

山金国际（000975）

2025 年半年报点评：贵金属价格趋势上行，公司业绩具备弹性

买入（维持）

2025 年 08 月 22 日

证券分析师 孟祥文

执业证书：S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师 徐毅达

执业证书：S0600524110001

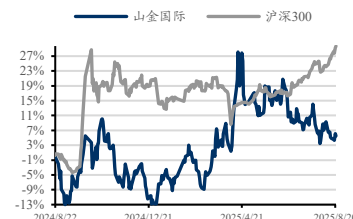
xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8,106	13,585	17,018	18,751	22,311
同比（%）	(3.29)	67.60	25.27	10.18	18.99
归母净利润（百万元）	1,424	2,173	3,483	4,487	6,352
同比（%）	26.79	52.57	60.27	28.83	41.57
EPS-最新摊薄（元/股）	0.51	0.78	1.25	1.62	2.29
P/E（现价&最新摊薄）	38.19	25.03	15.62	12.12	8.56

投资要点

- **事件：公司披露 2025 年半年报，业绩同比大幅增长。**2025 年上半年公司实现营收 92.46 亿元，同比+42.14%；归母净利润 15.96 亿元，同比+48.43%；公司 2025Q2 实现营收 49.24 亿元，同比+31.95%，归母净利润 9.02 亿元，同比+57.67%。
- **公司成本管控优异，受益于贵金属价格稳定上行，业绩具备弹性：**1) **量：**受制于季节性因素以及金银矿开采品味下降，2025 年上半年公司矿产金/矿产银/锌精粉/铅精粉产量分别为 3.72/61.83/7916.57/4354.42 吨，同比分别-11%/-25%/+41%/-14%；2) **价：**受益于全球降息预期的不断深化，2025 年上半年公司销售矿产金/矿产银均价分别为 724.83/6.33 元/克，同比分别+39%/+19%；销售铅/锌均价分别为 1.47/1.57 万元/吨，同比分别+3%/+2%；3) **成本：**公司 2025 年上半年矿产金/矿产银合并摊销后成本分别为 150.96/2.83 元/克，同比+3.0%/+4.8%，成本端控制能力依旧优异；4) **毛利率：**受益于贵金属价格的稳步上行，公司 2025 年上半年矿产金/矿产银业务毛利率分别达 79.15%/55.20%，同比分别+7.3pct/+6.0pct。
- **公司海外矿山建设顺利，云南地区复产工作持续推进：**1) 公司在纳米比亚的 Osino 金矿项目进展顺利，计划于今年第四季度开始选厂建设，预计于 2027 年上半年投产；2) 公司于 2025 年 1 月收购云南西部矿业有限公司 52.0709%股权，从而获得其持有的云南省泸西市大岗坝地区金矿勘探探矿权；同月，子公司芒市华盛金矿收购了云南省泸西市勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权勐稳地区探矿权，芒市整体复产计划稳步推进。
- **公司快加增储节奏，保障长远接续：**公司于 2025 年上半年在青海大柴旦青龙沟金矿深部和东安金矿外围探矿勘查成效显著，地质探矿实现新增金金属量 3.85 吨、品位 5.79 克/吨，为公司高质量发展夯实资源基础。
- **美国再通胀行情如期而至，实际利率面临快速下行期：**在美国商品通胀拐头向上的背景下，美国劳动力市场的大幅转弱使得联储陷入两难境地，若“衰退”风险加大将逼迫美联储快速降息，实际利率快速下行期获将到来，黄金配置价值凸显。
- **盈利预测与投资评级：**我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力，基于公司远期贵金属的量增潜力，以及贵金属在降息周期内的趋势上行判断，我们上调公司 2025-27 年归母净利润为 34.83/44.87/63.52 亿元（前值为 33.18/44.23/55.91 亿元），对应 2025-27 年的 PE 分别为 15.62/12.12/8.56 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**美元持续走强风险；中美财政及货币紧缩风险；海外恶性通胀导致美联储加息风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.26
一年最低/最高价	15.07/23.55
市净率(倍)	3.74
流通 A 股市值(百万元)	46,150.92
总市值(百万元)	50,702.95

