

山金国际（000975.SZ）：行业高景气度叠加生产流程优化推升盈利，持续增储扩产提升业绩弹性

2025 年 8 月 21 日

推荐/维持

山金国际

公司报告

事件：公司发布 2025 年半年度报告。报告期内公司实现营业收入 92.46 亿元，同比增长 42.14%；实现归属上市公司股东净利润 15.96 亿元，同比增长 48.43%，创历史同期新高；基本每股收益 0.57 元/股，同比增长 46%。全球黄金价格中枢持续攀升，公司黄金储量增厚，多金属采选流程不断优化，多因素共振推动公司业绩创历史新高。

公司资源储量增厚。报告期内，公司在青海大柴旦青龙沟金矿深部和东安金矿外围探矿勘查取得成果，增储金金属量 3.85 吨，品位 5.79 克/吨。截至 25H1，公司名下探矿权勘探范围达 5984 平方公里（较 24 年底+2.7%），资源储量有望持续增厚。其中，在国内，公司五家矿山子公司共持有 17 宗探矿权，探矿权达 242.98 平方公里（较 24 年底+29.9%）；在海外，公司纳米比亚 Osino 子公司拥有 5741 平方公里探矿权（较 24 年底+1.8%）。目前，公司正在推进华盛金矿资源储量评审备案工作，并加快大岗坝地区金矿与勐稳地区金及多金属矿探矿进程，且对多个潜在并购项目进行了前期考察、资源调查及技术论证工作。公司将持续加大勘探投资，加快已有矿山探转采进度，并积极推动国内外优质矿业资源并购，从而进一步增厚资源储量。

25H1 公司矿产产量基本符合规划，后期产出弹性聚焦境内外投复产项目。截至 25H1，公司年内矿产金产销量分别同比下降-11%/-7%至 3.72 吨/4.12 吨，产销率达 111%。从多金属产出观察，25H1 公司矿产银/铅精粉/锌精粉产量分别同比变化-35.2%/-23.5%/+54%。从 25Q2 单季度产出观察，矿产金/矿产银/铅精粉/锌精粉产量受季节性因素影响环比分别提升+10.2%/+80.4%/+131.8%/+367.4%。参考公司 2025 年生产计划，上半年各品种计划完成度分别为 47%/32%/34%/46%。综合考虑公司 25H1 金属产量同比变化与计划完成度，矿产金与锌精粉产量基本符合预期，但矿产银与铅精粉的产量有待提升。我们认为，伴随公司选冶流程及产能利用率的有效优化，公司年内仍将有较大概率完成生产目标，建议关注东安金矿运营状态的优化及大柴旦的产出优化。从公司矿金远期产出角度观察，公司 24 年收购的纳米比亚 Osino 项目已进入建设周期，选厂建设计划预计于 25 年四季度全面开始，矿山预计于 2027 年上半年投产并形成年产约 5.04 吨矿产金产量。国内方面，华盛金矿有望于 2026 年复产，矿产金远期年产能或达 3 吨。结合公司其他矿业项目产出数值推测，至 2027 年公司矿产金年产量有望升至 15 吨以上（较 24 年+87%）。

行业高景气度叠加生产流程优化提振公司矿产金盈利水平。公司是业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。年内黄金价格上涨推动公司矿产金毛利水平持续优化。报告期内，公司矿产金毛利率由 24H1 的 71.89% 升至 25H1 的 79.15%（+7.26PCT），同期公司合并摊销后的矿产金克金成本由 146.53 元/克升至 150.96 元/克（+3%）。此外，公司矿产银、铅精粉及锌精粉对应毛利率分别由 49.17%/40.15%/40.28% 变动至 55.20%/53.14%/37.80%，合并摊销后的单位销售成本同比分别变化+4.8%/-19.4%/+6.2%，公司对铅精粉的成本控制能力明显加强。报告期内，玉龙矿业成功运用高寒地区全尾砂膏体智能化充填技术及“长距离巷道小断面贯通+二次大断面成型”二步骤掘进法，提升生产效率

