



山金国际 (000975.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

量稳价增，Q2 业绩环比增长

事件

8月20日，公司发布24年半年报，1H24实现营收65.05亿元，同比+42.27%；归母净利10.75亿元，同比+46.35%；扣非归母净利11.27亿元，同比+58.41%。2Q24实现归母净利5.72亿元，环比+13.7%，同比+30.53%。

点评

矿产金量稳价增，Q2 业绩环比续增。据公司半年报及一季报，二季度公司实现矿产金产量2.18吨，环比持平略增，实现矿产金销量2.13吨，环比持平略降。矿产银、铅锌精矿等产品销量环比均实现增长。在二季度金价环比提升且矿产金销量持稳的背景下，公司业绩环比续增。另外，从公司矿产金合并摊销后成本可以看出，二季度成本相对一季度环比有所下降，使得上半年矿产金毛利率达到71.89%，较一季度提升近四个百分点。

投资损失对业绩略有拖累。二季度公司实现投资收益-1.37亿元，主要为处置衍生金融工具取得的投资收益和期权收益。

国内外资源双向布局，远期成长奠定基础。上半年公司实施对加拿大矿业公司Osino Resources Corp.的收购计划，开启了国际化资源布局的第一步。通过本次收购，公司可以快速获得优质资源、提高黄金资源储备，预计投产后提供5吨/年的黄金产能，符合公司战略目标。公司已经完成了中国境外投资备案相关审批程序，以及已经获得了纳米比亚反垄断竞争委员会(NCC)的批准。截至目前，本次收购的所有审批程序都已经完成，双方已将2024年8月29日定为《交割协议》的完成日期。

国际金价持续新高，国内黄金股估值有望修复。目前市场预期9月份降息概率较高，在此背景下国际金价持续新高。沪金在近期人民币升值的背景下，尚未突破年内高点。但是据我们测算，国内黄金股内含金价显著低于现价，市场对于金价和黄金企业成本的信心不足导致国内黄金股出现调整，我们认为在降息背景的金价主升浪过程中，国内黄金股估值有望修复。

盈利预测&投资建议

预计公司24-26年营收分别为96/102/123亿元，归母净利润分别为24.24/26.99/37.04亿元，EPS分别为0.87/0.97/1.33元，对应PE分别为19.94/17.91/13.05倍。维持“买入”评级。

风险提示

黄金价格波动风险；远期计划达成不及预期。

金属材料组

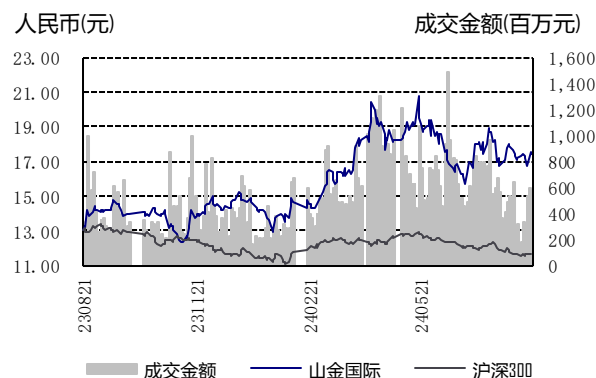
分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.41元

相关报告：

- 《银泰黄金公司点评：矿产金量利齐升促进业绩增长》，2024.4.23
- 《银泰黄金公司点评：量利齐升促进金银利润增长》，2024.3.24
- 《银泰黄金公司点评：高性价比收购助力增储增产》，2024.2.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,382	8,106	9,550	10,195	12,333
营业收入增长率	-7.29%	-3.29%	17.81%	6.75%	20.97%
归母净利润(百万元)	1,124	1,424	2,424	2,699	3,704
归母净利润增长率	-11.69%	26.67%	70.20%	11.33%	37.25%
摊薄每股收益(元)	0.40	0.51	0.87	0.97	1.33
每股经营性现金流净额	0.72	0.79	0.83	1.28	1.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.30%	12.32%	18.67%	18.52%	21.94%
P/E	27.26	29.24	19.94	17.91	13.05
P/B	2.81	3.60	3.72	3.32	2.86

