

山东黄金(600547)

增产增储加速推进，继续受益金价上行大周期

事件：

2023 年 10 月 27 日，公司公布第三季度报告。实现营收 138.98 亿元，同比增长 38.95%；归母净利润 4.65 亿元，同比增长 239.59%；扣非后归母净利润 3.98 亿元，同比增长 172.89%；基本每股收益 0.08 元/股，同比增长 688.11%。前三季度实现营收 413.23 亿元，同比增长 3.75%；归母净利润 13.45 亿元，同比增长 94.12%；扣非后归母净利润 12.80 亿元，同比增长 69.21%；基本每股收益 0.23 元/股，同比增长 128.81%。

黄金销售价格优于去年同期

公司专注黄金主业，矿产金是公司主营产品。前三季度矿产金产量为 29.711 吨，季度产量分别为 9.38/10.19/10.14 吨。据此我们推测，2023 年全年 39.641 吨计划产量有望顺利完成。根据上海黄金交易所统计数据显示，2023 年前三季度黄金 Au9999 加权均价为 441.76 元/克，2022 年同期为 387.57 元/克，同比上涨 14%。公司利用黄金价格高位运行的有利时机，前三季度盈利水平显著增强。此外，2022 年公司矿产金产量为 38.673 吨，2023 年同比将有望实现小幅增长，主营产品价涨量增，从而增厚公司盈利。

未来增产增储规划清晰可行

未来计划从以下几个方面推进增产增储：一是项目建设，包括焦家、新城资源带整合开发及加纳卡蒂诺项目工程建设等；二是资源并购，如完成银泰黄金控制权并购、成功竞得甘肃大桥金矿采矿权等；三是集团优质资产注入，如集团所属嵩县山金公司及山东黄金地勘公司持有的西岭金矿探矿权等将在未来注入公司；四是依托现有矿山扩能扩界，持续推进探矿增储。

金价或继续处于上涨大周期

随着美国通胀压力缓解，美联储加息进程或渐入尾声。9 月议息会议公布的经济预测数据显示，2023 年联邦基金目标利率预期中值为 5.6%，2024 年为 5.1%，意味着 2024 年潜在降息幅度为 50BP。而全球地缘政治风险不断上升、大国博弈加剧，市场仍存在避险需求，都对金价上涨构成利多因素。

盈利预测、估值与评级

我们预计 2023-25 年公司营收分别为 587.92/688.94/807.13 亿元，对应增速分别为 16.87%/17.18%/17.16%，3 年 CAGR 为 17%；归母净利润分别为 19.72/26.65/30.76 亿元，对应增速分别为 58.29%/35.15%/15.41%，3 年 CAGR 为 35%；EPS 分别为 0.44/0.60/0.69 元/股。考虑到公司资源整合与项目并购步伐加速，未来产能将有望快速释放。参照可比公司估值，我们给予公司 24 年 5 倍 PB，对应目标价 32 元。上调至“买入”评级。

风险提示：产品价格波动风险、新建及复产矿山项目进度不及预期、资源整合进度不及预期、国际化经营风险、安全环保风险等。

行 业：有色金属/贵金属
 投资评级：买入（上调）
 当前价格：24.70 元
 目标价格：32.00 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	4,473.43/4,473.43
流通 A 股市值(百万元)	89,276.75
每股净资产(元)	5.31
资产负债率(%)	60.68
一年内最高/最低(元)	27.60/16.86

股价相对走势



作者

分析师：丁士涛
 执业证书编号：S0590523090001
 邮箱：dingsht@glsc.com.cn

联系人：胡章胜
 邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	33935	50306	58792	68894	80713
增长率（%）	-46.70%	48.24%	16.87%	17.18%	17.16%
EBITDA（百万元）	3200	6215	10167	11215	12075
归母净利润（百万元）	-194	1246	1972	2665	3076
增长率（%）	-109.57%	743.23%	58.29%	35.15%	15.41%
EPS（元/股）	-0.04	0.28	0.44	0.60	0.69
市盈率（P/E）	-570.5	88.7	56.0	41.5	35.9
市净率（P/B）	4.8	4.8	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	30.5	17.4	12.5	10.8	9.5

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

相关报告

1、《山东黄金(600547)：资源并购与探矿增储并重，有望持续受益金价上行》2023.08.29
 2、《山东黄金(600547)：顺利完成收购银泰黄金控制权开启发展新篇章》2023.07.21

