

# 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

买入 (首次)

2024年08月11日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

研究助理 徐毅达

执业证书: S0600123090025

xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8382	8106	9298	11763	13471
同比 (%)	(7.29)	(3.29)	14.71	26.51	14.52
归母净利润 (百万元)	1123	1424	2190	3187	3779
同比 (%)	(11.78)	26.79	53.76	45.54	18.56
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.40	0.51	0.79	1.15	1.36
P/E (现价&最新摊薄)	42.39	33.43	21.74	14.94	12.60

### 投资要点

- 公司资源储量丰富，拟并购纳米比亚 Osino 公司，正式开启海外布局：**截至 2023 年底，公司共拥有 5 个矿山企业，合计保有金资源量 4,553.6 万吨，金金属量 146.66 吨；合计保有银铅锌多金属矿资源量 6,906.4 万吨，银金属量 8,018.82 吨。2024 年 2 月公司拟现金收购纳米比亚 Osino 公司，其旗舰项目 Twin Hills 金矿为主要资产，规划年产金 5 吨。截至 2023 年底，Twin Hills 金矿保有黄金资源量为 91.3 吨，资源品味为 1.09 克/吨，黄金储量为 64.5 吨，资源品味为 1.04 克/吨。**正式完成收购 Twin Hills 金矿后，公司总黄金资源量将从 146.66 吨显著增加至 237.96 吨。**
- 公司由民营体制转为国有控股企业，山东黄金集团入主为公司增储扩产、达成战略目标提供注入预期：**2023 年公司大股东变更为山东黄金，实际控制人变更为山东省国资委。公司背靠山东黄金集团，其资产注入预期进一步加强；此外，公司制定了“十四五”“十五五”期间整体发展规划，计划在十四五末矿产金产量 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨；2028 年末矿产金产量 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨；十五五末矿产金产量 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。
- 公司克金成本处于行业低位，销售净利率在同行业中领先：**得益于公司旗下矿山资源普遍品位较高，以及公司国际化矿业管理水平及良好的成本控制，公司的克金成本和销售净利率在同行业中优势明显，我们选取山东黄金、紫金矿业、赤峰黄金作为同行业可比公司。2023 年，公司克金成本为 176.36 元/克，较可比公司均值 244.55 元/克具备明显优势；公司 2023 年销售净利率为 19.35%，明显高于可比公司均值 8.66%。
- 公司黄金业务集中度较高，充分受益于黄金价格上涨。**基于可比公司 2023 年黄金销量及单吨售价，我们对未来黄金价格潜在不同涨价梯度进行利润端的弹性测试，在销量不变的情况下，黄金价格增长 15%、25%，和 35% 的情境下，山金国际利润增厚比例分别为 19%、32%，和 44%，具备较强的业绩弹性。
- 美国长期负债率的提升正有效推升黄金开启上行大周期：**我们认为黄金的上行周期并非短期行情，其背后的深层逻辑在于美元信用弱化的背景下，黄金的货币属性正在提升，以新兴国家为代表的央行机构将长期调整其多元化的外汇储备配置，在这一过程中，黄金的占比将获得长期提升；此外，在基于我们对美国高赤字率推升通胀中枢的判断下，在降息周期开启后，美国名义利率的下行料将带动实际利率快速跟随下行，黄金的上行周期将迎来加速上涨期。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计山金国际 2024-2026 年营业收入分别为 92.98/117.63/134.71 亿元，同比增速分别为 14.71%/26.51%/14.52%；归母净利润分别为 21.90/31.87/37.79 亿元，同比增速分别为 53.76%/45.54%/18.56%，对应当前 PE 为 22/15/13 倍，处于行业估值低位。考虑到公司未来产量增长路径清晰，业绩确定性高，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**全国矿山安全检查力度超预期风险；公司资产并购进度低于预期风险；美元走强带来的黄金价格走低风险；全球央行停止购金导致黄金价格走弱风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	17.15
一年最低/最高价	12.31/21.04
市净率(倍)	3.95
流通 A 股市值(百万元)	42,644.06
总市值(百万元)	47,620.79

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.34
资产负债率(% ,LF)	15.48
总股本(百万股)	2,776.72
流通 A 股(百万股)	2,486.53

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 公司概况</b>	<b>5</b>
1.1. 公司由民营体制转为国有控股企业，山东省国资委为实际控制人	5
1.2. 公司发展聚焦贵金属主业，内增外扩不断扩展其金属资源量	5
1.3. 公司营收和盈利规模稳步增长，黄金业务毛利占比持续上升	6
<b>2. 公司是具备高品位资源、强成长预期的金银双轮驱动优质标的</b>	<b>9</b>
2.1. 公司在产矿山具备高品位、接续性高的特点	11
2.1.1. 黑河洛克（100%权益）	11
2.1.2. 吉林板庙子（95%权益）	12
2.1.3. 青海大柴旦（90%权益）	13
2.1.4. 玉龙矿山（76.67%权益）	14
2.2. 公司具备明确的增产预期	15
2.2.1. 华盛金矿（60%权益）	15
2.2.2. Twins Hills（拟收购100%）	15
2.3. 战略发展目标清晰，山金入主助力增储扩产	17
2.4. 公司黄金业务集中度较高，充分受益于黄金价格上涨	18
<b>3. 美国长期负债率的提升正有效推升黄金开启上行大周期</b>	<b>19</b>
3.1. 去美元化背景下，黄金的货币属性正在提升	19
3.2. 美联储降息周期临近，黄金上行趋势或迎加速	21
<b>4. 盈利预测及投资建议</b>	<b>23</b>
4.1. 核心假设及盈利预测	23
4.2. 估值分析及投资建议	24
<b>5. 风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1:	山金国际股权架构 (截至 2023 年 12 月 31 日)	5
图 2:	公司发展历程	6
图 3:	公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)	7
图 4:	公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)	7
图 5:	各产品毛利占比 (%)	7
图 6:	自产金毛利 (亿元) 及毛利率 (%)	7
图 7:	公司各项费用率整体保持稳定	8
图 8:	公司摊薄 ROE 重回上升通道	8
图 9:	负债率对比 (%)	8
图 10:	克金成本对比 (元/克)	9
图 11:	销售净利润率对比 (%)	9
图 12:	2023 年公司有色金属矿采选业营收占比	10
图 13:	2023 年公司有色金属矿采选业毛利占比	10
图 14:	合质金业务营收及毛利率状况 (亿元)	11
图 15:	矿产银业务营收及毛利率状况 (亿元)	11
图 16:	锌精矿业务营收及毛利率状况 (亿元)	11
图 17:	铅精矿业务营收及毛利率状况 (亿元)	11
图 18:	黑河洛克金矿矿产金 (吨)	12
图 19:	黑河洛克黄金资源量 (吨)	12
图 20:	吉林板庙子金矿矿产金 (吨)	13
图 21:	吉林板庙子黄金资源量 (吨)	13
图 22:	青海大柴旦金矿矿产金 (吨)	14
图 23:	青海大柴旦黄金资源量 (吨)	14
图 24:	玉龙矿山矿产银 (吨)	15
图 25:	玉龙矿山白银资源量 (吨)	15
图 26:	Twin Hills 金矿项目各项费用及总营收预测	17
图 27:	金资源量及储量规划 (吨)	18
图 28:	产量规划 (吨)	18
图 29:	美国未偿还国债总额占 GDP 比例 (%)	20
图 30:	各国央行正在转变其资产配置	20
图 31:	2007 年以来金价与黄金储备量占比呈现较好的正相关性	20
图 32:	美国新增非农就业人数大幅回落 (千人)	21
图 33:	“萨姆规则”预示美国经济面临衰退 (%)	21
图 34:	欧美经济陷入衰退困境 (%)	22
图 35:	美债长短利率倒挂 (%)	22
图 36:	CME 美联储市场利率观察工具对降息概率的预测	22
表 1:	2023 年山金国际黄金各矿山黄金产能产量表	9
表 2:	2023 年山金国际除黄金外各矿山资源储量表	10
表 3:	2023 年华盛金矿资源储量表	15
表 4:	Twin Hills 金矿储量及资源量	16

表 5: 2022 年 Ondundu 金矿资源量表.....	17
表 6: 黄金价格对主要黄金企业业绩影响的敏感性分析.....	18
表 7: 山金国际主要业务板块营收及毛利拆分 (亿元) .....	23
表 8: 可比公司估值 (截至 2024 年 8 月 9 日) .....	24

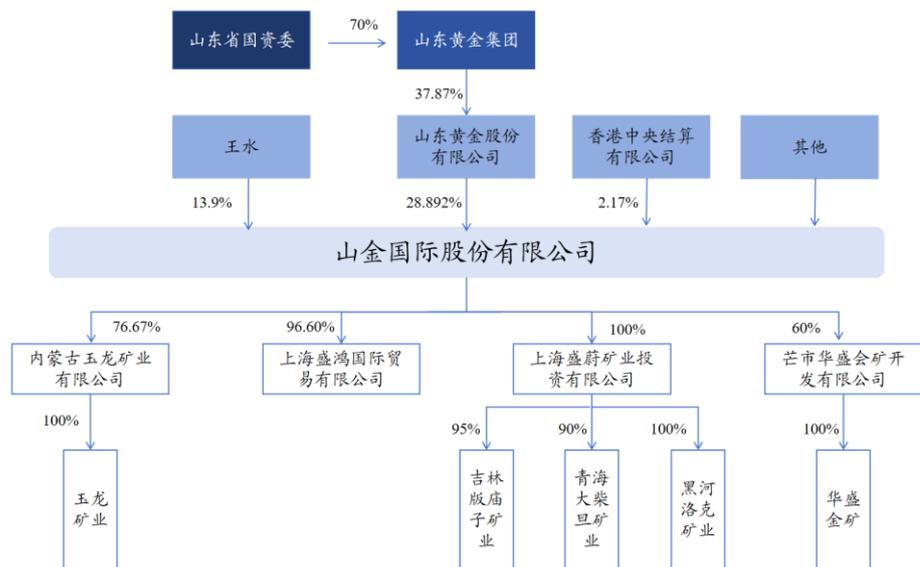
## 1. 公司概况

山金国际股份有限公司于 2000 年 6 月在深圳证券交易所主板上市，公司主营业务包括贵金属和有色金属矿产的勘探、采矿、选矿和金属贸易。

### 1.1. 公司由民营体制转为国有控股企业，山东省国资委为实际控制人

公司实际控制人为山东省国资委，大股东为山东黄金。公司原控股股东为中国银泰，实际控制人为沈国军。2023 年 7 月，山东黄金通过协议收购沈国军和中国银泰持有的全部股份，正式控股山金国际，持股比例 23.1%；此后山东黄金继续通过集中竞价方式继续增持公司股份，截止 2023 年底，山东黄金直接持有公司 28.89% 的股份。

