

2026 年 07 月 21 日

投资评级： 买入（首次）

证券分析师

田源
SAC: S1350524030001
tianyuan@huayuanstock.com
张明磊
SAC: S1350525010001
zhangminglei@huayuanstock.com
田庆争
SAC: S1350524050001
tianqingzheng@huayuanstock.com
项祈瑞
SAC: S1350524040002
xiangqirui@huayuanstock.com
方皓
SAC: S1350525110003
fanghao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2026 年 07 月 17 日
收盘价（元）	18.55
一年内最高/最低（元）	42.29/16.60
总市值（百万元）	51,430.38
流通市值（百万元）	46,806.05
总股本（百万股）	2,772.53
资产负债率（%）	22.64
每股净资产（元/股）	5.85

资料来源：聚源数据

山金国际 (000975. SZ)

——资源禀赋筑就成本优势，增量项目驱动成长兑现

投资要点：

- **国内领先的黄金生产商，山金入主形成“一体两翼”战略布局。**公司于 2013 年通过收购玉龙矿业切入有色金属矿采选业务，截至 2025 年底黄金储量排行全国第四，矿石品位高、盈利能力强。2023 年山东黄金入主公司成为第一大股东后，公司实现了“国有规范+民营活力”的双重优势融合，叠加双方在资源、资产开发、融资等方面形成的协同效应，有望持续助推公司业绩增长。
- **经营业绩持续稳健增长，成本优越铸就效益领先。**2022–2025 年公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 26.83%、38.26%，2025 年度公司黄金全维持成本约 207 元/克（汇率取 1 美元=7.14 人民币），位于全球黄金开采全维持成本曲线前 10%，且大幅低于全球前十大黄金生产商的平均成本。弗若斯特沙利文的数据显示，公司是中国上市的黄金公司中按黄金矿产毛利率及黄金矿产成本计盈利能力最强、成本效益领先的黄金生产商。
- **内增外拓协同持续发力，高产能成长性路径清晰。**2025 年公司实现新增资源金金属量 16.62 吨、银金属量 296.57 吨，据公司 H 股上市申请资料披露，Twin Hills 及芒市华盛金矿建成投产、青海大柴旦后期扩产完成后，公司黄金年产量或将从 2025 年的 7.60 吨增长超 64%达 12.5 吨，我们认为公司业绩有望随之实现加速释放。
- **港股上市进程加快推进，全球战略布局纵深发展。**2025 年 6 月公司启动发行 H 股的上市前期筹备工作，我们认为港股上市有望赋能其加速推进全球化资源布局与产能拓展，持续优化资本结构与融资渠道，同时可充分依托境外资本市场的资金优势进一步夯实盈利韧性，全面提升核心竞争力。
- **盈利预测与评级：**综上所述我们认为，公司作为国内领先的高品位低成本黄金矿企，内增外拓协同持续发力下成长路径清晰，叠加全球战略布局纵深发展有望持续实现量价齐升。我们预测公司 2026–2028 年分别实现归母净利润 50.83、73.99、90.58 亿元，按 2026 年 7 月 17 日收盘价计算的 PE 为 10.12、6.95、5.68 倍。选择同为黄金/白银矿业上市公司的山东黄金、赤峰黄金、盛达资源作为可比公司，三家可比公司按 2026 年 7 月 17 日 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 11.21x，首次覆盖给予山金国际“买入”评级。
- **风险提示：金属价格波动风险、安全和环保风险、项目建设进度不及预期风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	13,585	17,099	23,121	30,704	37,481
同比增长率（%）	67.60%	25.86%	35.22%	32.80%	22.07%
归母净利润（百万元）	2,173	2,972	5,083	7,399	9,058
同比增长率（%）	52.57%	36.75%	71.05%	45.56%	22.43%
每股收益（元/股）	0.78	1.07	1.83	2.67	3.27
ROE（%）	16.74%	19.92%	28.86%	34.12%	33.97%
市盈率（P/E）	23.67	17.31	10.12	6.95	5.68

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

预测公司 2026–2028 年分别实现营业收入 231.21、307.04、374.81 亿元，归母净利润 50.83、73.99、90.58 亿元，EPS 为 1.83、2.67、3.27 元/股，按 2026 年 7 月 17 日收盘价计算的 PE 为 10.12、6.95、5.68 倍。

选择同为黄金/白银矿业上市公司的山东黄金、赤峰黄金、盛达资源作为可比公司，三家可比公司按 2026 年 7 月 17 日 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 11.21x，首次覆盖给予山金国际“买入”评级。

关键假设

假设公司 2026–2028 年矿产金营收增速分别为 48%、56%、25%，毛利率分别为 84%、83%、82%；其他矿产金属营收增速分别为 55%、6%、20%，毛利率分别为 70%、68%、66%；贸易及其他业务营收增速分别为 25%、23%、20%，毛利率均为 1.5%。

投资逻辑要点

经营业绩持续稳健增长，成本优越铸就效益领先。2022–2025 年公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 26.83%、38.26%，2025 年度公司黄金全维持成本约 207 元/克（汇率取 1 美元=7.14 人民币），位于全球黄金开采全维持成本曲线前 10%，且大幅低于全球前十大黄金生产商的平均成本。弗若斯特沙利文的数据显示，公司是中国上市的黄金公司中按黄金矿产毛利率及黄金矿产成本计盈利能力最强、成本效益领先的黄金生产商。

内增外拓协同持续发力，高产能成长性路径清晰。2025 年公司实现新增资源金金属量 16.62 吨、银金属量 296.57 吨，据公司 H 股上市申请资料披露，Twin Hills 及芒市华盛金矿建成投产、青海大柴旦后期扩产完成后，公司黄金年产量或将从 2025 年的 7.60 吨增长超 64% 达 12.5 吨，我们认为公司业绩有望随之实现加速释放。

核心风险提示

金属价格波动风险、安全和环保风险、项目建设进度不及预期风险。

内容目录

1. 高品位低成本黄金矿企，国内优质资源+海外并购战略共筑稳健发展格局	6
2. 历史经营稳步增长，25 年业绩再创新高	14
3. 全球宏观与地缘格局变化加剧，黄金中长期上涨逻辑持续加强	16
4. 盈利预测与评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	6
图表 2: 公司股权结构示意（截至 2026 年一季度末）.....	7
图表 3: 公司业务布局情况示意（截至 2025 年末）.....	7
图表 4: 公司现有矿山分布情况.....	8
图表 5: 截至 2025 年底公司保有的金银资源量情况.....	8
图表 6: 2025 年公司各主要子公司经营及产量情况（单位：亿元，吨）.....	9
图表 7: 青海大柴旦矿产金选矿量及产/销量情况.....	9
图表 8: 细晶沟矿山露天开采逐年出矿计划情况.....	9
图表 9: 黑河洛克矿产金选矿量及产/销量情况.....	10
图表 10: 吉林板庙子矿产金选矿量及产/销量情况.....	10
图表 11: Osino 矿山投产后产量预计情况（单位：吨）.....	11
图表 12: Osino 所拥有的项目情况及位置示意.....	11
图表 13: 华盛金矿投产后产量预计情况（单位：吨）.....	12
图表 14: 玉龙矿业采矿权情况.....	12
图表 15: 2025 年全球前十大黄金生产商及山金国际的全维持成本情况（单位：元/克）13	
图表 16: 2025 年全球黄金开采全维持成本曲线中，公司成本位居全球前 10%.....	13
图表 17: 2022-2026Q1 公司营业收入情况.....	14
图表 18: 2022-2026Q1 公司归母净利润情况.....	14
图表 19: 公司矿产金克金成本（单位：元/克）及毛利率变化情况.....	14
图表 20: 2022-2026Q1 公司毛利率、净利率情况.....	14
图表 21: 2022-2026Q1 公司三项费用及占营收比重情况.....	15
图表 22: 2022-2026Q1 公司经营活动现金流情况.....	15
图表 23: A 股主要黄金上市矿企资产负债率情况.....	15
图表 24: 2023-2025 年公司年度现金分红总额.....	15
图表 25: 金价与美元指数大体上呈反向变动关系.....	16
图表 26: 金价与美债实际利率大体上呈反向变动关系.....	16
图表 27: FOMC 议息会议利率决议可能性预测（截至 7 月 13 日 6 点）.....	17
图表 28: FOMC 点阵图情况.....	17
图表 29: 公司分产品营收及预测情况（单位：亿元）.....	18

