

紫金矿业 20260824

紫金矿业 2026H1 盈利与现金流双增，负债率创十年新低

摘要

- 2026Q2 扣非净利 196 亿元，环比增长 6%；上半年毛利率 37.75%，同比提升 14pct，矿山毛利率达 69.34%。
- 资产负债率降至 49.55%，为 2012 年以来首次低于 50%；经营现金流 555 亿元，同比增长 92%。
- 矿产金产量 46.7 吨（+13.4%），毛利贡献 41.7%；矿产铜 53.4 万吨（-5.7%），受卡莫阿事件影响，剔除后增长 4.8%。
- 锂板块产量 4.36 万吨（+496%），维持全年 12 万吨指引；目标 2026 年碳酸锂综合成本 6 万元/吨，2028 年降至 5 万元/吨。
- 分红比例从 30% 提升至 35%，2026 自然年累计分红首破 200 亿元；2028 年 130-140 吨矿产金产量指引不受收购终止影响。
- 西藏资源税拟由 5% 调至 9%，测算影响巨龙铜矿归母净利约 10 亿元；电动矿卡渗透率超 50%，运距 >3km 时成本优势显著。

Q&A

请介绍一下公司 2026 年上半年的整体经营业绩及各主要金属板块的表现？

2026 年上半年，集团实现营业收入 1,942 亿元，同比增长 15.8%；净利润 498 亿元，同比增长 74%；归母净利润 392 亿元，同比增长 68%；扣非后归母净利润 380 亿元，同比增长 76%。其中，第二季度单季扣非归母净利润约 196 亿元，环比一季度增长 6%。盈利能力方面，上半年综合毛利率为 37.75%，同比提升 14 个百分点，其中矿山企业的综合毛利率达到 69.34%，同比提升 9.11 个百分点；加权平均净资产收益率为 19.6%，同比提升 3.49 个百分点。现金流方面，经营活动现金净流量为 555 亿元，同比增长 92%。资产负债结构持续优化，期末总资产 5,414 亿元，归母净资产 2059 亿元，货币资金 913 亿元，资产负债率降至 49.55%，为 2012 年以来首次低于 50%。合并口径有息负债 1,680 亿元，有息负债率约 31%，财务费用同比下降 44.6%至 6.5 亿元。各业务板块具体表现如下：黄金板块：矿产金产量 46.7 吨，同比增长 13.4%。金锭销售均价 1,034 元/克，金精矿均价 961 元/克，同比上涨约 15%。成本方面，金锭单位成本 347 元/克，同比上升 6.4%；

金精矿单位成本 199 元/克，同比上升 9.5%。金锭毛利率 66.4%，金精矿毛利率 79.3%，黄金业务毛利贡献占比达 41.7%。铜板块：受卡莫阿烟井事件影响，上半年矿产铜产量为 53.4 万吨，同比下降 5.7%；但剔除卡莫阿权益产量后，同比增长 4.8%。价格方面，铜精矿销售均价 82,624 元/吨，电积铜均价 90,734 元/吨，电解铜均价 90,524 元/吨，同比上涨约 35%。成本方面，铜精矿单位成本 24,480 元/吨，同比上升 16%；电积铜单位成本 36,620 元/吨，同比上升 17.7%；电解铜单位成本 38,513 元/吨，同比上升 7%。铜精矿和电积铜成本上升主要受入选品位下降、柴油和药剂价格上涨、采剥运距增加及矿权出让收益金增加等因素影响。铜精矿毛利率 70.4%，电积铜 59.6%，电解铜 57.5%，铜业务毛利贡献占比 33.8%。锂板块：当量碳酸锂产量达 4.36 万吨，同比增长 496%。Manono 锂矿选厂于 5 月提前投产，湖南湘源锂矿、3Q 盐湖、拉果错盐湖产能稳步爬坡。锂盐销售均价 13 万元/吨（不含税），同比上涨 167%；单位成本约 5 万元/吨，同比上升 41%，主要因盐湖项目自 2025 年起投产，前期产品结构变化所致。锂精矿销售均价 76,974 元/吨，单位成本 16,307 元/吨，环比上升 3.93%，该成本按当量碳酸锂折算，未包含下游冶炼加工成本和回收率损耗。锂板块业务毛利贡献占比达到 3.4%。其他板块：矿产锌产量 17.7 万吨，同比下降 1.5%；矿产银 229 吨，同比增长 2.5%。钼、钨、锡、硫酸等其他产品毛利贡献占比达到 15.5%。股东回报方面，公司发布了 2026-2028 年分红规划，将累计现金分红占可供分配利润的比例从 30%提升至 35%。在实施 2025 年度 101 亿元分红的基础上，中期分红方案再增加 111 亿元，使得 2026 自然年度内累计分红首次突破 200 亿元。