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	9,040	8,382	8,106	9,550	10,195	12,333
增长率		-7.3%	-3.3%	17.8%	6.8%	21.0%
主营业务成本	-6,771	-6,302	-5,508	-5,528	-5,806	-6,474
%销售收入	74.9%	75.2%	68.0%	57.9%	57.0%	52.5%
毛利	2,269	2,080	2,597	4,022	4,388	5,859
%销售收入	25.1%	24.8%	32.0%	42.1%	43.0%	47.5%
营业税金及附加	-179	-178	-212	-248	-265	-321
%销售收入	2.0%	2.1%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
销售费用	-8	-3	-2	-3	-3	-4
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-265	-311	-366	-432	-459	-555
%销售收入	2.9%	3.7%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	0	0	-6	-8	-8	-10
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	1,818	1,588	2,011	3,331	3,653	4,970
%销售收入	20.1%	18.9%	24.8%	34.9%	35.8%	40.3%
财务费用	-67	-38	-5	19	33	51
%销售收入	0.7%	0.5%	0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-2	-65	1	-6	-6	-6
公允价值变动收益	21	12	-7	11	11	11
投资收益	91	108	92	100	130	150
%税前利润	4.9%	6.7%	4.4%	2.9%	3.4%	2.9%
营业利润	1,865	1,616	2,097	3,456	3,822	5,176
营业利润率	20.6%	19.3%	25.9%	36.2%	37.5%	42.0%
营业外收支	-20	-7	-11	-10	-10	-10
税前利润	1,845	1,609	2,086	3,446	3,812	5,166
利润率	20.4%	19.2%	25.7%	36.1%	37.4%	41.9%
所得税	-423	-365	-517	-861	-953	-1,291
所得税率	22.9%	22.7%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,422	1,244	1,568	2,584	2,859	3,874
少数股东损益	148	120	144	160	160	170
归属于母公司的净利润	1,273	1,124	1,424	2,424	2,699	3,704
净利率	14.1%	13.4%	17.6%	25.4%	26.5%	30.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,422	1,244	1,568	2,584	2,859	3,874
少数股东损益	148	120	144	160	160	170
非现金支出	819	1,256	959	687	772	868
非经营收益	-75	-165	-90	-84	-128	-148
营运资金变动	-124	-346	-258	-897	41	134
经营活动现金净流	2,043	1,989	2,180	2,291	3,544	4,728
资本开支	-718	-609	-615	-1,116	-1,312	-1,312
投资	-843	-908	1,005	11	11	11
其他	756	156	90	100	130	150
投资活动现金净流	-805	-1,360	480	-1,004	-1,171	-1,151
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	166	268	-673	-248	0	0
其他	-1,100	-863	-953	-1,014	-1,114	-1,391
筹资活动现金净流	-934	-595	-1,626	-1,262	-1,114	-1,391
现金净流量	303	42	1,046	25	1,259	2,186

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,456	1,874	3,031	3,049	4,303	6,485
应收款项	88	102	98	123	131	159
存货	1,028	1,359	1,485	1,515	1,591	1,774
其他流动资产	2,266	2,348	1,394	2,335	2,337	2,340
流动资产	4,838	5,683	6,008	7,022	8,362	10,758
%总资产	30.4%	35.2%	36.9%	39.6%	42.7%	48.0%
长期投资	44	14	21	21	21	21
固定资产	3,233	3,154	3,101	3,404	3,828	4,159
%总资产	20.3%	19.5%	19.0%	19.2%	19.5%	18.5%
无形资产	7,594	7,051	6,924	7,038	7,147	7,251
非流动资产	11,096	10,484	10,291	10,710	11,240	11,674
%总资产	69.6%	64.8%	63.1%	60.4%	57.3%	52.0%
资产总计	15,933	16,167	16,299	17,731	19,602	22,432
短期借款	742	896	319	100	100	100
应付款项	2,097	1,805	1,835	1,808	1,899	2,119
其他流动负债	250	274	253	374	406	523
流动负债	3,089	2,975	2,406	2,282	2,406	2,742
长期贷款	0	109	64	34	34	34
其他长期负债	506	403	460	465	464	471
负债	3,595	3,487	2,930	2,781	2,903	3,247
普通股股东权益	10,466	10,913	11,561	12,983	14,571	16,887
其中：股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777
未分配利润	2,759	3,141	3,708	5,133	6,721	9,037
少数股东权益	1,872	1,767	1,808	1,968	2,128	2,298
负债股东权益合计	15,933	16,167	16,299	17,731	19,602	22,432

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.459	0.405	0.513	0.873	0.972	1.334
每股净资产	3.769	3.930	4.163	4.676	5.247	6.082
每股经营现金净流	0.736	0.716	0.785	0.825	1.276	1.703
每股股利	0.250	0.280	0.280	0.360	0.400	0.500
回报率						
净资产收益率	12.17%	10.30%	12.32%	18.67%	18.52%	21.94%
总资产收益率	7.99%	6.96%	8.74%	13.67%	13.77%	16.51%
投入资本收益率	10.47%	8.81%	10.82%	16.31%	16.06%	19.07%
增长率						
主营业务收入增长率	14.35%	-7.29%	-3.29%	17.81%	6.75%	20.97%
EBIT增长率	6.46%	-12.68%	26.66%	65.65%	9.66%	36.04%
净利润增长率	2.49%	-11.69%	26.67%	70.20%	11.33%	37.25%
总资产增长率	23.45%	1.47%	0.82%	8.79%	10.55%	14.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.8	1.7	1.8	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	55.4	69.1	94.2	100.0	100.0	100.0
应付账款周转天数	7.7	11.5	15.9	16.0	16.0	16.0
固定资产周转天数	113.4	126.6	122.2	107.9	109.3	94.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.51%	-25.00%	-29.59%	-28.24%	-32.80%	-39.92%
EBIT利息保障倍数	27.0	41.4	371.3	-178.7	-109.6	-97.8
资产负债率	22.56%	21.57%	17.98%	15.68%	14.81%	14.48%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	5	12	16	72
增持	0	0	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.08	1.11	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究