

# 巨龙铜矿投资收益持续提升，产能扩建未来仍然可期

## —藏格矿业（000408.SZ）公司事件点评报告 买入(维持) 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：张伟保 S1050523110001

✉ zhangwb@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

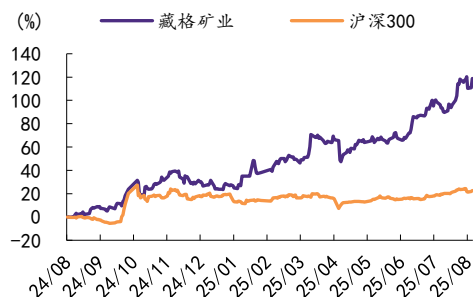
✉ dufei2@cfsc.com.cn

### 基本数据

2025-08-05

|             |             |
|-------------|-------------|
| 当前股价（元）     | 48.80       |
| 总市值（亿元）     | 766.3       |
| 总股本（百万股）    | 1,570.2     |
| 流通股本（百万股）   | 1,570.2     |
| 52 周价格范围（元） | 21.82-48.85 |
| 日均成交额（百万元）  | 328.8       |

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《藏格矿业（000408）：铜矿投资收益持续增长，钾锂产能可期》2025-04-07
- 2、《藏格矿业（000408）：钾锂板块仍低迷，铜矿投资收益持续增长》2024-11-01
- 3、《藏格矿业（000408）：钾锂价跌盈利承压，铜矿投资收益进一步增长》2024-08-14

藏格矿业发布 2025 年半年度报告：公司 2025 年上半年实现营业收入 16.78 亿元，同比下降 4.74%；归母净利润为 18.00 亿元，同比上升 38.80%；扣除非经常性损益后的归母净利润为 18.08 亿元，同比上升 41.55%。

### 投资要点

■ 钾锂营业收入均有下滑，主要因为销售价格下降较多

（1）氯化钾：2025 年 H1 产量为 48.52 万吨，同比-7.19%，上半年产量完成全年产量目标的 48.52%；销量为 53.59 万吨，同比-0.78%，上半年销量完成全年销量目标的 56.41%。季度方面，2025 年 Q2 产量为 32.62 万吨，环比+105.16%，同比-10.43%，销量为 35.69 万吨，环比+99.39%，同比-10.89%，季度方面产量销量皆较上一季度恢复。

售价及成本方面，2025 年 H1 氯化钾营业收入 13.99 亿元，同比+24.60%；单位平均售价（含税）2845 元/吨，同比+25.57%；平均单位销售成本为 996 元/吨，同比-7.36%；毛利率 61.84%，同比+13.56pct。单位平均售价上升，主要是因为上半年钾肥大合同签订及海外厂商联合减产。

（2）碳酸锂：2025 年 H1 产量为 5170 吨，同比-11.00%，完成全年产量目标的 47.00%；销量为 4470 吨，同比-41.42%，完成全年产量目标的 40.64%。季度方面，2025 年 Q2 产量为 3005 吨，环比+38.80%，同比-12.22%；销量为 2940 吨，环比+92.16%，同比-19.67%，季度方面产量销量皆较上一季度有所提升。

售价及成本方面，2025 年 H1 碳酸锂营业收入 2.67 亿元，同比-57.90%；单位平均售价（含税）6.747 万元/吨，同比-28.14%；平均单位销售成本为 4.1478 万元/吨，同比+0.40%；毛利率 30.53%，同比下降 19.75pct。

■ 巨龙铜矿投资收益亮眼，其二期项目将于下半年建成投产

2025 年 H1，巨龙铜业产铜 9.28 万吨，同比+14.57%，售铜

9.27 万吨，公司持有巨龙铜业 30.78%的股权，报告期内公司确认投资收益 12.64 亿元，占公司归母净利润的 70.22%。2025H1 巨龙铜矿投资收益同比增加 4.09 亿元，增幅 47.82%。季度方面，巨龙铜业 2025Q2 产铜 4.68 万吨，环比 +1.74%，同比+20.76%，2025Q2 投资收益 6.54 亿元，环比 +7.21%，同比+30.02%。巨龙铜矿经营强势，铜矿板块贡献利润高，为公司业绩韧性持续注入动能。

巨龙铜业持续扩大铜精矿产能。巨龙铜矿二期采选改扩建工程已完成项目立项核准、环评批复、使用林（草）土地批复、德庆普尾矿库不动产权证、德庆普尾矿库安全设施设计批复、耕地占用税缴纳等关键证照手续办理。项目预计 2025 年底建成投产，达产后一二期合计年采选矿石量将超过 1 亿吨，年矿产铜将达 30-35 万吨，巨龙铜业将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山。

