

山金国际（000975.SZ）——半年报点评 黄金成本优势明显，在建项目稳步推进

优于大市

核心观点

公司发布半年报：上半年实现营收 96.59 亿元，同比+4.47%；实现归母净利润 24.16 亿元，同比+51.43%。26Q2 实现营收 37.21 亿元，同比-24.43%，环比-37.34%；实现归母净利润 10.23 亿元，同比+13.39%，环比-26.63%。

核心产品产销量数据：今年上半年，公司矿产金产量为 3.26 吨，销量为 3.63 吨；其中，26Q1/Q2 产量分别为 1.65/1.61 吨，销量分别为 2.04/1.59 吨。今年上半年，公司矿产银产量为 65.88 吨，销量为 76.25 吨；其中，26Q1/Q2 产量分别为 24.83/41.05 吨，销量分别为 33.74/42.51 吨。

黄金售价和成本数据：今年上半年，沪金均值约 1039.6 元/克，公司矿产金销售均值约 1011.7 元/克。在成本方面，今年上半年，矿产金合并摊销后克金成本为 163.69 元/克，同比+8.43%；其中 26Q1/Q2 合并摊销后克金成本为 165.16/161.80 元/克，26Q2 环比-2.03%。相较于同行其他矿企，公司成本控制能力突出，成本优势也非常明显。

在建项目稳步推进：1) Osino 是 2024 年收购的矿山企业，其主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目，金资源量 122.57 吨，金储量 67.20 吨，项目建设已于 2025 启动，预计 2027 年上半年投产，投产后将带来每年 5 吨黄金产能。目前 Twin Hills 金矿采选工程选厂设备安装等工作有序开展，露天采剥工程已开工建设。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，公司此前一直在推进周边矿权整合工作，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。3) 青海大柴旦是公司旗下主力矿山项目，青龙沟金矿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，青海大柴旦未来仍有较大的扩产潜力。

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。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预测公司 26-28 年实现营收 202.61/247.30/277.01 (原预测 220.66/261.17/295.89) 亿元，同比增速 18.5%/22.1%/12.0%；归母净利润 47.42/68.03/83.39 (原预测 57.83/77.61/96.15) 亿元，同比增速 59.6%/43.5%/22.6%；当前股价对应 PE 为 15.7/10.9/8.9X。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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	13,585	17,099	20,261	24,730	27,701
(+/-%)	67.6%	25.9%	18.5%	22.1%	12.0%
净利润(百万元)	2,173	2,972	4,742	6,803	8,339
(+/-%)	52.6%	36.7%	59.6%	43.5%	22.6%
每股收益(元)	0.78	1.07	1.71	2.45	3.00
EBIT Margin	23.9%	25.5%	34.9%	41.2%	45.0%
净资产收益率(ROE)	16.7%	19.9%	26.0%	29.6%	28.9%
市盈率(PE)	34.2	25.0	15.7	10.9	8.9
EV/EBITDA	20.2	15.5	9.5	6.9	5.7
市净率(PB)	5.73	4.99	4.08	3.24	2.58

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

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	26.80 元
总市值/流通市值	74304/67622 百万元
52 周最高价/最低价	42.29/16.60 元
近 3 个月日均成交额	1322.70 百万元

市场走势



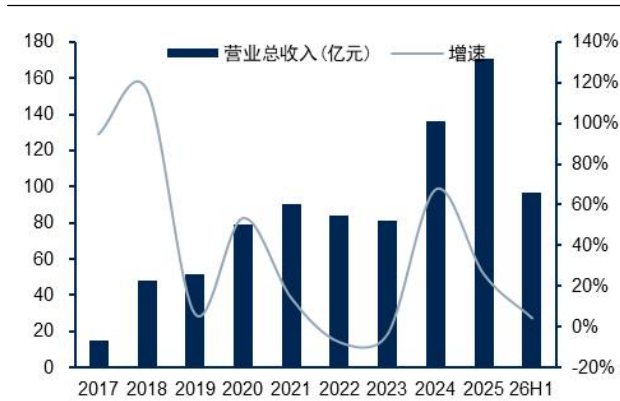
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《山金国际（000975.SZ）年报点评：矿产金成长性强，持续深化全球化战略布局》——2026-03-09
- 《山金国际（000975.SZ）三季报点评：矿产金成本优势明显，新项目建设稳步推进》——2025-10-26
- 《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》——2025-08-19
- 《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

公司发布 2026 年半年报：上半年实现营收 96.59 亿元，同比+4.47%；实现归母净利润 24.16 亿元，同比+51.43%；实现扣非净利润 23.85 亿元，同比+49.23%；实现经营活动净现金流 30.67 亿元，同比+17.13%。公司于 26Q2 实现营收 37.21 亿元，同比-24.43%，环比-37.34%；实现归母净利润 10.23 亿元，同比+13.39%，环比-26.63%；实现扣非净利润 9.35 亿元，同比+4.48%，环比-35.57%。

