

## 山金国际（000975.SZ）

## 1H24 公司“质效双升”，国际化布局开启，看好公司业绩增长

| 财务指标        | 2022A | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）   | 8,382 | 8,106 | 10,211 | 11,605 | 13,165 |
| 增长率 yoy（%）  | -7.3  | -3.3  | 26.0   | 13.6   | 13.4   |
| 归母净利润（百万元）  | 1,123 | 1,424 | 2,265  | 2,562  | 2,983  |
| 增长率 yoy（%）  | -11.8 | 26.8  | 59.0   | 13.1   | 16.4   |
| ROE（%）      | 9.8   | 11.7  | 16.6   | 16.5   | 16.7   |
| EPS 最新摊薄（元） | 0.40  | 0.51  | 0.82   | 0.92   | 1.07   |
| P/E（倍）      | 39.5  | 31.2  | 19.6   | 17.3   | 14.9   |
| P/B（倍）      | 4.1   | 3.8   | 3.4    | 3.0    | 2.6    |

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

**事件：**2024 年 8 月 20 日，山金国际发布 2024 年半年度报告，公司 2024 年上半年营业收入为 65.05 亿，同比上涨 42.27%；归母净利润为 10.75 亿元，同比上涨 46.35%；扣非净利润为 11.27 亿元，同比上涨 58.41%。对应公司 2Q24 营业收入为 37.32 亿元，同比上涨 56.77%；归母净利润 5.72 亿元，同比上涨 30.53%；扣非净利润为 6.27 亿元，同比上涨 45.52%。

**点评：**1H24 公司利润同比显著增长。2024 年上半年公司总体销售毛利率为 30.53%，较 2023 年同期下降 0.11pcts。2024 年上半年公司财务费用同比下跌 242.05%，主要因为利息收入增加，利息费用减少；销售费用同比上涨 61.12%，主要因为货物仓储费用增加。2024 年上半年公司净利率为 18.40%，较 2023 年同期增加 0.76pcts。我们认为，公司 2024 年上半年能够实现“质效双升”，主要在于公司通过优化生产流程、加强现场管理实现有效的成本管控，提高了公司精益生产水平。

**1H24 公司经营活动净现金流同比上涨。**2024 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 20.42 亿元，同比上涨 34.15%，主要因为合质金销售收入和金属贸易收入增加。投资性活动产生的现金流量净额为 -14.54 亿元，同比下跌 282.00%，主要因为公司 1H24 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为 -12.09 亿元，同比上涨 8.30%。期末现金及现金等价物余额为 12.18 亿元，同比下跌 32.19%。应收账款 0.69 亿元，同比下跌 13.12%，应收账款周转率上升，从 2023 年同期的 76.45 次变为 116.81 次。存货周转率上升，从 2023 年同期的 2.50 次变为 3.20 次。

**公司以价值创造为中心，是国内黄金厂商的领跑者之一。**公司是一家成长性的国际黄金矿业公司，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。公司产品涉及 3 种金属，分别为合质金（含银）、铅精粉（含银）和锌精粉（含银）。公司黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦基地的主要产品均为合质金，其中黑河洛克为高银合质金，吉林板庙子、青海大柴旦均为低银合质金，在销售时金银均单独计价；玉龙矿业的主要产品为铅精粉（含银）和锌精粉（含银）；华盛金矿复产后的产品为合质金、金精矿。

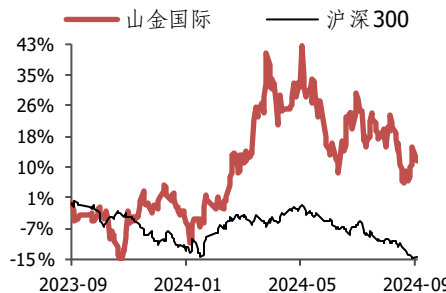
根据公司 2024 半年报，公司现拥有 4 座金矿矿山与 1 座铅锌银多金属矿山，

## 买入（首次评级）

## 股票信息

|                       |           |
|-----------------------|-----------|
| 行业                    | 有色金属      |
| 2024 年 9 月 18 日收盘价（元） | 16.18     |
| 总市值（百万元）              | 44,927.37 |
| 流通市值（百万元）             | 40,241.14 |
| 总股本（百万股）              | 2,776.72  |
| 流通股本（百万股）             | 2,487.09  |
| 近 3 月日均成交额（百万元）       | 479.69    |