## ■ 项目进展顺利，钾锂产能远期增量可期

### （1）氯化钾：

**老挝钾盐矿项目：**该项目下设老挝发展与老挝塞塔尼，分别负责万象市巴俄县和塞塔尼县钾盐矿的勘探与开发。老挝发展已取得《资源储量证》，获批氯化钾资源总量 9.84 亿吨，伴生溴矿资源量 1600 万吨，《可研报告》通过首轮技术评审。老挝塞塔尼的《勘探报告》现已通过评审，现等待《资源储量证》下发。

**大浪滩黑北钾盐矿、碱石山钾盐矿和小梁山-大风山深层卤水钾盐矿东段：**公司对大浪滩黑北钾盐矿矿区完成浅层详查和深层卤水第一阶段详查野外钻探工作，阶段性成果报告正在编制；公司对碱石山钾盐矿正在编制《普查报告》；小梁山-大风山矿区目前已经完成深层卤水《详查报告》的编制工作。

### （2）碳酸锂：

**麻米错盐湖项目：**该项目探明液体卤水矿中氯化锂储量为 250.11 万吨，折碳酸锂 217.74 万吨，拟分两期建设年产 10 万吨碳酸锂产能，首期规划年产 5 万吨碳酸锂。目前，西藏麻米错项目证照办理已获西藏自治区发改委、县住房和城乡建设局、西藏自治区自然资源厅的相关手续。公司计划于 2025 年三季度启动项目一期工程建设，经初步测算项目建设周期预计为 9-12 个月。

**结则茶卡与龙木错盐湖项目：**西藏藏青基金持有国能矿业股份 39%，而公司通过藏青基金间接持有国能矿业股份 21.09%，国能矿业拥有西藏阿里龙木错和结则茶卡两大盐湖的采矿权，合计碳酸锂储量 390 万吨，氯化钾 2800 万吨，其中碳酸锂储量居世界前列。结则茶卡盐湖产能规划为年产 6 万吨锂盐，包括 3 万吨工业级氢氧化锂项目和 3 万吨电池级

碳酸锂项目；龙木错盐湖产能规划为年产 7 万吨锂盐。国能矿业一方面加快委托加工 1 万吨氢氧化锂生产线的产线建设及各项配套建设，年内形成 1 万吨的产能并产出产品；另一方面加快推进结则茶卡盐湖及龙木错盐湖的自建线项目落地，同步落实配电单位跟进相应电力配套建设。

## ■ 盈利预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 37.37、52.60、66.60 亿元，归母净利润分别为 38.20、49.20、62.61 亿元，当前股价对应 PE 分别为 20.1、15.6、12.2 倍。

考虑到公司盐湖提锂成本优势显著，盐湖锂盐和钾肥未来放量可期。巨龙铜矿持续扩大产能，且铜价中枢开始上移。预计公司远期业绩将继续增长，因此维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

1) 全球锂盐湖及锂矿投产超预期；2) 锂电池需求不及预期；3) 公司盐湖、钾矿开采进度不及预期；4) 巨龙铜业盈利不及预期；5) 氯化钾价格大幅波动；6) 相关证件手续办理不及预期；7) 钾肥需求不及预期等。

| 预测指标       | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 主营收入（百万元）  | 3,251  | 3,737 | 5,260 | 6,660 |
| 增长率（%）     | -37.8% | 14.9% | 40.8% | 26.6% |
| 归母净利润（百万元） | 2,580  | 3,820 | 4,920 | 6,261 |
| 增长率（%）     | -24.6% | 48.1% | 28.8% | 27.3% |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.63   | 2.43  | 3.13  | 3.99  |
| ROE（%）     | 18.6%  | 25.2% | 29.1% | 32.8% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

