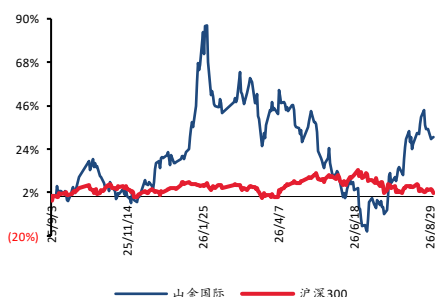


## 成本持续表现优异，成长迎来加速拐点

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 27.73/25.23  
总市值/流通(亿元) 734.17/668.15  
12 个月内最高/最低价 42.29/16.6 (元)

### 相关研究报告

<<【太平洋有色】山金国际 2026 一季度年业绩点评：量稳价升，一季度业绩实现高增>>—2026-05-13

<<【太平洋有色】山金国际 2025 年业绩点评：成本优势显著，业绩实现高增>>—2026-03-08

<<【太平洋有色】山金国际 2025 年一季报点评：成本端表现优异，一季度业绩高增>>—2025-04-22

### 证券分析师：梁必果

电话：

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190524010001

### 证券分析师：刘强

电话：

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190522080001

## 报告摘要

**事件：**2026 年上半年公司实现营业收入 96.6 亿元，同比+4%；归母净利润 24.2 亿元，同比+51%；扣非净利润 23.9 亿元，同比+49%。其中 2026Q2 公司营业收入 37.2 亿元，同比-24%，环比-37%；归母净利润 10.2 亿元，同比+13%，环比-27%；扣非净利润 9.3 亿元，同比+4%，环比-36%。

**矿产金成本表现优异，静待 Osino 投产。**(1) **收入&毛利率：**2026H1 公司矿产金营业收入 36.7 亿元，同比+23%；毛利率 84%，同比+4.7pct。

(2) **销量&产量：**公司 2026H1 矿产金销量/产量分别为 3.6/3.3 吨，同比-12%/-17%。其中 2026Q2 矿产金销量/产量分别为 1.6/1.6 吨，同比-24%/-17%，环比-22%/-2%。(3) **销售均价/单位销售成本：**2026H1 公司矿产金销售均价为 1011 元/克，同期沪金均价为 1034 元/克，同比+40%；2026H1 公司矿产金单位销售成本为 164 元/克，同比+8%，维持行业领先水平；其中 2026Q2 矿产金单位销售成本为 162 元/克，同比+5%，环比-2%，近年来公司矿产金成本控制持续表现优异。(4) **Osino 项目如期推进：**公司旗下纳米比亚 Osino 金矿项目稳步推进，有望于 2027 年上半年投产，达产后矿产金年产量达 5 吨。

**矿产银业绩亮眼。**(1) **收入&毛利率：**2026H1 公司矿产银收入 12.0 亿元，同比+132%；毛利率 74%，同比+4.7pct。(2) **销量&产量：**2026H1 公司矿产银销量/产量分别为 76.3/65.9 吨，同比分别-6%/+7%；其中 2026Q2 矿产银销量/产量分别为 42.5/41.1 吨，同比分别-27%/+3%，环比分别+26%/+65%。(3) **销售均价/单位销售成本：**2026H1 公司矿产银销售均价为 15.7 元/克，同期白银均价 19.9 元/克，销售均价比白银均价为 79%；2026H1 公司矿产银单位销售成本为 4.1 元/克，同比+45%；其中 2026Q2 矿产银单位销售成本为 4.2 元/克，同比+41%，环比+7%，成本上升主要系成本上升主要系公司铅锌银多金属矿采用售价法分摊联合成本，本期银价大幅上涨抬升白银收入权重，更多联合采选成本分摊至白银板块所致。

**盈利能力持续提升，期间费用率稳定。**(1) **盈利能力：**2026H1 公司综合毛利率/净利率为 43%/28%，同比分别+12.5pct/+8.7pct；ROE 为 22%，同比+3.7pct，公司盈利能力持续走高。(2) **三费率&所得税率：**2026H1 公司期间费用率为 3.1%，同比+0.3pct，持续维持较低水平；有效税率 25%，同比+0.8pct，维持稳定。(3) **现金流&资产负债率：**2026H1 公司经营性现金流净额为 30.7 亿元，同比+17%；资产负债率为 27%，同比+7.2pct，维持在较低水平。

**投资建议：**Osino 金矿投产后将显著增厚公司黄金产销量，我们预计公司 2026-2028 年矿产金销量分别为 7.1、9.7、11.8 吨。基于金价波动，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 44.2/60.7/75.7 亿元（2026-2028 年前值 52.5/65.7/84.7 亿元），维持“买入”评级。

**风险提示：**

项目进度不及预期：公司 Osino 金矿投产爬坡进度低于预期；  
美联储紧缩超预期：美联储收紧货币政策导致金价大幅回调；  
矿山减停产风险：公司在运营矿山遭遇不可抗力等因素导致减停产。

■ 盈利预测和财务指标

|            | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 17,099 | 18,122 | 21,370 | 24,953 |
| 营业收入增长率(%) | 25.86% | 5.98%  | 17.92% | 16.77% |
| 归母净利（百万元）  | 2,972  | 4,424  | 6,072  | 7,568  |
| 净利润增长率(%)  | 36.75% | 48.86% | 37.27% | 24.62% |
| 摊薄每股收益（元）  | 1.07   | 1.60   | 2.19   | 2.73   |
| 市盈率（PE）    | 24.85  | 16.70  | 12.16  | 9.76   |

资料来源：携宁，太平洋有色，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 一、 业绩高增，盈利能力持续提升 .....          | 6  |
| (一) 2026 上半利润高增 .....           | 6  |
| (二) 2026H1 净利润同比增长 8.2 亿元 ..... | 7  |
| (三) 盈利能力持续提升 .....              | 9  |
| (四) 期间费用率、有效税率维持稳定 .....        | 9  |
| (五) 经营现金流净额高增，资产负债率维持较低水平 ..... | 9  |
| 二、 成本表现优异，静待 Osino 投产 .....     | 10 |
| (一) 矿产金收入增长，毛利率同比提升 .....       | 10 |
| (二) 矿产金产销有所下滑 .....             | 11 |
| (三) 静待 Osino 金矿投产 .....         | 12 |
| (四) 矿产金单位销售成本维持行业领先水平 .....     | 14 |
| 三、 矿产银业绩亮眼 .....                | 15 |
| (一) 矿产银收入高增 .....               | 15 |
| (二) 矿产银产销维持稳定 .....             | 16 |
| (三) 银金属资源量丰富 .....              | 17 |
| (四) 矿产银单位成本有所上升 .....           | 18 |
| 四、 盈利预测与投资建议 .....              | 19 |
| 五、 风险提示 .....                   | 19 |

## 图表目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 图表 1: 2026H1 营业收入同比+4%.....              | 6  |
| 图表 2: 2026H1 归母净利润同比+51%.....            | 6  |
| 图表 3: 2026H1 扣非净利润+49%.....              | 6  |
| 图表 4: 2026Q2 营业收入同比-24%.....             | 6  |
| 图表 5: 2026Q2 归母净利润同比+13%.....            | 7  |
| 图表 6: 2026Q2 扣非净利润同比+4%.....             | 7  |
| 图表 7: 2026H1 归母净利润同比增加 8.2 亿元.....       | 7  |
| 图表 8: 2026Q2 归母净利润同比增加 1.2 亿元.....       | 8  |
| 图表 9: 2026Q2 归母净利润环比减少 3.7 亿元.....       | 8  |
| 图表 10: 2026H1 毛利率/净利率为 43%/28%.....      | 9  |
| 图表 11: 2026H1 公司 ROE 为 18.9%.....        | 9  |
| 图表 12: 2026H1 期间费用率为 3.1%.....           | 9  |
| 图表 13: 2026H1 有效税率 25%.....              | 9  |
| 图表 14: 2026H1 经营净现金流为 31 亿元.....         | 10 |
| 图表 15: 2026H1 资产负债率为 27%.....            | 10 |
| 图表 16: 2026H1 矿产金收入同比+23%.....           | 10 |
| 图表 17: 2026H1 矿产金毛利率 84%.....            | 10 |
| 图表 18: 2026Q2 矿产金收入同比-10%.....           | 11 |
| 图表 19: 2026Q2 矿产金毛利率 83%.....            | 11 |
| 图表 20: 2026H1 矿产金销量 3.6 吨.....           | 11 |
| 图表 21: 2026H1 矿产金产量 3.3 吨.....           | 11 |
| 图表 22: 2026Q2 矿产金销量 1.6 吨.....           | 12 |
| 图表 23: 2026Q2 矿产金产量 1.6 吨.....           | 12 |
| 图表 24: 分矿山黄金产量 (吨).....                  | 12 |
| 图表 25: 分矿山营业收入 (亿元).....                 | 13 |
| 图表 26: 分矿山净利润 (亿元).....                  | 13 |
| 图表 27: 分矿山黄金资源量、储量.....                  | 14 |
| 图表 28: 2026H1 黄金均价 1034 元/克, 同比+43%..... | 14 |
| 图表 29: 2026Q2 黄金均价 988 元/克, 环比-9%.....   | 14 |
| 图表 30: 2026H1 矿产金单位销售成本为 164 元/克.....    | 15 |
| 图表 31: 2026Q2 矿产金单位销售成本为 162 元/克.....    | 15 |
| 图表 32: 2026H1 矿产银收入同比+132%.....          | 15 |
| 图表 33: 2026H1 矿产银毛利率同比+18.7pct.....      | 15 |
| 图表 34: 2026Q2 矿产银收入同比+60%.....           | 16 |
| 图表 35: 2026Q2 矿产银毛利率同比+16.9pct.....      | 16 |
| 图表 36: 2026H1 矿产银销量同比-6%.....            | 16 |
| 图表 37: 2026H1 矿产银产量同比+7%.....            | 16 |
| 图表 38: 2026Q2 矿产银销量为 42.5 吨.....         | 17 |
| 图表 39: 2026Q2 矿产银产量为 41.1 吨.....         | 17 |
| 图表 40: 分矿山白银产量 (吨).....                  | 17 |
| 图表 41: 玉龙矿业收入、净利润.....                   | 18 |
| 图表 42: 分矿山白银资源量、储量.....                  | 18 |
| 图表 43: 2026H1 白银均价 19.9 元/克.....         | 19 |
| 图表 44: 2026Q2 白银均价 18.0 元/克.....         | 19 |

