



藏格矿业 (000408.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

巨龙铜矿放量，钾锂资源接续成长

公司简介

公司是国内重要的盐湖资源开发企业，现已形成钾、锂、铜多金属资源布局。公司通过全资子公司开发察尔汗盐湖项目，持有巨龙铜业 30.78% 股权，并穿透持有麻米措约 26.95% 股权和国能矿业 21.09% 股权，分享优质铜锂资源成长；紫金矿业入主后，矿山开发、工程建设与资源协同能力有望进一步增强。公司 2026H1 预计归母净利润 35.5-37.5 亿元，同比增长 97.2%-108.3%。

投资逻辑：

铜业务：巨龙二期投产抬升产能中枢，国内优质铜资源稀缺价值凸显。2026 年 7 月沪铜升至 10.51 万元/吨，考虑矿端新增供给受限，以及新能源、电网等领域需求支撑，我们预计铜价中枢有望温和抬升。巨龙二期 2026 年 1 月投产，年产铜从一期 16 万吨提升至一二期合计 30-35 万吨，对应公司权益产能 9.23-10.77 万吨/年。巨龙铜业 2025 年、2026Q1 分别为公司贡献投资收益 27.82 亿元、13.14 亿元。

钾业务：察尔汗稳产提效夯实经营底盘。2025 年中以来青海氯化钾价格保持在 3100 元/吨，我们预计氯化钾价格将继续保持稳定。公司拥有察尔汗盐湖铁路以东约 724 平方公里采矿权，已形成 120 万吨/年氯化钾产能。2025 年 9 月采矿权续期落地，并新增多种共生矿种开采权。

锂业务：察尔汗在产项目构筑基本盘，麻米措和国能矿业形成项目接续。2026 年青海碳酸锂回升至 14 万元/吨以上，我们预计碳酸锂价格维持平稳。公司通过全资子公司藏格锂业运营察尔汗 1 万吨/年碳酸锂产能，我们预计其 2028 年完成技改提升至 1.6 万吨碳酸锂产能；公司穿透持有麻米措约 26.95% 股权，一期规划 5 万吨/年，预计 2026Q3 投产；另持有国能矿业 21.09% 股权，我们预计其于 2027 年部分投产并实现 2 万吨碳酸锂产量。

盈利预测、估值和评级

我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 43.23/46.06/121.90 亿元，同比 +20.9%/+6.5%/+164.6%；实现归母净利润 85.89/112.26/138.54 亿元，同比+122.9%/+30.7%/+23.4%，对应 EPS 为 5.47/7.16/8.83 元。考虑巨龙铜矿二期放量，以及国内超大型铜矿资源的安全与稀缺属性，给予公司 2027 年 13 倍 PE，目标价 93.02 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

价格波动风险；项目推进风险；海外经营风险；安全环保风险。

国金证券研究所

分析师：吴晋恺 (执业 S1130526010001)

wujinkai@gjzq.com.cn

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：79.80 元

目标价 (人民币)：93.02 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,251	3,577	4,323	4,606	12,190
营业收入增长率	-37.79%	10.03%	20.87%	6.54%	164.65%
归母净利润(百万元)	2,580	3,852	8,589	11,226	13,854
归母净利润增长率	-24.56%	49.32%	122.94%	30.70%	23.41%
摊薄每股收益(元)	1.632	2.453	5.474	7.155	8.830
每股经营性现金流净额	0.58	1.34	0.87	1.56	4.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.61%	23.72%	42.44%	42.84%	41.40%
P/E	16.99	34.40	14.58	11.15	9.04
P/B	3.16	8.16	6.19	4.78	3.74

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、藏格矿业：从盐湖资源运营商到钾锂铜综合矿业平台	4
1.1 藏格矿业：资源布局持续深化，钾锂铜三大板块逐步成型	4
1.2 主业盈利修复叠加投资收益放量，2026H1 业绩预计翻倍	5
二、铜业务：巨龙二期投产打开成长空间，参股收益有望持续释放	7
三、钾业务：察尔汗稳产提效夯实底盘，老挝项目打开中长期增量	9
3.1 察尔汗盐湖：采矿证续期落地，资源综合利用边界进一步拓宽	9
3.2 老挝钾盐矿：资源禀赋突出，权证与工程准备决定建设节奏	12
四、锂业务：察尔汗稳产支撑，西藏盐湖项目接续成长	13
4.1 察尔汗盐湖：低成本产能构筑 2026H1 量价修复	13
4.2 麻米措盐湖：一期 5 万吨进入投产期，远期产能成长可期	14
4.3 国能矿业：两湖资源构成长周期储备，参股 21%权益贡献远期弹性	15
五、盈利预测与投资建议	16
5.1 业务核心假设	16
5.2 盈利预测	17
六、风险提示	19

图表目录

图表 1：盐湖起家，逐步构建钾锂铜多金属资源布局	4
图表 2：股权结构清晰稳定，紫金入主后资源协同空间进一步打开	5
图表 3：公司规划 2028 年实现 6-8 万吨当量碳酸锂产量和 12-13 万吨铜产量（万吨）	5
图表 4：2025 年营业收入同比增长 10.0%，2026Q1 增速提升至 29.6%	6
图表 5：2025 年归母净利润同比增长 49.3%，2026Q1 增速提升至 110.60%	6
图表 6：2025 年氯化钾毛利同比增长 92.3%，重新成为主业利润核心	6
图表 7：巨龙铜业利润贡献持续抬升，公司 2026Q1 确认投资收益 13.01 亿元	6
图表 8：2026Q1 管理费用阶段性增加	7
图表 9：低杠杆夯实财务安全垫，2025 年 ROE 回升至 25.6%	7
图表 10：2025 年经营现金流回升至 21 亿元，资本开支保持低位	7
图表 11：2025 年现金分红合计 39.18 亿元，分红率 101.7%	7
图表 12：沪铜升至 105050 元/吨	8
图表 13：中国铜粗炼费降至-154.76 美元/吨	8
图表 14：2026Q1 巨龙铜矿实现 6.04 万吨铜产量	8
图表 15：2026H1 巨龙铜矿预计实现 91 亿元净利润，其中公司预计确认 28 亿元投资收益	8



图表 16:	巨龙铜矿三期项目完成后项目总体可实现年产铜 60 万吨	8
图表 17:	巨龙铜矿距拉萨市城关区约 70 公里	9
图表 18:	紫金主导巨龙运营, 公司持有 30.78%权益	9
图表 19:	2024 年巨龙矿区累计查明铜金属资源量达 2,588 万吨(截至 2024 年 6 月)	9
图表 20:	2025 年中以来青海氯化钾出厂价稳定在 3100 元/吨	10
图表 21:	公司 2025 年氯化钾营收 29.49 亿元	10
图表 22:	公司 2025 年氯化钾毛利 19.06 亿元	10
图表 23:	公司 2026H1 氯化钾产量 51.03 万吨	11
图表 24:	公司 2025 年氯化钾单吨毛利 1757.82 元	11
图表 25:	公司拥有察尔汗盐湖铁路以东 724 平方公里采矿权	11
图表 26:	公司持有察尔汗盐湖 100%股权	11
图表 27:	2013 年察尔汗盐湖保有氯化钾资源储量 6742 万吨, 矿区以固体钾矿为主	12
图表 28:	万象凹陷是重要的钾盐矿床矿集区	12
图表 29:	公司持有两座老挝钾盐矿 70%股权	12
图表 30:	除察尔汗盐湖和老挝钾盐矿, 公司在青海还拥有三处钾盐探矿权	12
图表 31:	青海碳酸锂价格回升至 14 万元/吨以上	13
图表 32:	公司 2026H1 碳酸锂产量 0.54 万吨	14
图表 33:	公司 2025 年碳酸锂单吨毛利 2.3 万元/吨	14
图表 34:	麻米措沿 518 省道可至改则县城, 交通较为便利	14
图表 35:	公司通过江苏藏青新能源基金持有麻米措约 26.95%股权	14
图表 36:	麻米措预计 2026Q3 投产	14
图表 37:	麻米措盐湖高资源量、高品位, 为西藏优质锂资源	15
图表 38:	结则茶卡盐湖与龙木措盐湖临近新藏公路, 交通便利	15
图表 39:	公司通过藏青新能源基金持有国能矿业 21.09%股权	15
图表 40:	两湖合计 LCE 约 390 万吨, 形成西藏盐湖资源储备	16
图表 41:	结则茶卡试运行验证工艺, 龙木措持续推进开发准备	16
图表 42:	公司经营产量预测	17
图表 43:	核心参控公司假设	17
图表 44:	主营业务预测	17
图表 45:	公司投资收益及少数股东损益预测	18
图表 46:	可比公司估值	19



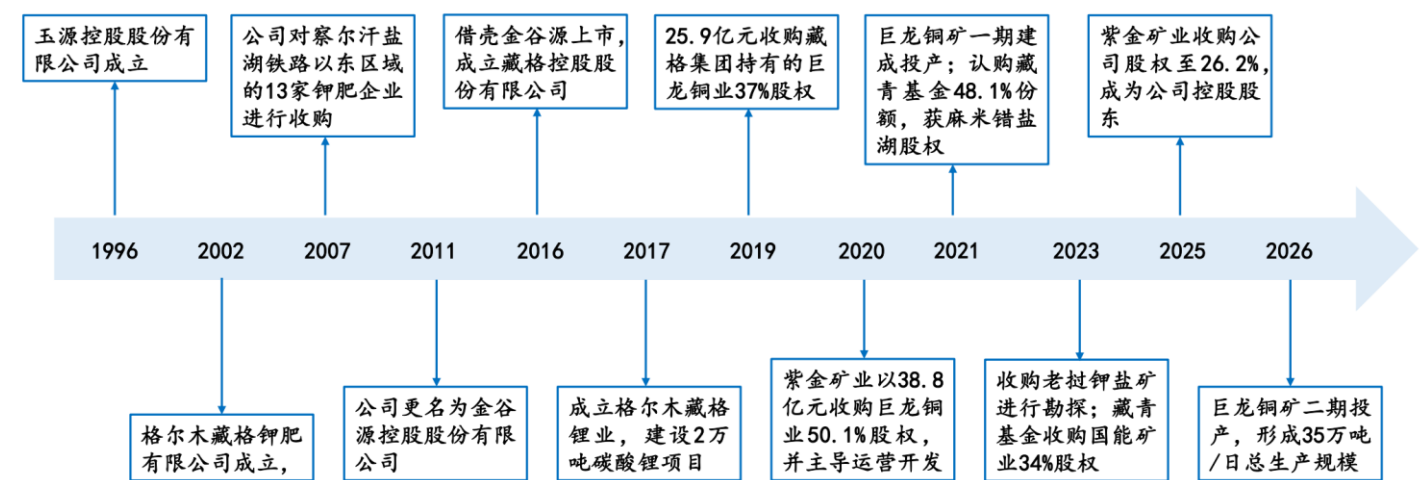
一、藏格矿业：从盐湖资源运营商到钾锂铜综合矿业平台

1.1 藏格矿业：资源布局持续深化，钾锂铜三大板块逐步成型

公司长期深耕盐湖资源开发，围绕资源整合、产业延伸和优质矿山布局，逐步完成由单一钾肥企业向综合性资源平台的转型。公司成立初期聚焦青海察尔汗盐湖资源开发，通过整合铁路以东区域钾肥企业，夯实钾肥业务基础；随后依托盐湖资源综合利用能力，向锂资源开发领域延伸，并通过参股优质铜矿资产打开新的成长空间。

