

产量恢复业绩扭亏为盈，内生外延期 待业绩弹性释放

山东黄金 (600547.SH)

推荐 维持评级

核心观点:

- **投资事件:** 公司发布 2022 年年报, 公司 2022 年实现营业收入 503.06 亿元, 同比增长 48.24%; 实现归属于上市公司股东的净利润 12.46 亿元, 同比增长 743.23%; 实现扣非后归母净利润 13.04 亿元, 同比增长 335.88%。
- **矿产产量恢复, 盈利能力大幅提升。** 报告期内, 公司紧抓复产增产, 2022 年共计生产矿产金 38.673 吨, 同比增长 56.06%, 矿产金产量恢复至高位, 且旗下 7 家矿山产量创出新高, 其中焦家金矿年黄金产量突破 10 吨, 成为全国第一黄金生产矿山。公司各黄金矿山产能快速恢复, 高品位资源得到有效利用, 公司 2022 年原矿入选品位同比提升 0.11 克/吨至 1.23 克/吨。产量与产能利用率的提升, 也使 2022 年公司矿产金单吨营业成本同比下降 16.05% 至 222.2 元/克, 再叠加 2022 年国内黄金现货均价同比上涨 4.72% 至 391.98 元/克, 令公司矿产金单吨毛利同比上升 56.52% 至 169.89 元/吨, 盈利能力大幅改善, 并拉动公司整体毛利率同比提升 3.54 个百分点至 14.10%。此外, 公司玲珑金矿的玲珑矿区于 2022 年年底取得延续后的采矿许可证, 目前在办理安全生产许可证, 大概率再 2023 年复产; 而东风矿区已于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证, 将在 2023 年 1 月复产。预计公司 2023 年矿产金产量仍将增长, 公司指引 2023 年矿产金产量不低于 39.641 吨。
- **内生外延, 集团注入, 公司未来矿产金产量有极大增长空间。** 公司拟定增募集资金整合焦家金矿矿区, 项目建成达产后, 年产金精矿 18.85 吨, 较整合前矿产产量及含金量均有提升。外延方面, 公司拟 127.6 亿元通过协议转让收购银泰黄金 20.93% 股份, 成为银泰黄金控股股东, 银泰黄金拥有黄金资源量 173.9 吨, 2022 年生产矿产金 7.06 吨。此外, 公司股东山东黄金集团仍拥有黄金矿山资产, 为避免同业竞争, 在满足相关条件下集团承诺在 2025 年 11 月 10 日前将黄金业务资产优先注入上市公司体内。
- **投资建议:** 美国通胀持续下行, 银行业危机加大美国衰退风险, 美联储加息周期结束在即, 市场降息预期升温, 黄金价格有望进入新一轮上涨周期。公司作为国内黄金行业龙头, 矿产金产量快速恢复, 且通过内生外延, 未来矿产金有较大增量, 其业绩将受益于金价上涨与产量增长的双重弹性。预计公司 2023-2024 年归属于上市公司股东净利润为 28.85、37.80 亿元, 考虑增发摊薄对应 2023-2024 年 PE 为 33x、25x, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 1) 美联储加息超预期; 2) 美国通胀超预期; 3) 美国经济超预期; 4) 美元指数上涨; 5) 黄金价格大幅下跌。

分析师

华立

☎: 021-20252650

✉: huali@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516080004

阎予露

☎: 010-80927659

✉: yanyulu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522040004

市场数据

时间 2023.3.30

A 股收盘价(元)	21.34
A 股一年内最高价(元)	22.26
A 股一年内最低价(元)	16.58
上证指数	3240.28
市净率	4.30
总股本(亿股)	44.73
流通 A 股(亿股)	36.14
A 股总市值(亿元)	955

相关研究

分析师承诺及简介

分析师：华立，金融学硕士，2014 年加入银河证券研究院投资研究部，从事有色金属行业研究。

阎予露，2021 年加入银河证券研究院，从事有色金属行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn