

山金国际（000975.SZ）——半年报点评

矿产金成本进一步降低，中长期发展目标清晰

优于大市

核心观点

公司发布中报：上半年实现营收 65.05 亿元，同比+42.27%；实现归母净利润 10.75 亿元，同比+46.35%。24Q1/Q2 分别实现营收 27.73/37.32 亿元，Q2 环比+34.57%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 5.03/5.72 亿元，Q2 环比+13.70%。

成本优势突出，盈利能力强。凭借优质的资源禀赋，以及优秀的管理效率，公司克金成本优势突出，盈利能力居前。2023 年，公司合并摊销后克金成本为 176.42 元/克，毛利率达 60.76%，远优于行业平均水平；2024 年上半年，公司部署降本增效新举措，成本管控效果显著，合并摊销后克金成本为 146.53 元/克，毛利率达 71.89%。

资源为先，发展目标清晰。2023 年 7 月，山东黄金正式获得公司的控制权。新发展阶段，公司提出全新战略目标，要以资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃。2024 年上半年，公司矿产金产量 4.16 吨，销量 4.41 吨。2024 年，公司经营目标是黄金产量不低于 8 吨，十四五末矿产金产量目标 12 吨，十五五末矿产金产量目标 28 吨。

计划收购 TwinHills 金矿。今年 2 月末，公司公告拟以现金方式收购 Osino 现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份。Osino 主要资产为位于纳米比亚的 TwinHills 金矿项目，金储量 66.86 吨，资源量 99.21 吨。TwinHills 项目已于 2023 年 3 月取得《238 号采矿证》，6 月完成可研，计划在 2024 年 7 月启动项目建设，露天采矿。按照可研预计矿山寿命期内平均年产金约 5.04 吨，全维持性成本为 1011 美元/盎司。该项目黄金产量较大，且成本较低。截至目前，本次收购的所有审批程序都已经完成，双方已将 2024 年 8 月 29 日定为《交割协议》的完成日期。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险；远期扩张摊薄回报的风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

受益于金价上涨，公司上半年业绩表现突出，上调公司全年盈利预测。预测公司 2024-2026 年实现营收 125.83/130.23/135.55 (原预测 87.84/98.14/110.39) 亿元，同比增速 55.2%/3.5%/4.1%；归母净利润 23.08/25.74/27.47 (原预测 17.98/21.89/27.08) 亿元，同比增速 62.1%/11.5%/6.7%；当前股价对应 PE 为 21/19/18X。考虑到公司资源禀赋突出，管理水平优，克金成本低，盈利能力强；未来，随着资源挖潜，黄金产量存在较大提升空间，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,382	8,106	12,583	13,023	13,555
(+/-%)	-7.3%	-3.3%	55.2%	3.5%	4.1%
净利润(百万元)	1,124	1,424	2,308	2,574	2,747
(+/-%)	-11.7%	26.7%	62.1%	11.5%	6.7%
每股收益(元)	0.40	0.51	0.83	0.93	0.99
EBIT Margin	18.9%	24.8%	27.9%	29.1%	30.7%
净资产收益率 (ROE)	10.3%	12.3%	17.5%	17.2%	16.3%
市盈率 (PE)	43.7	34.5	21.3	19.1	17.9
EV/EBITDA	19.0	17.7	11.9	11.1	10.3
市净率 (PB)	4.50	4.25	3.73	3.28	2.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦 010-88005312 liumengluan@guosen.com.cn S0980520040001
 证券分析师：杨耀洪 021-60933161 yangyao hong@guosen.com.cn S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	17.68 元
总市值/流通市值	49092/43972 百万元
52 周最高价/最低价	21.04/12.31 元
近 3 个月日均成交额	576.90 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

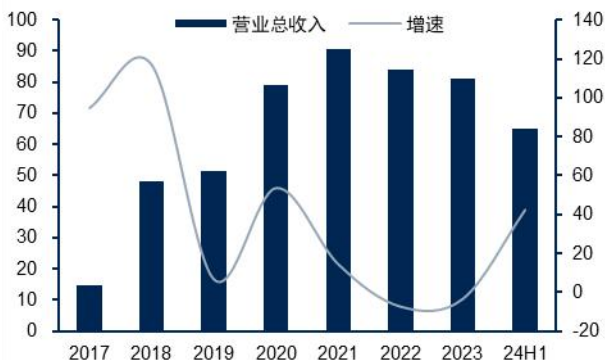
相关研究报告

《银泰黄金（000975.SZ）—2023 年年报点评—成本优势突出，发展目标清晰》——2024-03-25
 《银泰黄金（000975.SZ）—低成本高盈利，步入发展新征程》——2024-01-02

