仅供内部参考，请勿外传！

高争民爆（002827.SZ）

西藏民爆龙头迎新主，民爆协同蓄势、矿业潜力可期

西藏本地国资民爆龙头，控股股东变更开启经营新篇章。高争民爆集民爆产品研发、生产、销售、仓储、运输和爆破服务于一体，业务主要覆盖西藏七地市。2021-2025 年公司营收及归母净利润快速增长，复合增速分别约 18%/39%。近期西藏自治区国资委将原控股股东藏建集团持有的 34%股份无偿划转至地矿集团，9 月已控制权变更完成。地矿集团成为公司新控股股东后，公司拟更名为“西藏地质矿产发展股份有限公司”，主业拓展为“矿山投资开发”与“民爆生产销售服务”两大板块，后续有望依托股东资源推动产业协同，开启经营新篇章。

矿业：地矿集团矿产资源储备丰富，资产注入与后续矿山开发潜力可期。控股股东地矿集团承担做大做强西藏自治区矿产资源产业链重任，持有采矿权 3 宗、探矿权 71 宗，并参股巨龙、朱诺、金龙、多龙等大型铜矿及拉果措盐湖锂矿，权益铜资源超 1100 万吨。铜矿方面，部分项目已进入投产或建设阶段，预计 2032-2033 年权益铜产能约 21 万吨/年，对应权益净利润约 106-127 亿元；锂矿方面，持有拉果措盐湖锂矿项目 27%股权，一期已投产，二期建成后项目锂盐权益总产能预计达 1.6 万吨/年，对应权益净利润约 6.5 亿元。收购报告书明确提出依托上市公司推动矿产开发与民爆产业协同，并就潜在同业竞争业务给予上市公司同等条件下优先收购权，后续符合条件的矿产资产有望逐步注入。此外，西藏矿产资源禀赋优越，当前仍未充分开发，公司作为西藏国资委下属唯一矿产资源开发上市平台，有望分享后续矿产资源增量项目开发红利。

民爆：西藏水电与矿山开采支撑长期需求，产能扩张与一体化服务能力打开成长空间。2026M1-8 西藏工业炸药销量同比增长 52%，雅下水电及大型铜矿建设有望持续释放民爆需求。公司通过收购海外民爆、转移产能及取得政策奖励，将工业炸药年产能由 2.2 万吨提升至 6.2 万吨，区内规模优势进一步增强。公司拥有藏木水电站、甲玛、玉龙、朱诺铜矿等项目经验，具备高海拔地区大型工程作业能力。依托本地国资背景、产能规模优势、覆盖西藏七地市的服务网络以及矿山工程施工总承包、爆破作业“双一级”资质，公司持续向采剥、选矿、矿山托管等环节延伸，叠加地矿集团潜在项目资源，订单获取能力与单项目价值量有望持续提升。

投资建议：我们预计公司民爆业务 2026-2028 年归母净利润分别为 1.5/2.1/2.7 亿元，同比-22%/+34%/+28%，对应 EPS 为 0.56/0.75/0.96 元/股，当前股价对应 PE 为 128/95/74 倍。矿产资源方面，估算地矿集团参股铜矿+锂矿 2028 年权益净利润约 34 亿元，对应价值约 400 亿元；2032 年底参股及控股矿权逐步投产后，远期权益价值超 1300 亿元（参股铜矿 1059 亿元+控股铜矿 200 亿元+锂矿 65 亿元）。公司现有民爆业务成长性优越，潜在矿产开发业务价值可观，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：民爆需求不及预期、市场竞争加剧、矿山投资开发业务进展不及预期、测算误差风险等。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,692	1,827	1,835	2,094	2,482
增长率 yoy（%）	9.0	8.0	0.4	14.1	18.5
归母净利润（百万元）	148	198	154	207	266
增长率 yoy（%）	51.6	33.6	-22.1	34.1	28.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.53	0.71	0.56	0.75	0.96
净资产收益率（%）	16.0	18.6	15.0	17.6	19.5
P/E（倍）	132.8	99.4	127.5	95.1	74.1
P/B（倍）	21.3	18.4	19.1	16.7	14.4

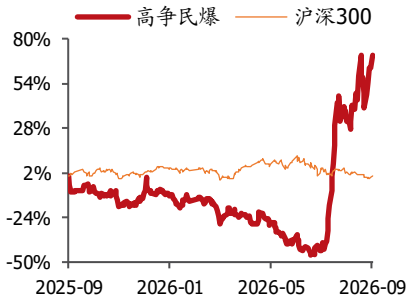
资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 21 日收盘价

增持（首次）

股票信息

行业	化学制品
09 月 21 日收盘价（元）	71.05
总市值（百万元）	19,684.12
总股本（百万股）	277.05
其中自由流通股（%）	99.62
30 日日均成交量（百万股）	14.14

股价走势



作者

分析师　何亚轩
执业证书编号：S0680518030004
邮箱：heyaxuan@gszq.com
分析师　徐中良
执业证书编号：S0680526080001
邮箱：xuzhongliang@gszq.com
分析师　张天祎
执业证书编号：S0680525070001
邮箱：zhangtianyi@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1798	2078	1921	2221	2577
现金	534	649	490	772	1045
应收票据及应收账款	1009	1149	1157	1167	1238
其他应收款	21	20	20	20	20
预付账款	7	3	5	6	7
存货	91	127	124	120	115
其他流动资产	136	130	124	137	152
非流动资产	774	802	776	745	712
长期投资	11	15	15	15	15
固定资产	603	604	573	538	499
无形资产	90	86	82	78	73
其他非流动资产	69	97	107	114	125
资产总计	2571	2880	2697	2965	3289
流动负债	939	1145	927	965	1008
短期借款	166	190	220	250	280
应付票据及应付账款	170	284	222	218	217
其他流动负债	603	671	485	497	511
非流动负债	446	381	427	477	527
长期借款	424	364	414	464	514
其他非流动负债	22	17	13	13	13
负债合计	1385	1525	1354	1442	1535
少数股东权益	260	288	313	347	390
股本	276	277	277	277	277
资本公积	283	300	300	300	300
留存收益	358	495	604	750	938
归属母公司股东权益	926	1067	1030	1176	1364
负债和股东权益	2571	2880	2697	2965	3289

现金流量表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	0	198	220	334	344
净利润	174	230	179	241	309
折旧摊销	72	76	82	87	87
财务费用	28	25	17	19	21
投资损失	0	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-304	-127	-68	-22	-82
其他经营现金流	31	-4	10	10	10
投资活动现金流	-57	-40	-54	-52	-52
资本支出	-25	-68	-51	-50	-50
长期投资	-32	26	0	0	0
其他投资现金流	0	2	-4	-2	-2
筹资活动现金流	-152	-51	-324	0	-19
短期借款	-84	24	30	30	30
长期借款	-288	-61	50	50	50
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	0	17	0	0	0
其他筹资现金流	220	-33	-404	-80	-99
现金净增加额	-209	106	-159	281	273

利润表（百万元）

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	1692	1827	1835	2094	2482
营业成本	1178	1274	1332	1483	1736
营业税金及附加	11	10	10	12	14
营业费用	48	47	47	53	63
管理费用	182	200	200	228	270
研发费用	34	37	37	42	50
财务费用	19	16	16	18	20
资产减值损失	-33	-1	-2	-2	-2
其他收益	11	19	13	15	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	3	1	1	1
资产处置收益	0	2	1	1	1
营业利润	188	255	196	263	337
营业外收入	3	0	1	1	1
营业外支出	1	4	1	1	1
利润总额	190	251	196	263	338
所得税	16	21	17	22	29
净利润	174	230	179	241	309
少数股东损益	26	32	25	34	43
归属母公司净利润	148	198	154	207	266
EBITDA	312	344	295	368	445
EPS（元/股）	0.53	0.71	0.56	0.75	0.96

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	9.0	8.0	0.4	14.1	18.5
营业利润(%)	37.1	35.8	-23.3	34.2	28.4
归属母公司净利润(%)	51.6	33.6	-22.1	34.1	28.3
获利能力					
毛利率(%)	30.4	30.3	27.4	29.2	30.0
净利率(%)	8.8	10.8	8.4	9.9	10.7
ROE(%)	16.0	18.6	15.0	17.6	19.5
ROIC(%)	10.0	10.2	8.5	10.1	11.5
偿债能力					
资产负债率(%)	53.9	53.0	50.2	48.6	46.7
净负债比率(%)	40.2	29.8	33.4	16.3	3.1
流动比率	1.9	1.8	2.1	2.3	2.6
速动比率	1.7	1.6	1.8	2.1	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	1.9	1.8	1.7	1.9	2.2
应付账款周转率	5.8	5.6	5.3	6.7	8.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.71	0.56	0.75	0.96
每股经营现金流(最新摊薄)	0.00	0.71	0.79	1.20	1.24
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.85	3.72	4.25	4.92
估值比率					
P/E	132.8	99.4	127.5	95.1	74.1
P/B	21.3	18.4	19.1	16.7	14.4
EV/EBITDA	23.9	31.6	68.3	54.2	44.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2026 年 09 月 21 日收盘价

