

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)	17.63
总股本/流通股本(亿股)	27.77 / 24.87
总市值/流通市值(亿元)	490 / 438
52周内最高/最低价	20.75 / 15.33
资产负债率(%)	18.0%
市盈率	34.37
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
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

山金国际(000975)

2024 年报点评：受益金价上行，EPS 有望继续提升

● 2024 年利润稳定增长，符合预期

2024 年，公司实现总营业收入 135.85 亿元，同比增长 67.6%；实现归母净利润 21.73 亿元，同比增长 52.57%。主要系黄金、白银价格大幅上涨以及公司成本下降导致，符合市场预期。

● 产量：黄金产销量维持稳定，2025 年保持稳定

公司在 2023 年年报中指出：2024 年生产经营计划为黄金产量不低于 8 吨。2024 年，公司深入扎实推进各项工作，超额完成年度各项生产经营任务。依托于公司拥有的四座大型优质在产矿山，2024 年，公司实现黄金产量 8.04 吨，同比增长 14.69%；生产铅、锌金属量 29,886 吨，同比增长 14.96%；实现银产量 196.05 吨，同比增长 1.57%。2025 年，公司产量指引如下：黄金产量不低于 8 吨，其他金属不低于 2024 年产量，运营继续保持稳定。

● 成本：黄金成本显著下降，运营能力得到体现

成本控制能力领先，成本同比 23 年下降明显。公司 2024 年单位合质金成本 145 元/g，同比 2023 年的 176 元/g 出现了明显下降，主要系公司产销量提升以及入选品位提升导致。

● 内外联动，探矿增储实现突破

公司坚定推进国际化战略，加快海外优质资源获取，成功完成 Osino 100%股权收购，迈出了国际化发展的坚实步伐，实现了海外并购项目零的突破。该项目收购为公司新增 127.2 吨黄金资源量，预计投产后将带来每年 5 吨的黄金产能，显著地提升了公司资产规模和盈利潜力，打开了远期的增长空间。

同时，公司持续加大现有矿山及周边地质探矿投入，增储效果显著。2024 年，公司旗下矿山探矿合计新增资源量：金 12.686 吨、银 95.716 吨、铅 5,930 吨、锌 13,288 吨。

● 盈利预测

我们预计 2025-2027 年，黄金价格依旧强势，公司成本控制能力保持，预计山金国际实现归母净利润为 31.76/37.89/43.70 亿元，YOY 为 46.15%/19.32%/15.32%，对应 PE 为 15.41/12.92/11.20，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格超预期下跌，公司成本超预期提升

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13585	10700	11817	13698
增长率(%)	67.60	-21.24	10.44	15.92
EBITDA（百万元）	3885.18	5566.16	6422.59	7065.47
归属母公司净利润（百万元）	2173.11	3176.00	3789.45	4369.83
增长率(%)	52.57	46.15	19.32	15.32
EPS（元/股）	0.78	1.14	1.36	1.57
市盈率（P/E）	22.53	15.41	12.92	11.20
市净率（P/B）	3.77	3.34	2.93	2.57
EV/EBITDA	10.60	8.07	6.55	5.50

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)					主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	13585	10700	11817	13698	营业收入	67.6%	-21.2%	10.4%	15.9%
营业成本	9521	5578	5788	6153	营业利润	51.7%	46.2%	18.1%	20.8%
税金及附加	284	280	310	359	归属于母公司净利润	52.6%	46.1%	19.3%	15.3%
销售费用	5	3	4	4	获利能力				
管理费用	405	342	378	438	毛利率	29.9%	47.9%	51.0%	55.1%
研发费用	120	9	9	11	净利率	16.0%	29.7%	32.1%	31.9%
财务费用	25	46	50	51	ROE	16.7%	21.7%	22.7%	23.0%
资产减值损失	-5	0	0	0	ROIC	15.4%	18.9%	19.4%	20.4%
营业利润	3181	4649	5491	6632	偿债能力				
营业外收入	2	1	1	0	资产负债率	18.6%	20.9%	20.4%	19.6%
营业外支出	9	10	10	0	流动比率	2.98	3.43	4.34	5.22
利润总额	3174	4640	5482	6632	营运能力				
所得税	743	1160	1370	1658	应收账款周转率	430.25	286.81	209.92	214.75
净利润	2430	3480	4111	4974	存货周转率	6.99	4.11	3.86	3.91
归母净利润	2173	3176	3789	4370	总资产周转率	0.79	0.54	0.52	0.53
每股收益(元)	0.78	1.14	1.36	1.57	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.78	1.14	1.36	1.57
货币资金	2870	5830	9093	12608	每股净资产	4.67	5.28	6.01	6.85
交易性金融资产	1257	1457	1357	1457	估值比率				
应收票据及应收账款	21	53	59	68	PE	22.53	15.41	12.92	11.20
预付款项	17	28	29	31	PB	3.77	3.34	2.93	2.57
存货	1240	1472	1527	1624	现金流量表				
流动资产合计	5524	8923	12131	15876	净利润	2430	3480	4111	4974
固定资产	3171	3010	2838	2472	折旧和摊销	633	880	891	383
在建工程	258	239	222	205	营运资本变动	760	365	-1	-71
无形资产	8437	8237	8037	8037	其他	48	-125	-110	147
非流动资产合计	12665	12301	11926	11566	经营活动现金流净额	3871	4601	4891	5432
资产总计	18189	21224	24057	27442	资本开支	-687	-518	-518	-10
短期借款	0	100	200	350	其他	-2162	42	347	-143
应付票据及应付账款	796	1565	1624	1624	投资活动现金流净额	-2849	-476	-172	-153
其他流动负债	1057	938	968	1068	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	1854	2603	2792	3042	债务融资	820	390	390	370
其他	1523	1823	2123	2323	其他	-1251	-1541	-1846	-2135
非流动负债合计	1523	1823	2123	2323	筹资活动现金流净额	-431	-1151	-1456	-1765
负债合计	3377	4426	4915	5365	现金及现金等价物净增加额	577	2960	3263	3514
股本	2777	2777	2777	2777					
资本公积金	4431	4431	4431	4431					
未分配利润	4987	6192	7645	9322					
少数股东权益	1831	2135	2457	3061					
其他	787	1263	1831	2487					
所有者权益合计	14812	16797	19141	22077					
负债和所有者权益总计	18189	21224	24057	27442					

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。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

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客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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专业投资者。

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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券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。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

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