图1：山金国际股权架构（截至 2023 年 12 月 31 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.2. 公司发展聚焦贵金属主业，内增外扩不断扩展其金属资源量

公司发展路径围绕内生外扩的整体方针，通过不断并入海内外优秀黄金矿产资源扩大商业版图。1) 2007-2013 年，公司主业转向矿产资源。2013 年，公司完成重大资产重组，收购内蒙古玉龙矿业，主营业务完全转变为银、铅、锌等有色金属矿石的采选与销售；2) 2013-2016 年，公司在全国范围内进行资源并购。该阶段，公司收购加拿大埃拉多位于国内的吉林板庙子金矿、青海大柴旦金矿和黑河洛克东安金矿，实现全国布局；3) 2016-2024 年，公司开启出海并购，并表山东黄金。公司于 2021 年收购芒市华盛金矿 60% 股权，并于 2023 正式并入山东黄金；2024 年 2 月，公司发布公告拟收购位于纳

米比亚的 Osino 公司，其主要资产 Twin Hills 金金属总资源量约为 99.21 吨。

截至 2023 年底，公司合计保有金资源量 4,553.6 万吨，金金属量 146.66 吨，合计保有银铅锌多金属矿资源量 6,906.4 万吨，银金属量 8,018.82 吨，铅金属量 61.37 万吨，锌金属量 1,28.36 万吨，铜 12.62 万吨。

图2：公司发展历程



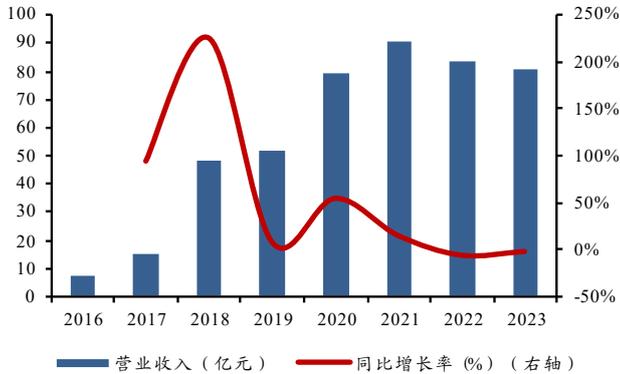
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 1.3. 公司营收和盈利规模稳步增长，黄金业务毛利占比持续上升

公司总营收从 2016 年起稳定增长，归母净利润显著增加。2016 至 2021 年，公司从 2016 年到 2021 年由于并购新矿陆续投入生产，产量和营收保持持续增长。2022 年，公司产销量小幅下降，总营业收入小幅下降至 83.82 亿元，下降的主要原因为吉林板子金矿因疫情影响停产，青海大柴旦金矿因设备意外开裂进而停产两个月进行更换调试，和玉龙矿业因北京冬奥会、残奥会的举办期间禁购炸药。

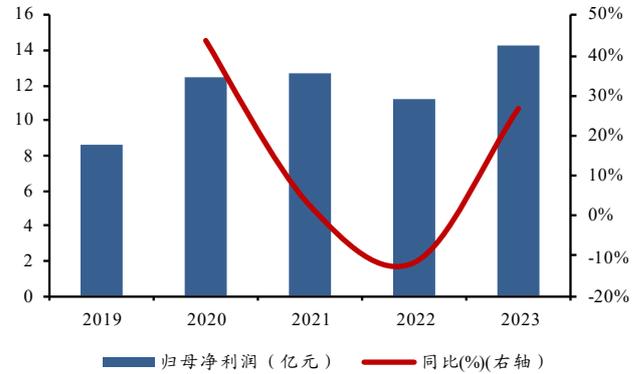
2023 年，公司积极推动复工复产，同时金价迎来上涨周期，公司归母净利润大幅上升并创新高至 14.24 亿元，同比增长 26.79%。受金属贸易业务规模收缩影响，营业总收入为 81.06 亿元，同比下降 3%。

图3: 公司营业收入(亿元)及同比(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

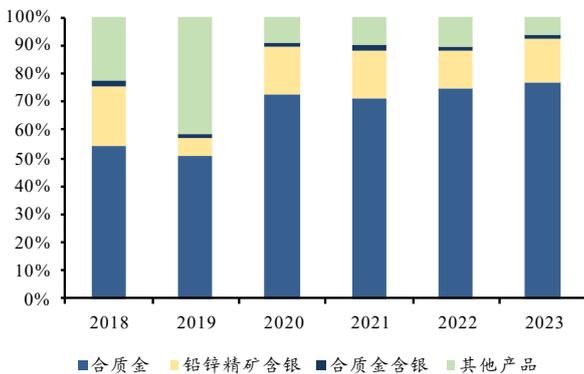
图4: 公司归母净利润(亿元)及同比(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

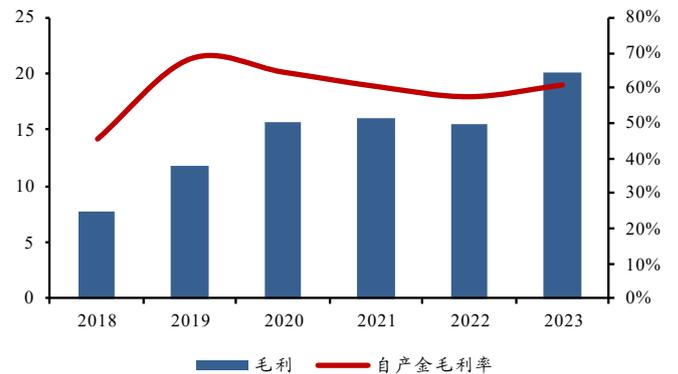
公司黄金业务为业绩增长的主要驱动力, 合质金采选业务贡献主要毛利。公司于2016年收购的黑河洛克、青海大柴旦和吉林版庙子金矿在2018年至2020年陆续达产, 并完成扩产改造, 大幅增长公司黄金产量, 使黄金业务成为公司业绩增长的主要驱动力。2023年, 公司合质金业务占总营收比例达到77.18%。2023年后公司积极把握金价上升周期, 实现量价齐增。2023年公司自产金销量7.34吨, 同比增长6.53%; 自产金均价达449.64元/克, 同比增长14.4%, 全年毛利达到25.97亿元, 同比增长24.9%。

图5: 各产品毛利占比(%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图6: 自产金毛利(亿元)及毛利率(%)

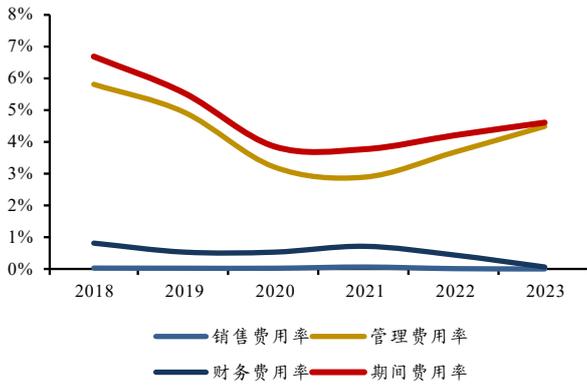


数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司管理费用率小幅提升, 净资产收益率重回增长区间。公司近些年管理费用率小

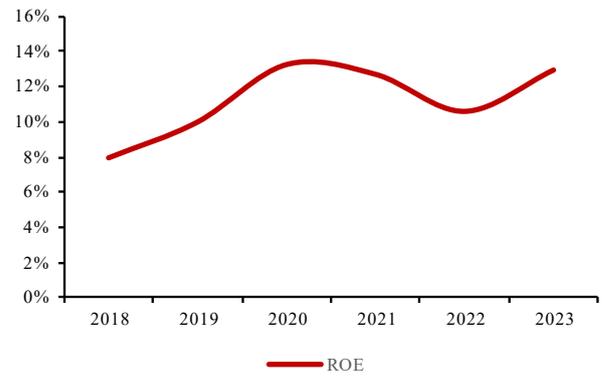
幅提升，其主要原因为公司于 2022 年受到矿山停工影响，以及加大对潜在可并购资源的探寻力度；2023 年，公司加快各矿山复工复产进度，叠加黄金价格的快速上涨，公司摊薄 ROE 回升至 12.32%，重回上升通道。