公司发展路径呈现“钾肥夯实现金流、盐湖提锂拓展成长空间、铜矿资源贡献增量”的多轮驱动特征。2007年，公司完成察尔汗盐湖铁路以东区域资源整合，逐步建立钾肥业务优势；2017年成立藏格锂业，依托盐湖资源开发碳酸锂业务，实现钾锂资源综合利用；2019年收购巨龙铜业股权，切入大型铜矿资源开发领域，形成钾、锂、铜三大业务布局。

图表1：盐湖起家，逐步构建钾锂铜多金属资源布局



来源：公司官网，公司公告，紫金矿业公司公告，国金证券研究所

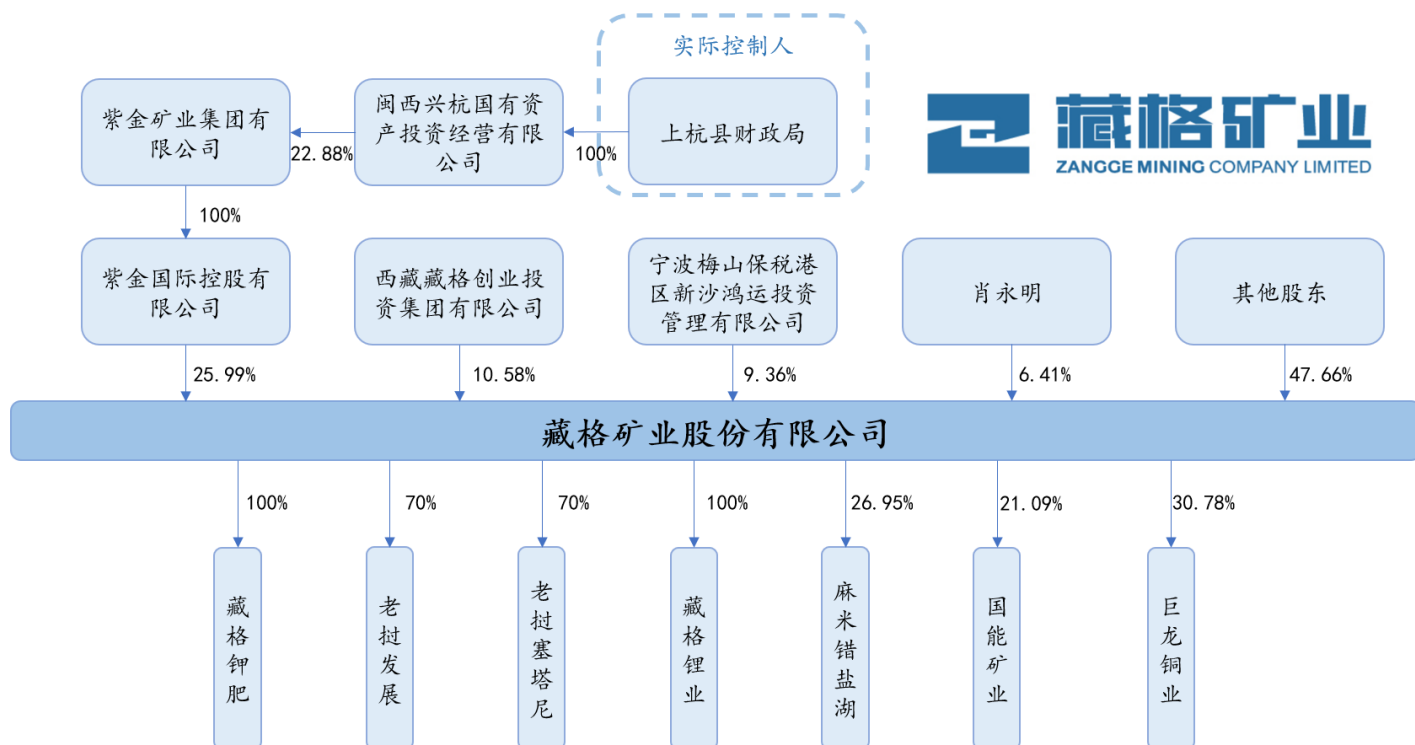
公司股权结构整体较为清晰，控股股东为紫金国际控股，持股 25.99%，实际控制人对应上杭县财政局，公司治理框架与股东层级关系明确。

资产端看，公司已形成以藏格钾肥、藏格锂业为核心的盐湖资源平台，并参股麻米措盐湖、国能矿业及巨龙铜业等优质资源项目，覆盖钾、锂、铜等多金属板块。整体来看，公司当前已搭建起“控股优质盐湖资产+参股大型成长性矿山”的资源布局，紫金入主后将进一步强化资本、运营与项目开发协同，推动公司由区域性盐湖资源企业向综合性矿业平台持续升级。

目前，公司已形成以察尔汗盐湖为核心的钾锂资源平台，以及以巨龙铜矿为代表的优质铜矿资产组合。其中，察尔汗盐湖由全资子公司运营并持续贡献稳定现金流；公司间接持有麻米措约 26.95%、国能矿业 21.09%权益，麻米措及国能矿业旗下结则茶卡、龙木措等项目提供锂资源成长空间；公司持有巨龙铜业 30.78%股权，巨龙铜矿二三期扩建有望推动公司铜业务进入快速增长阶段。伴随资源开发能力提升，公司成长逻辑由周期资源企业向综合矿业平台演进。



图表2：股权结构清晰稳定，紫金入主后资源协同空间进一步打开



来源：iFind，公司公告，国金证券研究所；注：股东持股比例数据截至 2026 年 3 月 31 日，控股及参股公司持股比例数据截至 2025 年 12 月 31 日

公司新一轮三年规划突出锂、铜放量，钾肥稳产扩产。根据公司 2026-2028 年发展规划，2028 年当量碳酸锂产量目标为 6-8 万吨，是规划期内最主要的产量增量；巨龙铜业铜产量目标为 12-13 万吨，较 2025 年实现翻倍；氯化钾产量则在百万吨级基础上稳步提升。产量目标的兑现主要取决于麻米错盐湖项目投达产及股权收购、老挝钾盐一期建设和巨龙铜矿产能爬坡。随着重点项目逐步落地，公司资源储备有望加快转化为经营贡献。

图表3：公司规划 2028 年实现 6-8 万吨当量碳酸锂产量和 12-13 万吨铜产量（万吨）

产品	2025 年	2026 年	2028 年
氯化钾	103	100	115-125
当量碳酸锂	0.88	1.65	6-8
铜（巨龙铜业）	5.97	9.5	12-13

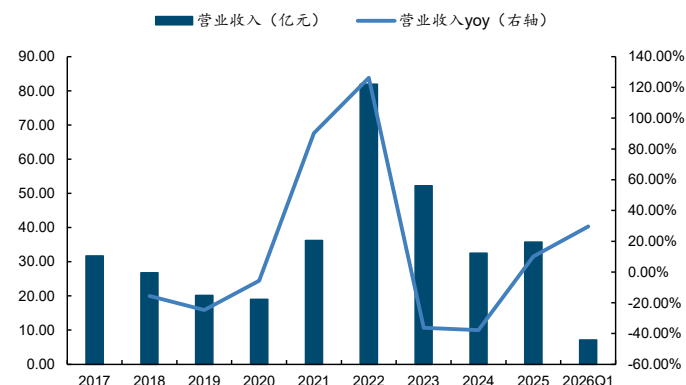
来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 主业盈利修复叠加投资收益放量，2026H1 业绩预计翻倍

收入随钾锂价格与销量波动，投资收益放大利润弹性。2017-2020 年，公司营业收入由 31.73 亿元降至 19.03 亿元，归母净利润由 12.14 亿元降至 2.29 亿元；2021-2022 年钾锂景气上行推动业绩快速增长，2022 年营业收入、归母净利润分别升至 81.94 亿元、56.55 亿元。随着钾锂价格回落，2023-2024 年收入和利润连续下行；2025 年氯化钾量价改善带动营业收入同比增长 10.0%至 35.77 亿元，叠加巨龙铜业利润增长，归母净利润同比增长 49.3%至 38.52 亿元。2026Q1 公司营业收入 7.16 亿元、同比增长 29.6%，归母净利润 15.74 亿元、同比增长 110.6%；根据公司业绩预告，2026H1 归母净利润预计 35.5-37.5 亿元、同比增长 97.2%-108.3%，主业修复与巨龙铜业投资收益共同推动业绩接近翻倍。

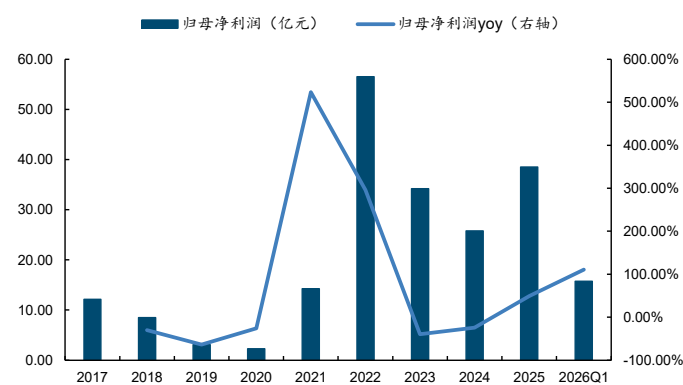


图表4: 2025 年营业收入同比增长 10.0%，2026Q1 增速提升至 29.6%



来源: iFinD, 国金证券研究所

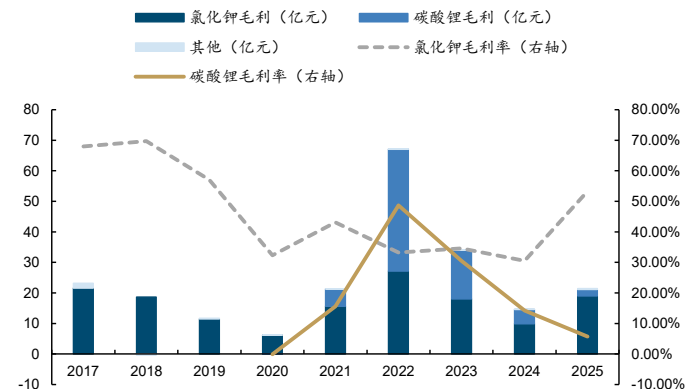
图表5: 2025 年归母净利润同比增长 49.3%，2026Q1 增速提升至 110.60%



