

# 山金国际 (000975.SZ): 多金属储量持续提升, 成本优势向效益优势转变

2026年3月9日

推荐/维持

山金国际

公司报告

**事件:** 公司发布 2025 年年度报告。报告期内, 公司实现营业收入 171 亿元, 同比增长+25.9%, 实现归母净利润 29.7 亿元, 同比增长 36.7%, 实现基本每股收益 1.1 元, 同比增长 36.8%。公司金银铅锌铜等多金属储量显著提升, 金属产品价格上行推动公司多金属营收增长, 且黄金生产成本优势进一步强化。考虑到公司远期金属产出弹性的持续释放叠加黄金行业景气度的持续攀升, 公司业绩处于稳定上行周期。

**公司资源勘探进展顺利, 多金属储量显著提升。**报告期内, 公司资本化勘探投资成果显著。尽管公司 2025 年度勘探投资-36.4%至 1.12 亿元 (2024 年 1.76 亿元), 受益于勘探活动的顺利进行, 公司多金属资源量持续增厚, 年度探矿合计新增资源量金 16.62 吨, 银 296.57 吨、铅锌 3.83 万吨。截至 2025 年底, 公司保有金资源量 (含金属量) 280.94 吨 (同比+1.3%)、银 8021.29 吨 (同比+1.1%)、铅 63.64 万吨 (同比+4.7%)、锌 124.12 万吨 (同比-2.4%) 和铜 13.78 万吨 (同比+8%)。分矿山观察, 公司国内多座黄金矿山储量明显提升, 推动公司 2025 年黄金储量同比+9%至 149.48 吨。其中, 公司国内华盛金矿储量 (含金属量) 同比+26%至 24.36 吨, 黑河洛克金储量同比+30%至 6.17 吨, 青海大柴旦金储量同比+25%至 42.09 吨, 但吉林板庙子金储量同比-21%至 9.66 吨。海外方面, Osino 金储量同比+1%至 67.2 吨。银锌铅等多金属方面, 2025 年玉龙矿业可行性研究等前期工作顺利开展, 推进资源量向储量转化, 银储量同比+282%至 2701.48 吨, 铅储量同比+200.3%至 21.69 万吨, 锌储量同比+225%至 41.76 万吨; 黑河洛克银储量同比+34.5%至 90.25%。玉龙矿业多金属储量的大幅增长为后续经济性开采奠定了坚实基础。此外, 公司探矿权面积持续拓展, 远期资源储量或进一步增厚。截至报告期末, 公司在国内累计探矿权勘探范围达 237.64 平方公里, 同比增长+27%; 其中, 公司 2025 年通过收购获得大岗坝金矿勘探探矿权 (面积 35.6 平方公里) 和勤稳金及多金属矿勘探探矿权 (面积 20.38 平方公里), 公司合计金矿探矿权勘探范围达 198.25 平方公里, 同比增长+34%。

**公司多金属营收增长, 黄金生产成本优势持续强化。**从销售收入观察, 2025 年公司矿产金实现营收同比+24%至 55.05 亿元, 矿产银同比+18%至 11.60 亿元, 铅精粉同比+9%至 1.69 亿元, 锌精粉同比-4%至 2.78 亿元, 金银铅多金属营收增长。然而, 从金属产量观察, 各类金属产量变化与营收增长情况 (以及销售单价增长情况) 并不同步。其中, 矿产金产量同比-5.47%至 7.60 吨, 矿产银同比-16.30%至 164.10 吨, 铅精矿同比-12.52%至 1.11 万吨, 锌精矿同比+23.48%至 2.12 万吨。针对公司多金属产量的变化, 我们认为, 一方面, 考虑到金银铅产品价格上行, 公司或动态调节产量, 优先选用低品位精矿, 以平滑远期生产成本曲线; 另一方面, 在黑河洛克、青海大柴旦和玉龙矿业等矿山大幅增储的背景下, 公司各黄金矿山整体品位有所下滑, 叠加坑探工程对日常生产或造成一定影响 (如玉龙矿业 1118 高地铅锌矿坑探工程和青海大柴旦青龙沟金矿深部 3300m 以下坑探工程), 由此或导致公司报告期内多金属产量下降。考虑到公司 Osino 金矿有望于 2027 年上半年投产并形成年产约 5.04 吨矿产金产量, 且华盛金矿有望于 2026 年复产并形成年产 3 吨矿产金产能, 公司远

