

量价共振，业绩再创新高

2025 年 03 月 20 日

► **事件：公司发布 2024 年年报。**2024 年公司实现营业收入 135.9 亿元，同比增长 67.6%；归母净利润 21.73 亿元，同比增长 52.6%，扣非归母净利润 22.1 亿元，同比增长 56.9%。单季度看，2024Q4 公司实现营收 15.1 亿元，同比增长 49.8%，环比减少 72.8%，归母净利润 4.5 亿元，同比增长 45.7%，环比减少 31.7%，扣非归母净利润 4.3 亿元，同比增长 32.1%，环比减少 35.3%，业绩符合我们预期。

► **分析：量价共振是公司业绩增长的核心原因。**量：2024 年公司实现黄金产量 8.04 吨，同比增长 14.69%，Q4 单季度产量 1.76 吨。其中黑河洛克/吉林版庙子/青海大柴旦全年产量分别为 2.21/2.32/3.51 吨；2024 年公司实现银产量 196.05 吨，同比增长 1.58%，对应 Q4 单季度产量 73.23 吨；铅/锌产量 1.27/1.71 万吨，同比增长 34.2%/3.9%，对应 Q4 单季度产量 0.48/0.61 万吨；2025 年公司计划黄金产量不低于 8 吨，其他金属不低于 2024 年产量；价：2024 年黄金均价 2382 美元/盎司，同比增长 22.6%，白银均价 28.3 美元/盎司，同比增长 21%，铅/锌均价 1.74/2.35 万元/吨，同比增长 10.3%/9.8%；成本：2024 年公司金/银成本分别为 145.4/2.67 元/克，同比变动-17.6%/+14.1%；铅/锌成本分别为 7828/9062 元/吨，同比变动-2.4%/+16.5%。利润：2024 年公司金/银毛利为 404/2.9 元/克，同比增长 47.9%/29.6%；铅/锌毛利为 6181/7994 元/吨，同比增长 8.9%/56.9%；2024 年公司金/银/铅/锌板块毛利率分别为 73.5%/52.4%/44.1%/46.9%，同比+12.8/3.2/2.7/7.3pct。其他：公司 2024 年实现投资收益-0.52 亿元，系公司开展套期保值业务所致；另外公司 2024 年整体毛利率/净利率为 29.92%/17.89%，环比-2.13/-1.46pct，但矿产板块各金属毛利率略有上升，我们认为主要系公司经常费用同比上涨明显以及贸易板块营收净占比同比上升所致。

► **勘探持续进行，项目有序开展：**公司 2024 年探矿合计新增资源量金 12.69 吨、银 95.7 吨、铅 5930 吨、锌 13288 吨。截至 2024 年末公司保有金金属资源量 277.2 吨。另外公司于 2024 年 8 月 29 日完成 Osino 股权交割，其核心资源 TwinHills 金矿拥有黄金资源量 99 吨，平均品位 1.09 克/吨，储量 67 吨，平均品位 1.04 克/吨。根据可研报告，选厂设计产能约为 500 万吨/年，预计年产黄金可达 5 吨，达产后克金完全维持成本为 1011 美元/盎司。

► **盈利预测与投资建议：**基于 2025 年贵金属价格有望持续上行的考量，我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.65/37.42/49.05 亿元，根据 3 月 19 日收盘价对应 PE 为 16/14/11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进展不及预期，金属价格大幅波动，海外地缘政治风险，汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	13,585	16,011	17,317	20,509
增长率 (%)	67.6	17.9	8.2	18.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,173	3,365	3,742	4,905
增长率 (%)	52.6	54.9	11.2	31.1
每股收益 (元)	0.78	1.21	1.35	1.77
PE	24	16	14	11
PB	4.1	3.4	2.9	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.94 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 王作桢

执业证书：S0100124060015

邮箱：wangzuoshen@mszq.com

相关研究

1.山金国际 (000975.SZ) 2024 年三季报点评：业绩创新高，战略规划持续落地-2024/10/22

2.山金国际 (000975.SZ) 2024 年半年报点评：量价齐升，期待战略规划落地-2024/08/22

3.银泰黄金 (000975.SZ) 2023 年年报点评：利润同比大幅增长，期待战略规划逐步落地-2024/03/24

4.银泰黄金 (000975.SZ) 公告点评：玉龙增储添成长后劲，股东增持彰显发展信心-2023/12/21

5.银泰黄金 (000975.SZ) 事件点评：增产增储战略规划清晰，定位成长型国际矿业公司-2023/11/16

目录

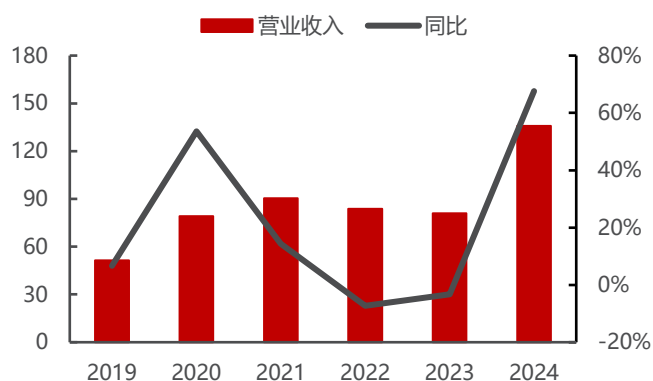
1 事件：公司发布 2024 年年报	3
2 全年利润大幅上涨，季度业绩边际下滑	4
3 利润拆解：量价齐升，成本严格把控	6
4 期间费用率下降，资产负债率稳健	12
5 现金流相对充裕，远期有望持续改善	14
6 勘探持续进行，项目有序开展	15
7 盈利预测与投资建议	17
8 风险提示	18
插图目录	20
表格目录	20

1 事件：公司发布 2024 年年报

2025 年 3 月 18 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 135.9 亿元，同比增长 67.6%；归母净利润 21.73 亿元，同比增长 52.6%，扣非归母净利润 22.1 亿元，同比增长 56.9%。

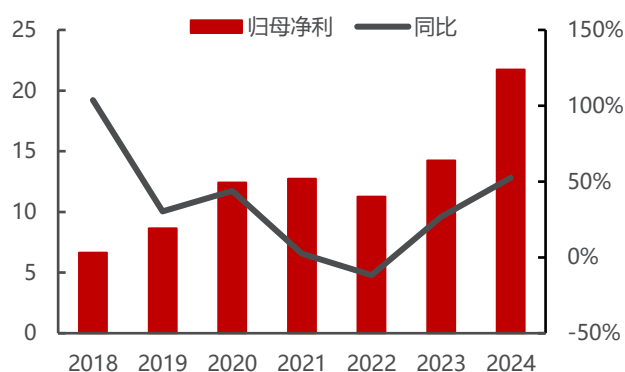
单季度看，2024Q4 公司实现营收 15.1 亿元，同比增长 49.8%，环比减少 72.8%，归母净利润 4.5 亿元，同比增长 45.7%，环比减少 31.7%，扣非归母净利润 4.3 亿元，同比增长 32.1%，环比减少 35.3%。