图表 30: 可比公司估值表	18
----------------------	----

1. 高品位低成本黄金矿企，国内优质资源+海外并购战略共筑稳健发展格局

公司于 2013 年通过收购玉龙矿业切入有色金属矿采选业务，随后陆续收购黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿等国内优质金矿，2023 年山东黄金入主公司成为第一大股东并于 2024 年收购加拿大 Osino 开启出海进程，截至 2025 年底黄金储量达 149.5 吨排行全国第四，矿石品位高、盈利能力强。公司发展可分为以下三个主要阶段：

- **1999–2013 年，多次进行业务转型，探索公司发展路径。**1999 年公司成立后多次经历实控人及主营业务变更；2013 年完成重大资产重组，通过收购内蒙古玉龙矿业将主营业务变更为银、铅、锌等有色金属矿石的采选与销售。
- **2014–2022 年，扩张国内矿业版图，重心转向黄金业务。**2016 年公司收购加拿大黄金生产商埃尔拉多位于国内的黑河洛克矿业、吉林板庙子矿业、青海大柴旦矿业等黄金矿山资源；2019 年公司明确以贵金属为核心的战略发展方向，同年更名为“银泰黄金”；2021 年公司收购芒市华盛金矿 60% 股权，持续布局后续产量增长机会。
- **2023–2026 年，山金入主强强联合，扩产并购进程加快。**2023 年山东黄金收购公司 28.89% 股份成为公司第一大股东；2024 年公司更名为“山金国际”，同年收购加拿大矿业公司 Osino 并实现对纳米比亚 Twin Hills 金矿项目的控制；2025 年公司全额收购云南西部矿业获得大岗坝金矿勘探探矿权、控股子公司芒市华盛金矿获得勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权，扩产并购进程持续加快。

持续增储扩产之下，公司业绩增长势能充足。据公司 H 股上市申请资料披露，Twin Hills 及芒市华盛金矿建成投产、青海大柴旦后期扩产完成后，公司黄金年产量或将从 2025 年的 7.60 吨增长超 64% 达 12.5 吨，我们认为公司业绩有望随之实现加速释放。

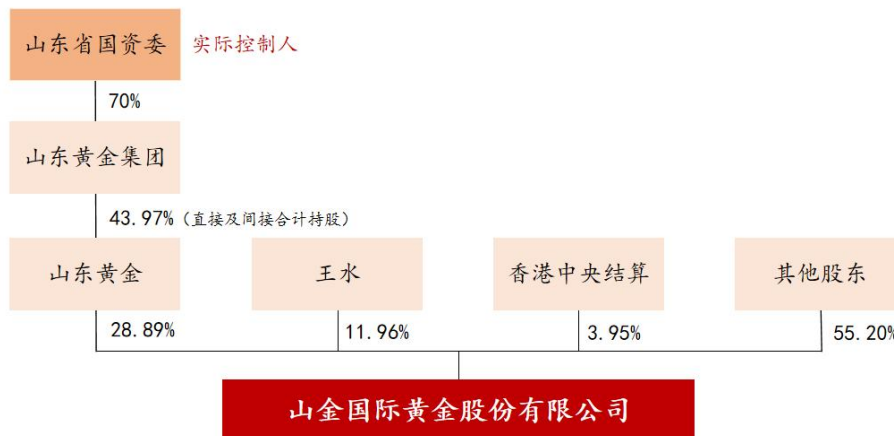
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

山东黄金入主引入国资背景，“一体两翼”战略有望助力公司持续快速发展。2023 年公司实控人变更为山东省国资委、第一大股东变更为山东黄金，截至 2026 年一季度末山东黄金直接控制公司 28.89%股份。山东黄金入主后与公司共同形成一体两翼的战略机制，我们认为公司既可保留原有民营体制灵活、对市场敏锐度高等优势，同时可以与山东黄金进行资源协同、资产开发协同、融资协同，利好公司持续运营发展。

图表 2：公司股权结构示意（截至 2026 年一季度末）



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：山东黄金上层股权结构截至公司 2025 年报

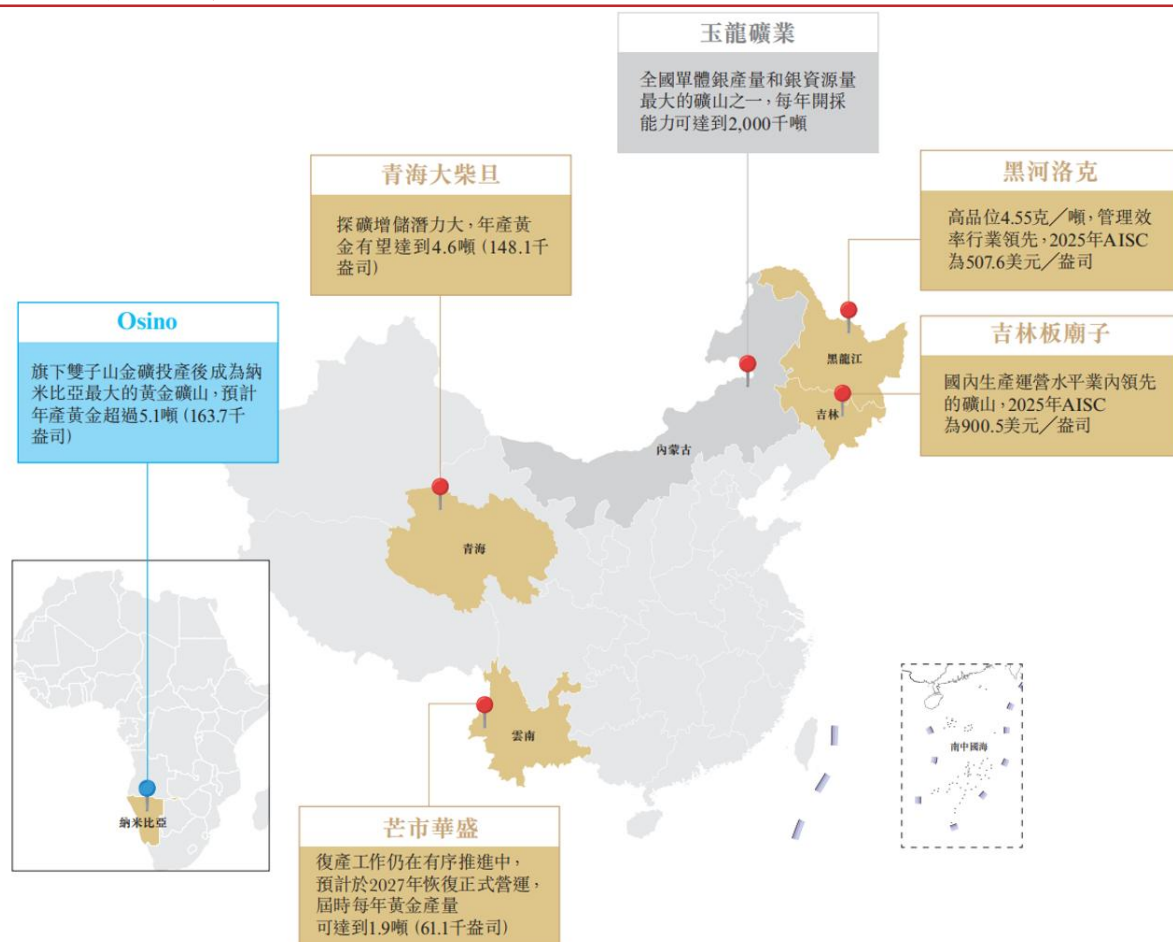
公司业务通过下属 5+1 家矿业子公司及 1 家贸易子公司开展。截至 2025 年末，公司拥有 5 家黄金矿山子公司（黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿、Osino）和 1 家银铅锌多金属矿山子公司（玉龙矿业），其中黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦和玉龙矿业均为在产矿山企业；华盛金矿为停产待恢复矿山企业，位于纳米比亚的 Osino 为在建矿山企业；子公司上海盛鸿主要从事贵金属和有色金属贸易业务。