来源: iFinD, 国金证券研究所

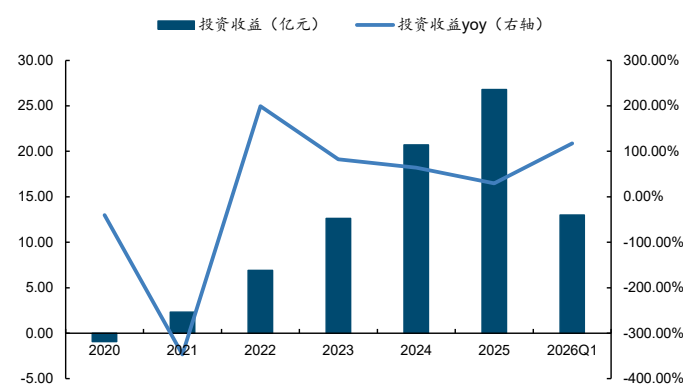
钾肥盈利修复夯实主业底盘，巨龙铜业成为利润增长的核心来源。2025 年氯化钾毛利同比增长 92.3%至 19.06 亿元，毛利占主业毛利的比重明显回升；同期碳酸锂毛利由 4.64 亿元降至 2.06 亿元，主业利润结构重新向钾肥倾斜。根据公司业绩预告，2026H1 氯化钾产量、销量分别约 51.03 万吨、52.53 万吨，产品售价同比上涨且单位销售成本下降；碳酸锂产量、销量分别约 5,400 吨、4,000 吨，售价同比明显回升，两项主业盈利均有改善。铜业务方面，公司 2025 确认投资收益 26.80 亿元；根据公司业绩预告，2026H1 巨龙铜业预计确认投资收益约 28 亿元，继续构成归母净利润的主要增量。

图表6: 2025 年氯化钾毛利同比增长 92.3%，重新成为主业利润核心



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表7: 巨龙铜业利润贡献持续抬升，公司 2026Q1 确认投资收益 13.01 亿元

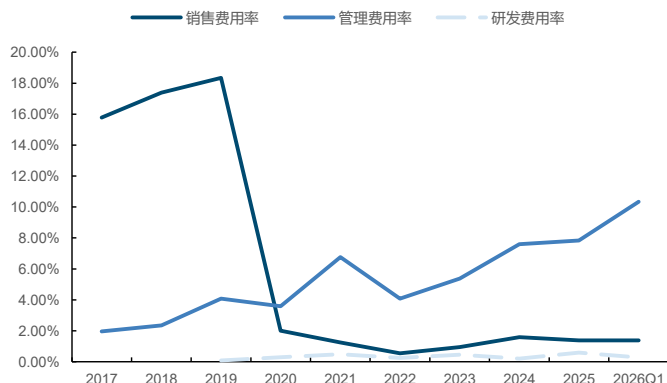


来源: iFinD, 国金证券研究所

费用端保持较强管控，低杠杆为项目推进和股东回报保留充足空间。2020 年以来，公司期间费用率整体显著低于 2017-2019 年水平，2025 年销售、管理和研发费用率合计约 9.81%。资产负债率长期处于较低水平，2025 年末仅 8.35%；同时受归母净利润回升带动，ROE 由 2024 年的 19.2%提升至 2025 年的 25.6%，体现出较强的盈利转化效率和财务安全边际。

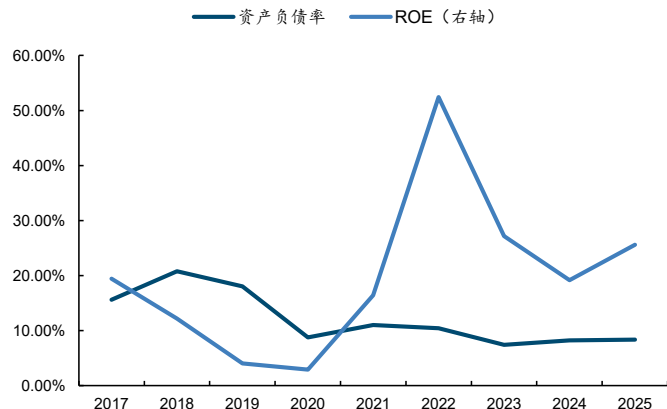


图表8：2026Q1 管理费用阶段性增加



来源：iFind，国金证券研究所

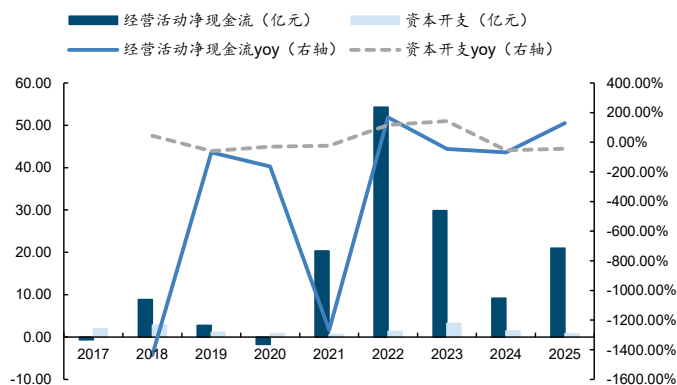
图表9：低杠杆夯实财务安全垫，2025 年 ROE 回升至 25.6%



来源：iFind，国金证券研究所

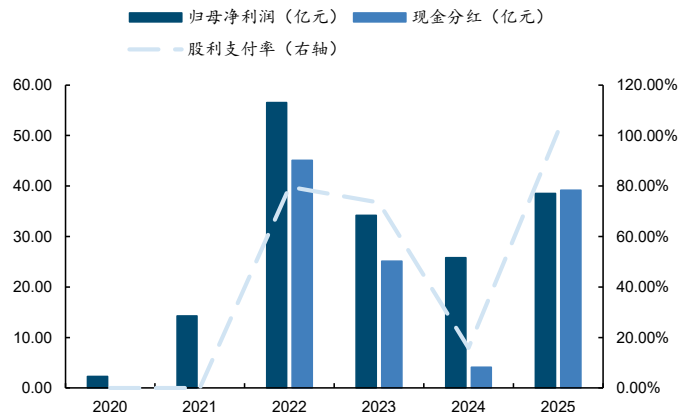
经营现金流随主业景气修复，高分红强化股东回报。公司经营活动净现金流在 2022 年达到 54.30 亿元，随后随钾锂产品价格回落降至 2024 年的 9.19 亿元，2025 年伴随主业盈利修复回升至 21.00 亿元、同比增长 128.5%；同期资本开支仅 0.82 亿元，主要铜矿扩建由参股公司承担，上市公司本部资本开支压力相对可控。按已实施金额计算，2025 年中期和年度现金分红合计 39.18 亿元，对应股利支付率约 101.7%，经营现金流修复与低资产负债率共同支撑高比例股东回报。

图表10：2025 年经营现金流回升至 21 亿元，资本开支保持低位



来源：iFind，国金证券研究所

图表11：2025 年现金分红合计 39.18 亿元，分红率 101.7%



来源：iFind，国金证券研究所

二、铜业务：巨龙二期投产打开成长空间，参股收益有望持续释放

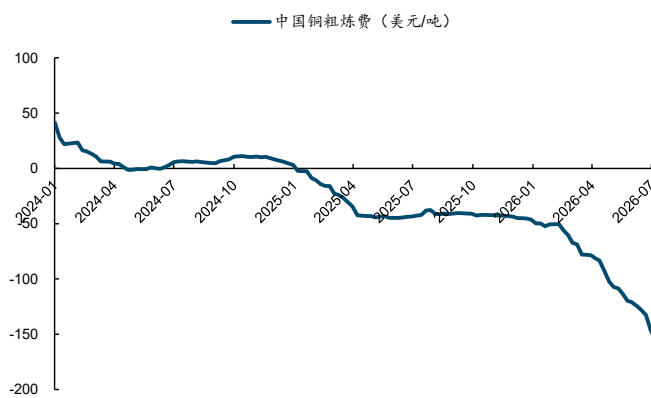
铜价中枢持续上移，矿端紧张程度进一步加深。沪铜已上涨至 10.51 万元/吨；与此同时，中国铜粗炼费进一步降至 -154.76 美元/吨，印证铜精矿供应偏紧。展望 2026-2028 年，考虑矿端新增供给受限，以及新能源、电网等领域需求支撑，我们预计铜价中枢有望温和抬升。



图表12：沪铜升至 105050 元/吨



图表13：中国铜粗炼费降至-154.76 美元/吨

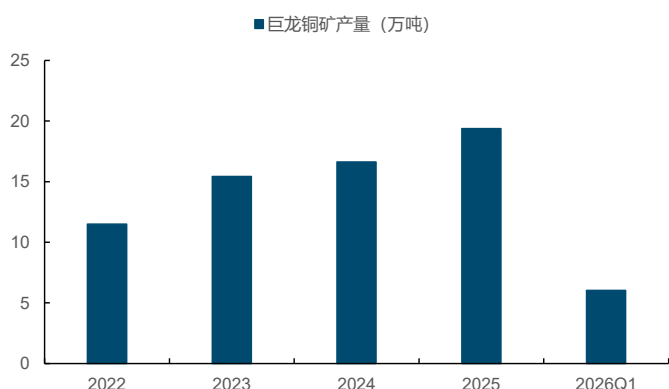


来源：iFinD，国金证券研究所

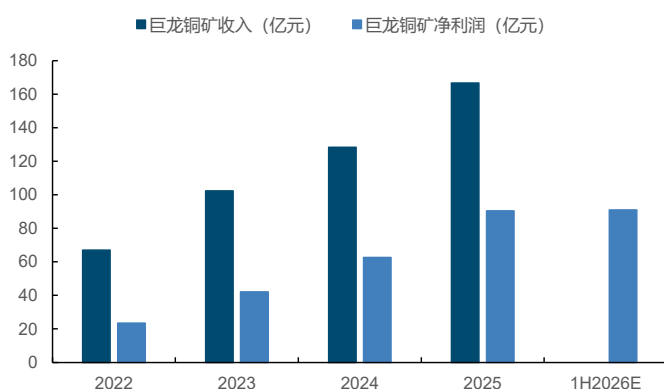
来源：iFinD，国金证券研究所

二期投产推动产能台阶式跃升，投资收益同步受益。巨龙一期于 2021 年 12 月投产；二期于 2026 年 1 月 23 日正式建成投产，新增采选规模 20 万吨/日，项目总处理能力提升至 35 万吨，年处理矿石约 1.05 亿吨，达产后年产铜由 2025 年的 19.38 万吨提升至 30-35 万吨。若三期取得政府有关部门批准，远期年处理矿石规模有望达到约 2 亿吨、年产铜约 60 万吨。巨龙铜业 2025 年实现净利润 90.40 亿元，公司确认投资收益 27.82 亿元；根据公司业绩预报，公司 2026H1 预计确认巨龙铜业投资收益约 28 亿元。

图表14：2026Q1 巨龙铜矿实现 6.04 万吨铜产量



图表15：2026H1 巨龙铜矿预计实现 91 亿元净利润，其中公司预计确认 28 亿元投资收益



来源：紫金矿业公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所；2026H1 净利润为通过公司投资收益与股权倒算得出

