

2026 年 10 月 20 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

巨龙铜矿投资收益持续增长，麻米错项目达产达标

—藏格矿业（000408.SZ）公司事件点评报告 买入（维持）事件

分析师：杜飞 S1050523070001

dufei2@cfsc.com.cn

分析师：卢昊 S1050526020001

luhao@cfsc.com.cn

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

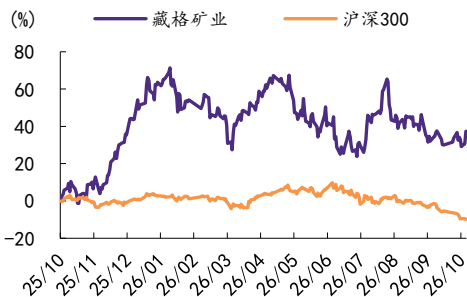
fuhh@cfsc.com.cn

基本数据

2026-10-20

当前股价（元）	71.27
总市值（亿元）	1118
总股本（百万股）	1569
流通股本（百万股）	1569
52 周价格范围（元）	54.64-94.87
日均成交额（百万元）	1187.67

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）：巨龙铜矿投资收益进一步提升，公司半年业绩同比大增》2026-08-17
- 2、《藏格矿业（000408）：巨龙铜矿投资收益再进一步，归母净利润提升》2025-10-29
- 3、《藏格矿业（000408）：巨龙铜矿投资收益持续提升，产能扩建未来仍然可期》2025-08-06

藏格矿业发布 2026 年三季报：2026 年前三季度公司实现营业收入 33.20 亿元，同比增长 38.23%；归母净利润为 61.09 亿元，同比增长 122.09%；扣非净利润为 62.25 亿元，同比增长 125.83%。其中 2026 年第三季度公司实现营业收入 12.55 亿元，同比增长 73.46%；归母净利润为 24.71 亿元，同比增长 159.97%；扣非净利润为 25.19 亿元，同比增长 165.73%。

投资要点

■ 碳酸锂量价齐升驱动营收高增，氯化钾检修扰动导致 Q3 产销量环比下降

（1）氯化钾：2026 年第三季度产量为 19.77 万吨，环比减少 42.43%，销量为 20.41 万吨、环比减少 90%，主要为钾肥车间 8 月实施检修停产所致。2026 年 1-9 月，氯化钾产量为 70.80 万吨、销量为 72.94 万吨，分别完成全年产销计划的 70.80%、70.14%。

售价及成本方面，2026 年 1-9 月氯化钾平均含税销售价格为 3051.43 元/吨，平均销售成本为 1001.59 元/吨，实现营业收入 20.42 亿元，毛利率 64.22%、同比提升 0.76 个百分点。

（2）碳酸锂：2026 年第三季度产量为 4619 吨、环比增加 27.06%，销量为 5220 吨、环比增加 93.31%，主要系三季度气温升高带动日产量提升，叠加技改升级促进产能释放。2026 年 1-9 月，碳酸锂产量为 10019 吨、同比增加 66.39%，销量为 9210 吨、同比增加 91.86%，分别完成全年产销计划的 91.08%、83.72%。

售价及成本方面，2026 年 1-9 月碳酸锂平均含税销售价格为 15.46 万元/吨、同比上涨 129.66%，平均销售成本为 3.65 万元/吨、同比下降 10.95%，实现营业收入 12.60 亿元、同比增长 340.63%，毛利率 73.32%、同比上升 42.12 个百分点。

■ 巨龙铜矿投资收益持续增长

2026 年 1-9 月，参股公司巨龙铜业实现矿产铜产量 21.65 万吨、销量 21.65 万吨，实现营业收入 249.58 亿元、净利润

153.98 亿元。公司持有巨龙铜业 30.78%的股权，截至本报告期末本年累计取得投资收益 47.08 亿元，占公司归母净利润的 77.06%，同比增长 141.41%。

现金回流方面，公司本年累计收到巨龙铜业现金分红 4.67 亿元。公司前三季度整体投资收益为 47.20 亿元、同比增长 146.84%；期末货币资金为 41.43 亿元、较期初增长 110.12%；前三季度经营活动产生的现金流量净额为 17.51 亿元、同比增长 30.66%。

■ 麻米错项目投产后快速达产达标

麻米错一期 5 万吨/年电池级碳酸锂项目自 8 月 1 日进入投料试车阶段，通过工艺消缺与运行参数持续优化。截至本报告期末项目已实现达产达标，累计实现碳酸锂产量 1.05 万吨、销量 0.19 万吨，实现营业收入 2.31 亿元、净利润 1.37 亿元。

■ 拟收购海外钾盐资源，增厚钾矿资源

2026 年 9 月，公司全资子公司藏格矿业发展（海南）有限公司联合云图控股全资子公司应城市新都化工有限责任公司，通过境外合资平台以 1.71 亿美元（折合人民币约 11.57 亿元，不含交易税费）拟收购 Kanga Potash 92%股权，公司按 75%权益对应出资约 1.28 亿美元（折合人民币约 8.68 亿元）。交易完成后，公司将间接持有 KP 公司 69%股权并主导项目运营；9 月 22 日公司披露了签署《股份买卖协议》的进展公告。