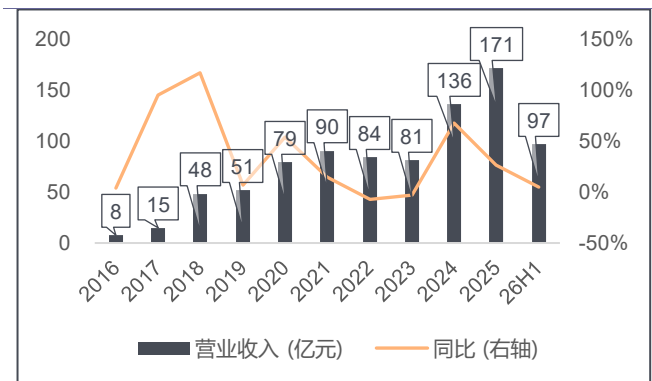
|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图表 45: 2026H1 矿产银单位销售成本为 4.1 元/克 ..... | 19 |
| 图表 46: 2026Q2 矿产银单位销售成本为 4.2 元/克 ..... | 19 |

## 一、业绩高增，盈利能力持续提升

### (一) 2026H1 上半利润高增

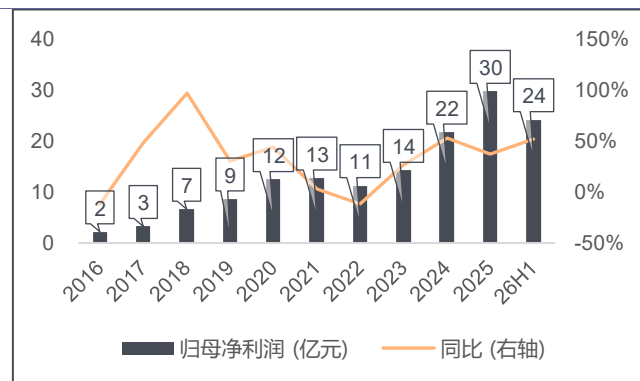
**2026H1 公司利润实现高增。**2026 年上半年公司实现营业收入 96.6 亿元，同比+4%；归母净利润 24.2 亿元，同比+51%；扣非净利润 23.9 亿元，同比+49%。其中 2026Q2 公司营业收入 37.2 亿元，同比-24%，环比-37%；归母净利润 10.2 亿元，同比+13%，环比-27%；扣非净利润 9.3 亿元，同比+4%，环比-36%。

图表1：2026H1 营业收入同比+4%



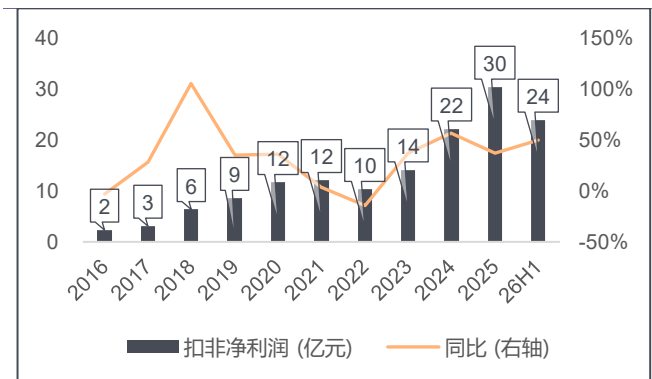
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表2：2026H1 归母净利润同比+51%



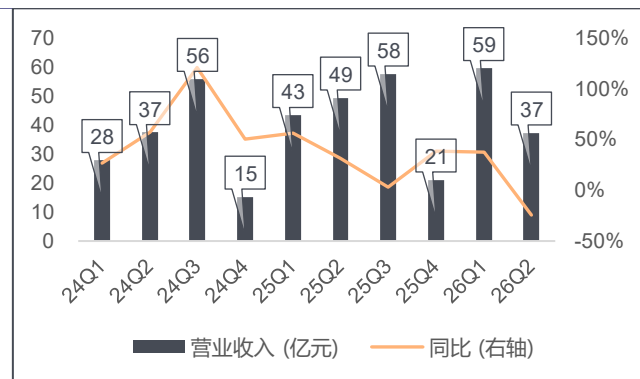
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表3：2026H1 扣非净利润+49%



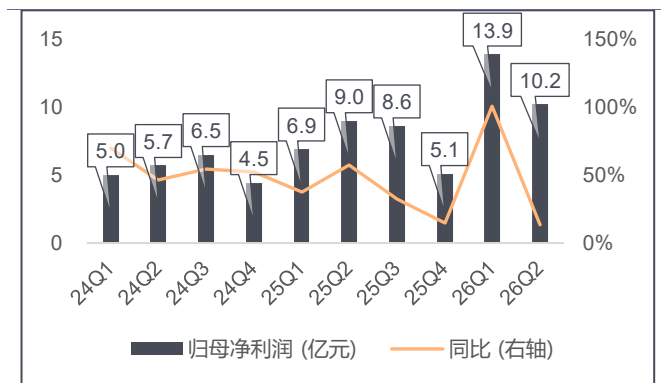
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表4：2026Q2 营业收入同比-24%



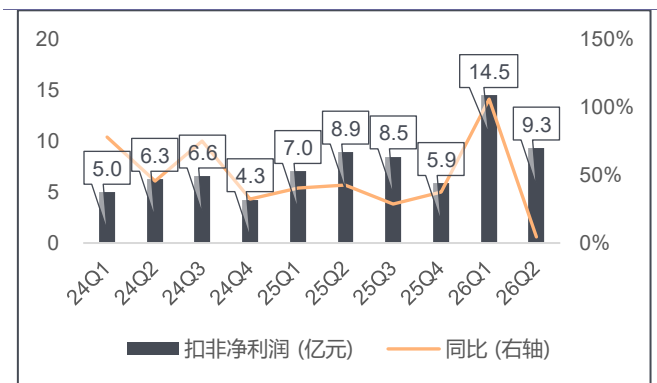
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表5：2026Q2 归母净利润同比+13%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表6：2026Q2 扣非净利润同比+4%

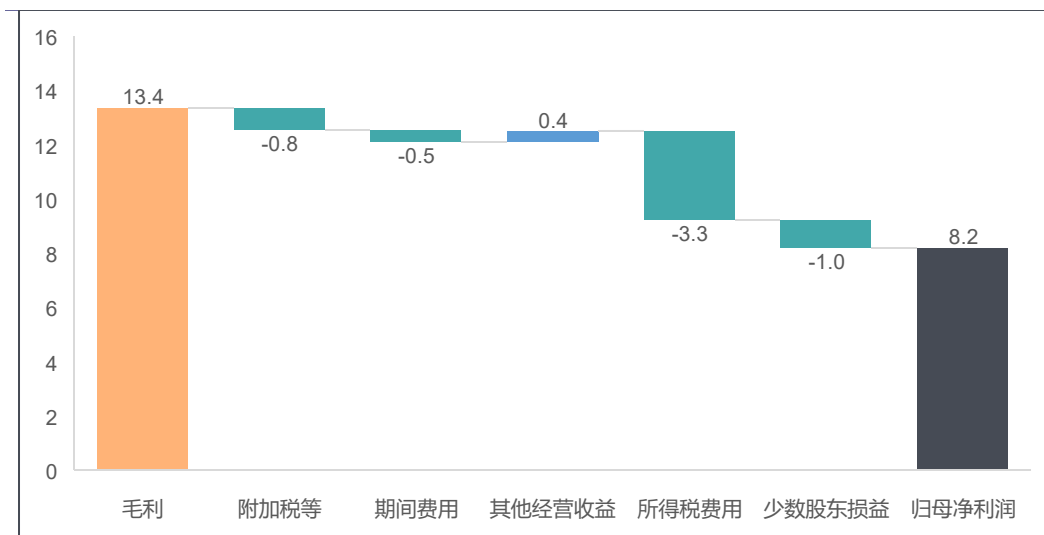


资料来源：公司公告，太平洋有色

## (二) 2026H1 净利润同比增长 8.2 亿元

2026H1 利润同比增长主要由毛利增加贡献。2026H1 公司归母净利润同比增加 8.2 亿元，其中增利项目主要为：毛利增加 13.2 亿元；减利项目主要为：所得税费用增加 3.3 亿元，少数股东损益增加 1.0 亿元。