◆ 24H1 实现归母净利润 10.75 亿元，同比+46.35%

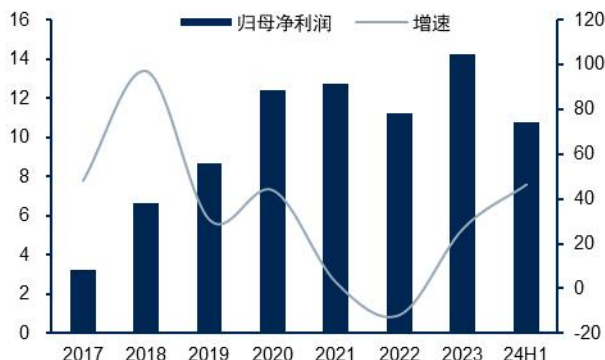
公司发布中报：上半年实现营收 65.05 亿元，同比+42.27%；实现归母净利润 10.75 亿元，同比+46.35%；实现扣非归母净利润 11.27 亿元，同比+58.41%；实现经营活动产生的现金流量净额 20.42 亿元，同比+34.15%。公司 24Q1/Q2 分别实现营收 27.73/37.32 亿元，Q2 环比+34.57%；24Q1/Q2 分别实现归母净利润 5.03/5.72 亿元，Q2 环比+13.70%；24Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润 5.00/6.27 亿元，Q2 环比+25.51%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

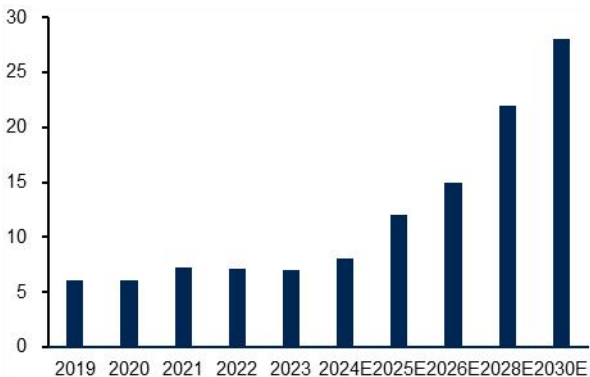


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

成本优势突出，盈利能力强。凭借优质的资源禀赋，以及优秀的管理效率，公司克金成本优势突出，盈利能力居前。2023 年，公司合并摊销后克金成本为 176.42 元/克，毛利率达 60.76%，远优于行业平均水平；2024 年上半年，公司部署降本增效新举措，成本管控效果显著，合并摊销后克金成本为 146.53 元/克，毛利率达 71.89%。

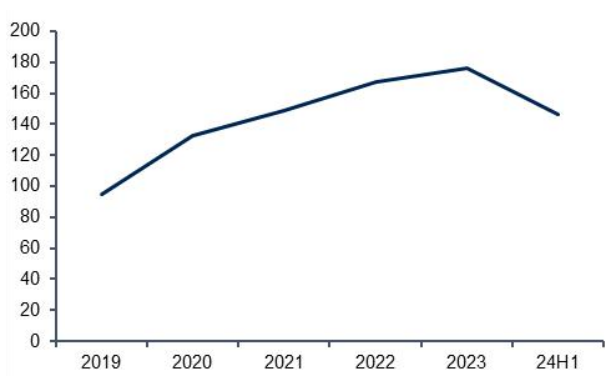
资源为先，发展目标清晰。2023 年 7 月，山东黄金正式获得公司的控制权，公司由民营企业转制为国有企业。新发展阶段，公司提出全新战略目标，要以资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃。2024 年上半年，公司矿产金产量 4.16 吨，销量 4.41 吨。2024 年，公司经营目标是黄金产量不低于 8 吨，十四五末矿产金产量目标 12 吨，十五五末矿产金产量目标 28 吨。