图7：公司各项费用率整体保持稳定



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

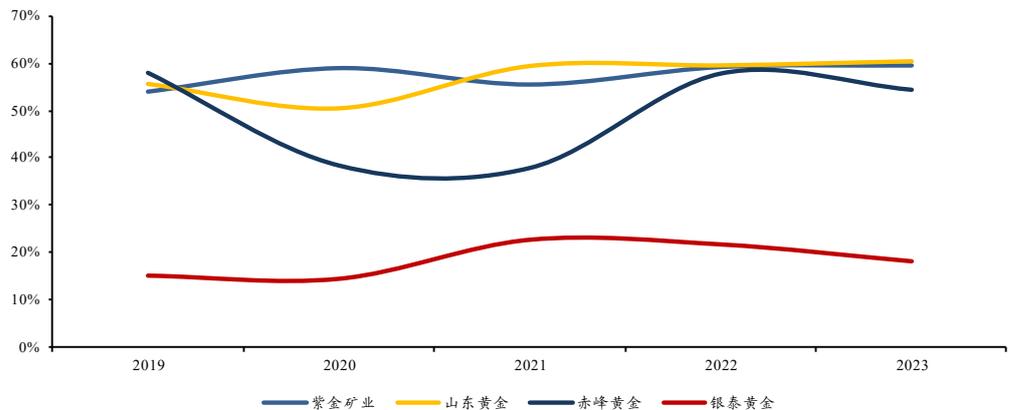
图8：公司摊薄 ROE 重回上升通道



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司资产负债率显著低于同行业其他公司，为其增储并购提供进一步融资空间。2023 年，公司资产负债率仅为 17.98%，而紫金矿业负债率为 59.66%、山东黄金负债率为 60.43%，赤峰黄金负债率为 54.36%。公司负债率持续处于行业低位，有助于后续继续融资，进一步扩展矿山资源。

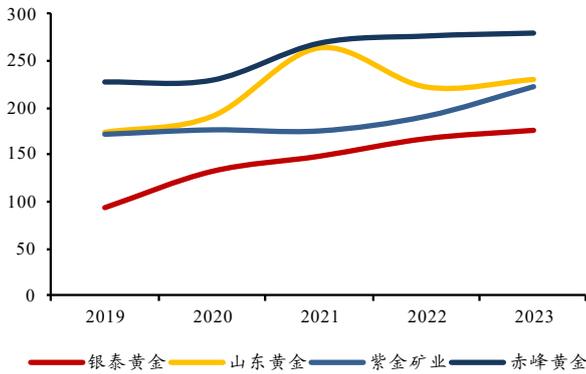
图9：负债率对比 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

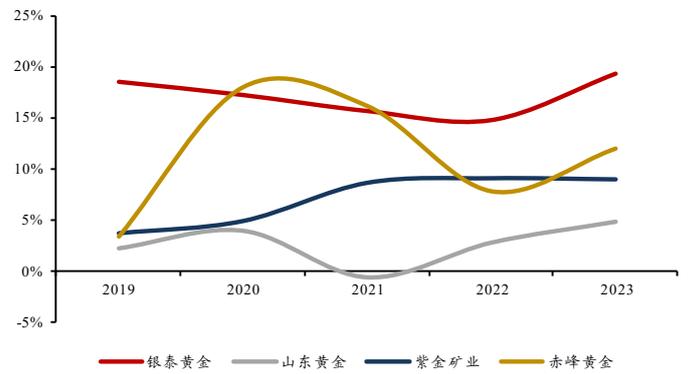
公司克金成本处于行业低位，销售净利率在同行业中领先。公司旗下矿山资源普遍品位较高，同时受益于公司国际化矿业管理水平及良好的成本控制，公司的克金成本和销售净利率在同行业中优势明显。2023年，公司克金成本为176.36元/克，相比同行山东黄金为230.38元/克，紫金矿业为223.06元/克，赤峰黄金为280.2元/克；2023年，公司销售净利率为19.35%，而山东黄金的销售净利率为4.88%，紫金矿业为9.05%，赤峰黄金为12.06%。

图10: 克金成本对比 (元/克)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图11: 销售净利率对比 (%)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2. 公司是具备高品位资源、强成长预期的金银双轮驱动优质标的

公司核心业务以金银为主，有色为辅双轮驱动。截至2023年底，公司共拥有5个矿山企业，其中黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦为金矿矿山，玉龙矿业为铅锌银多金属矿矿山，上述矿山为在产矿山；华盛金矿为停产待恢复矿山。截至2023年底，公司合计保有金资源量4,553.6万吨，金金属量146.66吨；合计保有银铅锌多金属矿资源量6,906.4万吨，银金属量8,018.82吨，铅金属量61.37万吨，锌金属量128.36万吨，铜12.62万吨。

表1: 2023年山金国际黄金各矿山黄金产能产量表

金矿	产量 (吨)	资源量 (吨)	资源量品味 (克/吨)	储量 (吨)	储量品味 (克/吨)	权益比例 (%)	权益产量 (吨)	权益资源量 (吨)	权益储量 (吨)
吉林板庙子	1.8	25.09	3.83	14.64	4.03	95.00%	1.71	23.83	13.91
华盛金矿		29.23	1.65	19.4	2.18	60.00%	0	17.54	11.64
黑河洛克	2.16	13.05	4.99	6.85	5.9	100.00%	2.16	13.05	6.85

青海大柴旦	3.05	77.54	4.6	37.78	4.71	90.00%	2.75	69.79	34
玉龙矿业		1.75	0.97			76.67%	0	1.34	0
合计	7.01	146.66	3.22	78.67	3.62		6.62	125.55	66.4

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

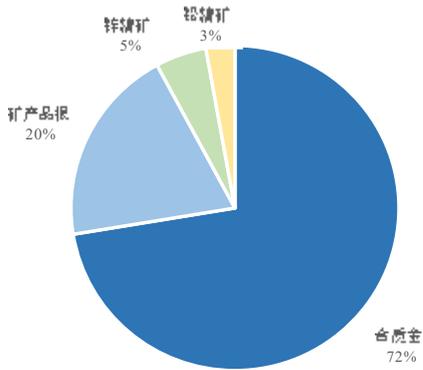
表2：2023 年山金国际除黄金外各矿山资源储量表

矿山名称	资源量				储量		
	铅金属量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	银金属量 (吨)	铜金属量 (万吨)	铅金属量 (吨)	锌金属量 (吨)	银金属量 (吨)
黑河洛克			161.923				88.979
玉龙矿业	61.37	128.36	7856.897	12.62	84205	1540.25	863.533
合计	61.37	128.36	8018.82	12.62	84205	1540.25	952.512

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

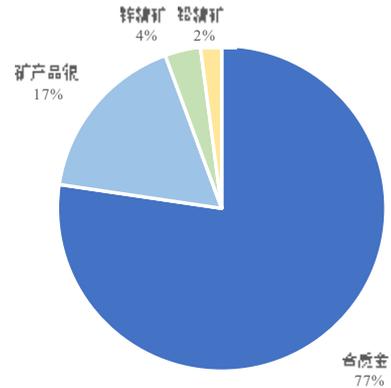
公司黄金白银业务贡献了有色金属采选业务主要的营收及利润。产品端，公司目前主要外销四种产品，分别为黄金、白银、铅精粉、锌精粉。其中黄金白银贡献了绝大多数营收及利润。2023 年度，黄金贡献了有色金属采选业务 70%以上营收及毛利；白银贡献了 20%的营收及 17%的毛利；铅、锌业务占营收毛利比例较低。

图12：2023 年公司有色金属矿采选业营收占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图13：2023 年公司有色金属矿采选业毛利占比

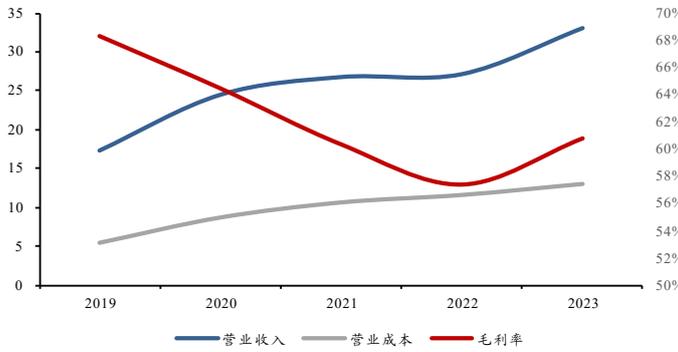


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司白银业务毛利率波动无法完全体现白银市价波动情况。公司白银主要以合质金含银以及铅锌精矿含银的形式产生并单独销售，由于铅锌精矿含银占比更高、产出量更大，因此公司产品业务中，白银及铅锌的营收产出呈现较高的相关性。此外，由于铅锌精矿所在玉龙矿业的品位出现波动，因此公司整体白银业务的毛利率波动与白银市价波

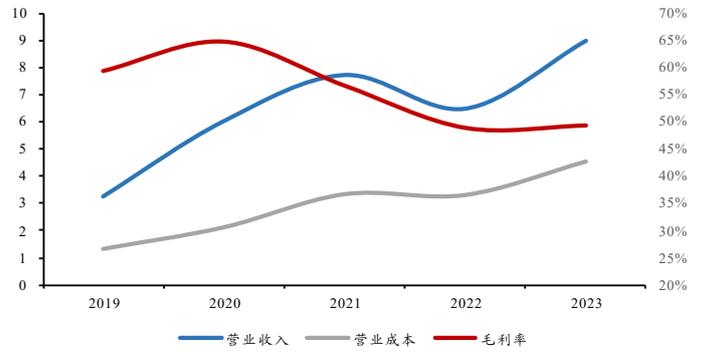
动并不一致。

图14: 合质金业务营收及毛利率状况 (亿元)