图表 3：公司业务布局情况示意（截至 2025 年末）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司现有矿山分布情况



资料来源：公司H股上市申请资料，华源证券研究所。注：地图仅为公司矿业分布示意，或不完整中国地图

高品质矿山资源优质，内增外拓协同发力。公司旗下矿山均为大型且品位较高的矿山，多数坐落于有色金属矿重点成矿区，周边探矿增储前景广阔，2025年实现新增资源金金属量16.62吨、银金属量296.57吨。同时，公司积极开展国内外资源并购的双向布局，2025年收购大岗坝金矿勘探探矿权、芒市华盛金矿获得勐稳地区金及多金属矿探矿权。内生探矿+外延并购共同作用下公司后续资源保障坚实有力，远期或具备明确成长曲线。

图表 5：截至 2025 年底公司保有的金银资源量情况

矿山名称	探明+控制+推断 (百万吨)	金品位 (克/吨)	金金属量 (100%基准, 吨)	银金属量 (100%基准, 吨)
青海大柴旦	19.48	4.33	84.36	
黑河洛克	3.03	4.55	13.79	160.58
吉林板庙子	6.54	3.26	21.32	
玉龙矿业	0.90	1.94	1.75	7,860.81
华盛金矿	16.71	1.71	28.49	
Osino	122.57	1.07	131.22	
合计	169.23	1.66	280.94	8021.39

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：2025 年公司各主要子公司经营及产量情况（单位：亿元，吨）

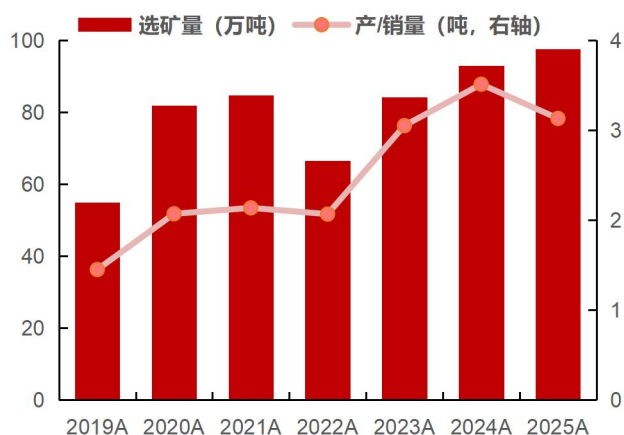
子公司名称	主要业务	营业收入	营业利润	净利润	金产量	银产量
青海大柴旦	矿产勘探、开采与销售	23.48	16.71	12.33	3.13	0.54
黑河洛克	矿产勘探、开采与销售	17.39	13.14	9.89	2.26	17.23
吉林板庙子	矿产勘探、开采与销售	15.56	10.67	9.08	2.21	0.36
玉龙矿业	矿产勘探、开采与销售	14.79	4.51	3.57		145.97
上海盛鸿	金属贸易及供应链管理	90.69	0.4	0.31		

资料来源：公司公告，华源证券研究所

- **青海大柴旦：公司最大在产矿山，资源保障能力和可持续发展潜力优越。**矿山自 2023 年起取代黑河洛克成为公司产金量最大的矿山，2025 全年生产黄金 3.13 吨。青海大柴旦位于柴北缘祁昆成矿带内，矿区面积大，所控制的矿体厚度大、品位高、资源储量大。近年来该区地质探矿取得较大突破，2025 年新增金资源量 9.36 吨，我们认为持续的探矿增储将为公司发展提供充足的资源储备。

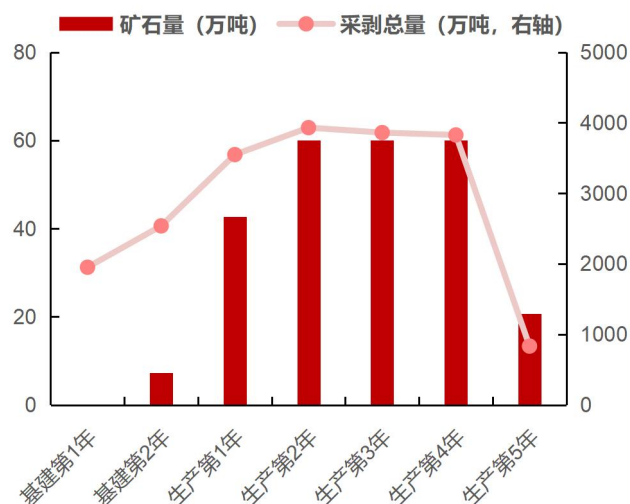
青龙沟采矿权证扩容完成+细晶沟探转采受理待批，产能产量即将迎来快速提升期。青海大柴旦拥有青龙沟和滩间山 2 个采矿权。**青龙沟：**2023 年新增Ⅱ、Ⅲ矿段的采矿权证办理完成，全区开采期内同时生产的最大规模从 40 万吨/年提升至 60 万吨/年，2025 年扩建项目及输变电站工程按计划推进，新建尾矿库完成前期手续；**细晶沟：**探转采申请已被审批部门受理，公司预计 2028 年前建成投产，2 年基建+5 年生产的全周期内预计生产黄金 10.02 吨。

图表 7：青海大柴旦矿产金选矿量及产/销量情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：细晶沟矿山露天开采逐年出矿计划情况

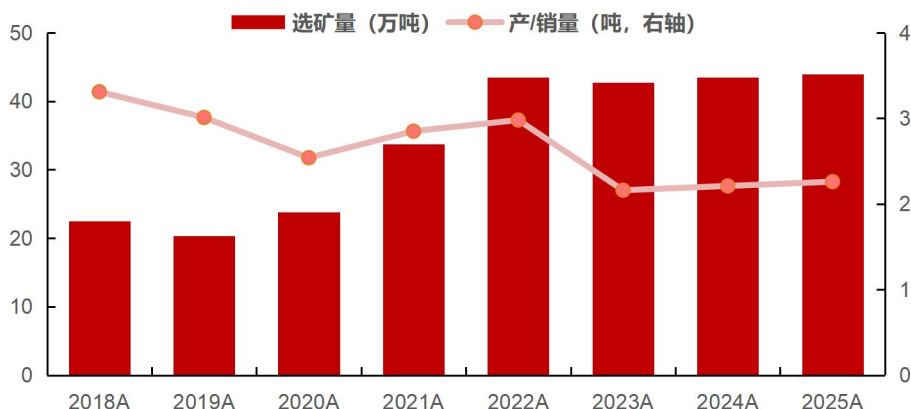


资料来源：公司公告，华源证券研究所

- **黑河洛克：国内黄金品位较高、最易选冶的矿山之一。**黑河洛克东安金矿为少有的高品位、浅成低温热液型金矿，黄金品位高达 4.55 克/吨，2025 年黄金全维持成本约 117 元/克（汇率取 1 美元=7.14 人民币），外围及深部也有进一步找矿可能，未来有望逐步扩大矿山资源量，延续矿山服务年限。

