

分析师: 刘智
登记编码: S0730520110001
liuzhi@ccnew.com 021-50586775
研究助理: 李泽森
登记编码: S0730121070006
lzs1@ccnew.com 021-50586702

业绩持续修复, 有望进一步整合资源

——山东黄金(600547)季报点评

证券研究报告-季报点评

增持(首次)

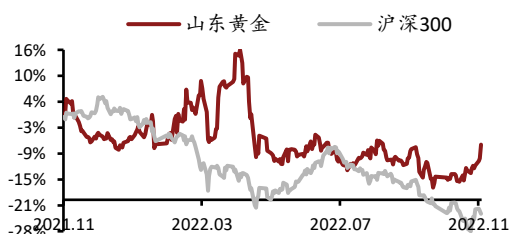
市场数据(2022-11-09)

收盘价(元)	18.68
一年内最高/最低(元)	23.33/16.60
沪深 300 指数	3714.27
市净率(倍)	3.71
流通市值(亿元)	675.18

基础数据(2022-09-30)

每股净资产(元)	5.03
每股经营现金流(元)	0.45
毛利率(%)	13.85
净资产收益率_摊薄(%)	2.17
资产负债率(%)	59.28
总股本/流通股(万股)	447342.95/361444.33
B 股/H 股(万股)	0.00/85898.62

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《山东黄金(600547)公司点评报告: 黄金价格维持强势, 公司受益于丰富黄金资源》

2020-02-14

《山东黄金(600547)公司点评报告: 金价走强增厚收益, 公司投资机会显现》 2018-12-10

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 11 月 10 日

事件: 公司发布 2022 年三季度报告, 前三季度营业收入为 398.28 亿元, 同比增长 124.90%; 实现归母净利润 6.93 亿元, 同比增长 151.82%; 实现扣非归母净利润 7.56 亿元, 同比增长 159.74%。2022 年第三季度公司营业收入为 100.02 亿元, 同比增长 71.72%; 实现归母净利润 1.37 亿元, 同比增长 90.02%; 实现扣非归母净利润 1.46 亿元, 同比增长 45.97%。

投资要点:

- 前三季度公司业绩持续修复改善, 主要产品产量同比实现较快增长。2022 年上半年, 公司矿产金产量为 21.15 吨, 同比增长 114.42%; 2022 年前三季度, 公司主营产品中自产金产量 30.31 吨, 同比增长 91.10%; 外购金 41.94 吨, 同比增长 151.83%; 小金条 17.96 吨, 同比增长 40.56%。
- 受到黄金价格下跌、玲珑矿区和东风矿区产能关停以及疫情扰动影响, 公司前三季度营收和盈利空间受到一定限制。2022 年第二季度, COMEX 黄金期货收盘价均价为 1869.92 美元/盎司; 2022 年第三季度, COMEX 黄金期货收盘价均价为 1726.39 美元/盎司, 环比下跌 7.68%。山东黄金矿业(玲珑)有限公司的玲珑矿区、东风矿区目前尚未复工复产, 蓬莱矿业在 2022 年 4 月底之前未复工复产, 导致两家企业净利润较正常生产年份同期减少 5.08 亿元; 山东金控资本管理有限公司因局部疫情影响业务开展, 以及上半年金融市场波动, 导致净利润较正常生产年份同期减少 1.61 亿元。
- 公司业绩有望进一步修复提升。公司所属全资子公司山东黄金矿业(玲珑)有限公司的玲珑矿区、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。
- 公司定增拟用于焦家矿区(整合)金矿资源开发工程。公司基于打造胶东地区世界级黄金生产基地发展规划, 确定了非公开发行股票募集资金方案。2022 年 6 月 2 日召开董事会会议, 审议通过《关于公司非公开发行 A 股股票方案的议案》等多项议案, 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, 14 个矿业权包括焦家金矿、望儿山金矿、寺庄矿区、马塘矿区、马塘二矿区、东季矿区、金城金矿、朱郭李家金矿、后赵金矿 9 个采矿权, 以及焦家矿区深部及外围金矿南部详查、马塘二矿区深部及外围金矿勘探、后赵北部矿区金矿勘探、南吕-欣木地区金矿勘探、前陈-上杨家矿区金矿勘探北段 5 个探矿权, 项目的总投资额为 82.73 亿元, 项目建设期为 6 年。在获得山东省国资委批复同意后, 于 7 月 29 日召开临时股东大会及 A 股、H 股类别股东大会, 审议通过上述议案。2022 年 10 月 29 日, 公司收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》, 等待证监会进一步审核。

