

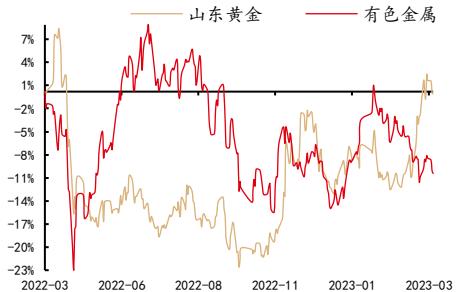


股票投资评级

山东黄金(600547)

买入|首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价（元）	21.44
总股本/流通股本（亿股）	44.73 / 36.14
总市值/流通市值（亿元）	959 / 775
52周内最高/最低价	23.33 / 16.60
资产负债率(%)	59.4%
市盈率	-238.22
第一大股东	山东黄金集团有限公司
持股比例(%)	37.9%

研究所

分析师:李帅华  
SAC 登记编号:S1340522060001  
Email:lishuahua@cnpsec.com  
研究助理:张亚桐  
SAC 登记编号:S1340122080030  
Email:zhangyatong@cnpsec.com

多座金矿产量创新高，打造胶东世界级黄金基地

● 事件：公司发布2022年度报告

2023年3月30日，山东黄金发布2022年度报告。2022年，公司实现营收503.06亿元，同比增长48.24%，主要受益于去年黄金量价齐升；归母净利润12.46亿元，扭亏为盈，同比增长14.40亿元(+743.23%)；扣非归母净利13.04亿元，同比增长18.57亿元(+335.88%)。

主要产品为自产金/外购金/小金条，其营收分别为151.83亿元/207.44亿元/108.05亿元，分别占比总营收30.2%/41.2%/21.5%。其中，自产金是公司毛利主要来源；2022年，自产金毛利润为65.79亿元，占比总毛利92.7%。

● 多座金矿产量创新高，焦家金矿成国内第一大产金矿山

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，同比增长120.0%，成为全国第一黄金生产矿山。截止2022年末，按照权益计算保有金资源量达到1318.6吨，资源保障支撑能力进一步增强。

2022年公司矿产金产量38.673吨，同比增幅56.06%。2022年原矿入选品位1.23克/吨，同比增加0.11克/吨，得益于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%，具体是因为各矿山产能快速恢复，高品位资源得到有效利用；然而，露天矿山原矿入选品位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。

根据年报，公司制定的2023年生产计划是黄金产量不低于39.641吨。考虑到公司玲珑金矿、东风金矿等正在积极办理采矿相关许可证，即将复产，预期公司今年矿产金产量有望实现计划，并突破新高。

● 非公开发行股票募资，全力打造胶东世界级黄金基地

公司基于打造胶东地区世界级黄金基地发展规划，确定了非公开发行A股股票方案，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。

焦家矿区（整合）金矿资源开发工程即对焦家金矿等14个矿业权进行资源整合及统一开发。本项目的总投资额为82.73亿元，项目建设期为6年。项目达产后，采矿出矿能力可达660万吨/年，年均产浮选金精矿29.0万吨（含金18.85吨），实施主体达产年营业收入为53.73亿元，年均税后净利润为21.13亿元。

● 收购银泰黄金，强强联合奠定业内地位

公司收购银泰黄金20.93%股份，通过银泰黄金控股股东及实际控制人签订协议，将成为银泰黄金控股股东。目前，收购项目正在积极推进中，山东黄金与银泰黄金强强联合，将更进一步奠定公司在国内黄金行业的领先地位。

**银泰黄金资源禀赋优异，将赋能公司盈利。**截至 2021 年末，银泰黄金合计总资源量（含地表存矿）矿石量 10194.17 万吨，金金属量 170.452 吨，银金属量 7154.06 吨，铅+锌金属量 107.64 万吨，铜金属量 6.35 万吨，锡金属量 1.82 万吨。

### ● 黄金：加息进入尾声，金价有望迎来新一轮上涨

于北京时间 2023 年 3 月 23 日凌晨，美联储如期加息 25bp，加息幅度再次放缓，预示着加息进入尾声。同时，硅谷银行倒闭、瑞信流动性问题均显示了全球因货币紧缩政策而带来的潜在市场风险。

因而，美联储表示后续政策会高度关注美国银行系统的健康状况。结合通胀缓慢回落甚至经济陷入衰退的趋势，我们预计 3 月或是美联储最后一次加息，流动性边际放松，黄金价格上行压力有所释放；同时近期市场避险情绪升温，驱动黄金发挥避险属性，金价有望迎来新一轮上涨。