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。

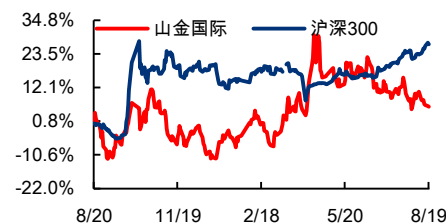
资料来源：公司公告、iFinD

交易数据

52 周股价区间（元）	22.6-15.33
总市值（亿元）	501.48
流通市值（亿元）	456.45
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	2.18

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

及掘进效率, 降低矿石贫化率; 青海大柴旦优化井下采场盘区设计, 多回收矿石量 1.3 万吨 (平均品位 2.48 克/吨); 吉林板庙子优化选矿流程, 增加处理原矿 2.6 万吨, 并开展岩粉钻技术应用以节约采选成本。受益于公司绿色可持续发展工作的持续进行, 公司 Wind ESG 评级已升至 A 级, 并首次获得金融界“金智奖”杰出 ESG 践行卓越案例奖。

公司积极进行市值管理, 拟赴港股上市并开展回购注销。为进一步深化公司全球化战略布局, 加快海外业务发展, 巩固行业地位, 同时更好地利用国际资本市场优势, 优化资本结构和股东组成, 拓展多元化融资渠道, 提升公司治理水平和核心竞争力, 公司拟计划于港股上市。2025 年 7 月 28 日, 公司审议通过了《关于公司发行境外上市股份 (H 股) 并在香港联合交易所有限公司上市的议案》《关于公司发行境外上市股份 (H 股) 并在香港联合交易所有限公司上市方案的议案》等相关议案。公司将在股东大会决议有效期内 (24 个月) 完成港股上市发行。此外, 公司于 2025 年 5 月 15 日临时股东大会上通过议案, 拟回购并注销部分公司股份, 拟用于回购的资金总额不低于人民币 1 亿元, 且不超过人民币 2 亿元, 回购价格不超过人民币 29.70 元/股, 回购期限为自股东大会起 12 个月内。截至 2025 年 7 月 31 日, 公司累计回购股份数量约为 155.8 万股, 占公司总股本的 0.06%, 成交总金额约为 0.29 亿元, 后续完成回购后将统一注销, 有助提升公司 EPS 及股东权益。

回报能力行业领先, 资产负债率维持低位。报告期内, 公司回报能力持续增强并维持行业领先地位。据 25 年一季报, 公司 ROE 与 ROA 均排在申万黄金行业第二位。报告期内, 公司的 ROE 由 24H1 的 9.18% 升至 25H1 的 12.02%, ROA 由 7.37% 升至 9.36%, 指标持续优化。公司资产负债率仅为 20.09%, 显著低于黄金行业平均的 43.09% (截止至 24 年), 保持了很强的财务灵活性。

盈利预测与投资评级:考虑到黄金传统的依靠纯金融属性定价方式逐渐弱化, 而依靠商品供需属性的定价方式明显强化, 黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金已进入商品供需层面上结构性偏紧状态, 价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。我们认为黄金价格有望受益于避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵而稳步提升; 锌铅产品供需关系稳定, 预计价格稳中有升。我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 177.49 亿元、202.31 亿元、221.17 亿元; 归母净利润分别为 36.08 亿元、45.31 亿元及 53.11 亿元; EPS 分别为 1.30 元、1.63 元和 1.91 元, 对应 PE 分别为 13.90x、11.07x 和 9.44x, 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, 应收账款核心客户占比过高风险。

财务指标预测

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	8,105.72	13,585.44	17,749.04	20,230.89	22,116.65
增长率 (%)	-3.29%	67.60%	30.65%	13.98%	9.32%
归母净利润 (百万元)	1,424.30	2,173.11	3,608.34	4,531.45	5,311.33
增长率 (%)	26.67%	52.57%	66.04%	25.58%	17.21%
净资产收益率 (%)	12.32%	16.74%	24.46%	26.53%	26.88%
每股收益 (元)	0.51	0.78	1.30	1.63	1.91
PE	35.21	23.08	13.90	11.07	9.44
PB	4.34	3.86	3.40	2.94	2.54

