



藏格矿业 (000408.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

巨龙铜业量价齐升，业绩与回报共振

业绩简评

2026年8月10日，公司发布2026年半年报。26H1实现营业收入20.65亿元，同比+23.1%；归母净利润36.38亿元，同比+102.1%；扣非归母净利润37.06亿元，同比+104.9%。26Q2实现营收13.49亿元，同比+19.8%、环比+88.5%；归母净利润20.64亿元，同比+96.1%、环比+31.2%；扣非归母净利润21.30亿元，同比+101.2%、环比+35.1%。

经营分析

Q2 铜锂价格环比走强，钾价保持稳定。26Q2 沪铜均价 10.31 万元/吨，同比+32.7%、环比+2.3%；青海 60%氯化钾出厂均价 3100 元/吨，同比+7.6%、环比持平；青海电池级碳酸锂均价 16.98 万元/吨，同比+159.0%、环比+13.6%。

巨龙铜业量价齐升，钾锂主业提质增效。巨龙铜业矿产铜产量 13.40 万吨、销量 13.35 万吨，矿产金产销量 423 千克，矿产银产量 80.35 吨，矿产铜产量 4711 吨，实现净利润 92.23 亿元，吨铜净利达 6.91 万元；公司确认投资收益 28.39 亿元，同比+124.6%，占归母净利润的 78.0%。公司 26H1 氯化钾产量 51.03 万吨、销量 52.53 万吨；含税均价 3055 元/吨，同比+7.4%，吨销售成本 976 元，同比-2.0%，毛利率 65.2%，同比+3.4pct。碳酸锂产量 5400 吨、销量 3990 吨；含税均价 16.49 万元/吨、吨销售成本 4.22 万元，毛利率 71.1%，同比+40.6pct。

重点项目稳步推进，中期分红叠加回购延续高股东回报。麻米错盐湖项目已完成联动调试、取得试生产批复并组织试生产；老挝万象钾盐项目规划建设 200 万吨/年氯化钾产能，权证办理持续推进；龙木错 7 万吨及结则茶卡 3 万吨氢氧化锂项目已完成环评。公司拟每 10 股派发现金股利 10 元，预计派现 15.6 亿元，对应 26H1 归母净利润的 43.0%。此外，公司上半年已完成的 4.0 亿元股份回购，分红与回购金额合计 19.6 亿元。

盈利预测、估值与评级

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，我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 43/46/122 亿元，归母净利润分别为 86.44/112.72/138.90 亿元，对应 EPS 分别为 5.51/7.18/8.85 元。当前股价对应 PE 分别为 16/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示

价格波动风险；项目推进不及预期风险；安全环保风险。

金属材料组

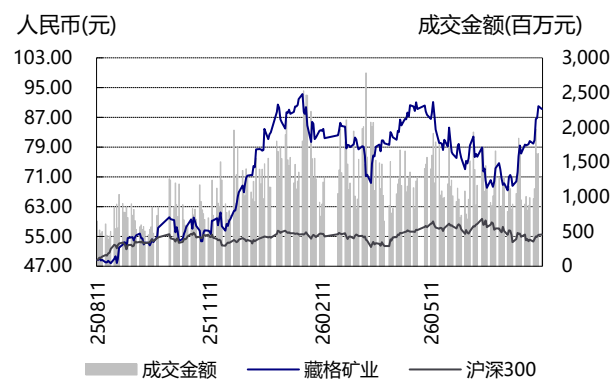
分析师：吴晋恺 (执业 S1130526010001)

wujinkai@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：89.20 元

相关报告：

1. 《藏格矿业公司深度研究：巨龙铜矿放量，钾锂资源接续成长》，2026.7.31



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	8,644	11,272	13,890
归母净利润增长率	-24.56%	49.32%	124.39%	30.39%	23.23%
摊薄每股收益(元)	1.632	2.453	5.510	7.184	8.853
每股经营性现金流净额	0.58	1.34	1.00	1.46	4.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.61%	23.72%	42.60%	42.85%	41.34%
P/E	16.99	34.40	16.19	12.42	10.08
P/B	3.16	8.16	6.90	5.32	4.17

来源：公司公告、国金证券研究所


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	-303	-322	-731
%销售收入	5.6%	10.9%	7.2%	7.0%	7.0%	6.0%
销售费用	-50	-51	-49	-43	-46	-122
%销售收入	1.0%	1.6%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	-281	-247	-280	-311	-332	-609
%销售收入	5.4%	7.6%	7.8%	7.2%	7.2%	5.0%
研发费用	-24	-7	-21	-22	-23	-37
%销售收入	0.5%	0.2%	0.6%	0.5%	0.5%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	2,762	801	1,509	2,126	2,268	7,089
%销售收入	52.8%	24.6%	42.2%	49.2%	49.2%	58.2%
财务费用	19	-3	-6	32	76	141
%销售收入	-0.4%	0.1%	0.2%	-0.7%	-1.7%	-1.2%
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%	76.1%	80.1%	56.0%
营业利润	4,063	2,855	4,216	9,148	11,928	16,484
营业利润率	77.8%	87.8%	117.9%	211.6%	259.0%	135.2%
营业外收支	-197	-147	-161	0	0	0
税前利润	3,866	2,709	4,055	9,148	11,928	16,484
利润率	74.0%	83.3%	113.4%	211.6%	259.0%	135.2%
所得税	-454	-139	-218	-503	-656	-907
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	8,644	11,272	15,577
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	8,644	11,272	13,890
净利率	65.4%	79.4%	107.7%	200.0%	244.7%	113.9%

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	8,644	11,272	15,577
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	-509	80	468
经营活动现金净流	2,984	919	2,100	1,567	2,296	7,562
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	3,487	4,583	7,182

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	5,457	10,038	17,217
应收款项	946	274	121	221	236	380
存货	498	427	437	450	478	1,067
其他流动资产	114	498	449	755	758	787
流动资产	3,144	2,087	2,979	6,883	11,510	19,451
%总资产	22.3%	13.8%	16.8%	31.9%	41.6%	51.3%
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%	13.4%
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%	68.1%	58.4%	48.7%
资产总计	14,092	15,083	17,692	21,548	27,688	37,900
短期借款	8	28	4	2	2	2
应付款项	389	451	400	443	471	1,049
其他流动负债	538	343	447	590	687	1,339
流动负债	936	823	851	1,035	1,161	2,390
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	1,285	1,410	2,640
普通股股东权益	13,058	13,865	16,244	20,291	26,306	33,600
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	16,208	21,983	29,278
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	21,548	27,688	37,900

比率分析

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标						
每股收益	2.164	1.632	2.453	5.510	7.184	8.853
每股净资产	8.262	8.773	10.345	12.933	16.767	21.416
每股经营现金净流	1.888	0.582	1.338	0.998	1.462	4.816
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%	42.60%	42.85%	41.34%
总资产收益率	24.27%	17.10%	21.77%	40.12%	40.71%	36.65%
投入资本收益率	18.65%	5.47%	8.68%	9.80%	8.08%	18.88%
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%	40.86%	6.71%	212.56%
净利润增长率	-39.52%	-24.56%	49.32%	124.39%	30.39%	23.23%
总资产增长率	4.10%	7.04%	17.30%	21.79%	28.50%	36.88%
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%	-27.83%	-38.89%	-49.35%
EBIT 利息保障倍数	-148.4	271.8	239.0	-66.2	-29.7	-50.2
资产负债率	7.39%	8.20%	8.35%	5.96%	5.09%	6.97%

来源：公司公告、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	2	9	9	30
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.10	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：北京市东城区建国门内大街 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