

山金国际 (000975.SZ): 固本增量 质效双升, 公司成长属性已实质性攀升

2024年8月22日

推荐/维持

山金国际

公司报告

事件: 公司发布 2024 年半年度报告。公司 24H1 实现营业收入 65.05 亿元, 同比+42.27%; 实现归属上市公司股东净利润 10.75 亿元, 同比增长 46.35%; 基本每股收益 0.387 元, 同比增长 46.33%。全球黄金价格重心持续攀升, 公司矿山资源综合利用效率的有效提升, 同期公司矿产金毛利率+11.37pct 至 71.89%, 多因素共振提升公司业绩规模扩大。

公司矿储勘探前景广阔或提升矿权价值: 截止 2024H1, 公司 4 座金矿矿山及 1 座铅锌银多金属矿山除采矿权外共拥有 15 宗探矿权, 勘察范围达到 175.42 平方公里。根据 23 年年报披露数据, 公司当前储量为: 金金属 156.78 吨, 银金属量 7856.9 吨, 铅金属量 61.37 万吨, 锌金属量 128.36 万吨, 以及铜金属 12.62 万吨。考虑到玉龙矿业地处大兴安岭有色金属成矿带且是世界级有色金属矿床(银、铜、铅、锌、金)重点地区, 青海大柴旦处于青海省滩间山贵金属有色金属矿重点成矿区且两个采矿权周边有多处物化探异常(找矿潜力巨大), 吉林板庙子保持探采平衡及保有资源稳定, 以及黑河洛克东安金矿为高品位浅埋藏低温热液型金矿且公司在 23 年已拍得东安金矿外围 18.69km²的探矿权并已完成钻探岩芯采样 6,127 件, 预计随着勘探进度推进及增储规划执行, 公司矿权价值仍有巨大提升空间。

公司矿产金属量延续稳定的强成长性: 公司 24H1 矿产金产量增至 4.16 吨, 产销比升至 106%且产量端完成全年计划指标 52%。从黄金业务利润数据观察, 公司 24H1 矿产金业务实现利润 15.63 亿元, 同比增长 36.7%; 考虑到上半年上海黄金交易所 AU9999 均价增幅为 14.37%, 公司利润增长的弹性明显优于现货黄金价格的涨幅, 这反映了公司治理能力的有效优化及公司成长属性的实质攀升(公司核心产品矿产银、铅精粉及锌精粉产量分别达到 82.24 吨、5063.3 吨及 5618.7 吨)。从上半年公司实际经营角度观察, 公司矿产金产量增加主要受益于当期回采率、贫化率、选冶回收率、设备运转率等指标流程的优化及资源综合利用率的提升, 而吉林板庙子、黑河洛克金成本实现不同程度的降低则进一步提升该业务的利润水平, 如吉林板庙子及青海大柴旦上半年实现净利润分别为 3.02 亿元及 5.58 亿元, 分别增长 114.2%及 104.5%。考虑到公司青海大柴旦青龙沟金矿的采矿权证(扩大矿区范围)已经完成, 细晶沟金矿(新立)采矿权青海省自然资源厅已经审查完毕并待进一步批准意见, 我们认为青海大柴旦矿产金产量或在 23 年+47.6%基础上继续提高(23 年大柴旦矿产金产量已升至 3.05 吨)。从公司矿产金远期产出角度观察, 鉴于公司 24 年收购纳米比亚 Osino 项目将在 2026 年投产并形成年产约 5.04 吨矿产金产量, 结合公司其他矿产项目数值推测, 我们预计 2024 年公司矿产金产量或增至 8.6 吨, 至 2026 年有较高概率完成公司 15 吨的规划目标, 这意味着公司仍是国内成长性最优的矿产金公司之一。

公司矿产品毛利显现持续优化: 得益于黄金价格上涨、矿山产能效率提升及降本增效新举措执行, 公司矿产金毛利水平延续持续优化特点。24H1 公司矿产金毛利率由 23 年的 60.76%进一步增至 71.89%(较 24Q1 的 67.98%亦优化 3.91pct), 当前公司合并摊销后的矿产金克成本已降至 146.53 元/克(较 24Q1

公司简介:

