

山金国际年报点评：销售节奏影响产量兑现，成本护城河依然稳固



李纵横 分析师

Email:lizongheng@lczq.com

证书:S1320524090001

投资要点：

相关事件：

2026年3月6日，山金国际发布年度报告披露2025年业绩，公司全年实现营收170.99亿元，比上年同期增长25.86%；实现营业利润43.04亿元，比上年同期增长35.33%；归属于上市公司股东净利润29.72亿元，比上年同期增长36.75%。

事件点评：

2025年，矿产金产销数据小幅下滑。全年矿产金产量为7.11吨，同比下滑5.47%；销量为7.11吨，同比下滑11.68%。需关注的是，销量表现不及预期部分受销售节奏的季度性调控影响，2025年第四季度公司矿产金生产2.01吨，销售1.13吨，全年矿产金库存量达1.03吨，较上年同期大幅上升90.74%。分矿山来看，黑河洛克与吉林板庙子矿山黄金产量分别为2.26吨和2.21吨，规模同比基本持平；青海大柴旦矿产金产量为3.13吨，同比下滑10.83%，主要系井下矿石品位波动所致。**2026年，公司计划黄金产量7-8吨，其他金属不低于2025年产量。**

金价强势上行成为公司业绩亮眼的核心驱动力。在避险需求与资产配置多元化的共同推动下，全球贵金属市场投资情绪持续升温。截至2025年末，伦敦现货黄金较年初上涨62.79%，上海金交所黄金现货价格较年初上涨56.74%，国际金价屡创新高。受益于金价持续走高，公司矿产金销售均价显著提升，2025年年度销售均价为774.08元/克，同比大幅上涨40.84%。黄金板块实现营业收入55.05亿元，同比增长24.45%，成为公司业绩增长的核心支撑。

成本优势依旧显著。在去年同期低位基础上，克金成本进一步实现压降，合并摊销前克金成本为123.09元/克，同比降低3.16元/克；合并摊销后克金成本为142.18元/克，同比降低3.22元/克。黄金业务的成本优势是公司的核心竞争力，主要源于旗下主力金矿均为行业内稀缺的大型、高品位矿山。其中，黑河洛克是国内品位较高、最易选冶的金矿之一；青海大柴旦矿区面积广阔，所控矿体厚度大、品位高。此外，公司持续推进降本增效，通过技术革新、工艺优化与精细化管理进一步夯实成本基础。关键生产技术方面，黑河洛克选厂通过氰化浸出工艺改造，提升银回收率4.8

投资评级：增持（维持）

股票信息

总股本(百万股)	2,776.72
流通A股/B股(百万股)	2,527.43/0.00
资产负债率(%)	18.65
每股净资产(元)	5.37
市净率(倍)	4.95
净资产收益率(加权)	21.56
12个月内最高/最低价	42.29/16.60

注：数据更新日期截止2026年03月24日

市场表现



相关报告

山金国际三季报点评：黄金产量小幅下滑，H股上市即将落地

2025.10.27

山金国际半年报点评：强势金价助力业绩再创新高

2025.08.20

2025年一季报点评：业绩亮眼，增长可期

2025.04.29

个百分点；青海大柴旦选厂工艺优化推动氰化浸出率提升7个百分点。综合作用下，公司整体全维持成本位居全球前10%，在有色金属价格大幅波动的背景下，成本优势成为公司实现业绩平稳增长的关键护城河。

重点工程项目建设有序推进：

1. **纳米比亚 Osino 矿区：**项目于2025年启动建设，预计2027年上半年投产。该矿山为公司海外矿山开发领域的首次布局，在纳米比亚拥有约5,209平方公里探矿权，建成后有望成为该国境内最大的单体金矿山，是公司远期业绩增长的重要看点；
2. **青海大柴旦：**青龙沟金矿扩建项目及配套输变电工程按计划有序推进，为后续产能释放奠定基础；
3. **黑河洛克：**选厂技改工程项目已建成投运，投产后效果逐步显现，有望进一步优化选矿指标、提升运营效率；
4. **吉林板庙子：**尾矿库工程项目提前完成，板石沟项目已具备转采条件，资源接续能力进一步增强。

2026年3月美伊冲突爆发后，黄金价格高位回撤，且呈现出与历史规律显著背离的特征：尽管军事冲突持续升级，金价并未出现经典的避险脉冲式上涨，而是在短暂冲高后逐级回落。我们认为，这一反常现象的背后是多重因素共振的结果：