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.89
资产负债率(%,LF)	20.09
总股本(百万股)	2,776.72
流通 A 股(百万股)	2,527.43

相关研究

《山金国际(000975)：2024 年年报点评：黄金价格趋势上行公司业绩再创新高》

2025-03-21

《山金国际(000975)：具备优秀成本控制能力的黄金新贵，全球化布局开启二次增长曲线》

2024-08-12

山金国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,524	9,900	14,302	20,508	营业总收入	13,585	17,018	18,751	22,311
货币资金及交易性金融资产	4,127	6,935	11,249	17,261	营业成本(含金融类)	9,521	11,052	11,256	11,984
经营性应收款项	38	142	153	174	税金及附加	284	374	413	491
存货	1,240	2,672	2,737	2,886	销售费用	5	6	7	9
合同资产	0	0	0	0	管理费用	405	511	563	669
其他流动资产	119	151	163	187	研发费用	120	51	56	67
非流动资产	12,665	14,557	15,240	16,353	财务费用	25	(5)	(50)	(119)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	10	11	0
固定资产及使用权资产	3,212	5,215	6,012	7,151	投资净收益	(52)	0	0	0
在建工程	258	255	195	220	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	8,437	8,333	8,280	8,228	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	452	452	452	452	资产处置收益	0	5	5	0
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	3,181	5,044	6,522	9,210
其他非流动资产	281	277	277	277	营业外净收支	(7)	0	0	0
资产总计	18,189	24,457	29,542	36,861	利润总额	3,174	5,044	6,522	9,210
流动负债	1,854	4,285	4,412	4,703	减:所得税	743	1,193	1,564	2,183
短期借款及一年内到期的非流动负债	374	316	316	316	净利润	2,430	3,851	4,958	7,027
经营性应付款项	796	2,928	3,003	3,187	减:少数股东损益	257	368	471	675
合同负债	3	39	43	51	归属母公司净利润	2,173	3,483	4,487	6,352
其他流动负债	681	1,002	1,050	1,150	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.78	1.25	1.62	2.29
非流动负债	1,523	1,510	1,510	1,510	EBIT	3,252	5,039	6,472	9,091
长期借款	1,006	1,006	1,006	1,006	EBITDA	3,885	6,347	7,815	10,589
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.92	35.06	39.97	46.29
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	16.00	20.47	23.93	28.47
其他非流动负债	505	492	492	492	收入增长率(%)	67.60	25.27	10.18	18.99
负债合计	3,377	5,795	5,922	6,213	归母净利润增长率(%)	52.57	60.27	28.83	41.57
归属母公司股东权益	12,981	16,464	20,950	27,302					
少数股东权益	1,831	2,199	2,670	3,345					
所有者权益合计	14,812	18,662	23,620	30,647					
负债和股东权益	18,189	24,457	29,542	36,861					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,871	6,103	6,376	8,663	每股净资产(元)	4.67	5.93	7.55	9.83
投资活动现金流	(2,849)	(3,195)	(2,021)	(2,610)	最新发行在外股份(百万股)	2,777	2,777	2,777	2,777
筹资活动现金流	(431)	(93)	(41)	(41)	ROIC(%)	16.61	21.25	21.89	24.37
现金净增加额	577	2,808	4,314	6,012	ROE-摊薄(%)	16.74	21.16	21.42	23.27
折旧和摊销	633	1,308	1,343	1,497	资产负债率(%)	18.57	23.70	20.04	16.86
资本开支	(687)	(3,199)	(2,021)	(2,610)	P/E (现价&最新股本摊薄)	25.03	15.62	12.12	8.56
营运资本变动	760	920	39	98	P/B (现价)	4.19	3.30	2.60	1.99

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>