内容目录

1.公司概要：西藏民爆龙头深耕主业，股东焕新拓展成长空间 5
1.1 公司简介：西藏区域全产业链民爆龙头 5
1.2 业务结构：深耕民爆行业，构建一体化闭环 5
1.3 财务分析：整体经营质量较优，营收业绩持续扩张 6
1.4 股权结构：西藏国资下属唯二上市平台，控股股东变更开启经营新篇章 9
2.矿业：主业拟新增矿山投资开发，资产整合潜在价值可观 11
3.民爆：高景气区域龙头，水利&矿山需求打开长期成长空间 16
3.1. 行业整合与一体化转型加速，西藏水电及矿山开发推动区域景气上行 16
3.2. 区内唯一本地国资民爆龙头，产能扩张与一体化服务增添成长动能 18
4.盈利预测与估值 21
5.风险提示 23

图表目录

图表 1：高争民爆发展历程图 5
图表 2：高争民爆主营业务收入结构 6
图表 3：高争民爆主营业务毛利结构 6
图表 4：高争民爆分地区收入结构 6
图表 5：高争民爆分地区毛利结构 6
图表 6：高争民爆营业收入及增速 7
图表 7：高争民爆归母净利润及增速 7
图表 8：高争民爆毛利率情况 7
图表 9：高争民爆分业务毛利率情况 8
图表 10：高争民爆分地区毛利率情况 8
图表 11：高争民爆期间费用率情况 8
图表 12：高争民爆归母净利率情况 8
图表 13：高争民爆核心财务指标一览 9
图表 14：公司控股股东变更事项进展 9
图表 15：控股股东变更前后控制权关系 10
图表 16：控股股东变更后股权结构图 10
图表 17：地矿集团财务数据 11
图表 18：地矿集团下属核心企业 11
图表 19：地矿集团矿产资源梳理 12
图表 20：股权划转目的及同业竞争承诺内容 12
图表 21：地矿集团参股大型铜矿产能规划 13
图表 22：地矿集团参股大型铜矿投产节奏及权益产能、利润贡献 13
图表 23：拉果措盐湖锂矿项目情况 14
图表 24：特提斯成矿域及矿产示意图 15
图表 25：全国民爆销售收入及同比增速 16
图表 26：全国民爆利润总值及同比增速 16
图表 27：全国工业炸药销量及同比增速 16
图表 28：全国民爆服务收入及同比增速 16
图表 29：民爆行业“十五五”规划重要内容 17
图表 30：西藏民爆销售总值及同比增速 17
图表 31：西藏工业炸药销量及同比增速 17
图表 32：西藏大型矿山、水电站、交通基建项目梳理 18
图表 33：西藏市场主要民爆企业梳理 18
图表 34：高争民爆已成功完成重点项目案例 19
图表 35：高争民爆工业炸药产能（单位：万吨） 19
图表 36：许可证制度贯穿民爆业务全流程 20

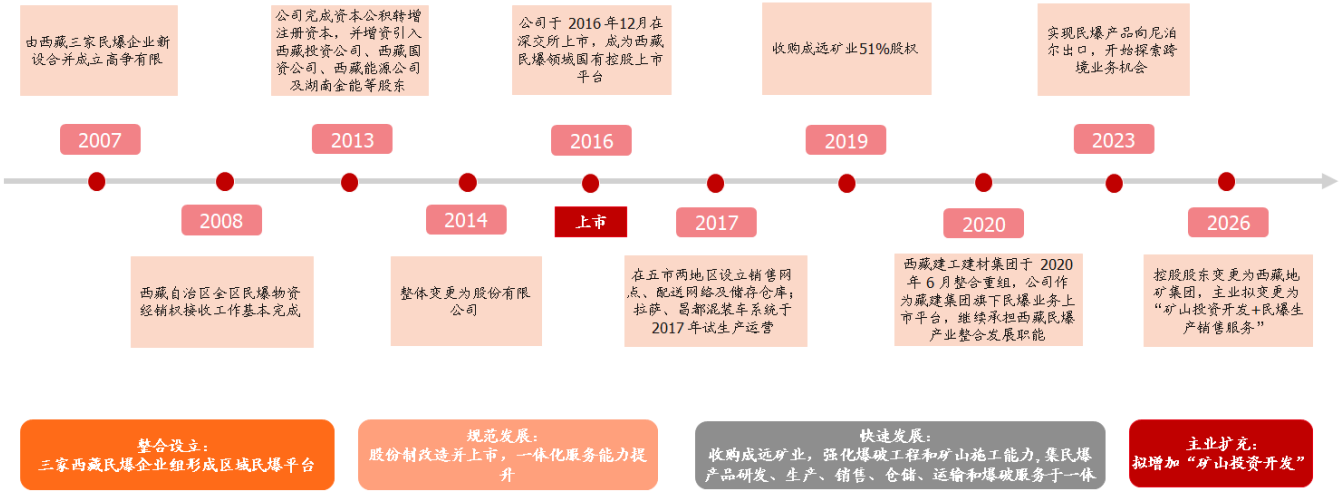
图表 37：高争民爆一体化服务能力 20
图表 38：高争民爆收入拆分（单位：亿元） 21
图表 39：高争民爆毛利率预测 21
图表 40：高争民爆期间费用率预测 22
图表 41：高争民爆盈利预测与估值 22
图表 42：地矿集团矿产资源估值 23

1. 公司概要：西藏民爆龙头深耕主业，股东焕新拓展成长空间

1.1 公司简介：西藏区域全产业链民爆龙头

高争民爆成立于 2007 年，由三家西藏民爆企业重组合并而成；2014 年完成股份制改造，2016 年登陆深交所上市。公司集民爆产品研发、生产、销售、仓储、运输和爆破服务于一体，拥有矿山工程施工总承包与爆破作业“双一级”能力，是西藏本地国资民爆龙头，业务覆盖西藏七地市，并逐步向西南及东北拓展。2026 年公司控股股东变更为西藏地矿集团，主业拟调整为“矿山投资开发+民爆生产销售服务”，成长空间进一步拓宽。

图表1：高争民爆发展历程图



资料来源：公司官网、公司公告、西藏自治区人民政府、西藏建工建材集团官网，国盛证券研究所

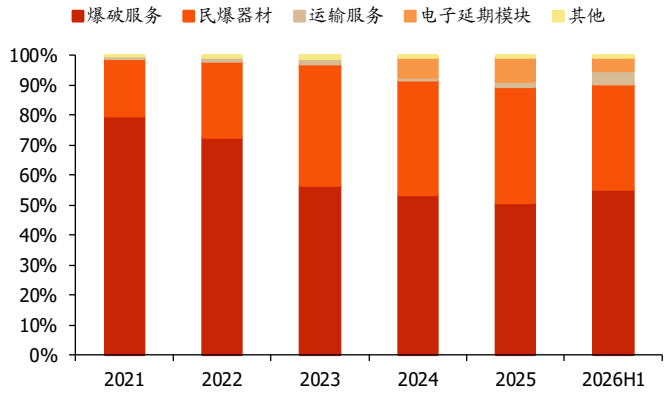
1.2 业务结构：深耕民爆行业，构建一体化闭环

收入端： 2025 年爆破服务/民爆器材/电子控制模块/运输服务分别实现收入 9.3/7.1/1.5/0.3 亿元，同增 2.5%/10%/31.5%/80%，占比 51%/39%/8%/1.5%。爆破服务与民爆器材合计贡献近九成，电子控制模块与运输服务快速增长。

利润端： 2025 年爆破服务/民爆器材/电子控制模块/运输服务分别实现毛利 1.9/3.1/0.4/0.05 亿元，同增 5%/5%/38%/400%，占比 35%/55%/7%/1%。民爆器材为第一大利润来源，毛利占比高于收入。

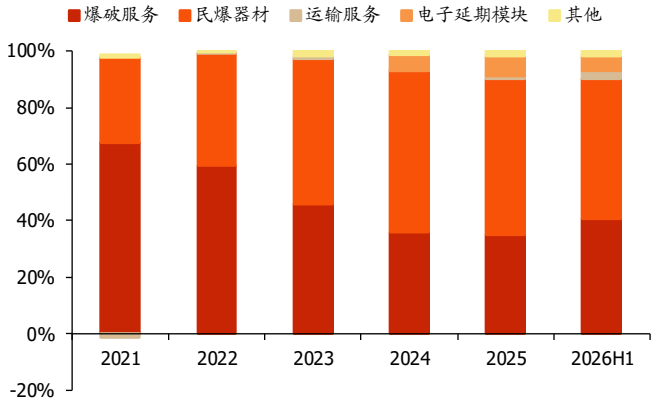
分地区： 2025 年区内/区外收入占比 78%/22%，毛利占比分别为 88%/12%，区内盈利能力更优。2021-2025 年区外收入占比由 13%提升至 22%，主要来自辽宁、四川、宁夏自治区等市场。2026H1 区内/区外收入占比 82%/18%，毛利占比 93%/7%。

图表2：高争民爆主营业务收入结构



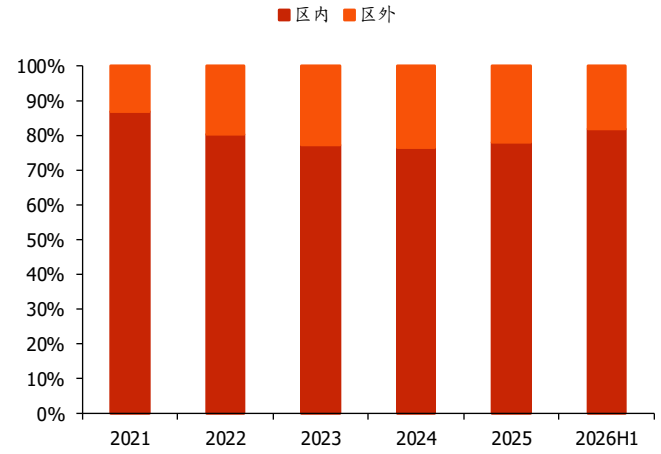
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：高争民爆主营业务毛利结构



