

业绩同比增长，黄金龙头坐享金价弹性

公司发布 2023 年上半年业绩预增，上半年预计实现归母净利润为 8.00-9.50 亿元，同比变化+43.90%~70.88%，扣非归母净利润为 8.02~9.52 亿元，同比变化+31.34%~+55.91%。其中 Q2 单季度归母净利润盈利区间为 3.61~5.11 亿元，同比变化+49.79%~+112.03%，环比变化-17.77%~+16.40%。

➤ **金价上行带动业绩增长，企业运营稳扎稳打。**受海外银行业危机，全球央行购金等因素影响，2023 年上半年上海黄金交易所现货 Au9999 均价为 434 元/克，较上年同期上涨 11%，价格上涨对公司业绩拉动作用明显，预计毛利率也将显著提升。公司上半年经营稳健，在生产管理方面，进行科学谋划、精准施策，强化生产组织管理，同时推进大型化智能化采掘作业模式革新，提高生产作业率、资源利用率，从而推进降本增效；在销售管理方面，公司进一步加强研究分析团队建设，把握价格走向，黄金销售价格优于上年同期水平。

➤ **黄金资源储备雄厚，集团旗下西岭金矿再增储 200 吨。**公司为山东省国资委旗下的黄金龙头企业，现拥有 13 座国内矿山+2 座海外矿山，截至 2022 年底，公司黄金资源量达到 1431.40 吨，稳居国内第一梯队。2023 年 5 月公司发布公告，控股股东山东黄金集团旗下的西岭金矿，初步认定探获新增 200 吨资源量，累计探获资源量增长至 580 吨，资源优势进一步夯实。

➤ **扩产并购同时进行，助力集团实现“十四五”目标。**内生增长方面，公司莱州世界黄金生产基地建设正逐步展开，焦家金矿整合开发规划明确、非洲加纳卡蒂诺资源项目建设可期；外延方面，公司陆续收购银泰黄金股权、甘肃大桥金矿采矿权；此外集团内部也具有西岭金矿等优质资产，未来可注入上市公司。公司通过内生、外延和集团注入等方式实现增产扩储，助力集团实现 2025 年自产金产量达到 80 吨的战略目标，成长性充足。

➤ **加息预期边际放松，黄金板块配置价值凸显。**美国 6 月份 CPI 同比数据为 3%，低于此前预期 3.1%，环比上升 0.2%，低于预期的 0.3%。通胀数据超预期下行，使市场对美联储加息的预期有所降温，利率政策预期边际放松驱动金价上涨。短期来看，美联储加息周期进入尾声，美国经济、就业数据具备韧性，我们认为短期美国经济呈现韧性，但难改下行趋势，未来美联储利率政策进入衰退到降息的过渡期，金价有望偏强震荡，中长期来看，全球央行购金也将支撑金价中枢不断上行，黄金股配置价值将逐步凸显。

盈利预测与投资建议：公司掌握优质金矿资源，盈利能力强，业绩将充分受益于贵金属价格的上行，考虑到公司未来成长性明确，内生外延可带来矿产金产量不断增长，叠加美联储加息周期渐入尾声，金价走势乐观，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.73/29.58/36.22 亿元，按照 7 月 14 日收盘价计算，对应 PE 为 50/39/32 倍，维持“推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	50,306	57,343	63,596	66,022
增长率 (%)	48.2	14.0	10.9	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,246	2,273	2,958	3,622
增长率 (%)	743.2	82.4	30.1	22.5
每股收益 (元)	0.28	0.51	0.66	0.81
PE	92	50	39	32
PB	3.5	3.3	3.0	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 17 日收盘价）