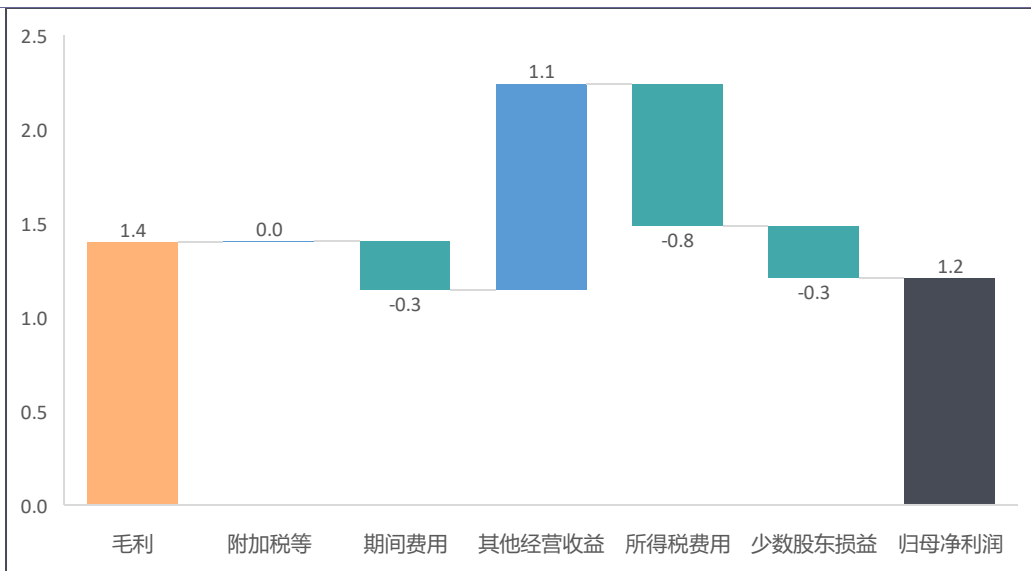
图表7：2026H1 归母净利润同比增加 8.2 亿元



资料来源：公司公告，太平洋有色

2026Q2 归母净利润同比小幅增加。2026Q2 公司归母净利润同比增加 1.2 亿元，其中增利项目主要为：毛利增加 1.4 亿元、其他经营收益增加 1.1 亿元；减利项目主要为：期间费用增加 0.3 亿元、所得税费用增加 0.8 亿元、少数股东损益增加 0.3 亿元。

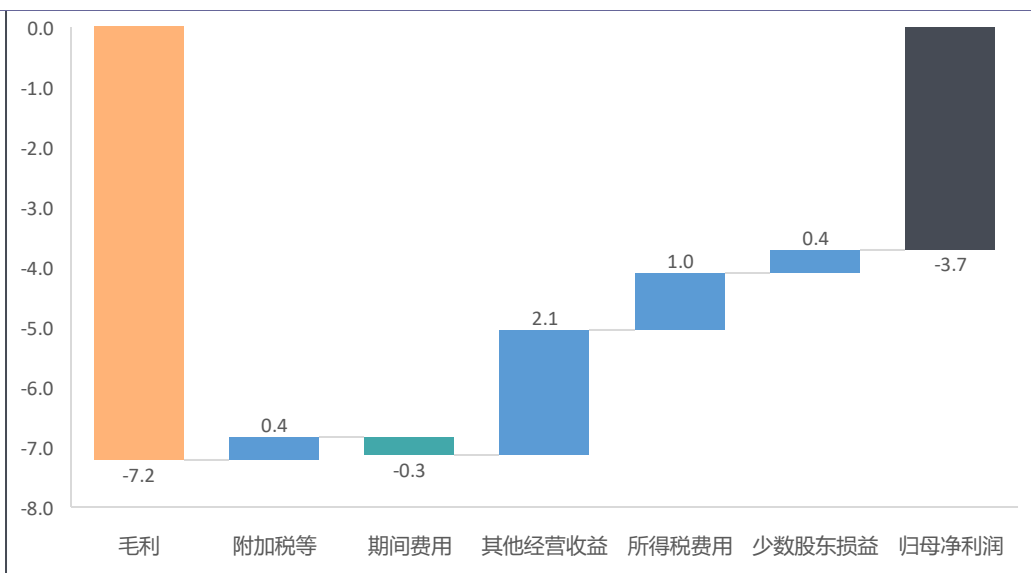
图表8：2026Q2 归母净利润同比增加 1.2 亿元



资料来源：公司公告，太平洋有色

**2026Q2 归母净利润环比减少。**2026Q2 公司归母净利润环比减少 3.7 亿元，其中减利项目主要为：毛利减少 7.2 亿元；增利项目主要为：其他经营收益增加 2.1 亿元、所得税费用减少 1.0 亿元。

图表9：2026Q2 归母净利润环比减少 3.7 亿元

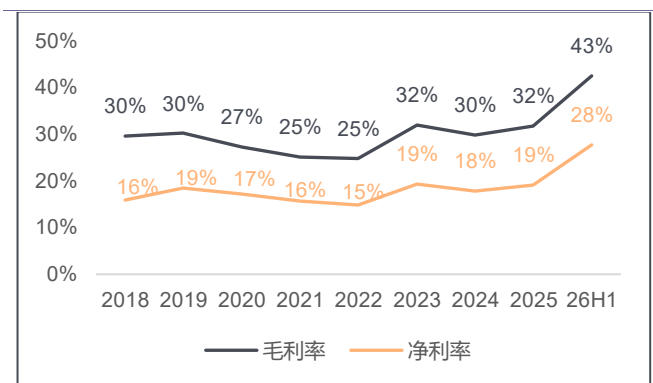


资料来源：公司公告，太平洋有色

### (三) 盈利能力持续提升

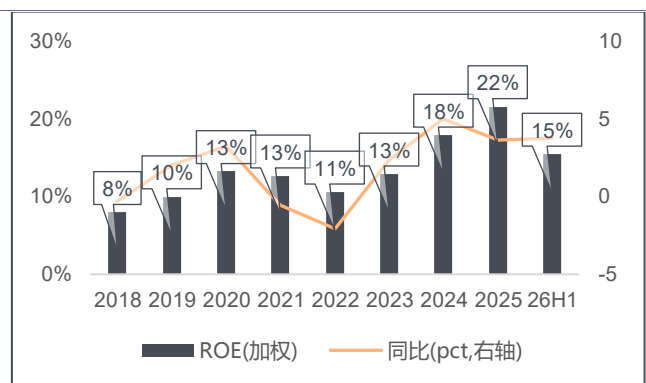
毛利率、净利率、ROE 均提升明显。2026H1 公司综合毛利率/净利率为 43%/28%，同比分别 +12.5pct/+8.7pct；ROE 为 15%，同比+3.7pct，公司盈利能力持续走高。

图表10：2026H1 毛利率/净利率为 43%/28%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表11：2026H1 公司 ROE 为 18.9%

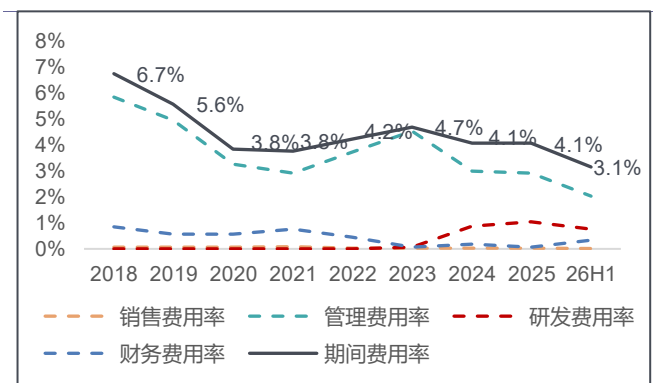


资料来源：公司公告，太平洋有色

### (四) 期间费用率、有效税率维持稳定

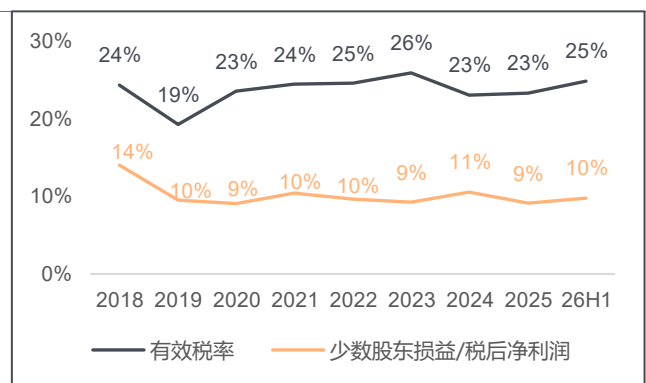
期间费用率维持较低水平，有效税率维稳。2026H1 公司期间费用率为 3.1%，同比+0.3pct，持续维持较低水平；有效税率 25%，同比+0.8pct，维持稳定；少数股东损益占税后净利润比例 10%，同比+0.6pct。