1. **地缘风险的边际定价能力已然弱化。**年初以来，委内瑞拉、格陵兰岛及中东局势接连发酵，推动金价在2025年高位基础上连续突破历史新高，市场对地缘风险的计价已相对充分，冲突落地反而触发部分投机资金的获利了结；
2. **本轮冲突对美元体系的冲击呈现非对称性。**与以往地缘事件削弱美元信用不同，此次冲突在一定程度上强化了美元避险属性，3月美元指数与美债收益率的同步上行，对贵金属形成了实际利率层面的直接压制；
3. **市场交易主线已从避险逻辑切换至流动性预期框架。**能源价格上行强化通胀预期，但市场开始定价美联储降息节点推迟的风险，黄金作为无息资产面临的持有成本上升，抑制了避险买盘的单边持续性；
4. **风险偏好系统性下移引发外围权益资产共振下跌，前期情绪高热的贵金属遭遇短线流动性挤兑。**

长期金价看涨逻辑未改。展望后市，我们认为短期金价将进入震荡整理阶段，以消化前期涨幅并对冲多空分歧。中期维度上，5月将是关键观察窗口：届时美联储主席面临更迭，鲍威尔任期末端大概率维持利率不变，而沃什上任后货币政策路径，特别是其反复强调的缩表节奏，将成为市场博弈焦点；进入10月，特朗普将面临中期选举压力，年中前后白宫稳增长诉求或将升温。**长线来看，我们坚持金价长期看涨的核心逻辑：**美元信用瓦解的宏大叙事并未逆转，全球央行购金进程持续深化；伴随美国通胀与

就业数据演变，后续经济向滞胀格局切换的风险正在积聚，而在滞胀环境下，黄金依然是最为受益的核心配置资产。

盈利预测：基于公司 2025 年业绩表现及 2026 年业务指引，结合对国际金价走势的判断，我们预计公司 2026-2028 年分别实现营业收入 217.09 亿元、241.72 亿元、281.82 亿元；可实现归母净利润 62.69 亿元、77.88 亿元、100.69 亿元，对应 EPS 分别为 2.26 元、2.8 元、3.63 元。以 2026 年 3 月 25 日收盘价计算，对应 PE 分别为 12.15 倍、9.78 倍、7.56 倍，综合考虑公司经营表现及中长期金价趋势，维持对公司的“增持”评级。

风险提示：美联储货币政策超预期转向、美伊冲突发展超预期、国际油价长期维持高位、全球性关税争端再度升级、公司矿产金产量大幅不及预期、重点工程项目推进不及预期等。

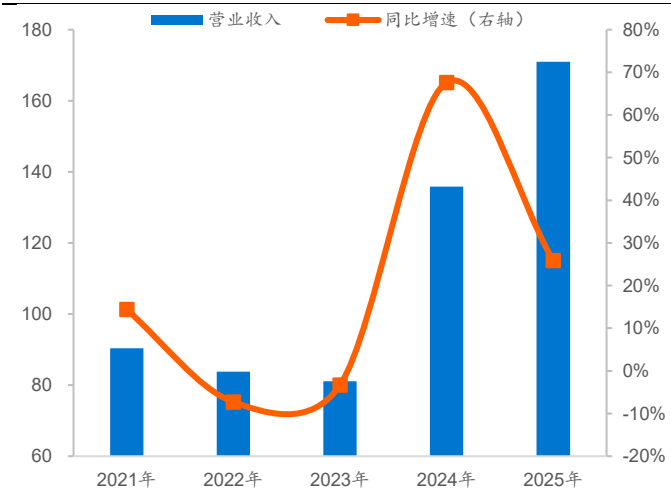
主要财务数据及预测：

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,585	17,099	21,709	24,172	28,182
(+/-)YoY(%)	67.6%	25.9%	27.0%	11.3%	16.6%
净利润(百万元)	2,173	2,972	6,269	7,788	10,069
(+/-)YoY(%)	52.6%	36.7%	111.0%	24.2%	29.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.78	1.07	2.26	2.80	3.63
毛利率(%)	29.9%	31.8%	47.5%	52.2%	58.1%
净资产收益率(%)	16.7%	19.9%	34.1%	34.4%	35.7%

资料来源:公司年报(2024-2025)

