

# 山金国际 (000975. SZ) ——半年报点评 经营稳健，兑现金价上涨带来的业绩弹性

优于大市

## 核心观点

**公司发布2025年半年报：**上半年实现营收92.46亿元，同比+42.14%；实现归母净利润15.96亿元，同比+48.43%。25Q2实现营收49.24亿元，同比+31.95%，环比+13.95%；实现归母净利润9.02亿元，同比+57.67%，环比+29.99%。公司Q2业绩基本上兑现金价上涨带来的业绩弹性。

**核心产品产销量数据：**上半年，矿产金产量3.72吨，同比-10.58%，销量4.12吨，同比-6.58%，其中Q1/Q2产量分别为1.77/1.95吨，Q1/Q2销量分别为2.03/2.09吨；上半年产量略微不及预期（略不及全年计划的50%），但由于销售部分去年年底的库存（24年末有约540kg库存），所以销量基本符合预期。2025年经营计划：黄金产量不低于8吨。

**黄金售价和成本数据：**上半年沪金均价723.94元/克，公司合质金销售均价724.83元/克，售价基本符合市价。成本方面，上半年合并摊销后克金成本为150.96元/克，其中Q1/Q2成本分别为147.87/153.96元/克，Q2环比+4.12%，预计全年的成本不会有大的变动，成本优势仍非常突出。

**资源为先，未来成长性值得期待：**1) Osino是2024年收购的矿山企业，实现了海外并购项目零的突破，其主要资产为位于纳米比亚的Twin Hills金矿项目，金资源量127.20吨，金储量66.86吨，项目已启动建设，选厂建设计划于今年第四季度开始，预计2027年上半年投产，预计投产后将带来每年5吨的黄金产能。2) 华盛金矿是2021年收购的停产金矿，属于国内稀有的类卡林型大型金矿，找矿潜力巨大，目前正在推进扩证复产工作，项目采用露天开采，生产工艺简单，开采成本也比较低，预计未来将带来每年2-3吨的黄金产能。

**风险提示：**项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险；远期扩张摊薄回报的风险。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

上调公司盈利预测。预测公司25-27年实现营收179.18/180.33/208.62(原预测152.52/159.00/178.44)亿元，同比增速31.9%/0.6%/15.7%；归母净利润34.40/35.15/48.46(原预测30.28/32.54/39.87)亿元，同比增速58.3%/2.2%/37.9%；当前股价对应PE为14.6/14.3/10.4X。考虑到公司资源禀赋突出，成本优势明显，未来随着资源挖潜以及新项目的并购，黄金产量存在较大提升空间，维持“优于大市”评级。

| 盈利预测和财务指标   | 2023  | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)   | 8,106 | 13,585 | 17,918 | 18,033 | 20,862 |
| (+/-%)      | -3.3% | 67.6%  | 31.9%  | 0.6%   | 15.7%  |
| 净利润(百万元)    | 1,424 | 2,173  | 3,440  | 3,515  | 4,846  |
| (+/-%)      | 26.7% | 52.6%  | 58.3%  | 2.2%   | 37.9%  |
| 每股收益(元)     | 0.51  | 0.78   | 1.24   | 1.27   | 1.75   |
| EBIT Margin | 24.8% | 23.9%  | 28.1%  | 28.5%  | 33.4%  |
| 净资产收益率(ROE) | 12.3% | 16.7%  | 22.4%  | 19.7%  | 22.8%  |
| 市盈率(PE)     | 35.3  | 23.1   | 14.6   | 14.3   | 10.4   |
| EV/EBITDA   | 18.0  | 13.9   | 8.7    | 8.5    | 6.6    |
| 市净率(PB)     | 4.35  | 3.87   | 3.27   | 2.82   | 2.37   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 有色金属·贵金属

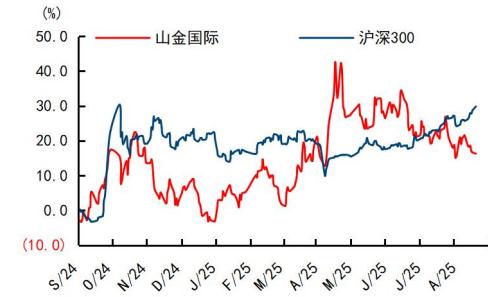
证券分析师：刘孟峦  
010-88005312  
liumengluan@guosen.com.cn  
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪  
021-60933161  
yangyaohong@guosen.com.cn  
S0980520040005