图表12：2026H1 期间费用率为 3.1%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表13：2026H1 有效税率 25%

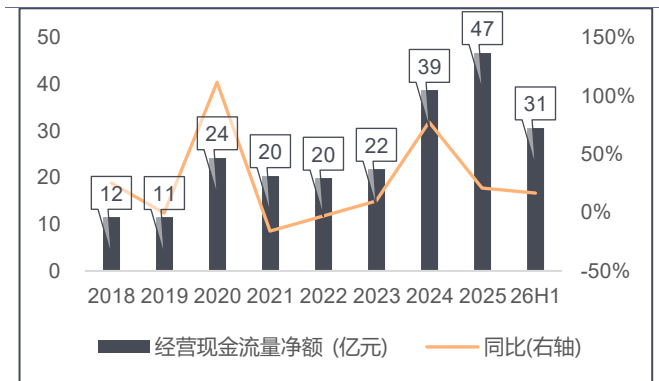


资料来源：公司公告，太平洋有色

### (五) 经营现金流净额高增，资产负债率维持较低水平

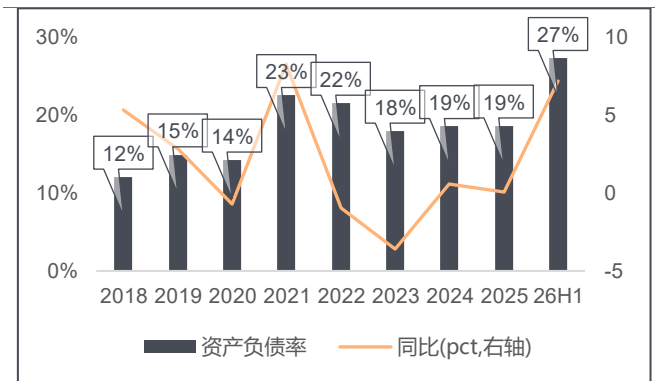
经营性现金流高增。2026H1 公司经营性现金流净额为 30.7 亿元，同比+17%；资产负债率为 27%，同比+7.2pct，维持在较低水平。

图表14：2026H1 经营净现金流为 31 亿元



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表15：2026H1 资产负债率为 27%



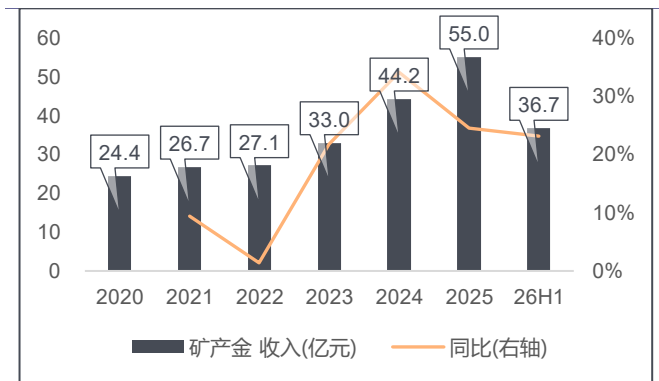
资料来源：公司公告，太平洋有色

## 二、成本表现优异，静待 Osino 投产

### (一) 矿产金收入增长，毛利率同比提升

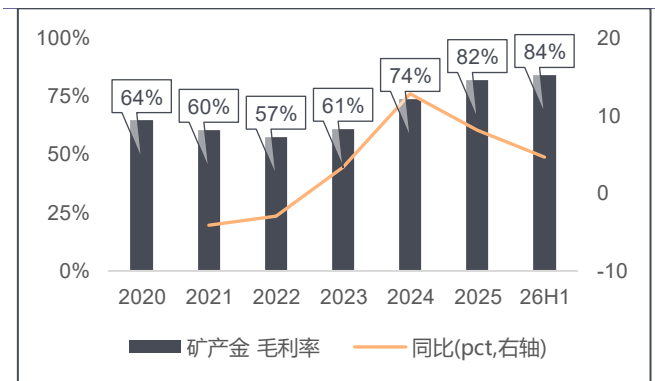
2026H1 矿产金收入同比增长。2026H1 公司矿产金营业收入 36.7 亿元，同比+23%；毛利率 84%，同比+4.7pct。其中 2026Q2 矿产金收入 14.9 亿元，同比-10%，环比-32%；毛利率 83%，同比+2.3pct，环比-1.8pct。

图表16：2026H1 矿产金收入同比+23%



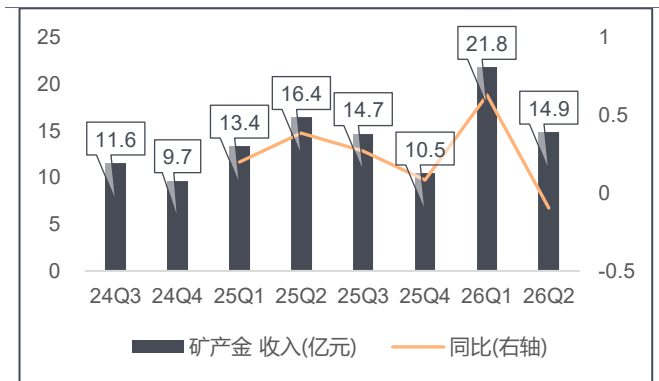
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表17：2026H1 矿产金毛利率 84%



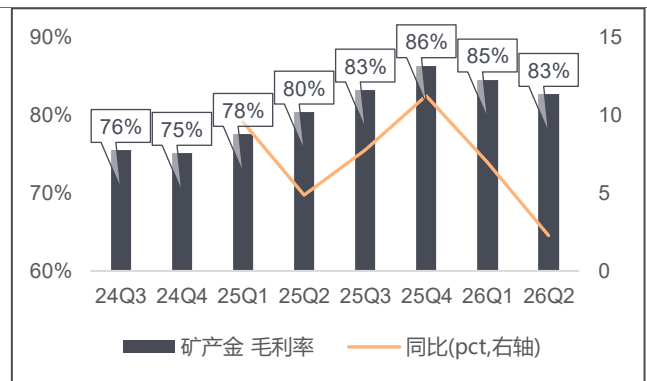
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表18：2026Q2 矿产金收入同比-10%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表19：2026Q2 矿产金毛利率 83%

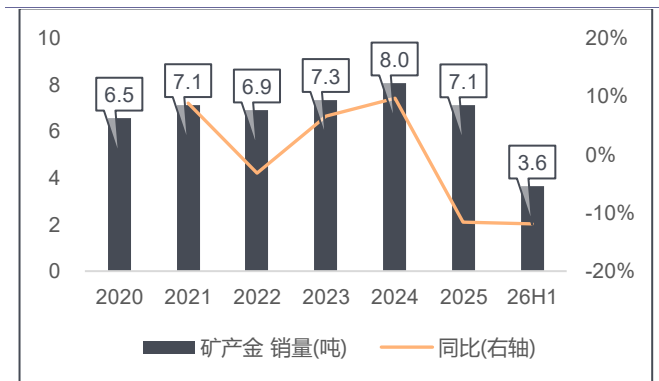


资料来源：公司公告，太平洋有色

## (二) 矿产金产销有所下滑

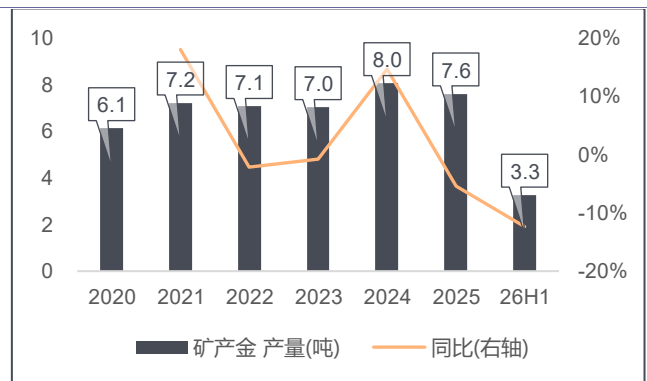
矿产金产销短期承压。公司 2026H1 矿产金销量/产量分别为 3.6/3.3 吨，同比-12%/-12%。其中 2026Q2 矿产金销量/产量分别为 1.6/1.6 吨，同比-24%/-17%，环比-22%/-2%。

图表20：2026H1 矿产金销量 3.6 吨



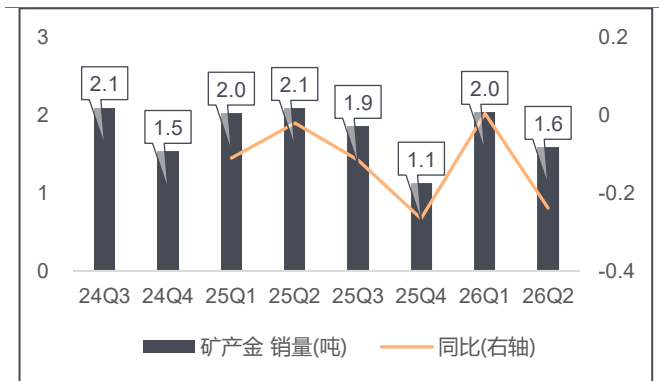
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表21：2026H1 矿产金产量 3.3 吨



