

2023年04月05日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

产量回升费用率下滑，业绩大幅改善

—山东黄金（600547.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004
fuhh@cfsc.com.cn
联系人：杜飞 S1050121110003
dufei2@cfsc.com.cn

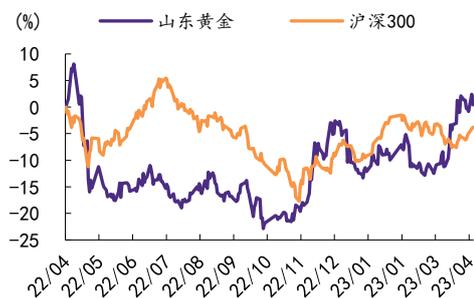
山东黄金发布 2022 年度报告：公司全年实现营业收入 503.06 亿元，同比增加 163.71 亿元，增幅为 48.24%；实现归母净利润 12.46 亿元，同比增加 14.40 亿元。扣除非经常性损益的归母净利润 13.04 亿元，同比增加 18.57 亿元；基本每股收益 0.20 元，同比增加 0.29 元。

基本数据

2023-04-04

当前股价（元）	22.76
总市值（亿元）	1018
总股本（百万股）	4473
流通股本（百万股）	3614
52 周价格范围（元）	16.6-23.33
日均成交额（百万元）	506.37

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

投资要点

■ 矿产金大幅回升，原矿入选品位整体提升

2022 年公司矿产金产量 38.67 吨，同比 2021 年增加 13.89 吨，增幅为 56.06%。2022 年原矿入选品位为 1.23 克/吨，同比增加 0.11 克/吨，其中地下矿山原矿入选品位 1.84 克/吨，同比增加 0.09 克/吨，增幅 5.43%，主要原因是各矿山产能快速恢复，高品位资源得到有效利用；露天矿山原矿入选品位为 0.74 克/吨，同比下降 0.03 克/吨，降幅 3.89%，主要原因是新疆金川矿业和阿根廷贝拉德罗金矿地质资源品位下降。

■ 单位成本下降，费用率下滑

成本方面来看，经我们计算 2022 年公司矿产金单位成本为 222.2 元/克，较 2021 年下降约 42.5 元/克，矿产金成本有了较大幅度下滑。

费用方面，2022 年销售+管理+财务三项合计费用率为 7.04%，较 2021 年下降 4.75 个百分点。其中，管理费用降幅最大，由 2021 年的 8.63% 下降至 2022 年的 4.60%。管理费用减少，主要因为报告期内无形资产摊销减少。

■ 主力金矿产量大幅恢复，扩建及新项目进展顺利

主力金矿方面，2022 年焦家金矿产量 10.04 吨，同比增长 5.48 吨；新城金矿产量 5.69 吨，同比增长 3.47；三山岛金矿产量 5.46 吨，同比增长 2.79 吨。

2022 年以来，金矿陆续复产。蓬莱矿业于 2022 年 4 月底复产。玲珑金矿的东风矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证，2023 年 1 月复产。玲珑金矿的玲珑矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证，尚在办理安全生产许可证，未复工复产。

其他项目方面，赤峰柴矿采选 2000 吨/日扩建工程前期手续办理工作顺利推进。加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼金矿项目已完成选厂 EPCM 总承包的第一阶段合同签订以及部分

长周期设备订货工作，正在进行前期场平施工，已发布采矿工程招标文件，矿山辅助工程如营地、取水设施、安全围栏、电力线、尾矿库一期等工程进展顺利。

■ 盈利预测

预测公司 2023-2025 年净利润分别为 23.24、33.27、37.19 亿元，EPS 分别为 0.52、0.74、0.83 元，当前股价对应 PE 分别为 43.8、30.6、27.4 倍。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 公司产能增长不及预期；2) 公司金矿成本大幅上升；3) 美联储加息超预期；4) 公司业绩不及预期等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入 (百万元)	50,306	52,700	57,300	61,500
增长率 (%)	48.2%	4.8%	8.7%	7.3%
归母净利润 (百万元)	1,246	2,324	3,327	3,719
增长率 (%)	-743.2%	86.5%	43.2%	11.8%
摊薄每股收益 (元)	0.28	0.52	0.74	0.83
ROE (%)	3.4%	6.5%	9.6%	11.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	9,634	11,674	13,297	14,753
应收款	2,894	3,032	3,296	3,538
存货	4,092	4,267	4,529	4,848
其他流动资产	4,855	4,945	5,118	5,276
流动资产合计	21,475	23,917	26,240	28,415
非流动资产:				
金融类资产	2,960	2,960	2,960	2,960
固定资产	30,687	32,212	31,492	29,964
在建工程	5,950	2,380	952	381
无形资产	19,373	18,404	17,436	16,516
长期股权投资	1,989	1,989	1,989	1,989
其他非流动资产	11,247	11,247	11,247	11,247
非流动资产合计	69,246	66,232	63,116	60,096
资产总计	90,722	90,149	89,356	88,511
流动负债:				
短期借款	6,614	6,614	6,614	6,614
应付账款、票据	7,193	7,500	7,960	8,521
其他流动负债	20,606	20,606	20,606	20,606
流动负债合计	34,661	34,979	35,462	36,043
非流动负债:				
长期借款	13,548	13,548	13,548	13,548
其他非流动负债	5,816	5,816	5,816	5,816
非流动负债合计	19,365	19,365	19,365	19,365
负债合计	54,025	54,343	54,826	55,408
所有者权益				
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
股东权益	36,696	35,805	34,530	33,104
负债和所有者权益	90,722	90,149	89,356	88,511

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1423	2655	3801	4249
少数股东权益	178	331	474	530
折旧摊销	3146	3014	3068	2971
公允价值变动	-209	-209	-209	-209
营运资金变动	-1566	-84	-217	-137
经营活动现金净流量	2972	5707	6917	7404
投资活动现金净流量	-5251	2046	2147	2099
筹资活动现金净流量	4318	-3546	-5077	-5675
现金流量净额	2,039	4,207	3,987	3,828

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	50,306	52,700	57,300	61,500
营业成本	43,212	44,192	46,882	50,182
营业税金及附加	822	861	936	1,005
销售费用	176	185	201	216
管理费用	2,316	2,426	2,638	2,831
财务费用	1,047	547	502	461
研发费用	400	419	455	488
费用合计	3,939	3,577	3,796	3,996
资产减值损失	-127	-127	-127	-127
公允价值变动	-209	-209	-209	-209
投资收益	78	78	78	78
营业利润	2,102	3,838	5,454	6,085
加:营业外收入	11	11	11	11
减:营业外支出	107	107	107	107
利润总额	2,006	3,742	5,358	5,989
所得税费用	583	1,087	1,557	1,740
净利润	1,423	2,655	3,801	4,249
少数股东损益	178	331	474	530
归母净利润	1,246	2,324	3,327	3,719

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	48.2%	4.8%	8.7%	7.3%
归母净利润增长率	-743.2%	86.5%	43.2%	11.8%
盈利能力				
毛利率	14.1%	16.1%	18.2%	18.4%
四项费用/营收	7.8%	6.8%	6.6%	6.5%
净利率	2.8%	5.0%	6.6%	6.9%
ROE	3.4%	6.5%	9.6%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	59.6%	60.3%	61.4%	62.6%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	17.4	17.4	17.4	17.4
存货周转率	10.6	10.6	10.6	10.6
每股数据(元/股)				
EPS	0.28	0.52	0.74	0.83
P/E	81.7	43.8	30.6	27.4
P/S	2.0	1.9	1.8	1.7
P/B	3.1	3.2	3.4	3.6

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。