### 基础数据

| 投资评级       | 优于大市(维持)       |
|------------|----------------|
| 合理估值       | 18.10元         |
| 收盘价        | 50259/45747百万元 |
| 总市值/流通市值   | 23.55/15.07元   |
| 52周最高价/最低价 | 505.12百万元      |
| 近3个月日均成交额  |                |

### 市场走势



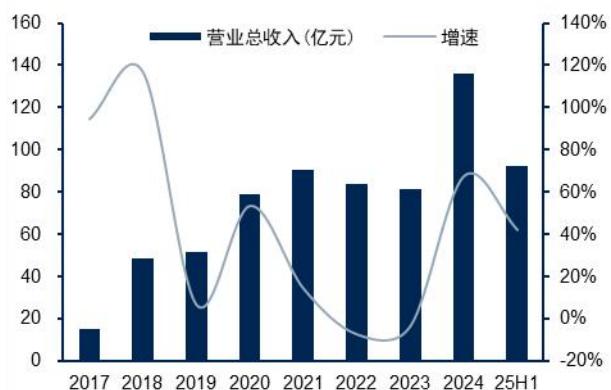
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

- 《山金国际(000975.SZ)年报点评：黄金成本优势突出，未来成长性值得期待》——2025-03-18  
《山金国际(000975.SZ)三季报点评：低成本优势突出，新项目收购完成交割》——2024-10-22  
《山金国际(000975.SZ)半年报点评：矿产金成本进一步降低，中长期发展目标清晰》——2024-08-23  
《银泰黄金(000975.SZ)——2023年年报点评-成本优势突出，发展目标清晰》——2024-03-25  
《银泰黄金(000975.SZ)-低成本高盈利，步入发展新征程》——2024-01-02

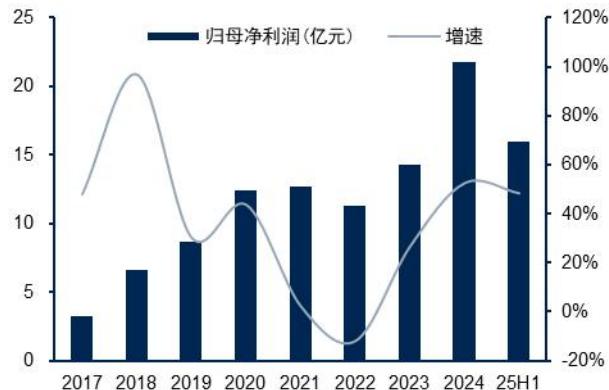
**公司发布 2025 年半年报：**上半年实现营收 92.46 亿元，同比+42.14%；实现归母净利润 15.96 亿元，同比+48.43%；实现扣非净利润 15.98 亿元，同比+41.87%；实现经营活动净现金流 26.19 亿元，同比+28.21%。公司 25Q2 实现营收 49.24 亿元，同比+31.95%，环比+13.95%；实现归母净利润 9.02 亿元，同比+57.67%，环比+29.99%；实现扣非净利润 8.95 亿元，同比+42.66%，环比+27.12%。公司 Q2 业绩基本上兑现金价上涨带来的业绩弹性。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

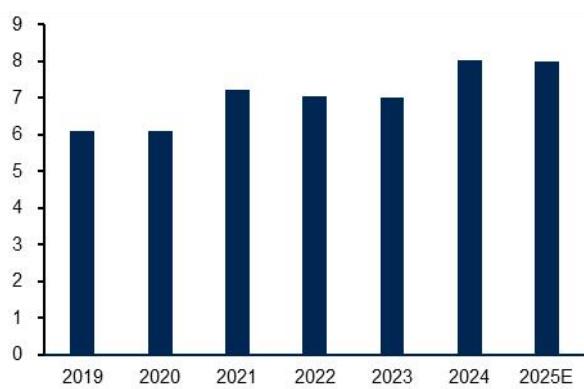
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