图3：公司金产量及目标（吨）



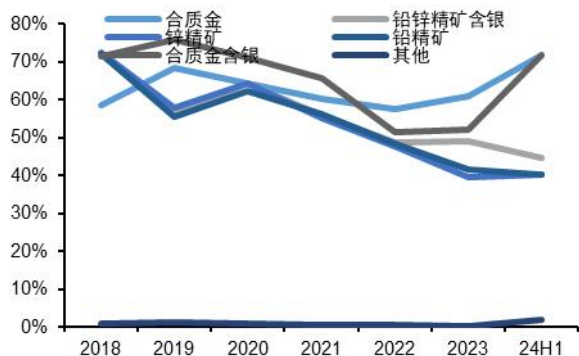
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司合质金单位成本（元/克）



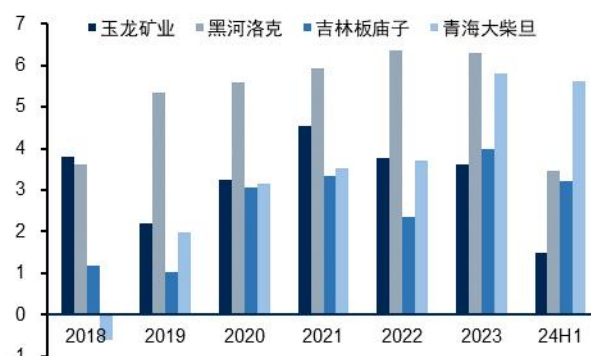
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品毛利率 (%)



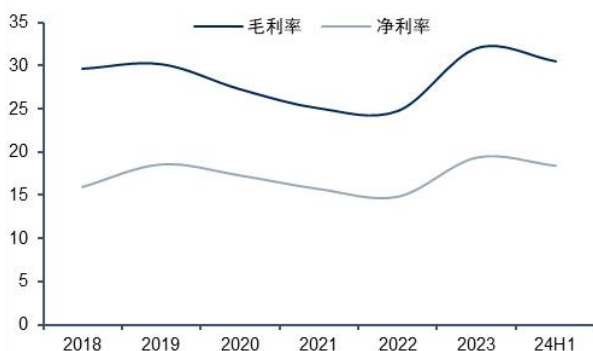
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分公司净利润 (亿元)



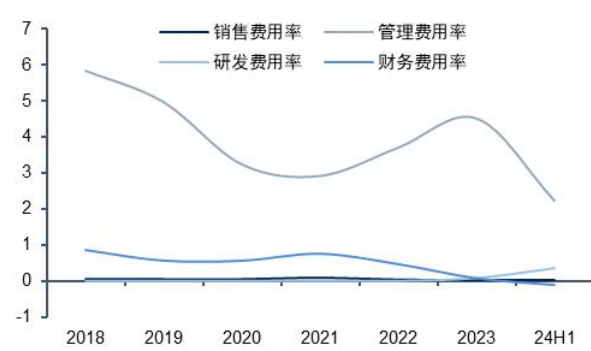
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

计划收购 Twin Hills 金矿。今年 2 月末, 公司公告拟通过下属海南盛蔚贸易有限公司在加拿大设立的全资子公司, 以每股 1.90 加元的价格, 现金方式收购 Osino 现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份, 本次收购的交易金额约为 3.68 亿加元。Osino 主要资产为位于纳米比亚的 Twin Hills 金矿项目, 金储量 66.86 吨, 资源量 99.21 吨, 还拥有 Twin Hills 项目西北 130 公里处的 Ondundu 金矿探矿权, 拥有推断资源量 27.99 吨黄金。Twin Hills 项目已于 2023 年 3 月取得《238 号采矿证》, 6 月完成可研, 计划在 2024 年 7 月启动项目建设, 露天采矿。按照可研预计矿山寿命期内平均年产金约 5.04 吨, 全维持性成本为 1011 美元/盎司。该项目黄金产量较大, 且成本较低。截至目前, 本次收购的所有审批程序都已经完成, 双方已将 2024 年 8 月 29 日定为《交割协议》的完成日期。