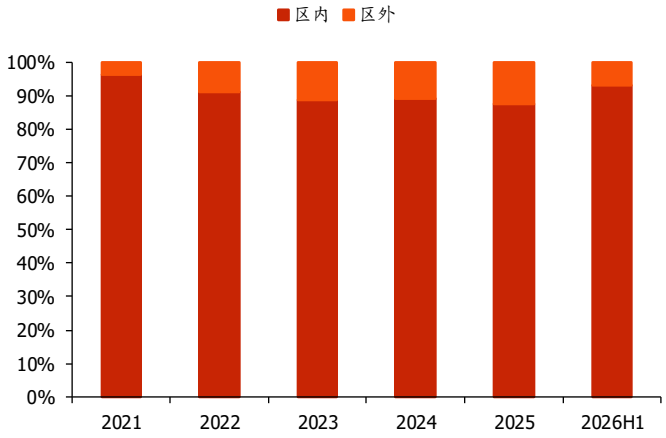
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：高争民爆分地区收入结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表5：高争民爆分地区毛利结构

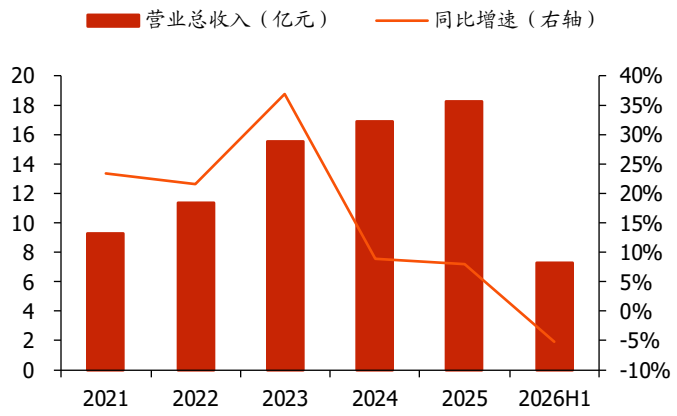


资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3 财务分析：整体经营质量较优，营收业绩持续扩张

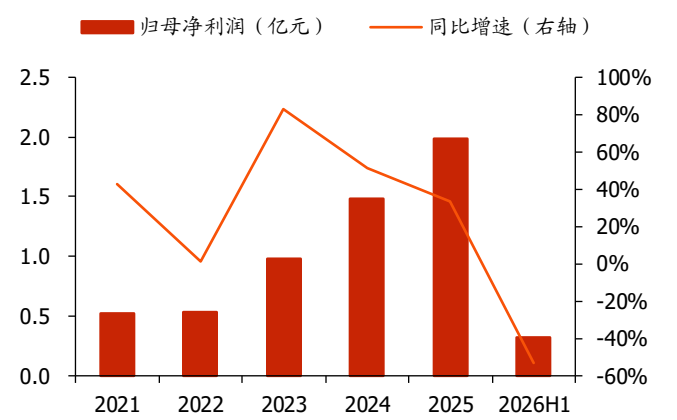
营收利润：2021-2025 年收入与利润持续扩张，2023 年后盈利增速显著加快。营业收入由 2021 年 9.33 亿元增至 2025 年 18.27 亿元，CAGR 约 18%；同期归母净利润由 0.53 亿元增长至 1.98 亿元，CAGR 约 39%。2026H1 营收/归母净利润分别同降 5%/53%，业绩降幅较大主要因政府补助同比减少、收购黑龙江海外民爆器材有限公司新增摊销及固定资产折旧费用以及民爆器材销售价格下降导致收入利润相应减少。

图表6：高争民爆营业收入及增速



资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表7：高争民爆归母净利润及增速



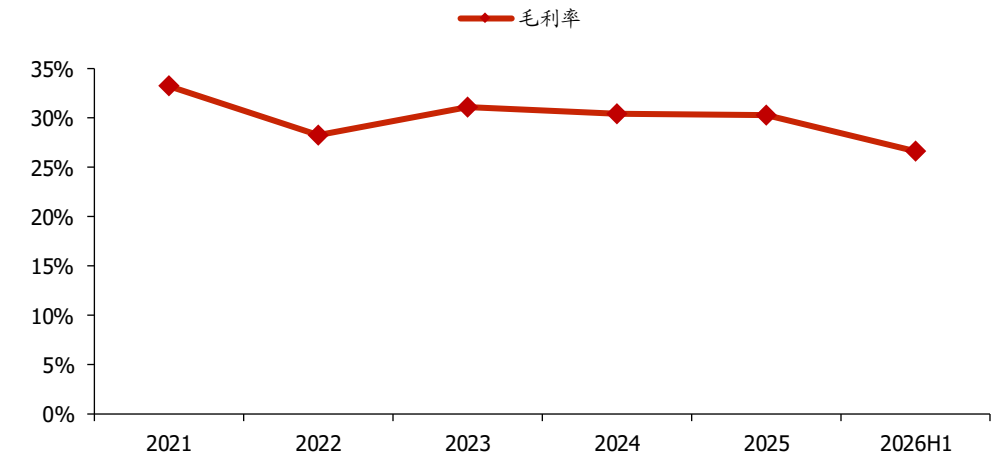
资料来源：ifind，国盛证券研究所

毛利率：2021-2025 年公司毛利率整体维持在 30%左右，2022 年降至 28.2%后有所修复，2023-2025 年维持 30%以上。2026H1 毛利率为 26.6%，同比下降 1.6pct（民爆器材/爆破服务分别同比-3.7/+2.8pct）。

- **分业务：**2025 年爆破服务/民爆器材/运输服务/电子延期模块毛利率分别为 21%/43%/18%/28%，分别同比变动+0.4/-2.1/+8.6/+1.7 个百分点；民爆器材毛利率高于整体水平，其中工业炸药和工业雷管毛利率分别为 43.7%/46%，同比+2.5/-9.3 个百分点；爆破服务毛利率同比基本持平。2026H1 四项业务毛利率分别为 19.6%/37.6%/16.4%/31%，工业雷管、工业炸药等民爆器材降幅较大。

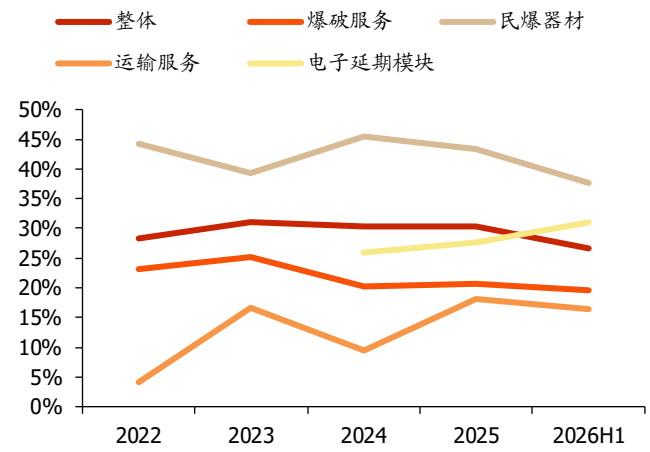
- **分地区：**2025 年区内西藏自治区/区外毛利率分别为 34%/17%，区内盈利水平显著高于区外；2026H1 区内/区外毛利率为 30%/10%，甘肃、宁夏、浙江等区外省份降幅较大。

图表8：高争民爆毛利率情况



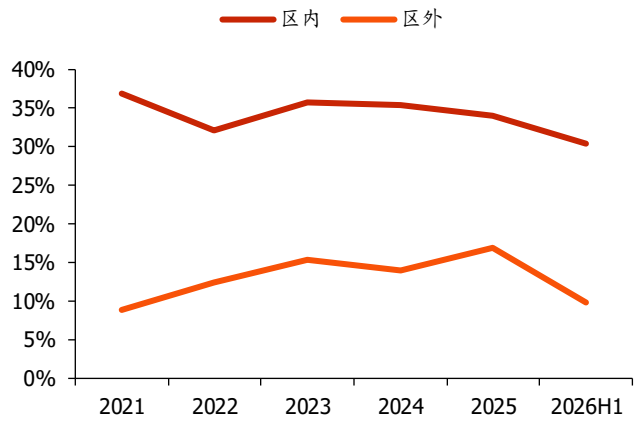
资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表9：高争民爆分业务毛利率情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表10：高争民爆分地区毛利率情况

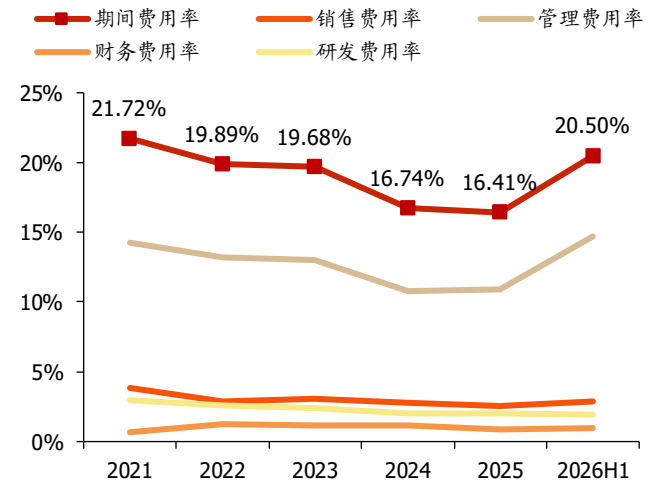


资料来源：Wind，国盛证券研究所

期间费用率：2021-2025 年期间费用率由 21.72%降至 16.41%，费用管控效果明显；其中管理费用率由 14.25%降至 10.92%，是费用率下降的主要来源。2026H1 期间费用率有所提升，主要受管理费用率抬升影响。

