

山金国际（000975.SZ）

成本维稳，量增目标持续推进

核心观点：

- **Q3 归母净利润环增 14%。**公司发布 24 年三季报，据三季报，24 年 3 季度公司实现营业收入 55.7 亿元，同增 121%，环增 49%；实现归母净利 6.52 亿元（业绩预告区间 6.0-6.55 亿元），同增 70%，环增 14%；实现扣非归母净利 6.59 亿元（业绩预告区间 6.20-6.75 亿元），同增 75%，环增 5%；基本每股收益 0.23 元/股。截至 3 季度末，公司资产负债率 21.08%，较 23 年末上升 3.1PCT。24 年 3 季度公司业绩环比继续增长，主要系公司下属各矿山保持稳健经营且金银价格上涨。
- **Q3 国内金价、银价环比提升。**据 Wind，24 年 3 季度 SHFE 黄金均价 565.44 元/克，同增 23%，环增 6%；SHFE 白银均价 7559 元/千克，同增 33%，环增 11%。
- **Q3 矿产金成本维稳，量增目标稳步推进。**据三季报，按照季度销量折算，24 年 3 季度公司矿产金销售成本合并摊销前、摊销后分别为 119 元/克、135 元/克，环比分别增 0.6%、降 0.8%；3 季度矿产金、矿产银产量分别为 2.12 吨、40.58 吨，环比分别降 3%、降 34%，销量分别为 2.10 吨、47.95 吨，环比分别降 1.4%、增 8%。3 季度，公司完成 Osino 收购交割，新增黄金资源量约 127 吨；吉林板庙子、玉龙矿业分别取得南岔村岩金矿探矿权、巴彦温都日矿区银多金属矿采矿权。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 24-26 年 EPS 分别为 0.92/1.06/1.15 元/股，对应最新收盘价的 PE 分别为 21/18/17 倍。考虑在价格预期上行、成本维稳和量增预期下，公司业绩兑现度持续较高，资金和资源实力为其规划目标保驾护航，参考公司历史估值情况，我们认为给予公司 24 年 30 倍 PE 估值较为合理，对应公司合理价值 27.48 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**成本抬升、金价波动、汇率波动风险；增量不及预期风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8382	8106	15036	15538	16198
增长率（%）	-7.3%	-3.3%	85.5%	3.3%	4.3%
EBITDA（百万元）	2725	2977	4726	5056	5476
归母净利润（百万元）	1123	1424	2543	2931	3207
增长率（%）	-11.8%	26.8%	78.6%	15.3%	9.4%
EPS（元/股）	0.40	0.51	0.92	1.06	1.15
市盈率（P/E）	27.29	29.25	21.18	18.38	16.80
ROE（%）	10.3%	12.3%	19.1%	19.0%	18.0%
EV/EBITDA	10.93	13.11	10.35	9.20	8.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

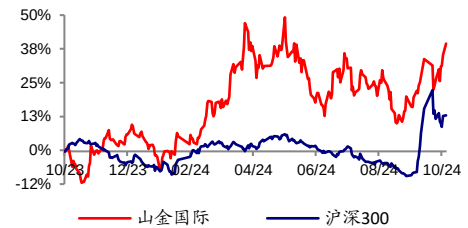
识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格	19.40 元
合理价值	27.48 元
前次评级	买入
报告日期	2024-10-22

相对市场表现



分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

相关研究：

山金国际（000975.SZ）：成	2024-08-21
本继续下降，量价仍将提升	
银泰黄金（000975.SZ）：量	2024-04-24
价齐升，成本下降	
银泰黄金（000975.SZ）：Q1	2024-04-09
盈利大超预期	

