

评级：买入（维持）

市场价格：17.54 元

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

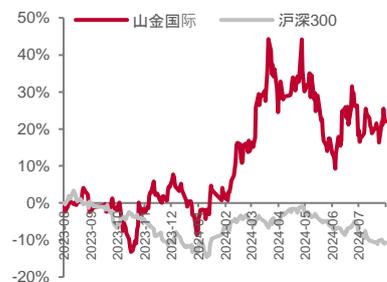
分析师：陈沁一

执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,777
流通股本(百万股)	2,487
市价(元)	17.54
市值(百万元)	48,704
流通市值(百万元)	43,624

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、《金价上行推升公司业绩，战略规划逐步落地打开未来增长空间》2024-04-09
- 2、《战略规划清晰，产量及资源储量成长空间广阔》2023-11-15

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,382	8,106	9,954	12,572	14,530
增长率 yoy%	-7%	-3%	23%	26%	16%
归母净利润(百万元)	1,124	1,424	2,131	3,026	3,714
增长率 yoy%	-12%	27%	50%	42%	23%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.77	1.09	1.34
每股现金流量	0.72	0.79	1.12	1.48	1.90
净资产收益率	9%	11%	14%	17%	17%
P/E	43.3	34.2	22.9	16.1	13.1
P/B	4.5	4.2	3.7	3.1	2.6

备注：股价取自于 2024 年 08 月 23 日

投资要点

- **事件：**山金国际发布 2024 年半年报。报告期内，公司实现营业收入 65.05 亿元，同比增 42.27%，实现归母净利润 10.75 亿元，同比增 46.35%，实现扣非归母净利润 11.27 亿元，同比增 58.41%。单季度来看，2024 年 Q2，公司实现营业收入 37.32 亿元，同比增 56.77%，环比增 34.57%，实现归母净利润 5.72 亿元，同比增 30.53%，环比增 13.70%。2024 年 Q2 业绩创历史新高。
- **报告期内，金银价格上涨，克金成本下降，公司业绩实现高增。**
 - **从量方面来看，**2024 年 H1，公司矿产金产量 4.16 吨，销量 4.41 吨，矿产银产量 82.24 吨，销量 74.13 吨，铅精粉产量 5063.33 吨，销量 4435.16 吨，锌精粉产量 5618.67 吨，销量 6624.03 吨。
 - **从价方面来看，**2024 年 H1，金银价格大幅上涨，SHFE 黄金均价为 523.07 元/克，同比增 20.44%，SHFE 白银均价为 6,798.75 元/千克，同比增 27.85%，SHFE 铅均价为 17,124.23 元/吨，同比增 11.81%，SHFE 锌均价为 22,222.91 元/吨，同比增 0.89%。
 - **从成本方面来看，**2024 年 H1，合并摊销后矿产金单位成本 146.53 元/克，矿产银成本 2.70 元/克，铅精粉成本 8,518.42 元/吨，锌精粉成本 9,203.63 元/吨。克金成本较 2023 年克金成本下降 16.94%。
- **成本管控成效显著，期间费用率有所回落。**2024 年 H1，公司期间费用率为 2.50%，较去年同期减少 1.40pcts，具体来看：1) 由于仓储费同比增 611.81%至 54.56 万元，销售费用同比增 61.12%至 155.36 万元，销售费用率由 0.021%→0.024%，上升 0.003pcts；2) 由于职工薪酬同比降 24.93%至 0.65 亿元，管理费用同比减少 15.23%至 1.46 亿元，管理费用率由 3.77%→2.24%，减少 1.52pcts；3) 由于利息收入同比增 29.63%至 0.28 亿元与利息费用同比降 13.04%至 0.20 亿元，公司 2024 年 H1 财务费用共计-0.08 亿元，同比降 242.05%，财务费用率由 0.12%→-0.12%，减少 0.24pcts。
- **内增外扩，战略规划稳步推进。**
 - 内增：1) 青海大柴旦：青龙沟采矿权证、细晶沟采矿权已完成审查，“探转采”稳步推进，大柴旦勘探取得突破性进展，2023 年勘探新增金金属量 7.19 吨；2) 黑河洛克：公司已收购现有采矿权周边的探矿权，黄金资源接续工作稳步进行；3) 华盛金矿：复产工作持续统筹推进。截至 2023 年，公司拥有黄金资源量 146.66 吨，品位 3.22 克/吨，储量 78.67 吨，品位 3.62 克/吨。
 - 外扩：2024 年 2 月，拟收购 Osino 公司 100% 股权，其核心资产为纳米比亚 Twin Hills 金矿采矿权，金资源量 99.21 吨，平均品位 1.09 克/吨，该项目在 2024 年 7 月启动建

