

山金国际（000975.SZ）：成本优势持续强化，公司业绩创历史新高

2025 年 3 月 19 日

推荐/维持

山金国际

公司报告

事件：公司发布 2024 年年度报告。报告期内公司实现营业收入 135.85 亿元，同比+67.6%；实现归属上市公司股东净利润 21.73 亿元，同比增长 52.57%；基本每股收益 0.78 元/股，同比增长 52.58%。全球黄金价格中枢持续攀升，公司降本增效成果明显，多因素共振推动公司业绩创历史新高。

公司资源储量持续增厚。截止 24 年底，公司共拥有 6 个矿山企业，其中在产金矿 3 座（黑河洛克、吉林板庙子和青海大柴旦），在产铅锌银多金属矿 1 座（玉龙矿业），停产待恢复矿山 1 座（华盛金矿），及在建矿山一座（纳米比亚 Osino）。截止 24 年末，公司拥有金金属储量 137 吨，铅金属储量 7.22 万吨，锌金属储量 12.85 万吨，银金属储量 77.42 万吨。公司持续开展矿产资源勘查工作并取得有效突破。公司 2024 年年度勘探投资 1.76 亿元，其年度探矿合计新增资源量金 12.69 吨、银 95.72 吨、铅 5930 吨、锌 13288 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。而至 25 年 1 月，公司与芒市海华开发有限公司签订协议，收购其持有的云南省潞西市大岗坝地区金矿勘探探矿权与勐稳地区金及多金属矿勘探探矿权，其勘探面积分别为 35.6 平方公里和 20.38 平方公里，公司资源潜力得到持续增强。截止报告期末，公司在国内持有 16 宗探矿权，勘探面积合计 187.08 平方公里；公司 Osino 矿山在纳米比亚还拥有约 5638 平方公里探矿权，探矿前景广阔，公司资源储量在未来有望继续提升。

公司多金属产量稳定强增长。公司矿选能力持续优化，多金属产量均稳步增长且超额完成年度生产任务。报告期内，公司实现黄金产量 8.04 吨，同比增长 14.69%；实现铅产量 12742 吨，同比增长 34.2%；实现锌产量 17145 吨，同比增长 3.89%；实现银产量 196 吨，同比增长 1.57%。从公司矿金远期产出角度观察，公司 24 年收购的纳米比亚 Osino 项目或在 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，至 2026 年公司有较高概率完成矿产金年产量 15 吨的规划目标，这意味着公司是国内成长性最优的矿产金公司之一。

公司矿产金业务成本优势持续强化。公司是业内矿金成本控制最优的黄金企业之一。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。报告期内，公司矿产金毛利率已由 23 年的 60.76% 升至 24 年的 73.54%，公司合并摊销后的矿产金克成本已由 23 年的 176.42 元/克降至 145.4 元/克，同比下降 17.6%。此外，公司矿产银、铅及锌精粉对应毛利率分别升至 52.43%、44.12% 及 46.87%，有效显示公司回采

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、iFinD

未来 3-6 个月重大事项提示：

无

资料来源：公司公告、iFinD

交易数据

52 周股价区间（元）	20.74-15.33
总市值（亿元）	512.58
流通市值（亿元）	459.12
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	2.36

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

021-65462553

minhp-yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480124060003

率、贫化率、选冶回收率、设备运转率等指标流程的优化及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。

回报能力行业领先，资产负债率全国最低。报告期内，公司回报能力持续增强，维持行业领先地位。公司的ROE由23年的12.68%升至24年的17.71%（24Q3申万黄金行业平均7.09%），销售净利率因为金属贸易业务的大幅增长而略有回落，由23年的19.35%降至24年的17.89%（24Q3申万黄金行业平均7.12%）；同期公司资产负债率由17.98%升至18.57%（24Q3申万黄金行业平均40.48%），公司是国内资产负债率极低的矿金企业，有助公司融资能力与资金成本优势的进一步强化。

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2025-2027年实现营业收入分别为147.91亿元、168.59亿元、184.31亿元；归母净利润分别为30.72亿元、37.72亿元及44.70亿元；EPS分别为1.11元、1.36元和1.61元，对应PE分别为16.68x、13.59x和11.47x，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,105.72	13,585.44	14,790.86	16,859.08	18,430.54
增长率（%）	-3.29%	67.60%	8.87%	13.98%	9.32%
归母净利润（百万元）	1,424.30	2,173.11	3,072.14	3,772.06	4,469.75
增长率（%）	26.67%	52.57%	41.37%	22.78%	18.50%
净资产收益率（%）	12.32%	16.74%	19.40%	19.50%	19.02%
每股收益（元）	0.51	0.78	1.11	1.36	1.61
PE	35.99	23.59	16.68	13.59	11.47
PB	4.43	3.95	3.24	2.65	2.18