## 股价走势



## 作者

## 分析师 肖亚平

执业证书编号：S1070523020001

邮箱：xiaoyaping@cgws.com

## 联系人 王彤

执业证书编号：S1070123100005

邮箱：wangtong@cgws.com

## 相关研究

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。此外，公司还拥有一家境外黄金勘探和开发公司 Osino Resources Corp.，和一家以贵金属和有色金属贸易为主业、以金融工具为风控手段的综合型贸易服务商——上海盛鸿融信。

公司资产质地优良，治理规范完善，在业内有着领先的资源、资金、人才、技术、管理优势。此外，公司矿产资源储量丰富，品位较高，勘探前景广阔，矿山的数字化管理水平和安全环保管理水平在国内处于领先地位，已发展成为国内贵金属行业具有重要影响力的上市公司。根据公司 2024 半年报，2023 年，公司矿产金产量在全国黄金上市公司中排名第六位，实现净利润在全国黄金矿业上市公司中排名第四位。

**1H24 黄金市场增长强劲，黄金价格屡创新高。**根据公司 2024 半年报，2024 年上半年，全球黄金市场经历了一段强劲的增长期，为全球投资者带来了超过大多数投资品类的效益。各国央行持续购金、亚洲投资者的强势入场、全球零售消费需求韧性等多种因素都为黄金价格增长提供了有效助力，特别是 2024 年 3 月中旬到 5 月中旬，黄金价格屡创新高。根据世界黄金协会数据显示，2024 年上半年黄金价格同比已上涨 12%，且 2Q24 大部分时间黄金价格都在 2300 美元/盎司以上运行。国内市场黄金价格持续高位攀升，走势强于国际黄金价格。根据上海黄金交易所数据显示，截至 2024 年 6 月末，Au9999 黄金收盘价为 549.88 元/克，较年初开盘价 480.80 元/克上涨约 14.37%；上半年加权平均价格为 514.12 元/克，较去年同期 432.09 元/克上涨 18.98%。

**1H24 国内黄金行业整体产量有所抬升。**黄金价格高位运行，更大的利润空间促使各大黄金矿山企业和黄金冶炼企业调整产能结构，优化生产布局，紧抓黄金价格高企的有利时机，使得我国黄金产量有所抬升。根据中国黄金协会数据显示，2024 年上半年，我国原料黄金产量 179.634 吨，同比增长 0.58%，其中黄金矿产金 141.496 吨，有色副产金 38.138 吨。此外，我国进口原料产金 72.026 吨，同比增长 10.14%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金 251.660 吨，同比增长 3.14%。根据中国黄金协会数据显示，2024 年上半年，全国金条及金币消费量为 213.635 吨，同比增长 46.02%。

**公司矿山勘探前景广阔，奠定其产量扩大的基础。**资源储备是衡量资源类公司发展潜力的重要指标之一，丰富的资源储备可以为公司未来的业绩增长打下坚实的基础。根据公司 2024 半年报，截至 1H24，公司五家矿山子公司共有 15 宗探矿权，探矿权的勘探范围达 175.42 平方公里。其中，玉龙矿业拥有 6 宗银铅锌矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 42.84 平方公里。同时，玉龙矿业矿区还是国内外瞩目的寻找大型、特大型乃至世界级有色金属矿床重点地区。其所处的大兴安岭有色金属成矿带和华北地块北缘多金属成矿带蕴藏着丰富的有色金属资源，具备多种有色金属和贵金属大型矿区的优势条件。此外，吉林板庙子、青海大柴旦、黑河洛克及金诚盛鑫共有 9 宗金矿探矿权证，探矿权的勘探范围达 132.58 平方公里。这些矿区保证了公司资源的持续稳定性，提高公司的可持续经营能力。我们认为，公司矿区优势孕育着公司资产体量和矿产品产量增长的巨大潜能。

**公司固本增量，实现“质效双升”。**2024 上半年，公司紧抓黄金市场高景气机遇，努力实现“固本增量，质效双升”的目标。在矿山产能方面，公司积极通过优化生产流程和加强现场管理，加强“六率”（开采回采率、贫化率、选冶回收率、共生伴生矿产资源综合利用率、设备运转率、全员劳动生产率）

指标管理，积极打造生产系统顺畅高效、三级矿量平衡、采-掘-充均衡的局面。1H24 公司实现黄金产量 4.16 吨，完成全年计划指标的 52%。在成本管控方面，公司坚持开源与节流并重，挖潜与增效并举，实施了加强井下生产计划及现场施工管控、降低采场贫化率、加强选矿流程管理、改进选厂工艺等一系列举措，力促成本不断降低、效益不断提升。

