

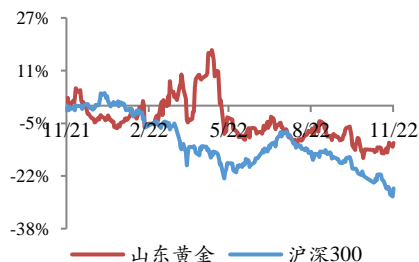
矿山生产恢复正常，世界级黄金基地规划稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-01

收盘价（元）	17.54
近 12 个月最高/最低（元）	23.26/16.60
总股本（百万股）	4,473
流通股本（百万股）	3,614
流通股比例（%）	80.80
总市值（亿元）	785
流通市值（亿元）	634

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuyq@hazq.com

联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

联系人：李煦阳

执业证书号：S0010121090014

邮箱：lixxy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年三季报

前三季度实现营收 398.28 亿元，同比+125%；实现归母净利润 6.93 亿元，实现扭亏为盈。单三季度实现营收 100.02 亿元，同比+72%，环比-39%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比+26%，环比-43%。

● 除玲珑和东风矿区外产量恢复正常，前三季度产金 30.3 吨，单三季度产金 9.2 吨

22Q3 业绩环比有所下滑，从主业看我们认为主要是量价均降：①产销有所减少，Q2 产量 11.7 万吨，Q3 环比减少 2.6 吨；②金价有所下跌，Q2 金价 399 元/克，Q3 金价 384 元/克。玲珑矿区、东风矿区采矿权到期后，因受山东省新一轮生态保护红线划定事项的影响，尚未完成矿权延续，目前仍无法复工复产。2022 年 10 月 14 日，自然资源部办公厅下发《关于北京等省（区、市）启用“三区三线”划定成果作为报批建设项目用地用海依据的函》自然资办函〔2022〕2207 号），根据该函通知，山东省“三区三线”划定成果符合要求，即日起正式启用。目前，山东黄金矿业（玲珑）有限公司正在积极准备上述矿权延续的相关资料，争取尽快办理完毕矿权延续，尽快对上述矿区复工复产。

● 国内黄金资源整合持续推进，探矿增储、意愿并购、权证办理三管齐下公司稳步推进探矿增储和优质资源并购，统筹省内、国内、海外三个区域，加快资源获取、夯实资源支撑：

- 1) 探矿增储：三山岛金矿、新城金矿、鑫汇公司、福建源鑫等取得较好探矿成果；
- 2) 资源并购：成功取得甘肃安家岔金矿详查权，为解决西和中宝资源接续、打造陇南秦岭资源基地奠定了资源基础；
- 3) 权证办理：焦家金矿和新城金矿顺利取得资源整合后的新采矿许可证，采矿权面积分别达到 18.5km²、13.75km²，开采深度分别许可至-1880 米和-1835 米，生产规模分别由 165 万吨/年、41.25 万吨/年提高至 660 万吨/年、264 万吨/年。

● 非公开发行顺利推进，世界级黄金基地规划路径清晰

公司基于打造胶东地区世界级黄金生产基地发展规划确定了定增方案，拟发行不超过 6.24 亿股股份，募集资金总额不超过 99 亿元，主要用于焦家矿区（整合）金矿资源开发工程，10 月 29 日公司公告于近日收到证监会出具的《一次反馈意见》，项目顺利推进中。

● 投资建议

2022 年金价受加息压制持续走低，但当前美联储加息的空间有所收窄，

我们预计明年金价有望重回涨势；山东黄金作为国内黄金生产龙头，拥有优质的黄金矿山资源，考虑到公司目前收购项目进展顺利，待项目收购完成并正式投入生产经营，量价齐升有望带动业绩快速增长。不过考虑到尚有主力矿尚未复工复产、山金金控受疫情和金融市场波动影响、金价有所下跌等因素对公司的营收和业绩形成一定压制，我们预计公司2022-2024 年实现营业收入分别为 549.80/673.98/733.45 亿元，同比增长 62.0%、22.6%、8.8%；对应归母净利润分别为 10.29/17.59/25.78 亿元，同比分别增长 631.5%、70.9%、46.5%；对应 PE 分别为 77X、45X、31X，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格波动风险，收购项目进展不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	33935	54980	67398	73345
收入同比 (%)	-46.7%	62.0%	22.6%	8.8%
归属母公司净利润	-194	1029	1759	2578
净利润同比 (%)	-109.6%	631.5%	70.9%	46.5%
毛利率 (%)	10.6%	12.0%	11.8%	12.1%
ROE (%)	-0.7%	3.4%	5.5%	7.5%
每股收益 (元)	-0.09	0.23	0.39	0.58
P/E	—	76.74	44.91	30.65
P/B	2.88	2.61	2.47	2.28
EV/EBITDA	49.81	3.11	2.09	1.25