设，预计 2026 年投产，年产金约 5.04 吨，全维持成本 1011 美元/盎司。

- **贵金属上行趋势不变。**美国远端国债实际收益率当前仍处于 2% 左右历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，伴随着全球信用格局重塑，贵金属价格将保持长期上行趋势。随着金价 β 行情的展开，公司作为板块内高成长性的标的有望充分受益。
- **盈利预测及投资建议：**我们假设公司黄金产量为 8.5/12.5/15.0 吨，上调 2024-2026 年金价假设为 540/570/600 元/克，预计公司 2024-2026 年实现归母净利润为 21.31/30.26/37.14 亿元（之前预计归母净利润为 18.30/24.98/28.95 亿元），目前股价 17.54 元，对应 PE 分别为 23/16/13X，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济政策波动风险、项目建设不及预期风险、金属价格波动超预期风险、生产安全检查力度超预期风险、收购进度不及预期风险、研报使用信息更新不及时风险等。

图表 1：公司财务简表及对比（亿元）

	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比	指标变动原因
营业收入	23.80	27.73	37.32	34.6%	56.8%	45.72	65.05	42.3%	报告期内，金价、银价上涨，合质金销售收入和金属贸易收入增加
营业成本	15.26	19.19	26.00	35.5%	70.4%	31.71	45.19	42.5%	报告期内，公司通过科学统筹降本增效工作，对矿山生产工作进行长期有效的监督管理，全方位挖潜降本，精益生产管理。
毛利	8.55	8.54	11.32	32.6%	32.4%	14.01	19.86	41.7%	
毛利率	35.91%	30.79%	30.34%	-0.5%	-5.6%	31%	31%	-0.1%	
销售费用	0.01	0.01	0.01	-45.5%	-6.3%	0.01	0.02	61.1%	报告期内，由于仓储费同比增 611.81% 至 54.56 万元
销售费用率	0.02%	0.04%	0.01%	0.0%	0.0%	0.02%	0.02%	0.0%	
管理费用	0.72	0.73	0.72	-1.4%	0.7%	1.72	1.46	-15.2%	报告期内，由于职工薪酬同比降 24.93% 至 0.65 亿元
管理费用率	3.02%	2.65%	1.94%	-0.7%	-1.1%	3.77%	2.24%	-1.5%	
财务费用	-0.05	-0.05	-0.02	-55.8%	-49.5%	0.05	-0.08	-242.0%	报告期内，利息收入同比增 20.63% 至 0.28 亿元，与利息费用同比降 13.04% 至 0.20 亿元
财务费用率	-0.20%	-0.20%	-0.06%	0.1%	0.1%	0.12%	-0.12%	-0.2%	
研发费用	0.00	0.03	0.20	0.4%	0.5%	0.00	0.23	0.4%	
研发费用率	0.00%	0.11%	0.53%	0.4%	0.5%	0.00%	0.35%	0.4%	
期间费用	0.68	0.72	0.91	25.5%	33.5%	1.79	1.63	-8.9%	
期间费用率	2.85%	2.60%	2.43%	-0.2%	-0.4%	3.91%	2.50%	-1.4%	
投资收益	0.06	0.05	-1.42	-2385.4%	-2892.1%	0.22	-1.37	-717.4%	报告期内，理财产品投资收益同比下降 6.72%，处置衍生金融资产取得的投资收益同比下降 21.62%，期权收益同比下降 7.75%
资产减值损失	0.00	0.00	0.00			0.00	0.00		
营业利润	7.27	7.29	8.34	14.4%	14.7%	11.43	15.63	36.7%	
利润总额	7.24	7.25	8.33	14.9%	15.2%	11.39	15.59	36.8%	
所得税费用	2.35	1.65	1.97	19.6%	-16.0%	3.32	3.62	8.9%	
归母净利润	4.38	5.03	5.72	13.7%	30.5%	7.35	10.75	46.3%	
扣非净利润	4.31	5.00	6.27	25.5%	45.5%	7.11	11.27	58.4%	
经营活动产生的现金流量净额	10.46	10.53	9.89	-6.1%	-5.5%	15.22	20.42	34.2%	报告期内，合质金销售收入和金属贸易收入增加
投资活动产生的现金流量净额	-3.22	-0.32	-14.22	-4282.8%	-341.8%	7.99	-14.54	-282.0%	报告期内，本期理财投资支出金额大于投资收回金额
筹资活动产生的现金流量净额	-4.13	-0.71	-11.38	-1508.3%	-175.8%	-13.19	-12.09	8.3%	