图1：2024 年公司实现营收 135.9 亿元（单位：亿元）



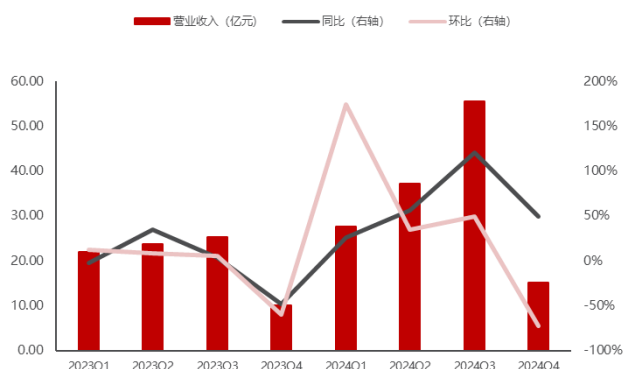
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024 年公司实现归母净利润 21.73 亿元（单位：亿元）



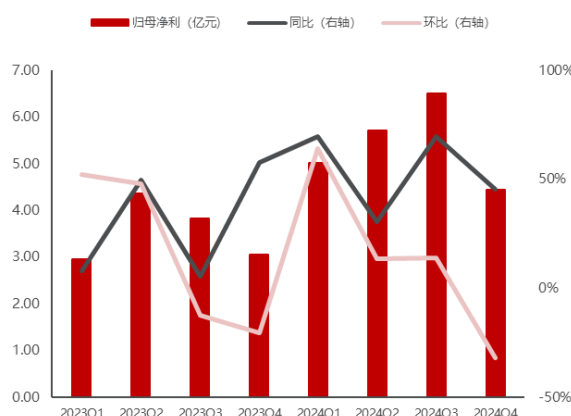
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q4 公司实现营收 15.1 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q4 公司实现归母净利润 4.5 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

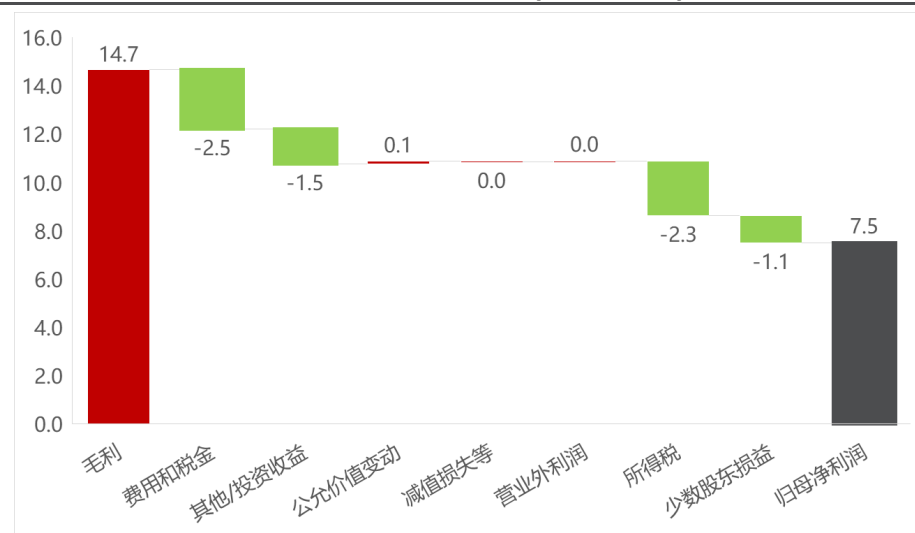
计划实施分红，践行“以投资者为本”的上市公司发展理念。公司计划实施 2024 年分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 3.65 元（含税）。公司目前总股份数 27.77 亿股，2024 年度合计拟派发现金红利 10.14 亿元。

2 全年利润大幅上涨，季度业绩边际下滑

公司共拥有 6 个矿山企业，其中黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦为金矿企业，玉龙矿业为铅锌银多金属矿企业，上述均为在产矿山企业。华盛金矿为停产待恢复矿山企业。位于纳米比亚的 Osino 为在建矿山企业。2023 年公司矿产金产量在全国黄金矿业上市公司中排名第 6 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 4 位。

2024 年公司归母净利润同比上升，主要原因在于毛利贡献。归母净利润 21.73 亿元，同比增长 52.6%，主要原因在于公司以金银为代表的主要产品价格抬升，其中 2024 年黄金均价 2382 美元/盎司，同比增长 22.6%，白银均价 28.3 美元/盎司，同比增长 21%，铅/锌均价 1.74/2.35 万元/吨，同比增长 10.3%/9.8%。

图5：2024 年公司毛利同比增加 14.7 亿元（单位：亿元）

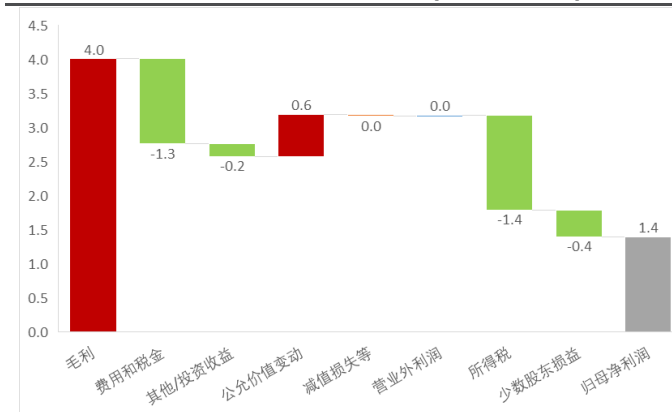


资料来源：ifind，民生证券研究院

分季度同比来看，2024Q4 vs 2023Q4：2024Q4 归母净利润 4.46 亿元，同比增加 1.4 亿元，核心在于毛利同比增加 4 亿元，毛利增长主要得益于主要金属品种尤其是金银量价齐升，以及部分其他金属价格普涨贡献利润增量。减利点主要是费用和税金 (-1.3 亿元) 和所得税 (-1.4 亿元)，细分来看主要来源于管理费用和财务费用分别同比增加 0.42 和 0.35 亿元。

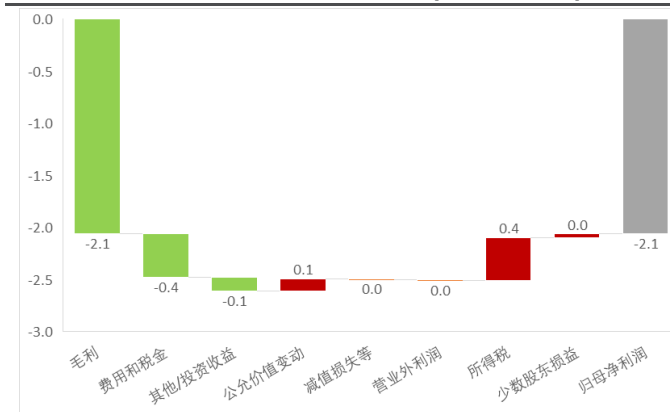
分季度环比来看，2024Q4 vs 2024Q3：2024Q4 归母净利润环比增加减少 2.1 亿元，核心在于毛利减少 2.07 亿元，毛利下降主要源于公司四季度金属产销量下滑，另外费用和税金 (-0.4 亿元) 和其他/投资收益 (-0.1 亿元) 有所拖累，其中费用端主要变动来源于管理费用环比增加 0.7 亿元。2024 四季度主要增利项为所得税 (+0.4 亿元)。

