

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	27.31
总股本/流通股本(亿股)	27.73 / 25.23
总市值/流通市值(亿元)	757 / 689
52周内最高/最低价	38.71 / 16.78
资产负债率(%)	18.6%
市盈率	25.51
第一大股东	山东黄金矿业股份有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
分析师: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340525070002
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

山金国际(000975)

成本控制优异，静待 Osino 释放增量

● 公司 26H1 实现归母净利润 24 亿元

事件： 公司发布 2026 年半年报，报告期内实现营业收入 96.59 亿元，同比+4.47%；归母净利润 24.16 亿元，同比+51.43%；扣非归母净利润 23.85 亿元，同比+49.23%；基本每股收益 0.8712 元/股。

● 矿产金收入同比高增

2026H1 公司矿产金收入 36.72 亿元，同比+22.97%，毛利率 83.81%，同比+4.66pct。按销量测算，矿产金销售均价约 1011.7 元/克，是矿产金收入增长的主要来源。

技改叠加检修影响，矿产金产量同比下滑。2026H1 公司矿产金产量 3.26 吨、销量 3.63 吨，较上年同期的 3.72 吨、4.12 吨分别下降约 12%。产量下滑由金价上涨对冲，矿产金收入仍实现正增长。

● 资源税提升叠加产量摊薄，单位销售成本有所上升

2026H1 矿产金合并摊销后单位销售成本 163.69 元/克（摊销前 145.64 元/克），较上年同期的 150.96 元/克上升约 8.4%，或与金价上涨带动资源税计税基数上升及产量下滑摊薄规模效应有关。不过总体来看，公司成本控制能力依然优异，2025 年公司黄金全维持成本仍稳居全球黄金企业前 10%，成本优势显著。

● 资产负债率控制良好，静待 Osino 项目释放增量

2026H1 公司经营活动现金流量净额 30.67 亿元，同比+17.13%，现金流良好；期末资产负债率 27.33%，较期初有所上升，主要系 Osino 项目建设投入加大，但仍优于全国主要黄金矿山企业。

Osino 项目是公司国际化资源版图的重要一环，在纳米比亚拥有丰富的采矿开发和勘查项目，Osino 核心资产 Twin Hills 项目建成投产后，有望成为纳米比亚最大的单体金矿山。截至 2026H1，Osino 双子山（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。静待 2027 年贡献增量。

● 盈利预测

我们预计 2026-2028 年，黄金价格有望继续上行，预计归母净利润为 52.16/64.13/79.61 亿元，YOY 为 76%/23%/24%，对应 PE 为 14.52/11.81/9.51。综上，给予“买入”评级。

● 风险提示：

美联储加息节奏超预期；海外项目投产进度不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	17099	19113	21270	23844
增长率(%)	25.86	11.78	11.28	12.10
EBITDA（百万元）	5084.58	8880.92	10567.06	12657.66
归属母公司净利润（百万元）	2971.66	5215.76	6412.68	7961.29
增长率(%)	36.75	75.52	22.95	24.15
EPS（元/股）	1.07	1.88	2.31	2.87
市盈率（P/E）	25.48	14.52	11.81	9.51
市净率（P/B）	5.08	4.28	3.56	2.95
EV/EBITDA	12.50	7.64	6.00	4.59

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	17099	19113	21270	23844	营业收入	25.9%	11.8%	11.3%	12.1%
营业成本	11657	10078	10442	10796	营业利润	35.3%	84.8%	21.1%	21.6%
税金及附加	408	501	557	625	归属于母公司净利润	36.7%	75.5%	22.9%	24.1%
销售费用	4	6	6	7	获利能力				
管理费用	499	573	638	715	毛利率	31.8%	47.3%	50.9%	54.7%
研发费用	178	191	213	238	净利率	17.4%	27.3%	30.1%	33.4%
财务费用	13	42	41	37	ROE	19.9%	29.5%	30.2%	31.1%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	18.3%	27.1%	26.9%	27.0%
营业利润	4304	7954	9631	11714	偿债能力				
营业外收入	2	1	1	1	资产负债率	18.6%	19.1%	17.9%	16.6%
营业外支出	35	10	10	10	流动比率	3.22	4.43	5.79	7.17
利润总额	4272	7945	9622	11705	营运能力				
所得税	1004	1986	2405	2926	应收账款周转率	1281.53	377.96	210.68	211.41
净利润	3268	5959	7216	8779	存货周转率	9.72	7.88	7.33	7.32
归母净利润	2972	5216	6413	7961	总资产周转率	0.88	0.84	0.77	0.72
每股收益(元)	1.07	1.88	2.31	2.87	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.07	1.88	2.31	2.87
货币资金	5426	9719	14589	20339	每股净资产	5.38	6.39	7.66	9.25
交易性金融资产	0	200	400	600	估值比率				
应收票据及应收账款	6	96	106	119	PE	25.48	14.52	11.81	9.51
预付款项	58	50	52	54	PB	5.08	4.28	3.56	2.95
存货	1160	1400	1450	1500	现金流量表				
流动资产合计	7185	11815	17022	23114	净利润	3268	5959	7216	8779
固定资产	3162	2987	2800	2601	折旧和摊销	731	894	905	915
在建工程	1020	1202	1386	1570	营运资本变动	633	205	-1	0
无形资产	8292	8092	7792	7492	其他	48	-161	-143	-151
非流动资产合计	13441	13290	13001	12702	经营活动现金流净额	4680	6896	7977	9543
资产总计	20625	25104	30023	35816	资本开支	-1292	-718	-618	-618
短期借款	5	105	255	405	其他	454	-22	14	43
应付票据及应付账款	1266	1288	1334	1380	投资活动现金流净额	-838	-740	-604	-575
其他流动负债	958	1271	1351	1439	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	2230	2664	2941	3223	债务融资	127	632	460	460
其他	1616	2127	2427	2727	其他	-1662	-2480	-2964	-3679
非流动负债合计	1616	2127	2427	2727	筹资活动现金流净额	-1535	-1848	-2504	-3219
负债合计	3846	4791	5368	5951	现金及现金等价物净增加额	2291	4293	4870	5750
股本	2777	2777	2777	2777					
资本公积金	4431	4431	4431	4431					
未分配利润	6793	8874	11450	14649					
少数股东权益	1862	2605	3408	4226					
其他	918	1627	2589	3783					
所有者权益合计	16780	20313	24655	29866					
负债和所有者权益总计	20625	25104	30023	35816					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

公司经营范围包括：证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048