

山金国际（000975.SZ）：矿山运营能力持续提升，强成长下的估值弹性有待释放

事件：公司发布2024年三季度报告。截止24Q3，公司年内实现营业收入120.71亿元，同比+70.14%；实现归属上市公司股东净利润17.27亿元，同比增长54.46%；基本每股收益0.6221元，同比增长54.44%。其中24Q3实现营收+120.65%至55.66亿元，实现归母净利润+69.99%至6.52亿元。全球黄金价格重心持续高位攀升，公司矿山资源综合利用效率稳步提升，多因素共振推动公司前三季度业绩创同期历史新高。

公司矿储勘探取得有效突破：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。24年8月，公司控股子公司吉林板庙子与吉林省自然资源厅签订《矿业权出让合同》，取得了吉林省通化县果松镇南岔村岩金矿普查探矿权，勘查面积15.08平方千米，有助于吉林板庙子在保有资源稳定下保持探采平衡。24年9月，公司控股子公司内蒙古玉龙矿业1118高地铅锌矿探矿权已转为采矿权，矿权面积3.4821平方公里，采用地下开采方式且生产规模达到99万吨/年，主要矿产品为银、锌、铜及铅。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，探转采的有效执行将进一步优化公司的矿产成长性。此外，24年8月末，公司已正式完成Osino公司100%间接控股的收购交割并将新增127.2吨黄金资源量，公司整体资源储备将进一步增厚。

公司矿产金属稳定强增长：截止24Q3，公司前三季度矿产金产量已达6.28吨（其中Q3矿产金产量至2.12吨），产销比达103.7%且产量端完成全年计划指标78.5%。考虑到公司年内季均矿产量约2.09吨且Q3产量已较H1季均增长1.92%，显示公司综合矿山资源管理能力的有效提升且年内大概率超额完成计划指标。此外，截止Q3公司年内核心产品矿产银、铅精粉及锌精粉产量分别达到122.82吨、7955.69吨及11026.01吨，其中Q3各品种产量分别占年初至今产量的33%、36.4%及49%，数据的变化有效反映了公司矿选能力的持续优化及成长属性的实质攀升。从公司矿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。

公司矿产金业务持续性优化。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呈现持续优化迹象。截止至24Q3，公司矿产金毛利率已由67.98%（24Q1）升至73.1%（+5.12pct），公司合并摊销后的矿产金克成本已降至142.8元/克（较24Q1的156.32元/克继续下降13.52元/克），公司是业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。此外，公司矿产银、铅及锌精粉对应毛利率分别进一步升至47.72%、41.06%及40.41%，有效显示公司回采率、贫化率、选冶回收率、设备运转率等指标流程的优化及

2024年10月22日

推荐/维持

山金国际

公司报告

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

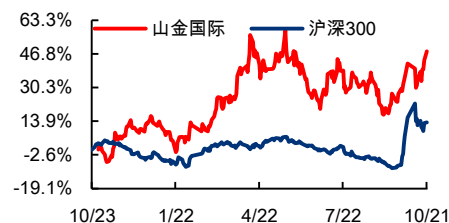
资料来源：公司公告、恒生聚源

交易数据

52周股价区间（元）	20.74-12.48
总市值（亿元）	538.68
流通市值（亿元）	482.5
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	2.3

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

研究助理：闵泓朴

18582584204

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

资源综合利用率的提升。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延续持续优化态势, 这有助于公司后期估值弹性的释放。

回报能力持续增强, 资产负债率略有攀升: 公司 24Q3 的 ROE 已升至 16.26% (黄金行业平均 9.61%), 销售净利率至 15.89% (黄金行业平均 8.74%), 显示公司较强的回报能力及矿业运营管理能力; 同期公司资产负债率升至 21.08% (黄金行业平均 55.91%), 公司是国内资产负债率最低的矿金企业。