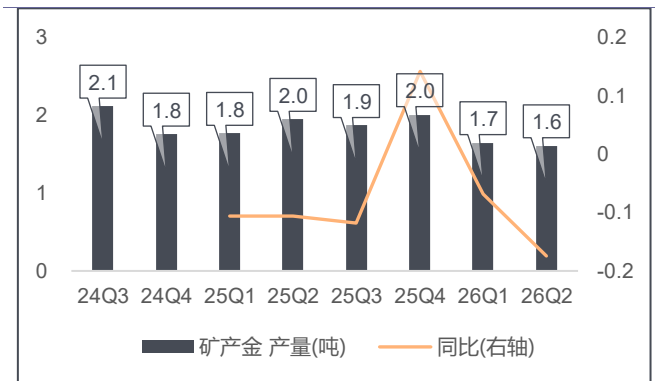
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表22：2026Q2 矿产金销量 1.6 吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表23：2026Q2 矿产金产量 1.6 吨

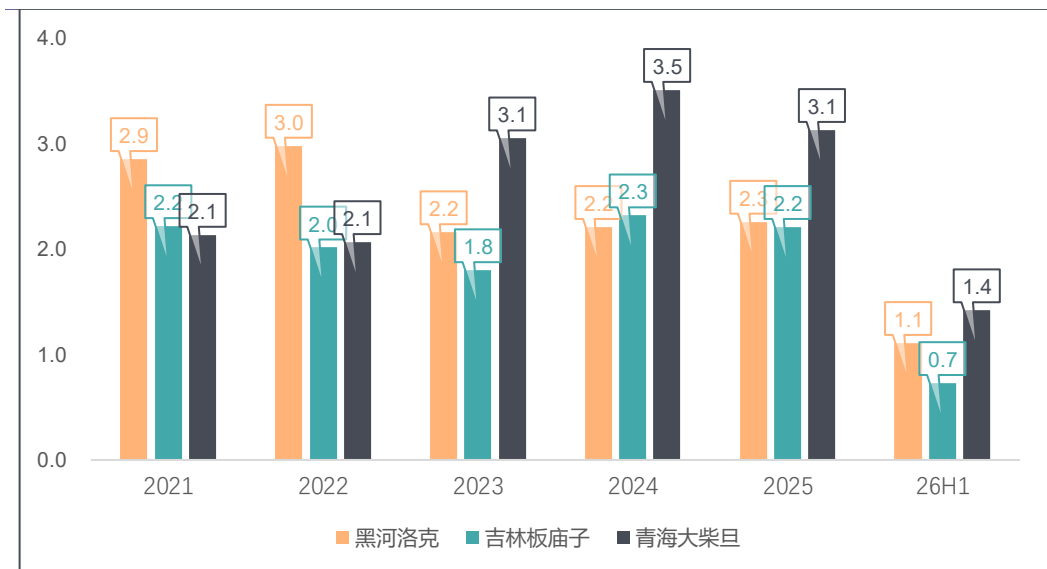


资料来源：公司公告，太平洋有色

### (三) 静待 Osino 金矿投产

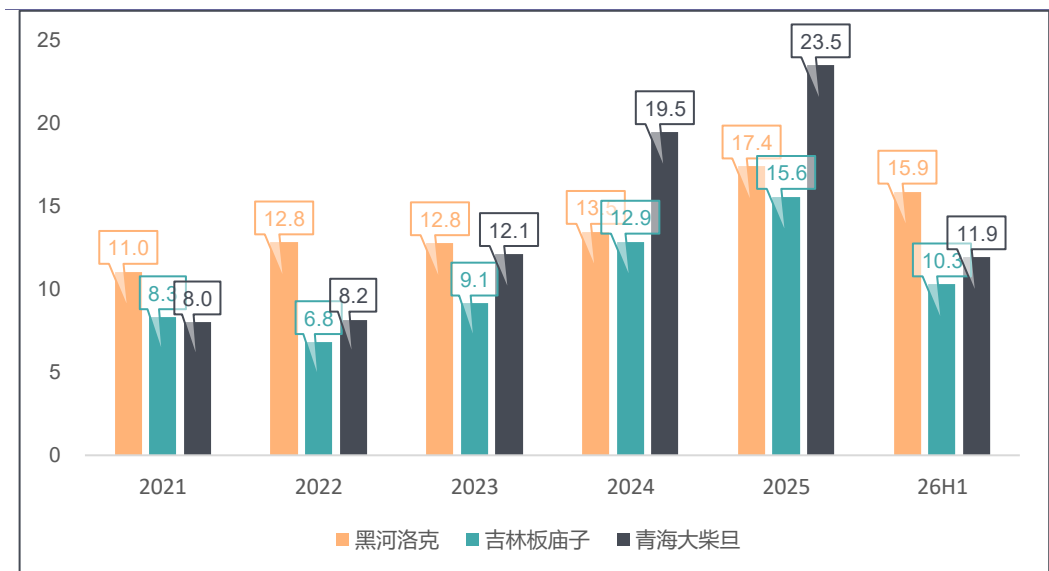
**Osino 项目如期推进。**2026H1 公司黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦矿产金产量分别为 1.1、0.7、1.4 吨；营业收入分别为 15.9、10.3、11.9 亿元，净利润分别为 10.2、5.0、6.5 亿元，黑河洛克收入及利润较高主要系本期销量大于产量。黑河洛克东安金矿是国内品位较高、最易选冶的金矿之一，依赖外围勘探找矿、探矿权转采及周边矿权并购，未来可延续矿山服务年限；青海大柴旦位于柴北缘祁昆成矿带内，矿体厚度大、品位高、资源储量大，青龙沟扩建项目持续推进；公司旗下纳米比亚 Osino 金矿项目稳步推进，有望于 2027 年上半年投产，达产后矿产金年产量达 5 吨。截至 2025 年末，公司拥有黄金资源量 281 吨，储量 149 吨。

图表24：分矿山黄金产量（吨）



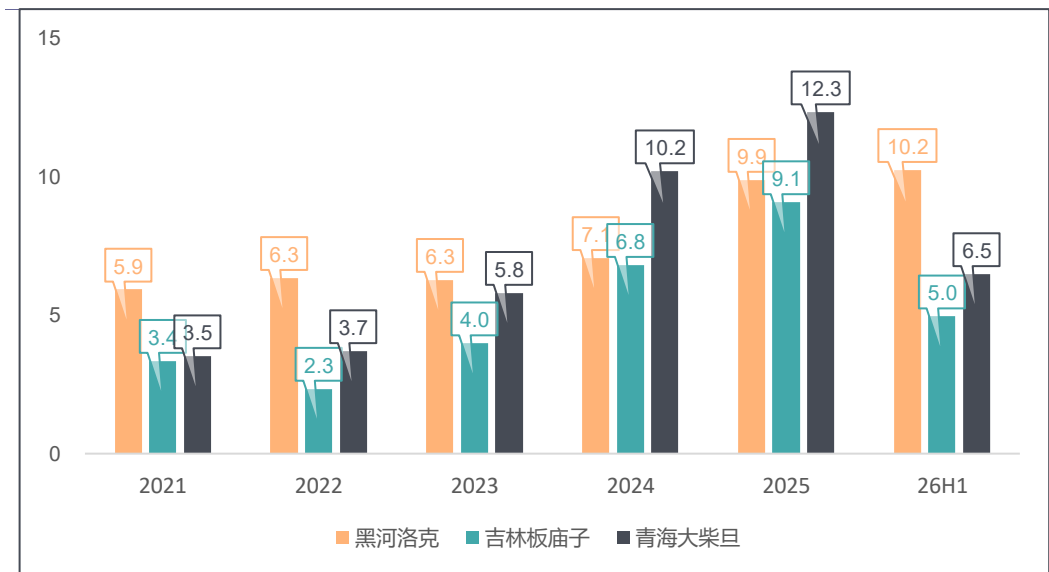
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表25：分矿山营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表26：分矿山净利润（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表27：分矿山黄金资源量、储量

| 项目名称  | 持股<br>权益 | 资源量品<br>位(克/吨) | 资源量:黄金金<br>属量(吨) | 储量品位<br>(克/吨) | 储量:黄金<br>金属量(吨) |
|-------|----------|----------------|------------------|---------------|-----------------|
| 吉林板庙子 | 95%      | 3.26           | 21               | 3.13          | 10              |
| 华盛金矿  | 60%      | 1.71           | 28               | 1.84          | 24              |
| 黑河洛克  | 100%     | 4.55           | 14               | 3.54          | 6               |
| 青海大柴旦 | 90%      | 4.33           | 84               | 4.45          | 42              |
| 玉龙矿业  | 77%      | 1.94           | 2                |               |                 |
| Osino | 100%     | 1.07           | 131              | 1.02          | 67              |
| 合计    |          |                | 281              |               | 149             |