| 资产负债表         | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表              | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产：</b>  |              |              |              |              | <b>营业收入</b>      | <b>3,251</b> | <b>3,737</b> | <b>5,260</b> | <b>6,660</b> |
| 现金及现金等价物      | 888          | 1,064        | 1,744        | 2,986        | 营业成本             | 1,791        | 1,468        | 2,348        | 3,168        |
| 应收款           | 56           | 235          | 331          | 420          | 营业税金及附加          | 353          | 181          | 261          | 334          |
| 存货            | 427          | 479          | 700          | 892          | 销售费用             | 51           | 21           | 33           | 43           |
| 其他流动资产        | 715          | 811          | 1,080        | 1,335        | 管理费用             | 247          | 154          | 224          | 286          |
| 流动资产合计        | 2,087        | 2,588        | 3,856        | 5,632        | 财务费用             | 3            | -29          | -48          | -83          |
| <b>非流动资产：</b> |              |              |              |              | 研发费用             | 7            | 10           | 16           | 21           |
| 金融类资产         | 159          | 171          | 180          | 195          | 费用合计             | 308          | 157          | 224          | 266          |
| 固定资产          | 2,525        | 2,461        | 2,539        | 2,637        | 资产减值损失           | -48          | -48          | -48          | -48          |
| 在建工程          | 87           | 292          | 353          | 272          | 公允价值变动           | 4            | 3            | 3            | 3            |
| 无形资产          | 704          | 732          | 760          | 781          | 投资收益             | 2,070        | 2,600        | 3,400        | 4,500        |
| 长期股权投资        | 6,056        | 6,528        | 7,044        | 7,616        | <b>营业利润</b>      | <b>2,855</b> | <b>4,525</b> | <b>5,823</b> | <b>7,390</b> |
| 其他非流动资产       | 3,625        | 3,625        | 3,625        | 3,625        | 加：营业外收入          | 1            | 3            | 6            | 7            |
| 非流动资产合计       | 12,997       | 13,637       | 14,320       | 14,931       | 减：营业外支出          | 147          | 53           | 65           | 61           |
| 资产总计          | 15,083       | 16,226       | 18,176       | 20,563       | <b>利润总额</b>      | <b>2,709</b> | <b>4,475</b> | <b>5,764</b> | <b>7,336</b> |
| <b>流动负债：</b>  |              |              |              |              | 所得税费用            | 139          | 671          | 865          | 1,101        |
| 短期借款          | 20           | 20           | 20           | 20           | <b>净利润</b>       | <b>2,569</b> | <b>3,804</b> | <b>4,900</b> | <b>6,235</b> |
| 应付账款、票据       | 431          | 321          | 500          | 662          | 少数股东损益           | -11          | -16          | -20          | -26          |
| 其他流动负债        | 198          | 198          | 198          | 198          | <b>归母净利润</b>     | <b>2,580</b> | <b>3,820</b> | <b>4,920</b> | <b>6,261</b> |
| 流动负债合计        | 823          | 630          | 862          | 1,062        |                  |              |              |              |              |
| <b>非流动负债：</b> |              |              |              |              | <b>主要财务指标</b>    | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 长期借款          | 0            | 0            | 0            | 0            | <b>成长性</b>       |              |              |              |              |
| 其他非流动负债       | 414          | 414          | 414          | 414          | 营业收入增长率          | -37.8%       | 14.9%        | 40.8%        | 26.6%        |
| 非流动负债合计       | 414          | 414          | 414          | 414          | 归母净利润增长率         | -24.6%       | 48.1%        | 28.8%        | 27.3%        |
| 负债合计          | 1,236        | 1,044        | 1,276        | 1,476        | <b>盈利能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>所有者权益</b>  |              |              |              |              | 毛利率              | 44.9%        | 60.7%        | 55.4%        | 52.4%        |
| 股本            | 1,580        | 1,570        | 1,570        | 1,570        | 四项费用/营收          | 9.5%         | 4.2%         | 4.3%         | 4.0%         |
| 股东权益          | 13,847       | 15,181       | 16,900       | 19,088       | 净利率              | 79.0%        | 101.8%       | 93.2%        | 93.6%        |
| 负债和所有者权益      | 15,083       | 16,226       | 18,176       | 20,563       | ROE              | 18.6%        | 25.2%        | 29.1%        | 32.8%        |
|               |              |              |              |              | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |
| <b>现金流量表</b>  | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 资产负债率            | 8.2%         | 6.4%         | 7.0%         | 7.2%         |
| 净利润           | 2569         | 3804         | 4900         | 6235         | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |
| 少数股东权益        | -11          | -16          | -20          | -26          | 总资产周转率           | 0.2          | 0.2          | 0.3          | 0.3          |
| 折旧摊销          | 430          | 204          | 201          | 207          | 应收账款周转率          | 58.1         | 15.9         | 15.9         | 15.9         |
| 公允价值变动        | 4            | 3            | 3            | 3            | 存货周转率            | 4.2          | 3.4          | 3.7          | 3.9          |
| 营运资金变动        | -2073        | -506         | -346         | -320         | <b>每股数据(元/股)</b> |              |              |              |              |
| 经营活动现金净流量     | 919          | 3488         | 4736         | 6100         | EPS              | 1.63         | 2.43         | 3.13         | 3.99         |
| 投资活动现金净流量     | -31          | -625         | -664         | -605         | P/E              | 7.3          | 20.1         | 15.6         | 12.2         |
| 筹资活动现金净流量     | -712         | -2469        | -3181        | -4048        | P/S              | 23.7         | 20.5         | 14.6         | 11.5         |
| 现金流量净额        | 176          | 394          | 892          | 1,447        | P/B              | 5.6          | 5.0          | 4.5          | 4.0          |

资料来源：Wind、华鑫证券研究

## ■ 有色、化工组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**张伟保：**华南理工大学化工硕士，13年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

## ■ 证券分析师承诺

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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

|   | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入   | > 20%               |
| 2 | 增持   | 10% — 20%           |
| 3 | 中性   | -10% — 10%          |
| 4 | 卖出   | < -10%              |

行业投资评级说明：

|   | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐   | > 10%               |
| 2 | 中性   | -10% — 10%          |
| 3 | 回避   | < -10%              |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。