图6：2024Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：2024Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）

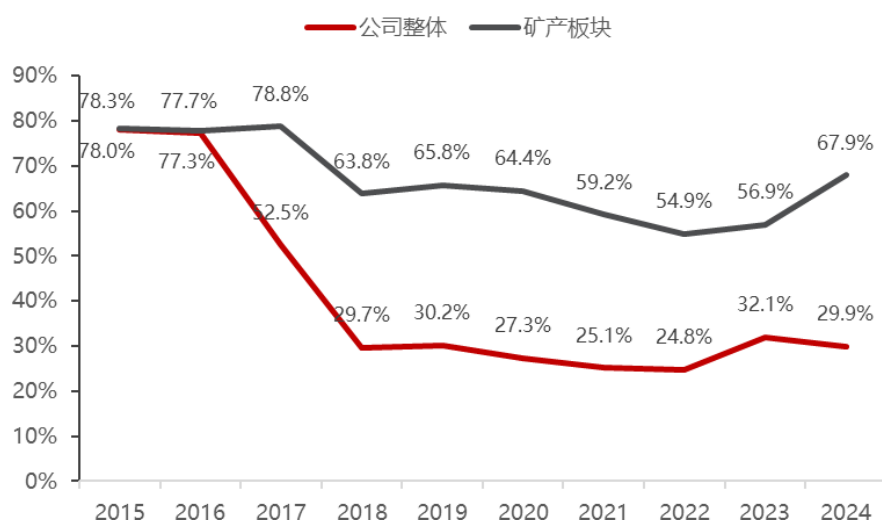


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 利润拆解：量价齐升，成本严格把控

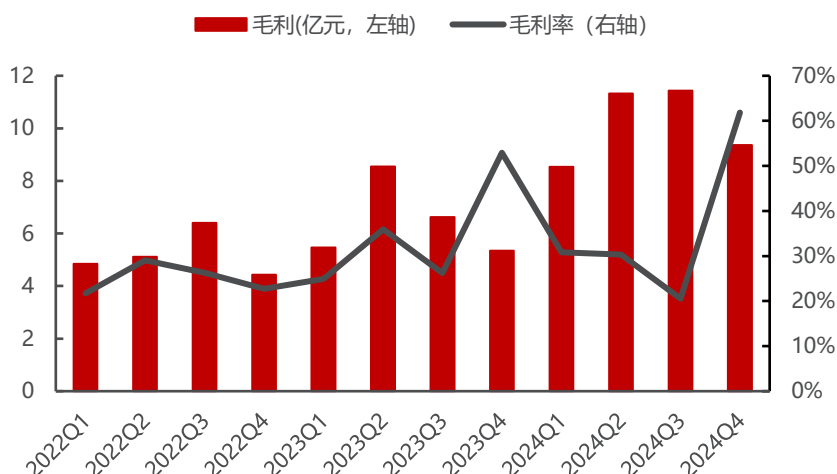
整体来看，2024 年公司整体毛利润同比增长 14.7 亿元，同比增长 56.5%，毛利率 29.9%，同比下降 2.1pct；矿产板块毛利润同比增长 13.8 亿元，实现毛利率 67.9%，同比上升 67.9%。矿产板块毛利率上升公司整体毛利率下降系贸易板块毛利占比从 2023 年 0.14%提升至 2024 年 2.19%所致。分季度来看，公司前三季度整体毛利率基本持平，四季度毛利率大幅上涨，Q4 实现毛利 9.36 亿元，同比增长 75.1%，环比减少 18.1%；实现毛利率 61.8%，同比+8.9pct，环比+41.3pct，主要产品分季度销量环比减少以及价格同比上升是公司毛利环比减少同比上升的主要原因。

图8：2024 年公司综合毛利率为 67.9%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：公司毛利和毛利率逐步抬升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

产销量方面：全年产销量稳健增长，2025 年金产量不低于 8 吨。

- ✓ **金板块：**2024 年公司产销量稳健增长。实现黄金产量 8.0 吨,同比增长 14.7%，实现销量 8.1 吨,同比增长 0.7%。分季度看，2024Q4 实现黄金产量 1.8 吨，环比减少 17%，实现销量 1.5 吨，环比减少 27%，产量环比下滑主要受季节性因素影响。另外，2024 年公司在产金矿黑河洛克/吉林板庙子/青海大柴旦产量分别为 2.21/2.32/3.51 吨，2025 年公司对现有在产矿山黄金的产量计划为不低于 8 吨。
- ✓ **其他板块：银：**2024 年公司实现白银产量 196.1 吨，同比增长 1.6%，实现销量 176.1 吨，同比减少 9.5%。24Q4 白银产量 73.2 吨，环比增长 80.5%，销量 54 吨，环比增长 12.6%；**铅锌：**2024 年公司铅/锌产量 1.27/1.71 万吨，同比增长 34.2%/3.9%，销量 1.10/1.69 万吨，同比+16.2%/-5.3%。24Q4 铅/锌产量 4786/6119 吨，环比增长 65.5%/13.2%，销量 3165/5109 吨，环比减少 7.1%/0.8%。2025 年公司对现有在产矿山除黄金外的产量计划为不低于 2024 年产量。

表1：公司年度产销量

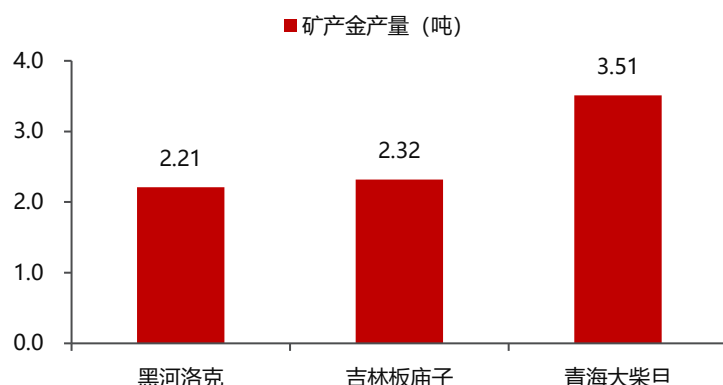
单位		2023 年		2024 年		2024 年同比	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量
矿产金	吨	7.01	7.34	8.0	8.1	14.7%	9.7%
矿产银	吨	176.1	194.6	196.1	176.1	1.6%	-9.5%
铅精矿	吨	9494	9476	12742	11007	34.2%	16.2%
锌精矿	吨	16502	17838	17145	16885	3.9%	-5.3%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