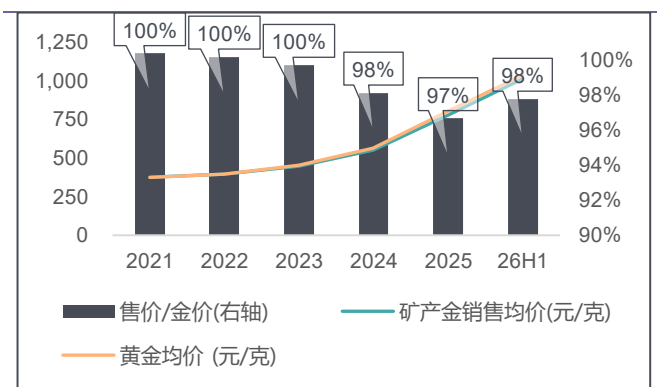
资料来源：公司公告，太平洋有色

#### (四) 矿产金单位销售成本维持行业领先水平

**2026Q2 金价环比有所下降。**2026H1 公司矿产金销售均价为 1011 元/克，同期沪金均价为 1034 元/克，较 2025H1 沪金均价 724 元/克同比上涨 43%，销售均价比沪金均价为 98%；2026Q2 矿产金销售均价 936 元/克，同期沪金均价为 988 元/克，较 2026Q1 沪金均价 1088 元/克环比下降 9%。

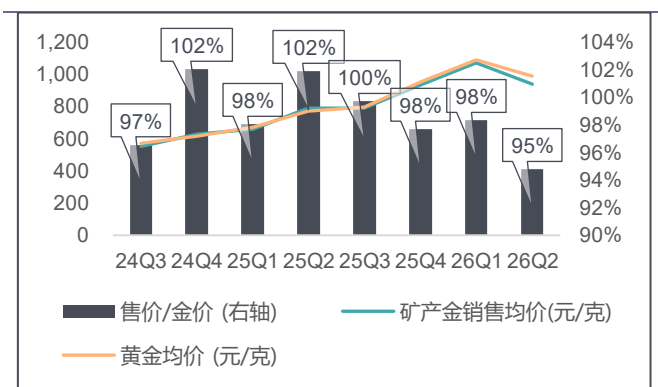
**单位销售成本持续表现优异。**2026H1 公司矿产金单位销售成本为 164 元/克，同比+8%，维持行业领先水平；2026Q2 矿产金单位销售成本为 162 元/克，同比+5%，环比-2%，近年来公司矿产金成本控制持续表现优异。

图表28：2026H1 黄金均价 1034 元/克，同比+43%



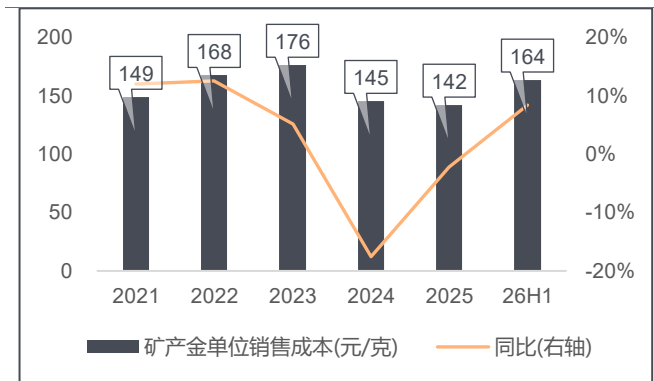
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表29：2026Q2 黄金均价 988 元/克，环比-9%



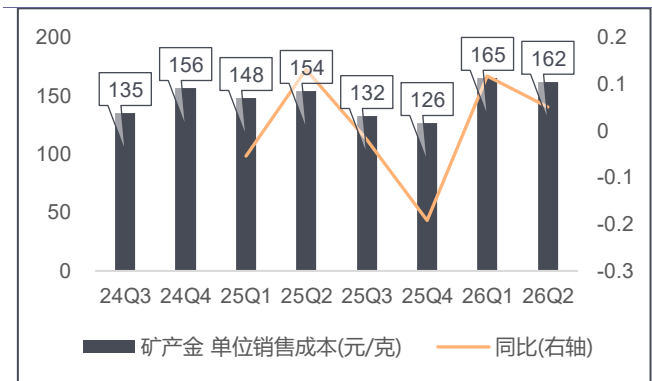
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表30：2026H1 矿产金单位销售成本为 164 元/克



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表31：2026Q2 矿产金单位销售成本为 162 元/克

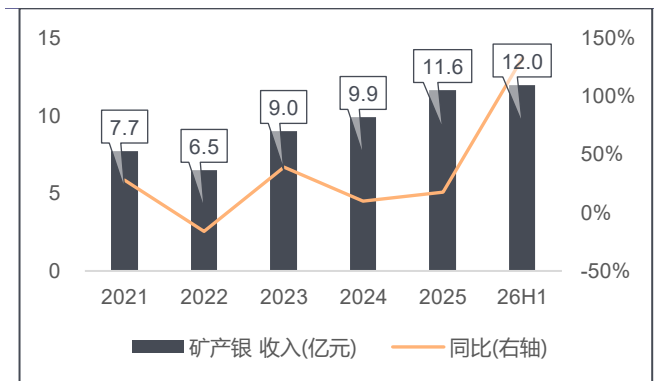


资料来源：公司公告，太平洋有色

### 三、矿产银业绩亮眼 (一) 矿产银收入高增

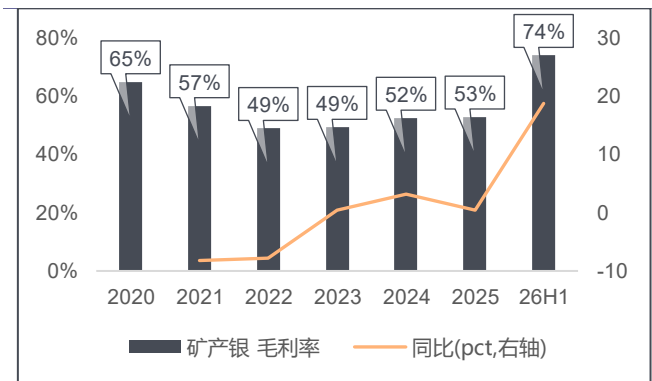
2026H1 矿产银收入同比高增，毛利提升明显。2026H1 公司矿产银收入 12.0 亿元，同比+132%；毛利率 74%，同比+18.7pct。其中 2026Q2 矿产银收入 5.9 亿元，同比+60%，环比-3%；毛利率 70%，同比+16.9pct，环比-8.6pct。

图表32：2026H1 矿产银收入同比+132%



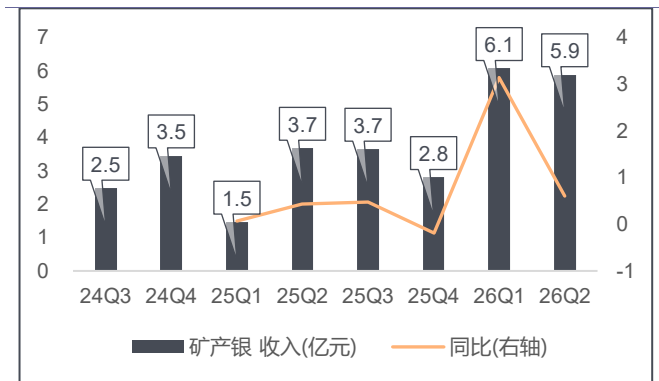
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表33：2026H1 矿产银毛利率同比+18.7pct



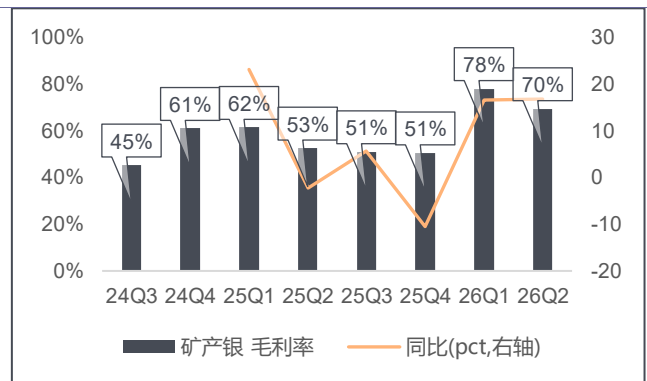
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表34：2026Q2 矿产银收入同比+60%



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表35：2026Q2 矿产银毛利率同比+16.9pct

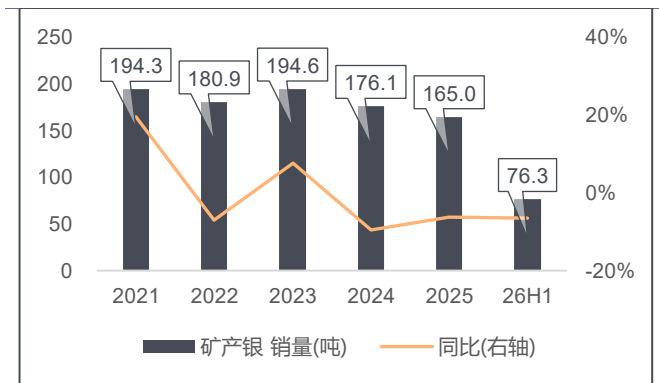


资料来源：公司公告，太平洋有色

## (二) 矿产银产销维持稳定

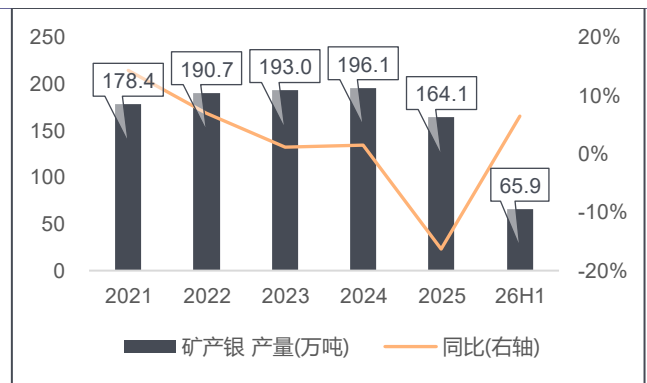
2026H1 矿产银产销整体平稳。2026H1 公司矿产银销量/产量分别为 76.3/65.9 吨，同比分别 -6%/+7%；其中 2026Q2 矿产银销量/产量分别为 42.5/41.1 吨，同比分别 -27%/+3%，环比分别 +26%/+65%。