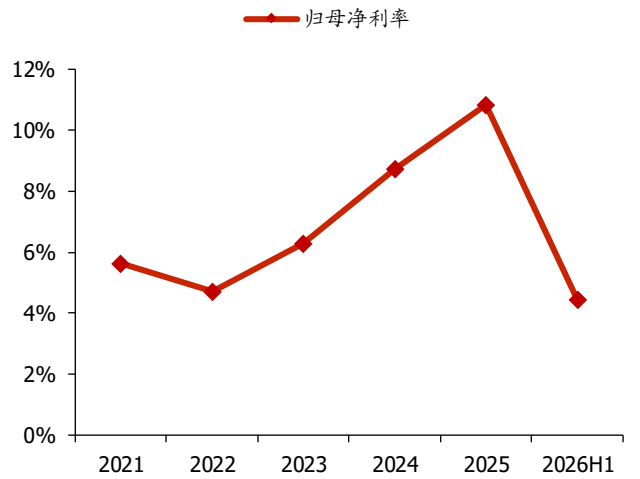
净利率：归母净利率由 2021 年 5.64%提升至 2025 年 10.84%，ROE 由 6.9%提升至 19.9%。2026H1 归母净利率为 4.4%，同比下降 4.5pct。

图表11：高争民爆期间费用率情况



资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表12：高争民爆归母净利率情况



资料来源：ifind，国盛证券研究所

图表13：高争民爆核心财务指标一览

	2021	2022	2023	2024	2025	2026H1
营业总收入（亿元）	9.3	11.3	15.5	16.9	18.3	7.3
同比增速（右轴）	23.4%	21.6%	36.9%	9.0%	8.0%	-5.2%
归母净利润（亿元）	0.5	0.5	1.0	1.5	2.0	0.32
同比增速（右轴）	42.8%	1.5%	83.0%	51.6%	33.6%	-53.1%
毛利率	33.2%	28.2%	31.1%	30.4%	30.3%	26.6%
期间费用率	21.72%	19.89%	19.68%	16.74%	16.41%	20.50%
销售费用率	3.84%	2.91%	3.09%	2.82%	2.55%	2.89%
管理费用率	14.25%	13.16%	12.98%	10.78%	10.92%	14.70%
财务费用率	0.67%	1.25%	1.19%	1.12%	0.90%	0.98%
研发费用率	2.96%	2.57%	2.41%	2.03%	2.04%	1.93%
资产减值损失（万元）	32	2412	1824	3344	136	52
信用减值损失（万元）	967	1,103	2,375	988	1,150	88
减值损失合计（万元）	999	3,516	4,199	4,332	1,286	140
减值合计占归母净利润比	**19%**	**66%**	**43%**	**29%**	**6%**	**4%**
经营活动现金流净额（亿元）	**-0.07**	**-0.47**	**0.53**	**0.00**	**1.98**	**0.52**
净现比（右轴）	-13%	-88%	54%	0%	100%	161%
归母净利率	5.64%	4.71%	6.30%	8.76%	10.84%	4.44%
	2021	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**同比**
ROE	**6.9%**	**6.9%**	**12.3%**	**17.0%**	**19.9%**	**2.90pct**
净利率	5.6%	4.7%	6.3%	8.8%	10.8%	2.08pct
资产周转率	0.61	0.61	0.65	0.65	0.67	0.02
权益乘数	2.0	2.4	3.0	3.0	2.7	-0.24

资料来源：ifind，国盛证券研究所

1.4 股权结构：西藏国资下属唯二上市平台，控股股东变更开启经营新篇章

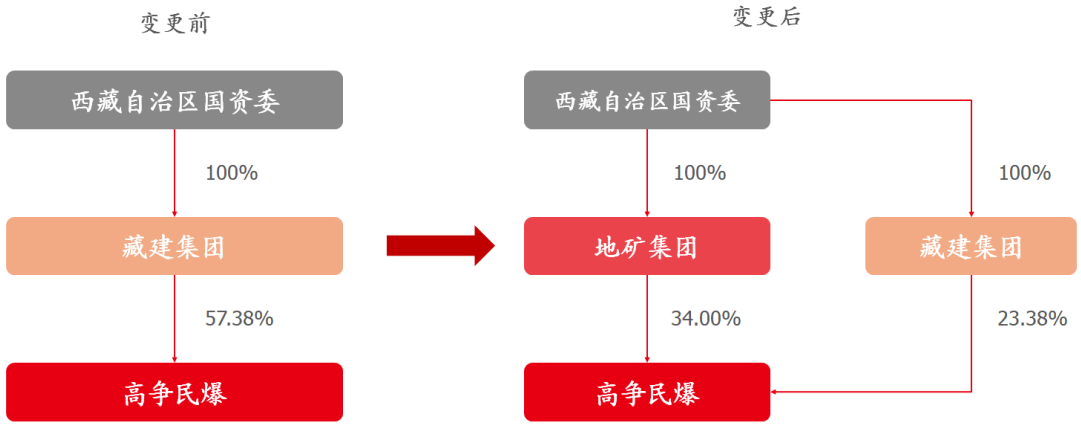
控制权变更高效落地，地矿集团入主后有望步入发展新阶段。公司 7 月 28 日公告，西藏自治区国资委拟将藏建集团持有的上市公司 34%股份无偿划转给西藏地质矿产集团有限公司（地矿集团），划转完成后地矿集团/藏建集团持股比例分别为 34%/23%，地矿集团为公司控股股东，实际控制人仍为西藏国资委，控制权稳定，国资背景有助于区域资源协同和重点项目承接。9 月 4 日已完成证券过户登记手续，高效执行彰显自上而下积极推进意愿与地方国资重视程度。控制权变更完成后，公司拟更名为“西藏地质矿产发展股份有限公司”，主业拟调整为“矿山投资开发+民爆生产销售服务”双主业，开启经营新篇章。

图表14：公司控股股东变更事项进展



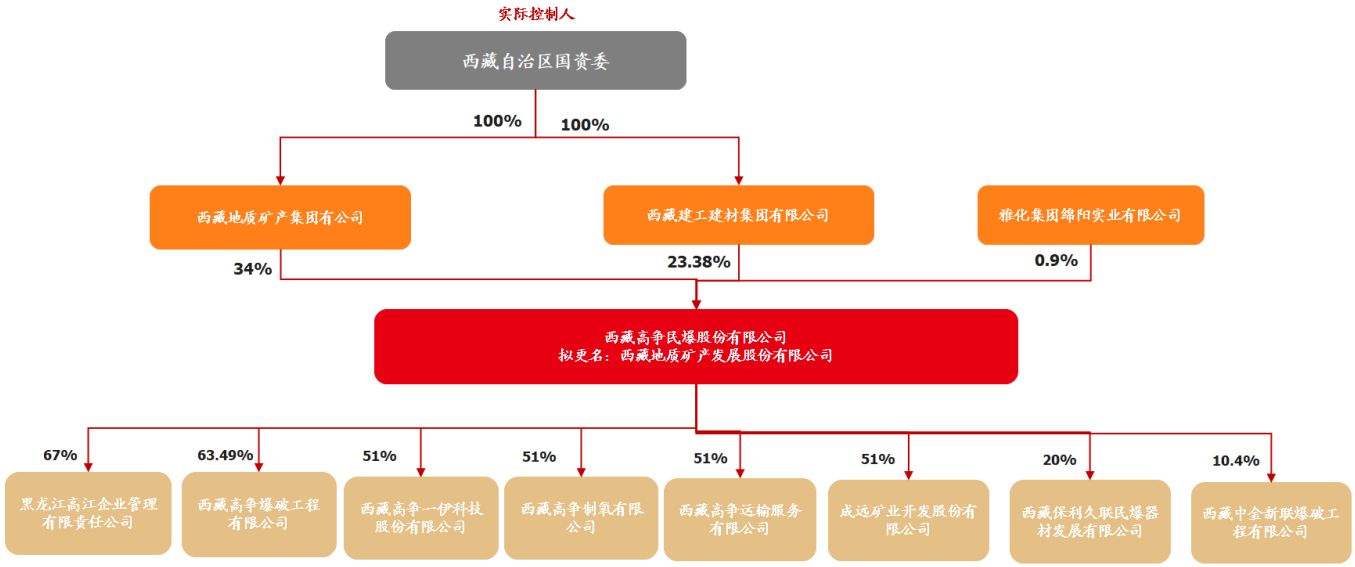
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表15：控股股东变更前后控制权关系



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表16：控股股东变更后股权结构图



资料来源：公司公告、Wind，国盛证券研究所

回购股份拟用于员工激励，积极执行彰显发展信心。公司于 2026 年 5 月公告拟自有资金及自筹资金 1-2 亿元通过集中竞价交易方式回购部分公司股票，用于实施股权激励或员工持股计划，回购股份价格上限为 48.34 元/股，截至 2026 年 8 月 31 日，公司累计回购股份 355 万股，占公司总股本的 1.28%，成交价区间为 24.47-45.38 元/股，成交总金额为 1.5 亿元，最高成交价已接近回购价上限，充分彰显公司对未来发展信心。