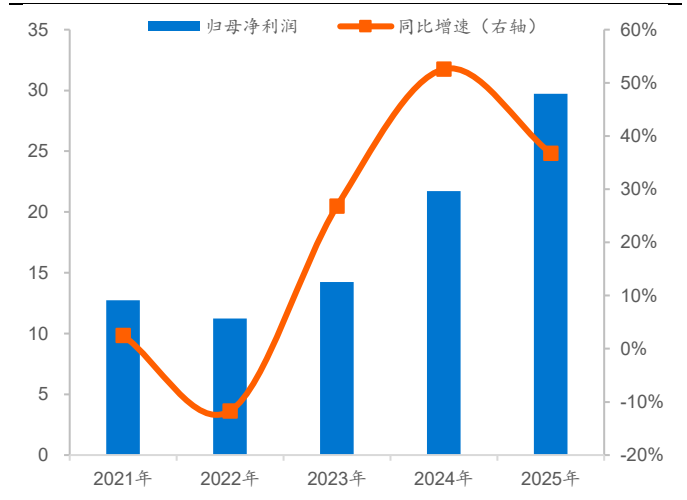
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图1 公司营业收入规模波动情况（亿元）



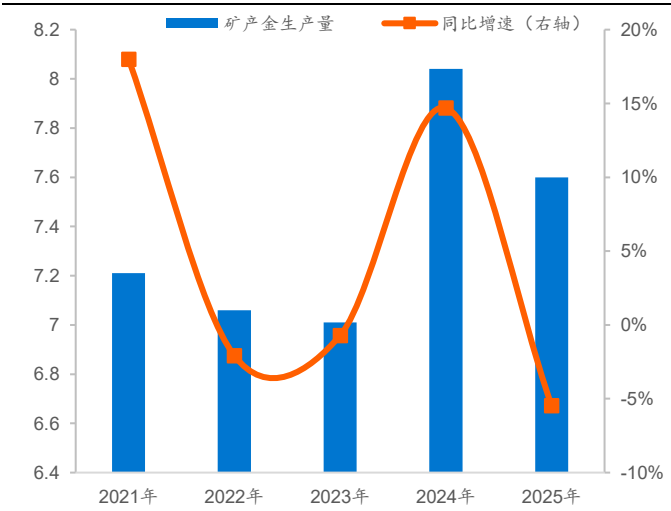
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图2 公司归母净利润规模波动情况（亿元）



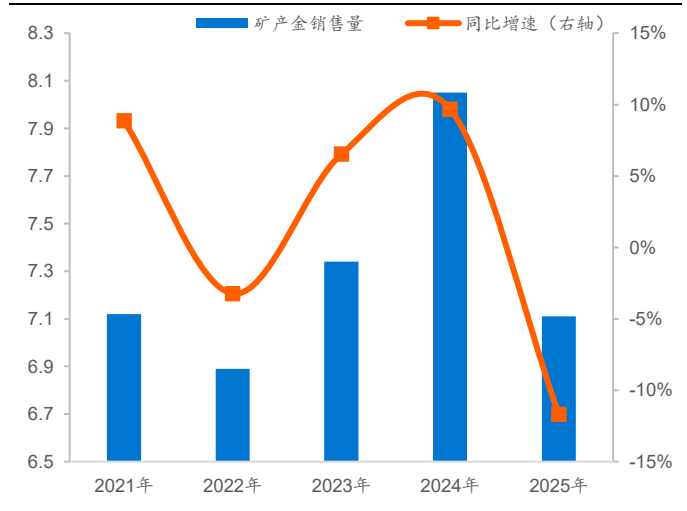
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图3 公司矿产金年度产量规模波动情况（吨）