图表36：2026H1 矿产银销量同比-6%



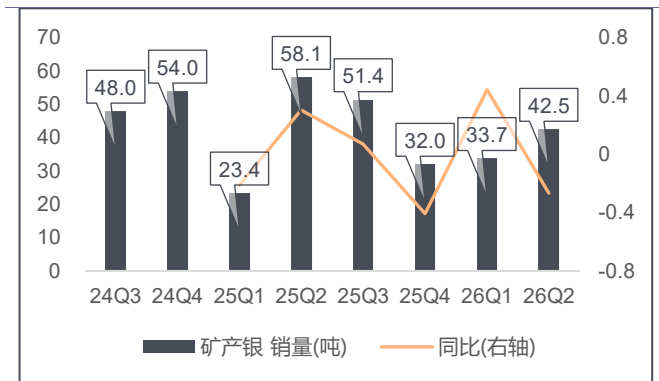
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表37：2026H1 矿产银产量同比+7%



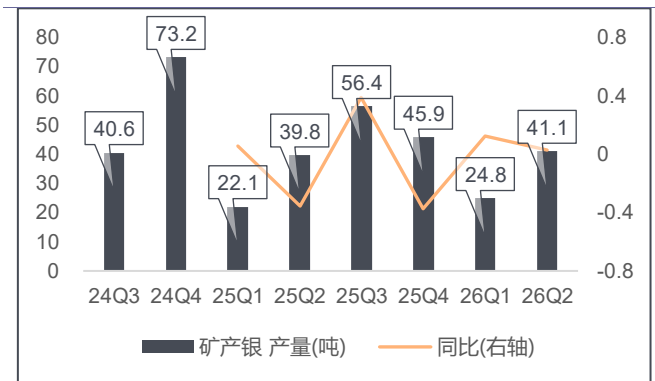
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表38：2026Q2 矿产银销量为 42.5 吨



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表39：2026Q2 矿产银产量为 41.1 吨

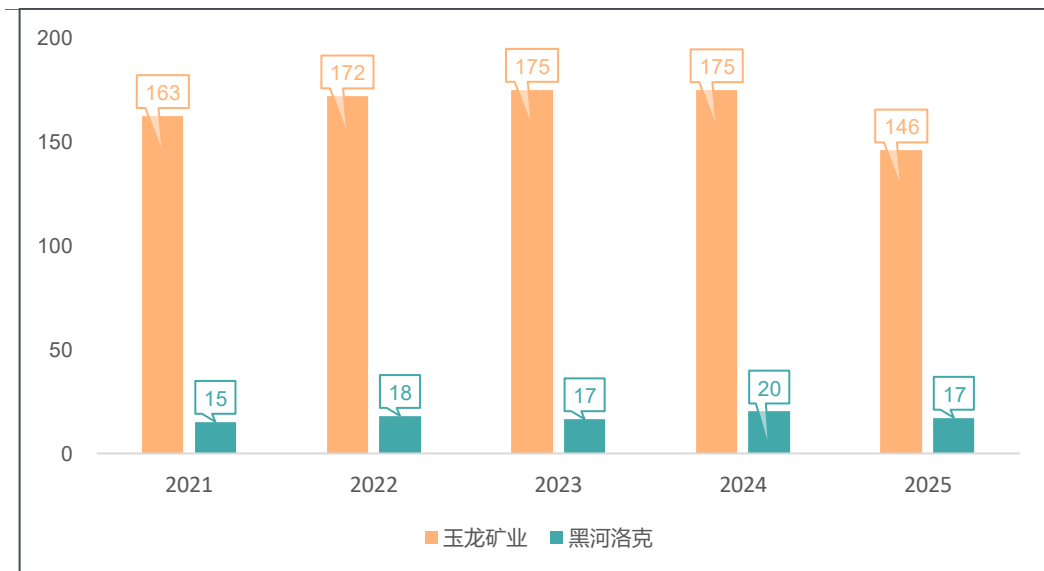


资料来源：公司公告，太平洋有色

### (三) 银金属资源量丰富

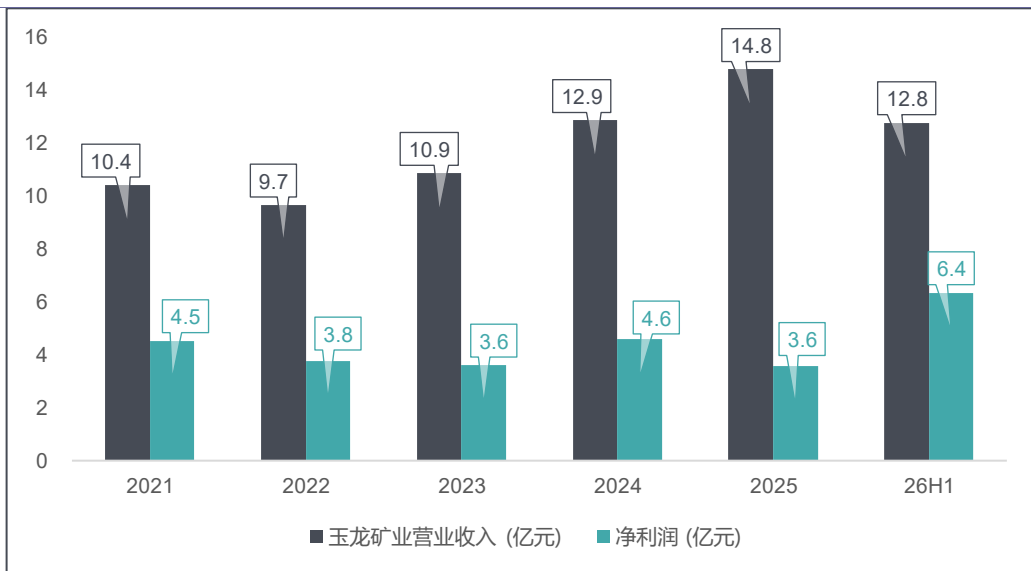
**玉龙矿业白银资源量丰富。**公司矿产银主要由玉龙矿业、黑河洛克贡献，内蒙古玉龙矿业为铅锌银多金属矿山，是国内矿产银最大的单体矿山之一，2025 年玉龙矿业、黑河洛克矿产银产量分别为 146、17 吨；2026H1 玉龙矿业净利润 6.4 亿元，上升明显；截至 2025 年末，公司拥有白银资源量 8021 吨，储量 2792 吨。

图表40：分矿山白银产量（吨）



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表41：玉龙矿业收入、净利润



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表42：分矿山白银资源量、储量

| 项目名称 | 持股权益 | 资源量品位(克/吨) | 资源量:银金属量(吨) | 储量品位(克/吨) | 储量:银金属量(吨) |
|------|------|------------|-------------|-----------|------------|
| 黑河洛克 | 100% | 53.00      | 161         | 51.84     | 90         |
| 玉龙矿业 | 77%  | 106.70     | 7,861       | 100.21    | 2,701      |
| 合计   |      |            | 8,021       |           | 2,792      |

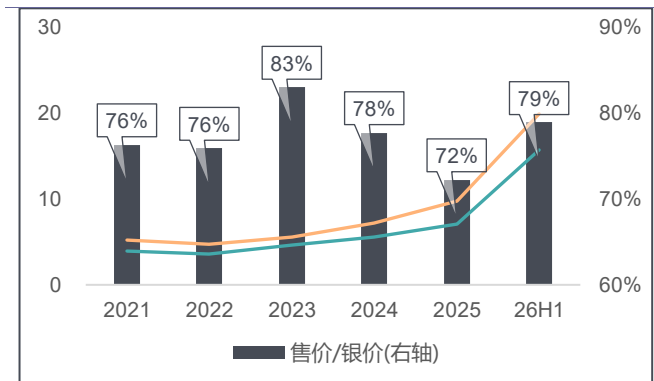
资料来源：公司公告，太平洋有色

#### (四) 矿产银单位成本有所上升

**2026Q2 白银价格环比下降。**2026H1 公司矿产银销售均价为 15.7 元/克，同期白银均价 19.9 元/克，销售均价比白银均价为 79%；2026Q2 矿产银销售均价为 13.9 元/克，同期白银均价为 18.0 元/克，较 2026Q1 白银均价 22.0 元/克环比下降 18%。