2. 矿业：主业拟新增矿山投资开发，资产整合潜在价值可观

地矿集团前身为西藏地勘系统，承担做大做强西藏矿产资源产业链重任。地矿集团按西藏自治区党委、政府决策要求整合西藏地勘系统全部经营性资产组建而成，为西藏自治区政府批准设立的区管企业，以做强做大自治区矿产资源产业链为战略目标。其主营业务为有色金属矿产的勘探、采选、矿产品加工销售、运输仓储及探采技术研发。2025 年实现主营业务收入 1932 万元，净利润 9.4 亿元，预计主要由参股铜矿、锂矿贡献。

图表17：地矿集团财务数据

项目	2025 年末	2024 年末	2023 年末
总资产（亿元）	134.0	115.1	93.5
所有者权益（亿元）	131.5	114.8	92.0
归属于母公司股东的权益（亿元）	124.7	107.2	84.4
资产负债率	1.83%	0.29%	1.56%
项目	2025 年	2024 年	2023 年
主营业务收入（亿元）	0.19	—	—
净利润（亿元）	9.4	6.1	11.9
净资产收益率	7.64%	5.91%	14.85%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表18：地矿集团下属核心企业

企业名称	注册资本（万元）	直接持股比例	经营范围
西藏紫隆矿业股份有限公司	11,000	51%	许可项目：矿产资源勘查；矿产资源（非煤矿山）开采。一般项目：常用有色金属冶炼；贵金属冶炼；矿产资源储量评估服务
西藏江孜龙地矿产开发有限公司	100	80%	西藏日喀则江孜县沙拉岗锑矿开采；锑矿销售。
西藏日喀则南木林县浦龙矿业有限责任公司	7,000	88%	矿产品加工、销售。
西藏紫源铜业有限公司	5,000	51%	矿山资源地质勘察；铜矿及其伴生金属矿的探矿、采矿、选矿、冶炼、加工及其开采产品的销售；金银等稀贵金属及其产品的开发、冶炼、加工和销售；矿产品仓储；矿山机械设备的销售；采矿业投资等
西藏地矿物资供销有限公司	4,000	100%	一般项目：地质勘查专用设备销售；地质勘探和地震专用仪器销售；石油钻采专用设备销售；矿山机械销售等 许可项目：保险代理业务

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

地矿集团旗下矿产资源丰厚，参股多个大型铜矿。地矿集团及其下属子公司合计持有采矿权 3 宗及探矿权 71 宗（含正在办理过户及续期手续的矿权），主要以铜矿、锑矿、金矿为主，还包括铅锌、钨矿、钼矿等优质矿权。此外还通过参股智汇矿业（02546.HK）、拉果资源、巨龙铜业、多龙矿业、金龙矿业参与布局多个西藏大型铜矿、锂矿类企业。从权益口径看，地矿现有铜资源超过 1100 万吨，金超过 340 吨，锑超过 27 万吨。现有主要矿种与国家战略性资源矿种需求高度匹配，资源储量充足，开采价值及潜力大，前景资源量丰富。

图表19：地矿集团矿产资源梳理

参股公司	矿产资源	西藏地矿持股比例	资源量	权益资源量（万吨）	目前状态
巨龙铜业	巨龙铜矿	2.87%	铜 2636 万吨、银 1.55 万吨、钼 167 万吨	铜 76 万吨、钼 4.8 万吨、银 445 吨	在产
多龙矿业	多龙铜矿	30.00%	铜 691 万吨、金 303 吨、银 1758 吨	铜 207 万吨、金 91 吨、银 527 吨	探转采
金龙矿业	金龙铜矿	28.90%	铜 1240 万吨、金 118 吨、银 3120 吨	铜 358 万吨、金 34 吨、银 902 吨	在建
翔龙矿业	朱诺铜矿	23.41%	铜 294 万吨	铜 69 万吨	在建
拉果资源	拉果措盐湖锂矿	27.00%	LCE 215 万吨	LCE 58 万吨	在产
智汇矿业	蒙亚啊铅锌矿	33.21%	锌 77.6 万吨、铅 55 万吨、铜 4 万吨、银 631 吨	锌 26 万吨、铅 18 万吨、铜 1.3 万吨、银 210 吨	在产
博盛矿业	邦布金矿	30.00%	金 20.5 吨	金 6.2 吨	在产
总计				**铜超过 1100 万吨、金超过 340 吨、锑超过 27 万吨、银超过 2000 吨等**	

资料来源：Wind、公司公告、紫金矿业官网、矿业汇、金龙矿业官网、中铜资源官网、紫金矿业公告、智汇矿业公告、兴业银锡公告、宏达股份公告、北方有色网，国盛证券研究所

地矿入主强化产业协同，矿权资产有望注入上市公司。根据收购报告书，“本次无偿划转是落实新一轮国资国企改革方案、优化西藏自治区国有经济和国有资本布局的重要举措。本次无偿划转后，依托上市公司统筹西藏自治区矿产开发业与民爆产业一体化协同发展，充分发挥地矿集团在自治区内矿产开发领域的资源优势，进一步整合区内优质矿产资源，开拓区外矿产市场，推进矿产资源领域全产业链条高质量发展，拓展上市公司未来发展空间，提升上市公司核心竞争力”。同时，收购报告书中提出，“如果高争民爆及其控股子公司在其现有业务的基础上进一步拓展其业务范围，而本公司所控制的相关企业对此已经进行生产、经营的，本公司承诺将该相关企业所持有的可能发生的同业竞争业务进行转让，并同意高争民爆在同等商业条件下有优先收购权”。矿产资源开发业务已明确将纳入公司新业务范围，后续地矿集团旗下矿产资源有望逐步注入上市公司。

图表20：股权划转目的及同业竞争承诺内容

	具体内容
收购目的	本次无偿划转是落实新一轮国资国企改革方案、优化西藏自治区国有经济和国有资本布局的重要举措。本次无偿划转后，**依托上市公司统筹西藏自治区矿产开发业与民爆产业一体化协同发展，充分发挥地矿集团在自治区内矿产开发领域的资源优势，进一步整合区内优质矿产资源，开拓区外矿产市场**，推进矿产资源领域全产业链条高质量发展，拓展上市公司未来发展空间，提升上市公司核心竞争力。
同业竞争承诺	如果高争民爆及其控股子公司在其现有业务的基础上进一步拓展其业务范围，而本公司所控制的相关企业对此已经进行生产、经营的，本公司承诺**将该相关企业所持有的可能发生的同业竞争业务进行转让，并同意高争民爆在同等商业条件下有优先收购权。**

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

铜：当前地矿集团在手资源中已有多个大型参股铜矿进入前期开发建设及投产阶段，有望逐步增厚投资收益。其中金龙、多龙、巨龙、朱诺已有明确产能规划，预计到 2032 年地矿集团铜权益产能将达 21 万吨/年，按照吨净利 5-6 万元估算，对应权益净利润 106-127 亿元。

- **巨龙铜矿：**地矿集团持股 2.9%，权益铜资源 76 万吨。一期年产能铜 15 万吨；26 年 1 月二期投产，年产能 30-35 万吨，地矿集团权益产能约 1 万吨；三期预计 2030 年投产，年产能提升至 60 万吨，地矿集团权益产能 1.7 万吨。

- **朱诺铜矿：**地矿集团持股 23%，权益铜资源 69 万吨，目前处于建设状态，一期规划年产 7.6 万吨铜、银 19.7 吨、钼 1188 吨，预计 2026 年底建成投产，地矿集团权益产能为铜 1.8 万吨/年、银 4.6 吨/年，钼 278 吨/年。

- **金龙铜矿：**地矿集团持股 29%，权益铜资源 358 万吨。目前已取得采矿证，计划 2028 年一期投产，年产能铜 10 万吨，地矿集团权益产能 2.9 万吨，2032 年底二期投产，年产能达 30 万吨，地矿集团权益产能 9 万吨。

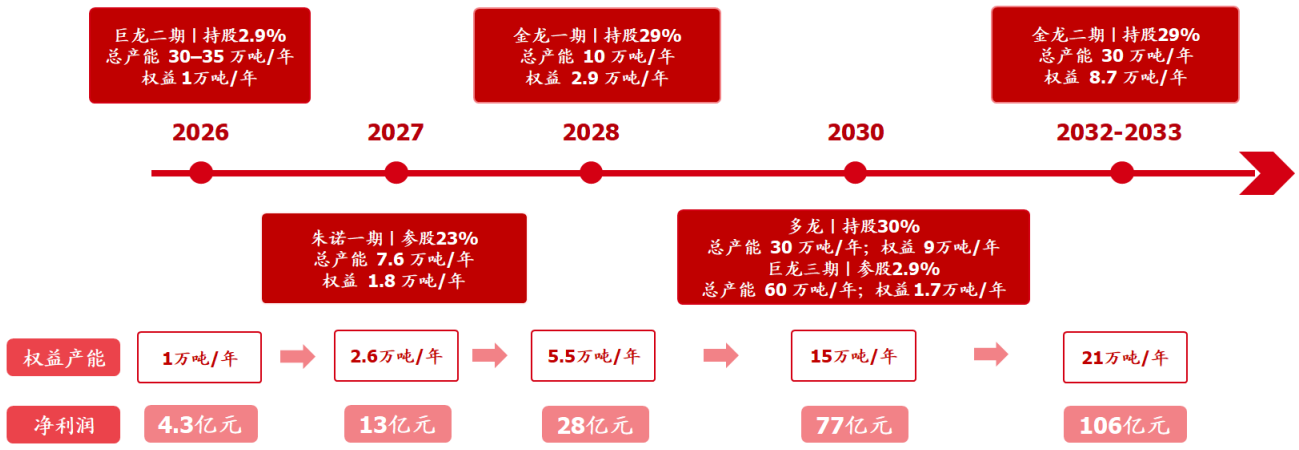
- **多龙铜矿：**地矿集团持股 30%，权益铜资源 207 万吨，目前处于探转采阶段，规划 2030 年年产能达 30 万吨铜、8 吨金，地矿集团权益产能为铜 9 万吨、金 2.4 吨。