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				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产合计	6008	5524	9580	13435	18570	营业收入	8106	13585	14791	16859	18431	
货币资金	3031	2870	6020	10090	14688	营业成本	5508	9521	9336	10238	10761	
应收账款	42	21	50	42	54	营业税金及附加	212	284	303	354	387	
其他应收款	56	86	93	106	116	营业费用	2	5	7	10	9	
预付款项	33	17	18	10	6	管理费用	366	405	740	877	922	
存货	1485	1240	1866	1690	1964	财务费用	5	25	9	13	11	
其他流动资产	54	31	31	31	31	研发费用	6	120	122	124	127	
非流动资产合计	10291	12665	12343	12036	11714	资产减值损失	0.00	-5.43	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	-7.22	4.52	-1.35	1.59	0.12	
固定资产	2713	3171	2914	2658	2401	投资净收益	91.72	-51.69	0.00	0.00	0.00	
无形资产	6447	8437	8349	8265	8185	加：其他收益	6.23	3.42	4.82	4.12	4.47	
其他非流动资产	26	51	39	45	42	营业利润	2097	3181	4278	5249	6219	
资产总计	16299	18189	22089	25756	30712	营业外收入	1.08	2.35	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	2406	1854	2603	2328	2635	营业外支出	12.45	9.36	10.91	10.14	10.52	
短期借款	210	0	105	53	79	利润总额	2086	3174	4267	5239	6208	
应付账款	243	282	339	335	372	所得税	517	743	853	1048	1242	
预收款项	0	0	-3	-5	-7	净利润	1568	2430	3413	4191	4966	
一年内到期的非流动负债	109	373	241	307	274	少数股东损益	144	257	341	419	497	
非流动负债合计	524	1523	1477	1494	1486	归属母公司净利润	1424	2173	3072	3772	4470	
长期借款	64	1006	1006	1006	1006	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
负债合计	2930	3377	4080	3823	4120	成长能力						
少数股东权益	1808	1831	2172	2591	3088	营业收入增长	-3.29%	67.60%	8.87%	13.98%	9.32%	
实收资本（或股本）	2777	2777	2777	2777	2777	营业利润增长	29.79%	51.67%	34.50%	22.71%	18.47%	
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431	归属于母公司净利润增长	26.67%	52.57%	41.37%	22.78%	18.50%	
未分配利润	3708	4987	7544	10673	14387	获利能力						
归属母公司股东权益合计	11561	12981	15836	19342	23503	毛利率(%)	32.05%	29.92%	36.88%	39.28%	41.61%	
负债和所有者权益	16299	18189	22089	25756	30712	净利率(%)	19.35%	17.89%	23.08%	24.86%	26.95%	
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润（%）	8.74%	11.95%	13.91%	14.65%	14.55%	
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	ROE(%)	12.32%	16.74%	19.40%	19.50%	19.02%	
经营活动现金流	2180	3871	4135	4588	5486	偿债能力						
净利润	1568	2430	3413	4191	4966	资产负债率(%)	18%	19%	18%	15%	13%	
折旧摊销	940.46	615.02	645.73	654.49	664.09	流动比率	2.50	2.98	3.68	5.77	7.05	
财务费用	5	25	9	13	11	速动比率	1.88	2.31	2.96	5.04	6.30	
应收帐款减少	-2	21	-29	8	-12	营运能力						
预收帐款增加	-3	0	-3	-2	-3	总资产周转率	0.50	0.79	0.73	0.70	0.65	
投资活动现金流	480	-2849	-576	-225	-470	应收账款周转率	198	430	417	369	387	
公允价值变动收益	-7	5	-1	2	0	应付账款周转率	33.87	51.80	47.64	49.99	52.13	
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）						
投资收益	92	-52	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.78	1.11	1.36	1.61	
筹资活动现金流	-1626	-431	-408	-293	-418	每股净现金流(最新摊薄)	0.37	0.21	1.13	1.47	1.66	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.67	5.70	6.97	8.46	
长期借款增加	-45	942	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	35.99	23.59	16.68	13.59	11.47	
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	4.43	3.95	3.24	2.65	2.18	
现金净增加额	1034	591	3150	4070	4598	EV/EBITDA	16.00	13.05	9.45	7.19	5.50	

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及三等奖；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，中国东方资产股票专家组成员。

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