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

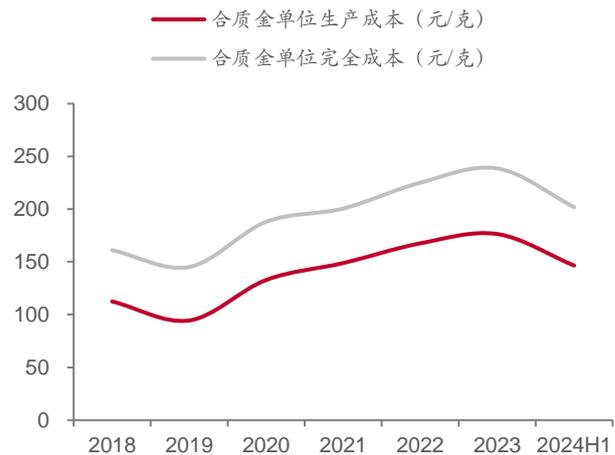
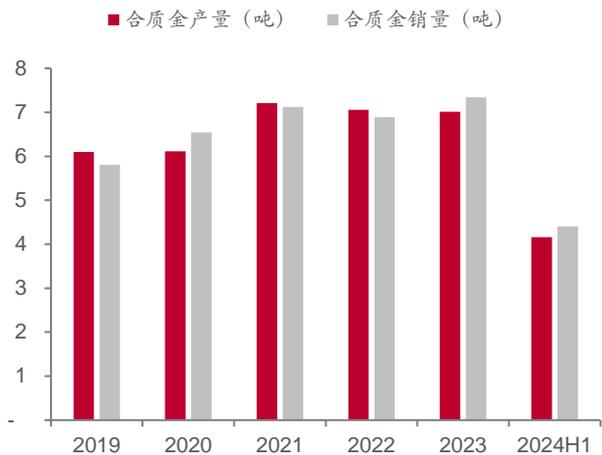
图表 2：公司主要产品价格变化

	2023 年			2024 年 H1			2024 年 H1 较 2023 年		
	单位	单位销售成本	毛利率	销售单价	单位销售成本	毛利率	销售单价涨跌幅	单位成本涨跌幅	毛利率变动
矿产金	元/克	176.42	60.76%	521.27	146.53	71.89%	15.93%	-16.94%	3.39%
矿产银	元/克	2.34	49.24%	5.31	2.70	49.17%	15.22%	15.38%	0.36%
铅精粉	元/吨	8,022.34	41.44%	14,232.95	8,518.42	40.15%	3.89%	6.18%	-6.92%
锌精粉	元/吨	7,777.03	39.58%	15,411.30	9,203.63	40.28%	19.73%	18.34%	-8.09%