图表21：地矿集团参股大型铜矿产能规划

矿产资源	西藏地矿持股比例	目前状态	现有产能（万吨/年）	规划产能	规划铜权益产能（万吨）
巨龙铜矿	2.87%	在产	30-35	铜 60 万吨/年、钼 1.3 万吨/年（预计 2030 年投产）	1.7
朱诺铜矿	23.41%	在建	--	铜 7.6 万吨/年、银 19.7 吨、钼 1188 吨（预计 2026 年底投产）	1.8
金龙铜矿	28.90%	在建	--	一期铜 10 万吨/年（预计 2028 年投产）；二期铜 30 万吨/年（预计 2032 年底投产）	8.7
多龙铜矿	30.00%	探转采	--	铜 30 万吨/年、金 8 吨/年（预计 2030 年投产）	9
			合计权益产能（万吨）		**21.2**
			单吨净利润（万元）		**5-6**
			权益净利润（亿元）		**106-127**

资料来源：Wind、紫金矿业公告、紫金矿业官网、西安科技大学就业信息网、中铝集团官网、宏达股份公告、CBC 金属网，国盛证券研究所测算

图表22：地矿集团参股大型铜矿投产节奏及权益产能、利润贡献



资料来源：Wind、紫金矿业公告、紫金矿业官网、西安科技大学就业信息网、中铝集团官网、宏达股份公告、CBC 金属网，国盛证券研究所测算

锂：地矿集团持有拉果措盐湖锂矿项目 27%股权（紫金矿业/阿里国资分别持股 63%/10%），项目位于西藏阿里地区改则县，是国内资源规模领先的硫酸钠亚型盐湖锂矿，已探明碳酸锂当量资源量 214.57 万吨，平均锂离子浓度约 240 毫克/升，具有资源规模大、镁锂比较低等特点。一期规划年产 2 万吨锂盐产品已经建成投产，2025 年生产碳酸锂约 1.2 万吨，2026 年上半年产量进一步提升至 0.91 万吨，处于持续爬坡阶段；二期规划新增年产 4 万吨锂盐产能，计划于 2027 年底建成，届时项目锂盐总产能将达到 6 万吨/年。地矿集团对应碳酸锂当量权益资源量约 57.93 万吨；一期权益产能约 0.54 万吨/年、二期新增权益产能约 1.08 万吨/年，项目全部达产后地矿集团权益产能约 1.62 万吨/年，对应权益净利润约 6.5 亿元。

图表23：拉果措盐湖锂矿项目情况

地矿集团持股比例	27%
资源量（碳酸锂当量-万吨）	214.6
地矿集团权益资源量（万吨）	57.9
一期产能（万吨/年）	2
一期权益产能（万吨/年）	0.54
2025 年产量（万吨）	1.2
2025 年权益产量（万吨）	0.3
二期规划新增（万吨/年）	4
二期新增权益产能（万吨/年）	1.08
一期+二期合计产能（万吨/年）	6
一期+二期合计权益产能（万吨/年）	1.62
吨净利（万元）	4
权益利润（亿元）	6.5

资料来源：紫金矿业官网、藏格矿业公告，国盛证券研究所测算

西藏矿产资源禀赋突出，待开发想象空间可观。截至 2025 年，西藏铜、铬、锑、盐湖锂和硼 5 种战略性矿产累计查明资源量均居全国第一，资源优势尤为突出。当前西藏矿产资源尚未得到充分开发，仍是国家重要的战略资源储备基地和新一轮找矿突破战略行动的主战场。“十四五”以来，青藏高原累计新增铜矿资源量 2000 余万吨，预测资源潜力达 1.5 亿吨，后续增量空间更为可观。此外，西藏地处我国西南边境和特提斯成矿域核心区域，喜马拉雅、雅鲁藏布江、冈底斯及班公湖—怒江等重要成矿带沿边境及周边地区展开，边境资源勘查开发有望成为下一阶段增量来源。随着公司战略定位由区域民爆龙头向自治区国有矿产资源上市平台延伸，后续有望分享西藏矿产资源增量项目开发红利。

图表24：特提斯成矿域及矿产示意图



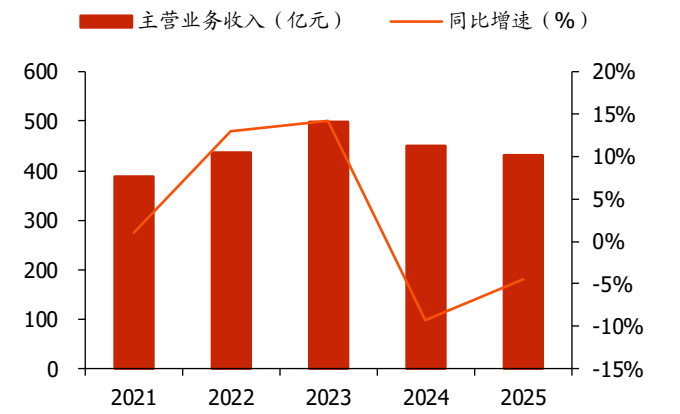
资料来源：新京报，国盛证券研究所

3. 民爆：高景气区域龙头，水利&矿山需求打开长期成长空间

3.1. 行业整合与一体化转型加速，西藏水电及矿山开发推动区域景气上行

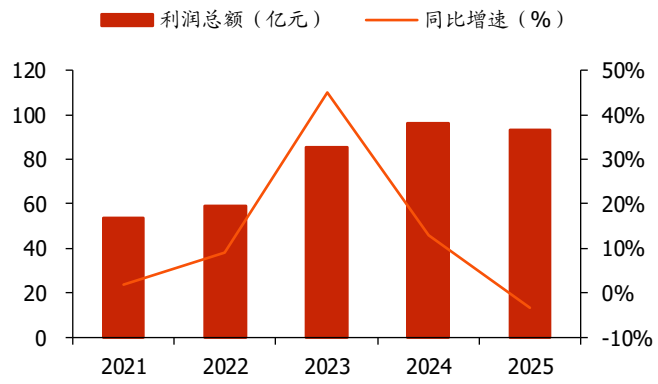
民爆产销环节总量收缩，一体化服务成为主要趋势。2025 年全国民爆生产企业收入总额为 430 亿元，同比下降 5%，利润总额为 93 亿元，同比下降 3%，我国民爆行业产品端需求整体承压，但爆破服务市场持续扩容，行业增长动能正由单一产品销售向一体化服务转移，2025 年全国民爆服务收入同比增长 13%，增速显著快于民爆产品销售。矿山开采、基建施工等客户对“产品供应—爆破设计—工程施工—运营服务”的综合需求不断提升，具备许可资质、区域渠道、项目获取能力和全产业链服务能力的头部企业有望持续提升市场份额与单项目价值量。

图表25：全国民爆销售收入及同比增速



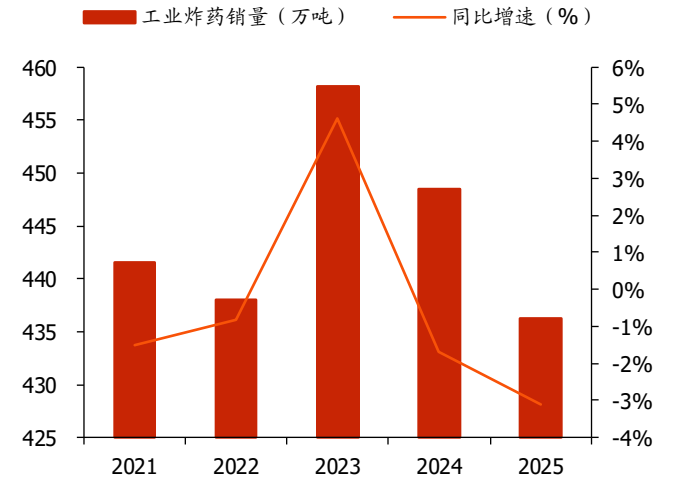
资料来源：中爆协，国盛证券研究所

图表26：全国民爆利润总值及同比增速



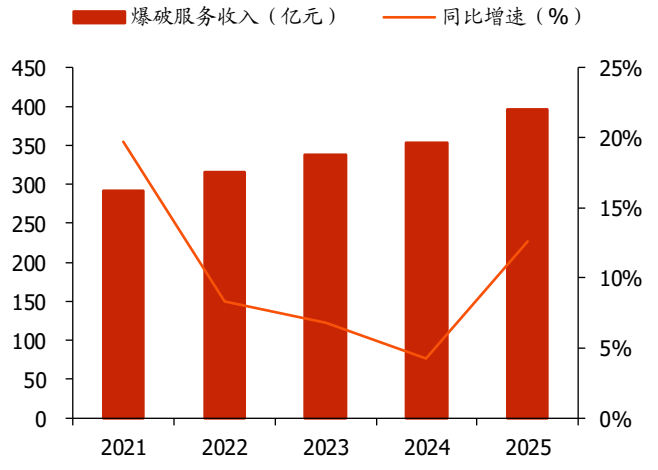
资料来源：中爆协，国盛证券研究所

图表27：全国工业炸药销量及同比增速



资料来源：中爆协，国盛证券研究所

图表28：全国民爆服务收入及同比增速



资料来源：中爆协，国盛证券研究所

民爆行业“十五五”规划定调控总量、调结构，重组整合与“反内卷”导向下行业格局有望进一步集中。民爆行业“十五五”规划提出：1）优化区域产能布局，引导产能向需求集中、缺口扩大的地区转移，限制产能过剩地区产能转入，推动供需适配，原则上不新增产能过剩品种的许可产能。支持企业面向煤炭、金属矿山和非金属矿山、基础设施