图表16：巨龙铜矿三期项目完成后项目总体可实现年产铜 60 万吨

	一期项目	二期项目	三期项目
投产/预计投产时间	2021 年 12 月	2026 年一季度	二期完成后启动规划
铜矿采选矿石量 (万吨/年)	4,500	约 11,000	约 20,000
达产后巨龙项目总铜产能 (万吨/年)	16	30-35	60

来源：紫金矿业公司公告，国金证券研究所

巨龙铜矿是公司铜业务最重要的权益资产，区位与基础设施支撑规模化开发。项目位于西藏拉萨市墨竹工卡县，距拉萨市城关区约 70 公里，区域配套较为完善；巨龙铜业以驱龙、荣木错拉和知不拉等铜多金属矿权为核心，已形成大型露天采选体系。公司持有巨龙铜业 30.78% 股权，项目产量释放和盈利改善主要通过权益法投资收益及现金分红反映在上市公司报表中。

持股比例稳定在 30.78%，紫金矿业主导项目建设运营。2019 年 6 月，公司通过控股股东

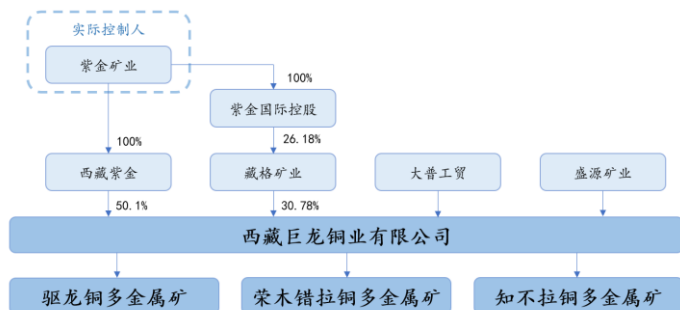


以资抵债取得巨龙铜业 37.00%股权；2020 年 7 月，公司向紫金矿业全资子公司西藏紫金转让其中 6.22%股权，此后持股比例调整至 30.78%，并按持股比例参与后续增资。西藏紫金合计持有巨龙铜业 50.10%股权并主导建设运营；2025 年紫金矿业取得公司控制权后，双方在治理和项目开发层面的协同基础进一步增强。

图表17：巨龙铜矿距拉萨市城关区约 70 公里



图表18：紫金主导巨龙运营，公司持有 30.78%权益



来源：紫金矿业公司公告，国金证券研究所

来源：iFinD，紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，国金证券研究所

超大型资源禀赋为持续扩产提供长期支撑。截至 2024 年 6 月，巨龙矿区备案矿石资源量 90.15 亿吨，平均铜品位 0.29%，铜金属资源量 2,588.04 万吨，为中国目前备案资源量最多的铜矿山；备案矿石储量 47.94 亿吨，平均铜品位 0.32%，铜金属储量 1,535.73 万吨。按公司 30.78%持股比例简单折算，对应权益铜资源量约 796.60 万吨。2024 年估算铜边际品位由 2022 年的 0.30%降至 0.17%，在资源量显著增长的同时，也对大规模低品位矿石的采选效率和成本控制提出更高要求。

图表19：2024 年巨龙矿区累计查明铜金属资源量达 2,588 万吨（截至 2024 年 6 月）

	资源量				储量		
	探明	控制	推断	小计	证实	可信	合计
矿石量（万吨）	107,054	493,287	301,131	901,473	104,108	375,324	479,432
品位	0.38%	0.29%	0.24%	0.29%	0.38%	0.30%	0.32%
金属量（万吨）	405.31	1,450.93	731.8	2,588.04	394.16	1,141.57	1,535.73
较 2022 年增加矿石量（万吨）	44,239	304,639	274,184	623,063	43,535	199,452	242,987
较 2022 年增加金属量（万吨）	137.96	703.2	631.44	1,472.60	136.12	441.6	577.72

来源：紫金矿业公司公告，国金证券研究所；注：2022 年估算铜边际品位为 0.30%，2024 年估算铜边际品位为 0.17%

三、钾业务：察尔汗稳产提效夯实底盘，老挝项目打开中长期增量

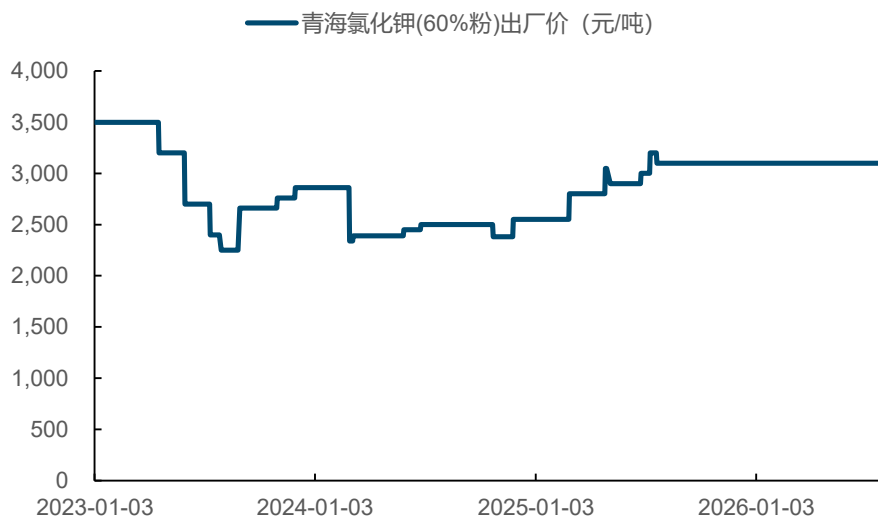
3.1 察尔汗盐湖：采矿证续期落地，资源综合利用边界进一步拓宽

氯化钾价格经历高位回落后逐步修复，并进入相对稳定阶段。青海 60%粉氯化钾出厂均价由 2022 年的 4167 元/吨降至 2024 年的 2517 元/吨，2025 年回升至 2938 元/吨；2025 年末以来价格维持在 3100 元/吨。展望 2026–2028 年，国内钾资源约束与农业刚需对价格形成支撑，进口补充和需求季节性则限制上行空间，我们预计氯化钾价格将维持稳定。

察尔汗盐湖构成公司钾业务的资源与现金流底盘，氯化钾供给维持百万吨级。公司通过全资子公司藏格钾肥开发察尔汗盐湖钾镁矿，已形成 120 万吨/年设计产能，是国内氯化钾重要供应商。2025 年氯化钾产量 103.32 万吨、销量 108.43 万吨，销量高于产量部分与前三季度释放国储库存有关；2026 年公司计划生产氯化钾 100 万吨，经营重点由单纯扩量转向稳产优产和精益运营。

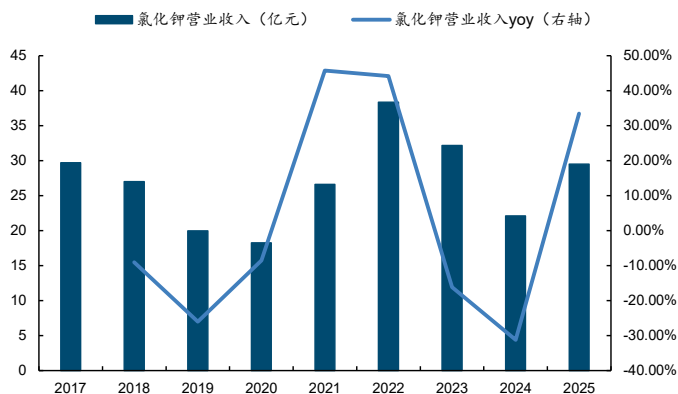


图表20: 2025 年中以来青海氯化钾出厂价稳定在 3100 元/吨

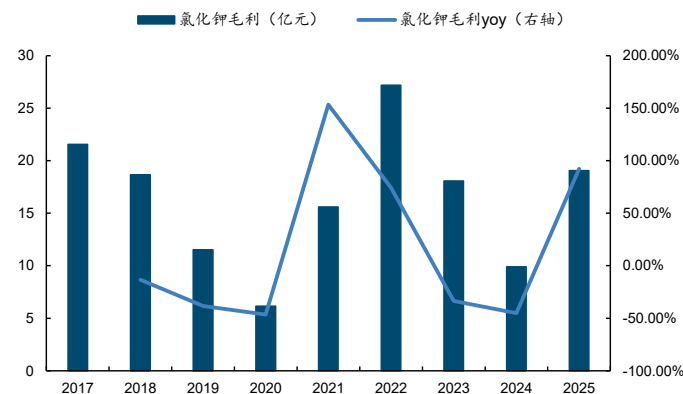


来源: iFinD, 国金证券研究所

图表21: 公司 2025 年氯化钾营收 29.49 亿元



图表22: 公司 2025 年氯化钾毛利 19.06 亿元



来源: iFinD, 国金证券研究所

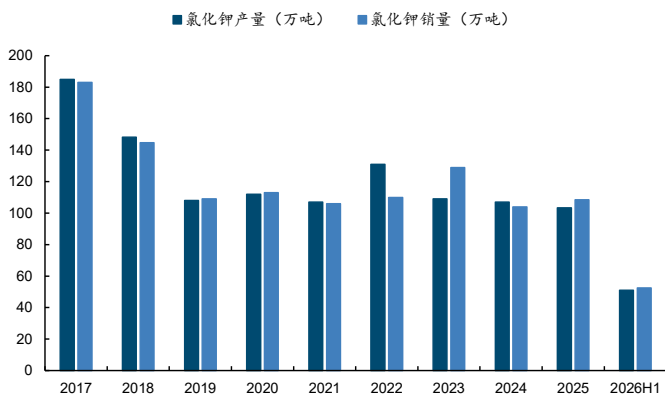
来源: iFinD, 国金证券研究所

钾价上行与成本优化共同推动主业利润弹性释放。2025 年全国氯化钾平均含税售价 2,964.28 元/吨, 同比增长 28.57%, 带动收入增至 29.49 亿元、同比增长 33.42%; 毛利率升至 64.64%、同比提升 19.81 个百分点, 对应毛利约 19.06 亿元、同比增长 92.3%。

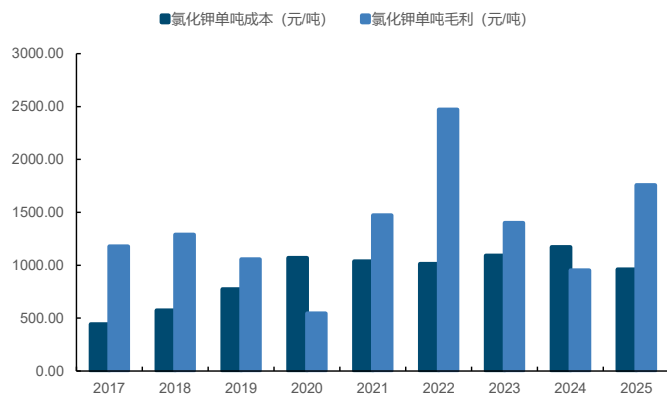
降本构成盈利修复的另一条主线。按 2025 年分部收入、营业成本及销量测算, 氯化钾单位销售成本约 962 元/吨, 同比下降约 17.6%, 单吨毛利约 1,758 元/吨。2026Q1 改善趋势延续: 氯化钾平均含税售价 3,082.46 元/吨、平均销售成本 987.07 元/吨, 毛利率 65.10%, 同比提升 7.24 个百分点。