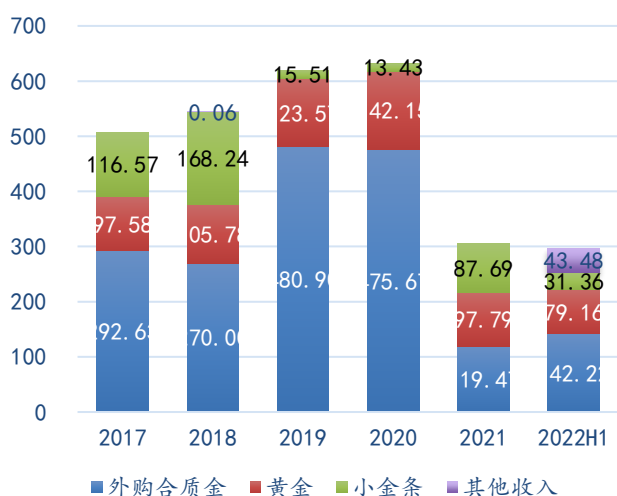
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2022、2023 和 2024 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.20 元、0.44 元和 0.56 元, 按照 11 月 9 日 18.68 元的收盘价计算, 对应的 PE 分别为 89.43 倍、41.06 倍和 32.37 倍。受美联储加息放缓预期影响, 黄金价格震荡上行, 但考虑到美联储加息仍未结束, 短期内金价仍有压力; 公司前三季度业绩持续修复改善, 随着未来公司关停产能的复工复产以及进一步整合金矿资源, 预计公司营收和盈利会持续修复并保持增长; 目前公司估值水平相对合理, 结合行业发展前景及公司行业地位, 首次覆盖, 给予公司“增持”投资评级。

风险提示: (1) 美联储加息超预期; (2) 国际宏观经济下行; (3) 疫情反复超预期; (4) 行业政策发生变化; (5) 黄金价格大幅波动; (6) 下游需求不及预期; (7) 公司产能供给不及预期。

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	63665	33935	53293	66536	73363
增长比率 (%)	1.65%	-46.70%	57.04%	24.85%	10.26%
净利润 (百万元)	2025	-194	901	1963	2490
增长比率 (%)	57.02%	-109.57%	565.37%	117.79%	26.85%
每股收益(元)	0.45	-0.04	0.20	0.44	0.56
市盈率(倍)	39.81	—	89.43	41.06	32.37

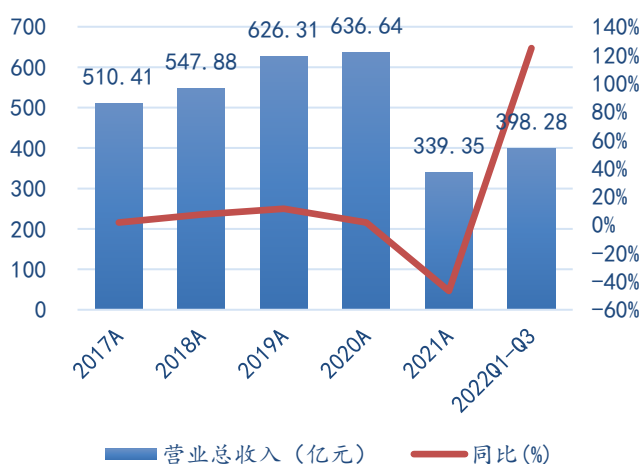
资料来源: 中原证券

图 1：公司主营业务构成占比（亿元）



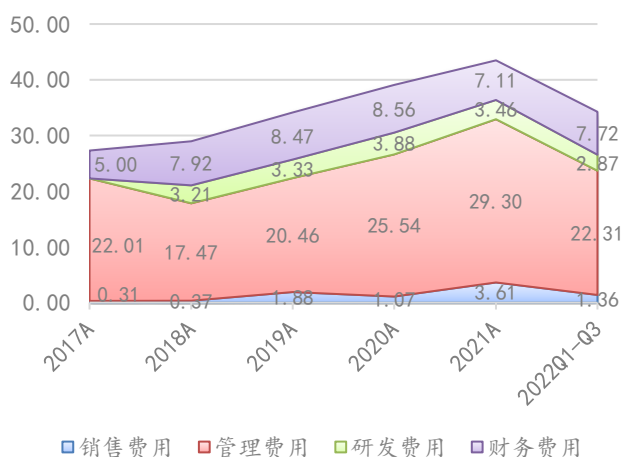
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比