建设等需求，开展个性化定制服务，提升有效供给能力。2）有效防范行业“内卷”，企业效益和从业人员收入水平稳中有进。3）到 2030 年，企业重组整合有序推进，产业集中度持续提高，形成 3—5 家具有较强国际运营能力的大型民爆企业集团，到 2030 年排名前 10 家生产企业集团行业生产总值占比达到 70%。在此导向下，全国龙头依靠产能、工程能力和跨区域布局构筑优势；区域型企业则通过属地网络与客户资源形成差异化竞争，市场份额有望进一步向全国性大型龙头以及区域优势企业集中。

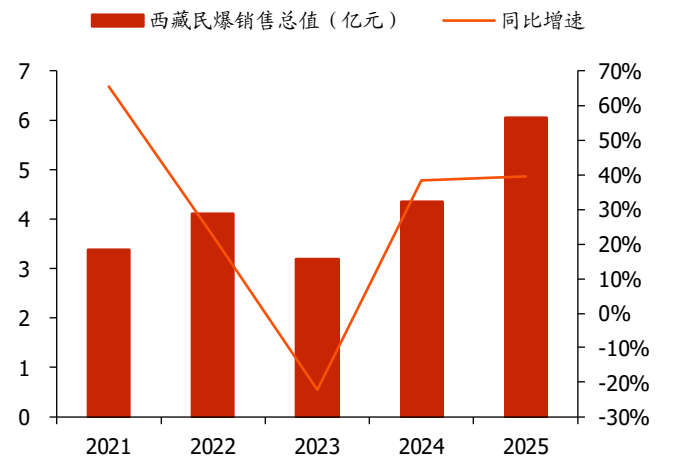
图表29：民爆行业“十五五”规划重要内容

发展方向	具体内容
控总量、调结构	优化区域产能布局，引导产能向需求集中、缺口扩大的地区转移，限制产能过剩地区产能转入，推动供需适配，原则上不新增产能过剩品种的许可产能。支持企业面向煤炭、金属矿山和非金属矿山、基础设施建设等需求，开展个性化定制服务，提升有效供给能力。
反内卷	有效防范行业“内卷”，企业效益和从业人员收入水平稳中有进
重组整合	到 2030 年，企业重组整合有序推进，产业集中度持续提高，形成 3—5 家具有较强国际运营能力的大型民爆企业集团。到 2030 年排名前 10 家生产企业集团行业生产总值占比达到 70%

资料来源：工业和信息化部，国盛证券研究所

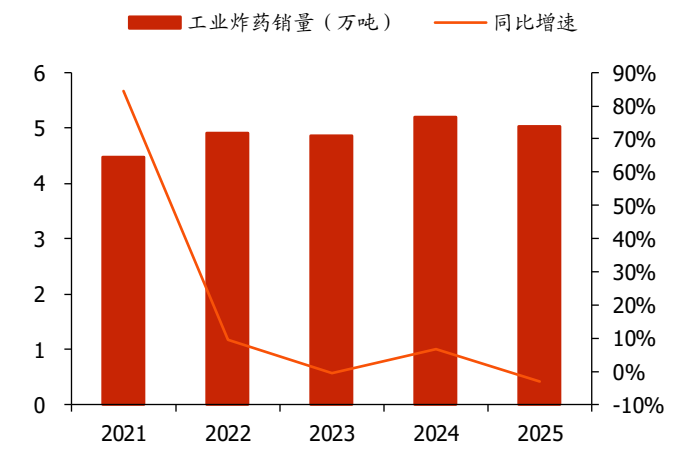
西藏民爆市场景气上行，水电开发与矿山开采提供长期需求支撑。2026M1-8 西藏民爆企业销售总值 3.98 亿元，同比增长 2%；工业炸药销量 5.15 万吨，同比增长 52%，增速明显快于全国整体水平，呈现较高景气。西藏民爆需求主要来自大型交通基建、水电开发、矿产开采等领域，单项目体量大且建设难度高，带动民爆产品及爆破工程服务市场规模持续扩大。西藏水利与矿产资源丰富，伴随雅下水电站以及巨龙、多龙、玉龙等大型铜矿建设推进，民爆需求有望持续释放，且大型水电站建设周期通常在 10 年以上，矿山后续开采周期长达 20-30 年，将为民爆产业带来长期需求支撑。

图表30：西藏民爆销售总值及同比增速



资料来源：中爆协，国盛证券研究所

图表31：西藏工业炸药销量及同比增速



资料来源：中爆协，国盛证券研究所

图表32：西藏大型矿山、水电站、交通基建项目梳理

	项目	投资规模（亿元）	建设期
矿山	多龙铜矿	采选量 7500 万吨/年	目前处于探转采阶段，预计服务年限 24 年（含基建期 2 年）
	玉龙铜矿	采选量 3000 万吨/年	2025 年 6 月三期工程核准
	金龙铜矿	7200 万吨/年采选工程总体规划	一期计划 2025 年 6 月-2028 年 6 月，建设期 3 年，生产两年后，二期开始建设
	巨龙铜矿	三期建成后采选量 2 亿吨/年	2026 年 1 月二期投产，三期规划中
	朱诺铜矿	采选量 1800 万吨/年	建设中，计划 2026 年投产，生产服务年限为 26 年
水电站	雅下水电站	总投资 1.2 万亿元	2025 年 7 月开工，建设 5 座梯级电站
	如美水电站	总投资 584 亿元	2021 年开工，计划 2035 年投产
	昌波水电站	总投资 141 亿元	2023 年 9 月开工；计划 2030 年 5 月全部投产
	卡瓦白庆抽蓄电站	总投资 120 亿元	2026 年核准
交通基建	新藏铁路	日和线预计总投资超过 2000 亿元	2025 年 8 月成立新藏铁路有限公司

资料来源：宏达股份公告、矿立方、西部矿业公告、中铝集团官网、紫金矿业公告、紫金矿业官网、新华社、华能水电公告、昌都市水利局、澎湃新闻、中国新闻网、CPEM 全国电力设备管理网、中国西藏新闻网、砂石骨料网，国盛证券研究所

3.2. 区内唯一本地国资民爆龙头，产能扩张与一体化服务增添成长动能

西藏民爆市场集中度较高，公司凭借产能规模与属地化服务能力占据优势地位。近年来，易普力、广东宏大等全国性龙头陆续进入西藏，推动区内大型项目竞争有所加剧，但外部企业区内供给能力尚不完善。西藏现有主要民爆企业工业炸药产能合计约 13 万吨/年，其中高争民爆产能 6.2 万吨/年，占比约 47%，此外公司还参股西藏保久以及西藏中金新联，持股比例分别为 20%/10%，对应权益产能分别为 0.24/0.09 万吨/年，区内产能规模大幅领先。民爆产品具有严格的属地监管、安全运输和仓储配送要求，西藏地域广阔、项目分散、高海拔施工环境复杂，对企业的本地仓储网络、运输保障、现场爆破经验和快速响应能力提出更高要求。高争民爆依托西藏国资背景、长期客户积累及覆盖生产、销售、运输和爆破服务的一体化体系，在资源协调、供应稳定性和综合服务成本方面具备较强竞争优势，有望在全国龙头加速进入的背景下继续保持区域优势地位。

图表33：西藏市场主要民爆企业梳理

公司	全国产能	西藏产能	西藏产能占比	2025 年整体营收（亿元）	控股股东	实控人
高争民爆	工业炸药 6.2 万吨/年	工业炸药 6.2 万吨/年	100%	18 亿元	西藏地矿	西藏国资委
易普力	工业炸药 62.95 万吨/年 电子雷管 7550 万发/年	工业炸药 3 万吨/年	5%	98 亿元	葛洲坝集团	国务院国资委
广东宏大	工业炸药 70.15 万吨/年 电子雷管 5224 万发/年	工业炸药 2 万吨/年（含 5000 吨/年在建）	3%	204 亿元	广东省环保集团	广东国资委
保利联合	工业炸药 48.45 万吨/年 电子雷管 16165 万发/年	工业炸药 2.1 万吨/年	4%	67 亿元	保利久联控股集团	保利集团（中央国资管理机构）

资料来源：各公司公告，国盛证券研究所

深耕西藏大型水电及矿山项目，高原作业经验及股东业务协同为后续项目承接奠定基础。水电站领域，公司承担藏木水电站围堰爆破施工并顺利完成相关任务；积极对接雅下水电站项目，2022 年即成立雅江下游水电站开发领导小组并选址规划修建火工品储存移动库房。2026 年 7 月，子公司高争爆破中标华能澜沧江上游公司 GX 工程民爆器材供应及爆破服务项目，中标金额约 2.2 亿元，进一步体现其大型水电项目承接能力。矿山领域，