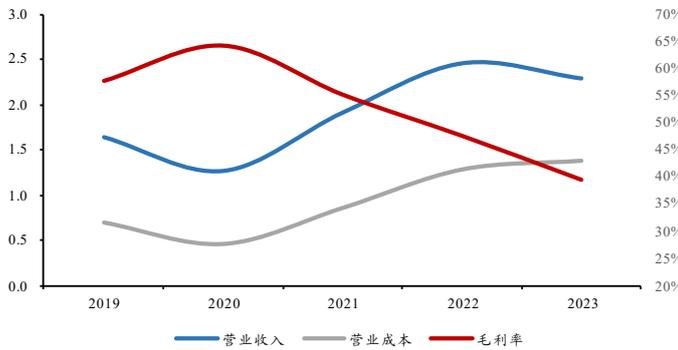
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图15: 矿产银业务营收及毛利率状况 (亿元)



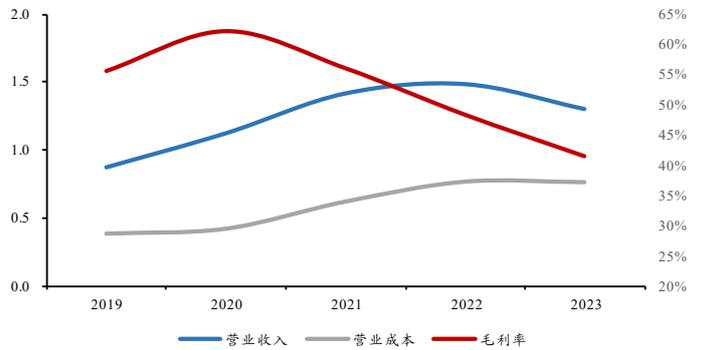
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图16: 锌精矿业务营收及毛利率状况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图17: 铅精矿业务营收及毛利率状况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.1. 公司在产矿山具备高品位、接续性高的特点

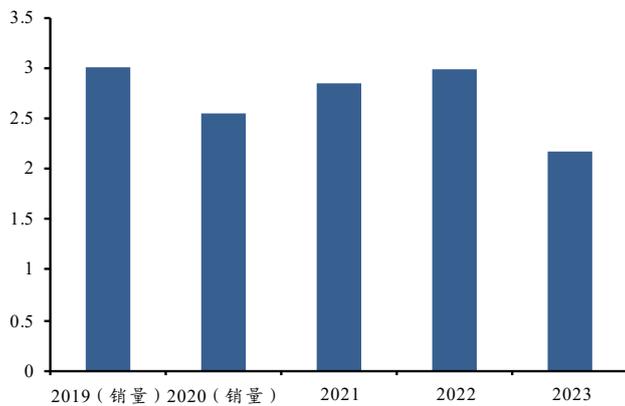
### 2.1.1. 黑河洛克 (100%权益)

黑河洛克是国内黄金品位最高的矿山之一。黑河洛克拥有东安金矿的采矿权, 位于黑龙江省黑河市逊克县, 是少有的高品位、浅埋藏低温热液型金矿, 主要产品为高银合质金。截至 2023 年底, 黑河洛克共保有黄金资源量 13.05 吨, 资源量品味 4.99 克/吨, 黄金储量 6.85 吨, 储量品味 5.9 克/吨, 银资源量 161.92 吨。2023 年黑河洛克矿产金产

量为 2.16 吨，矿产银 16.50 吨，净利润为 6.28 亿元，净利润率为 49.15%，盈利能力在各子公司中排名第一。

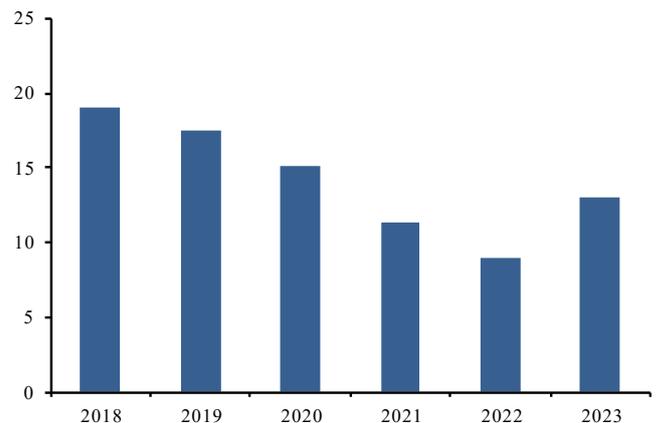
**黑河洛克受让取得东安金矿外围探矿权。**2023 年 3 月，黑河洛克受让位于东安金矿采矿权外围的岩金矿床 5 号矿体外围的详查探矿权，该探矿权位于黑河洛克东安金矿采矿权外围，与东安金矿属于同一成矿带有助于提升公司资源储备。受让该探矿权将有利于提升公司资源储备，保证金矿的资源接续，延续矿山服务年限。

图18: 黑河洛克金矿矿产金(吨)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图19: 黑河洛克黄金资源量(吨)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

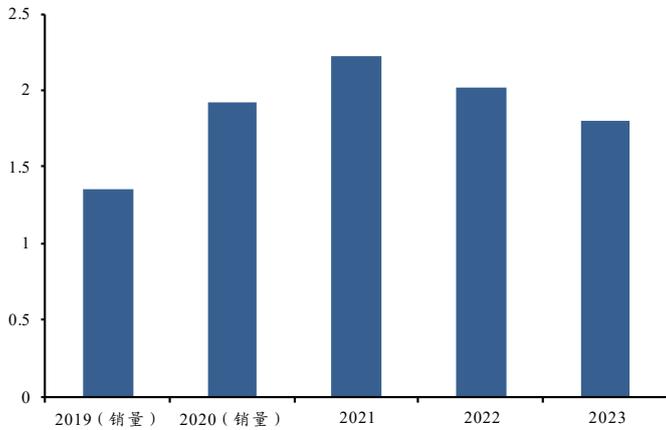
### 2.1.2. 吉林板庙子(95%权益)

吉林板庙子拥有金英金矿的采矿权，位于吉林省白山市浑江区，主要产品为低银合质金。截至 2023 年底，吉林板庙子共保有黄金资源量 25.09 吨，资源量品味 3.83 克/吨，黄金储量 14.64 吨，储量品味 4.03 克/吨。2023 年吉林板庙子矿产金产量为 1.8 吨，矿产银 0.39 吨，净利润为 3.99 亿元，净利润率为 43.6%。

**矿山勘探取得进展。**2023 年度，吉林板庙子勘察活动主要集中在金英金矿采矿权内，在采矿权内勘探增加矿石量 34.3 万吨，金金属量 1.1 吨，平均品位 3.21 克/吨；此外，控股子公司吉林金诚盛鑫矿业有限公司于名下板石沟金及多金属矿进行勘探，发现东大坡区有工业矿体的赋存，初步估算资源量有矿石量 57.1 万吨，金金属量 1.732 吨，平均品位 3.03 克/吨。

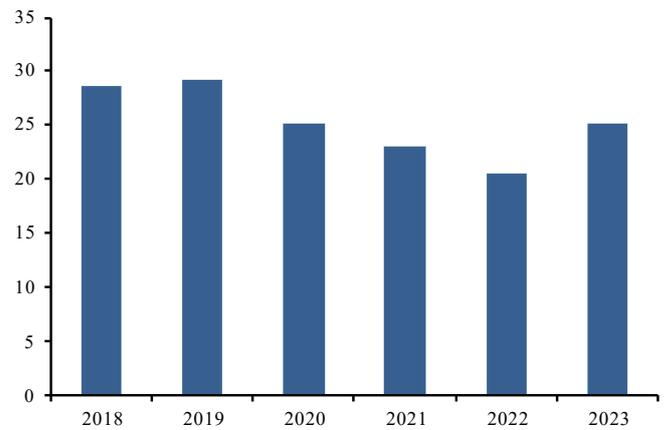
**金矿享受企业所得税优惠，有利于公司降本。**2023 年 12 月，吉林板庙子通过了高新技术企业认定，将连续三年(2023 年至 2025 年)享受高新技术企业所得税优惠政策，即按 15% 的税率缴纳企业所得税。该认定有助于减少公司税负，将对公司经营业绩产生积极影响。

图20: 吉林板庙子金矿矿产金(吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图21: 吉林板庙子黄金资源量(吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

### 2.1.3. 青海大柴旦(90%权益)

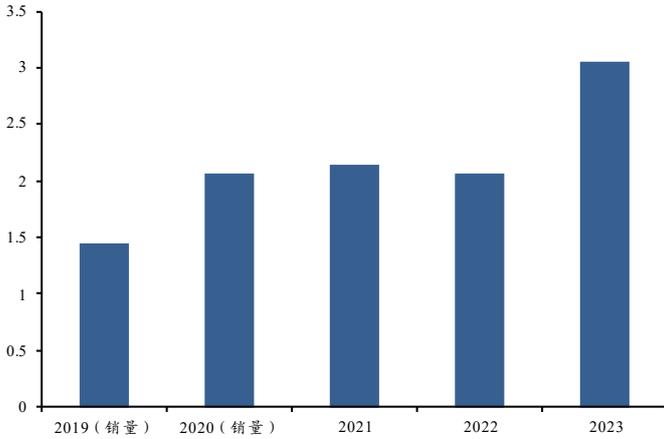
**青海大柴旦金矿保有黄金资源量最大, 在各子公司中排行第一。**青海大柴旦位于青海省海西州大柴旦, 主要产品为低银合质金。截至 2023 年底, 青海大柴旦共保有黄金资源量 77.54 吨, 资源量品味 4.6 克/吨, 黄金储量 37.78 吨, 储量品味 4.71 克/吨。2023 年大柴旦共生产矿产金 3.05 吨, 矿产银 0.92 吨, 净利润为 5.81 亿元, 净利润率为 47.93%。