## 公司简介:

公司是中国领先的黄金生产商之一, 业务涵盖黄金勘探、开采、销售等领域。公司拥有 5 座金矿矿山与 1 座铅锌银多金属矿山, 其中黑河洛克是国内入选品位较高的金矿, 吉林板庙子是国内生产管理水平较为先进的矿山, 青海大柴旦探矿增储潜力巨大, 玉龙矿业是目前国内矿产银 (含量银) 最大的单体矿山之一。根据中国黄金协会数据, 2024 年公司矿产金产量在全国黄金矿业上市公司中排名第六位, 公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企, 2024 年实现净利润在全国黄金矿业上市公司中排名第四位。

资料来源: 公司公告、iFinD

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

无。

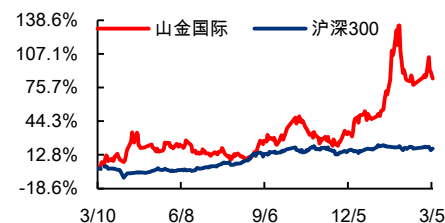
资料来源: 公司公告、iFinD

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	38.71-16.73
总市值 (亿元)	846.62
流通市值 (亿元)	770.61
总股本/流通 A 股 (万股)	277,672/277,672
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	2.5

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 张天丰

021-25102914

zhang\_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520100001

## 研究助理: 闵泓朴

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480124060003

期黄金产量仍有较好展望, 至 2028 年矿金产量或升至 18 吨以上 (较 2025 年 +137%)。从生产成本观察, 2025 年公司黄金生产成本优势进一步强化且全黄金全维持成本处于全球前 10%。2025 年公司矿产金、矿产银、铅精粉和锌精粉合并摊销后的单位生产成本分别为 142.18 元/克、3.32 元/克、7744.54 元/吨和 9349.53 元/吨, 同比分别-2.2%、+24.3%、-1.1%和+3.2%, 对应毛利率分别+8.09PCT 至 81.63%, +0.38PCT 至 52.81%, +4.68PCT 至 48.8%和 -7.65PCT 至 39.22%。

**股东回报机制完善, 多项财务指标优化。**公司通过现金分红与股份回购构建多元化投资者回报体系, 提振投资者信心。现金分红方面, 根据公司 2025 年度利润分配方案, 公司将向全体股东每 10 股派发现金股利 4.8 元 (含税), 合计分配现金股利 13.32 亿元, 2025 年股利支付率达 44.82%。股份回购方面, 公司于 2025 年 4 月首次披露回购方案, 拟用于回购的资金总额不低于人民币 1 亿元 (含), 且不超过人民币 2 亿元 (含)。截至 2025 年底, 公司累计回购股份数量为 183.49 万股, 成交总金额为 3409 万元 (不含交易费用)。从回报能力观察, 公司 ROE 由 24 年的 17.7% 升至 25 年的 21.3% (同比+3.6PCT), 同期 ROA 由 14.1% 升至 16.8% (同比+2.7PCT), 回报能力增强。从盈利能力观察, 同期公司销售毛利率由 29.9% 升至 31.8% (同比+1.9PCT), 销售净利率由 17.9% 升至 19.1% (同比+1.2PCT), 盈利能力提升。从资产负债率观察, 公司 25 年资产负债率为 18.6%, 与 24 年持平, 仍维持较低水平, 保持较强的财务灵活性。

**盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2026—2028 年实现营业收入分别为 209.18 亿元、261.05 亿元、303.96 亿元; 归母净利润分别为 50.33 亿元、79.42 亿元及 103.52 亿元; EPS 分别为 1.81 元、2.86 元和 3.73 元, 对应 PE 分别为 16.82x、10.66x 和 8.18x, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 金属价格下跌风险; 产量不及预期风险; 项目产出进度及项目技改进度低于预期风险。

## 财务指标预测

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	13,585.44	17,098.60	20,917.79	26,104.67	30,395.87
增长率 (%)	67.60%	25.86%	22.34%	24.80%	16.44%
归母净利润 (百万元)	2,173.11	2,971.66	5,032.85	7,941.96	10,351.79
增长率 (%)	52.57%	36.75%	69.36%	57.80%	30.34%
净资产收益率 (%)	16.74%	19.92%	28.55%	36.15%	37.49%
每股收益 (元)	0.78	1.07	1.81	2.86	3.73
PE	38.96	28.48	16.82	10.66	8.18
PB	6.52	5.68	4.80	3.85	3.07