图表23：公司 2026H1 氯化钾产量 51.03 万吨



图表24：公司 2025 年氯化钾单吨毛利 1757.82 元



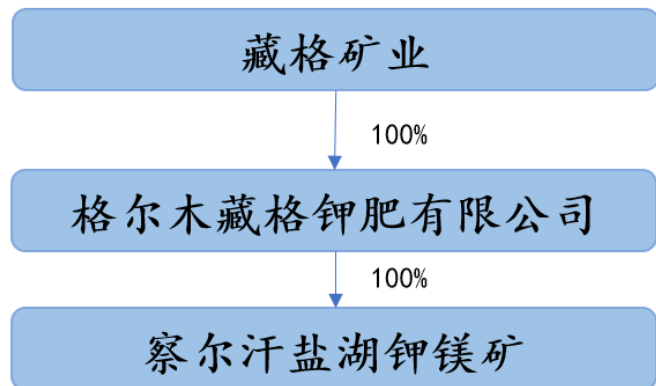
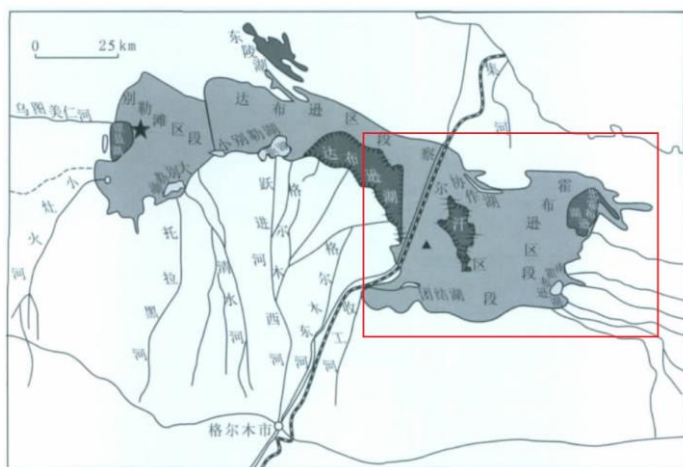
来源：公司公告，国金证券研究所

来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所

察尔汗盐湖资产权属清晰，核心矿权构筑公司钾业务资源壁垒。公司通过格尔木藏格钾肥有限公司 100%持有察尔汗盐湖钾镁矿，核心盐湖资产实现全资控制。察尔汗盐湖距格尔木市区约 60 公里，海拔 2677-2680 米，总面积 5856 平方公里，是我国最大的天然盐湖和最大的可溶性钾镁盐矿床，公司拥有其中铁路以东约 724 平方公里采矿权，处于盐湖核心资源区，区位优势与资源禀赋兼备。依托清晰股权结构与优质矿权布局，公司持续夯实钾资源开发基础，并为锂、镁、硼等共生资源综合利用打开空间。

图表25：公司拥有察尔汗盐湖铁路以东 724 平方公里采矿权

图表26：公司持有察尔汗盐湖 100%股权



来源：《青海察尔汗盐湖固体钾盐物质组成及意义》，公司官网，国金证券研究所

来源：公司官网，国金证券研究所

察尔汗盐湖钾资源储量丰厚，固液并存的资源结构支撑公司钾业务长期稳产。藏格钾肥采矿段合计保有氯化钾资源储量约 6742 万吨，其中固体矿对应 KCl 资源储量 6229 万吨、平均品位 0.86%，液体矿对应 KCl 资源储量 513 万吨、平均品位 0.74%。从赋存形态看，矿区以固体钾矿为主、晶间卤水同步赋存，兼具资源规模与开发连续性，根据采矿权报告，矿区水文地质条件简单，属于开采技术条件简单的矿床。

采矿权证续期落地，新增共生矿种开采权。根据公司 2025 年三季报，藏格钾肥已于 2025 年 9 月 30 日取得察尔汗盐湖钾镁矿采矿权证，在延续主矿种钾盐开采权的同时，新增矿盐、镁盐、锂矿、硼矿等共生矿种开采权，资源综合利用价值进一步提升。根据资源储量报告及开发利用方案，矿区保有 KCl 资源量 2310 万吨，设计主产品氯化钾产能 120 万吨/年、副产品电池级碳酸锂产能 1 万吨/年，工业盐、镁、硼等副产品相关手续正在推进过程中，后续有望实现有序开发、逐步贡献增量。



图表27: 2013 年察尔汗盐湖保有氯化钾资源储量 6742 万吨, 矿区以固体钾矿为主

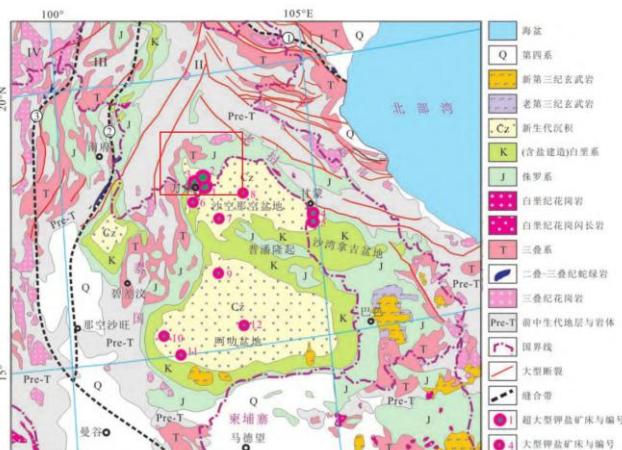
矿产种类		122b	333	合计
KCl	矿石量 (万吨)	385035	377346	762381
	固体矿			
	KCl 资源储量 (万吨)	3992	2236	6229
KCl	品位 (%)	1.08	0.63	0.86
	液体矿			
	卤水量 (万立方米)	54277	-	54277
KCl	KCl 资源储量 (万吨)	513	-	513
	品位 (%)	0.74	-	0.74

来源: 公司公告, 国金证券研究所

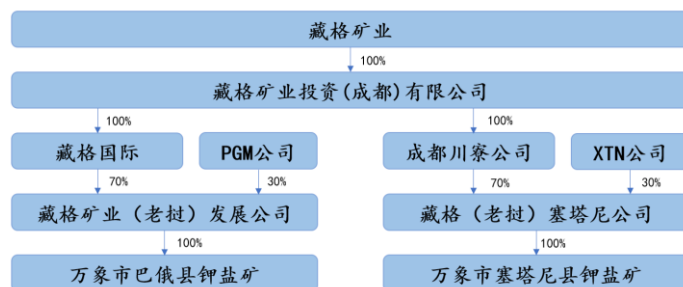
3.2 老挝钾盐矿: 资源禀赋突出, 权证与工程准备决定建设节奏

积极推进老挝钾盐资源布局, 老挝核心矿权构筑海外钾盐业务成长平台。公司通过间接持有老挝巴俄县钾盐矿和塞塔尼县钾盐矿 70% 权益, 两宗矿权均位于老挝万象凹陷内, 属呵叻盆地蒸发岩钾盐成矿系统的重要组成部分, 矿区距万象市区约 35 公里, 地理位置较优, 交通和基础设施条件较好。根据公司公告, 老挝发展公司已取得《钾盐矿勘探报告》及《钾盐矿储量证》, 在塞塔尼县和巴俄县 157.72 平方公里范围内获批氯化钾资源量约 9.84 亿吨。塞塔尼项目勘探面积 198.97 平方公里, 预计获批氯化钾资源量 13.05 亿吨, 平均品位 16.45%。公司拟分两期建设 200 万吨/年氯化钾产能, 其中一期 100 万吨/年, 老挝项目有望成为公司钾盐业务中长期增量的重要来源。

图表28: 万象凹陷是重要的钾盐矿床矿集区



图表29: 公司持有两座老挝钾盐矿 70% 股权



来源: 《老挝万象凹陷钾盐矿床变形改造富集模式》, 国金证券研究所

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

青海探矿权储备增厚资源基础。公司在青海还储备大浪滩黑北钾盐矿、小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段及碱石山钾盐矿三宗探矿权, 三者均位于茫崖一带盐湖成矿区, 资源属性上均为以钾盐为主、伴生锂、镁和芒硝的综合性矿田。其中大浪滩黑北项目已完成第一阶段详查野外钻探并形成阶段性成果, 碱石山项目《普查报告》已提交评审, 小梁山-大风山东段正推进探矿权证续期, 三宗探矿权共同构成公司青海盐湖资源储备的重要补充。

图表30: 除察尔汗盐湖和老挝钾盐矿, 公司在青海还拥有三处钾盐探矿权

项目	权益比例	权证情况	资源情况
察尔汗盐湖项目	100%	察尔汗盐湖铁路以东 724.35 平方公里的钾盐采矿权	根据《青海省格尔木市察尔汗盐湖藏格钾肥采矿段钾镁盐矿资源储量核实报告》, 截止 2023 年 5 月 31 日, 氯化钾保有量约 2309.66 万吨。
老挝万象巴俄矿区钾盐项目	70%	已取得老挝万象塞塔尼县和巴俄县 157.72 平方公里钾盐矿储量证; 巴俄县钾盐矿《项目可行性研究报告》已编制完成待评审, 《环评报告》正在编制中	合计备案氯化钾资源量约为 9.84 亿吨
老挝万象塞塔尼县钾盐项目	70%		



项目	权益比例	权证情况	资源情况
大浪滩黑北钾盐矿	100%	探矿权，勘查面积：368.52 平方公里	资源以钾盐为主，伴生有锂、镁和芒硝的综合性矿田
小梁山-大风山地区深层卤水钾盐矿东段	100%	详查探矿权，勘查面积：516.88 平方公里	
碱石山钾盐矿	100%	预查探矿权，勘查面积：505.33 平方公里	

来源：紫金矿业公司公告，国金证券研究所

四、锂业务：察尔汗稳产支撑，西藏盐湖项目接续成长

4.1 察尔汗盐湖：低成本产能构筑基本盘，2026H1 量价修复

锂价自低位快速反弹后有所回落，供需再平衡仍在进行。青海电池级碳酸锂 2026 年回升至 14 万元/吨以上。展望 2026-2028 年，新能源汽车和储能需求增长将对价格形成支撑，但新增供给释放仍会压制上行弹性，我们预计公司碳酸锂含税均价维持 15 万元/吨，价格中枢较 2024-2025 年低位修复，整体以震荡为主。