2025 年黑河洛克地质勘查工作重点围绕东安金矿外围探矿权区块开展实施，年内累计新增资源量金 3.24 吨、银 44.35 吨，超额完成年度探矿增储责任状指标，公司资源接续保障能力得到有效夯实。

图表 9：黑河洛克矿产金选矿量及产/销量情况

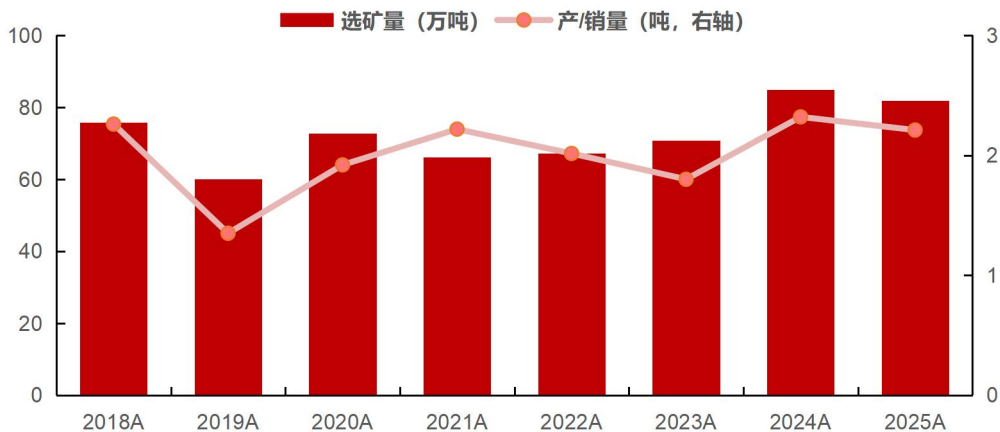


资料来源：公司公告，华源证券研究所

- **吉林板庙子：长期维系探采平衡，矿区延续能力强。**吉林板庙子自投产以来保持了良好的探采平衡，保有资源持续稳定，具有良好的可持续经营能力。公司自 2018 年以来矿金产量基本稳定在 2 吨左右水平，2025 年产量为 2.21 吨，同年全维持成本约 206.7 元/克（汇率取 1 美元=7.14 人民币），领先于同资源禀赋的黄金矿山。

2025 年吉林板庙子勘查工作主要集中于金英金矿和果松镇南岔村岩金矿，南岔村岩金矿项目圆满完成第一年野外工作并发现重要矿化线索，为后续勘查工作开展提供了依据。同时，公司积极推进板石沟探矿权转采工作，为未来生产补充备用资源。

图表 10：吉林板庙子矿产金选矿量及产/销量情况

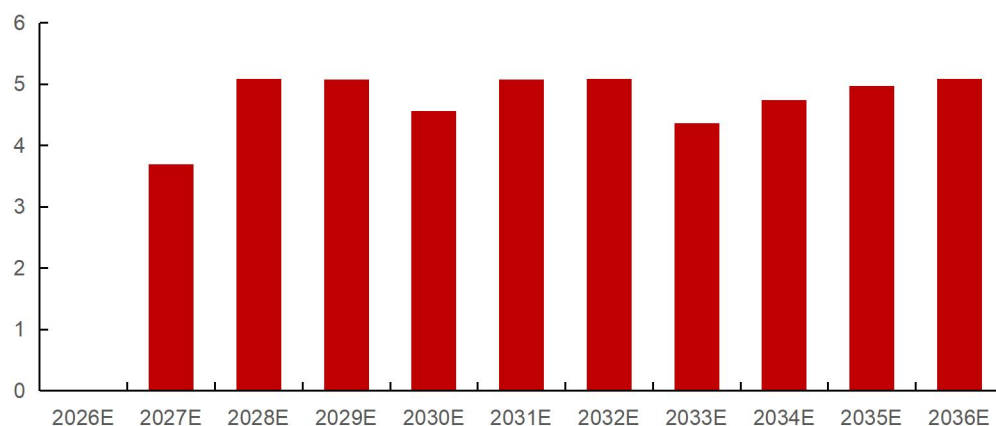


资料来源：公司公告，华源证券研究所

- **Osino: 公司首个海外金矿资产, 海外并购策略助力公司快速发展。**2024 年 8 月公司通过收购 Osino 实现对纳米比亚 Twin Hills 金矿项目的控制, 该项目保有黄金资源量 99.21 吨, 品位 1.09 克/吨。项目建设于 2025 年正式启动, 公司预计将于 2027 年上半年投产并在后续 13 年的时间中平均年产黄金 5.04 吨, 有望成为纳米比亚最大的单体金矿山。

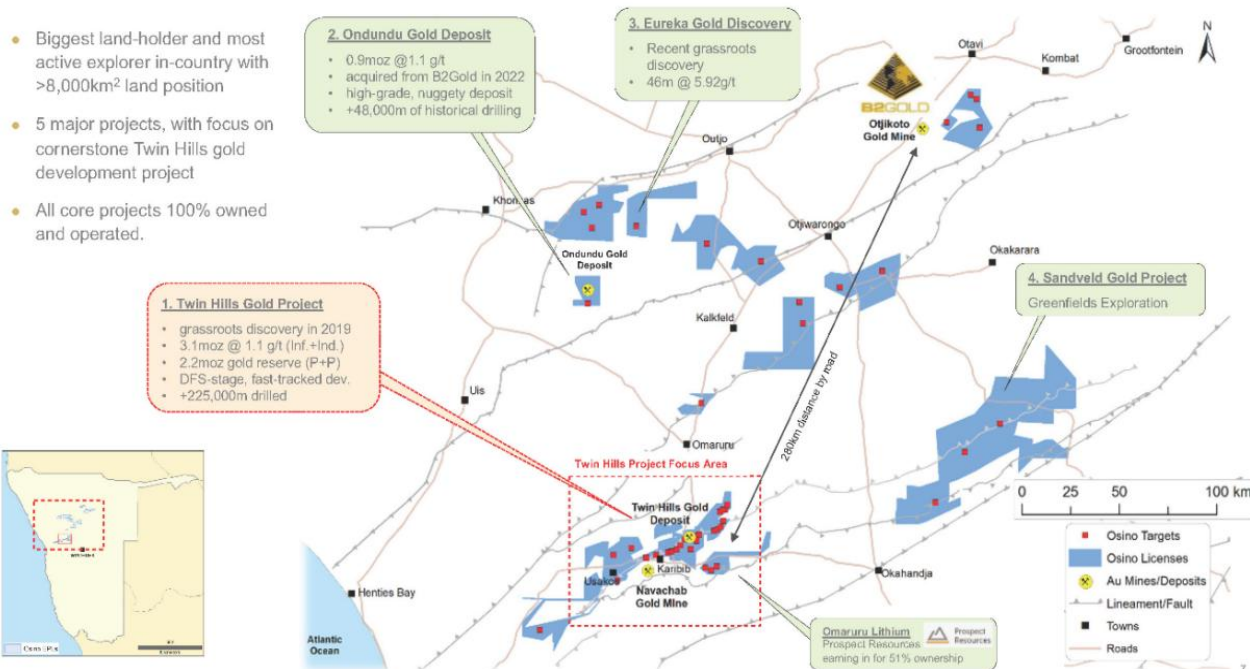
周边探矿增储潜力强, 目前发现的 2 处潜在增储区域有望成为公司中远期产能增长动力。Twin Hills 项目西北 130 公里处的 Ondundu 金矿探矿权拥有黄金推断资源量 27.99 吨, 品位 1.13 克/吨; Ondundu 东北 35 公里处新发现 Eureka 远景区, 钻孔见品位 5.92 克/吨的金矿。2025 年度勘查工作主要集中于 Twin Hills 矿区和 Ondundu、Eureka 等重点区域勘查靶区, 新增金资源量 4.02 吨, 我们认为 Twin Hills 本身探矿增储及周边矿区探转采潜力大, 有望助推公司中远期产能持续增长。

