


**公司评级**      增持（维持）

报告日期      2025 年 03 月 18 日

**基础数据**

03 月 17 日收盘价（元）	17.63
总市值（亿元）	489.54
总股本（亿股）	27.77

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

**相关研究**

【兴证金属】山金国际三季报点评：Q3 业绩继续维持快速增长-2024.10.23

【兴证金属】山金国际半年报点评：金价上行叠加成本下降，Q2 业绩环比稳健增长-2024.08.22

【兴证金属】银泰黄金年报点评：金价上涨助力业绩提升，海外金矿布局打开增长空间-2024.03.24

**分析师：蔡屹**

S0190518030002

caiyi@xyzq.com.cn

**研究助理：汤璐阳**

tangluyang@xyzq.com.cn

**山金国际(000975.SZ)**
**低成本优势延续，金价上行打开业绩空间**
**投资要点：**

- **业绩概要：**公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 135.85 亿元，同比+67.6%；实现归母净利润 21.73 亿元，同比+52.6%，对应基本每股收益 0.78 元/股。同时公司发布 2024 年度利润分配预案，向全体股东每 10 股派发现金股利 3.65 元（含税）。
- **量价齐升叠加成本下滑，公司业绩实现快速增长。**2024 年公司业绩实现稳步增长，主要受益于矿产金产销量增长、金价提升以及克金成本下降。从价格来看，2024 年矿产金销售均价为 549.6 元/克，同比+22.2%；矿产银销售均价（不含税）为 5.6 元/克，同比+21.6%。从成本来看，2024 年矿产金平均成本为 145.4 元/克，同比-17.6%；矿产银平均成本为 2.7 元/克，同比+14.1%。从产销量来看，2024 年黄金产销量为 8.04/8.05 吨，同比+14.7%/+9.7%，其中黑河银泰/吉林板庙子/青海大柴旦矿产金产量分别为 2.21/2.32/3.51 吨，同比+2.3%/+28.9%/+15.1%，吉林板庙子及青海大柴旦黄金产量实现增长；矿产银产销量为 196.05/176.05 吨，同比+1.6%/-9.5%。
- **分季度来看**，24Q1-Q4 公司归母净利润分别为 5.03/5.72/6.52/4.46 亿元，24Q4 环比-31.7%。从价格来看，24Q1-Q4 上海黄金交易所 Au9999 收盘价均价分别为 489/553/569/615 元/克，24Q4 环比+7.9%；从成本来看，24Q1-Q4 公司矿产金平均成本分别为 156.3/136.2/134.8/156.4 元/克，24Q4 环比上升 21.6 元/克；从产销量来看，24Q1-Q4 公司矿产金产量分别为 1.98/2.18/2.12/1.76 吨，24Q4 环比下降 0.36 吨，销量分别为 2.28/2.13/2.10/1.54 吨，24Q4 环比下降 0.56 吨。整体来看，虽然 24Q4 金价有所上行，但公司矿产金产销量环比减少同时成本环比提升，因此公司 24Q4 业绩环比有所下滑。
- **探矿增储叠加外部并购，公司资源量进一步提升。**公司坚定推进国际化战略，加快海外优质资源获取，成功完成 Osino100%股权收购，迈出了国际化发展的坚实步伐，实现了海外并购项目零的突破。该项目的收购为公司新增 127.2 吨黄金资源量，预计投产后将带来每年 5 吨的黄金产能，显著地提升了公司资产规模和盈利潜力。同时公司持续加大现有矿山及周边地质探矿投入，探矿增储能力进一步增强，公司旗下矿山探矿合计新增资源量金 12.69 吨、银 95.72 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 277.23 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 285.97 吨；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 7933.72 吨，铅金属量 60.77 万吨，锌金属量 127.13 万吨，铜 12.76 万吨。
- **金价中枢有望持续上移。**近期随着发布美国 CPI 数据超预期回落，市场降息预期上调至 3 次，同时特朗普关税政策反复，关税不确定性引发避险情绪，金价强势上行站上 3000 美元/盎司关口。短期来看，近期美国经济数据喜忧参半，市场预期 2025 年美联储降息次数为 3 次，美联储仍处于降息周期中，后续金价仍有望持续受益流动性宽松，同时特朗普政策不确定性仍存，避险情绪及央行购金支撑金价。中长期来看，货币超发及财政赤字货币化背景下，美元信用体系受到动摇，货币属性驱动金价长期上移。在金价持续上行的背景下，黄金股性价比再度凸显。
- **盈利预测与投资建议：**公司拥有优质矿山资产，成本优势显著。根据公司年报指引，2025 年公司黄金产量不低于 8 吨。目前在青海大柴旦在建项目稳步推进的同时，公司积极布局海外金矿，收购 TwinHills 金矿项目进一步巩固资源量。我们预计 2025-2027 年公司