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。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 135.82 亿元、147.91 亿元、171.39 亿元; 归母净利润分别为 28.47 亿元、34.17 亿元及 41.34 亿元; EPS 分别为 1.03 元、1.23 元和 1.49 元, 对应 PE 分别为 18.92x、15.77x 和 13.03x, 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	13,581.88	14,790.90	17,139.30
增长率 (%)	-7.29%	-3.29%	67.56%	8.90%	15.88%
归母净利润 (百万元)	1,124.46	1,424.30	2,847.11	3,416.69	4,133.76
增长率 (%)	-11.69%	26.67%	99.90%	20.01%	20.99%
净资产收益率 (%)	10.30%	12.32%	20.37%	20.24%	20.27%
每股收益 (元)	0.41	0.51	1.03	1.23	1.49
PE	47.90	37.82	18.92	15.77	13.03
PB	4.94	4.66	3.85	3.19	2.64

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	9267	12362	16389	营业收入	8382	8106	13582	14791	17139
货币资金	1874	3031	5167	8001	11713	营业成本	6302	5508	8591	8954	10185
应收账款	40	42	67	75	86	营业税金及附加	178	212	360	359	360
其他应收款	62	56	94	102	119	营业费用	3	2	8	7	9
预付款项	22	33	27	33	33	管理费用	311	366	679	740	857
存货	1359	1485	2084	2293	2539	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	3964	4757	5752
资产总计	16167	16299	19976	23290	27625	营业外收入	0.48	1.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2975	2406	3395	3415	3782	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	3954	4745	5741
应付账款	236	243	345	375	418	所得税	365	517	791	949	1148
预收款项	3	0	0	-3	-5	净利润	1244	1568	3163	3796	4593
一年内到期的非流动负债	56	109	83	96	89	少数股东损益	120	144	316	380	459
非流动负债合计	512	524	479	489	484	归属母公司净利润	1124	1424	2847	3417	4134
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	3873	3904	4266	成长能力					
少数股东权益	1767	1808	2124	2504	2963	营业收入增长	-7.29%	-3.29%	67.56%	8.90%	15.88%
实收资本 (或股本)	2777	2777	2777	2777	2777	营业利润增长	-13.36%	29.79%	89.03%	19.99%	20.92%
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431	归属于母公司净利润增长	-11.69%	26.67%	99.90%	20.01%	20.99%
未分配利润	3141	3708	5844	8406	11507	获利能力					
归属母公司股东权益合计	10913	11561	13978	16882	20396	毛利率 (%)	24.81%	32.05%	36.75%	39.47%	40.58%
负债和所有者权益	16167	16299	19976	23290	27625	净利率 (%)	14.85%	19.35%	23.29%	25.67%	26.80%
现金流量表			单位: 百万元			总资产净利润 (%)	6.96%	8.74%	14.25%	14.67%	14.96%
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	ROE (%)	10.30%	12.32%	20.37%	20.24%	20.27%
经营活动现金流	1989	2180	3924	4092	4978	偿债能力					
净利润	1244	1568	3163	3796	4593	资产负债率 (%)	22%	18%	19%	17%	15%
折旧摊销	1177.46	940.46	524.49	539.59	554.46	流动比率	1.91	2.50	2.73	3.62	4.33
财务费用	38	5	21	9	15	速动比率	1.45	1.88	2.12	2.95	3.66
应收帐款减少	0	-2	-25	-8	-11	营运能力					
预收帐款增加	3	-3	0	-3	-2	总资产周转率	0.52	0.50	0.75	0.68	0.67
投资活动现金流	-1360	480	-1065	-242	-248	应收账款周转率	210	198	248	207	213
公允价值变动收益	12	-7	3	-2	0	应付账款周转率	42.03	33.87	46.20	41.10	43.27
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	1.03	1.23	1.49
筹资活动现金流	-595	-1626	-722	-1016	-1018	每股净现金流 (最新摊薄)	0.01	0.37	0.77	1.02	1.34
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	3.93	4.16	5.03	6.08	7.35
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	47.90	37.82	18.92	15.77	13.03
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.94	4.66	3.85	3.19	2.64
现金净增加额	34	1034	2137	2834	3712	EV/EBITDA	18.75	16.86	10.95	8.75	6.77

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。

研究助理简介

闵泓朴

东兴证券金属与金属新材料行业助理研究员，美国哥伦比亚大学生物统计硕士，研究数据科学方向。本科毕业于美国加州大学圣塔芭芭拉分校，应用数学与经济双专业，于 2024 年 5 月入职东兴证券。

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	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526