表2：公司分季度产销量

单位		2024Q1		2024Q2		2024Q3		2024Q4		2024Q4 环比	
		产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
矿产金	吨	2.0	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1	1.8	1.5	-17.0%	-26.7%
矿产银	吨	20.9	29.6	61.4	44.5	40.6	48.0	73.2	54.0	80.5%	12.6%
铅精矿	吨	1087	1468	3976	2967	2892	3406	4786	3165	65.5%	-7.1%
锌精矿	吨	1384	2348	4235	4276	5407	5152	6119	5109	13.2%	-0.8%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图10：公司矿产金分矿山产量


资料来源：ifind，民生证券研究院

价格端：金银锌价格大涨，铅板块基本持平。

- ✓ **金板块：**2024 年 COMEX 黄金均价 2382 美元/盎司，同比增长 22.6%，公司售价约 550 元/克，同比增长 22.2%；单季度看，COMEX Q4 均价 2660 美元/盎司，同比增长 34.6%，环比增长 7.6%，公司 Q4 售价 629 元/克，环比增长 14%，销售价格与金价变动较为一致。
- ✓ **其他板块：银：**2024 年白银均价 28.3 美元/盎司，同比增长 21%，Q4 均价 31.4 美元/盎司，同比增长 34.9%，环比增长 6.2%；公司 24 年销售价格 5.6 元/克，同比增长 21.7%，Q4 销售价格 6.4 元/克，环比增长 23.8%。**铅锌：**2024 年铅/锌锭均价 1.74/2.35 万元/吨，同比增长 10.3%/9.8%，Q4 均价 1.70/2.56 万元/吨，同比增长 4.7%/20%，环比增长 6.2%/7.6%。公司 24 年铅/锌精矿销售价格 1.4/1.7 万元/吨，同比增长 2.3%/32.5%，Q4 售价 1.3/1.9 万元/吨，环比变动-12.7%/+8.0%。

表3：公司年度销售价格

	单位	2023	2024	2024 年同比
矿产金	元/克	449.6	549.6	22.2%
矿产银	元/克	4.6	5.6	21.7%
铅精粉	元/吨	13699	14010	2.3%
锌精粉	元/吨	12872	17056	32.5%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

表4：公司分季度销售价格

	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q4 环比
矿产金	元/克	488.2	555.9	551.7	628.8	14.0%
矿产银	元/克	4.6	5.8	5.2	6.4	23.8%
铅精粉	元/吨	13450	14621	14765	12886	-12.7%
锌精粉	元/吨	13628	16390	17427	18814	8.0%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

成本端：把控严格，黄金板块同比下行，白银部分略有上涨

- ✓ **金板块：**2024 年公司合并摊销前成本为 126.3 元/克，同比减少 7.3%；合并摊销后成本为 145.4 元/克，同比减少 17.6%。分季度看，2024Q4 矿产金合并摊销后成本为 156.4 元/克，环比增长 15.9%。2024 年金板块成本下降一部分原因系子公司矿山部分经常费用纳入全公司口径所致。
- ✓ **银板块：**2024 年公司合并摊销前成本为 2.2 元/克，同比增长 18.7%；合并摊销后成本为 2.7 元/克，同比增长 14.1%。2024Q4 矿产银合并摊销后成本 2.5 元/克，环比减少 12.0%。
- ✓ **铅锌板块：**2024 年公司铅精矿合并摊销前成本为 5271.4 元/吨，同比减少 16.7%；合并摊销后成本为 7828.4 元/吨，同比减少 2.4%。锌精矿合并摊销前成本 8123.5 元/吨，同比增长 32.4%；合并摊销后成本 9062.2 元/吨，同比增长 16.5%。2024Q4 铅精粉成本 6117 元/吨，环比减少 28.2%；锌精粉成本 7567 元/吨，环比减少 27.0%。

表5：公司年度销售成本

单位		2023 年		2024 年		2024 年同比	
		合并摊销前	合并摊销后	合并摊销前	合并摊销后	合并摊销前	合并摊销后
矿产金	元/克	136.3	176.4	126.3	145.4	-7.3%	-17.6%
矿产银	元/克	1.8	2.3	2.2	2.7	18.7%	14.1%
铅精矿	元/吨	6328.4	8022.3	5271.4	7828.4	-16.7%	-2.4%
锌精矿	元/吨	6135.6	7777.0	8123.5	9062.2	32.4%	16.5%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

注：成本数据中合并摊销前为单体矿山营业成本，合并摊销后为考虑评估增值摊销后的营业成本。

表6：公司分季度成本

	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q4 环比
矿产金	元/克	156.3	136.1	135.0	156.4	15.9%
矿产银	元/克	2.9	2.6	2.8	2.5	-12.0%
铅精粉	元/吨	9131	8215	8520	6117	-28.2%
锌精粉	元/吨	9919	8811	10363	7567	-27.0%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

注：表中成本数据采用合并摊销后成本，合并摊销前为单体矿山营业成本，合并摊销后为考虑评估增值摊销后的营业成本。

表7：公司分板块成本

行业分类	项目	2023 年 金额 (亿元)	2023 年 占营业成本比重	2024 年 金额 (亿元)	2024 年 占营业成本比重	同比增减
有色金属矿采选业	原材料	20.65	3.75%	21.89	2.30%	5.98%
	人工费用	11.26	2.04%	11.81	1.24%	4.87%
	燃料动力费	13.63	2.47%	14.76	1.55%	8.32%
	采准及钻探	19.07	3.46%	25.92	2.72%	35.93%
	维修费	4.90	0.89%	5.46	0.57%	11.26%
	折旧及摊销	92.63	16.82%	65.61	6.89%	-29.17%
	外包劳务费	25.90	4.72%	28.59	3.00%	9.99%
	其他	8.28	1.50%	13.87	1.46%	67.57%
金属商品贸易	商品成本	353.51	64.18%	763.87	80.23%	116.08%
其他	营业成本	0.09	0.16%	0.03	0.03%	-68.41%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端：金属价格上涨+成本把控增厚产品毛利，毛利毛利率同步上升

- ✓ **金板块：**2024 年公司矿产金毛利 404.2 元/克，同比增长 47.9%，毛利率为 73.5%，同比提升 12.8pct。分季度看，2024Q4 矿产金毛利为 472.4 元/克，环比增长 13.4%。
- ✓ **银板块：**2024 年公司矿产银毛利为 2.9 元/克，同比增长 29.5%，毛利率为 52.4%，同比提升 3.2pct。2024Q4 矿产银毛利 3.9 元/克，环比增长 66.8%。
- ✓ **铅锌板块：**2024 年公司铅精矿毛利为 6181.9 元/吨，同比增长 8.9%，毛利率 44.1%，同比提升 2.7pct；锌精矿毛利 7993.7 元/吨，同比增长 56.9%，毛利率 46.9%，同比提升 7.3pct。2024Q4 铅精粉毛利 6769.7 元/吨，环比增长 8.4%；锌精粉毛利 11246.8 元/吨，环比增长 59.2%。