图表31：青海碳酸锂价格回升至 14 万元/吨以上



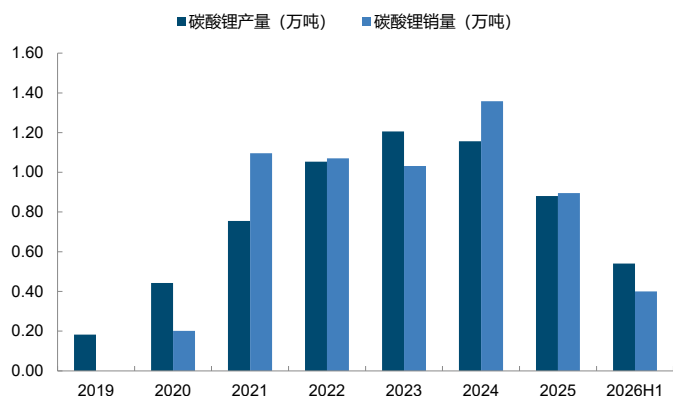
来源：iFinD，国金证券研究所

察尔汗盐湖构成公司锂业务的在产基本盘，钾锂协同提升卤水资源利用效率。公司通过全资子公司藏格锂业运营 1 万吨/年电池级碳酸锂产能，以钾肥生产后的老卤为原料，形成钾肥生产、卤水提锂相衔接的资源梯级利用模式。针对低锂浓度卤水，公司自主形成连续吸附、多级膜法精制及树脂深度除杂的一步法工艺，构成察尔汗产能维持成本竞争力的重要支撑。

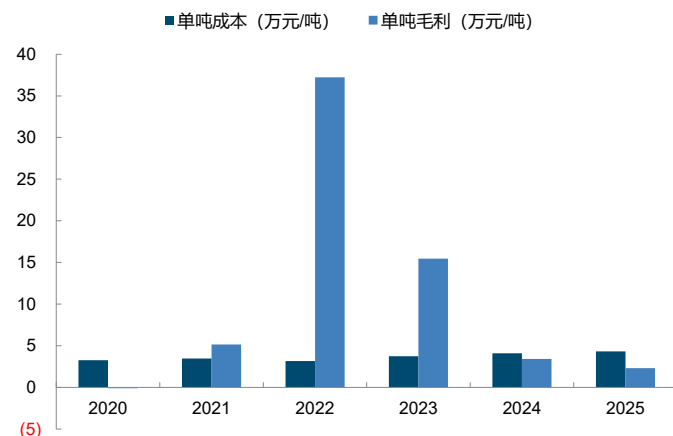
2026 年以来锂价与板块盈利能力修复，察尔汗产销仍处恢复阶段。2026Q1 公司碳酸锂产量 1,765 吨、销量 1,290 吨，平均含税售价 14.94 万元/吨、平均销售成本 4.94 万元/吨，毛利率 62.64%，同比提升 35.19 个百分点；单位成本同比增长 4.39%，主要由于产量下降推高单位固定成本。公司预计 2026H1 碳酸锂产量约 5,400 吨、销量约 4,000 吨，销售价格同比大幅上涨，带动锂板块经营表现明显改善。



图表32：公司2026H1碳酸锂产量0.54万吨



图表33：公司2025年碳酸锂单吨毛利2.3万元/吨



来源：公司公告，国金证券研究所

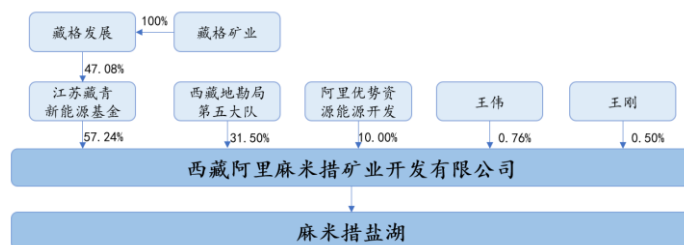
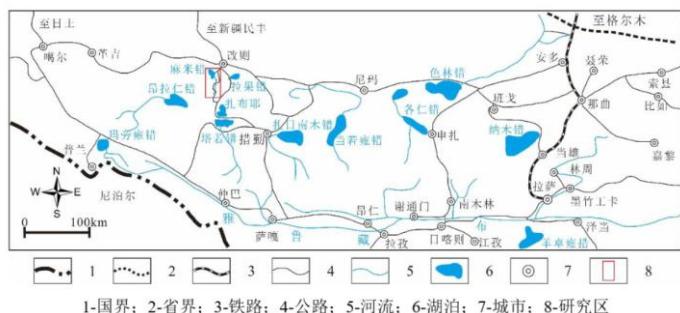
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 麻米措盐湖：一期5万吨进入投产期，远期产能成长可期

麻米措盐湖是公司锂业务由青海走向西藏的核心增量项目。项目位于西藏阿里地区改则县，矿区面积115.36平方公里，矿产资源以地表卤水为主；探明液体卤水矿LiCl资源量250.11万吨，折LCE约217.74万吨。公司通过江苏藏青新能源产业发展基金持有项目约26.95%权益。根据公司公告，公司对产业基金所持麻米措矿业相关股权享有优先收购权

图表34：麻米措沿518省道可至改则县城，交通较为便利

图表35：公司通过江苏藏青新能源基金持有麻米措约26.95%股权



来源：《西藏麻米措盐湖锂矿水化学与钙华年代学和地球化学特征》，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

一期工程权证齐备，规划产能与资源禀赋相匹配。项目一期规划年产5万吨电池级碳酸锂并副产1.7万吨硼砂，主体项目估算总投资45.37亿元，矿山服务年限33年，不含2年建设期。项目环评、核准、施工许可及采矿许可证均已取得，为后续设备联动调试和产能爬坡奠定基础。

工程建设进入投产前冲刺阶段。截至2026Q1，厂房土建已完成，核心车间钢结构吊装基本完成，主要生产设备基本到位，配套能源站按计划推进。公司预计项目于2026Q3进入投产阶段，2026年碳酸锂产量目标为2-2.5万吨，对应公司穿透权益产量约0.5-0.6万吨。

图表36：麻米措预计2026Q3投产

资本开支	开采方式	一期产能	矿山服务年限	生产厂区海拔	预计投产	远期规划	核心权证
45.37亿元	露天开采	5万吨/年电池级碳酸锂；副产1.7万吨/年硼砂	33年；不含建设期2年	4500米	2026Q3	整体规划10万吨/年；二期新增5万吨/年，择机启动	环评、项目核准、施工许可、采矿证均已取得

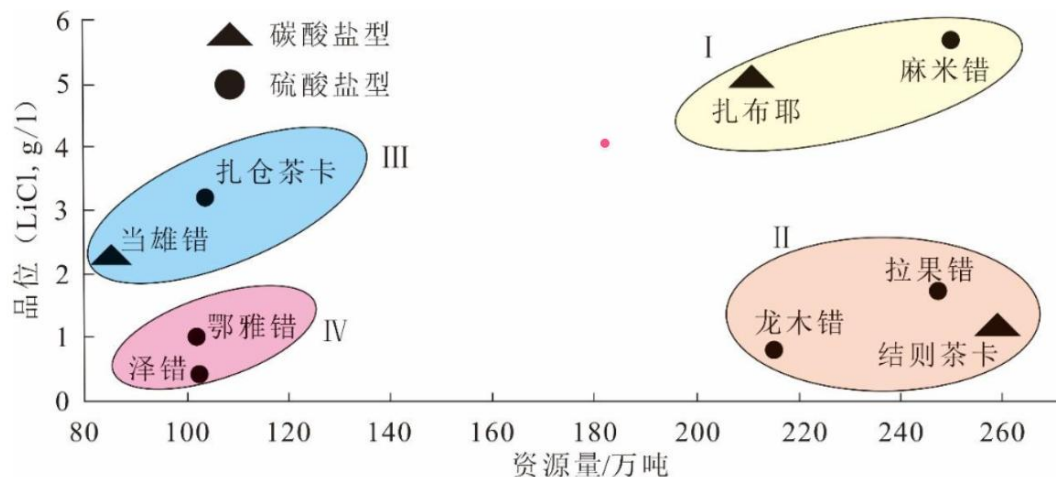
来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所



技术输出与能源配套共同提升麻米措投产效率。麻米措采用吸附、膜分离等盐湖提锂路线，藏格锂业已向项目推广低浓度卤水处理、连续吸附和深度除杂技术；配套能源站由紫金龙净以 B00 模式另行投资建设，紫金体系在高原工程组织和供应链管理方面的经验进一步增强项目协同，形成工艺、能源和工程建设三方面保障。

远期规划提升公司锂业务成长空间。麻米措整体规划碳酸锂产能 10 万吨/年，二期拟新增 5 万吨/年，并将结合一期运营情况推进。一期投产后，公司有望形成察尔汗 1 万吨在产产能与麻米措权益增量的组合，推动锂业务产量和利润贡献同步提升。

图表37：麻米措盐湖高资源量、高品位，为西藏优质锂资源



来源：《西藏麻米措盐湖锂矿水化学与钙华年代学和地球化学特征》，国金证券研究所

4.3 国能矿业：两湖资源构成长周期储备，参股 21%权益贡献远期弹性

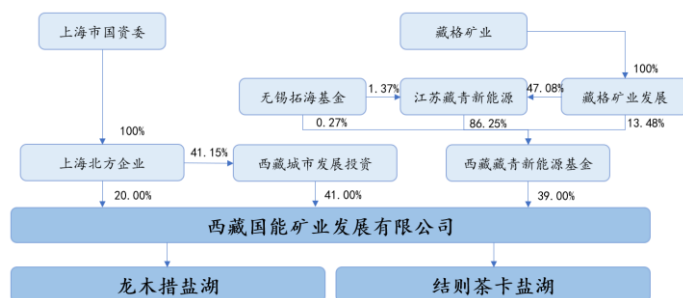
国能矿业构成公司西藏盐湖资源的长期接续平台。西藏藏青新能源产业发展基金持有国能矿业 39%股权，公司通过该基金间接持有国能矿业 21.09%权益；国能矿业持有结则茶卡和龙木措两处采矿权。按公司官网口径，两湖合计 LCE 约 390 万吨、KCl 约 2,800 万吨，并伴生硼资源，锂钾硼综合资源形成麻米措之后的规模化项目储备。

结则茶卡和龙木措集中分布于日土县西北部，G219 贯通阿里与新疆方向。结则茶卡位于日土县东汝乡和多玛乡，项目区距 G219 最近约 16 公里、距东汝村约 8.5 公里，矿区内部道路经乡道接入 G219；沿 G219 向西 300 多公里可达狮泉河，向北可通往新疆。龙木措位于日土县松西区，与结则茶卡同处日土县西北部盐湖资源带，集中布局有利于后续工程组织和技术协同。

图表38：结则茶卡盐湖与龙木措盐湖临近新藏公路，交通便利



图表39：公司通过藏青新能源基金持有国能矿业 21.09% 股权



来源：西藏自治区生态环境厅，国金证券研究所

来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所



结则茶卡以试运行先行验证工艺，规模化开发路径逐步清晰。项目规划年产 6 万吨锂盐，包括 3 万吨工业级氢氧化锂和 3 万吨电池级碳酸锂；另推进万吨级氢氧化锂委托加工线。截至 2026 年 5 月，首条 3,300 吨/年产线进入试运行，工艺能耗及产品指标符合设计要求，为后续万吨级产线和 6 万吨规划项目积累生产参数。