**国际化资源布局开启，收购海外企业扩充产能。**随着黄金行业的加速发展，全球化投资并购将成为主流，“走出去”将成为中国黄金矿企的战略选择。目前，我国面临着老矿山易开采资源逐渐减少、新建矿山面临深井建设难等问题，国内产量不及预期，急需充分利用海外资源来填补需求空缺。公司在探索自身产能释放途径的同时，还积极开展国内外资源并购的“双向”布局。根据公司 2024 半年报及其发布的《关于收购 Osino Resources Corp. 股权交割完成的公告》，1H24 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，公司可以快速获得海外优质资源、提高黄金资源储备，预计投产后可提供 5 吨/年的黄金产能。我们认为，公司此次收购是向全球领先黄金企业对标学习，形成高效的资源并购管理架构，重塑矿权和资源储备新格局的一次重要探索，产能的进一步释放将进一步扩大公司的核心竞争优势，争取更大的市场份额。

**投资建议：**预计公司 2024-2026 年实现营业收入分别为 102.11/116.05/131.65 亿元，实现归母净利润分别为 22.65/25.62/29.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.82/0.92/1.07 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 19.6X、17.3X、14.9X。我们基于以下几个方面：1) 全球黄金价格有望维持较高位，公司黄金产品或将保持较大的利润空间；2) 公司现有矿山勘探前景广阔，产能有望进一步释放；3) 公司开启国际化布局，扩充黄金产能及储备量，利好未来业绩增长。我们看好公司资源储备及其海外布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**金属价格波动风险；安全和环保风险；资源管理风险；海外投资风险等。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 5683  | 6008  | 8021  | 10202 | 13449 |
| 现金             | 1874  | 3031  | 4588  | 6711  | 9505  |
| 应收票据及应收账款      | 40    | 42    | 61    | 56    | 77    |
| 其他应收款          | 62    | 56    | 93    | 77    | 116   |
| 预付账款           | 22    | 33    | 36    | 42    | 47    |
| 存货             | 1359  | 1485  | 1881  | 1955  | 2342  |
| 其他流动资产         | 2326  | 1361  | 1361  | 1361  | 1361  |
| <b>非流动资产</b>   | 10481 | 10291 | 10543 | 10409 | 10332 |
| 长期股权投资         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 2906  | 2713  | 3251  | 3409  | 3553  |
| 无形资产           | 6572  | 6447  | 6160  | 5907  | 5708  |
| 其他非流动资产        | 1003  | 1131  | 1132  | 1093  | 1070  |
| <b>资产总计</b>    | 16164 | 16299 | 18564 | 20611 | 23780 |
| <b>流动负债</b>    | 2975  | 2406  | 2954  | 2913  | 3544  |
| 短期借款           | 840   | 210   | 210   | 210   | 210   |
| 应付票据及应付账款      | 1530  | 1517  | 2089  | 2021  | 2583  |
| 其他流动负债         | 606   | 679   | 654   | 682   | 751   |
| <b>非流动负债</b>   | 509   | 524   | 514   | 499   | 485   |
| 长期借款           | 109   | 64    | 54    | 39    | 25    |
| 其他非流动负债        | 400   | 460   | 460   | 460   | 460   |
| <b>负债合计</b>    | 3484  | 2930  | 3467  | 3412  | 4029  |
| 少数股东权益         | 1767  | 1808  | 2048  | 2324  | 2639  |
| 股本             | 2777  | 2777  | 2777  | 2777  | 2777  |
| 资本公积           | 4431  | 4431  | 4431  | 4431  | 4431  |
| 留存收益           | 3692  | 4339  | 5378  | 6535  | 7842  |
| 归属母公司股东权益      | 10913 | 11561 | 13048 | 14875 | 17112 |
| <b>负债和股东权益</b> | 16164 | 16299 | 18564 | 20611 | 23780 |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 1989  | 2180  | 3304  | 3385  | 4133  |
| 净利润            | 1244  | 1568  | 2505  | 2839  | 3298  |
| 折旧摊销           | 1177  | 940   | 807   | 900   | 984   |
| 财务费用           | 38    | 5     | -96   | -152  | -226  |
| 投资损失           | -108  | -92   | -95   | -96   | -98   |
| 营运资金变动         | -335  | -258  | 170   | -120  | 149   |
| 其他经营现金流        | -28   | 15    | 13    | 15    | 26    |
| <b>投资活动现金流</b> | -1360 | 480   | -960  | -663  | -805  |
| 资本支出           | 609   | 615   | 1058  | 766   | 906   |
| 长期投资           | -908  | 1005  | 0     | 0     | 0     |
| 其他投资现金流        | 156   | 90    | 98    | 103   | 102   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -595  | -1626 | -787  | -599  | -535  |
| 短期借款           | 158   | -629  | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 109   | -45   | -10   | -15   | -14   |
| 普通股增加          | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -861  | -951  | -777  | -584  | -520  |
| <b>现金净增加额</b>  | 42    | 1046  | 1557  | 2123  | 2794  |