图表 11: Osino 矿山投产后产量预计情况 (单位: 吨)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所. 注: Osino 矿山预计于 2027 年投产

图表 12: Osino 所拥有的项目情况及位置示意

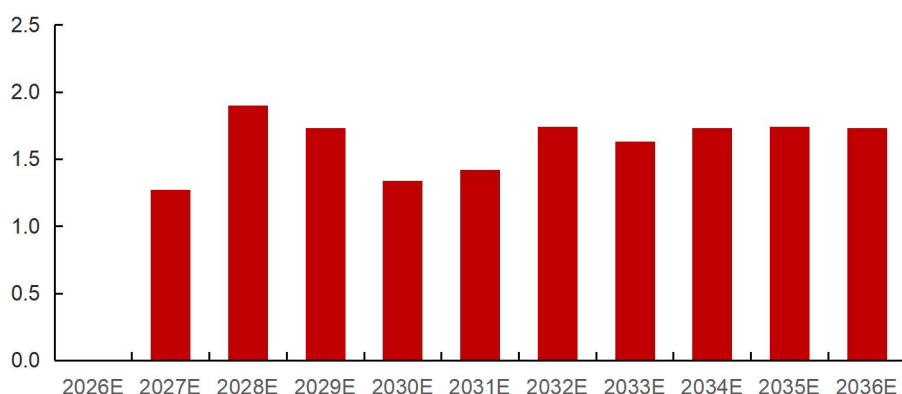


资料来源: Osino 官网, 华源证券研究所

- **华盛金矿：积极推进周边矿权整合，25 年或为矿山复产工作启动元年。**华盛金矿是国内相对稀有的类卡林型大型金矿，原证载生产规模为 10 万吨/年，但因原股东资金问题长期基本处于停产状态。2025 年公司收购云南省潞西市大岗坝地区金矿勘探探矿权、控股子公司芒市华盛金矿开发有限公司获得了潞西市勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权，我们认为两宗探矿权的收购反映公司或已开始着手实质性推进华盛金矿的复产工作，有望在后续为公司贡献产量和利润。

据公司 H 股上市说明材料，公司预计华盛金矿将于 2027 年开始贡献黄金产量，后续产量有望维持在 1.7 吨附近，我们认为实现复产后，该矿将成为公司国内黄金产量增长的重要驱动力，支撑公司进入产量快速释放周期。

图表 13：华盛金矿投产后产量预计情况（单位：吨）



资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：公司预计华盛金矿将于 2027 年开始贡献黄金产量

- **玉龙矿业：白银产量国内领先，地质条件优越探矿增储潜力强。**玉龙矿业下属矿山是全国单体银产量和银资源量最大的矿山之一，地处大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带，保有银资源量 7860.8 吨，银年产量最高超过 175 吨，是国内外瞩目的寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区，找矿潜力大、勘探前景广阔。

分矿区探转采落地公司产能提升在即，白银业务规模有望显著扩大。玉龙矿业 1118 高地铅锌矿拥有银金属量 3026 吨，占合并后玉龙矿业全部银金属量的约 40%，证载生产规模为 99 万吨/年。据公司 H 股上市说明材料，1118 高地铅锌矿项目预计于 2028 年建成投产，满产后年白银增量或超 83.5 吨，有望驱动白银产能加速释放。

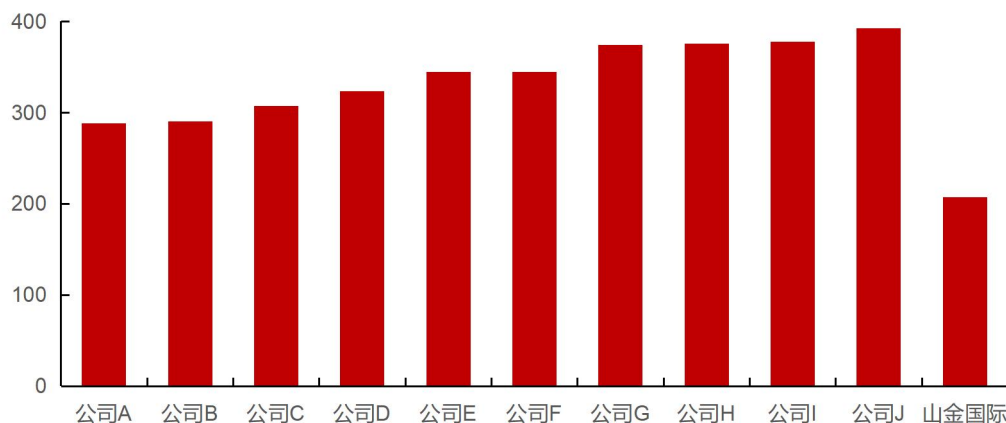
图表 14：玉龙矿业采矿权情况

采矿权名称	矿石量 (万吨)	银金属量 (吨)	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	铜金属量 (万吨)	锡金属量 (万吨)	生产规模 (万吨/年)
花敖包特银铅矿采矿权	2493	4113	41.01	54.98			100
花敖包特山矿段采矿权	512	480	4.92	9.41			25
1118 高地采矿权	3652	3026	23.23	60.83	12.09	2.74	99
合计	6657	7619	69.16	125.22	12.09	2.74	224

资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：花敖包特银铅矿/山矿段数据截至 2022 年底，1118 高地数据截至 2023 年 12 月

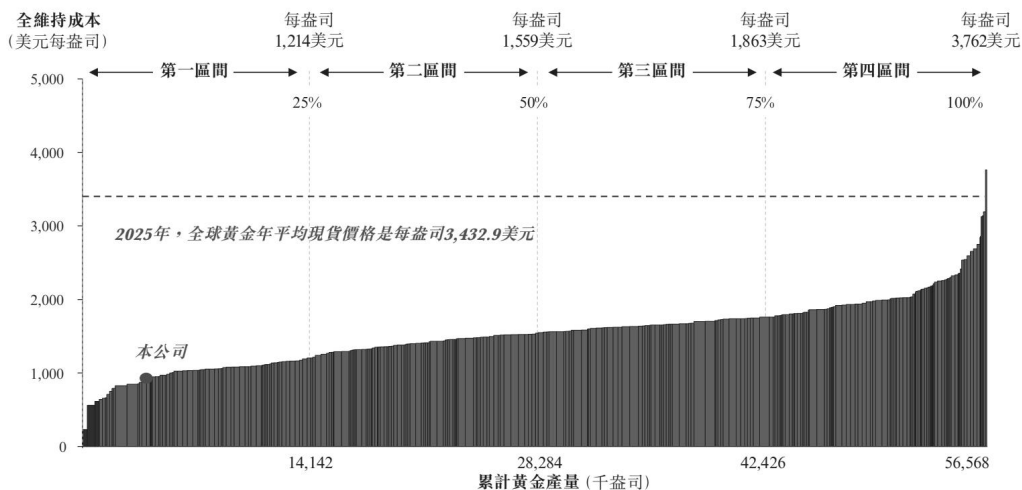
国内成本效益能力领先，国际对标头部黄金生产商优势显著。2025 年度公司黄金全维持成本约 207 元/克（汇率取 1 美元=7.14 人民币），位于全球黄金开采全维持成本曲线前 10%，且大幅低于全球前十大黄金生产商的平均成本。弗若斯特沙利文的数据显示，公司是中国上市的黄金公司中按黄金矿产毛利率及黄金矿产成本计盈利能力最强、成本效益领先的黄金生产商。