表8：公司年度毛利水平

单位		2023 年		2024 年		2024 年	
		毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利同比	毛利率同比
矿产金	元/克	273.2	60.8%	404.2	73.5%	47.9%	12.8pct
矿产银	元/克	2.3	49.2%	2.9	52.4%	29.5%	3.2pct
铅精矿	元/吨	5677.1	41.4%	6181.9	44.1%	8.9%	2.7pct
锌精矿	元/吨	5095.0	39.6%	7993.7	46.9%	56.9%	7.3pct

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

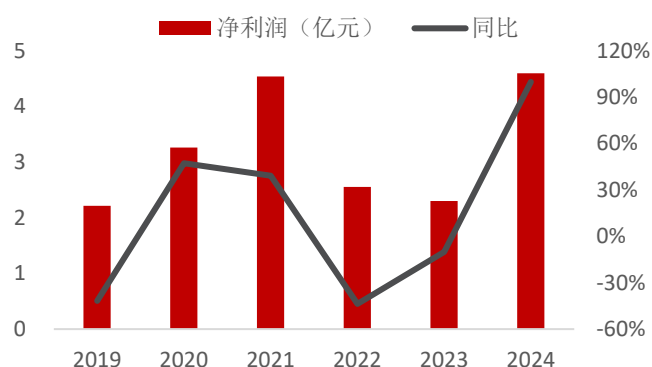
表9：公司分季度毛利

	单位	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q4 环比
矿产金	元/克	331.9	419.9	416.8	472.4	13.4%
矿产银	元/克	1.8	3.2	2.3	3.9	66.8%
铅精粉	元/吨	4318.7	6405.5	6244.4	6769.7	8.4%
锌精粉	元/吨	3709.7	7579.3	7064.2	11246.8	59.2%

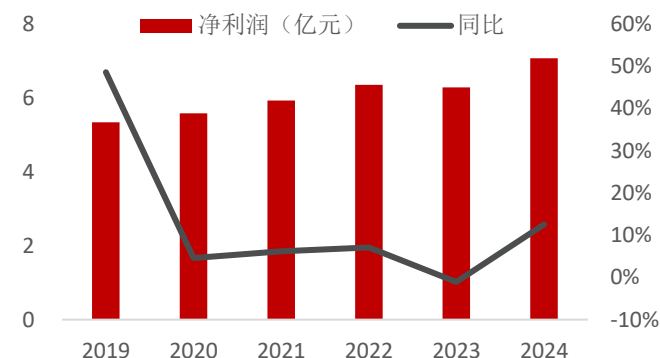
资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

注：表中成本计算数据采用合并摊销后成本，合并摊销前为单体矿山营业成本，合并摊销后为考虑评估增值摊销后的营业成本。

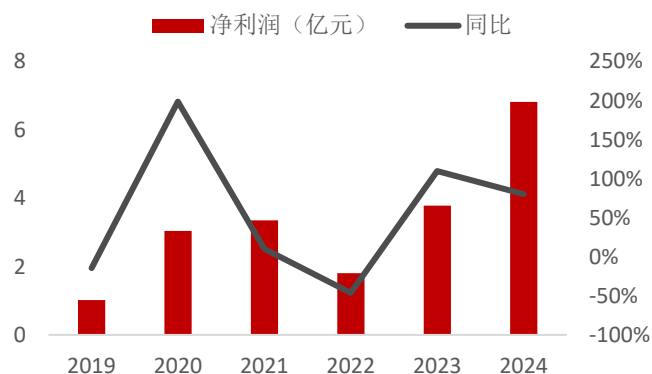
矿业板块子公司业绩大涨，黑河洛克相对有限。2024 年玉龙矿业实现净利润 4.6 亿元，同比增长 100%，黑河洛克实现净利润 7.1 亿元，同比增长 13%；吉林板庙子实现净利润 6.8 亿元，同比增长 80%；青海大柴旦实现净利润 10.2 亿元，较上一年度同比增加 92%。

图11：玉龙矿业年度净利润


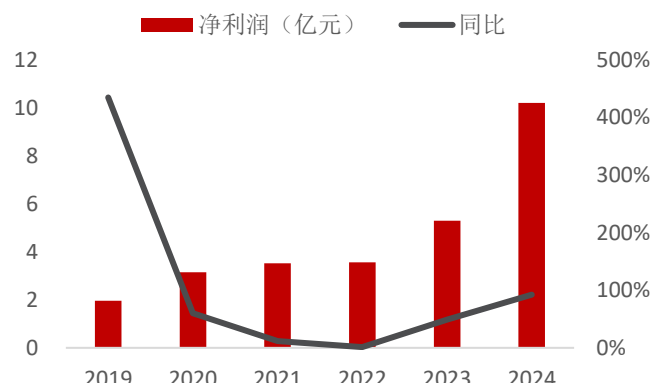
资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：黑河洛克年度净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：吉林板庙子年度净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

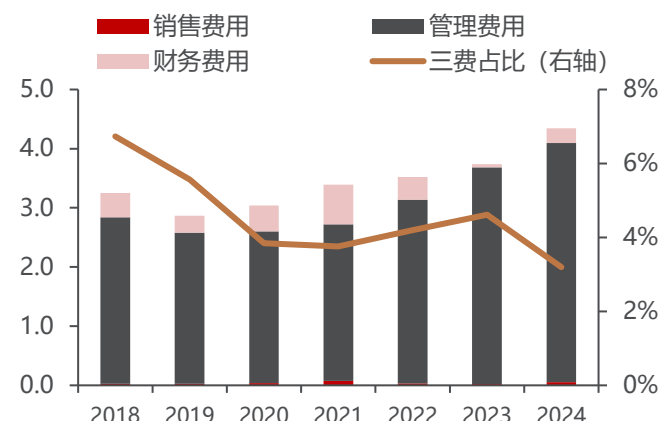
图14：青海大柴旦年度净利润


资料来源：ifind，民生证券研究院

4 期间费用率下降，资产负债率稳健

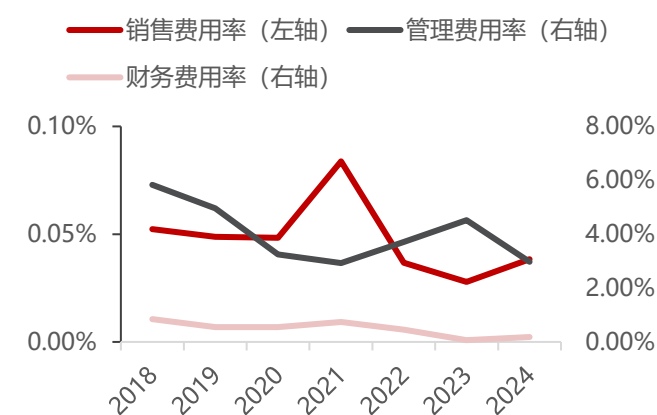
2024 年期间费用同比增加，但费用率有所下降。2024 年公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 0.05 亿元、4.05 亿元、0.25 亿元、1.20 亿元，共占营业收入比重 3.2%。**年度方面：**销售费用、管理费用、财务费用、研发费用同比均有所增加，其中研发费用增长明显。销售费用同比增加 131.01%，系仓储费用增加所致；管理费用同比增加 10.49%；财务费用同比增加 353.48%，系融资利息增加所致；研发费用同比增加 1.13 亿元，主要由于公司控股股东变更后完善了研发费用的归集以及调整了研发费用核算口径。**分季度看，**2024Q1-Q4 期间费用（含研发费用）分别为 0.69、0.71、1.05、1.90 亿元，占营业收入比重分别为 2.5%，1.9%，1.9%，12.5%。另外考虑研发费用后，2024 年公司经常性费用占比仍较 2023 同期仍下降 1.4%，费用整体把控稳健。