**矿山增储扩产增量明确。**青海大柴旦位于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区, 成矿条件优越, 在滩间山和青龙沟两个采矿权周边有多处物化探异常, 找矿潜力巨大。青龙沟金矿的矿区扩大和新立的细晶沟金矿采矿权将为公司金矿的增储扩产提供增量, 有助于实现公司增加金矿矿储及产量的战略目标。

**青龙沟扩采矿权证已办理完成, 有望贡献产量增量。**2023 年度, 公司针对青龙沟现有采矿权周边的青龙沟竖井东深部和青山金矿深部进行探矿, 对青龙沟北矿段和南矿段进行了加密钻探和重新圈矿。通过地表和井下勘查, 共新增矿石量 155.89 万吨, 新增金金属量 7.19 吨。截至 2023 年底, 青龙沟金矿的采矿权证(扩大矿区范围(II、III矿带))已经办理完成, 投产在即。

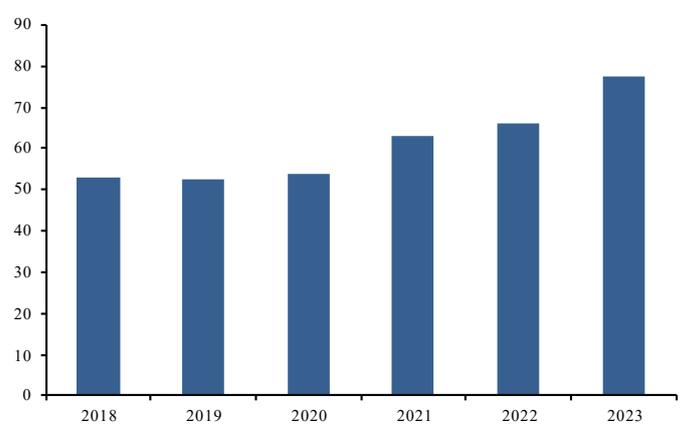
**细晶沟金矿现已完成资源探储, 采矿权获批在即。**公司已于 2020 年完成细晶沟金矿详查报告矿产资源储量评审备案, 提交矿石资源量 345.85 万吨, 金金属量 14.24 吨。截至 2023 年底, 细晶沟金矿(新立)采矿权目前已经被青海省自然资源厅审查完毕, 等待进一步批准意见。

图22: 青海大柴旦金矿矿产金 (吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图23: 青海大柴旦黄金资源量 (吨)



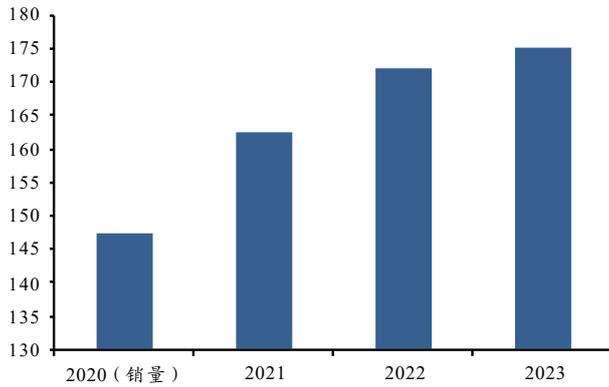
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

#### 2.1.4. 玉龙矿山 (76.67%权益)

玉龙矿山资源种类丰富, 且是目前国内矿产银 (含量银) 最大的单体矿山之一。玉龙矿业位于内蒙古西乌珠穆沁旗巴彦花镇, 主要产品为铅锌精矿 (含银)。截至 2023 年末, 矿山共保有银金属资源量 7856.9 吨, 铅金属资源量 61.37 万吨, 锌金属量 128.36 万吨, 铜金属量 12.62 万吨和金金属量 1.753 吨。2023 年, 玉龙矿山矿产银产量达 175.19 吨, 铅精粉 9494.45 吨, 锌精粉 16402.17 吨, 净利润为 3.62 亿元, 净利润率为 33.28%。

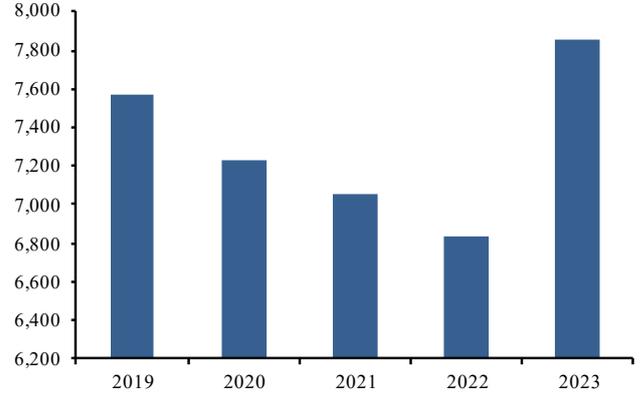
玉龙矿山勘探前景广阔, 探矿工作取得突破。玉龙矿业共拥有六宗银铅锌矿探矿权证, 勘探范围达 42.84 平方公里, 均在现有采矿证周边。该地带蕴藏丰富的有色金属资源, 具备产出银、铜、铅、锌、金等有色金属和贵金属大型矿区的优势条件, 是有色金属矿床重点地区。2023 年, 公司矿区内对 1118 高地探矿权资源进行了更新备案资源量, 共保有金属量银 3,026 吨、锌 60.83 万吨、铅 23.23 万吨、铜 12.09 万吨、锡 2.74 万吨; 平均品位分别为银 82.86 克/吨、锌 1.71%、铅 0.68%、铜 0.38%、锡 0.10%。发现的银、锌金属规模达到大型, 铜、锡、铅金属达到中型。目前, 公司正全力推进探转采手续办理。

图24: 玉龙矿山矿产银(吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图25: 玉龙矿山白银资源量(吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

## 2.2. 公司具备明确的增产预期

### 2.2.1. 华盛金矿(60%权益)

芒市华盛金矿位于云南省德宏州芒市三台山乡,公司于2021年收购其60%股权。截至2023年底,华盛金矿目前拥有采矿权面积0.6338平方公里,主要产品为合质金、金精矿。金矿为类卡林型大型金矿,资源潜力大,现有采矿许可证生产规模为10万吨/年,公司计划将其生产能力提升至120万吨/年。截至2023年底,华盛金矿共有黄金资源量29.23吨,资源品位1.65克/吨,黄金储量19.4吨,储量品位2.18克/吨。

公司正在全力推进金矿复产工作。华盛金矿于2016年起由于原股东资金等问题基本停产,目前处于待产状态。根据公司所发布投资者关系活动记录表,截至2023年底,公司正在积极统筹推进120万吨的资源储量评审备案和复产工作,我们预计华盛金矿有望于2026年贡献产量,预计该项目达产后可贡献平均年产金2.6吨。

表3: 2023年华盛金矿资源储量表

金矿	资源量 (吨)	资源量品位 (克/吨)	储量 (吨)	储量品位 (克/吨)	权益比例 (%)	权益产量 (吨)	权益资源量 (吨)	权益储量 (吨)
华盛金矿	29.23	1.65	19.4	2.18	60.00%	0	17.54	11.64

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.2.2. Twins Hills (拟收购100%)

公司拟现金收购纳米比亚 Osino 公司,正式开启海外布局。2024年2月,公司发

布公告，拟以每股 1.90 加元的价格，共约 3.68 亿加元现金收购 Osino Resources Corp. 现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份，收购完成后，公司将通过买方持有 Osino 100% 的股权。

**Twin Hills 金矿为 Osino 主要资产，规划年产金 5 吨。**截至 2023 年底，Twin Hills 金矿保有黄金资源量为 91.3 吨，资源品味为 1.09 克/吨，黄金储量为 64.5 吨，资源品味为 1.04 克/吨。正式完成收购 Twin Hills 金矿后，公司总黄金资源量将从 146.66 吨显著增加至 237.96 吨，根据公司可行性分析报告，预计该项目达产后可贡献平均年产金 5 吨。

表4: Twin Hills 金矿储量及资源量

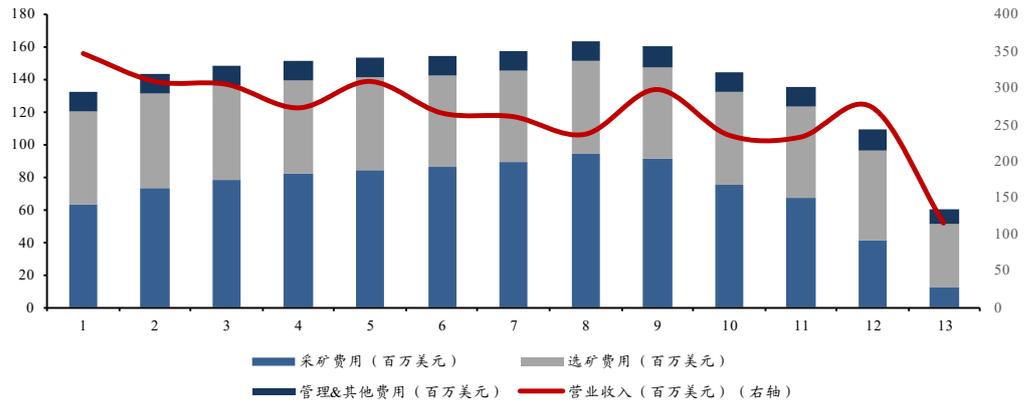
类别	矿石量 (百万吨)	金品位 (克/吨)	金含量 (百万盎司)	金含量 (吨)
证实储量	0.9	1.19	0.03	0.93
概略储量	63.6	1.03	2.12	65.93
总储量	64.5	1.04	2.15	66.86
探明资源	0.7	1.48	0.03	0.93
控制资源	83.6	1.08	2.91	90.5
推断资源	7	1.1	0.25	7.78
总资源	91.3	1.09	3.19	99.21