### ● 盈利预测

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 592.10/633.55/665.22 亿元，分别同比增长 17.70%/7.00%/5.00%；归母净利润分别为 16.48/19.46/21.05 亿元，分别同比增长 32.25%/18.13%/8.15%，对应 EPS 分别为 0.37/0.44/0.47 元。

以 2023 年 3 月 30 日收盘价 21.44 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 58.21/49.28/45.56 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 风险提示：

宏观经济不及预期；美联储加息超预期；产能建设不及预期。

## ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	50306	59210	63355	66522
增长率（%）	48.24%	17.70%	7.00%	5.00%
EBITDA（百万元）	6784	6871	7331	7957
归属母公司净利润（百万元）	1246	1648	1946	2105
增长率（%）	743.23%	32.25%	18.13%	8.15%
EPS(元/股)	0.28	0.37	0.44	0.47
市盈率（P/E）	76.98	58.21	49.28	45.56
市净率（P/B）	2.92	2.80	2.67	2.53
EV/EBITDA	14.30	16.64	14.68	15.46

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>									
营业收入	50306	59210	63355	66522	营业收入	48.2%	17.7%	7.0%	5.0%
营业成本	43212	50624	54295	57143	营业利润	2,969.6%	25.6%	17.5%	5.2%
税金及附加	822	901	964	1012	归属于母公司净利润	743.2%	32.3%	18.1%	8.1%
销售费用	176	312	207	267	毛利率	14.1%	14.5%	14.3%	14.1%
管理费用	2316	3422	3772	3762	净利率	2.5%	2.8%	3.1%	3.2%
研发费用	400	509	545	544	ROE	3.8%	4.8%	5.4%	5.6%
财务费用	1047	1166	1033	1020	ROIC	4.3%	4.4%	4.5%	4.5%
资产减值损失	-1	-64	-46	-69	偿债能力				
营业利润	2102	2641	3103	3265	资产负债率	59.6%	56.9%	60.5%	54.3%
营业外收入	11	14	16	13	流动比率	0.62	0.41	0.44	0.13
营业外支出	107	119	98	108	营运能力				
利润总额	2006	2535	3020	3170	应收账款周转率	387.83	367.94	293.22	387.83
所得税	583	737	877	921	存货周转率	14.22	11.42	11.92	12.20
净利润	1423	1799	2143	2249	总资产周转率	0.60	0.66	0.67	0.69
归母净利润	1246	1648	1946	2105	每股指标(元)				
每股收益(元)	0.28	0.37	0.44	0.47	每股收益	0.28	0.37	0.44	0.47
<b>资产负债表</b>									
货币资金	9634	-464	4983	-8901	每股净资产	7.35	7.66	8.04	8.46
交易性金融资产	2960	2960	2960	2960	估值比率				
应收票据及应收账款	195	181	286	129	PE	76.98	58.21	49.28	45.56
预付款项	824	1173	930	1090	PB	2.92	2.80	2.67	2.53
存货	4092	6281	4349	6555	现金流量表				
流动资产合计	21475	13099	20061	4383	净利润	1423	1799	2143	2249
固定资产	30712	34875	39211	44244	折旧和摊销	3251	3399	3724	4128
在建工程	6121	6121	6121	6121	营运资本变动	-2249	-2286	10807	-11201
无形资产	19373	19410	19448	19485	其他	546	936	587	659
非流动资产合计	69246	75638	81703	87964	经营活动现金流净额	2972	3849	17261	-4165
资产总计	90722	88738	101764	92347	资本开支	-4005	-7926	-8369	-9486
短期借款	6614	4614	5364	6364	其他	-1246	-1602	-929	-477
应付票据及应付账款	7193	2920	11836	4158	投资活动现金流净额	-5251	-9528	-9298	-9962
其他流动负债	20853	24597	28047	22796	股权融资	6235	0	0	0
流动负债合计	34661	32130	45247	33318	债务融资	8040	-3000	-1250	1500
其他	19365	18365	16365	16865	其他	-8813	-1418	-1266	-1256
非流动负债合计	19365	18365	16365	16865	筹资活动现金流净额	5462	-4418	-2516	244
负债合计	54025	50495	61611	50183	现金及现金等价物净增加额	3228	-10098	5447	-13884
股本	4473	4473	4473	4473					
资本公积金	4370	4370	4370	4370					
未分配利润	12912	14060	15481	17034					
少数股东权益	3819	3970	4167	4311					
其他	11122	11369	11661	11977					
所有者权益合计	36696	38243	40152	42165					
负债和所有者权益总计	90722	88738	101764	92347					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予以通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

电话：010-67017788  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

电话：18717767929  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922  
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048