龙木措规划规模更大。项目规划年产 7 万吨碳酸锂、2.5 万吨硼砂；开发利用方案于 2023 年 12 月通过评审，2025 年 1 月取得环评批复。两湖共同构成麻米措之后的第二增长梯队。

图表40：两湖合计 LCE 约 390 万吨，形成西藏盐湖资源储备

	资源量（万吨）			品位（mg/L）			卤水体积 （亿 m³）
	B ₂ O ₃	LiCl	KCl	B ₂ O ₃	LiCl	KCl	
结则茶卡盐湖	161	231	980	821	1173	4984	19.66
龙木措盐湖	170	217	1859	620	794	6802	27.34

来源：西藏城投公告，国金证券研究所

图表41：结则茶卡试运行验证工艺，龙木措持续推进开发准备

项目	区位及卤水类型	采矿证及矿区面积	开发规划	最新进展
结则茶卡盐湖	西藏阿里地区日土县东汝乡；高海拔盐湖；碳酸盐型卤水	露天开采；矿区面积 99.5555 平方公里；证载生产规模 1.00 万吨/年	规划年产 6 万吨锂盐：3 万吨工业级氢氧化锂+3 万吨电池级碳酸锂；另推进万吨级氢氧化锂委托加工线，首条 3300 吨产线	2026-05，首条 3300 吨产线处于试运行阶段，工艺能耗、产品指标符合设计要求
龙木措盐湖	西藏阿里地区日土县松西区；典型高海拔深水盐湖，卤水富锂、硼、钾	露天开采；开采矿种为硼、锂、钾；矿区面积 100.938 平方公里；有效期 2024-04-05 至 2029-04-05；证载生产规模 1.00 万吨/年。	开发利用方案确定年产 7 万吨碳酸锂、2.5 万吨硼砂，总服务年限 26 年；采用露天抽卤，吸附+膜/树脂+MVR 浓缩及沉锂工艺	开发利用方案于 2023-12 通过专家评审；2025-01 取得环评批复；2026-01，后续审批手续及流程有序推进

来源：公司公告，西藏城投公司公告，蓝晓科技公司公告，《龙木措盐湖水文情势和湖水化学特征》，国金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

5.1 业务核心假设

基于已披露项目进展及公司发展战略，我们按价格、产销量和单位成本三个维度对 2026-2028 年铜、氯化钾和碳酸锂业务作如下假设：

铜业务：价格方面，考虑全球铜矿供给增长受限、库存去化，以及新能源和电网等领域需求支撑，我们假设 2026-2028 年含税铜价 10.50/11.03/11.36 万元/吨，并基于审慎原则假设 2027-2028 年分别上涨 5%/3%。产量方面，巨龙铜矿二期已于 2026 年 1 月投产，达产后年产铜 30-35 万吨，我们假设销量 30/34/35 万吨；按公司 30.78%权益比例，对应权益产量 9.23/10.47/10.77 万吨。成本方面，2026Q1 二期投产后巨龙产销量和单位净利均明显提升，1.86 万吨权益销量获 13 亿元投资收益，单位净利约 7 万元，单位完全成本约 2 万元，因此我们假设单位 2026-2028 年完全成本 2.17/2.23/2.23 万元/吨，规模效应推动单位成本较历史期下降；后续考虑低品位矿石开采等因素，2027 年成本小幅回升后保持稳定。

氯化钾业务：价格方面，参考 2026Q1 平均含税售价 3,082.46 元/吨，考虑国内钾资源约束、农业刚需支撑，我们假设 2026-2028 年含税价格 3,082.46/3,082.46/3,082.46 元/吨。产销量方面，察尔汗盐湖产量假设 100/110/120 万吨，销量假设 104/110/120 万吨，2026-2028 年逐步提升至 120 万吨满产水平，与公司 2028 年氯化钾产量 115-125 万吨的战略规划一致。成本方面，延续 2025 年实际单位成本及物流集中招标等降本成果，假设 962/962/962 元/吨。

碳酸锂业务：价格方面，参考 2026Q1 公司平均含税售价 14.94 万元/吨，考虑新能源汽车和储能需求支撑与新增供给并存，我们假设 2026-2028 年含税价格 15/15/15 万元/吨。产量方面，并表销量假设 1.10/1.10/6.60 万吨；2028 年麻米措并表贡献 5 万吨，察尔汗技改落地后产量由 1.1 万吨提升至 1.6 万吨。成本方面，假设单位成本 4.80/4.80/3.66 万元/吨。麻米措卤水品位较高，公司披露项目达产后生产成本约 3.10 万元/吨，我们保守



假设为 3.30 万元/吨；2028 年碳酸锂总体成本按察尔汗 1.6 万吨、4.80 万元/吨与麻米措 5 万吨、3.30 万元/吨加权计算，得到单位成本约 3.66 万元/吨。

图表42：公司经营产量预测

产量预测	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
氯化钾（万吨）					
产量合计	107.30	103.36	100.00	110.00	120.00
察尔汗盐湖	107.30	103.36	100.00	110.00	120.00
碳酸锂（万吨）					
产量合计	1.16	0.88	1.50	2.87	7.44
察尔汗盐湖	1.16	0.88	1.10	1.10	1.60
麻米措盐湖	-	-	0.40	1.35	5.00
结则茶卡盐湖	-	-	-	0.21	0.63
龙木措盐湖	-	-	-	0.21	0.21
铜（万吨）					
权益产量合计	5.12	5.97	9.23	10.47	10.77
巨龙铜矿权益产量	5.12	5.97	9.23	10.47	10.77

来源：公司公告，国金证券研究所；注：参股项目按权益产量计算，并表项目按总产量计算；我们假设麻米措 2026-2027 年按 26.95%权益比例核算，2028 年初收购至 55%并表

项目投产及并表假设：麻米措 2026-2027 年按 26.95%权益法核算。根据公司与藏青基金签署的战略合作协议，麻米措正式投产后，公司及关联方对藏青基金所持项目公司股权享有优先收购权。据此，我们假设 2028 年初将麻米措持股比例提升至 55%并纳入合并报表，新增并表碳酸锂产量 5 万吨。国能矿业按 21.09%权益比例核算，我们假设 2027 年起部分投产。我们假设察尔汗氯化钾于 2026-2028 年逐步爬坡至 120 万吨；察尔汗碳酸锂产量在 2028 年技改完成后由 1.1 万吨增至 1.6 万吨，公司并表碳酸锂产量合计达到 6.6 万吨。

图表43：核心参控公司假设

	巨龙铜业	藏格钾肥	麻米措矿业	国能矿业	老挝发展	老挝赛塔尼
公司持有股权	30.78%	100.00%	26.95%	21.09%	70.00%	70.00%
2025 年净利润/预计投产时间	90.40 亿元（公司确认投资收益 27.82 亿元）	11.95 亿元	公司预计于 2026 年三季度投产，我们预计 2028 年收购至 55%股权	我们预计于 2027 年部分投产	我们预计于 2028 年后投产	我们预计于 2028 年后投产

来源：iFind，公司公告，公司官网，紫金矿业公司公告，紫金矿业公司官网，国金证券研究所；注：我们假设麻米措 2028 年初收购至 55%并纳入合并报表

5.2 盈利预测

基于上述假设，我们预计公司 2026-2028 年营业收入 43.23/46.06/121.90 亿元，同比 +20.9%/+6.5%/+164.6%；主营业务毛利润为 28.05/29.91/85.89 亿元，综合毛利率为 64.9%/64.9%/70.5%。我们预计 2026 年主业增长主要来自碳酸锂价格修复；2027 年钾业务销量继续增长，铜业务产量增长则体现为投资收益贡献；2028 年麻米措并表及察尔汗碳酸锂技改共同推动收入和毛利润显著增长。

图表44：主营业务预测

主营业务预测	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计					
收入/亿元	32.51	35.77	43.23	46.06	121.90
yoy	(37.8%)	10.0%	20.9%	6.5%	164.6%
成本/亿元	17.91	14.58	15.18	16.15	36.01
毛利润/亿元	14.60	21.19	28.05	29.91	85.89
毛利率	44.9%	59.2%	64.9%	64.9%	70.5%
氯化钾					



主营业务预测	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
氯化钾价格/元/吨（含税）	2,517.00	2,964.28	3,082.46	3,082.46	3,082.46
销售量/万吨	104.49	108.43	104.00	110.00	120.00
收入/亿元	22.10	29.49	28.28	31.11	33.93
yoy	(31.3%)	33.4%	(4.1%)	10.0%	9.1%
成本/亿元	12.19	10.43	9.62	10.58	11.54
毛利润/亿元	9.91	19.06	18.66	20.53	22.39
毛利率	44.8%	64.6%	66.0%	66.0%	66.0%
碳酸锂					
碳酸锂价格/元/吨（含税）	90,509.73	74,800.00	150,000.00	150,000.00	150,000.00
销售量/万吨	1.36	0.90	1.10	1.10	6.60
收入/亿元	10.22	5.93	14.60	14.60	87.61
yoy	(48.4%)	(42.0%)	146.3%	-	500.0%
成本/亿元	5.57	3.86	5.28	5.28	24.18
毛利润/亿元	4.64	2.06	9.32	9.32	63.43
毛利率	45.4%	34.8%	63.8%	63.8%	72.4%
其他业务					
收入/亿元	0.19	0.35	0.35	0.35	0.35
yoy	(37.8%)	85.7%	0.0%	0.0%	0.0%
成本/亿元	0.14	0.29	0.29	0.29	0.29
毛利润/亿元	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
毛利率	26.0%	17.9%	17.9%	17.9%	17.9%

来源：iFind，公司公告，国金证券研究所；注：我们假设麻米措 2026-2027 年按 26.95%权益比例核算，2028 年初收购至 55%并表；当前盈利预测仅利润表考虑该收购事项，资产负债表和现金流量表没有考虑

投资收益仍是公司利润的重要来源。我们预计 2026-2028 年投资收益为 69.60/95.53/92.23 亿元，同比 +159.7%/+37.3%/-3.5%；其中巨龙铜业贡献 65.81/78.77/84.24 亿元，碳酸锂项目贡献 3.79/16.76/7.99 亿元。我们预计 2026 年巨龙二期投产带动铜产量和利润增长，2027 年巨龙放量及麻米措、国能矿业贡献推动投资收益上行；2028 年麻米措由权益法转为并表，碳酸锂投资收益仅保留国能矿业贡献，因此投资收益同比小幅下降。

少数股东损益方面，我们假设 2028 年将麻米措持股比例提升至 55%并表。按碳酸锂含税价格 15 万元/吨、单位成本 3.30 万元/吨，并考虑期间费用及各种税额，测算 2028 年麻米措形成的少数股东损益约 16.88 亿元。

