

山金国际 (000975.SZ)

充分受益金价高位，稳步兑现低成本+量增利润增厚逻辑

事件：公司发布 2024 年年报，实现营收 135.85 亿元，同比增长 67.60%；实现归母净利润 21.73 亿元，同比增长 52.57%；实现扣非后归母净利润 22.12 亿元，同比增长 56.85%。单季度看，2024Q4 实现营收 15.14 亿元，同比增长 49.81%，环比减少 72.80%；实现归母净利润 4.46 亿元，同比增长 45.69%，环比减少 31.67%；实现扣非后归母净利润 4.27 亿元，同比增长 32.06%，环比减少 35.3%。

矿产金银产量稳步增长，受益量价齐升逻辑业绩增厚。1) 产销量：2024 年公司生产矿产金 8.04 吨，同比增加 14.69%；销售矿产金 8.05 吨，同比增加 9.67%；生产矿产银 196.05 吨，同比增加 1.58%；销售矿产银 176.05 吨，同比减少 9.55%；生产铅精粉 12741.87 吨，同比增加 34.20%；销售铅精粉 11006.60 吨，同比增加 16.16%；生产锌精粉 17144.58 吨，同比增加 3.89%；销售锌精粉 16885.42 吨，同比减少 5.34%。2) 价、成本与毛利率：2024 年全年公司矿产金平均售价 549.60 元/克，单克成本（计入合并摊销，下同）145.40 元/克，单克对应毛利为 404 元/克，平均毛利率 73.54%（同比+12.78%）；矿产银平均售价 5.61 元/克，单克成本 2.67 元/克，单克对应毛利为 2.94 元/克，平均毛利率 52.43%（同比+3.19%）；铅精粉平均售价 1.4 万元/吨，单吨成本 0.78 万元/吨，单吨对应毛利为 0.62 万元/吨，平均毛利率 44.12%（同比+2.68%）；锌精粉平均售价 1.7 万元/吨，单吨成本 0.91 万元/吨，单吨对应毛利为 0.80 万元/吨，平均毛利率 46.87%（同比+7.29%）。金价高位叠加公司低成本优势，黄金单位盈利能力凸显。

海外布局落地，未来增量可期。年内公司收购 Osino Resources Corp. 项目落地，间接持有 Osino 100% 股权，纳入合并报表范围。本次收购增加了公司的矿产资源储备（将新增黄金资源量约 127.2 吨），投产后将带来每年 5 吨的黄金产能，叠加云南芒市华盛金矿复产预期，整体量增逻辑凸显，有望持续受益于金价高位、低成本优势以及产量增长。

商品价格弹性有望继续提升公司业绩表现。我们判断黄金作为非美资产替代在经济下行压力升温时避险属性将继续凸显，而全球央行增持黄金预计延续，非投机头寸为金价提供支撑；叠加美通胀数据与经济数据双弱背景下，降息通道拓宽，黄金买盘力量持续强化，继续看好金价基于通货属性的向上弹性空间。

投资建议：公司成本优势明显，量增逻辑凸显；叠加避险需求与降息通道拓宽背景下金价上行预期，我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 29.8/35.5/42.6 亿元，对应 PE 为 16.4/13.8/11.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：美联储超预期紧缩风险，项目投产不及预期风险，全球政治波动及汇率风险等。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,106	13,585	15,489	16,985	19,135
增长率 yoy (%)	-3.3	67.6	14.0	9.7	12.7
归母净利润（百万元）	1,424	2,173	2,983	3,553	4,256
增长率 yoy (%)	26.8	52.6	37.2	19.1	19.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.51	0.78	1.07	1.28	1.53
净资产收益率 (%)	11.7	16.4	19.4	18.7	19.4
P/E（倍）	34.4	22.5	16.4	13.8	11.5
P/B（倍）	4.2	3.8	3.3	2.8	2.3

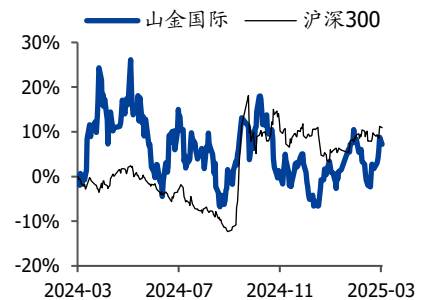
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 17 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	贵金属
前次评级	买入
03 月 17 日收盘价（元）	17.63
总市值（百万元）	48,953.61
总股本（百万股）	2,776.72
其中自由流通股（%）	89.57
30 日日均成交量（百万股）	23.88