推荐
维持评级
当前价格：
25.51 元

分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 任恒

执业证书：S0100523060002

邮箱：renheng@mszq.com

相关研究

1. 山东黄金 (600547.SH) 2022 年年报点评：
经营恢复业绩回升，黄金龙头未来可期-2023/04/03

2. 山东黄金深度报告：黄金龙头，乘金价上行东风-2023/03/15

3. 山东黄金 (600547.SH) 事件点评：定增募资，扩产成长进行时-2022/06/05

公司财务报表数据预测汇

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	50,306	57,343	63,596	66,022
营业成本	43,212	48,034	52,280	53,503
营业税金及附加	822	745	954	990
销售费用	176	287	318	330
管理费用	2,316	3,441	3,816	3,961
研发费用	400	459	509	528
EBIT	3,279	4,378	5,719	6,709
财务费用	1,047	1,144	1,376	1,382
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	78	86	0	0
营业利润	2,102	3,367	4,382	5,367
营业外收支	-96	0	0	0
利润总额	2,006	3,367	4,382	5,367
所得税	583	842	1,095	1,342
净利润	1,423	2,525	3,286	4,025
归属于母公司净利润	1,246	2,273	2,958	3,622
EBITDA	6,531	8,566	10,114	11,439

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,634	15,738	20,121	25,442
应收账款及票据	195	167	174	181
预付款项	824	961	1,046	1,070
存货	4,092	3,948	4,297	4,397
其他流动资产	6,729	7,195	7,539	7,672
流动资产合计	21,475	28,009	33,176	38,763
长期股权投资	1,989	2,009	2,009	2,009
固定资产	30,712	32,450	33,386	33,683
无形资产	19,373	19,473	19,523	19,523
非流动资产合计	69,246	71,835	71,641	71,111
资产合计	90,722	99,844	104,817	109,874
短期借款	6,614	7,914	7,914	7,914
应付账款及票据	7,193	5,001	5,443	5,570
其他流动负债	20,853	19,540	19,009	19,137
流动负债合计	34,661	32,455	32,366	32,621
长期借款	13,548	22,548	24,548	25,548
其他长期负债	5,816	5,842	5,842	5,842
非流动负债合计	19,365	28,391	30,391	31,391
负债合计	54,025	60,846	62,756	64,012
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	3,819	4,072	4,401	4,803
股东权益合计	36,696	38,998	42,061	45,862
负债和股东权益合计	90,722	99,844	104,817	109,874

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	48.24	13.99	10.90	3.81
EBIT 增长率	595.45	33.49	30.65	17.31
净利润增长率	743.23	82.43	30.13	22.48
盈利能力 (%)				
毛利率	14.10	16.23	17.79	18.96
净利润率	2.83	4.40	5.17	6.10
总资产收益率 ROA	1.37	2.28	2.82	3.30
净资产收益率 ROE	3.79	6.51	7.85	8.82
偿债能力				
流动比率	0.62	0.86	1.03	1.19
速动比率	0.48	0.71	0.86	1.02
现金比率	0.28	0.48	0.62	0.78
资产负债率 (%)	59.55	60.94	59.87	58.26
经营效率				
应收账款周转天数	1.02	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	34.57	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.55	0.57	0.61	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.51	0.66	0.81
每股净资产	7.35	7.81	8.42	9.18
每股经营现金流	0.66	2.28	1.88	2.33
每股股利	0.07	0.07	0.07	0.07
估值分析				
PE	92	50	39	32
PB	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	19.21	15.14	12.58	10.75
股息收益率 (%)	0.27	0.27	0.27	0.27
现金流量表 (百万元)				
净利润	1,423	2,525	3,286	4,025
折旧和摊销	3,251	4,188	4,394	4,730
营运资金变动	-2,249	2,295	-874	-9
经营活动现金流	2,972	10,218	8,418	10,429
资本开支	-4,005	-6,757	-4,200	-4,200
投资	-134	-40	0	0
投资活动现金流	-5,251	-6,707	-4,200	-4,200
股权募资	6,235	0	0	0
债务募资	8,040	9,326	2,000	1,000
筹资活动现金流	5,462	2,593	164	-908
现金净流量	3,228	6,104	4,382	5,322

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026