关于收购赤峰黄金，目前的并购进展、预计交割时间以及后续的业务规划是怎样的？

目前收购赤峰黄金的整体项目进度与预期基本一致。已完成中国、澳大利亚等国家和地区的相关反垄断审批，取得了国资委的批复，并通过了上交所的合规性审查。认购 H 股定增部分也已获得国家发改委的备案通知书，目前正在跟进商务部的备案流程。待商务部批复后，将办理外汇管理登记手续，届时将达成全部交割前置条件，同步启动 A 股过户及 H 股定增交割程序。具体的交割时间取决于监管审批的节奏。交割完成后，在财务上，赤峰黄金将作为集团的控股子公司，其产量将 100%并入紫金矿业的合并报表范围，会计处理口径与藏格矿业相同。在业务规划方面，赤峰黄金将与紫金矿业集团、紫金黄金国际共同构成集团黄金板块“一主两翼”的发展格局。考虑到当前金价上涨导致优质金矿项目日益稀缺，通过差异化的上市平台有助于精准对接不同层级、体量和区域的黄金资源标的。其中，紫金黄金国际将聚焦国际黄金并购，而赤峰黄金则以中小型黄金标的为主要并购发展方向，同时其自身也具备较大的增储和产利提升空间。后续将通过技术赋能提升赤峰黄金现有产量并推进技术改造。赤峰黄金的核心矿山均位于全球主要黄金成矿带，例如其加纳项目与集团的阿基姆项目邻近，同属一个成矿带。近期，其老挝塞班金铜矿 SAD、SND 项目已公告完成资源更新，新增黄金当量金属量 153 吨，勘探成果初步显现。未来将整合双方的勘探力量，加大增储扩容力度，并提升在产项目的产量和利润。由于部分项目与紫金矿业现有项目地理位置邻近，后续可实现区域协同开发，形成“珍珠成串”的模式，有效降低物流等成

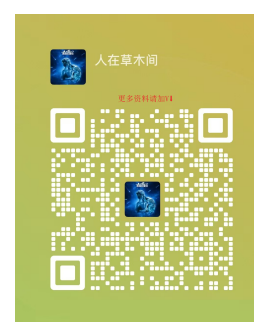
本。

请详细拆解公司 2026 年第二季度非经营性损益环比减少约 20 亿元的具体原因，并说明同期的商品套期保值损益情况？

2026 年第二季度非经常性损益环比减少约 20 亿元，主要源于非金融企业持有的金融资产和金融负债公允价值变动的影响，特别是股票基金投资部分。该部分在一季度体现为浮盈，而在二季度则体现为浮亏，导致环比变动较大。关于商品套期保值损益，公司的会计核算分为两类。第一类是适用套期会计的部分，其波动计入存货，最终结转至收入成本，起到平滑利润的作用。第二类是未指定套期关系的衍生品，其损益分别计入公允价值变动损益（持仓浮动盈亏）和投资收益（当期平仓盈亏）。因此，评估商品套保的整体损益需将这两项合并来看。以 2026 年上半年价格先涨后跌为例，前期低位开立的空头头寸在价格上涨时平仓，会在投资收益中体现为亏损；而后期高位新开的空头头寸在价格回落时，会在期末的公允价值变动中体现为浮盈。2026 年上半年，投资收益和公允价值变动中未指定套期关系的部分合计约为 200 万元。分季度看，一季度约为负 3,800 万元，二季度约为正 4,000 万元，均接近平衡状态。这表明上半年套期保值业务有效，期货端与现货端基本实现对冲。公司套期保值的目标是锁定存货销售利润、平滑价格波动，而非通过期货交易进行投机，因此第二季度的商品损益相对平稳。