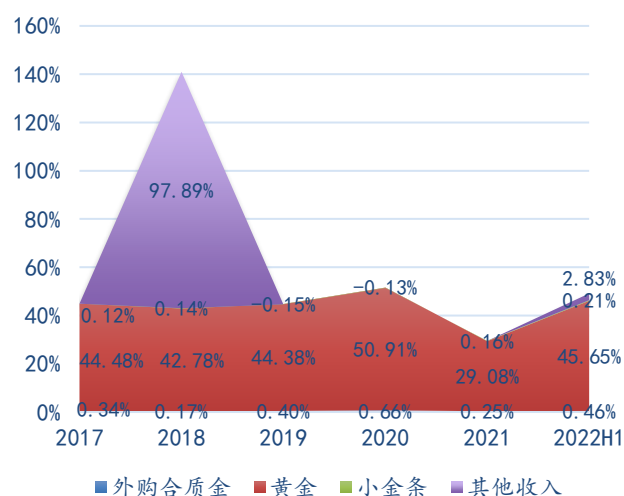
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司期间费用（亿元）



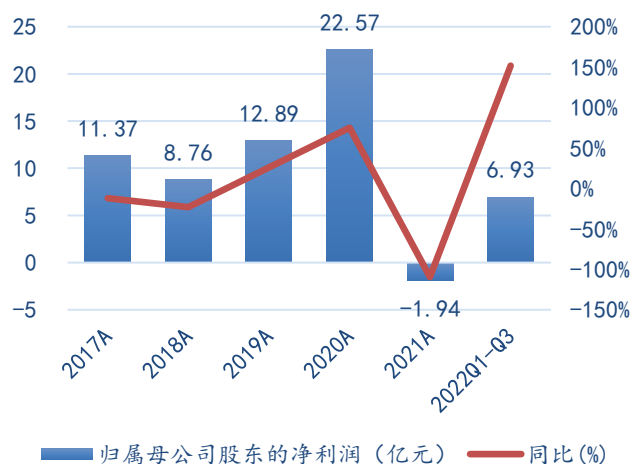
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司主营业务毛利率



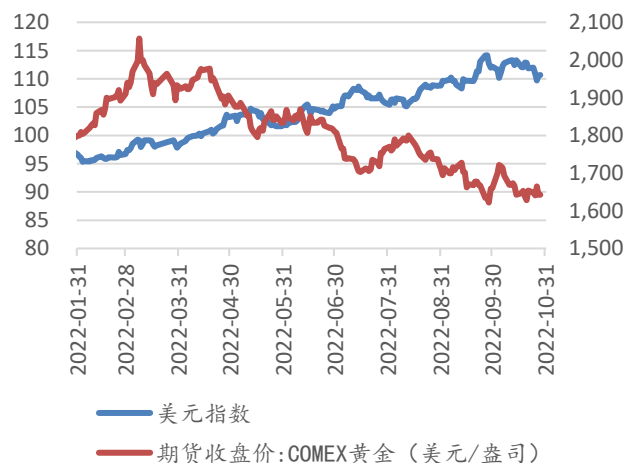
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：COMEX 黄金价格与美元指数走势