公司是中国领先的黄金生产商之一, 业务涵盖黄金勘探、开采、销售等领域。公司拥有 4 座金矿矿山与 1 座铅锌银多金属矿山, 其中黑河洛克是国内入选品位较高的金矿, 吉林板庙子是国内生产管理水平较为先进的矿山, 青海大柴旦探矿增储潜力巨大, 玉龙矿业是目前国内矿产银(含量银)最大的单体矿山之一。根据中国黄金协会数据, 2023 年公司矿产金产量在全国黄金矿业上市公司中排名第六位, 公司也是黄金矿山中毛利率较高的矿企, 2023 年实现净利润在全国黄金矿业上市公司中排名第四位。

资料来源: 公司公告、恒生聚源

未来 3-6 个月重大事项提示:

无

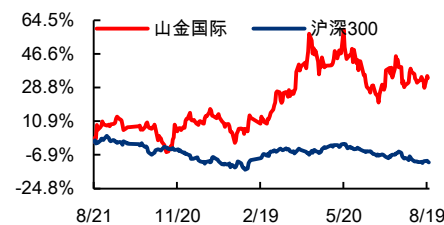
资料来源: 公司公告、恒生聚源

交易数据

52 周股价区间 (元)	20.74-12.48
总市值 (亿元)	483.43
流通市值 (亿元)	432.91
总股本/流通 A 股 (万股)	277,672/277,672
流通 B 股/H 股 (万股)	-/-
52 周日均换手率	2.09

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

分析师: 张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520100001

的 156.32 元/克继续下降 9.79 元/克), 为业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。此外, 公司矿产银、铅及锌成本分别优化为 2.2 元/克 (-22.9%), 7461.6 元/吨(-18.3%)及 10850.5/吨(+9.4%), 对应毛利率则分别升至 44.6%、40.15% 及 40.28%, 后期预计伴随玉龙矿业矿石入选品位的优化及黑河银泰选矿量的提升, 银、铅及锌的毛利水平仍有增长空间。此外, 考虑到黄金价格运行中枢的趋势性抬升, 叠加公司资源综合利用效率的实质提高, 预计公司单位产出成本将整体显现持续性优化(公司青海地区毛利率进一步升至 78.23%, 营收占比由 14.99%升至 16.42%)。

资产负债率进一步降低, 运营管理及盈利能力继续增强: 公司是国内资产负债率最低的矿金企业, 24H1 资产负债率降至 15.48% (黄金行业平均 52.28%), 显示公司具备强融资及扩张能力。此外, 公司 24H1 的 ROE 升至 14.88% (黄金行业平均 2.53%); 销售净利率至 18.4% (黄金行业平均 4.73%), 综合显示出公司较强的矿业运营管理及盈利能力。

盈利预测与投资评级: 考虑到黄金传统的纯金融属性定价方式显现弱化, 而商品供需属性的定价方式明显强化, 黄金金融属性决定价格弹性而供需属性决定价格韧性。黄金供需已进入商品定价层面上结构性偏紧状态, 价格将呈现趋势性的易涨难跌格局。鉴于黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵, 人民币黄金定价中枢或维持于 540 元/克之上。而锌铅价格或在基本面供给仍显刚性下维持稳定。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 107.29 亿元、125.12 亿元、154.2 亿元; 归母净利润分别为 21.77 亿元、26.79 亿元及 35.05 亿元; EPS 分别为 0.78 元、0.96 元和 1.26 元, 对应 PE 分别为 23.01x、18.7x 和 14.29x, 维持“推荐”评级。

风险提示: 金属价格下跌风险; 产量不及预期风险; 项目产出进度及项目技改进度低于预期风险, 应收账款核心客户占比过高风险。

财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,381.54	8,105.72	10,728.56	12,511.78	15,420.35
增长率(%)	-7.29%	-3.29%	32.36%	16.62%	23.25%
归母净利润(百万元)	1,124.46	1,424.30	2,176.58	2,679.12	3,504.74
增长率(%)	-12.48%	26.04%	54.21%	23.09%	30.82%
净资产收益率(%)	10.30%	12.32%	16.23%	17.08%	18.78%
每股收益(元)	0.41	0.51	0.78	0.96	1.26
PE	44.54	35.17	23.01	18.70	14.29
PB	4.59	4.33	3.74	3.19	2.68