归母净利润分别为 27.41/39.40/48.63 亿元，EPS 分别为 0.99/1.42/1.75 元，3 月 17 日收盘价对应 PE 为 17.9/12.4/10.1 倍，维持“增持”评级。

- 风险提示：美联储货币政策收紧超预期、在建项目进度不及预期等

### 主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	13585	14584	17103	19063
同比增长	67.6%	7.3%	17.3%	11.5%
归母净利润（百万元）	2173	2741	3940	4863
同比增长	52.6%	26.1%	43.8%	23.4%
毛利率	29.9%	33.6%	39.7%	43.3%
ROE	16.7%	19.0%	23.8%	25.4%
每股收益（元）	0.78	0.99	1.42	1.75
市盈率	22.5	17.9	12.4	10.1

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>5524</b>	<b>8108</b>	<b>9124</b>	<b>10782</b>
货币资金	2870	5494	6662	8169
交易性金融资产	1257	994	755	834
应收票据及应收账款	21	56	38	10
预付款项	17	36	27	6
存货	1240	1346	1433	1502
其他	119	182	209	262
<b>非流动资产</b>	<b>12665</b>	<b>13073</b>	<b>13801</b>	<b>14113</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3171	3346	3375	3253
在建工程	258	101	52	4
无形资产	8437	8850	9613	10099
商誉	452	452	452	452
其他	348	324	308	304
<b>资产总计</b>	<b>18189</b>	<b>21181</b>	<b>22925</b>	<b>24894</b>
<b>流动负债</b>	<b>1854</b>	<b>3263</b>	<b>2428</b>	<b>1256</b>
短期借款	0	100	200	300
应付票据及应付账款	796	1944	1235	301
其他	1057	1219	992	654
<b>非流动负债</b>	<b>1523</b>	<b>1324</b>	<b>1356</b>	<b>1384</b>
长期借款	1006	806	838	870
其他	517	517	518	514
<b>负债合计</b>	<b>3377</b>	<b>4587</b>	<b>3784</b>	<b>2640</b>
股本	2777	2777	2777	2777
未分配利润	4987	6036	7554	9428
少数股东权益	1831	2152	2590	3101
<b>股东权益合计</b>	<b>14812</b>	<b>16594</b>	<b>19141</b>	<b>22254</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>18189</b>	<b>21181</b>	<b>22925</b>	<b>24894</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2173	2741	3940	4863
折旧和摊销	633	986	1102	1172
营运资金的变动	760	1133	-964	-1245
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>3871</b>	<b>5199</b>	<b>4547</b>	<b>5359</b>
资本支出	-687	-1406	-1832	-1489
长期投资	-2227	230	196	-164
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-2849</b>	<b>-1130</b>	<b>-1611</b>	<b>-1647</b>
债权融资	820	-97	124	124
股权融资	0	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-431</b>	<b>-1431</b>	<b>-1769</b>	<b>-2205</b>
现金净变动	577	2624	1168	1507

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>13585</b>	<b>14584</b>	<b>17103</b>	<b>19063</b>
营业成本	9521	9690	10318	10812
税金及附加	284	306	359	400
销售费用	5	6	7	8
管理费用	405	438	513	572
研发费用	120	131	154	172
财务费用	25	29	21	38
投资收益	-52	49	30	9
公允价值变动收益	5	10	9	10
信用减值损失	3	-9	-3	-4
资产减值损失	-5	-3	-3	-3
<b>营业利润</b>	<b>3181</b>	<b>4038</b>	<b>5769</b>	<b>7078</b>
营业外收支	-7	-8	-9	-8
<b>利润总额</b>	<b>3174</b>	<b>4029</b>	<b>5760</b>	<b>7070</b>
所得税	743	967	1382	1697
净利润	2430	3062	4378	5373
少数股东损益	257	322	438	510
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2173</b>	<b>2741</b>	<b>3940</b>	<b>4863</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>0.78</b>	<b>0.99</b>	<b>1.42</b>	<b>1.75</b>

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	67.6%	7.3%	17.3%	11.5%
营业利润增长率	51.7%	26.9%	42.9%	22.7%
归母净利润增长率	52.6%	26.1%	43.8%	23.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	29.9%	33.6%	39.7%	43.3%
归母净利率	16.0%	18.8%	23.0%	25.5%
ROE	16.7%	19.0%	23.8%	25.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.6%	21.7%	16.5%	10.6%
流动比率	2.98	2.48	3.76	8.58
速动比率	2.28	2.05	3.14	7.36
<b>营运能力</b>				
资产周转率	78.8%	74.1%	77.6%	79.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.78	0.99	1.42	1.75
每股经营现金	1.39	1.87	1.64	1.93
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	22.5	17.9	12.4	10.1
PB	3.8	3.4	3.0	2.6

### 分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>