

山金国际 (000975.SZ)

量利齐增，降本增效成效显著

公司发布 2024 年年报: 公司 2024 年实现营业收入 135.9 亿元, 同比+67.6%; 实现归母净利润 21.7 亿元, 同比+52.6%, 实现扣非归母净利润 22.1 亿元, 同比+56.9%。24Q4 实现营业收入 15.1 亿元, 同比/环比分别+50%/-72.8%, 实现归母净利润 4.5 亿元, 同比/环比分别+45.7%/-31.7%, 实现扣非归母净利润为 4.3 亿元, 同比/环比分别+32.1%/-35.3%。

□ 矿山金产销量小幅提升, 吉林板庙子和青海大柴旦增量明显, 2025 年预计产量持稳。公司 2024 年矿产金产销量分别为 8.04 吨和 8.05 吨, 同比+14.7%和+9.7%; 矿产银产销量分别为 196 吨和 176 吨, 同比+1.6%和-9.6%; 铅精矿产销量分别为 1.3 万吨和 1.1 万吨, 同比+34.2%和+16.2%; 锌精矿产销量分别为 1.71 万吨和 1.69 万吨, 同比+3.9%和-5.3%。子矿山层面: 黑河洛克、吉林板庙子、青海大柴旦矿产金分别 2.21 吨、2.32 吨、3.51 吨, 分别同比+2.3%、+28.9%、+15.1%。公司计划 2025 年黄金产量不低于 8 吨, 其他金属不低于 2024 年产量。

□ 降本增效成果显著, 克金成本下降明显。2024 年公司克金成本(合并摊销后)为 145 元/克, 同比-31 元/克, 主要得益于公司及所辖企业深入推进“全员、全岗位、全要素、全过程”的降本增效活动, 单位售价 550 元/克, 同比+100 元/克, 克金毛利润为 404 元/克, 同比+131 元/克。

□ 国际化战略完成重要一步。2024 年 8 月公司成功完成 Osino100%股权收购, 实现海外项目零的突破, 为公司新增 127.2 吨黄金资源量, 预计投产后年产 5 吨黄金, 显著提升公司资产规模和盈利潜力。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑金价持续上行, 我们上调盈利预测, 预计 2025-27 年归母净利润 29/31/43 亿元, 对应市盈率 19/18/12 倍, 维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示: 贵金属价格下行、投产项目进度不达预期、公司矿山或同业事故性风险、地缘政治风险、汇兑风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8106	13585	14863	15152	18791
同比增长	-3%	68%	9%	2%	24%
营业利润(百万元)	2097	3181	4165	4384	6258
同比增长	30%	52%	31%	5%	43%
归母净利润(百万元)	1424	2173	2885	3054	4301
同比增长	27%	53%	33%	6%	41%
每股收益(元)	0.51	0.78	1.04	1.10	1.55
PE	37.4	24.5	18.5	17.5	12.4
PB	4.6	4.1	3.6	3.2	2.8

资料来源: 公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

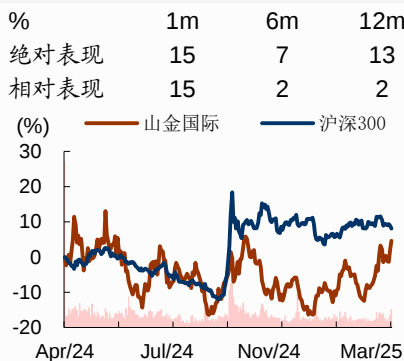
周期/金属及材料

当前股价: 19.2 元

基础数据

总股本(百万股)	2777
已上市流通股(百万股)	2487
总市值(十亿元)	53.3
流通市值(十亿元)	47.8
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	16.7
资产负债率	18.6%
主要股东	山东黄金矿业股份有限公司
主要股东持股比例	28.89%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《山金国际 (000975): 业绩符合预期, 成本管控成效显著》2024-08-22
- 2、《银泰黄金 (000975): 利润同比高增, 内生外延构新篇》2024-03-24
- 3、《银泰黄金 (000975): 开启海外布局新篇章》2024-02-27