刚果（金）近期出台的禁止铜精矿和钴精矿出口的新政策，将对公司在当地的项目运营和利润产生何种影响？

刚果（金）近期禁止铜精矿和钴精矿出口的政策，对公司当前在当地的整体经营及利润影响不大。这主要得益于公司的产品结构。公司旗下科卢韦齐铜矿的产品主要为电积铜和粗铜，卡莫阿-卡库拉铜矿的产品为阳极板和粗铜，这些产品形态均不属于被禁止出口的类别。公司虽有极少量铜精矿和钴精矿，但预计不会对在刚果（金）的整体利润和运营构成主要威胁。需要指出的是，该政策并非全新政策，而是刚果（金）政府多年来强化矿业自主权和推动本地深加工核心思路的重申。早在 2013 年，刚果（金）矿业部就已提出管控铜、钴精矿出口，鼓励提升本土加工深度。2018 年修订的矿业法典更是将矿产本土加工确立为法定核心原则。因此，当前政策是过往法律和政策的延续。按照现行规定，若确需将加工程度较低的矿产品运往境外加工，企业必须证明刚果（金）国内不具备经济可行的加工配套设施，并向主管部门申请专项出口豁免，豁免期通常为一年。这是许多企业已在执行的流程。公司的应对策略将沿用此前的做法，并继续以现有的高加工程度产品形态来应对，因此该政策对公司在刚果（金）运营的影响是比较可控的。



公司 2026 年碳酸锂业务的产量指引、马诺诺项目的物流销售进展以及各矿山的综合成本情况如何？

公司维持全年 12 万吨碳酸锂当量产量指引不变。2026 年上半年已完成约 4.3 万吨，其中湖南湘源锂矿产量为 1.45 万吨，3Q 和拉果错盐湖各自贡献近 1 万吨，扎布耶盐湖并表产量为 5,400 吨，马诺诺锂矿自 6 月份开始贡献产量，上半年产量为 0.5 万吨。目前各项目生产节奏符合预期，特别是马诺诺项目下半年将继续爬坡，因此对完成全年目标有较大把握。马诺诺项目一期选厂已于 2026 年 5 月底建成投产，较原计划提前一个月。其硫酸锂冶炼的一系列计划于 2026 年底建成投产。项目 2026 年计划产量为 3 万吨碳酸锂当量，达产后预计年产能将达到 13 万吨碳酸锂当量。在物流方面，项目将以东线运输为长期主力通道，即从马诺诺陆运至刚果（金）卡莱米港，经坦噶尼喀湖运至坦桑尼亚基戈马港，再陆运至达累斯萨拉姆的马林迪港。目前，首批锂精矿已顺利运抵卡莱米港，并获得了首船产品的海关装船许可，表明东线物流通道已基本打通并投入使用。在成本方面，公司披露的锂精矿成本约 1.6 万元/吨（不含冶炼）。考虑综合成本，湖南湘源锂云母项目的全成本预计在 6 万至 6.5 万元/吨。马诺诺项目目前产出锂辉石精矿，待其硫酸锂冶炼设施建成后，预计在 2027 至 2028 年达产后的综合成本约为 5 万元/吨。公司的总体目标是将 2026 年四个主要锂项目（两湖两矿）的碳酸锂综合成本控制在 6 万元/吨，并在 2027 至 2028 年进一步降至 5 万至 5.5 万元/吨的区间。

公司在终止收购联合黄金后，转而认购其 9.2%股份的原因是什么？此次少数股权投资的核心收益逻辑为何？另外，集团 2028 年 130 至 140 吨的黄金产量指引是否会因此次收购终止而受到影响？

公司与紫金黄金国际已于 7 月 29 日联合公告终止收购联合黄金，并通过认购定向增发股票的方式取得其 9.2%的股权，该股权交割现已顺利完成。本次认购 9.2%股权的投资逻辑与公司在 2026 年 1 月份进行收购时的观点一致，即长期看好联合黄金所拥有的资产价值和发展前景。这主要体现在两个方面：首先，其资源禀赋优异，截至 2025 年底，联合黄金拥有资源量 541 吨，平均品位 1.38 克/吨，项目资源储量大，成矿条件好，找矿增储潜力显著，在并购市场上是优质标的。其次，其未来增量明确，旗下项目多为在产或即将投产的大型露天开采金矿，2023 至 2025 年产金量稳定在 10.7 至 11.8 吨之间。依托马里和埃塞俄比亚项目建成投产带来的增量，预计 2029 年产金量将提高到 25 吨。本次认购价格是按照 7 月 27 日前 30 个交易日的加权平均价格确定，属于以公开市场价格为基础的股权投资。所认购的资金将全部用于联合黄金的矿山建设、扩产、运营优化及勘探等增长计划，有助于充分挖掘其矿产资源潜力。具体的投资回报将取决于联合黄金未来的经营表现、项目建设进度、黄金价格及其整体股价表现。成为其重要股东后，公司将持续关注其经营发展，并在持股期间维持与现有管理层的良性互动，共同挖掘矿产资源潜力以提升股东回报。此前在收购过程中，公司已向其部分项目派遣观察员，就项目运营、管理及技术进行了充分交流。关于产量指引，集团 2028 年 130 至 140 吨的矿产金产量目标在制定时并未包含联合黄金，因此不会