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表		单位: 百万元					利润表					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产合计	5524	7185	12658	18057	25562	营业收入	13585	17099	20918	26105	30396	
货币资金	2870	5426	10459	15663	21277	营业成本	9521	11657	12555	13593	14494	
应收账款	21	6	20	17	24	营业税金及附加	284	408	499	622	724	
其他应收款	86	448	549	685	797	营业费用	5	4	7	7	9	
预付款项	17	58	102	149	200	管理费用	405	499	617	766	894	
存货	1240	1160	1442	1457	3177	财务费用	25	13	35	45	-4	
其他流动资产	31	82	82	82	82	研发费用	120	178	201	261	298	
非流动资产合计	12665	13441	14117	14015	13943	资产减值损失	5.43	0.00	1.81	2.41	1.41	
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	4.52	-138.19	-138.19	-138.19	-138.19	
固定资产	3171	3162	4172	4777	5179	投资净收益	-51.69	104.24	26.28	65.26	45.77	
无形资产	8437	8292	7973	7672	7399	加: 其他收益	3.42	4.73	5.79	7.23	8.42	
其他非流动资产	51	81	81	81	81	营业利润	3181	4304	6896	10740	13894	
资产总计	18189	20625	26776	32073	39505	营业外收入	2.35	2.25	1.89	2.16	2.10	
流动负债合计	1854	2230	5528	6232	7754	营业外支出	9.36	34.91	18.91	21.06	24.96	
短期借款	0	5	3230	3843	5292	利润总额	3174	4272	6879	10721	13871	
应付账款	282	392	417	451	481	所得税	743	1004	1614	2517	3255	
应付票据	515	874	922	979	1023	净利润	2430	3268	5265	8204	10615	
一年内到期的非流	373	208	208	208	208	少数股东损益	257	297	232	262	264	
非流动负债合计	1523	1616	1505	1492	1499	归属母公司净利润	2173	2972	5033	7942	10352	
长期借款	1006	1188	1188	1188	1188	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
负债合计	3377	3846	7033	7723	9253	成长能力						
少数股东权益	1831	1862	2094	2356	2620	营业收入增长	67.60%	25.86%	22.34%	24.80%	16.44%	
实收资本(或股本)	2777	2777	2777	2777	2777	营业利润增长	51.67%	35.33%	60.21%	55.73%	29.37%	
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431	归属于母公司净利	52.57%	36.75%	69.36%	57.80%	30.34%	
未分配利润	4987	6793	9258	13190	18289	获利能力						
归属母公司股东权	12981	14918	17627	21972	27611	毛利率(%)	29.92%	31.82%	39.98%	47.93%	52.32%	
负债和所有者权益	18189	20625	26776	32073	39505	净利率(%)	17.89%	19.11%	25.17%	31.43%	34.92%	
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)	11.95%	14.41%	18.80%	24.76%	26.20%
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	ROE(%)	16.74%	19.92%	28.55%	36.15%	37.49%	
经营活动现金流	3871	4680	5432	8552	9226	偿债能力						
净利润	2430	3268	5265	8204	10615	资产负债率(%)	19%	19%	26%	24%	23%	
折旧摊销	632.95	359.37	359.37	344.97	331.90	流动比率	2.98	3.22	2.29	2.90	3.30	
财务费用	25	13	35	45	-4	速动比率	2.31	2.70	2.03	2.66	2.89	
应收账款减少	21	16	-14	3	-7	营运能力						
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.79	0.88	0.88	0.89	0.85	
投资活动现金流	3871	-838	-1163	-318	-353	应收账款周转率	430	1282	1658	1443	1504	
公允价值变动收益	5	-138	-138	-138	-138	应付账款周转率	51.80	50.73	51.71	60.15	65.20	
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)						
投资收益	-52	104	26	65	46	每股收益(最新摊	0.78	1.07	1.81	2.86	3.73	
筹资活动现金流	-431	-1535	764	-3030	-3259	每股净现金流(最新	0.21	0.83	1.81	1.87	2.02	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.67	5.37	6.35	7.91	9.94	
长期借款增加	942	182	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	38.96	28.48	16.82	10.66	8.18	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.52	5.68	4.80	3.85	3.07	
现金净增加额	7311	2307	5033	5204	5614	EV/EBITDA	21.70	17.26	10.82	6.67	4.93	

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张天丰

大周期组组长, 金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十五年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖及三等奖; 曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师, Wind 金牌分析师及 iFinD 卓越金属产业研究, 中国东方资产评估专家库成员, 中国东方资产股票专家组委员。

## 研究助理简介

### 闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员, 对有色金属各个二级子行业均进行跟踪覆盖。美国哥伦比亚大学生物统计硕士, 专攻数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校, 应用数学与经济双专业。曾获得同花顺 iFinD“2025 年度卓越金属产业研究”奖项。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526