

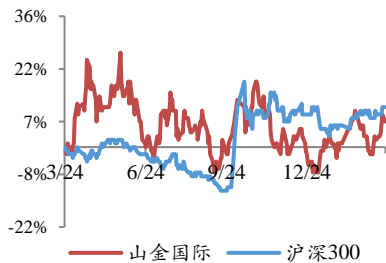
2024 年业绩符合预期，量价齐增趋势延续

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-18

收盘价(元)	18.46
近 12 个月最高/最低(元)	21.04/15.07
总股本(百万股)	2,777
流通股本(百万股)	2,487
流通股比例(%)	89.57
总市值(亿元)	513
流通市值(亿元)	459

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

- 1.山金国际：金价上行+降本增效，24Q3 归母净利同增 70% 2024-10-23
- 2.山金国际(000975)：矿金业务增长，海外征程启航 2024-09-13

主要观点：

● 公司发布 2024 年年报

山金国际 2024 年度实现营业收入 135.85 亿元，同比+67.60%；实现归母净利润 21.73 亿元，同比+52.57%。单 24Q4 营业收入 15.14 亿元，同比+49.8%；归母净利润 4.46 亿元，同比+45.7%。

● 国际形势不确定性增加，黄金价格延续增长

2024 年国内黄金现货价由年初的 481.2 元/克提升至年末的 615.02 元/克，增幅达 27.81%。2024 年国内及伦敦黄金现货均价分别为 557.36 元/克和 2386.2 美元/金衡盎司，较 2023 年均价分别+23.83%和 +22.97%。2025 年金价延续涨幅，3 月 17 日国内及伦敦黄金现货价分别为 691.72 元/克和 2996.5 美元/金衡盎司，较 2024 年底明显增长。美国 2 月经济数据偏弱：就业人数增加 15.1 万人，不及经济学家预计的 16 万；失业率 4.1%，创去年 11 月以来新高且高于预期；同比 CPI 录得 2.8%，核心同比录得 3.1%，为 2021 年 4 月以来新低，环比数据亦低于市场预期。叠加市场对于关税、通胀、地缘政治冲突等不确定性因素的担忧，2025 年黄金价格有望维持偏强走势。

● 公司黄金产量预期提升，业绩弹性有望释放

2024 年公司合质金产量 8.04 吨（同比+14.69%），实现收入 44.23 亿元（同比+34.07%）。根据公司规模，十四五末/2026 年末/2028 年末/十五五末矿产金产量将分别达到 12/15/22/28 吨，黄金增量持续贡献业绩弹性。公司加速国际化步伐，2024 年完成 Osino100%股权收购，实现海外并购零的突破，新增 127.2 吨黄金资源量，预计投产后年产能 5 吨黄金。公司持续探矿增储，2024 年度探矿合计新增资源量金 12.686 吨、银 95.716 吨、铅 5930 吨、锌 13288 吨。

● 投资建议

公司把握国内和国际两大市场获取资源，后续黄金增量具备确定性，受益于金价上行释放业绩弹性。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.07/40.79/49.77 亿元（前值为 2025-2026 年分别为 27.2/32.4 亿元，考虑金价上行上调），对应 PE 分别为 15.5/12.6/10.3 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格大幅下滑；安全生产及环保风险；项目投产不及预期；宏观经济风险等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13585	15893	17559	19527
收入同比 (%)	67.6%	17.0%	10.5%	11.2%
归属母公司净利润	2173	3307	4079	4977
净利润同比 (%)	52.6%	52.2%	23.3%	22.0%
毛利率 (%)	29.9%	37.0%	40.3%	43.4%
ROE (%)	16.7%	22.4%	24.1%	25.4%
每股收益 (元)	0.78	1.19	1.47	1.79
P/E	19.64	15.50	12.57	10.30
P/B	3.29	3.48	3.03	2.62
EV/EBITDA	10.60	8.40	6.54	5.01

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5524	9605	13119	17326	营业收入	13585	15893	17559	19527
现金	2870	5970	9369	13399	营业成本	9521	10012	10489	11048
应收账款	21	52	53	56	营业税金及附加	284	361	398	437
其他应收款	86	107	116	129	销售费用	5	5	6	7
预付账款	17	35	35	34	管理费用	405	574	624	679
存货	1240	1911	1928	1958	财务费用	25	18	-13	-49
其他流动资产	1290	1530	1619	1750	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	12665	12083	11427	10729	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-52	64	46	39
固定资产	3171	2986	2729	2427	营业利润	3181	4861	5982	7298
无形资产	8437	8065	7694	7322	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	1058	1031	1005	979	营业外支出	9	10	11	10
资产总计	18189	21687	24546	28055	利润总额	3174	4853	5973	7290
流动负债	1854	3209	3420	3690	所得税	743	1153	1423	1730
短期借款	0	228	448	668	净利润	2430	3699	4550	5559
应付账款	282	358	368	380	少数股东损益	257	392	471	582
其他流动负债	1572	2623	2605	2643	归属母公司净利润	2173	3307	4079	4977
非流动负债	1523	1523	1523	1523	EBITDA	3885	5585	6682	7967
长期借款	1006	1006	1006	1006	EPS (元)	0.78	1.19	1.47	1.79
其他非流动负债	517	517	517	517					
负债合计	3377	4732	4943	5214					
少数股东权益	1831	2223	2694	3276	主要财务比率				
股本	2777	2777	2777	2777	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	4431	4431	4431	4431	成长能力				
留存收益	5773	7525	9701	12357	营业收入	67.6%	17.0%	10.5%	11.2%
归属母公司股东权	12981	14732	16909	19564	营业利润	51.7%	52.8%	23.1%	22.0%
负债和股东权益	18189	21687	24546	28055	归属于母公司净利	52.6%	52.2%	23.3%	22.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	29.9%	37.0%	40.3%	43.4%
					净利率 (%)	16.0%	20.8%	23.2%	25.5%
					ROE (%)	16.7%	22.4%	24.1%	25.4%
					ROIC (%)	15.4%	20.0%	21.2%	22.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	18.6%	21.8%	20.1%	18.6%
					净负债比率 (%)	22.8%	27.9%	25.2%	22.8%
					流动比率	2.98	2.99	3.84	4.69
					速动比率	2.28	2.38	3.25	4.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.80	0.76	0.74
					应收账款周转率	430.25	432.35	332.46	357.18
					应付账款周转率	36.30	31.31	28.91	29.55
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.78	1.19	1.47	1.79
					每股经营现金流薄)	1.39	1.73	1.90	2.28
					每股净资产	4.67	5.31	6.09	7.05
					估值比率				
					P/E	19.64	15.50	12.57	10.30
					P/B	3.29	3.48	3.03	2.62
					EV/EBITDA	10.60	8.40	6.54	5.01

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。