受到此次收购终止的影响。

西藏自治区财政厅近期发布了关于资源税调整的征求意见稿，拟将铜选矿税率从 5% 调整至 9%，并取消低品位矿减半征收的政策。请问公司巨龙铜矿当前的资源税率是多少，以及公司是否评估过相关政策调整可能带来的影响？

根据 7 月 28 日西藏自治区关于资源税政策调整的征求意见稿，铜矿选矿税率拟由 5% 调整至 9%，原有的低品位矿减半征收优惠政策将被取消，同时铜矿中的共生伴生矿产将由原先的免税改为减征 20% 后征收。该政策目前仍在征求意见阶段，预计于 8 月 27 日完成反馈，公司正积极与相关部门进行沟通。关于此次资源税调整对财务价值的影响，以巨龙铜矿 2026 年约 30 万吨的年产量测算，其中低品位矿占比约为 75%，高品位矿占比约为 25%。在现有税收政策下，高品位铜矿按 5% 征收，低品位矿减半按 2.5% 征收，伴生的金、钼等免征，综合税负率约为 3.5%，按当前价格计算，铜资源税约为 8.5 亿元。若新政实施，所有铜资源的综合税负率将从 3.5% 左右调整至 9%。此外，伴生矿由免征改为按 20% 税率征收。综合测算，新政将对巨龙铜矿产生约 20 至 22 亿元的影响，折算至归母净利润的影响大约在 10 亿元出头。

上半年公司铜成本上升较为明显，请问具体是哪些矿山成本上升较多，背后的原因是什么？同时，对下半年至 2027 年铜和金的成本趋势有何展望？另外，关于碳酸锂业务，若全年产量能达到 12 万吨，预计的出货量或销量区间是多少？

上半年铜金矿与电积铜的成本同比增长超过 15%，主要原因有五点：第一，入选品位下降，主要影响紫金山铜矿、穆索诺伊、西藏巨龙和塞尔维亚紫金等企业。第二，受美伊战争影响，柴油、药剂、硫磺等价格上涨，经测算，今年上半年该因素导致成本增加约 8 亿元，使铜单位成本提高约 4.2%，金成本提高约 2.5%。第三，采剥工作的持续推进导致运距上升和台阶下降，对多宝山和穆索诺伊影响较大。第四，集团薪酬普调及海外员工薪资增长导致人工成本上升，对铜和金成本的影响均在 4% 左右。第五，具体到矿山，电积铜成本上涨主要受穆索诺伊影响，其上半年产量约 3.5 万吨，占集团电积铜总产量 4.7 万吨的绝大部分。铜精矿成本上涨影响较大的企业则包括塞尔维亚紫金、多宝山和西藏巨龙。对于成本展望，公司希望将销售成本增幅控制在 10% 以内。目前来看，黄金成本控制在 10% 以内没有问题，但铜成本由于上半年已增长 16%-17%，实现该目标有一定难度。在内部管理考核中，主要使用剔除品位影响的矿产综合付现成本指标，该指标的增幅预计将控制在个位数以内。关于碳酸锂业务，公司全年预计产量约为 12 万吨。上半年产量为 4.3 万吨，销量为 3.3 万吨，存在约 1 万吨的产销差，主要原因是 Manono 项目运输线路较长，且上半年增长尚未完全体现，加之海运时间约需一个月。预计全年销量可达到 10 至 11 万吨左右。

公司在半年报中强调了科技创新与数智转型，请问目前公司在电动矿卡的使用覆盖率以及无人驾驶技术的应用效果方面有何具体进展？

公司已将矿山的电动化、智能化及无人化作为后续经营的重要方向，并将其视为在当前矿业激烈竞争背景下保持成本优势和技术竞争力的核心武器。因此，在2026年半年报中对此投入了大量篇幅进行介绍。在具体数据方面，电动矿卡的保有量已从几年前十几台、几十台的规模，显著增加到截至2026年6月的1,314台。目前，公司仍在以每月几十台甚至上百台的速度快速铺设电动矿卡。

