)	106.8	190.7	297.5	3.9	14.2	—	287.2
公司整体测算(亿)	494.0	432.5	926.5	23.6	20.3	—	929.8

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

金属作为大宗商品，其价格由供需决定，呈现出剧烈的周期性波动，同时，金属价格受宏观环境影响较大。公司在资源上具有成本优势，有能力穿越牛熊，整体的估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

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。