公司参与甲玛铜矿穿孔爆破及玉龙铜矿采剥工程、独家服务朱诺矿区爆破及配套服务，其中玉龙铜矿项目海拔达 4569-5118 米，作业涵盖穿孔、爆破、铲装、运输及排岩，展现公司高海拔环境下大型矿山项目作业能力，为后续同类工程提供可借鉴实施方案。公司新控股股东地矿集团下属多个拟在建矿山，潜在项目资源充足。伴随西藏后续大型水电站及矿山建设推进，公司有望凭借已有工程业绩与高原作业经验，持续获取新增项目。

图表34：高争民爆已成功完成重点项目案例



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

产能扩张打开供给约束，国资背景赋予后续新增许可优势。公司原有 2.2 万吨产能，其中混装炸药 1 万吨、胶状乳化炸药 1.2 万吨，已接近满负荷运行。2025 年底公司通过收购黑龙江海外民爆获取 1.3 万吨混装炸药产能+1.8 万吨胶状乳化炸药产能，2026 年 7 月已完成产能转移工作，产能提升至 6.2 万吨（含 0.9 万吨拆线撤点减证政策奖励），进一步巩固并提高在西藏地区民爆行业的市场影响力。我国对民爆物品的生产、销售、购买、运输和爆破作业实行许可证制度，由主管部门严格监管，形成较高资质壁垒。同时，在行业“十五五”规划提出的“优化区域产能布局”导向下，公司作为高景气区域国资企业，有望获得新增产能许可优势，后续若存在产能供给缺口，将筛选优质民爆标的，稳步推进并购重组工作，未来产能规模具备进一步提升空间。

图表35：高争民爆工业炸药产能（单位：万吨）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表36：许可证制度贯穿民爆业务全流程



资料来源：工业和信息化部、国家市场监督管理总局，国盛证券研究所

研发、生产、销售、爆破服务形成业务闭环，一体化服务延伸价值链打开成长空间。公司以民爆器材生产销售为业务基础，依托覆盖西藏七地市的销售仓储网络及危化品运输能力，凭借矿山工程施工总承包与爆破作业单位许可“双一级”资质，构建起涵盖爆破设计与施工、爆破开采、选矿、矿山托管、地质灾害治理、生态修复、安全技术咨询及运输等环节的完整矿山爆破服务产业链。相较单纯销售民爆产品销售，一体化模式能够将单次产品销售升级为贯穿矿山建设及运营周期的综合服务，提升单项目收入体量和客户黏性。公司后续有望凭借本地服务网络、资质体系和项目执行经验获取长期订单，推动收入来源由“按吨销售”向“按工程量及服务周期收费”转变，持续提升项目价值量和业绩成长性。

图表37：高争民爆一体化服务能力



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 盈利预测与估值

原民爆业务

营业收入：预计 2026—2028 年公司分别实现营业收入 18.3/20.9/24.8 亿元，同比增长 0.4%/14%/19%。从收入结构上看，公司历史营收中约 90%来自爆破服务与民爆器材，伴随地矿集团入主后产业协同效应显现，公司民爆业务有望步入加速增长阶段，其中：1）爆破服务收入，预计 2026-2028 同比增长 8%/15%/20%，保持较好增长态势；2）民爆器材业务受市场竞争加大影响，2026 年收入预计有所下降，伴随公司后续产能扩张以及矿山、水电站等需求持续释放，有望恢复增长，预计 2026-2028 年增速分别为-16%/+10%/+15%。

图表38：高争民爆收入拆分（单位：亿元）

	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**18.27**	**18.35**	**20.94**	**24.82**
YoY	**8%**	**0.4%**	**14%**	**19%**
爆破服务	9.30	10.04	11.55	13.86
YoY	3%	8%	15%	20%
民爆器材	7.08	5.95	6.54	7.52
YoY	10%	-16%	10%	15%
运输服务	0.27	0.81	1.05	1.37
YoY	78%	200%	30%	30%
电子延期模块	1.46	1.31	1.51	1.74
YoY	32%	-10%	15%	15%
制氧设备	0.02	0.08	0.12	0.16
YoY	-64%	300%	50%	30%
其他	0.14	0.15	0.16	0.17
YoY	44%	10%	5%	5%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

毛利率：预计 2026-2028 年毛利率分别为 27%/29%/30%。2026 年受民爆器材盈利能力下降以及低毛利运输服务快速放量形成一定摊薄，预计整体毛利率有所下滑，2027-2028 年有望逐步恢复，预计 2026-2028 年综合毛利率分别为 27%/29%/30%。

图表39：高争民爆毛利率预测

	2025	2026E	2027E	2028E
综合毛利率	**30%**	**27%**	**29%**	**30%**
爆破服务	21%	20%	23%	25%
民爆器材	43%	39%	40%	40%
运输服务	18%	17%	17%	17%
电子延期模块	28%	32%	32%	32%
制氧设备	60%	40%	40%	40%
其他	52%	75%	75%	75%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

期间费用率：预计 2026-2028 年期间费用率分别为 16.4%/16.3%/16.2%，伴随收入规模扩大，费用率有所摊薄。其中，销售费用率预计为 2.6%/2.5%/2.5%，管理费用率维持 10.90%，研发费用率维持 2.0%；财务费用率随收入规模扩大由 0.9%降至 0.8%。

图表40：高争民爆期间费用率预测

	2025	2026E	2027E	2028E
期间费用率	**16.4%**	**16.4%**	**16.3%**	**16.2%**
销售费用率	2.5%	2.6%	2.5%	2.5%
管理费用率	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%
研发费用率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用率	0.9%	0.9%	0.9%	0.8%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

盈利预测：基于上述收入、毛利率及费用假设，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.54/2.07/2.66 亿元，同比变动-22%/+34%/+28%，对应 EPS 分别为 0.56/0.75/0.96 元/股，当前股价对应 PE 分别为 128/95/74 倍。

图表41：高争民爆盈利预测与估值

	2025	2026E	2027E	2028E
归母净利润（亿元）	**1.98**	**1.54**	**2.07**	**2.66**
YoY	**33.6%**	**-22.1%**	**34.1%**	**28.3%**
EPS（元/股）	0.71	0.56	0.75	0.96
PE	99	128	95	74

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：收盘价截至 2026/9/21

地矿集团矿产资源开发业务

地矿集团矿产资源价值可观，2028 年投产部分对应近 400 亿元，远期价值超 1300 亿元。1）2028 年：按照参股铜矿权益产能 5.5 万吨/年、吨净利 5 万元测算，净利润约 28 亿元；参股锂矿权益产能 1.6 万吨/年，吨净利 4 万元，对应净利润 6.5 亿元，合计 34 亿元，参考同行业可比公司给予 12 倍 PE，对应价值约 397 亿元。2）远期（2032 年底达产后）：参股矿山规划权益产能提升至约 21 万吨/年，对应净利润约 106 亿元，按照 10 倍 PE 对应权益价值约 1059 亿元；估算公司控股铜矿权益资源量约 389 万吨，假设开采期 30 年，对应年均权益产量约 13 万吨，后续预计逐步投产，2033 年产能保守取 5 万吨测算，对应净利润约 25 亿元，考虑项目由地矿集团主导开发，投产进度及盈利能力尚存不确定性，给予 8 倍 PE，对应权益价值约 200 亿元；参股锂矿对应价值 65 亿元；合计远期权益价值 1324 亿元。



图表42：地矿集团矿产资源估值

		权益产能（万吨/年）	吨净利（万元）	净利润（亿元）	PE	目标市值（亿元）
2028 年达产后	参股铜矿	5.5	5	28	12	332
	参股锂矿	1.6	4	6.5	10	65
	合计			**34.2**	**12**	**397**
远期（2032 年底）达产后	参股铜矿	21	5	106	10	1059
	控股铜矿	5	5	25	8	200
	参股锂矿	1.6	4.0	6.5	10	65
	合计			**137**	**10**	**1324**

资料来源：Wind、紫金矿业公告、紫金矿业官网、西安科技大学就业信息网、中铝集团官网、宏达股份公告、藏格矿业公告、CBC 金属网，国盛证券研究所测算

投资建议

公司民爆业务具备较好成长性，并明确拟将“矿山投资开发”纳入主业范围，基于业务协同性与同业竞争承诺，后续地矿集团旗下矿产资源有望注入上市公司，潜在价值空间可观，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

民爆需求不及预期。公司民爆业务主要面向西藏矿山开采、水电及交通基础设施建设等领域，若相关项目投资及建设进度不及预期，可能影响民爆产品需求及爆破服务订单，导致新增产能消化和收入增长不及预期。

市场竞争加剧。随着全国性民爆企业加快布局西藏市场，区域产能供给及大型项目竞争可能进一步加剧，可能面临市场份额下降、产品及服务价格承压的风险，进而影响盈利水平。

矿山投资开发业务进展不及预期。公司拟拓展矿山投资开发业务，若资产整合或业务推进不及预期，可能影响潜在资源价值兑现。

测算误差风险：文中对矿产资源价值及潜在盈利等测算基于一定假设，实际情况可能与假设存在偏差，导致测算结果产生误差。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券”股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市丰台区丽泽路 22 号院新华社国家金融信息大厦西塔 B 座 38 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com