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**金矿附近基础设施完备，有利于工程建设缩短达产周期。**截至 2024 年 2 月 26 日，Twin Hills 金矿项目已经完成了建设用地的购买，计划在 2024 年 7 月启动项目建设工作，并于 2026 年投产。Twin Hills 金矿项目所在区域已被国家电网覆盖，项目现场与附近拟建的 Erongo 配电站距离约 20 公里。2024 年 1 月 22 日，Osino 与纳米比亚国家供电公司签署了供电协议，纳米比亚国家供电公司将最大提供 30MW 供电容量给 Twin Hills 矿山，可直接满足矿山的生产运营用电需求。

**经济性评估结果：**根据 Twin Hills 金矿项目可行性研究报告，选厂设计产能为 500 万吨/年，建设性资本开支为 3.65 亿美元。矿山计划生产 13 年，服务年限内剥采比 4.64 吨/吨。预计矿山寿命期内平均年产金 16.2 万盎司（约 5.04 吨），全维持性成本为 1011 美元/盎司。假设金价 1750 美元/盎司，项目回本周期为 2.2 年，税后净现值为 4.80 亿美元，内部收益率 28%。

图26: Twin Hills 金矿项目各项费用及总营收预测



注：横轴为达产后的年份（矿山设计生产年限为 13 年）

数据来源：Osino 可行性技术报告，东吴证券研究所

Osino 公司具备较强增储扩产潜力, 现已发现两处潜在增储区域。根据 Osino 于 2023 年 7 月公布的 43-101 技术报告, 公司在 Twins Hills 项目西北 130 公里处全资拥有 Ondundu 金矿探矿权, 其在 0.5 克/吨边界品位以上拥有推断资源量 0.9 百万盎司 (约 27.99 吨) 黄金, 品位为 1.13 克/吨。此外, 在 Ondundu 金矿项目北东向 35 公里处, 新发现 Eureka 远景区, 见矿 47 米, 金品位 5.92 克/吨, 为下一步重点探矿增储区域。

表5: 2022 年 Ondundu 金矿资源量表

	吨 (百万)	品位 (克/吨)	金金属量 (百万盎司)
推断资源量	26	1.13	0.9

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 2.3. 战略发展目标清晰，山金入主助力增储扩产

山东黄金集团入主为公司增储扩产、达成战略目标提供注入预期。山东黄金集团为山东黄金控股公司, 截至 2023 年底, 集团旗下探矿权资源量共保有金金属量 846.44 吨, 采矿权资源量共保有 95.22 吨。在保证山金国际现有生产经营稳定的前提下, 山东黄金集团计划将旗下优质的有色金属板块资产在资产质量符合证监会相关规定情况注入山金国际, 有助于公司实现战略规划目标。

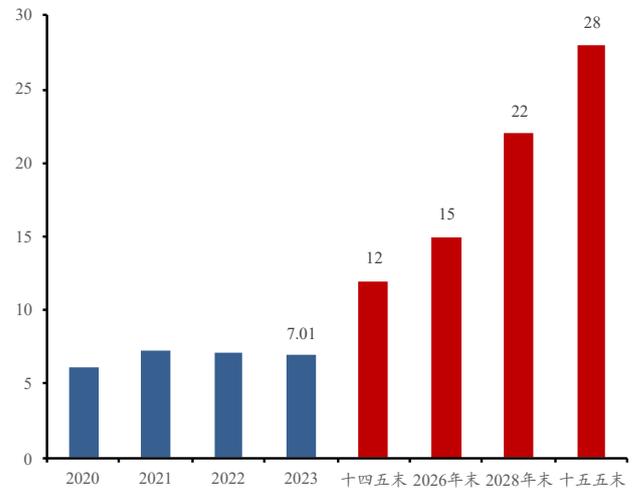
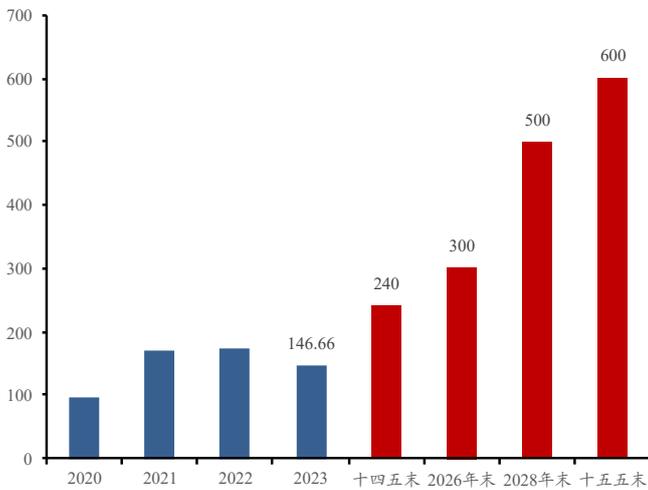
山东黄金与山金国际本质属于上下游关系, 不存在重大同业竞争问题。山东黄金的主要产品为标准金锭和各种规格的投资金条等, 合质金产品需经进一步提炼方可成为标准金, 本质上属于山东黄金生产的标准金的上游产品; 销售模式方面, 山东黄金主要客户为上海黄金交易所, 而公司主要客户为下游黄金冶炼厂, 双方客户处于不同的产业链

环节，主要客户存在较大差异；矿权资源方面，根据目前所持有的采矿权及探矿权，山东黄金与公司的矿权所涉及的区域范围均为独立矿山，不存在交叉覆盖情况。

**战略目标明确，增长空间广阔。**2023 年公司制定了“十四五”“十五五”期间整体发展规划，其中公司计划在十四五末矿产金产量 12 吨，金资源量及储量达到 240 吨；2026 年末矿产金产量 15 吨，金资源量及储量达到 300 吨；2028 年末矿产金产量 22 吨，金资源量及储量达到 500 吨；十五五末矿产金产量 28 吨，金资源量及储量达到 600 吨以上。

图27: 金资源量及储量规划 (吨)

图28: 产量规划 (吨)



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注：2020-2023 年数据为公司年报披露的总资源量  
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

#### 2.4. 公司黄金业务集中度较高，充分受益于黄金价格上涨

基于可比公司 2023 年黄金销量及单吨售价，我们对未来黄金价格潜在不同涨价梯度进行利润端的弹性测试，在销量不变的情况下，黄金价格增长 15%、25%，和 35% 的情境下，山金国际利润增厚比例分别为 19%、32%，和 44%，具备较强的业绩弹性。

表6: 黄金价格对主要黄金企业业绩影响的敏感性分析

证券简称	2023 年黄金业务经营数据				黄金价格变动对应利润增厚 (亿元)			黄金价格变动对应利润增厚比例		
	销量 (吨)	单吨价格 (元/克)	黄金业务毛利润 (亿元)	整体毛利润 (亿元)	15%	25%	35%	15%	25%	35%
山东黄金	39.42	451	87.4	98.4	26.7	44.4	62.2	27%	45%	63%
山金国际	7.34	449	20	26.0	4.9	8.2	11.5	19%	32%	44%
紫金矿业	66.71	406	122	463.8	40.6	67.7	94.8	9%	15%	20%

赤峰黄金	14.51	436	23	23.5	9.5	15.8	22.1	40%	67%	94%
中金黄金	18.27	450	/	81.3	12.3	20.6	28.8	15%	25%	35%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

### 3. 美国长期负债率的提升正有效推升黄金开启上行大周期

我们认为黄金的上行周期并非短期行情，其背后的深层逻辑在于美元信用弱化的背景下，黄金的货币属性正在提升，以新兴国家为代表的央行机构将长期调整其多元化的外汇储备配置，在这一过程中，我们认为黄金的外汇储备占比将获得长期提升。此外，我们认为当下正值美联储加息周期尾声，在基于我们对美国高赤字率推升通胀中枢的判断下，在降息周期开启后，我们认为美国名义利率的下行料将带动实际利率快速跟随下行，黄金的上行周期将迎来加速上涨期。

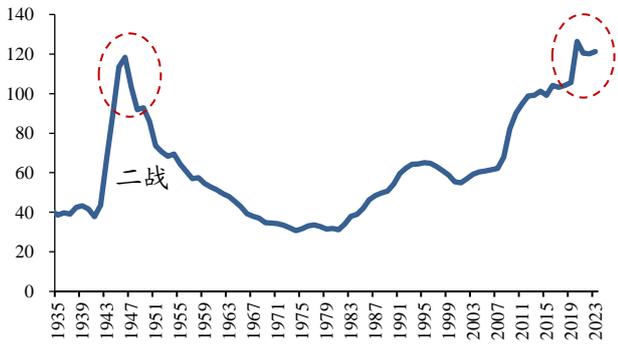
#### 3.1. 去美元化背景下，黄金的货币属性正在提升

债务问题导致美元等货币信用出现“裂痕”，黄金的“去法币化、去中心化”属性凸显。美元近 50 年以来始终是全球最重要的国家主权货币。不管是布雷顿森林体系还是后来的“石油美元”，表象上都是美元与硬通货的强绑定，但内核上主要是源于美元的稳定性与美国的国际贸易地位。