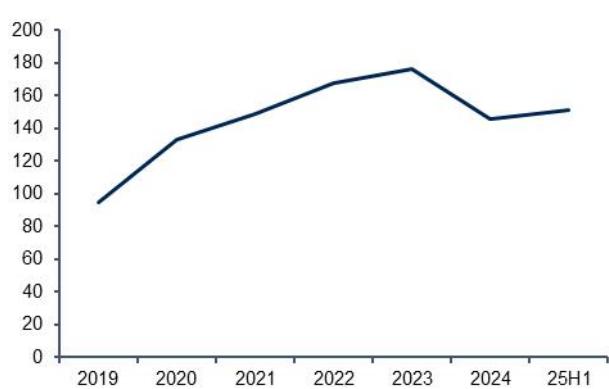
**核心产品产销量数据：**今年上半年，矿产金产量 3.72 吨，同比-10.58%，销量 4.12 吨，同比-6.58%，其中 Q1/Q2 产量分别为 1.77/1.95 吨，Q1/Q2 销量分别为 2.03/2.09 吨；上半年产量略微不及预期（略不及全年计划的 50%），但由于销售部分去年年底的库存（24 年末有约 540kg 库存），所以销量基本符合预期。另外今年上半年，矿产银产量 61.83 吨，同比-24.82%，销量 81.49 吨，同比+9.93%；铅精矿产量 4354 吨，同比-14.00%，销量 5393 吨，同比+21.60%；锌精矿产量 7917 吨，同比+40.90%，销量 9136 吨，同比+37.93%。**2025 年的经营计划：**黄金产量不低于 8 吨，其他金属不低于 2024 年。

图3：公司金产量及目标（吨）



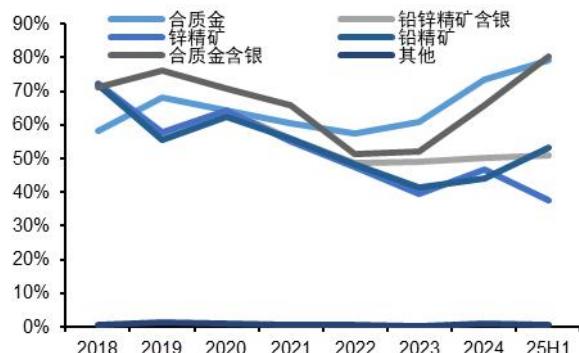
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司合质金单位成本（元/克）

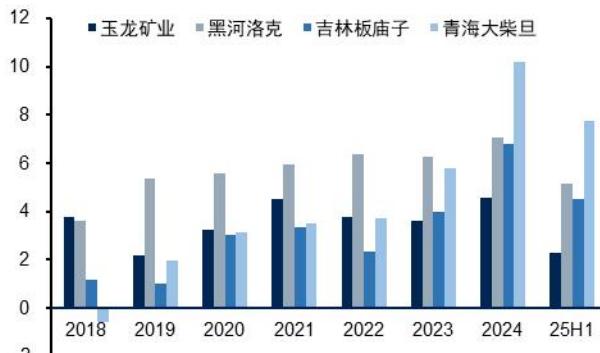


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

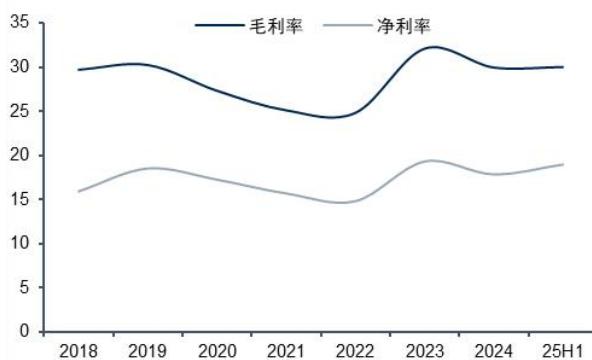
**黄金售价和成本数据：**上半年沪金均价为 723.94 元/克，公司合质金销售均价为 724.83 元/克，售价基本符合市价。成本方面，上半年合并摊销后克金成本为 150.96 元/克，其中 Q1/Q2 合并摊销后克金成本分别为 147.87/153.96 元/克，Q2 环比+4.12%，预计全年的成本不会有大的变动，成本优势仍非常突出。