图15：公司年度三费情况



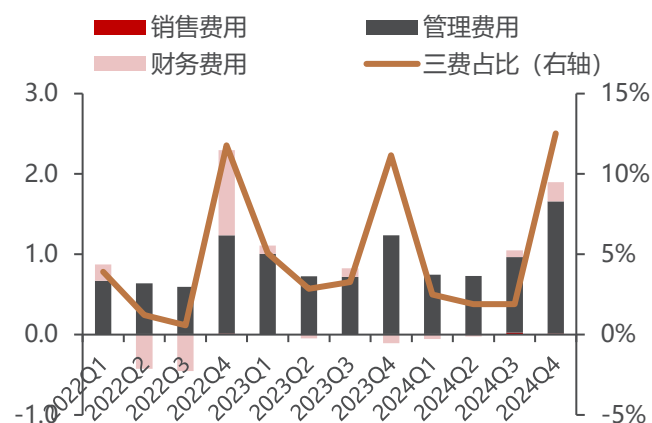
资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：公司年度费用率变化



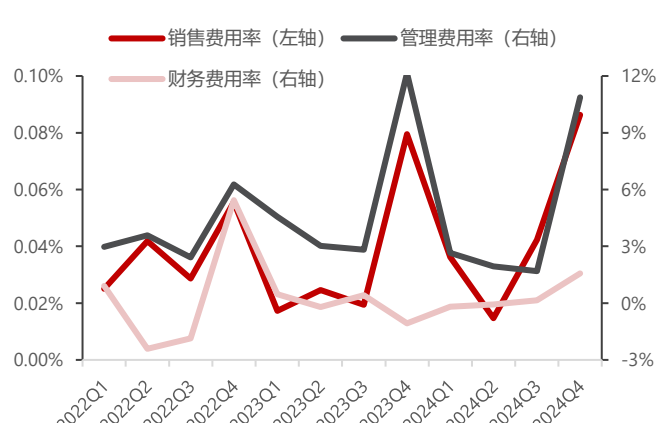
资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：公司分季度三费



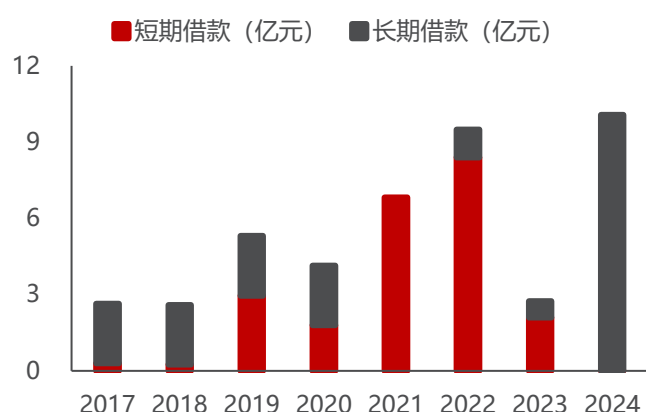
资料来源：ifind，民生证券研究院

图18：公司季度费用率变化

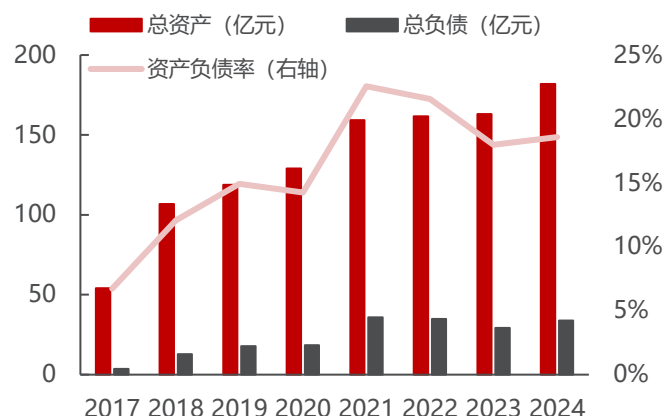


资料来源：ifind，民生证券研究院

长期借款增加，2024 资产负债率较 2023 上涨 0.59pct 至 18.57%。2023 年公司借款大幅下降，2024 为降低利率波动风险，公司负债结构转向以长期借款为主。2024 年公司借款总额同比增加 7.32 亿元至 10.07 亿元，其中短期借款 0.004 亿元，同比减少 2.10 亿元，长期借款 10.06 亿元，同比增加 9.42 亿元。2024 年公司 2024 资产负债率为 18.57%，较 2023 年小幅上升，债务负担总体可控。

图19：公司短期借款和长期借款情况


资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：公司资产负债率


资料来源：ifind，民生证券研究院

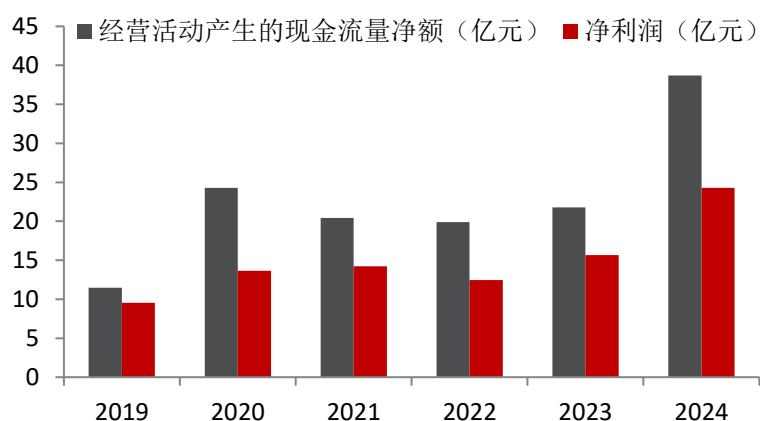
5 现金流相对充裕，远期有望持续改善

2024 年公司实现经营活动现金净流入 38.71 亿元，同比增加流入 16.91 亿元。目前黄金价格有望维持高位，随着 Twin Hills 项目的投产、青海大柴旦项目的持续探矿增储，公司黄金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望持续改善。

2024 年公司筹资活动产生的现金净流出额为 4.31 亿元，较 2023 年减少现金净流出 11.94 亿元，2023 年现金净流出额为 16.26 亿元。主要由于本期收购 Osino 项目导致银行贷款增加。