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			单位: 百万元		
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	6008	5524	7562	10193	14060	营业收入	8106	13585	17749	20231	22117
货币资金	3031	2870	5120	7977	11511	营业成本	5508	9521	11203	12285	12914
应收账款	42	21	60	50	64	营业税金及附加	212	284	371	423	463
其他应收款	56	86	112	128	140	营业费用	2	5	6	7	8
预付款项	33	17	-2	-23	-45	管理费用	366	405	665	680	786
存货	1485	1240	2239	2028	2356	财务费用	5	25	15	-21	-69
其他流动资产	54	31	31	31	31	研发费用	6	120	160	180	198
非流动资产合计	10291	12665	12818	13122	12577	资产减值损失	0.00	5.43	1.81	2.41	3.22
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	-7.22	4.52	4.52	4.52	4.52
固定资产	2713	3171	3368	3737	3765	投资净收益	91.72	-51.69	-51.69	-51.69	-51.69
无形资产	6447	8437	8126	7827	7539	加: 其他收益	6.23	3.42	4.47	5.09	5.56
其他非流动资产	26	51	51	51	51	营业利润	2097	3181	5285	6631	7773
资产总计	16299	18189	20380	23315	26637	营业外收入	1.08	2.35	1.30	1.58	1.74
流动负债合计	2406	1854	1990	2080	2132	营业外支出	12.45	9.36	9.67	10.49	9.84
短期借款	210	0	0	0	0	利润总额	2086	3174	5277	6622	7764
应付账款	243	282	327	359	377	所得税	517	743	1273	1574	1859
预收款项	1275	515	605	664	698	净利润	1568	2430	4004	5048	5905
一年内到期的非流动负债	109	373		373	373	少数股东损益	144	257	396	516	594
非流动负债合计	524	1523	1389	1389	1389	归属母公司净利润	1424	2173	3608	4531	5311
长期借款	64	1006	1006	1006	1006	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	2930	3377	3379	3469	3521	成长能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1808	1831	2227	2743	3337	营业收入增长	-3.29%	67.60%	30.65%	13.98%	9.32%
实收资本 (或股本)	2777	2777	2777	2777	2777	营业利润增长	29.79%	51.67%	66.17%	25.47%	17.21%
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431	归属于母公司净利	26.67%	52.57%	66.04%	25.58%	17.21%
未分配利润	3708	4987	6571	8653	11039	获利能力					
归属母公司股东权益合计	11561	12981	14754	17082	19757	毛利率(%)	32.05%	29.92%	36.88%	39.28%	41.61%
负债和所有者权益	16299	18189	20368	23303	26625	净利率(%)	19.35%	17.89%	22.56%	24.95%	26.70%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润(%)	8.74%	11.95%	17.71%	19.44%	19.94%
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	12.32%	16.74%	24.46%	26.53%	26.88%
经营活动现金流	2180	3871	3817	6102	6362	偿债能力					
净利润	1568	2430	4004	5048	5905	资产负债率(%)	18%	19%	17%	15%	13%
折旧摊销	959.24	632.95	658.52	708.17	756.48	流动比率	2.50	2.98	3.80	4.90	6.59
财务费用	5	25	15	-21	-69	速动比率	1.88	2.31	2.68	3.93	5.49
应收账款减少	-2	21	-39	10	-15	营运能力					
预收账款增加	-3	0	0	0	0	总资产周转率	0.50	0.79	0.92	0.93	0.89
投资活动现金流	2180	-2849	397	-1062	-262	应收账款周转率	198	430	439	369	387
公允价值变动收益	-7	5	5	5	5	应付账款周转率	33.87	51.80	58.31	59.01	60.13
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	92	-52	-52	-52	-52	每股收益(最新摊	0.51	0.78	1.30	1.63	1.91
筹资活动现金流	-1626	-431	-1964	-2183	-2567	每股净现金流(最	0.37	0.21	0.81	1.03	1.27
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.16	4.67	5.31	6.15	7.12
长期借款增加	-45	942	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	35.21	23.08	13.90	11.07	9.44
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.34	3.86	3.40	2.94	2.54
现金净增加额	2734	591	2250	2857	3533	EV/EBITDA	15.54	12.70	7.80	5.95	4.73

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, 中国东方资产估值专家库成员, 中国东方资产股票专家组成员。

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, 美国哥伦比亚大学生物统计硕士, 研究数据科学方向。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, 于 2024 年 5 月入职东兴证券。

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

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526