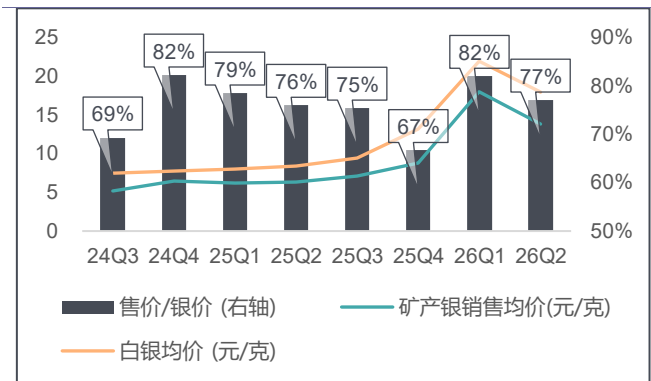
**矿产银单位销售成本有所上升。**2026H1 公司矿产银单位销售成本为 4.1 元/克，同比+45%；2026Q2 矿产银单位销售成本为 4.2 元/克，同比+41%，环比+7%，成本上升主要系公司铅锌银多金属矿采用售价法分摊联合成本：本期银价大幅上涨抬升白银收入权重，更多联合采选成本分摊至白银板块，而铅锌价格涨幅偏弱、分摊成本占比下降，最终推高白银单位成本。

图表43：2026H1 白银均价 19.9 元/克



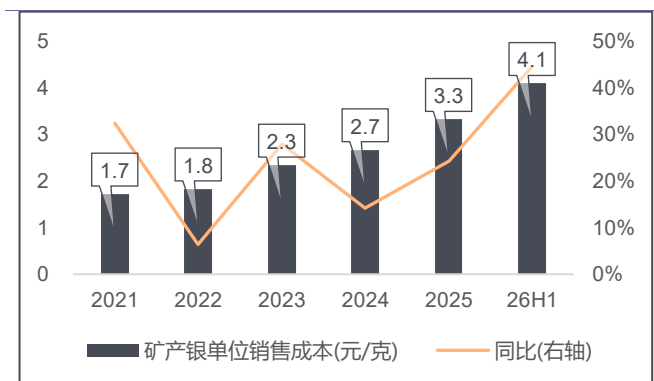
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表44：2026Q2 白银均价 18.0 元/克



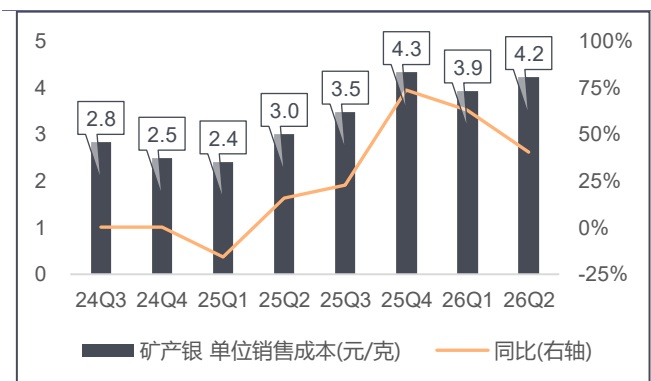
资料来源：公司公告，太平洋有色

图表45：2026H1 矿产银单位销售成本为 4.1 元/克



资料来源：公司公告，太平洋有色

图表46：2026Q2 矿产银单位销售成本为 4.2 元/克



资料来源：公司公告，太平洋有色

## 四、盈利预测与投资建议

Osino 金矿投产后将显著增厚公司黄金产销量，我们预计公司 2026-2028 年矿产金销量分别为 7.1、9.7、11.8 吨。基于金价波动，我们下调公司 2026-2028 年盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 44.2/60.7/75.7 亿元（2026-2028 年前值 52.5/65.7/84.7 亿元），维持“买入”评级。

## 五、风险提示

**项目进度不及预期：**公司 Osino 金矿投产爬坡进度低于预期；

**美联储紧缩超预期：**美联储收紧货币政策导致金价大幅回调；

**矿山减停产风险：**公司在运营矿山遭遇不可抗力等因素导致减停产。

#### 资产负债表（百万）

|          | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 2,870  | 5,426  | 8,801  | 13,171 | 18,525 |
| 应收和预付款项  | 38     | 63     | 70     | 67     | 77     |
| 存货       | 1,240  | 1,160  | 1,431  | 1,337  | 1,467  |
| 其他流动资产   | 1,376  | 536    | 384    | 471    | 557    |
| 流动资产合计   | 5,524  | 7,185  | 10,686 | 15,046 | 20,626 |
| 长期股权投资   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资性房地产   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 固定资产     | 3,171  | 3,162  | 2,822  | 2,483  | 2,143  |
| 在建工程     | 258    | 1,020  | 1,020  | 1,020  | 1,020  |
| 无形资产开发支出 | 8,437  | 8,294  | 8,294  | 8,294  | 8,294  |
| 长期待摊费用   | 25     | 24     | 24     | 24     | 24     |
| 其他非流动资产  | 6,299  | 8,126  | 11,654 | 16,014 | 21,594 |
| 资产总计     | 18,189 | 20,625 | 23,813 | 27,834 | 33,075 |
| 短期借款     | 0      | 5      | 5      | 5      | 5      |
| 应付和预收款项  | 796    | 1,266  | 1,328  | 1,232  | 1,389  |
| 长期借款     | 1,006  | 1,188  | 1,188  | 1,188  | 1,188  |
| 其他负债     | 1,574  | 1,386  | 1,682  | 1,730  | 1,838  |
| 负债合计     | 3,377  | 3,846  | 4,202  | 4,155  | 4,420  |
| 股本       | 2,777  | 2,777  | 2,773  | 2,773  | 2,773  |
| 资本公积     | 4,431  | 4,431  | 4,431  | 4,431  | 4,431  |
| 留存收益     | 5,735  | 7,693  | 10,119 | 13,470 | 17,646 |
| 归母公司股东权益 | 12,981 | 14,918 | 17,245 | 20,596 | 24,772 |
| 少数股东权益   | 1,831  | 1,862  | 2,366  | 3,083  | 3,883  |
| 股东权益合计   | 14,812 | 16,780 | 19,611 | 23,679 | 28,655 |
| 负债和股东权益  | 18,189 | 20,625 | 23,813 | 27,834 | 33,075 |

#### 现金流量表（百万）

|        | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 经营性现金流 | 3,871  | 4,680  | 5,216  | 7,046  | 8,714  |
| 投资性现金流 | -2,849 | -838   | 33     | 45     | 32     |
| 融资性现金流 | -431   | -1,535 | -1,860 | -2,722 | -3,392 |
| 现金增加额  | 577    | 2,291  | 3,375  | 4,370  | 5,355  |

#### 利润表（百万）

|         | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 13,585 | 17,099 | 18,122 | 21,370 | 24,953 |
| 营业成本    | 9,521  | 11,657 | 10,363 | 10,787 | 11,777 |
| 营业税金及附加 | 284    | 408    | 446    | 541    | 586    |
| 销售费用    | 5      | 4      | 5      | 6      | 7      |
| 管理费用    | 405    | 499    | 562    | 637    | 640    |
| 财务费用    | 25     | 13     | 0      | 0      | 0      |
| 资产减值损失  | -5     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益    | -52    | 104    | 66     | 69     | 58     |
| 公允价值变动  | 5      | -138   | 0      | 0      | 0      |
| 营业利润    | 3,181  | 4,304  | 6,650  | 9,278  | 11,771 |
| 其他非经营损益 | -7     | -33    | -21    | -22    | -23    |
| 利润总额    | 3,174  | 4,272  | 6,630  | 9,255  | 11,747 |
| 所得税     | 743    | 1,004  | 1,702  | 2,466  | 3,380  |
| 净利润     | 2,430  | 3,268  | 4,928  | 6,790  | 8,367  |
| 少数股东损益  | 257    | 297    | 504    | 717    | 800    |
| 归母股东净利润 | 2,173  | 2,972  | 4,424  | 6,072  | 7,568  |

#### 预测指标

|               | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率           | 29.92% | 31.82% | 42.82% | 49.52% | 52.80% |
| 销售净利率         | 16.00% | 17.38% | 24.41% | 28.42% | 30.33% |
| 销售收入增长率       | 67.60% | 25.86% | 5.98%  | 17.92% | 16.77% |
| EBIT 增长率      | 61.17% | 33.87% | 52.28% | 39.60% | 26.92% |
| 净利润增长率        | 52.57% | 36.75% | 48.86% | 37.27% | 24.62% |
| ROE           | 16.74% | 19.92% | 25.65% | 29.48% | 30.55% |
| ROA           | 14.09% | 16.84% | 22.18% | 26.29% | 27.48% |
| ROIC          | 15.37% | 18.31% | 23.43% | 27.05% | 27.82% |
| EPS (X)       | 0.78   | 1.07   | 1.60   | 2.19   | 2.73   |
| PE (X)        | 33.99  | 24.85  | 16.70  | 12.16  | 9.76   |
| PB (X)        | 5.69   | 4.95   | 4.28   | 3.59   | 2.98   |
| PS (X)        | 5.44   | 4.32   | 4.08   | 3.46   | 2.96   |
| EV/EBITDA (X) | 10.60  | 12.50  | 9.54   | 6.47   | 4.70   |

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋有色股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋有色股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋有色”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋有色签署服务协议的客户发布，为太平洋有色签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋有色签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋有色不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋有色的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋有色机构和任何个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。