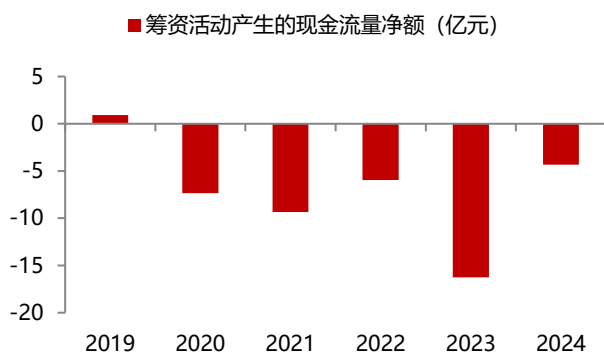
2024 年公司投资活动产生的现金净流出为 28.49 亿元，上年同期为现金净流入 4.8 亿元，投资活动产生的现金流量净额较上期同比减少 693.40%，主要是由于本期收购 Osino 项目所致。

图21：公司年度净利润及经营活动净现金流



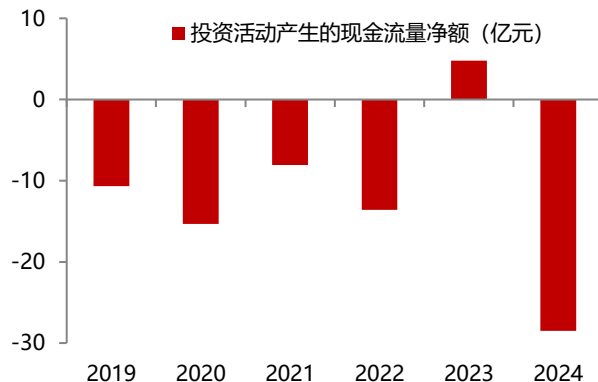
资料来源：ifind，民生证券研究院

图22：公司年度筹资活动净现金流



资料来源：ifind，民生证券研究院

图23：公司年度投资活动净现金流



资料来源：ifind，民生证券研究院

6 勘探持续进行，项目有序开展

2024年勘探工作继续开展,资源开采可持续。公司2024年度勘探投资17592万元，其中资本化勘探投资15294万元，费用化勘探投资2298万元，年度探矿合计新增资源量金12.69吨、银95.7吨、铅5930吨、锌13288吨。截至2024年12月31日，公司保有探明+控制+推断金资源量16458.3万吨，金金属量277.2吨，现阶段开采可行性较低的潜力资源量约277万吨，金金属量8.74吨，合计金属量286吨。

表10：公司金板块资源情况

矿山名称	矿种	资源量					储量						
		探明	控制	探明及控制	推断	总计	品位	黄金金属量	证实	可信	总计	品位	黄金金属量
		(Mt)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	克/吨	(t)	(Mt)	(Mt)	(Mt)	克/吨	(t)
吉林板庙子	金	3.57	1.20	4.77	2.74	7.51	3.26	24.48	2.86	0.26	3.13	3.93	12.27
华盛金矿		2.93	7.40	10.33	7.37	17.71	1.65	29.23	2.62	6.28	8.90	2.18	19.40
黑河洛克		0.93	0.87	1.80	0.88	2.68	4.60	12.34	0.55	0.31	0.85	5.56	4.75
青海大柴旦		0.90	8.20	9.10	8.48	17.58	4.68	82.24	0.90	6.60	7.50	4.50	33.80
玉龙矿业					1.81	1.81	0.97	1.75					
Osino		0.70	83.60	84.30	33.00	117.30	1.08	127.20	0.90	63.60	64.50	1.04	66.86
合计		9.03	101.28	110.31	54.28	164.59	1.68	277.23	7.83	77.05	84.88	1.61	137.07

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：1、数据截至2025年3月。2、矿产资源量吨位和金属量按照原位数据报告，并未考虑采矿活动引起的采矿损失和贫化。3、矿产资源量包括了矿产储量；矿产储量由探明的和控制的资源量经过转换因素估算获得，推断的资源量不得参与转换为矿石储量。4、Mt=百万吨；t=吨。5、截至2024年12月31日，公司持有吉林板庙子、华盛金矿、黑河洛克、青海大柴旦、玉龙矿业、纳米比亚Osino的权益分别为95%、60%、100%、90%、76.67%、100%。6、黄金金属量为100%权益基准。7、吉林板庙子资源量基于边界品位Au1.0克/吨，储量基于边界品位Au2.0克/吨。华盛金矿资源量基于边界品位Au0.3克/吨，储量基于边界品位Au0.5克/吨。黑河洛克资源量基于边界品位Au1.0克/吨，储量基于边界品位Au3.0克/吨。青海大柴旦资源量基于边界品位Au1.0克/吨，储量基于边界品位Au2.0克/吨。玉龙矿业资源量基于边界品位ΣAg40-80克/吨，储量基于边界品位ΣAg80克/吨。纳米比亚Osino公司资源量基于边界品位Au0.3克/吨和0.5克/吨，储量基于边界品位Au0.45克/吨。

截至2024年12月31日，公司保有探明+控制+推断银铅锌多金属矿资源量7186.9万吨，银金属量7933.7吨，铅金属量60.77万吨，锌金属量127.1万吨，铜12.76万吨。

表11：公司其他金属板块资源情况

矿山	探明	控制	资源量										储量		
			探明及控制	推断	总计	铅金属量	锌金属量	银金属量	铜金属量	证实	可信	总计	铅金属量	锌金属量	银金属量
黑河洛克	0.93	0.87	1.80	0.88	2.68			146.21		0.59	0.31	0.85			67.09
玉龙矿业	8.42	27.55	35.97	33.22	69.19	607657	1271316	7787.52	127593	0.63	4.20	4.84	72227	128501	707.15
合计	9.35	28.42	37.77	34.10	71.87	607657	1271316	7933.72	127593	1.18	4.51	5.69	72227	128501	774.24

资料来源：公司公告，民生证券研究院
 注：黑河洛克资源量基于边界品位 Au1.0 克/吨，储量基于边界品位 Au3.0 克/吨。玉龙矿业资源量基于边界品位 Σ Ag40-80 克/吨，储量基于边界品位 Σ Ag80 克/吨。

现有项目持续推进，其中：

- ✓ **Osino 完成交割，探矿增储持续推进。**2024 年 8 月，公司完成收购 Osino 项目，公司间接持有 Osino 100%股权，纳入合并报表范围。该收购增加公司的矿产资源储备，新增黄金资源量约 127.2 吨，预计 2027 年初投产。
- ✓ **吉林板庙子勘查工作**主要集中于金英采矿权和板石沟金及多金属矿勘探探矿权，吉林板庙子年度资本化勘探投资 2152.93 万元，板石沟项目圆满完成野外工作并通过自然资源部门验收，未来有望扩大公司资产规模，提高未来盈利能力。
- ✓ **青海大柴旦勘查工作**主要集中于青龙沟金矿北矿段、南矿段及Ⅱ、Ⅲ矿段进行了加密钻探和二次圈矿，青海大柴旦年度资本化勘探投资 5456.10 万元，通过持续的探矿增储为青海大柴旦高质量发展提供充足资源储备。