图表 15：2025 年全球前十大黄金生产商及山金国际的全维持成本情况（单位：元/克）



资料来源：公司 H 股上市申请资料，华源证券研究所，汇率取 1 美元=7.14 人民币

图表 16：2025 年全球黄金开采全维持成本曲线中，公司成本位居全球前 10%



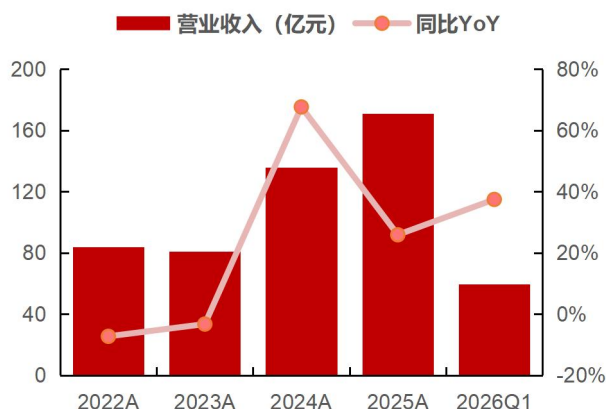
资料来源：公司 H 股上市申请资料，华源证券研究所

港股上市进程加快推进，全球战略布局纵深发展。2025 年 6 月公司启动发行 H 股的上市前期筹备工作，并于 2026 年 3 月 27 日向香港联交所重新递交发行上市申请，我们认为上市有望赋能其加速推进全球化资源布局与产能拓展，持续优化资本结构与融资渠道，同时可充分依托境外资本市场的资金优势进一步夯实盈利韧性，全面提升公司的核心竞争力并有助于后续业绩释放。

2. 历史经营稳步增长，25 年业绩再创新高

公司历史经营业绩稳步增长，25 年业绩实现新高。2022–2025 年公司营业收入和归母净利润年复合增速分别为 26.83%、38.26%，其间营业收入波动主要系贸易业务体量变化所致，2025 年归母净利润为 29.72 亿元创历史新高。2026 年一季度公司实现营业收入 59.38 亿元，同比增长 37.41%；实现归母净利润 13.94 亿元，同比增长 100.89%，主要系矿产品价格同比大幅上涨所致；另据公司业绩预告，2026 年上半年公司预计实现归母净利润 23.50–24.80 亿元，同比增长 47.27–55.41%维持高增态势。

图表 17：2022–2026Q1 公司营业收入情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

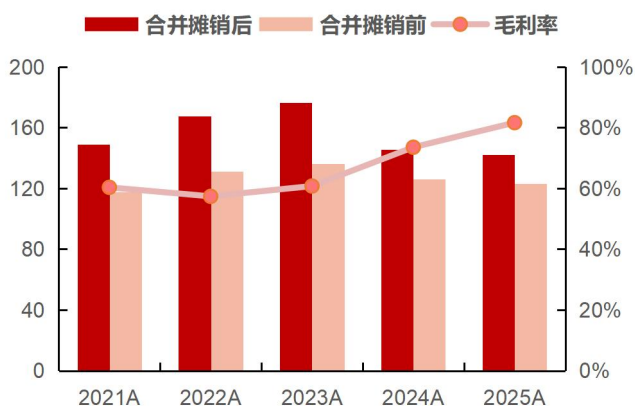
图表 18：2022–2026Q1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

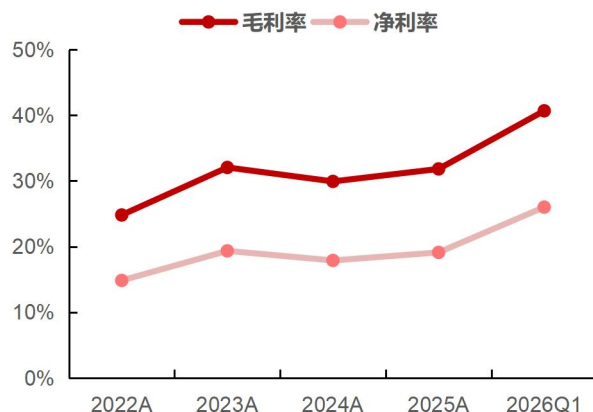
公司矿产盈利能力同比大幅提升，多举措聚力实现成本、效率、质量的多维突破。2025 年公司矿产金合并摊销后单位销售成本为 142.18 元/克，同比下降 3.22 元/克，黄金全维持成本 (AISC) 稳居全球前 10% 水平。公司持续深化技术革新与工艺优化，依托精细化运营管理，降本增效成效显著，利润指标超额完成，部分企业成本指标优于预算目标。我们认为，成本竞争力的持续夯实彰显了公司卓越的成本管控能力与运营韧性，有助于其盈利能力的持续增长。

图表 19：公司矿产金克金成本（单位：元/克）及毛利率变化情况



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 20：2022–2026Q1 公司毛利率、净利率情况



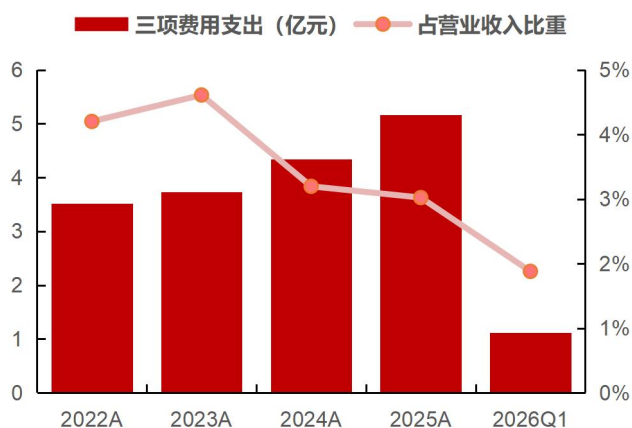
资料来源：Wind，华源证券研究所

三费占比降低，公司提质增效成果显现。2024 年以来公司销售、管理、财务三项费用占营收比重波动下降，2026Q1 指标为 1.88%，相较上年同期降低 0.52pct。我们认为三费占比波动下降反映公司经营管理效率不断提升、降本增效成果显著，有助于进一步释放利润。

经营活动现金流持续稳健+资产负债率处于同业较低水平，公司后续资源并购具备强支撑。2022 年以来公司经营性现金流持续稳健增长，2026Q1 为 24.90 亿元，同比增长 153.68%；资产负债率长期处于 20%左右，持续低于行业平均水平。我们认为，低资产负债率+股东国企背书为公司提供强杠杆融资能力，叠加自身充裕的经营性现金流，支撑公司持续进行优质资源并购，黄金产量和储量有望随之持续增长。

