



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	82.38
总股本/流通股本(亿股)	15.69 / 15.69
总市值/流通市值(亿元)	1,292 / 1,292
52周内最高/最低价	94.87 / 49.56
资产负债率(%)	8.3%
市盈率	33.49
第一大股东	紫金国际控股有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com

藏格矿业(000408)

巨龙铜矿放量，延续高分红

● 投资要点

业绩：公司上半年实现营业收入 20.65 亿元，同比+23.1%，实现归母净利润 36.38 亿元，同比+102.1%，其中 Q2 实现营收 13.49 亿元，同比+19.8%、环比+88.5%，实现归母净利润 20.64 亿元，同比+96.1%，环比+31.2%。

业绩增量主要来自巨龙铜业（30.78%权益）：26H1 巨龙铜业实现矿产铜产量 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、销量 79.96 吨，矿产钼产量 4711 吨、销量 4720 吨；期内，巨龙铜业实现营业收入 150.04 亿元，净利润 92.23 亿元，公司取得投资收益 28.39 亿元，占公司归母净利润的 78.03%，同比增幅 124.57%。

现金流充裕，高回报延续：26H1 期末现金及等价物余额 28 亿元，资产负债率仅 7.77%，且巨龙铜业持续大额现金分红，为公司保持较高分红水平提供支撑。半年度每 10 股派 10 元，总额 15.64 亿元，占当期归母净利润的 43%。

铜业务：巨龙二期于 26 年 1 月投产，达产后铜产量可达 30-35 万吨，若巨龙三期扩产顺利，远期铜产量有望达到 60 万吨。

锂业务：麻米错一期 5 万吨碳酸锂项目已试生产，预计 2026 年可贡献产量 2-2.5 万吨；龙木错 7 万吨碳酸锂项目环评批复已获取；结则茶卡 3 万吨氢氧化锂项目环评已完成，3 万吨碳酸锂项目环评报告正在编制送审中。

● 风险提示：

宏观经济大幅波动，需求不及预期，供应释放超预期，公司项目进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

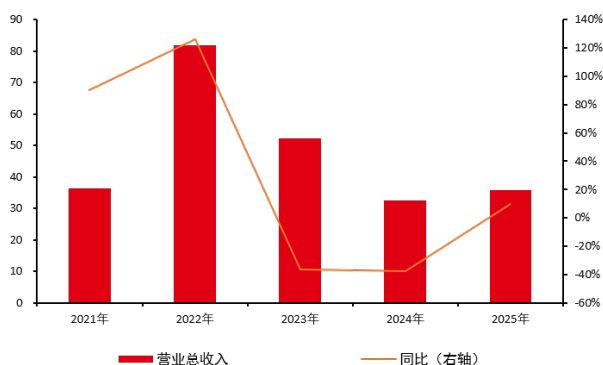
项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3577	4380	4650	5420
增长率(%)	10.03	22.46	6.16	16.56
EBITDA（百万元）	1988.55	9391.49	11254.58	13283.04
归属母公司净利润（百万元）	3852.35	8573.39	10356.20	12281.03
增长率(%)	49.32	122.55	20.79	18.59
EPS(元/股)	2.46	5.46	6.60	7.83
市盈率（P/E）	33.55	15.08	12.48	10.52
市净率（P/B）	7.96	6.86	5.75	4.83
EV/EBITDA	65.77	13.31	10.77	8.78

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 巨龙铜矿放量，业绩大增

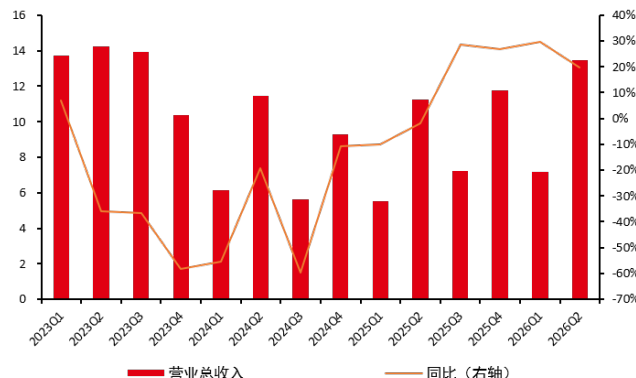
公司上半年实现营业收入 20.65 亿元，同比+23.1%，实现归母净利润 36.38 亿元，同比+102.1%，其中 Q2 实现营收 13.49 亿元，同比+19.8%、环比+88.5%，实现归母净利润 20.64 亿元，同比+96.1%，环比+31.2%。

