

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山金国际(000975)

投资评级 买入

上次评级 买入

张航 金属&amp;新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

宋洋 金属&amp;新材料行业分析师

执业编号: S1500524010002

邮箱: songyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

## 金价上涨推升业绩，成本持续下降

2024年08月21日

**事件:** 公司发布 2024 年半年报, 2024 上半年营收 65.05 元, 同增 42.27%; 归母净利润 10.75 亿元, 同增 46.35%; 扣非归母净利润 11.27 亿元, 同增 58.41%。Q2 实现营收 37.32 亿元, 环增 34.57%; 归母净利润 5.72 亿元, 环增 13.7%; 扣非归母净利润 6.27 亿元, 环增 25.51%。

**点评:**

- **Q2 金产量 2.18 吨, 成本环比下降。** 24Q2 合质金产量 2.18 吨, 环增 10.1%, 销量 2.13 吨, 环降 6.6%, 销售价格 557.35 元/克, 环增 14%, 合并摊销后成本 136.27 元/克, 环比下降 20.05 元/克, 毛利率 75.55%, 环比增加 8pcts。24Q2 矿产银产量 61.36 吨, 环增 194%, 销量 44.49 吨, 环增 50.1%, 销售价格 5.75 元/克, 环增 24%, 合并摊销后成本 2.59 元/克, 环比下降 0.27 元/克, 毛利率 54.98%, 环比增加 17pcts。24Q2 铅精粉与锌精粉产销量与毛利率均有所增长, 但 Q2 贸易营收占比提升导致综合毛利率与 Q1 基本持平, Q2 投资负收益导致净利率较 Q1 下降 3pcts。
- **海外黄金企业收购即将交割, 资源全球化布局。** 截至 2023 年底, 公司五大矿山保有金金属量 156.78 吨, 银金属量 7856.90 吨, 继续加大勘探投资。2024 年 2 月, 公司拟收购纳米比亚 Twin Hills 金矿 100% 股权, 开启海外资源布局, 其规划年产金 5 吨, 公司预计 2026 年投产。根据 2024 年中报, 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。双方已将 2024 年 8 月 29 日定为《交割协议》的完成日期。
- **背靠山东黄金集团, 低成本+高成长, 战略规划清晰。** 2023 年公司大股东变成山东黄金, 实现从民企到国企的转变, 同时背靠山东黄金集团, 其优质资产有望注入。公司黄金资源禀赋优异、克金成本低、增储扩产空间广阔。2024 年公司计划黄金产量不低于 8 吨, 新战略目标下, 规划 2025、2026、2028、2030 年矿产金产量分别为 12、15、22、28 吨, 有望打开成长空间。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 22.95 亿元、25.35 亿元、27.13 亿元, 对应 PE 分别为 21 倍、19 倍、18 倍。
- **风险因素:** 美联储降息节奏不及预期; 公司产量不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,382	8,106	9,646	10,213	10,705
增长率 YoY %	-7.3%	-3.3%	19.0%	5.9%	4.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,123	1,424	2,295	2,535	2,713
增长率 YoY%	-11.8%	26.8%	61.1%	10.5%	7.0%
毛利率%	24.8%	32.0%	41.3%	42.6%	43.3%
净资产收益率ROE%	10.3%	12.3%	16.6%	16.3%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.51	0.83	0.91	0.98
市盈率 P/E(倍)	27.29	29.24	21.07	19.07	17.82
市净率 P/B(倍)	4.43	4.18	3.49	3.11	2.77