图表45：公司投资收益及少数股东损益预测

投资收益及少数股东损益	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
合计					
投资收益/亿元	20.70	26.80	69.60	95.53	92.23
yoy	63.8%	29.5%	159.7%	37.3%	(3.5%)
其中：铜业务投资收益/亿元	19.28	27.82	65.81	78.77	84.24
其中：碳酸锂投资收益/亿元	-	-	3.79	16.76	7.99
铜业务					
铜价格/元/吨	75,040	97,210	105,000	110,250	113,558
销售量/万吨	16.63	19.37	30.00	34.00	35.00
单位完全成本/元/吨	39,532	39,365	21,651	22,300	22,300
单位投资收益/元/吨	37,653	46,662	71,270	75,266	78,193
巨龙权益比例	30.8%	30.8%	30.8%	30.8%	30.8%
投资收益/亿元	19.28	27.82	65.81	78.77	84.24



投资收益及少数股东损益	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
碳酸锂					
碳酸锂价格/元/吨	-	-	150,000	150,000	150,000
单位成本/元/吨	-	-	33,000	33,000	33,000
麻米措					
销售量/万吨	-	-	1.50	5.00	-
净利润/亿元	-	-	14.06	47.37	-
权益比例	-	-	27.0%	27.0%	-
投资收益	-	-	3.79	12.77	-
国能矿业					
销售量/万吨	-	-	-	2.00	4.00
净利润/亿元	-	-	-	18.95	37.90
权益比例	-	-	-	21.1%	21.1%
投资收益/亿元	-	-	-	4.00	7.99
碳酸锂投资收益合计/亿元	-	-	3.79	16.76	7.99
少数股东损益					
少数股东损益（亿元）	(0.11)	(0.15)	-	-	16.88

来源：iFinD，公司公告，国金证券研究所；注：我们假设麻米措 2026-2027 年按 26.95%权益比例核算，2028 年初收购至 55%并表；当前盈利预测仅利润表考虑该收购事项，资产负债表和现金流量表没有考虑

综合来看，我们预计公司 2026-2028 年实现营业收入 43.23/46.06/121.90 亿元，同比 +20.9%/+6.5%/+164.6%；实现归母净利润 85.89/112.26/138.54 亿元，同比 +122.9%/+30.7%/+23.4%，对应 EPS 为 5.47/7.16/8.83 元。按 2026 年 7 月 30 日收盘价 79.80 元计算，对应 PE 为 14.58/11.15/9.04 倍。

给予公司 2027 年 13 倍 PE，目标价 93.02 元，首次覆盖给予买入评级。可比公司 2027 年 PE 中值为 12.43 倍。公司业绩增长的核心驱动力来自巨龙铜矿二期放量；巨龙铜矿作为国内超大型铜矿，资源规模大、扩产路径清晰。在全球资源民族主义加剧、海外优质矿产获取和运营不确定性上升的背景下，国内大型优质铜矿的资源安全属性和稀缺性应获得一定估值溢价。给予公司 2027 年 13 倍 PE，目标价 93.02 元，首次覆盖给予买入评级。

图表46：可比公司估值

代码	名称	股价 (元)	EPS						PE		
			2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
000792.SZ	盐湖股份	27.86	1.46	0.86	1.60	2.15	2.40	2.62	12.99	11.62	10.64
002203.SZ	海亮股份	17.25	0.56	0.35	0.41	0.85	1.19	1.53	20.29	14.51	11.28
601899.SH	紫金矿业	32.70	0.80	1.21	1.95	3.07	3.61	4.25	10.65	9.06	7.70
603979.SH	金诚信	74.08	1.71	2.54	3.75	5.07	5.96	7.34	14.62	12.43	10.09
601168.SH	西部矿业	36.65	1.17	1.23	1.53	2.43	2.78	3.08	15.10	13.20	11.91
中值									14.62	12.43	10.64
000408.SZ	藏格矿业	79.80	2.16	1.63	2.45	5.47	7.16	8.83	14.58	11.15	9.04

来源：iFinD，国金证券研究所；注：可比公司盈利预测取自 iFinD 一致预期，市值截至 2026 年 7 月 30 日

六、风险提示

价格波动风险：公司盈利对铜、碳酸锂和氯化钾价格较为敏感。若产品价格低于预期，公司主业毛利及投资收益可能受到影响。

项目推进风险：公司盈利增长依赖巨龙二期达产、麻米措投产，以及老挝钾盐和国能矿业项目建设。若建设、审批或产能爬坡慢于预期，公司产量和利润可能低于预测。

海外经营风险：老挝钾盐项目可能受到当地政策、税费、汇率、基础设施及社区关系等因素影响，进而造成建设延期或成本上升。



安全环保风险：公司及参股项目涉及盐湖、露天矿山和锂盐生产。若发生安全事故、环保整改或自然灾害，可能影响生产经营。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营业务收入	5,226	3,251	3,577	4,323	4,606	12,190
增长率		-37.8%	10.0%	20.9%	6.5%	164.6%
主营业务成本	-1,816	-1,791	-1,458	-1,518	-1,615	-3,601
%销售收入	34.8%	55.1%	40.8%	35.1%	35.1%	29.5%
毛利	3,410	1,460	2,119	2,805	2,991	8,589
%销售收入	65.2%	44.9%	59.2%	64.9%	64.9%	70.5%
营业税金及附加	-294	-353	-259	-313	-322	-731
%销售收入	5.6%	10.9%	7.2%	7.2%	7.0%	6.0%
销售费用	-50	-51	-49	-60	-60	-158
%销售收入	1.0%	1.6%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	-281	-247	-280	-339	-361	-609
%销售收入	5.4%	7.6%	7.8%	7.8%	7.8%	5.0%
研发费用	-24	-7	-21	-26	-27	-37
%销售收入	0.5%	0.2%	0.6%	0.6%	0.6%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	2,762	801	1,509	2,067	2,221	7,053
%销售收入	52.8%	24.6%	42.2%	47.8%	48.2%	57.9%
财务费用	19	-3	-6	31	75	140
%销售收入	-0.4%	0.1%	0.2%	-0.7%	-1.6%	-1.1%
资产减值损失	14	-26	-9	0	0	0
公允价值变动收益	4	4	16	0	0	0
投资收益	1,263	2,070	2,680	6,960	9,553	9,223
%税前利润	32.7%	76.4%	66.1%	76.6%	80.4%	56.1%
营业利润	4,063	2,855	4,216	9,088	11,879	16,446
营业利润率	77.8%	87.8%	117.9%	210.2%	257.9%	134.9%
营业外收支	-197	-147	-161	0	0	0
税前利润	3,866	2,709	4,055	9,088	11,879	16,446
利润率	74.0%	83.3%	113.4%	210.2%	257.9%	134.9%
所得税	-454	-139	-218	-500	-653	-905
所得税率	11.7%	5.1%	5.4%	5.5%	5.5%	5.5%
净利润	3,412	2,569	3,837	8,589	11,226	15,541
少数股东损益	-8	-11	-15	0	0	1,688
归属于母公司的净利润	3,420	2,580	3,852	8,589	11,226	13,854
净利率	65.4%	79.4%	107.7%	198.7%	243.7%	113.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,412	2,569	3,837	8,589	11,226	15,541
少数股东损益	-8	-11	-15	0	0	1,688
非现金支出	454	506	464	382	489	732
非经营收益	-1,277	-2,031	-2,523	-6,950	-9,544	-9,214
营运资金变动	395	-125	322	-647	274	351
经营活动现金净流	2,984	919	2,100	1,373	2,444	7,410
资本开支	-324	-145	-73	-330	-2,000	-3,000
投资	-1,547	-95	-1,060	-102	0	0
其他	464	209	1,470	6,960	9,553	9,223
投资活动现金净流	-1,407	-31	337	6,528	7,553	6,223
股权募资	0	0	1	-201	239	0
债权募资	0	20	205	-2	0	0
其他	-2,770	-1,641	-1,528	-4,405	-5,505	-6,604
筹资活动现金净流	-2,770	-1,621	-1,322	-4,608	-5,265	-6,604
现金净流量	-1,193	-733	1,115	3,293	4,731	7,029

资产负债表 (人民币百万元)

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,587	888	1,972	5,263	9,992	17,019
应收款项	946	274	121	360	181	418
存货	498	427	437	450	478	1,067
其他流动资产	114	498	449	755	758	810
流动资产	3,144	2,087	2,979	6,828	11,409	19,314
%总资产	22.3%	13.8%	16.8%	31.8%	41.4%	51.1%
长期投资	4,274	6,207	7,672	7,674	7,674	7,674
固定资产	2,948	2,638	2,267	2,215	3,266	5,091
%总资产	20.9%	17.5%	12.8%	10.3%	11.8%	13.5%
无形资产	357	726	663	664	1,126	1,570
非流动资产	10,948	12,997	14,713	14,665	16,178	18,448
%总资产	77.7%	86.2%	83.2%	68.2%	58.6%	48.9%
资产总计	14,092	15,083	17,692	21,493	27,587	37,763
短期借款	8	28	4	2	2	2
应付款项	389	451	400	444	472	1,050
其他流动负债	538	343	447	590	688	1,340
流动负债	936	823	851	1,036	1,162	2,391
长期贷款	0	0	230	230	230	230
其他长期负债	106	414	395	19	19	19
负债	1,041	1,236	1,477	1,286	1,411	2,641
普通股股东权益	13,058	13,865	16,244	20,235	26,204	33,463
其中：股本	1,580	1,580	1,570	1,570	1,570	1,570
未分配利润	8,761	9,676	11,960	16,152	21,882	29,140
少数股东权益	-8	-18	-28	-28	-28	1,659
负债股东权益合计	14,092	15,083	17,692	21,493	27,587	37,763

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.164	1.632	2.453	5.474	7.155	8.830
每股净资产	8.262	8.773	10.345	12.897	16.702	21.329
每股经营现金净流	1.888	0.582	1.338	0.874	1.556	4.719
每股股利	1.600	0.260	2.500	2.800	3.500	4.200
回报率						
净资产收益率	26.19%	18.61%	23.72%	42.44%	42.84%	41.40%
总资产收益率	24.27%	17.10%	21.77%	39.96%	40.69%	36.69%
投入资本收益率	18.65%	5.47%	8.68%	9.56%	7.95%	18.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-36.22%	-37.79%	10.03%	20.87%	6.54%	164.65%
EBIT 增长率	-53.52%	-70.99%	88.33%	37.02%	7.42%	217.58%
净利润增长率	-39.52%	-24.56%	49.32%	122.94%	30.70%	23.41%
总资产增长率	4.10%	7.04%	17.30%	21.48%	28.36%	36.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.3	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6
存货周转天数	106.8	94.3	108.2	108.2	108.2	108.2
应付账款周转天数	62.1	79.0	93.4	93.4	93.4	93.4
固定资产周转天数	199.9	284.3	224.2	181.1	213.6	120.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-12.60%	-7.36%	-12.65%	-26.95%	-38.87%	-48.98%
EBIT 利息保障倍数	-148.4	271.8	239.0	-66.6	-29.5	-50.4
资产负债率	7.39%	8.20%	8.35%	5.98%	5.12%	6.99%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	9	30
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.18	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建国内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究