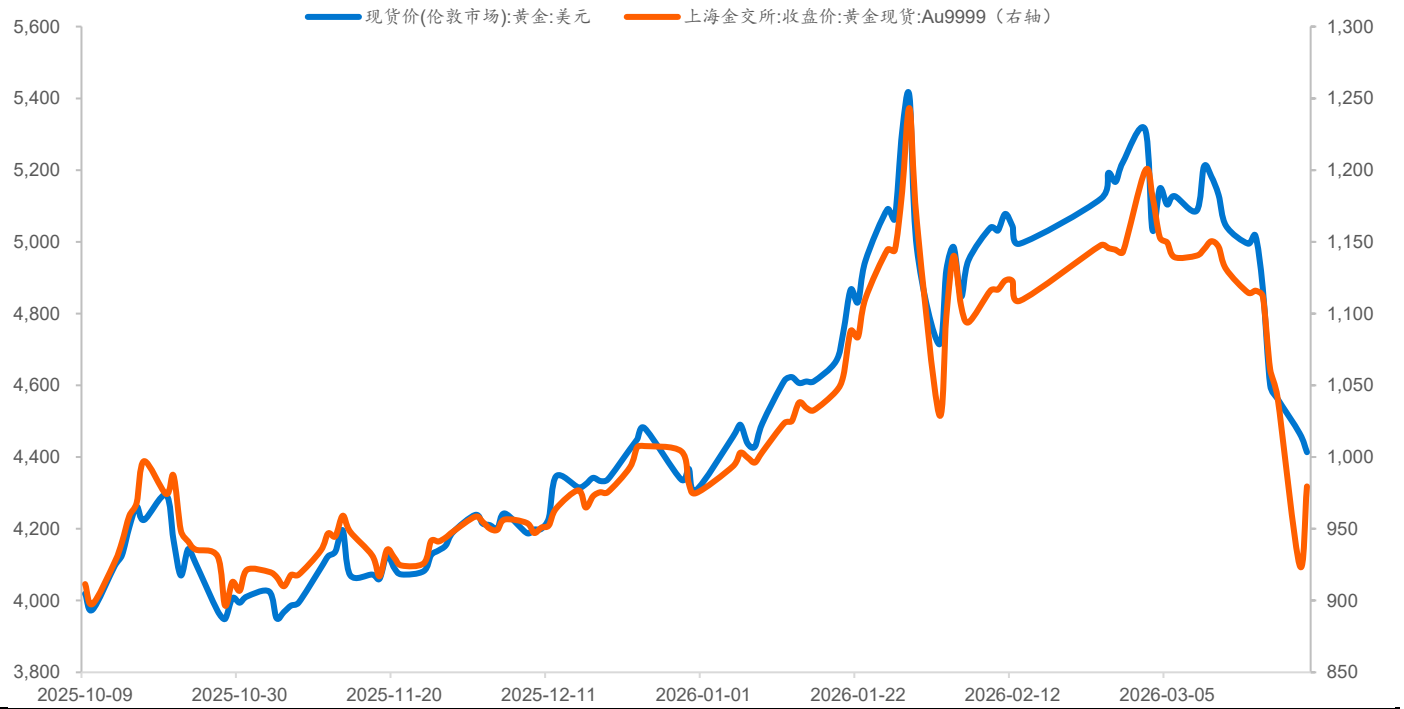
资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图4 公司矿产金年度销量规模波动情况（吨）