图表1：年度营业总收入（亿元）



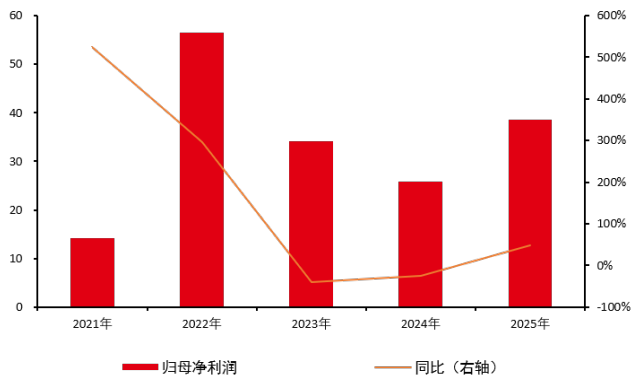
资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表2：季度营业总收入（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表3：年度归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表4：季度归母净利润（亿元）



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.1 业绩增量主要来自巨龙铜业

公司持有巨龙铜业 30.78%的股权，由此形成对铜资源的权益布局。目前，巨龙铜矿累计查明铜资源量 2588 万吨，伴生资源钼金属量达 167.2 万吨、银金属量达 15145 吨。二期改扩建工程于 2026 年 1 月建成投产，达产后整体年采选矿石量将超过 1 亿吨、年矿产铜产量达到 30-35 万吨，成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大单体铜矿山，2026 年该矿山产量指引 30 万吨。

26H1，巨龙铜业实现矿产铜产量 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、销量 79.96 吨，矿产钼产量 4711 吨、销量 4720 吨；期内，巨龙铜业实

现营业收入 150.04 亿元，净利润 92.23 亿元，公司取得投资收益 28.39 亿元，占公司归母净利润的 78.03%，同比增幅 124.57%。

根据巨龙铜矿三期工程规划，若项目获得批准，最终有望实现年采选矿石量约 2 亿吨、年矿产铜产量 60 万吨，成为全球采选规模最大、品位最低、海拔最高的铜矿山。

图表5：巨龙铜矿位于墨竹工卡县城西南直距约 20 公里处，最高海拔 5566 米

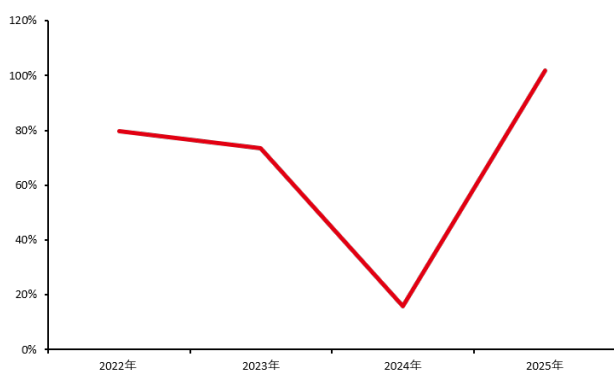


资料来源：紫金矿业公告，中邮证券研究所

1.2 现金流充裕，高回报延续

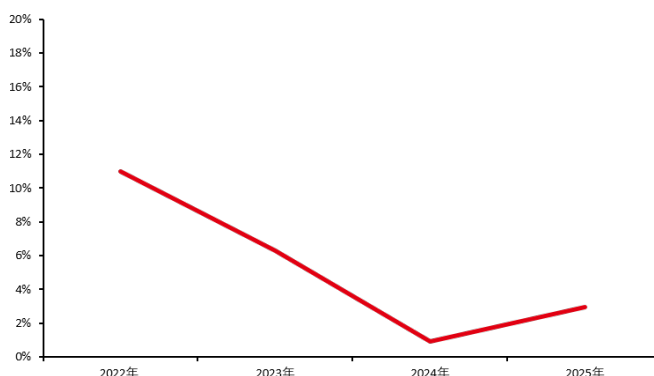
26H1 期末现金及等价物余额 28 亿，资产负债率仅 7.77%，且巨龙铜业持续大额现金分红，为公司保持较高分红水平提供支撑。半年度每 10 股派 10 元，总额 15.64 亿元，占当期归母净利润的 43%。

