

山金国际 (000975)

2024 年年报点评: 黄金价格趋势上行公司业绩再创新高

买入 (维持)

2025 年 03 月 20 日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

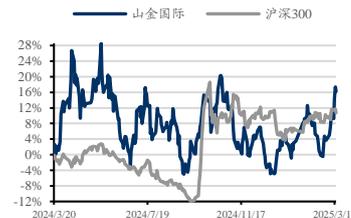
证券分析师 徐毅达

执业证书: S0600524110001

xuyd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	8106	13585	15480	17740	20005
同比 (%)	(3.29)	67.60	13.95	14.59	12.77
归母净利润 (百万元)	1424	2173	3318	4423	5591
同比 (%)	26.79	52.57	52.68	33.30	26.41
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.51	0.78	1.19	1.59	2.01
P/E (现价&最新摊薄)	36.55	23.96	15.69	11.77	9.31

股价走势



投资要点

- **事件: 公司披露 2024 年年报, 业绩同比大幅增长。**2024 年公司实现营业收入 135.85 亿元, 同比+67.60%; 归母净利润 21.73 亿元, 同比+52.57%; 公司第四季度实现营业收入 15.14 亿元, 同比+49.8%, 归母净利润 4.46 亿元, 同比+45.7%。
- **公司黄金业务量价齐增, 业绩释放具备弹性: 1) 量:**2024 年公司超额完成多项金属年度生产任务, ①公司合质金全年产量 8.04 吨, 同比增长 14.69%, 其中公司三大主力矿山黑河洛克/吉林版庙子/青海大柴旦全年产量分别为 2.21/2.32/3.51 吨; ②公司矿产银全年产量 196.05 吨, 同比增长 1.58%; 铅/锌分别完成全年生产 1.27/1.71 万吨, 同比增长 34.2%/3.9%; 2) 价: 2024 年公司销售黄金均价为 549.60 元/克, 同比增长 22.23%; 销售白银均价 (税前) 5.61 元/克, 同比增长 21.69%; 销售铅/锌均价 (税前) 分别为 1.40/1.71 万元/吨, 同比分别增长 2.3%/32.5%。
- **公司成本管控优异, 黄金克金成本显著下降, 黄金业务毛利率提升:**受益于公司开采金矿品位提升, 以及矿端营运管理的持续优化, 2024 年公司矿产金合并摊销后克金成本为 145.4 元/克, 较 2023 年 176.42 元/克的克金成本大幅下降; 结合年内黄金价格的大幅上行, 公司 2024 年矿产金业务毛利率达 73.54%, 同比增长 12.78pct。
- **全球孤立主力盛行, 抓住财政与货币宽松周期下的再通胀行情:**1) 在逆全球化、经济发展不确定性较高的情况下, 新兴市场国家央行需要增加黄金储备来稳定本国汇率稳定、降低经济波动风险。随着印度、中国等新兴国家持续增持黄金, 我们预计各国央行将在未来数年维持 800-1200 吨/年的购金量级; 2) 在中国经济全面复苏, 以及美国经济陷入“滞胀”周期的背景下, 我们认为中美两国财政以及货币的宽松周期有望延续, 在实际利率长期走低的预期下, 黄金价格有望长期走牛。
- **盈利预测与投资评级:**我们继续看好公司在黄金牛市大周期下的盈利能力, 基于 2025/2026/2027 年矿产金产量 8.5/11/14 吨, 以及黄金价格长期上行的判断, 我们上调公司 2025-26 年归母净利润为 33.18/44.23 亿元 (前值为 31.87/37.79 亿元), 新增 2027 归母净利润预测值为 55.91 亿元, 对应 2025-27 年的 PE 分别为 15.69/11.77/9.31 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**美元持续走强风险; 中美财政及货币紧缩风险; 海外恶性通胀导致美联储加息风险。

市场数据

收盘价(元)	18.75
一年最低/最高价	15.07/21.04
市净率(倍)	4.01
流通 A 股市值(百万元)	46,633.12
总市值(百万元)	52,063.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.67
资产负债率(%,LF)	18.57
总股本(百万股)	2,776.72
流通 A 股(百万股)	2,487.10

相关研究

《山金国际(000975): 具备优秀成本控制能力的黄金新贵, 全球化布局开启二次增长曲线》

2024-08-12

山金国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,524	9,300	13,737	19,015	营业总收入	13,585	15,480	17,740	20,005
货币资金及交易性金融资产	4,127	6,685	10,956	16,100	营业成本(含金融类)	9,521	9,708	10,211	10,748
经营性应收款项	38	127	143	156	税金及附加	284	360	424	464
存货	1,240	2,347	2,482	2,588	销售费用	5	6	7	8
合同资产	0	0	0	0	管理费用	405	616	722	785
其他流动资产	119	141	156	171	研发费用	120	5	8	7
非流动资产	12,665	14,562	15,245	16,357	财务费用	25	(5)	(46)	(114)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	10	11	0
固定资产及使用权资产	3,212	5,215	6,012	7,151	投资净收益	(52)	0	0	0
在建工程	258	255	195	220	公允价值变动	5	0	0	0
无形资产	8,437	8,333	8,280	8,228	减值损失	(2)	0	0	0
商誉	452	452	452	452	资产处置收益	0	5	5	0
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	3,181	4,805	6,429	8,107
其他非流动资产	281	281	281	281	营业外净收支	(7)	0	0	0
资产总计	18,189	23,862	28,981	35,373	利润总额	3,174	4,805	6,429	8,107
流动负债	1,854	3,872	4,104	4,310	减:所得税	743	1,137	1,542	1,922
短期借款及一年内到期的非流动负债	374	374	374	374	净利润	2,430	3,668	4,887	6,185
经营性应付款项	796	2,572	2,724	2,858	减:少数股东损益	257	350	464	594
合同负债	3	35	41	46	归属母公司净利润	2,173	3,318	4,423	5,591
其他流动负债	681	890	965	1,032	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.78	1.19	1.59	2.01
非流动负债	1,523	1,523	1,523	1,523	EBIT	3,252	4,800	6,383	7,993
长期借款	1,006	1,006	1,006	1,006	EBITDA	3,885	6,108	7,726	9,490
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	29.92	37.29	42.44	46.27
租赁负债	12	12	12	12	归母净利率(%)	16.00	21.43	24.93	27.95
其他非流动负债	505	505	505	505	收入增长率(%)	67.60	13.95	14.59	12.77
负债合计	3,377	5,395	5,627	5,833	归母净利润增长率(%)	52.57	52.68	33.30	26.41
归属母公司股东权益	12,981	16,286	20,709	26,300					
少数股东权益	1,831	2,181	2,646	3,240					
所有者权益合计	14,812	18,467	23,354	29,540					
负债和股东权益	18,189	23,862	28,981	35,373					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,871	5,812	6,332	7,795	每股净资产(元)	4.67	5.87	7.46	9.47
投资活动现金流	(2,849)	(3,199)	(2,021)	(2,610)	最新发行在外股份(百万股)	2,777	2,777	2,777	2,777
筹资活动现金流	(431)	(41)	(41)	(41)	ROIC(%)	16.61	20.32	21.76	21.91
现金净增加额	577	2,558	4,271	5,144	ROE-摊薄(%)	16.74	20.37	21.36	21.26
折旧和摊销	633	1,308	1,343	1,497	资产负债率(%)	18.57	22.61	19.42	16.49
资本开支	(687)	(3,199)	(2,021)	(2,610)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.96	15.69	11.77	9.31
营运资本变动	760	799	66	71	P/B(现价)	4.01	3.20	2.51	1.98

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>