投资建议: 维持“优于大市”评级。受益于金价上涨, 公司上半年业绩表现突出, 上调公司全年盈利预测。预测公司 2024-2026 年实现营收 125.83/130.23/135.55 (原预测 87.84/98.14/110.39) 亿元, 同比增速 55.2%/3.5%/4.1%; 归母净利润 23.08/25.74/27.47 (原预测 17.98/21.89/27.08) 亿元, 同比增速 62.1%/11.5%/6.7%; 当前股价对应 PE 为 21/19/18X。考虑到公司资源禀赋突出, 管理水平优, 克金成本低, 盈利能力强; 未来, 随着资源挖潜, 黄金产量存在较大提升空间, 维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1874	3031	3952	6410	9297	营业收入	8382	8106	12583	13023	13555
应收款项	102	98	152	157	163	营业成本	6302	5508	8438	8529	8659
存货净额	1359	1485	2051	2076	2102	营业税金及附加	178	212	283	326	339
其他流动资产	347	343	516	534	556	销售费用	3	2	3	4	4
流动资产合计	5683	6008	9723	12228	15170	管理费用	311	366	884	912	925
固定资产	3154	3101	3303	3468	3593	研发费用	0	6	44	46	47
无形资产及其他	6572	6447	5861	5275	4689	财务费用	38	5	(8)	0	0
投资性房地产	759	743	743	743	743	投资收益	108	92	(137)	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	12	(7)	6	0	0
资产总计	16167	16299	19630	21715	24195	其他收入	(54)	7	588	591	591
短期借款及交易性金融负债	896	319	800	800	1000	营业利润	1616	2097	3395	3898	4272
应付款项	1530	1517	2279	2307	2335	营业外净收支	(7)	(11)	(9)	(5)	(5)
其他流动负债	549	570	862	875	887	利润总额	1609	2086	3386	3893	4267
流动负债合计	2975	2406	3941	3982	4222	所得税费用	365	517	819	973	1067
长期借款及应付债券	109	64	64	64	64	少数股东损益	120	144	259	346	453
其他长期负债	403	460	460	460	460	归属于母公司净利润	1124	1424	2308	2574	2747
长期负债合计	512	524	524	524	524	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3487	2930	4465	4506	4746	净利润	1124	1424	2308	2574	2747
少数股东权益	1767	1808	1989	2231	2548	资产减值准备	65	(65)	0	0	0
股东权益	10913	11561	13177	14978	16901	折旧摊销	1172	936	989	1021	1061
负债和股东权益总计	16167	16299	19630	21715	24195	公允价值变动损失	(12)	7	(6)	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	38	5	(8)	0	0
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(815)	(101)	260	(8)	(14)
每股收益	0.40	0.51	0.83	0.93	0.99	其它	(44)	116	181	242	317
每股红利	0.33	0.33	0.25	0.28	0.30	经营活动现金流	1490	2318	3733	3830	4112
每股净资产	3.93	4.16	4.75	5.39	6.09	资本开支	0	(247)	(600)	(600)	(600)
ROIC	15%	16%	24%	29%	33%	其它投资现金流	74	949	(2000)	0	0
ROE	10%	12%	18%	17%	16%	投资活动现金流	74	702	(2600)	(600)	(600)
毛利率	25%	32%	33%	35%	36%	权益性融资	8	0	0	0	0
EBIT Margin	19%	25%	28%	29%	31%	负债净变化	109	(45)	0	0	0
EBITDA Margin	33%	36%	36%	37%	39%	支付股利、利息	(927)	(915)	(693)	(772)	(824)
收入增长	-7%	-3%	55%	3%	4%	其它融资现金流	483	57	481	0	200
净利润增长率	-12%	27%	62%	12%	7%	融资活动现金流	(1146)	(1863)	(211)	(772)	(624)
资产负债率	32%	29%	33%	31%	30%	现金净变动	418	1157	922	2457	2888
股息率	1.9%	1.9%	1.4%	1.6%	1.7%	货币资金的期初余额	1456	1874	3031	3952	6410
P/E	43.7	34.5	21.3	19.1	17.9	货币资金的期末余额	1874	3031	3952	6410	9297
P/B	4.5	4.2	3.7	3.3	2.9	企业自由现金流	1077	2100	3316	3258	3573
EV/EBITDA	19.0	17.7	11.9	11.1	10.3	权益自由现金流	2185	2111	3796	3260	3787

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032