图表6：股利支付率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：股息率



资料来源：iFind，中邮证券研究所

1.3 钾锂业务齐飞

麻米错一期 5 万吨碳酸锂项目已试生产，预计 2026 年可贡献产量 2-2.5 万吨，对应权益量约 5000-6000 吨；察尔汗项目技改完成后碳酸锂产能将进一步提升；龙木错 7 万吨碳酸锂项目已获得环评批复；结则茶卡 3 万吨氢氧化锂项目环评已完成，3 万吨碳酸锂项目环评报告正在编制送审中。

老挝万象钾盐项目规划建设 200 万吨/年氯化钾产能，是未来公司钾业务重要增量，项目临建工程已完成竣工验收，可行性研究、环境影响评价同步推进。

2 风险提示

宏观经济大幅波动，需求不及预期，供应释放超预期，公司项目进度不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	3577	4380	4650	5420	营业收入	10.0%	22.5%	6.2%	16.6%
营业成本	1458	1348	1296	1411	营业利润	47.7%	118.0%	20.4%	18.3%
税金及附加	259	329	349	407	归属于母公司净利润	49.3%	122.5%	20.8%	18.6%
销售费用	49	61	65	76	获利能力				
管理费用	280	333	353	412	毛利率	59.2%	69.2%	72.1%	74.0%
研发费用	21	22	23	27	净利率	107.7%	195.7%	222.7%	226.6%
财务费用	6	0	0	0	ROE	23.7%	45.5%	46.1%	45.9%
资产减值损失	-11	-20	-20	-20	ROIC	8.8%	44.4%	45.2%	45.2%
营业利润	4216	9190	11068	13096	偿债能力				
营业外收入	1	1	1	1	资产负债率	8.3%	7.9%	6.8%	6.1%
营业外支出	161	160	160	160	流动比率	3.50	6.06	9.92	13.27
利润总额	4055	9031	10909	12937	营运能力				
所得税	218	488	589	699	应收账款周转率	141.07	151.88	66.05	68.99
净利润	3837	8543	10320	12238	存货周转率	3.37	3.48	3.92	4.17
归母净利润	3852	8573	10356	12281	总资产周转率	0.22	0.23	0.21	0.21
每股收益(元)	2.46	5.46	6.60	7.83	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.46	5.46	6.60	7.83
货币资金	1972	4758	8529	13134	每股净资产	10.35	12.01	14.32	17.06
交易性金融资产	314	434	554	674	估值比率				
应收票据及应收账款	26	32	109	48	PE	33.55	15.08	12.48	10.52
预付款项	34	30	29	31	PB	7.96	6.86	5.75	4.83
存货	437	337	324	353	现金流量表				
流动资产合计	2979	6075	10039	14761	净利润	3837	8543	10320	12238
固定资产	2197	1900	1598	1294	折旧和摊销	454	360	345	346
在建工程	70	56	45	36	营运资本变动	322	-25	-62	102
无形资产	649	596	543	490	其他	-2513	-6728	-8322	-9822
非流动资产合计	14713	14332	13967	13601	经营活动现金流净额	2100	2151	2281	2865
资产总计	17692	20407	24006	28362	资本开支	-73	-158	-158	-158
短期借款	0	0	0	0	其他	411	6547	8380	9880
应付票据及应付账款	362	281	270	294	投资活动现金流净额	337	6389	8222	9722
其他流动负债	489	721	742	818	股权融资	1	0	0	0
流动负债合计	851	1002	1012	1112	债务融资	205	225	0	0
其他	625	619	619	619	其他	-1528	-5977	-6732	-7983
非流动负债合计	625	619	619	619	筹资活动现金流净额	-1322	-5753	-6732	-7983
负债合计	1477	1621	1631	1731	现金及现金等价物净增加额	1115	2786	3772	4604
股本	1570	1569	1569	1569					
资本公积金	1920	1920	1920	1920					
未分配利润	11960	13673	15745	18201					
少数股东权益	-28	-58	-94	-137					
其他	793	1682	3235	5077					
所有者权益合计	16215	18787	22375	26631					
负债和所有者权益总计	17692	20407	24006	28362					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮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。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048