**美国债务与 GDP 比率之比持续增长。**截至 2023 年底，美国政府总计负债规模达 34 万亿美元，远高于 2023 年美国 GDP 总值 27.36 万亿美元，美国未偿还公共债务与 GDP 占比为 124.27%，与二战时期接近。

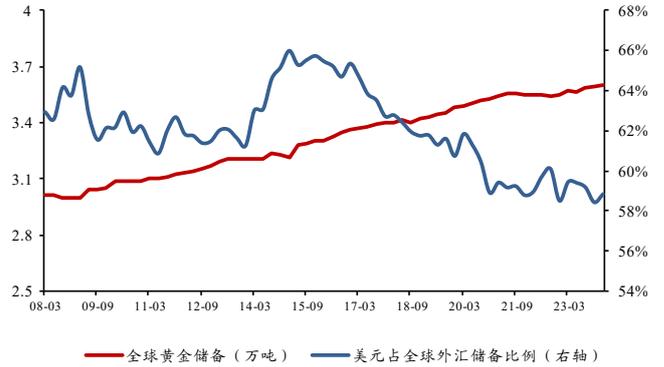
这种持美国债务/GDP 比率的持续增长将引发投资者对对国家财政持续性和经济稳定性的担忧。由于黄金本身用美元计价，另一方面黄金和美元在货币体系中也存在替代关系，因此在美元信用减弱的背景下，各国央行纷纷选择增持黄金减配美元。

图29: 美国未偿还国债总额占 GDP 比例 (%)



数据来源: 美国财政部, Wind, 东吴证券研究所

图30: 各国央行正在转变其资产配置

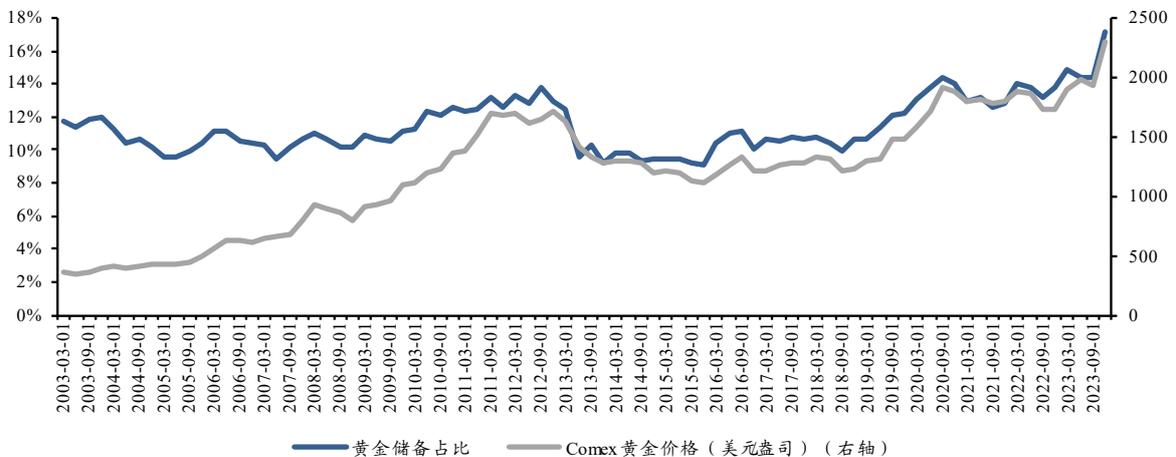


数据来源: WGC, Wind, 东吴证券研究所

2007 年之后金价与黄金储备占比呈现高度的正相关性。从黄金的货币属性出发, 在全球货币信用体系不稳定性加剧时, 各国央行黄金储备上行, 金价同步上涨。自 2007 至 2008 年的金融危机促使全球央行对黄金储备的观点发生转变, 危机导致了全球金融市场的极度动荡, 使得黄金作为“避险资产”变得极为吸引人黄金价格与黄金储备占比呈显著正相关。

新兴市场黄金储备规模占比有望进一步增长, 全球黄金储备占比仍将进一步提升从而中长期提高黄金价格中枢。近两年来全球央行购金规模较疫情前呈现明显提升, 但由于疫后各国大幅扩表, 黄金储备占比并未出现显著增长。截至到 2024 年 4 月, 全球黄金储备占比提升至 17.1%。在各国储备资产多样化的背景下, 黄金储备占比或将持续抬升, 从而推动黄金价格稳步上行。

图31: 2007 年以来金价与黄金储备量占比呈现较好的正相关性



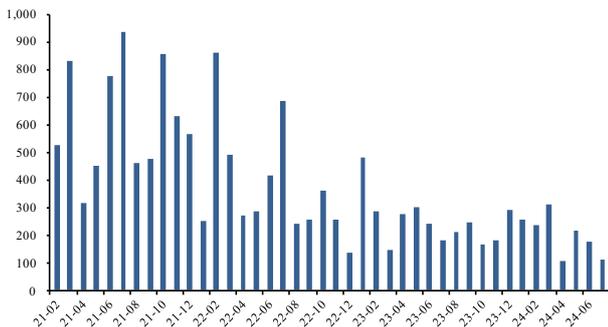
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

### 3.2. 美联储降息周期临近，黄金上行趋势或迎加速

美联储降息的理由有两个：通胀回落故无需维持高利率，以及劳动力市场回落对美国  
经济前景产生不利因素。截至 2024 年 7 月，美国通胀率已从 2022 年高点的 8.5%大  
幅回落至 3.2%，但仍远未达到美联储设定的 2%基准中枢利率，然而就业市场的快速放  
缓使得美联储不得不考虑维持率高利率的情境下是否对美国前景产生不利因素。

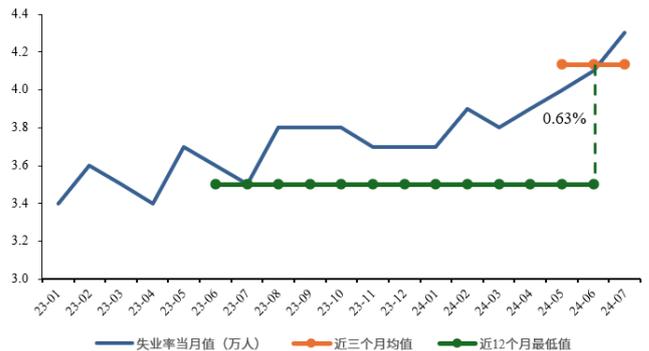
**美国劳动力市场快速降温，萨姆规则预示经济衰退概率较大。**在经历了较长时期的  
高利率借贷成本后，美国劳动力市场新增就业人数开始放缓，7 月新增非农就业人数录  
得 11.4 万，较 6 月大幅环比下滑 6.5 万人；同时美国失业率已经从去年 4 月 3.4%的低  
点攀升到了今年 7 月的 4.3%，较前 12 个月失业率低点高出 0.63%，根据萨姆规则，当  
失业率的三个月移动平均值相对于过去 12 个月的低点上升 0.5 个百分点或更多时，标  
志着经济已进入衰退的早期阶段。

图32：美国新增非农就业人数大幅回落（千人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

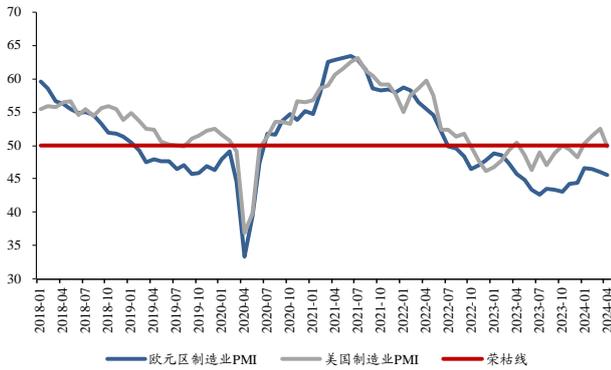
图33：“萨姆规则”预示美国经济面临衰退（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

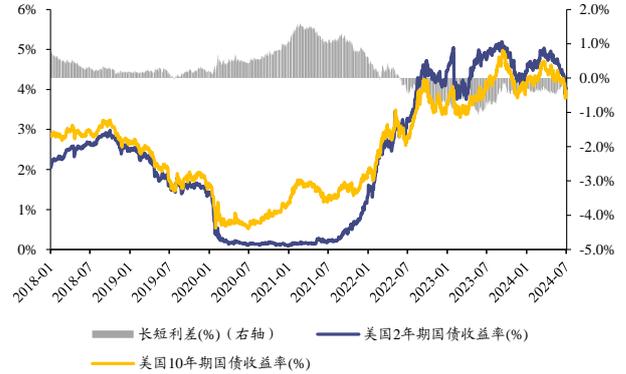
美债收益率曲线已连续 28 个月倒挂，利率市场正在交易美国经济衰退预期。由于  
长期更高的回报率和不确定性带来的期限溢价，在通常情况下长久期债券相比短久期债  
券会有更高的收益率。鉴于欧美制造业 PMI 长期处于荣枯线下方的限制性区域内，以及  
利率交易员对长期高利率对抑制实体经济需求的担忧，2022 年 4 月至今 2 年期与 10 年  
期美债收益率已呈现长期倒挂。

图34: 欧美经济陷入衰退困境 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图35: 美债长短利率倒挂 (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

鲍威尔在国会山证词正式掀开美联储降息大幕。7月10日, 美联储主席鲍威尔在美国国会众议院作证时表示, 目前美国劳动力市场已经有明显降温, 由于通胀数据的滞后性, 美联储不必等到通胀下降至 2%后才降息, 鉴于本次鸽派表态彻底扭转了鲍威尔在今年数次 FOMC 中对美国经济及劳动力市场具备强劲动力的表述, 利率市场投资者已充分计价美联储的降息周期已正式开启, 截至 2024 年 7 月 23 日, CME 的美联储利率工具显示市场预期美国 9 月降息的概率为 99.35%。