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		
流动资产合计	5683	6008	8201	10735	14246	营业收入	8382	8106	10729	12512	15420		
货币资金	1874	3031	4530	6664	9766	营业成本	6302	5508	6959	7923	9478		
应收账款	40	42	53	64	77	营业税金及附加	178	212	215	250	308		
其他应收款	62	56	74	87	107	营业费用	3	2	5	6	8		
预付款项	22	33	28	33	33	管理费用	311	366	536	626	771		
存货	1359	1485	1688	2029	2363	财务费用	38	5	21	9	15		
其他流动资产	25	54	54	54	54	研发费用	0	6	0	0	0		
非流动资产合计	10484	10291	10145	9937	9743	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	12.27	-7.22	2.52	-2.35	0.09		
固定资产	2906	2713	2546	2364	2168	投资净收益	107.66	91.72	30.00	30.00	30.00		
无形资产	6572	6447	6439	6432	6424	加: 其他收益	10.42	6.23	8.33	7.28	7.80		
其他非流动资产	92	26	59	43	51	营业利润	1616	2097	3033	3732	4878		
资产总计	16167	16299	18910	21663	25482	营业外收入	0.48	1.08	0.00	0.00	0.00		
流动负债合计	2975	2406	2973	3141	3597	营业外支出	7.19	12.45	9.82	11.13	10.48		
短期借款	840	210	525	368	446	利润总额	1609	2086	3023	3721	4868		
应付账款	236	243	280	331	389	所得税	365	517	605	744	974		
预收款项	3	0	0	-3	-4	净利润	1244	1568	2418	2977	3894		
一年内到期的非流动负债	56	109	83	96	89	少数股东损益	120	144	242	298	389		
非流动负债合计	512	524	479	489	484	归属母公司净利润	1124	1424	2177	2679	3505		
长期借款	109	64	64	64	64	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		
负债合计	3487	2930	3452	3630	4081	成长能力							
少数股东权益	1767	1808	2050	2348	2737	营业收入增长	-7.29%	-3.29%	32.36%	16.62%	23.25%		
实收资本(或股本)	2777	2777	2777	2777	2777	营业利润增长	-13.36%	29.79%	44.62%	23.06%	30.71%		
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431	归属于母公司净利润增长	-11.69%	26.67%	52.82%	23.09%	30.82%		
未分配利润	3141	3708	5341	7350	9979	获利能力							
归属母公司股东权益合计	10913	11561	13408	15685	18664	毛利率(%)	24.81%	32.05%	35.13%	36.67%	38.54%		
负债和所有者权益	16167	16299	18910	21663	25482	净利率(%)	14.85%	19.35%	22.54%	23.79%	25.25%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)	6.96%	8.74%	11.51%	12.37%	13.75%	
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE(%)	10.30%	12.32%	16.23%	17.08%	18.78%		
经营活动现金流	1989	2180	3186	3282	4274	偿债能力							
净利润	1244	1568	2418	2977	3894	资产负债率(%)	22%	18%	18%	17%	16%		
折旧摊销	1177.46	940.46	524.49	539.59	554.46	流动比率	1.91	2.50	2.76	3.42	3.96		
财务费用	38	5	21	9	15	速动比率	1.45	1.88	2.19	2.77	3.30		
应收账款减少	0	-2	-11	-10	-14	营运能力							
预收账款增加	3	-3	0	-3	-2	总资产周转率	0.52	0.50	0.61	0.62	0.65		
投资活动现金流	-1360	480	-1065	-242	-248	应收账款周转率	210	198	225	214	219		
公允价值变动收益	12	-7	3	-2	0	应付账款周转率	42.03	33.87	41.07	40.95	42.83		
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	108	92	30	30	30	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.51	0.78	0.96	1.26		
筹资活动现金流	-595	-1626	-622	-905	-924	每股净现金流(最新摊薄)	0.01	0.37	0.54	0.77	1.12		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.16	4.83	5.65	6.72		
长期借款增加	109	-45	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	44.54	35.17	23.01	18.70	14.29		
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.59	4.33	3.74	3.19	2.68		
现金净增加额	34	1034	1499	2135	3102	EV/EBITDA	17.41	15.62	12.93	10.27	7.51		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

大周期组组长, 金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖, 中金所期权联合研究课题三等奖; 曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师, Wind 金牌分析师, 中国东方资产估值专家库成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526