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	14162	14268	17637	19717	23289
现金	3460	5008	6527	6070	9451
应收票据及应收账款	170	118	329	359	448
其他应收款	1790	2561	3396	4000	4200
预付账款	1962	460	730	969	1274
存货	3204	2984	2910	4397	3819
其他流动资产	3575	3138	3745	3921	4097
非流动资产	55293	64039	68470	69262	70059
长期投资	1932	1954	1982	2003	2023
固定资产	24445	26828	28177	29285	30460
无形资产	13246	19336	19370	18906	18505
其他非流动资产	15669	15921	18941	19068	19070
资产总计	69454	78308	86107	88979	93347
流动负债	26733	34987	34161	36631	39800
短期借款	7866	5784	7173	6961	7129
应付票据及应付账款	3100	4902	7346	7909	9570
其他流动负债	15767	24302	19642	21760	23102
非流动负债	7300	11537	19393	17657	16335
长期借款	678	5340	12571	11335	10012
其他非流动负债	6623	6198	6822	6322	6322
负债合计	34033	46524	53554	54287	56135
少数股东权益	4533	2563	2655	2831	2862
股本	4314	4473	4473	4473	4473
资本公积	8922	5568	5568	5568	5568
留存收益	13920	13298	13975	15938	18429
归属母公司股东权益	30888	29220	29897	31861	34351
负债和股东权益	69454	78308	86107	88979	93347

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5918	1822	711	5589	8648
净利润	2297	-195	993	2139	2521
折旧摊销	2651	2510	2443	2432	2538
财务费用	816	732	906	1092	1027
投资损失	412	-468	-203	-240	-264
营运资金变动	-648	118	-3518	80	2775
其他经营现金流	390	-874	89	85	51
投资活动现金流	-8017	-2607	-6569	-3137	-3222
资本支出	-4878	-3404	-6940	-3287	-3364
长期投资	-3102	756	164	-88	-121
其他投资现金流	-37	41	208	238	263
筹资活动现金流	2284	2141	7377	-2908	-2045
短期借款	4711	-2082	1389	-212	167
长期借款	-524	4662	7231	-1236	-1322
普通股增加	1214	159	0	0	0
资本公积增加	1400	-3354	0	0	0
其他筹资现金流	-4517	2755	-1243	-1460	-890
现金净增加额	151	1343	1519	-457	3381

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	63665	33935	53293	66536	73363
营业成本	55621	30351	46816	58018	64327
营业税金及附加	623	633	725	772	829
营业费用	107	361	218	253	286
管理费用	2612	2930	3022	3380	3442
研发费用	390	346	389	432	477
财务费用	877	711	831	994	936
资产减值损失	-617	-6	0	0	0
其他收益	27	21	16	20	22
公允价值变动收益	393	576	0	0	0
投资净收益	10	728	203	240	264
资产处置收益	3	142	0	0	0
营业利润	3211	68	1511	2945	3353
营业外收入	7	23	7	8	19
营业外支出	183	69	96	93	70
利润总额	3036	22	1421	2861	3302
所得税	739	218	428	721	781
净利润	2297	-195	993	2139	2521
少数股东损益	272	-2	92	176	31
归属母公司净利润	2025	-194	901	1963	2490
EBITDA	6951	1848	4582	6133	6562
EPS (元)	0.47	-0.09	0.20	0.44	0.56

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	1.65%	-46.70%	57.04%	24.85%	10.26%
营业利润 (%)	49.89%	-97.87%	2,105.78 %	95.00%	13.82%
归属母公司净利润 (%)	57.02%	-109.57%	565.37%	117.79%	26.85%
获利能力					
毛利率 (%)	12.63%	10.56%	12.15%	12.80%	12.32%
净利率 (%)	3.18%	-0.57%	1.69%	2.95%	3.39%
ROE (%)	6.56%	-0.66%	3.01%	6.16%	7.25%
ROIC	7.15%	12.90%	2.73%	5.04%	5.47%
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.00%	59.41%	62.20%	61.01%	60.14%
净负债比率 (%)	96.08%	146.38%	164.52%	156.49%	150.85%
流动比率	0.53	0.41	0.52	0.54	0.59
速动比率	0.32	0.30	0.37	0.35	0.42
营运能力					
总资产周转率	1.00	0.46	0.65	0.76	0.80
应收账款周转率	276.90	235.72	238.41	193.55	181.82
应付账款周转率	25.92	11.23	12.51	12.37	11.91
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.45	-0.04	0.20	0.44	0.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.32	0.41	0.16	1.25	1.93
每股净资产 (最新摊薄)	6.90	6.53	6.68	7.12	7.68
估值比率					
P/E	39.81	—	89.43	41.06	32.37
P/B	2.61	2.76	2.70	2.53	2.35
EV/EBITDA	15.61	49.81	20.99	15.44	13.74

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。