**图5: 公司分产品毛利率 (%)**


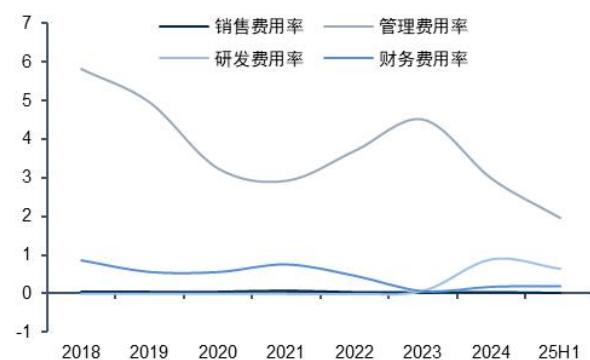
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图6: 公司分公司净利润 (亿元)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图7: 公司毛利率和净利率 (%)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**图8: 公司期间费用率 (%)**


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**资源为先，未来成长性值得期待：**1) Osino 是 2024 年收购的矿山企业，实现了海外并购项目零的突破，其主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目，金资源量 127.20 吨，金储量 66.86 吨，项目已启动建设，选厂建设计划于今年第四季度开始，预计 2027 年上半年投产，预计投产后将带来每年 5 吨的黄金产能。2) 华盛金矿是 2021 年收购的停产金矿，属于国内稀有的类卡林型大型金矿，找矿潜力巨大，目前正在推进扩证复产工作，项目采用露天开采，生产工艺简单，开采成本也比较低，预计未来将带来每年 2-3 吨的黄金产能。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。受益于金价上涨，上调公司盈利预测。预测公司 25-27 年实现营收 179.18/180.33/208.62(原预测 152.52/159.00/178.44) 亿元，同比增速 31.9%/0.6%/15.7%；归母净利润 34.40/35.15/48.46(原预测 30.28/32.54/39.87) 亿元，同比增速 58.3%/2.2%/37.9%；当前股价对应 PE 为 14.6/14.3/10.4X。考虑到公司资源禀赋突出，成本优势明显，未来随着资源挖潜以及新项目的并购，黄金产量存在较大提升空间，维持“优于大市”评级。