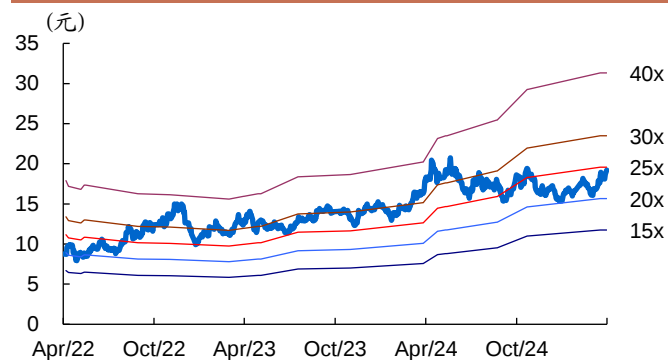
刘伟洁 S1090519040002

liuweijie@cmschina.com.cn

赖如川 S1090523060003

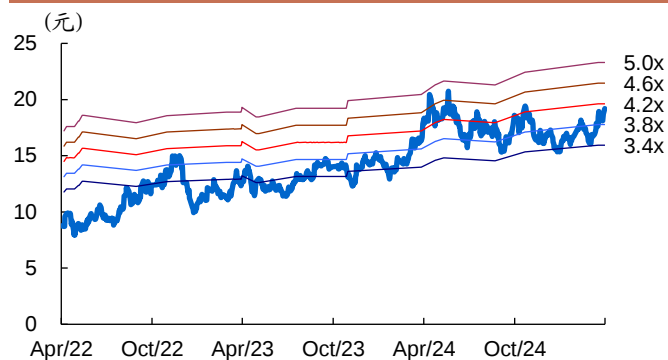
lairuchuan@cmschina.com.cn

图 1: 山金国际历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 山金国际历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6008	5524	6594	7848	11651
现金	3031	2870	3893	5135	8694
交易性投资	1308	1259	1259	1259	1259
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	42	21	23	24	29
其它应收款	56	86	94	96	119
存货	1485	1240	1274	1284	1488
其他	86	48	51	52	63
非流动资产	10291	12665	13428	14106	13711
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2713	3171	4828	6309	6637
无形资产商誉	6899	8889	8000	7200	6480
其他	679	605	600	597	593
资产总计	16299	18189	20022	21954	25362
流动负债	2406	1854	1501	1507	1632
短期借款	210	0	0	0	0
应付账款	1517	796	818	824	955
预收账款	20	3	3	4	4
其他	659	1054	680	679	673
长期负债	524	1523	1523	1523	1523
长期借款	64	1006	1006	1006	1006
其他	460	517	517	517	517
负债合计	2930	3377	3025	3030	3155
股本	2777	2777	2777	2777	2777
资本公积金	4431	4431	4431	4431	4431
留存收益	4353	5773	7645	9256	12030
少数股东权益	1808	1831	2145	2460	2968
归属于母公司所有者权益	11561	12981	14852	16464	19238
负债及权益合计	16299	18189	20022	21954	25362

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2180	3871	4434	4690	6073
净利润	1568	2430	3199	3368	4810
折旧摊销	940	615	1231	1317	1394
财务费用	50	64	33	14	(5)
投资收益	(92)	52	(8)	(8)	(8)
营运资金变动	(228)	781	(27)	(7)	(119)
其它	(60)	(70)	6	5	2
投资活动现金流	480	(2849)	(1992)	(1992)	(992)
资本支出	(615)	(688)	(2000)	(2000)	(1000)
其他投资	1095	(2161)	8	8	8
筹资活动现金流	(1626)	(431)	(1420)	(1457)	(1522)
借款变动	(927)	282	(374)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	0	0	0	0
股利分配	(777)	(777)	(1014)	(1442)	(1527)
其他	79	64	(33)	(14)	5
现金净增加额	1034	591	1023	1242	3559

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8106	13585	14863	15152	18791
营业成本	5508	9521	9783	9854	11421
营业税金及附加	212	284	311	317	393
营业费用	2	5	6	6	7
管理费用	366	405	443	451	560
研发费用	6	120	131	133	165
财务费用	5	25	33	14	(5)
资产减值损失	1	(2)	0	0	0
公允价值变动收益	(7)	5	5	5	5
其他收益	6	3	3	3	3
投资收益	92	(52)	0	0	0
营业利润	2097	3181	4165	4384	6258
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	12	9	9	9	9
利润总额	2086	3174	4158	4377	6251
所得税	517	743	958	1009	1441
少数股东损益	144	257	314	314	509
归属于母公司净利润	1424	2173	2885	3054	4301

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-3%	68%	9%	2%	24%
营业利润	30%	52%	31%	5%	43%
归母净利润	27%	53%	33%	6%	41%
获利能力					
毛利率	32.0%	29.9%	34.2%	35.0%	39.2%
净利率	17.6%	16.0%	19.4%	20.2%	22.9%
ROE	12.7%	17.7%	20.7%	19.5%	24.1%
ROIC	11.3%	16.5%	18.9%	17.8%	22.3%
偿债能力					
资产负债率	18.0%	18.6%	15.1%	13.8%	12.4%
净负债比率	2.3%	7.6%	5.0%	4.6%	4.0%
流动比率	2.5	3.0	4.4	5.2	7.1
速动比率	1.9	2.3	3.5	4.4	6.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.8	0.8	0.7	0.8
存货周转率	3.9	7.0	7.8	7.7	8.2
应收账款周转率	198.0	430.0	672.0	650.0	712.0
应付账款周转率	3.6	8.2	12.1	12.0	12.8
每股资料(元)					
EPS	0.51	0.78	1.04	1.10	1.55
每股经营净现金	0.79	1.39	1.60	1.69	2.19
每股净资产	4.16	4.67	5.35	5.93	6.93
每股股利	0.28	0.36	0.52	0.55	0.77
估值比率					
PE	37.4	24.5	18.5	17.5	12.4
PB	4.6	4.1	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	22.1	15.6	10.1	9.6	7.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。