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 8382  | 8106  | 10211 | 11605 | 13165 |
| 营业成本            | 6302  | 5508  | 6520  | 7431  | 8324  |
| 营业税金及附加         | 178   | 212   | 233   | 261   | 305   |
| 销售费用            | 3     | 2     | 5     | 6     | 5     |
| 管理费用            | 311   | 366   | 368   | 428   | 511   |
| 研发费用            | 0     | 6     | 2     | 3     | 4     |
| 财务费用            | 38    | 5     | -96   | -152  | -226  |
| 资产和信用减值损失       | -65   | 1     | -17   | -22   | -30   |
| 其他收益            | 10    | 6     | 7     | 7     | 8     |
| 公允价值变动收益        | 12    | -7    | 4     | 7     | 4     |
| 投资净收益           | 108   | 92    | 95    | 96    | 98    |
| 资产处置收益          | 1     | 0     | -1    | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 1616  | 2097  | 3269  | 3717  | 4322  |
| 营业外收入           | 0     | 1     | 20    | 6     | 7     |
| 营业外支出           | 7     | 12    | 26    | 17    | 16    |
| <b>利润总额</b>     | 1609  | 2086  | 3263  | 3706  | 4313  |
| 所得税             | 365   | 517   | 757   | 868   | 1015  |
| <b>净利润</b>      | 1244  | 1568  | 2505  | 2839  | 3298  |
| 少数股东损益          | 121   | 144   | 240   | 276   | 315   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 1123  | 1424  | 2265  | 2562  | 2983  |
| EBITDA          | 2831  | 3024  | 3970  | 4451  | 5068  |
| EPS (元/股)       | 0.40  | 0.51  | 0.82  | 0.92  | 1.07  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | -7.3  | -3.3  | 26.0  | 13.6  | 13.4  |
| 营业利润 (%)        | -13.4 | 29.8  | 55.9  | 13.7  | 16.3  |
| 归属母公司净利润 (%)    | -11.8 | 26.8  | 59.0  | 13.1  | 16.4  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 24.8  | 32.0  | 36.1  | 36.0  | 36.8  |
| 净利率 (%)         | 14.8  | 19.3  | 24.5  | 24.5  | 25.1  |
| ROE (%)         | 9.8   | 11.7  | 16.6  | 16.5  | 16.7  |
| ROIC (%)        | 10.6  | 12.9  | 18.0  | 17.8  | 17.8  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 21.6  | 18.0  | 18.7  | 16.6  | 16.9  |
| 净负债比率 (%)       | -6.1  | -18.5 | -27.4 | -36.5 | -46.0 |
| 流动比率            | 1.9   | 2.5   | 2.7   | 3.5   | 3.8   |
| 速动比率            | 1.4   | 1.8   | 2.0   | 2.8   | 3.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.5   | 0.5   | 0.6   | 0.6   | 0.6   |
| 应收账款周转率         | 210.1 | 198.1 | 198.1 | 198.1 | 198.1 |
| 应付账款周转率         | 31.6  | 23.0  | 23.0  | 23.0  | 23.0  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.40  | 0.51  | 0.82  | 0.92  | 1.07  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.72  | 0.79  | 1.19  | 1.22  | 1.49  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 3.93  | 4.16  | 4.70  | 5.36  | 6.16  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 39.5  | 31.2  | 19.6  | 17.3  | 14.9  |
| P/B             | 4.1   | 3.8   | 3.4   | 3.0   | 2.6   |
| EV/EBITDA       | 15.3  | 14.1  | 10.4  | 8.9   | 7.3   |

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院



### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |
|      | 行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数           |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层  
 邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层  
 邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层  
 邮编：100044

传真：86-10-88366686