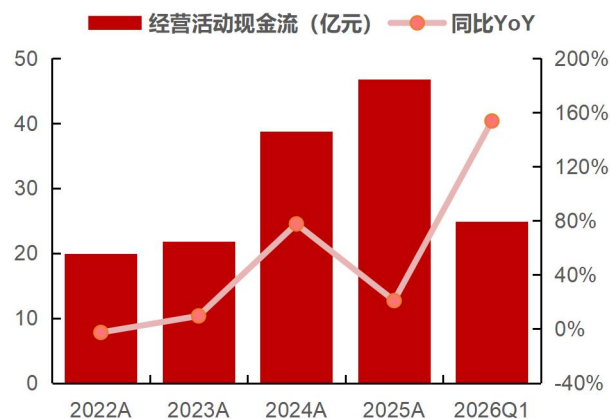
公司盈利状况及现金流动性良好，持续进行利润分配彰显长期投资价值。近年来公司持续进行分红和回购，2026 年 3 月 4 日通过《关于公司 2025 年度利润分配预案的议案》，每 10 股派发现金股利 4.8 元（含税），现金分红总额合计达 13.3 亿，我们认为高股东回馈力度的表现彰显公司长期的投资价值和发展自信。

图表 21：2022-2026Q1 公司三项费用及占营收比重情况



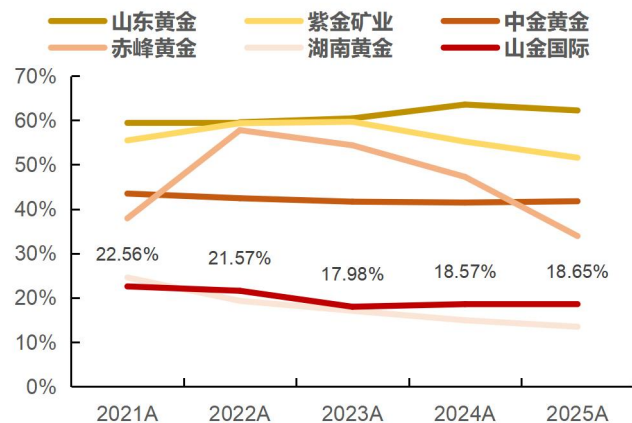
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 22：2022-2026Q1 公司经营活动现金流情况



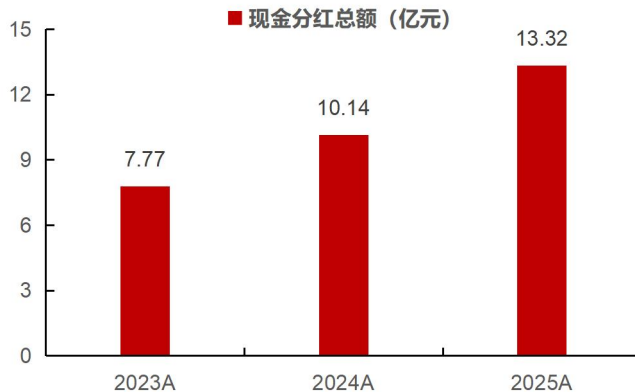
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 23：A 股主要黄金上市矿企资产负债率情况



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 24：2023-2025 年公司年度现金分红总额



资料来源：Wind，华源证券研究所

3. 全球宏观与地缘格局变化加剧，黄金中长期上涨逻辑持续加强

黄金天然的货币属性导致黄金价格与美元信用之间呈现出一种相互制约的“跷跷板效应”。自 20 世纪 70 年代布雷顿森林体系解体，金本位制度被信用本位制度所取代，黄金转变为全球经济体的终极“信用货币”。尽管如此，全球货币信用体系依然以美国的信用体系为核心。在这一体系下，黄金价格与美元指数呈现了明显的反向变动关系。

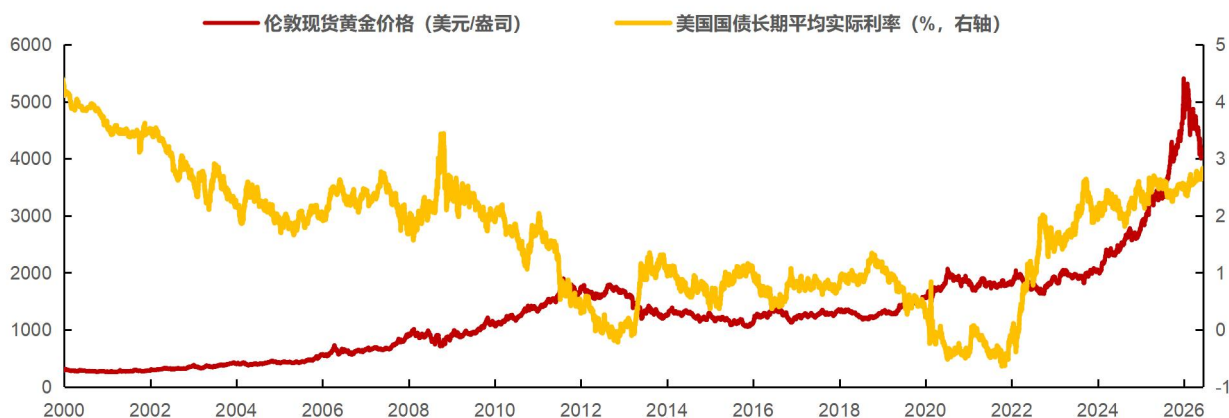
图表 25：金价与美元指数大体上呈反向变动关系



资料来源：Wind，华源证券研究所，数据截至 2026 年 7 月 10 日

美国实际利率被视为衡量以美元计价的黄金价值的一个重要指标，反向关系来自黄金的金融和避险属性。黄金不仅是一个关键的风险规避手段，也是一种多功能的投资工具，适用于对冲、投机和增值。在短期内，实际利率是决定黄金价格的关键因素。当实际利率下降时（对应着衰退或者高粘性通胀两种情形，当两种情形同时发生时金价弹性最大，例如 1970s），意味着投资者较难在非黄金资产，特别是股票和债券等可以提供分红和利息等现金流的资产上，获得更高的预期回报，这降低了持有黄金的机会成本，进而大概率导致黄金价格上涨。

图表 26：金价与美债实际利率大体上呈反向变动关系



资料来源：Wind，华源证券研究所，数据截至 2026 年 7 月 10 日

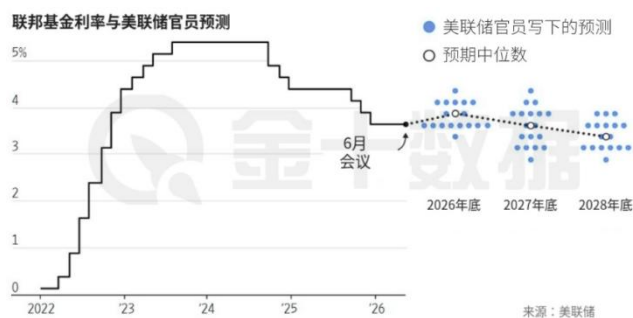
中期维度，市场交易逻辑已切换至“通胀粘性抬升→美联储高利率存续周期拉长→加息预期再度升温”的定价链条，黄金定价中枢预计由美债利率与美元指数主导，行情或延续偏弱震荡格局。

图表 27：FOMC 议息会议利率决议可能性预测（截至 7 月 13 日 6 点）

预测利率	2026.07.30	2026.09.17	2026.10.29
3.25%-3.50%	0.0%	0.0%	0.0%
3.50%-3.75% (当前利率)	62.1%	26.4%	19.4%
3.75%-4.00%	37.9%	51.8%	45.0%
4.00%-4.25%		21.8%	29.8%
4.25%-4.50%			5.8%