图1：公司营业收入及增速



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，公司矿产金产量为 3.26 吨，销量为 3.63 吨；其中，26Q1/Q2 产量分别为 1.65/1.61 吨，销量分别为 2.04/1.59 吨。今年上半年，公司矿产银产量为 65.88 吨，销量为 76.25 吨；其中，26Q1/Q2 产量分别为 24.83/41.05 吨，销量分别为 33.74/42.51 吨。

表1：公司矿产金产销量和成本变化

矿产金	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	26Q1	26Q2
产量/吨	1.98	2.18	2.12	1.76	1.77	1.95	1.87	2.01	1.65	1.61
销量/吨	2.28	2.13	2.10	1.54	2.03	2.09	1.86	1.13	2.04	1.59
成本/元/克	156.32	136.05	134.97	156.39	147.87	153.96	132.41	126.25	165.16	161.80

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

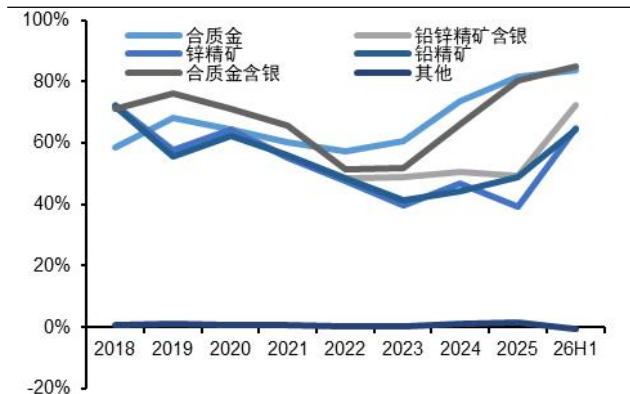
表2：公司核心产品产销量和成本变化

	2026 年上半年				2025 年上半年			
	产量/吨	销量/吨	单位销售成本		产量/吨	销量/吨	单位销售成本	
			合并摊销后	合并摊销前			合并摊销后	合并摊销前
矿产金	3.26	3.63	163.69 元/克	145.64 元/克	3.72	4.12	150.96 元/克	135.11 元/克
矿产银	65.88	76.25	4.09 元/克	3.41 元/克	61.83	81.49	2.83 元/克	2.31 元/克
铅精粉	4,517.29	5,190.84	5,787.15 元/吨	4,839.24 元/吨	4,354.42	5,393.15	6,865.54 元/吨	5,641.17 元/吨
锌精粉	7,517.19	9,487.76	6,588.85 元/吨	5,509.62 元/吨	7,916.57	9,136.25	9,772.62 元/吨	8,029.81 元/吨

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

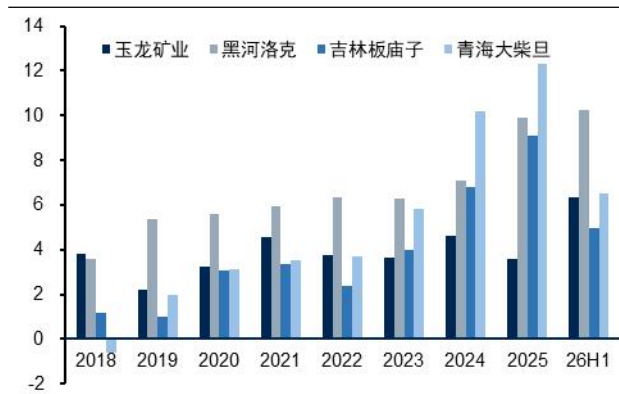
黄金售价和成本数据：今年上半年，沪金均值约 1039.6 元/克，公司矿产金销售均值约 1011.7 元/克，售价略低于沪金价格。在成本方面，今年上半年，矿产金合并摊销后克金成本为 163.69 元/克，同比+8.43%；其中 26Q1/Q2 合并摊销后克金成本为 165.16/161.80 元/克，26Q2 环比-2.03%。相较于同行其他矿企，公司成本控制能力突出，成本优势也非常明显。

图3: 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4: 公司分公司净利润 (亿元)



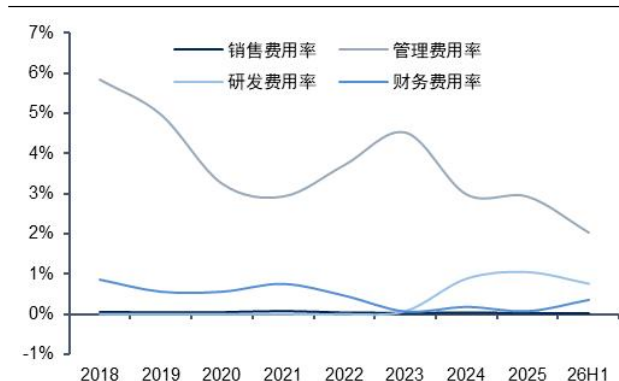
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 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6: 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