联系人：

黄士菡

huangshihan@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,683	6,008	9,779	12,198	14,991
货币资金	1,874	3,031	5,348	7,708	10,423
应收及预付	62	75	121	125	130
存货	1,359	1,485	2,845	2,896	2,965
其他流动资产	2,388	1,418	1,466	1,469	1,474
非流动资产	10,481	10,291	10,403	10,470	10,491
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,906	2,713	2,973	3,253	3,538
在建工程	247	388	711	968	1,175
无形资产	6,572	6,447	5,983	5,519	5,055
其他长期资产	755	743	737	730	723
资产总计	16,164	16,299	20,182	22,668	25,482
流动负债	2,975	2,406	4,271	4,336	4,426
短期借款	840	210	190	180	170
应付及预收	1,533	1,517	2,908	2,960	3,030
其他流动负债	603	679	1,174	1,196	1,226
非流动负债	509	524	524	524	524
长期借款	109	64	64	64	64
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	400	460	460	460	460
负债合计	3,484	2,930	4,795	4,860	4,950
股本	2,777	2,777	2,777	2,777	2,777
资本公积	4,431	4,431	4,431	4,431	4,431
留存收益	3,692	4,339	6,105	8,237	10,644
归属母公司股东权益	10,913	11,561	13,327	15,458	17,865
少数股东权益	1,767	1,808	2,060	2,349	2,667
负债和股东权益	16,164	16,299	20,182	22,668	25,482

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8382	8106	15036	15538	16198
营业成本	6302	5508	10555	10745	11000
营业税金及附加	178	212	271	280	292
销售费用	3	2	6	6	6
管理费用	311	366	361	373	389
研发费用	0	6	120	124	130
财务费用	38	5	4	4	-4
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	12	-7	0	0	0
投资净收益	108	92	-120	140	146
营业利润	1616	2097	3590	4137	4525
营业外收支	-7	-11	-7	-7	-7
利润总额	1609	2086	3583	4130	4518
所得税	365	517	788	909	994
净利润	1244	1568	2795	3221	3524
少数股东损益	121	144	252	290	317
归属母公司净利润	1123	1424	2543	2931	3207
EBITDA	2725	2977	4726	5056	5476
EPS (元)	0.40	0.51	0.92	1.06	1.15

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,989	2,180	4,369	4,164	4,512
净利润	1,244	1,568	2,795	3,221	3,524
折旧摊销	1,191	959	1,003	1,047	1,094
营运资金变动	-346	-258	411	-4	2
其它	-100	-90	160	-101	-107
投资活动现金流	-1,360	480	-1,241	-981	-975
资本支出	-609	-615	-1,121	-1,121	-1,121
投资变动	-908	1,005	0	0	0
其他	156	90	-120	140	146
筹资活动现金流	-595	-1,626	-810	-822	-822
银行借款	969	181	-20	-10	-10
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-1,563	-1,807	-790	-812	-812
现金净增加额	42	1,046	2,317	2,360	2,715
期初现金余额	748	790	3,031	5,348	7,708
期末现金余额	790	1,836	5,348	7,708	10,423

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-7.3%	-3.3%	85.5%	3.3%	4.3%
营业利润	-13.4%	29.8%	71.2%	15.2%	9.4%
归母净利润	-11.8%	26.8%	78.6%	15.3%	9.4%
获利能力					
毛利率	24.8%	32.0%	29.8%	30.8%	32.1%
净利率	14.8%	19.3%	18.6%	20.7%	21.8%
ROE	10.3%	12.3%	19.1%	19.0%	18.0%
ROIC	8.7%	11.0%	18.4%	17.2%	16.4%
偿债能力					
资产负债率	21.6%	18.0%	23.8%	21.4%	19.4%
净负债比率	27.5%	21.9%	31.2%	27.3%	24.1%
流动比率	1.91	2.50	2.29	2.81	3.39
速动比率	1.45	1.87	1.61	2.13	2.70
营运能力					
总资产周转率	0.52	0.50	0.75	0.69	0.64
应收账款周转率	210.53	192.81	259.32	256.46	253.05
存货周转率	6.17	5.46	5.29	5.36	5.46
每股指标 (元)					
每股收益	0.40	0.51	0.92	1.06	1.15
每股经营现金流	0.72	0.79	1.57	1.50	1.63
每股净资产	3.93	4.16	4.80	5.57	6.43
估值比率					
P/E	27.29	29.25	21.18	18.38	16.80
P/B	2.81	3.60	4.04	3.48	3.02
EV/EBITDA	10.93	13.11	10.35	9.20	8.00

广发金属及金属新材料行业研究小组

宫 帅：联席首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。
王 乐：资深分析师，复旦大学工商管理硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
陈 琪 玮：高级分析师，香港城市大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
黄 士 菡：高级研究员，北京大学理学本硕，2023 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。