表12：公司主要在建工程

项目名称	预算数 (万元)	期初余额 (亿元)	期末余额 (亿元)	工程进度
吉林板庙子井巷工程	3.7	0.7	0.2	71.62%
吉林板庙子尾矿库扩容工程	2.7	0.3	0.6	71.25%
青海大柴旦青龙滩探矿工程	5.9	0.6	0.4	84.70%
青海大柴旦金龙沟斜坡道探矿工程	2.5	1.4	0.04	98.60%
青海大柴旦南竖井工程	1.6	0.4	0.1	64.67%
合计	16.4	3.5	1.4	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7 盈利预测与投资建议

基于 2025 年贵金属价格有望持续上行的考量，我们以 2025 年黄金/白银均价 700/8.3 元/克，2026 年 710/8.4 元/克作为价格基准，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 33.65/37.42/49.05 亿元，其中 2025/2026 年利润预期上调约 4.8/4.1 亿，参考 3 月 19 日收盘价，对应 PE 为 16/14/11 倍，维持“推荐”评级。

表13：盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	13,585	16,011	17,317	20,509
增长率（%）	67.6	17.9	8.2	18.4
归属母公司股东净利润（百万元）	2,173	3,365	3,742	4,905
增长率（%）	52.6	54.9	11.2	31.1
每股收益（元）	0.78	1.21	1.35	1.77
PE	24	16	14	11
PB	4.1	3.4	2.9	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 19 日收盘价）

8 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设中，项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 金属价格大幅波动。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，金银等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济增长承压，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 海外地缘政治风险。公司现有海外矿山项目。若当地政府出台行政措施对公司存在不利影响，或是提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

4) 汇率风险。公司存在待投产海外矿山，远期可能存在一定汇率波动风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	13,585	16,011	17,317	20,509
营业成本	9,521	10,183	10,894	12,262
营业税金及附加	284	320	312	369
销售费用	5	6	9	10
管理费用	405	480	520	615
研发费用	120	144	156	185
EBIT	3,252	4,877	5,427	7,067
财务费用	25	18	28	-10
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-52	-5	-3	-2
营业利润	3,181	4,856	5,400	7,078
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	3,174	4,856	5,400	7,078
所得税	743	1,117	1,242	1,628
净利润	2,430	3,739	4,158	5,450
归属于母公司净利润	2,173	3,365	3,742	4,905
EBITDA	3,885	5,904	6,561	8,306

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,870	6,009	9,631	13,454
应收账款及票据	21	69	70	83
预付款项	17	31	33	37
存货	1,240	1,395	1,492	1,680
其他流动资产	1,376	1,391	1,399	1,419
流动资产合计	5,524	8,894	12,625	16,673
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,171	3,186	3,432	3,714
无形资产	8,437	9,887	9,887	9,937
非流动资产合计	12,665	14,118	14,365	14,706
资产合计	18,189	23,013	26,990	31,379
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	796	1,534	1,642	1,848
其他流动负债	1,057	1,216	1,278	1,410
流动负债合计	1,854	2,750	2,919	3,258
长期借款	1,006	2,006	2,506	2,006
其他长期负债	517	505	505	505
非流动负债合计	1,523	2,512	3,012	2,512
负债合计	3,377	5,262	5,931	5,770
股本	2,777	2,777	2,777	2,777
少数股东权益	1,831	2,205	2,621	3,166
股东权益合计	14,812	17,751	21,059	25,609
负债和股东权益合计	18,189	23,013	26,990	31,379

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	67.60	17.85	8.16	18.43
EBIT 增长率	61.17	49.95	11.28	30.22
净利润增长率	52.57	54.85	11.20	31.09
盈利能力 (%)				
毛利率	29.92	36.40	37.09	40.21
净利润率	17.89	23.35	24.01	26.58
总资产收益率 ROA	11.95	14.62	13.86	15.63
净资产收益率 ROE	16.74	21.65	20.29	21.86
偿债能力				
流动比率	2.98	3.23	4.32	5.12
速动比率	2.30	2.72	3.80	4.59
现金比率	1.55	2.19	3.30	4.13
资产负债率 (%)	18.57	22.86	21.98	18.39
经营效率				
应收账款周转天数	0.57	1.60	1.50	1.50
存货周转天数	47.54	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.75	0.70	0.64	0.65
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	1.21	1.35	1.77
每股净资产	4.67	5.60	6.64	8.08
每股经营现金流	1.39	1.98	1.97	2.49
每股股利	0.37	0.57	0.63	0.82
估值分析				
PE	24	16	14	11
PB	4.1	3.4	2.9	2.3
EV/EBITDA	13.16	8.29	6.99	5.00
股息收益率 (%)	1.93	2.98	3.32	4.35

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,430	3,739	4,158	5,450
折旧和摊销	633	1,027	1,134	1,239
营运资金变动	760	664	59	113
经营活动现金流	3,871	5,511	5,468	6,918
资本开支	-687	-2,450	-1,350	-1,550
投资	-2,227	-30	-30	-30
投资活动现金流	-2,849	-2,485	-1,383	-1,582
股权募资	0	0	0	0
债务募资	820	988	500	-500
筹资活动现金流	-431	112	-463	-1,513
现金净流量	577	3,139	3,622	3,824

插图目录

图 1: 2024 年公司实现营收 135.9 亿元 (单位: 亿元)	3
图 2: 2024 年公司实现归母净利润 21.73 亿元 (单位: 亿元)	3
图 3: 2024Q4 公司实现营收 15.1 亿元	3
图 4: 2024Q4 公司实现归母净利 4.5 亿元	3
图 5: 2024 年公司毛利同比增加 14.7 亿元 (单位: 亿元)	4
图 6: 2024Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	5
图 7: 2024Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	5
图 8: 2024 年公司综合毛利率为 67.9%	6
图 9: 公司毛利和毛利率逐步抬升	6
图 10: 公司矿产金分矿山产量	8
图 11: 玉龙矿业年度净利润	11
图 12: 黑河洛克年度净利润	11
图 13: 吉林板庙子年度净利润	11
图 14: 青海大柴旦年度净利润	11
图 15: 公司年度三费情况	12
图 16: 公司年度费用率变化	12
图 17: 公司分季度三费	12
图 18: 公司季度费用率变化	12
图 19: 公司短期借款和长期借款情况	13
图 20: 公司资产负债率	13
图 21: 公司年度净利润及经营活动净现金流	14
图 22: 公司年度筹资活动净现金流	14
图 23: 公司年度投资活动净现金流	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司年度产销量	7
表 2: 公司分季度产销量	7
表 3: 公司年度销售价格	8
表 4: 公司分季度销售价格	9
表 5: 公司年度销售成本	9
表 6: 公司分季度成本	9
表 7: 公司分板块成本	10
表 8: 公司年度毛利水平	10
表 9: 公司分季度毛利	11
表 10: 公司金板块资源情况	15
表 11: 公司其他金属板块资源情况	16
表 12: 公司主要在建工程	16
表 13: 盈利预测与财务指标	17
公司财务报表数据预测汇总	19

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048