## 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表（百万元）          | 2023          | 2024          | 2025E        | 2026E         | 2027E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 3031         | 2870         | 6488         | 9641         | 13696        | <b>营业收入</b>       | <b>8106</b>   | <b>13585</b>  | <b>17918</b> | <b>18033</b>  | <b>20862</b>  |
| 应收款项             | 98           | 107          | 141          | 142          | 164          | 营业成本              | 5508          | 9521          | 12036        | 12035         | 12908         |
| 存货净额             | 1485         | 1240         | 1554         | 1550         | 1664         | 营业税金及附加           | 212           | 284           | 358          | 361           | 417           |
| 其他流动资产           | 343          | 50           | 66           | 66           | 76           | 销售费用              | 2             | 5             | 2            | 2             | 2             |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6008</b>  | <b>5524</b>  | <b>9505</b>  | <b>12655</b> | <b>16857</b> | 管理费用              | 366           | 405           | 1125         | 1128          | 1184          |
| 固定资产             | 3101         | 3429         | 3659         | 3955         | 4299         | 研发费用              | 6             | 120           | 134          | 135           | 156           |
| 无形资产及其他          | 6447         | 8437         | 7670         | 6903         | 6136         | 财务费用              | 5             | 25            | 27           | 27            | 31            |
| 投资性房地产           | 743          | 800          | 800          | 800          | 800          | 投资收益              | 92            | (52)          | 0            | 0             | 0             |
| 长期股权投资           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值及公允价值变动       | (7)           | (1)           | 0            | 0             | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>16299</b> | <b>18189</b> | <b>21634</b> | <b>24313</b> | <b>28092</b> | 其他收入              | 7             | 7             | 772          | 772           | 772           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 319          | 374          | 800          | 800          | 800          | 营业利润              | 2097          | 3181          | 5008         | 5117          | 6935          |
| 应付款项             | 1517         | 796          | 998          | 995          | 1069         | 营业外净收支            | (11)          | (7)           | (5)          | (5)           | (5)           |
| 其他流动负债           | 570          | 684          | 875          | 873          | 939          | <b>利润总额</b>       | <b>2086</b>   | <b>3174</b>   | <b>5003</b>  | <b>5112</b>   | <b>6930</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2406</b>  | <b>1854</b>  | <b>2673</b>  | <b>2668</b>  | <b>2808</b>  | 所得税费用             | 517           | 743           | 1251         | 1278          | 1733          |
| 长期借款及应付债券        | 64           | 1006         | 1006         | 1006         | 1006         | 少数股东损益            | 144           | 257           | 312          | 319           | 351           |
| 其他长期负债           | 460          | 517          | 517          | 517          | 517          | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>1424</b>   | <b>2173</b>   | <b>3440</b>  | <b>3515</b>   | <b>4846</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>524</b>   | <b>1523</b>  | <b>1523</b>  | <b>1523</b>  | <b>1523</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b> | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>2930</b>  | <b>3377</b>  | <b>4196</b>  | <b>4191</b>  | <b>4331</b>  | <b>净利润</b>        | <b>1424</b>   | <b>2173</b>   | <b>3440</b>  | <b>3515</b>   | <b>4846</b>   |
| 少数股东权益           | 1808         | 1831         | 2049         | 2272         | 2518         | 资产减值准备            | 0             | 5             | 0            | 0             | 1             |
| 股东权益             | 11561        | 12981        | 15389        | 17850        | 21242        | 折旧摊销              | 936           | 609           | 1236         | 1271          | 1322          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>16299</b> | <b>18189</b> | <b>21634</b> | <b>24313</b> | <b>28092</b> | 公允价值变动损失          | 7             | (5)           | 0            | 0             | 0             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 50            | 64            | 27           | 27            | 31            |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | (101)         | (72)          | 29           | (2)           | (6)           |
| 每股收益             | 0.51         | 0.78         | 1.24         | 1.27         | 1.75         | 其它                | (86)          | 1160          | 218          | 223           | 245           |
| 每股红利             | 0.33         | 0.34         | 0.37         | 0.38         | 0.52         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>2180</b>   | <b>3871</b>   | <b>4923</b>  | <b>5007</b>   | <b>6409</b>   |
| 每股净资产            | 4.16         | 4.67         | 5.54         | 6.43         | 7.65         | 资本开支              | (615)         | (688)         | (700)        | (800)         | (900)         |
| ROIC             | 16%          | 20%          | 27%          | 31%          | 44%          | 其它投资现金流           | 1095          | (2161)        | 0            | 0             | 0             |
| ROE              | 12%          | 17%          | 22%          | 20%          | 23%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>480</b>    | <b>(2849)</b> | <b>(700)</b> | <b>(800)</b>  | <b>(900)</b>  |
| 毛利率              | 32%          | 30%          | 33%          | 33%          | 38%          | 权益性融资             | 12            | 0             | 0            | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 25%          | 24%          | 28%          | 28%          | 33%          | 负债净变化             | (45)          | 942           | 0            | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 36%          | 28%          | 35%          | 36%          | 40%          | 支付股利、利息           | (915)         | (949)         | (1032)       | (1055)        | (1454)        |
| 收入增长             | -3%          | 68%          | 32%          | 1%           | 16%          | 其它融资现金流           | (678)         | (425)         | 426          | 0             | 0             |
| 净利润增长率           | 27%          | 53%          | 58%          | 2%           | 38%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(1626)</b> | <b>(431)</b>  | <b>(606)</b> | <b>(1055)</b> | <b>(1454)</b> |
| 资产负债率            | 29%          | 29%          | 29%          | 27%          | 24%          | <b>现金净变动</b>      | <b>1046</b>   | <b>577</b>    | <b>3618</b>  | <b>3153</b>   | <b>4055</b>   |
| 股息率              | 1.8%         | 1.9%         | 2.1%         | 2.1%         | 2.9%         | 货币资金的期初余额         | 790           | 1836          | 2870         | 6488          | 9641          |
| P/E              | 35.3         | 23.1         | 14.6         | 14.3         | 10.4         | 货币资金的期末余额         | 1836          | 2413          | 6488         | 9641          | 13696         |
| P/B              | 4.3          | 3.9          | 3.3          | 2.8          | 2.4          | 企业自由现金流           | 1732          | 2188          | 4337         | 4323          | 5637          |
| EV/EBITDA        | 18.0         | 13.9         | 8.7          | 8.5          | 6.6          | 权益自由现金流           | 1059          | 3008          | 4730         | 4303          | 5639          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

| 投资评级标准  | 类别         | 级别   | 说明                    |
|---|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上    |
|   |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间   |
|   |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上    |
|   |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点     |
|   | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上  |
|   |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
|   |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上  |

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032