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 08 月 20 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	5,683	6,008	8,725	11,019	13,515
货币资金	1,874	3,031	5,686	7,920	10,353
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	40	42	50	53	56
预付账款	22	33	34	35	36
存货	1,359	1,485	1,527	1,580	1,635
其他	2,388	1,418	1,428	1,432	1,436
<b>非流动资产</b>	10,481	10,291	10,095	9,840	9,562
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,906	2,713	2,782	2,827	2,848
无形资产	6,572	6,447	6,083	5,719	5,355
其他	1,003	1,131	1,230	1,294	1,359
<b>资产总计</b>	16,164	16,299	18,820	20,860	23,077
<b>流动负债</b>	2,975	2,406	2,539	2,618	2,698
短期借款	840	210	210	210	210
应付票据	1,294	1,275	1,311	1,356	1,404
应付账款	236	243	250	258	267
其他	606	679	769	793	817
<b>非流动负债</b>	509	524	378	378	378
长期借款	109	64	0	0	0
其他	400	460	378	378	378
<b>负债合计</b>	3,484	2,930	2,917	2,996	3,076
少数股东权益	1,767	1,808	2,040	2,296	2,570
归属母公司股东权益	10,913	11,561	13,862	15,567	17,430
<b>负债和股东权益</b>	16,164	16,299	18,820	20,860	23,077

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8,382	8,106	9,646	10,213	10,705
同比(%)	-7.3%	-3.3%	19.0%	5.9%	4.8%
归属母公司净利润	1,123	1,424	2,295	2,535	2,713
同比(%)	-11.8%	26.8%	61.1%	10.5%	7.0%
毛利率(%)	24.8%	32.0%	41.3%	42.6%	43.3%
ROE%	10.3%	12.3%	16.6%	16.3%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	0.40	0.51	0.83	0.91	0.98
P/E	27.29	29.24	21.07	19.07	17.82
P/B	4.43	4.18	3.49	3.11	2.77
EV/EBITDA	10.93	13.11	9.93	8.70	7.71

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	8,382	8,106	9,646	10,213	10,705
营业成本	6,302	5,508	5,665	5,862	6,065
营业税金及附加	178	212	252	267	279
销售费用	3	2	4	4	4
管理费用	311	366	434	460	482
研发费用	0	6	8	8	9
财务费用	38	5	30	13	11
减值损失合计	0	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	108	92	109	115	121
其他	-41	0	8	8	8
<b>营业利润</b>	1,616	2,097	3,371	3,724	3,985
营业外收支	-7	-11	-11	-11	-11
<b>利润总额</b>	1,609	2,086	3,360	3,712	3,973
所得税	365	517	834	921	986
<b>净利润</b>	1,244	1,568	2,526	2,791	2,987
少数股东损益	121	144	232	256	274
<b>归属母公司净利润</b>	1,123	1,424	2,295	2,535	2,713
EBITDA	2,725	2,977	4,334	4,693	4,976
EPS(当年)(元)	0.40	0.51	0.83	0.91	0.98

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	1,989	2,180	3,420	3,743	3,977
净利润	1,244	1,568	2,526	2,791	2,987
折旧摊销	1,191	959	944	968	992
财务费用	45	50	60	70	90
投资损失	-108	-92	-109	-115	-121
营运资金变动	-346	-258	21	18	18
其它	-37	-49	-23	11	11
<b>投资活动现金流</b>	-1,360	480	-632	-609	-604
资本支出	-609	-615	-725	-725	-725
长期投资	-908	1,005	0	0	0
其他	156	90	93	115	121
<b>筹资活动现金流</b>	-595	-1,626	-136	-900	-940
吸收投资	0	0	0	0	0
借款	267	-675	-64	0	0
支付利息或股息	-927	-915	-60	-900	-940
<b>现金流净增加额</b>	42	1,046	2,655	2,234	2,434

## 研究团队简介

**张航**，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

**宋洋**，信达证券金属与新材料分析师，香港城市大学机械工程硕士，曾任职于国金证券，2024 年 1 月加入信达证券，主要从事新材料与贵金属等领域研究。

**李治**，信达证券金属与新材料研究员，中国地质大学（武汉）地质学本科，南京大学地质学硕士，3 年证券研究经验，2 年矿业公司产业经验，曾任职于东方财富证券新能源团队，矿业理解深刻，产业资源丰富，同时具备成长和周期股选股思维，主要从事工业金属与新能源金属等领域研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。