资料来源：金十数据，华源证券研究所

图表 28：FOMC 点阵图情况



资料来源：美联储，金十数据，华源证券研究所

长期来看，黄金的上涨逻辑并未削弱，反而在全球宏观与地缘格局变化下进一步强化

- 美国财政赤字约束、债务扩张、贸易保护主义升温及大国博弈加剧正在削弱美元信用锚的稳定性，推动全球储备资产向多元化重配，黄金正逐步演化为对冲主权信用风险、地缘分裂风险和全球货币体系重构风险的重要资产。
- 全球央行持续购金仍为金价提供坚实底部支撑，中国央行延续增持亦进一步验证官方部门的长期配置需求。
- 美国经济周期后段面临高利率、信用收缩与增长放缓的多重约束，未来无论美联储是因经济放缓而降息还是因通胀黏性而被迫维持更长时间的高利率，黄金都具备较强的长期配置价值：前者利好实际利率下行，后者则强化避险与抗信用风险需求。

整体看，我们认为黄金中长期或仍处于有利窗口，其价格中枢有望在全球宏观与地缘格局重塑过程中继续上移。

4. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司作为国内领先的高品位低成本黄金矿企，内增外拓协同持续发力下成长路径清晰，叠加全球战略布局纵深发展有望实现量价齐升。

预测公司 2026–2028 年分别实现营业收入 231.21、307.04、374.81 亿元，归母净利润 50.83、73.99、90.58 亿元，EPS 为 1.83、2.67、3.27 元/股，按 2026 年 7 月 17 日收盘价计算的 PE 为 10.12、6.95、5.68 倍。

图表 29：公司分产品营收及预测情况（单位：亿元）

	2026E	2027E	2028E
矿产金	81.47	127.09	158.87
YoY	48%	56%	25%
毛利润	68.43	105.49	130.27
毛利率	84%	83%	82%
其他矿产金属	24.91	26.40	31.68
YoY	55%	6%	20%
毛利润	17.43	17.95	20.91
毛利率	70%	68%	66%
贸易及其他	124.84	153.55	184.26
YoY	25%	23%	20%
毛利润	1.87	2.30	2.76
毛利率	1.5%	1.5%	1.5%
营业收入（总）	231.21	307.04	374.81
YoY	35.22%	32.80%	22.07%
营业成本	143.47	181.30	220.86
毛利润	87.74	125.74	153.94
毛利率	37.95%	40.95%	41.07%

资料来源：Wind，华源证券研究所

选择同为黄金/白银矿业上市公司的山东黄金、赤峰黄金、盛达资源作为可比公司，三家可比公司按 2026 年 7 月 17 日 Wind 一致预期计算的 2026 年平均 PE 为 11.21x，首次覆盖给予山金国际“买入”评级。

图表 30：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS（元/股）				PE	
		2026/7/17	26E	27E	28E	26E	27E	28E
600547.SH	山东黄金	23.76	2.02	2.49	2.82	11.76	9.54	8.43
600988.SH	赤峰黄金	31.74	2.72	3.24	3.99	11.67	9.79	7.96
000603.SZ	盛达资源	18.95	1.86	2.48	3.09	10.20	7.63	6.13
平均 PE						11.21	8.99	7.51
000975.SZ	山金国际	18.55	1.83	2.67	3.27	10.12	6.95	5.68

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币元，山东黄金、赤峰黄金、盛达资源盈利预测来自 Wind 一致预期，山金国际盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

金属价格波动风险：公司的主要产品是黄金、银、铅、锌等，各个产品的价格波动会对公司的业绩产生重要影响。金属产品价格受经济环境、供需关系、通货膨胀、美元走势、战争与动乱等多方面因素的影响，价格波动将对公司业绩形成扰动。

安全和环保风险：公司属于资源类采选企业，其生产流程特点决定了公司存在一定安全生产风险、环境污染风险。安全生产是公司发展的根本保证，自然灾害、设备故障、人为失误都会造成安全隐患，若矿山因故停产将对公司业绩造成不利影响。

项目建设进度不及预期风险：纳米比亚 Twin Hills 金矿公司预计将于 2027 年投产、华盛金矿处于停产待恢复状态，若项目建设进度不及预期将对公司业绩增长造成不利影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,426	7,416	9,746	10,885
应收票据及账款	6	6	8	10
预付账款	58	67	88	108
其他应收款	448	570	715	821
存货	1,160	1,572	1,888	2,178
其他流动资产	87	111	145	176
流动资产总计	7,185	9,742	12,591	14,179
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,317	3,391	3,650	4,163
在建工程	1,020	913	890	517
无形资产	8,292	8,613	10,273	13,865
长期待摊费用	24	22	19	16
其他非流动资产	788	1,487	2,187	3,537
非流动资产合计	13,441	14,426	17,019	22,097
资产总计	20,625	24,168	29,611	36,276
短期借款	5	0	0	0
应付票据及账款	1,266	1,614	2,089	2,605
其他流动负债	958	1,218	1,583	1,981
流动负债合计	2,230	2,832	3,672	4,586
长期借款	1,202	945	746	619
其他非流动负债	414	414	414	414
非流动负债合计	1,616	1,359	1,160	1,033
负债合计	3,846	4,191	4,832	5,619
股本	2,777	2,773	2,773	2,773
资本公积	4,431	4,334	4,334	4,334
留存收益	7,710	10,506	14,575	19,557
归属母公司权益	14,918	17,613	21,682	26,664
少数股东权益	1,862	2,365	3,096	3,992
股东权益合计	16,780	19,977	24,778	30,656
负债和股东权益合计	20,625	24,168	29,611	36,276

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	3,268	5,535	8,085	9,911
折旧与摊销	731	768	861	1,026
财务费用	13	27	9	-5
投资损失	-104	-72	-69	-66
营运资金变动	633	39	322	465
其他经营现金流	139	67	60	58
经营性现金净流量	4,680	6,364	9,268	11,389
投资性现金净流量	-838	-1,698	-3,399	-6,052
筹资性现金净流量	-1,535	-2,677	-3,538	-4,198
现金流量净额	2,291	1,989	2,331	1,138

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	17,099	23,121	30,704	37,481
营业成本	11,657	14,347	18,130	22,086
税金及附加	408	524	688	857
销售费用	4	6	8	9
管理费用	499	671	875	1,049
研发费用	178	241	319	390
财务费用	13	27	9	-5
资产减值损失	0	-2	-2	-3
信用减值损失	-3	-30	-46	-65
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	104	72	69	66
公允价值变动损益	-138	0	0	0
资产处置收益	-2	-1	-1	0
其他收益	5	6	6	6
营业利润	4,304	7,352	10,700	13,096
营业外收入	2	14	4	4
营业外支出	35	25	19	18
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,272	7,341	10,686	13,082
所得税	1,004	1,755	2,555	3,128
净利润	3,268	5,586	8,131	9,954
少数股东损益	297	503	732	896
归属母公司股东净利润	2,972	5,083	7,399	9,058
EPS(元)	1.07	1.83	2.67	3.27

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	25.86%	35.22%	32.80%	22.07%
营业利润增长率	35.33%	70.80%	45.55%	22.39%
归母净利润增长率	36.75%	71.05%	45.56%	22.43%
经营现金流增长率	20.89%	35.99%	45.62%	22.89%
盈利能力				
毛利率	31.82%	37.95%	40.95%	41.07%
净利率	19.11%	24.16%	26.48%	26.56%
ROE	19.92%	28.86%	34.12%	33.97%
ROA	14.41%	21.03%	24.99%	24.97%
估值倍数				
P/E	17.31	10.12	6.95	5.68
P/S	3.01	2.22	1.68	1.37
P/B	3.45	2.92	2.37	1.93
股息率	2.59%	4.45%	6.47%	7.93%
EV/EBITDA	13	6	4	3

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。