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

相关研究

- 1、《山金国际 (000975.SZ)：矿山业务毛利维稳，看好金价高位下业绩兑现》 2024-10-22
- 2、《山金国际 (000975.SZ)：矿产金业务成本端持续优化，公司顺周期业绩弹性凸显》 2024-08-22
- 3、《银泰黄金 (000975.SZ)：宽松预期下金价中枢上移，公司盈利能力稳步提升》 2024-03-24

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6008	5524	8068	9761	14187
现金	3031	2870	4922	6955	10843
应收票据及应收账款	42	21	51	28	61
其他应收款	56	86	76	101	99
预付账款	33	17	40	22	48
存货	1485	1240	1690	1365	1848
其他流动资产	1361	1290	1290	1290	1290
非流动资产	10291	12665	13006	13229	13354
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2713	3171	3486	3603	3858
无形资产	6447	8437	8444	8551	8413
其他非流动资产	1131	1058	1076	1075	1083
资产总计	16299	18189	21075	22990	27541
流动负债	2406	1854	2634	1819	2807
短期借款	210	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1517	796	1691	902	1826
其他流动负债	679	1057	943	917	981
非流动负债	524	1523	1329	1130	929
长期借款	64	1006	812	613	412
其他非流动负债	460	517	517	517	517
负债合计	2930	3377	3963	2949	3736
少数股东权益	1808	1831	2161	2353	2707
股本	2777	2777	2777	2777	2777
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431
留存收益	4339	5735	7185	8807	10950
归属母公司股东权益	11561	12981	14950	17687	21098
负债和股东权益	16299	18189	21075	22990	27541

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2180	3871	4712	4346	6250
净利润	1568	2430	3313	3745	4610
折旧摊销	940	615	948	1057	1156
财务费用	5	25	61	77	75
投资损失	-92	52	-60	-52	-38
营运资金变动	-258	760	458	-476	449
其他经营现金流	15	-10	-8	-4	-2
投资活动现金流	480	-2849	-1222	-1224	-1241
资本支出	615	688	341	223	125
长期投资	1005	-396	0	0	0
其他投资现金流	2099	-2558	-881	-1001	-1116
筹资活动现金流	-1626	-431	-1439	-1090	-1121
短期借款	-629	-210	0	0	0
长期借款	-45	942	-194	-199	-201
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	-951	-1164	-1244	-891	-920
现金净增加额	1046	577	2052	2033	3888

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8106	13585	15489	16985	19135
营业成本	5508	9521	10237	10672	11226
营业税金及附加	212	284	325	730	949
营业费用	2	5	7	6	7
管理费用	366	405	549	594	785
研发费用	6	120	37	51	72
财务费用	5	25	61	77	75
资产减值损失	0	-5	0	0	0
其他收益	6	3	0	0	0
公允价值变动收益	-7	5	8	4	2
投资净收益	92	-52	60	52	38
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	2097	3181	4340	4910	6062
营业外收入	1	2	2	1	2
营业外支出	12	9	13	11	11
利润总额	2086	3174	4329	4901	6052
所得税	517	743	1016	1157	1442
净利润	1568	2430	3313	3745	4610
少数股东损益	144	257	330	192	354
归属母公司净利润	1424	2173	2983	3553	4256
EBITDA	2952	3769	5190	5804	6958
EPS (元)	0.51	0.78	1.07	1.28	1.53

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-3.3	67.6	14.0	9.7	12.7
营业利润(%)	29.8	51.7	36.4	13.1	23.5
归属于母公司净利润(%)	26.8	52.6	37.2	19.1	19.8
获利能力					
毛利率(%)	32.0	29.9	33.9	37.2	41.3
净利率(%)	17.6	16.0	19.3	20.9	22.2
ROE(%)	11.7	16.4	19.4	18.7	19.4
ROIC(%)	12.5	16.6	20.1	19.4	20.2
偿债能力					
资产负债率(%)	18.0	18.6	18.8	12.8	13.6
净负债比率(%)	-18.4	-8.7	-21.7	-29.6	-42.1
流动比率	2.5	3.0	3.1	5.4	5.1
速动比率	1.7	2.3	2.4	4.6	4.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	198.1	430.2	430.2	430.2	430.2
应付账款周转率	3.6	8.2	8.2	8.2	8.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.78	1.07	1.28	1.53
每股经营现金流(最新摊薄)	0.79	1.39	1.70	1.57	2.25
每股净资产(最新摊薄)	4.16	4.67	5.38	6.37	7.60
估值比率					
P/E	34.4	22.5	16.4	13.8	11.5
P/B	4.2	3.8	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	16.0	12.8	8.9	7.6	5.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com