请介绍公司在矿卡电动化、无人化方面的最新进展、具体数据表现以及未来的战略规划？

公司计划在三年内全面实现矿卡的“油改电”，以同步实现高效降本与降碳的目标。截至2026年第一季度，境内露采矿山的电动矿卡使用比例已超过50%，且该比例仍在快速提升中，境外项目的电动矿卡数量也在稳步增加。在重点项目进展方面，境内的巨龙铜矿已实现无人矿卡与有人驾驶矿卡的混编作业，这增加了调度系统的复杂性和难度。海外的诺顿项目已实现露采无人矿卡的常态化运行。这些实践推动了公司在安全与效率方面的加速迭代。公司还依托多平台力量推进无人化和电动化转型，例如，通过紫金与龙净环保的平台，新款载重140吨的电动矿卡已在高海拔地区稳定运行，交付数量从年初的几台增至约15台。此外，载重230吨的超大吨位电动矿卡也于近期成功下线。从经济性数据来看，电动矿卡的能耗仅为柴油矿卡的1/5至1/2，节能效益达到50%左右，这有效对冲了能源及大宗原材料价格高企带来的成本压力。尽管2026年上半年在电气化和智能化上的巨大投入导致短期成本略有上升，但从长期降本效果看，这项投资具有无可比拟的优势。此外，电动矿卡采用电气化传动，维修可借助电脑等监测仪器，相较于传统机械传动更为简单高效，长期来看能降低人工成本。具体到项目层面，以多宝山、巨龙、新疆紫金等大规模应用电动矿卡的项目为例，综合夏季与冬季高耗电工况的数据，电动矿卡的吨公里能耗较传统柴油矿卡下降了50%以上。在经济性边界上，当运距大于3公里时，电动矿卡的综合单价全面优于柴油矿卡，且海拔越高、运距越长，其成本优势越突出。例如，在紫金山一个运输距离约4-5公里的典型场景中，电动矿卡较燃油车的单价下降了近11%；在海拔更高的紫金锌业，同等运距的废石运输成本降幅高达16.88%。在标杆工程建设方面，山西紫金项目被定位为未来井下无人开采的核心标杆，目前已完成一个中段作业面的无人化改造，并计划在2026年内再推广至两个作业面。西藏巨龙的芝布拉项目也已基本实现大规模无人电动矿卡运营。在管理系统层面，为应对在18个国家运营30座矿山的复杂性，公司正引入AI智能，并对MES、SAP、WMS等系统进行大规模数据标准化和统一化工作。未来将依托统一数据建立垂直矿业数据模型，以人工智能替代人工填报，从而提升管理效率。

公司在钨、钼、铋等稀贵战略金属方面的最新进展和战略规划是怎样的？沙坪沟钼矿的建设进度如何？

公司的财务核算将副产品单独计价，而非作为成本抵扣项，这一点与部分国际矿企不同。目前公司的钼主要作为多宝山和西藏巨龙铜矿的副产品产出。关于沙坪沟钼矿，该项目在经历较长的证照办理周期后，选矿项目已于 2026 年 6 月开工建设。项目采用粗碎、半自磨、球磨、浮选及精矿浓缩过滤的工艺，设计年处理矿石量约 1,000 万吨，产品形态为含钼品位约 57%的钼精矿。项目建成达产后，预计年均产钼可达 2.2 万吨。结合多宝山和巨龙现有约 1.5 万至 1.9 万吨的副产钼，公司未来钼总产量将超过 4 万吨，向 5 万吨的目标迈进，钼将成为公司重要的战略金属品种之一。在其他战略金属方面，公司拥有麻栗坡钨矿，并已在钨金属领域采取了一些公开可查的行动。钨、钼等中小金属已成为公司后续发展的新亮点。公司的核心战略仍坚持以金、铜、锂等大矿种为主，多矿种协同发展。这些小品种的布局，或是因为它们为主矿种的伴生品，或是因为它们与当前科技发展方向深度契合。公司的产品策略——以货币金属黄金、算力金属铜和能源金属锂为主，辅以钨、钼等战略小金属——旨在适配全球经济格局的多元演变。这一组合能够应对经济衰退（黄金）、能源转型（锂）以及与科技发展高度相关的金属需求（铜、钨、钼），从而平抑不同金属价格周期性波动对公司盈利的影响，提升公司应对复杂变局和为投资者创造长期价值的能力。

公司如何利用硫精矿、硫酸等硫资源，其未来的利润持续性预期如何？

公司利润的持续优化，部分得益于包括硫酸在内的硫资源的综合利用。作为重要的硫资源拥有者，公司自身也大量生产硫酸，因为许多矿山采用火法冶炼工艺。通过对这些资源的内生性开发和综合利用，并致力于提升相关品种的回收率，公司增强了对抗外部经济波动、供应链冲击及原材料价格波动的能力，从而更好地抵御风险。