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14268	22946	44230	64016	营业收入	33935	54980	67398	73345
现金	5008	12078	31054	49811	营业成本	30351	48405	59472	64442
应收账款	118	187	223	247	营业税金及附加	633	773	1003	1117
其他应收款	2561	2761	3703	4165	销售费用	361	187	222	220
预付账款	460	953	1236	1255	管理费用	2930	3095	3586	3572
存货	2984	3828	4871	5394	财务费用	711	922	590	402
其他流动资产	3138	3139	3143	3144	资产减值损失	-6	-210	-276	-316
非流动资产	64039	50745	36879	22491	公允价值变动收益	576	0	0	0
长期投资	1954	2261	2571	2831	投资净收益	728	591	846	986
固定资产	26828	10308	-7894	-27737	营业利润	68	1684	2730	3866
无形资产	19336	22399	26323	31608	营业外收入	23	0	0	0
其他非流动资产	15921	15776	15880	15788	营业外支出	69	0	0	0
资产总计	78308	73691	81110	86508	利润总额	22	1684	2730	3866
流动负债	34987	29276	34838	37530	所得税	218	589	874	1160
短期借款	5784	0	0	0	净利润	-195	1094	1856	2706
应付账款	3139	3449	4573	5119	少数股东损益	-2	65	97	128
其他流动负债	26065	25826	30265	32411	归属母公司净利润	-194	1029	1759	2578
非流动负债	11537	11537	11537	11537	EBITDA	1848	23825	26297	28998
长期借款	5340	5340	5340	5340	EPS (元)	-0.09	0.23	0.39	0.58
其他非流动负债	6198	6198	6198	6198	主要财务比率				
负债合计	46524	40813	46376	49068	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2563	2628	2725	2854	成长能力				
股本	4473	4473	4473	4473	营业收入	-46.7%	62.0%	22.6%	8.8%
资本公积	5568	5568	5568	5568	营业利润	-97.9%	2358.6%	62.1%	41.6%
留存收益	19178	20208	21967	24545	归属于母公司净利	-109.6%	631.5%	70.9%	46.5%
归属母公司股东权	29220	30249	32008	34586	获利能力				
负债和股东权益	78308	73691	81110	86508	毛利率 (%)	10.6%	12.0%	11.8%	12.1%
现金流量表					净利率 (%)	-0.6%	1.9%	2.6%	3.5%
单位:百万元					ROE (%)	-0.7%	3.4%	5.5%	7.5%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	12.9%	4.1%	5.2%	6.5%
经营活动现金流	1822	21355	28255	29171	偿债能力				
净利润	-194	1029	1759	2578	资产负债率 (%)	59.4%	55.4%	57.2%	56.7%
折旧摊销	2510	21284	23074	24858	净负债比率 (%)	146.4%	124.1%	133.5%	131.1%
财务费用	732	1008	806	806	流动比率	0.41	0.78	1.27	1.71
投资损失	-468	-591	-846	-986	速动比率	0.31	0.62	1.09	1.53
营运资金变动	118	-1535	3254	1663	营运能力				
其他经营现金流	-1187	2724	-1287	1167	总资产周转率	0.43	0.75	0.83	0.85
投资活动现金流	-2607	-7492	-8473	-9608	应收账款周转率	287.00	293.88	302.39	296.87
资本支出	-3404	-7804	-9043	-10370	应付账款周转率	9.67	14.03	13.00	12.59
长期投资	756	-279	-277	-224	每股指标 (元)				
其他投资现金流	41	591	846	986	每股收益	-0.09	0.23	0.39	0.58
筹资活动现金流	2141	-6792	-806	-806	每股经营现金流薄)	0.41	4.77	6.32	6.52
短期借款	-2082	-5784	0	0	每股净资产	6.53	6.76	7.16	7.73
长期借款	4662	0	0	0	估值比率				
普通股增加	159	0	0	0	P/E	—	76.74	44.91	30.65
资本公积增加	-3354	0	0	0	P/B	2.88	2.61	2.47	2.28
其他筹资现金流	2755	-1008	-806	-806	EV/EBITDA	49.81	3.11	2.09	1.25
现金净增加额	1343	7071	18976	18757					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。