图36: CME 美联储市场利率观察工具对降息概率的预测

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES						
MEETING DATE	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.65%	95.35%
2024/9/18	0.00%	0.00%	0.00%	0.65%	99.35%	0.00%
2024/11/7	0.00%	0.00%	0.00%	58.00%	42.00%	0.00%
2024/12/18	0.00%	0.00%	45.79%	54.21%	0.00%	0.00%
2025/1/29	0.00%	16.65%	83.35%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/3/19	0.00%	92.82%	7.18%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/4/30	47.65%	52.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/6/18	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
2025/7/30	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: CME, 东吴证券研究所

降息周期开启, 实际利率的下行将有效推升黄金价格上涨。由于黄金本质相当于一

种无息资产，因此当持有美元的预期收益上升，即实际利率上升时，市场持有美元意愿增强，黄金价格承压；反之当实际利率下降，即持有美元的吸引力下降时，市场偏好持有黄金来保值，此时黄金价格将趋于上涨。

基于我们对美国高赤字率推升通胀中枢的判断，在降息周期开启后，我们认为美国名义利率的下行料将带动实际利率快速跟随下行，黄金的上行周期将迎来加速上涨期。

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1. 核心假设及盈利预测

基于宏观经济状况及公司自身经营策略，我们对公司未来的业务做出量价核心假设：

- 1) 自产黄金白银产量：根据公司发布的公司战略规划，以及未来大柴旦及华盛金矿带来的潜在增产，我们预计山金国际 2024-2026 年自产合质金产量分别为 8/12/15 吨；矿产银产量为 197/201/205 吨。
- 2) 黄金白银价格：我们认为在美元信用弱化的背景下，黄金的货币属性的提升有助于其在全球央行外汇配置比例的提升，此外在美联储降息周期中，实际利率的下行有望大幅推升贵金属价格。我们预测 2024-2026 年 SHFE 黄金年均价格分别为 540/560/560 元/克；2024-2026 年 SHFE 白银含税年均价格分别为 6.5/6.7/6.7 元/克。
- 3) 黄金开采成本：基于公司历史黄金自产开采成本，以及矿山品位下降、开采深度加深等客观情况，我们预计 2024-2026 年公司自产金的克金成本将保持年化 5% 的增长。

表7：山金国际主要业务板块营收及毛利拆分（亿元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合质金	营业收入	27.1	33.0	43.2	67.2	84.0
	毛利	15.5	20.0	28.4	43.9	53.4
	毛利率	57.4%	60.8%	65.7%	65.3%	63.5%
矿产银	营业收入	6.5	9.0	10.6	11.2	11.4
	毛利	3.2	4.4	5.9	6.3	6.5
	毛利率	48.9%	49.3%	55.6%	56.6%	56.6%
锌精矿	营业收入	2.5	2.3	2.2	2.3	2.3
	毛利	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9
	毛利率	47.7%	39.6%	39.7%	39.7%	39.7%
铅精矿	营业收入	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5
	毛利	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
	毛利率	48.4%	41.4%	43.8%	43.5%	42.2%

公司总营收	83.82	81.06	92.98	117.63	134.71
公司总毛利	20.80	25.97	35.86	51.81	61.44

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

## 4.2. 估值分析及投资建议

根据公司自身经营策略，公司主要业务为贵金属采选业务，我们选取紫金矿业、中金黄金、赤峰黄金，以及山东黄金作为可比公司。

基于公司经营策略及未来行业发展趋势，我们预计山金国际 2024-2026 年营业收入分别为 92.98/117.63/134.71 亿元，同比增速分别为 14.71%/26.51%/14.52%；实现归属母公司股东净利润分别为 21.90/31.87/37.79 亿元，同比增速分别为 53.76%/45.54%/18.56%，对应当前 PE 为 22/15/13 倍。

纵向视角下，当下正值美联储加息周期尾声，在基于我们对美国高赤字率推升通胀中枢的判断下，在降息周期开启后，我们认为美国名义利率的下行料将带动实际利率快速跟随下行，黄金的上行周期将迎来加速上涨期，黄金股整体估值中枢有望提升。

横向视角下，考虑到公司未来产量增长路径清晰，克金成本处于行业低位，销售净利率在同行业中领先，公司业绩在黄金大级别上涨周期中确定性高，高成长性使得公司估值将在 2025/2026 年快速下降，较可比公司均值估值具备优势。因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

表8：可比公司估值（截至 2024 年 8 月 9 日）

证券代码	证券简称	EPS (摊薄) (元/股)			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601899.SH	紫金矿业	1.09	1.34	1.55	14.01	11.44	9.91
600489.SH	中金黄金	0.76	0.86	1.02	19.85	17.45	14.77
600988.SH	赤峰黄金	0.84	1.07	1.24	21.02	16.58	14.32
600547.SH	山东黄金	1.08	1.34	1.40	26.54	21.43	20.43
	均值	0.94	1.15	1.30	20.36	16.73	14.86
000975.SZ	山金国际	0.79	1.15	1.36	21.74	14.94	12.60

数据来源：Wind，可比公司估值除山东黄金外均来自于 Wind 一致预期，东吴证券研究所

## 5. 风险提示

### 1) 全国矿山安全检查力度超预期风险

公司主营业务主要集中于黄金采选业务，若全国矿山安全检查力度超预期，存在公司部分矿山关闭从而导致被动减产风险，对公司业绩产生重大影响。

### 2) 公司资产并购进度低于预期风险

公司的产量战略规划目标部分依赖于对海内外优质黄金资产的并购，若该并购进度低于预期将对公司业绩产生重大影响。

3) 全球宏观经济波动导致美元走强带来的黄金价格超预期走低风险

公司主营业务主要集中于黄金采选业务，若由于全球宏观经济波动导致美元上行、美债利率上行，将对公司业绩产生重大影响。

4) 全球央行停止购金或集体抛售黄金导致黄金价格走弱风险

公司主营业务主要集中于黄金采选业务，若全球央行停止购金或集体抛售黄金导致黄金价格走弱，将对公司业绩产生重大影响。

## 山金国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>6,008</b>	<b>5,697</b>	<b>7,800</b>	<b>11,712</b>	<b>营业总收入</b>	<b>8,106</b>	<b>9,298</b>	<b>11,763</b>	<b>13,471</b>
货币资金及交易性金融资产	4,082	3,924	5,724	9,422	营业成本(含金融类)	5,508	5,712	6,582	7,327
经营性应收款项	75	75	93	106	税金及附加	212	208	273	322
存货	1,485	1,325	1,591	1,781	销售费用	2	5	4	5
合同资产	0	0	0	0	管理费用	366	346	468	549
其他流动资产	366	373	392	403	研发费用	6	2	4	6
<b>非流动资产</b>	<b>10,291</b>	<b>12,228</b>	<b>13,995</b>	<b>14,553</b>	财务费用	5	(32)	(30)	(59)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	8	11	12
固定资产及使用权资产	2,762	4,878	6,752	7,423	投资净收益	92	106	139	155
在建工程	388	129	126	66	公允价值变动	(7)	0	0	0
无形资产	6,447	6,504	6,400	6,347	减值损失	1	0	0	0
商誉	452	452	452	452	资产处置收益	0	0	5	5
长期待摊费用	24	24	24	24	<b>营业利润</b>	<b>2,097</b>	<b>3,172</b>	<b>4,616</b>	<b>5,493</b>
其他非流动资产	217	240	240	240	营业外净收支	(11)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>16,299</b>	<b>17,925</b>	<b>21,795</b>	<b>26,265</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,086</b>	<b>3,172</b>	<b>4,616</b>	<b>5,493</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,406</b>	<b>2,386</b>	<b>2,731</b>	<b>3,026</b>	减:所得税	517	745	1,092	1,317
短期借款及一年内到期的非流动负债	319	320	320	320	<b>净利润</b>	<b>1,568</b>	<b>2,427</b>	<b>3,524</b>	<b>4,176</b>
经营性应付款项	1,517	1,515	1,744	1,955	减:少数股东损益	144	237	337	397
合同负债	20	21	27	31	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,424</b>	<b>2,190</b>	<b>3,187</b>	<b>3,779</b>
其他流动负债	550	530	640	720	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.79	1.15	1.36
非流动负债	524	521	521	521	EBIT	2,018	3,139	4,586	5,434
长期借款	64	64	64	64	EBITDA	2,977	4,401	6,023	6,902
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.05	38.57	44.04	45.61
租赁负债	24	24	24	24	归母净利率(%)	17.57	23.55	27.10	28.05
其他非流动负债	436	433	433	433	收入增长率(%)	(3.29)	14.71	26.51	14.52
<b>负债合计</b>	<b>2,930</b>	<b>2,906</b>	<b>3,252</b>	<b>3,547</b>	归母净利润增长率(%)	26.79	53.76	45.54	18.56
归属母公司股东权益	11,561	12,973	16,161	19,940					
少数股东权益	1,808	2,045	2,382	2,779					
<b>所有者权益合计</b>	<b>13,369</b>	<b>15,019</b>	<b>18,543</b>	<b>22,718</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,299</b>	<b>17,925</b>	<b>21,795</b>	<b>26,265</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,180	3,715	4,876	5,579	每股净资产(元)	4.16	4.67	5.82	7.18
投资活动现金流	480	(3,083)	(3,060)	(1,865)	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	(1,626)	(790)	(16)	(16)	ROIC(%)	11.05	16.45	20.37	19.64
现金净增加额	1,046	(158)	1,800	3,698	ROE-摊薄(%)	12.32	16.88	19.72	18.95
折旧和摊销	959	1,261	1,437	1,468	资产负债率(%)	17.98	16.21	14.92	13.50
资本开支	(615)	(3,175)	(3,199)	(2,021)	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.43	21.74	14.94	12.60
营运资本变动	(258)	130	44	80	P/B(现价)	4.12	3.67	2.95	2.39

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>