KP 公司核心资产为位于刚果（布）的 Kanga 钾盐矿采矿权（矿区面积 321 平方公里，有效期至 2047 年 6 月 1 日）及 Loango 探矿权（286 平方公里），并已与刚果（布）政府签署有效期 25 年的《采矿公约》。根据 2018 年 NI 43-101 标准，Kanga 矿区氯化钾控制+推断资源量合计约 19.89 亿吨、平均品位 16.73%。据项目方历史可研资料，项目规划一期年产氯化钾 60 万吨、远期可扩至 240 万吨。公司表示将加快推进建设前期工作，力争项目早日建成投产；目前该收购尚需通过刚果（布）矿业部审查及国家发改委、商务部等境内主管部门审批与备案。

■ 盈利预测

我们预测公司 2026-2028 年营业收入分别为 51.00、61.80、81.30 亿元，归母净利润分别为 81.38、91.64、107.60 亿元，当前股价对应 PE 分别为 13.7、12.2、10.4 倍。

考虑到公司盐湖提锂成本优势显著，麻米错一期项目已实现达产达标，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。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) 麻米错项目产能爬坡及达产稳定性不及预期；5) 巨龙铜业盈利不及预期；6) 氯化钾价格大幅波动；7) 钾肥需求不及预期；8) 境外钾盐项目审批及交割进度不及预期等。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入（百万元）	3,577	5,100	6,180	8,130
增长率（%）	10.0%	42.6%	21.2%	31.6%
归母净利润（百万元）	3,852	8,138	9,164	10,760
增长率（%）	49.3%	111.2%	12.6%	17.4%
摊薄每股收益（元）	2.45	5.19	5.84	6.86
ROE（%）	23.8%	38.7%	34.7%	32.9%

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	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产：					营业收入	3,577	5,100	6,180	8,130
现金及现金等价物	1,972	5,936	10,780	16,420	营业成本	1,458	1,689	2,054	2,902
应收款	39	70	85	111	营业税金及附加	259	357	433	569
存货	437	594	668	884	销售费用	49	71	87	114
其他流动资产	531	636	710	843	管理费用	280	398	482	634
流动资产合计	2,979	7,235	12,243	18,259	财务费用	6	-85	-162	-252
非流动资产：					研发费用	21	31	37	49
金融类资产	314	326	335	350	费用合计	357	415	444	544
固定资产	2,197	2,141	2,105	2,061	资产减值损失	-11	-11	-11	-11
在建工程	65	66	66	67	公允价值变动	16	3	3	3
无形资产	649	680	710	734	投资收益	2,680	6,900	7,500	8,500
长期股权投资	7,296	7,768	8,284	8,856	营业利润	4,216	9,587	10,798	12,665
其他非流动资产	4,506	4,506	4,506	4,506	加：营业外收入	1	3	6	7
非流动资产合计	14,713	15,161	15,672	16,224	减：营业外支出	161	53	65	61
资产总计	17,692	22,397	27,915	34,483	利润总额	4,055	9,537	10,739	12,611
流动负债：					所得税费用	218	1,430	1,611	1,893
短期借款	0	0	0	0	净利润	3,837	8,106	9,128	10,718
应付账款、票据	362	398	477	656	少数股东损益	-15	-32	-36	-42
其他流动负债	241	241	241	241	归母净利润	3,852	8,138	9,164	10,760
流动负债合计	851	765	887	1,120					
非流动负债：					主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	230	230	230	230	成长性				
其他非流动负债	395	395	395	395	营业收入增长率	10.0%	42.6%	21.2%	31.6%
非流动负债合计	625	625	625	625	归母净利润增长率	49.3%	111.2%	12.6%	17.4%
负债合计	1,477	1,390	1,512	1,745	盈利能力				
所有者权益					毛利率	59.2%	66.9%	66.8%	64.3%
股本	1,570	1,569	1,569	1,569	四项费用/营收	10.0%	8.1%	7.2%	6.7%
股东权益	16,215	21,007	26,402	32,737	净利率	107.3%	158.9%	147.7%	131.8%
负债和所有者权益	17,692	22,397	27,915	34,483	ROE	23.8%	38.7%	34.7%	32.9%
					偿债能力				
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	8.3%	6.2%	5.4%	5.1%
净利润	3837	8106	9128	10718	营运能力				
少数股东权益	-15	-32	-36	-42	总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
折旧摊销	432	179	177	176	应收账款周转率	91.5	73.0	73.0	73.0
公允价值变动	16	3	3	3	存货周转率	3.3	3.4	3.7	3.9
营运资金变动	-2171	-367	-31	-129	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	2100	7889	9241	10726	EPS	2.45	5.19	5.84	6.86
投资活动现金净流量	337	-430	-489	-543	P/E	7.3	13.7	12.2	10.4
筹资活动现金净流量	1526	-3315	-3733	-4383	P/S	31.3	21.9	18.1	13.8
现金流量净额	3,964	4,145	5,019	5,800	P/B	6.9	5.3	4.2	3.4

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 化工、有色组介绍

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。

卢昊：华中科技大学本科 IE 专业，上海交通大学工商管理硕士。5 年实业经营和投资经验，10 年证券从业经历。曾担任国海证券/中信建投证券化工&新材料首席分析师。擅长产业研究和战略咨询，曾担任多家一二级企业和机构顾问、央视财经特邀嘉宾。2026 年加入华鑫证券研究所，担任化工新材料行业首席分析师。

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。

■ 免责声明

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。