在建项目稳步推进, 筹划港股上市以深化全球化战略布局: 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 TwinHills 金矿项目, 金资源量 122.57 吨, 金储量 67.20 吨, 项目建设已于 2025 启动, 预计 2027 年上半年投产, 投产后将带来每年 5 吨黄金产能。目前 TwinHills 金矿采选工程选厂设备安装等工作有序展开, 露天采剥工程已开工建设。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, 公司此前一直在推进周边矿权整合工作, 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。3) 青海大柴旦是公司旗下主力矿山项目, 2025 年新增资源量 9.36 吨, 青龙沟金矿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, 青海大柴旦未来仍有较大的扩产潜力; 4) 公司于 2025 年 9 月 24 日向香港联交所递交了发行境外上市股份 (H 股) 并在香港联交所主板挂牌上市的申请; 根据本次发行上市的时间安排, 公司于 2026 年 3 月 27 日重新递交了发行上市的申请; 若能成功上市, 将助力公司进一步深化全球化战略布局, 加快海外业务发展。

投资建议: 维持“优于大市”评级。 预测公司 26-28 年实现营收 202.61/247.30/277.01 (原预测 220.66/261.17/295.89) 亿元, 同比增速 18.5%/22.1%/12.0%; 归母净利润 47.42/68.03/83.39 (原预测 57.83/77.61/96.15) 亿元, 同比增速 59.6%/43.5%/22.6%; 当前股价对应 PE 为 15.7/10.9/8.9X。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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2870	5426	9786	15318	22122	营业收入	13585	17099	20261	24730	27701
应收款项	107	454	538	657	736	营业成本	9521	11657	12012	13104	13616
存货净额	1240	1160	1197	1311	1363	营业税金及附加	284	408	557	680	762
其他流动资产	50	145	172	210	235	销售费用	5	4	2	2	3
流动资产合计	5524	7185	11692	17495	24455	管理费用	405	499	1210	1310	1377
固定资产	3429	4182	4788	5235	5608	研发费用	120	178	162	198	222
无形资产及其他	8437	8292	7539	6785	6031	财务费用	25	13	71	87	97
投资性房地产	800	966	966	966	966	投资收益	(52)	104	(50)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(1)	(138)	90	(10)	(10)
资产总计	18189	20625	24985	30481	37060	其他收入	7	(1)	759	759	759
短期借款及交易性金融负债	374	213	800	800	800	营业利润	3181	4304	7046	10098	12374
应付款项	796	1266	1307	1432	1488	营业外净收支	(7)	(33)	(20)	(20)	(20)
其他流动负债	684	751	794	873	911	利润总额	3174	4272	7026	10078	12354
流动负债合计	1854	2230	2901	3105	3199	所得税费用	743	1004	1756	2520	3089
长期借款及应付债券	1006	1188	1188	1188	1188	少数股东损益	257	297	527	756	927
其他长期负债	517	428	428	428	428	归属于母公司净利润	2173	2972	4742	6803	8339
长期负债合计	1523	1616	1616	1616	1616	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	3377	3846	4517	4721	4815	净利润	2173	2972	4742	6803	8339
少数股东权益	1831	1862	2231	2760	3408	资产减值准备	5	5	1	1	2
股东权益	12981	14918	18238	23000	28837	折旧摊销	609	710	1237	1296	1369
负债和股东权益总计	18189	20625	24985	30481	37060	公允价值变动损失	(5)	138	(90)	10	10
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	财务费用	64	75	71	87	97
每股收益	0.78	1.07	1.71	2.45	3.00	营运资本变动	(72)	(81)	(63)	(66)	(60)
每股红利	0.34	0.49	0.51	0.73	0.90	其它	1160	936	368	528	647
每股净资产	4.67	5.37	6.57	8.28	10.39	经营活动现金流	3871	4680	6195	8573	10306
ROIC	20%	22%	33%	56%	70%	资本开支	(688)	(1293)	(1000)	(1000)	(1000)
ROE	17%	20%	26%	30%	29%	其它投资现金流	(2161)	455	0	0	0
毛利率	30%	32%	41%	47%	51%	投资活动现金流	(2849)	(838)	(1000)	(1000)	(1000)
EBIT Margin	24%	25%	35%	41%	45%	权益性融资	(13)	0	0	0	0
EBITDA Margin	28%	30%	41%	46%	50%	负债净变化	942	182	0	0	0
收入增长	68%	26%	18%	22%	12%	支付股利、利息	(949)	(1365)	(1423)	(2041)	(2502)
净利润增长率	53%	37%	60%	43%	23%	其它融资现金流	(411)	(352)	587	0	0
资产负债率	29%	28%	27%	25%	22%	融资活动现金流	(431)	(1535)	(836)	(2041)	(2502)
股息率	1.3%	1.8%	1.9%	2.7%	3.4%	现金净变动	577	2291	4359	5532	6804
P/E	34.2	25.0	15.7	10.9	8.9	货币资金的期初余额	1836	2413	5426	9786	15318
P/B	5.7	5.0	4.1	3.2	2.6	货币资金的期末余额	2413	4704	9786	15318	22122
EV/EBITDA	20.2	15.5	9.5	6.9	5.7	企业自由现金流	2318	1441	5478	7873	9665
						权益自由现金流	3138	1568	6044	7872	9701

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 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 $\pm 10\%$ 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 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 $\pm 10\%$ 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