资料来源：山金国际公司年报，联储证券研究院

图5 2025年四季度至今，国内外金价走势波动情况（美元/盎司、元/克）



资料来源: Wind, 联储证券研究院

财务报表分析和预测表

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	5,524	7,185	11,401	15,237	21,646	
货币资金	2,870	5,426	7,891	14,917	21,285	
应收及预付	38	63	181	195	217	
存货	1,240	1,160	3,072	0	0	
其他流动资产	1,376	536	256	125	144	
非流动资产	12,665	13,441	14,065	14,671	15,261	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	3,171	3,162	3,172	3,165	3,141	
在建工程	258	1,020	1,020	1,020	1,020	
无形资产	8,437	8,292	8,866	9,440	10,013	
其他长期资产	800	966	1,006	1,046	1,086	
资产总计	18,189	20,625	25,465	29,908	36,907	
流动负债	1,854	2,230	2,599	1,542	1,571	
短期借款	0	5	5	5	5	
应付及预收	796	1,266	1,357	866	885	
其他流动负债	1,057	958	1,237	671	681	
非流动负债	1,523	1,616	1,977	2,337	2,698	
长期借款	1,006	1,188	1,548	1,907	2,267	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他非流动负债	517	428	429	430	431	
负债合计	3,377	3,846	4,576	3,880	4,269	
股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777	
资本公积	4,431	4,431	4,431	4,431	4,431	
留存收益	5,735	7,693	11,136	15,433	20,989	
归属母公司股东权益	12,981	14,918	18,361	22,658	28,214	
少数股东权益	1,831	1,862	2,528	3,370	4,424	
负债和股东权益	18,189	20,625	25,465	29,908	36,907	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业收入	13,585	17,099	21,709	24,172	28,182	
营业成本	9,521	11,657	11,401	11,551	11,802	
营业税金及附加	284	408	513	551	660	
销售费用	5	4	5	6	7	
管理费用	405	499	634	706	823	
研发费用	120	178	226	251	293	
财务费用	25	13	0	0	0	
资产减值损失	-5	0	0	0	0	
公允价值变动收益	5	-138	0	0	0	
投资净收益	-52	104	187	195	0	
营业利润	3,181	4,304	9,133	11,315	14,596	
营业外收支	-7	-33	-17	-19	-23	
利润总额	3,174	4,272	9,116	11,297	14,573	
所得税	743	1,004	2,180	2,667	3,450	
净利润	2,430	3,268	6,936	8,629	11,123	
少数股东损益	257	297	666	842	1,054	
归属母公司净利润	2,173	2,972	6,269	7,788	10,069	
EBITDA	3,885	5,085	9,909	12,107	15,401	
EPS (元)	0.78	1.07	2.26	2.80	3.63	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	3,871	4,680	6,178	11,396	11,961	
净利润	2,430	3,268	6,936	8,629	11,123	
折旧摊销	633	731	793	811	828	
营运资金变动	760	633	-1,381	2,133	-13	
其它	48	48	-170	-176	23	
投资活动现金流	-2,849	-838	-1,247	-1,241	-1,440	
资本支出	-687	-1,292	-1,434	-1,436	-1,440	
投资变动	-2,227	545	0	0	0	
其他	65	-91	187	195	0	
筹资活动现金流	-431	-1,535	-2,449	-3,130	-4,152	
银行借款	732	186	360	360	360	
股权融资	0	0	0	0	0	
其他	-1,164	-1,721	-2,809	-3,489	-4,512	
现金净增加额	577	2,291	2,465	7,025	6,368	
期初现金余额	1,836	2,413	4,704	7,169	14,195	
期末现金余额	2,413	4,704	7,169	14,195	20,563	

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长	67.6%	25.9%	27.0%	11.3%	16.6%
营业利润增长	51.7%	35.3%	112.2%	23.9%	29.0%
归母净利润增长	52.6%	36.7%	111.0%	24.2%	29.3%
获利能力					
毛利率	29.9%	31.8%	47.5%	52.2%	58.1%
净利率	16.0%	17.4%	28.9%	32.2%	35.7%
ROE	16.7%	19.9%	34.1%	34.4%	35.7%
ROIC	15.4%	18.3%	30.6%	30.6%	31.7%
偿债能力					
资产负债率	18.6%	18.6%	18.0%	13.0%	11.6%
净负债比率	-10.0%	-23.9%	-29.3%	-49.1%	-57.6%
流动比率	2.98	3.22	4.39	9.88	13.78
速动比率	2.28	2.64	3.14	9.76	13.65
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.88	0.94	0.87	0.84
应收账款周转率	430.25	1,281.53	366.90	202.85	207.26
存货周转率	6.99	9.72	5.39	7.52	—
每股指标 (元)					
每股收益	0.78	1.07	2.26	2.80	3.63
每股经营现金流	1.39	1.69	2.22	4.10	4.31
每股净资产	4.67	5.37	6.61	8.16	10.16
估值比率					
P/E	34.00	24.86	11.79	9.49	7.34
P/B	5.69	4.95	4.02	3.26	2.62
EV/EBITDA	10.60	12.50	6.84	5.05	3.58

资料来源: Wind, 联储证券研究院

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 2026 年 03 月 24 日

免责声明

联储证券股份有限公司（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“联储证券股份有限公司”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“联储证券研究院”，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；香港市场以恒生指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~10%之间
		中性	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	看好	相对表现优于市场
		中性	相对表现与市场持平
		看淡	相对表现弱于市场

联储证券研究院

青岛

地址：山东省青岛市崂山区香港东路195号8号楼11、15F
 邮编：266100

上海

地址：上海市浦东新区滨江大道1111弄1号中企国际金融中心A栋12层
 邮编：200135

北京

地址：北京市朝阳区安定路五号院13号楼B座14层
 邮编：100029

深圳

地址：广东省深圳市南山区沙河街道深云路2号侨城一号广场28-30F
 邮编：518000