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	5008	9634	7160	11245	16444
应收账款+票据	127	204	208	244	286
预付账款	460	824	1191	1396	1635
存货	2984	4092	4189	4896	5757
其他	5689	6720	6869	7540	8326
流动资产合计	14268	21475	19617	25321	32448
长期股权投资	1954	1989	2011	2034	2057
固定资产	26991	30959	29865	29484	29767
在建工程	4639	6121	8897	10833	11969
无形资产	19336	19373	16145	12917	9689
其他非流动资产	11121	10804	10765	10723	10698
非流动资产合计	64039	69246	67684	65991	64180
资产总计	78308	90722	87300	91312	96628
短期借款	5784	6614	0	0	0
应付账款+票据	4902	7193	6413	7496	8814
其他	24302	20853	25176	27527	30384
流动负债合计	34987	34661	31589	35022	39198
长期带息负债	5430	13692	10769	7867	4992
长期应付款	940	1165	1165	1165	1165
其他	5167	4508	4508	4508	4508
非流动负债合计	11537	19365	16441	13540	10665
负债合计	46524	54025	48030	48562	49863
少数股东权益	2563	3819	4000	4245	4527
股本	4473	4473	4473	4473	4473
资本公积	5568	4370	4370	4370	4370
留存收益	19178	24034	26427	29662	33395
股东权益合计	31783	36696	39271	42750	46765
负债和股东权益总计	78308	90722	87300	91312	96628

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-195	1423	2153	2910	3358
折旧摊销	2467	3161	6589	6915	7334
财务费用	711	1047	708	420	263
存货减少(增加为“-”)	221	-1109	-96	-707	-861
营运资金变动	118	-2249	2927	1814	2248
其它	-1541	607	-168	447	600
经营活动现金流	1779	2882	12112	11798	12943
资本支出	-3009	-4649	-5000	-5200	-5500
长期投资	104	-134	0	0	0
其他	298	-468	238	238	238
投资活动现金流	-2607	-5251	-4762	-4962	-5262
债权融资	1608	9092	-9537	-2901	-2875
股权融资	159	0	0	0	0
其他	373	-3630	-286	150	394
筹资活动现金流	2141	5462	-9824	-2752	-2482
现金净增加额	1300	3138	-2474	4085	5199

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	33935	50306	58792	68894	80713
营业成本	30351	43212	50139	58607	68916
营业税金及附加	633	822	877	1028	1205
营业费用	361	176	310	364	426
管理费用	3276	2715	3874	4539	5318
财务费用	711	1047	708	420	263
资产减值损失	-6	-1	-194	-227	-266
公允价值变动收益	576	-209	0	0	0
投资净收益	728	78	272	272	272
其他	166	-99	14	4	-8
营业利润	68	2102	2976	3985	4583
营业外净收益	-46	-96	-106	-106	-106
利润总额	22	2006	2871	3880	4478
所得税	218	583	718	970	1119
净利润	-195	1423	2153	2910	3358
少数股东损益	-2	178	181	244	282
归属于母公司净利润	-194	1246	1972	2665	3076

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	-46.70%	48.24%	16.87%	17.18%	17.16%
EBIT	-81.26%	316.45%	17.18%	20.15%	10.27%
EBITDA	-50.87%	94.21%	63.60%	10.31%	7.67%
归属于母公司净利润	-109.57%	743.23%	58.29%	35.15%	15.41%
获利能力					
毛利率	10.56%	14.10%	14.72%	14.93%	14.62%
净利率	-0.58%	2.83%	3.66%	4.22%	4.16%
ROE	-0.66%	3.79%	5.59%	6.92%	7.28%
ROIC	-1.18%	5.79%	4.94%	6.32%	7.31%
偿债能力					
资产负债率	59.41%	59.55%	55.02%	53.18%	51.60%
流动比率	0.4	0.6	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
营运能力					
应收账款周转率	266.3	335.9	313.7	313.7	313.7
存货周转率	10.2	10.6	12.0	12.0	12.0
总资产周转率	0.4	0.6	0.7	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	0.0	0.3	0.4	0.6	0.7
每股经营现金流	0.4	0.6	2.7	2.6	2.9
每股净资产	5.1	5.1	5.7	6.4	7.2
估值比率					
市盈率	-570.5	88.7	56.0	41.5	35.9
市净率	4.8	4.8	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	30.5	17.4	12.5	10.8	9.5
EV/EBIT	133.1	35.5	35.5	28.2	24.2

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