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 3：合质金产销量变动

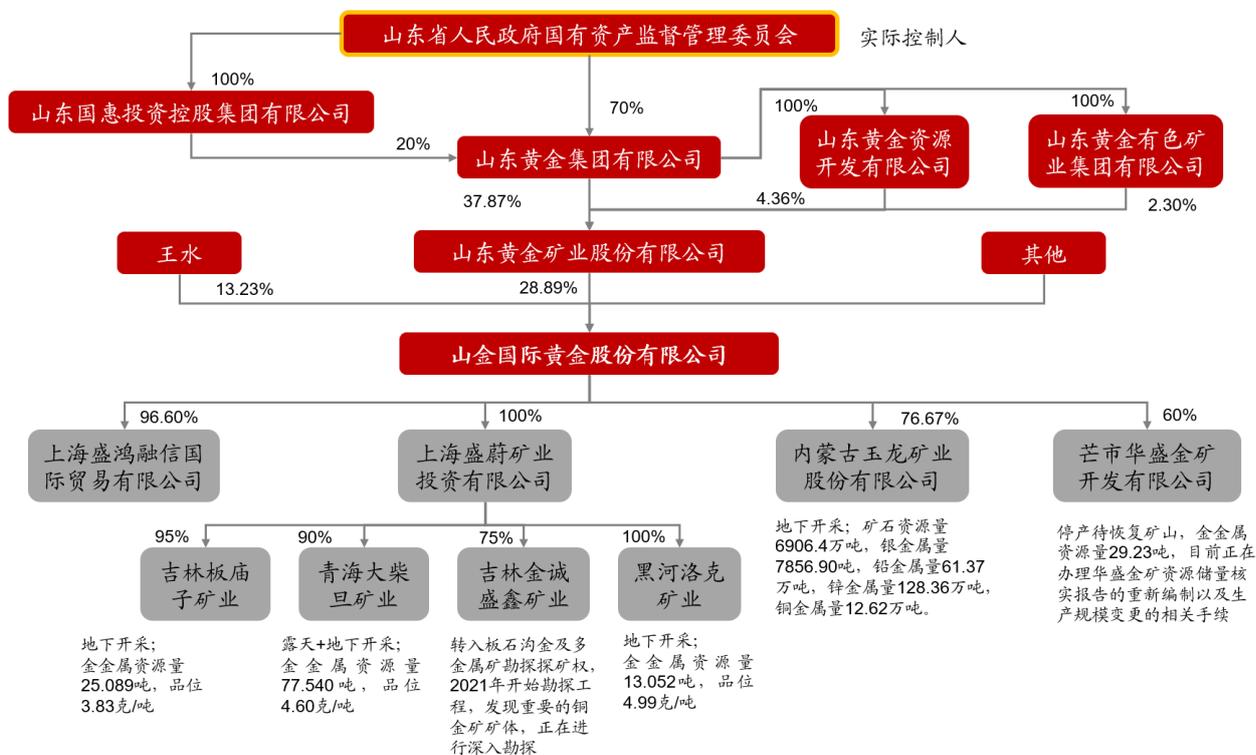
图表 4：合质金单位生产成本及完全成本



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 山金国际产业结构图



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所, 注: 截至 2024 年 8 月 22 日

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,031	9,987	12,891	16,290	营业收入	8,106	9,954	12,572	14,530
应收票据	0	0	0	0	营业成本	5,508	6,258	7,317	7,817
应收账款	42	52	65	75	税金及附加	212	239	302	349
预付账款	33	37	44	47	销售费用	2	3	4	4
存货	1,485	1,687	1,972	2,107	管理费用	366	348	402	450
合同资产	0	0	0	0	研发费用	6	8	10	12
其他流动资产	1,418	1,502	1,620	1,709	财务费用	5	18	29	18
流动资产合计	6,008	13,264	16,592	20,227	信用减值损失	1	0	0	0
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-7	-7	-7	-7
固定资产	2,713	2,525	2,491	2,372	投资收益	92	92	92	92
在建工程	388	618	838	1,098	其他收益	6	6	6	6
无形资产	6,447	6,387	6,462	6,631	营业利润	2,097	3,171	4,599	5,970
其他非流动资产	743	742	741	739	营业外收入	1	0	1	1
非流动资产合计	10,291	10,272	10,533	10,841	营业外支出	12	12	12	12
资产合计	16,299	23,536	27,125	31,068	利润总额	2,086	3,159	4,588	5,959
短期借款	210	5,000	5,000	5,000	所得税	518	774	1,124	1,460
应付票据	1,275	1,448	1,693	1,809	净利润	1,568	2,385	3,464	4,499
应付账款	243	276	161	156	少数股东损益	144	254	438	785
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	1,424	2,131	3,026	3,714
合同负债	20	25	31	36	NOPLAT	1,572	2,399	3,486	4,513
其他应付款	317	317	317	317	EPS (按最新股本摊薄)	0.51	0.77	1.09	1.34
一年内到期的非流动负债	109	20	50	50					
其他流动负债	233	232	248	232					
流动负债合计	2,406	7,318	7,500	7,600	主要财务比率				
长期借款	64	564	1,064	964	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	460	467	464	464	营业收入增长率	-3.3%	22.8%	26.3%	15.6%
非流动负债合计	524	1,031	1,528	1,428	EBIT增长率	26.9%	51.9%	45.3%	29.5%
负债合计	2,930	8,349	9,029	9,029	归母公司净利润增长率	26.7%	49.6%	42.0%	22.7%
归属母公司所有者权益	11,561	13,126	15,596	18,755	获利能力				
少数股东权益	1,808	2,062	2,500	3,284	毛利率	32.0%	37.1%	41.8%	46.2%
所有者权益合计	13,369	15,188	18,096	22,039	净利率	19.3%	24.0%	27.6%	31.0%
负债和股东权益	16,299	23,536	27,125	31,068	ROE	10.7%	14.0%	16.7%	16.9%
					ROIC	16.9%	16.4%	20.2%	22.4%
					偿债能力				
					资产负债率	18.0%	35.5%	33.3%	29.1%
					债务权益比	6.3%	39.8%	36.4%	29.4%
					流动比率	2.5	1.8	2.2	2.7
					速动比率	1.9	1.6	1.9	2.4
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5
					应收账款周转天数	2	2	2	2
					应付账款周转天数	16	15	11	7
					存货周转天数	93	91	90	94
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.51	0.77	1.09	1.34
					每股经营现金流	0.79	1.12	1.48	1.90
					每股净资产	4.16	4.73	5.62	6.75
					估值比率				
					P/E	34	23	16	13
					P/B	4	4	3	3
					EV/EBITDA	28	21	15	12

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。