

山东黄金 (600547. SH) —2023 年中报点评

金价景气，业绩同比提升

买入

核心观点

金价上涨，盈利提升。2023年上半年，公司实现营业收入 274.25 亿元，同比下降 8.05%；归母净利润 8.80 亿元，同比上涨 58.26%。其中，完成矿产金产量 19.57 吨，黄金业务实现收入 72.64 亿元，毛利 34.02 亿元，对应毛利率 46.83%，较去年同期增加 1.18 个百分点。二季度单季，公司实现营业收入 143.27 亿元，环比增长 9.38%；归属于上市公司股东的净利润 4.41 亿元，环比增长 0.48%。

重点项目稳步推进。十四五期间，公司开展多项大型建设项目建设。目前，三山岛副井工程井筒掘进累计完成 1035 米，完成井筒设计深度（1915 米）的 54%；焦家金矿明混合井工程、朱郭李家主井工程、朱郭李家副井工程进展顺利；加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼矿山选厂建设详细设计工作持续推进，矿山辅助工程按计划正常推进。未来，随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

整合优质黄金资源。银泰黄金拥有 4 座金矿矿山，1 座铅锌银多金属矿山，受益高品位，公司盈利能力强。8 月山东黄金完成对银泰黄金控制权的收购，叠加二级市场增持部分，目前合计持有银泰黄金 6.41 亿股股份，占总股本的 23.09%。此外，公司所属甘肃金舜矿业于 5 月以 8.66 亿元成功竞得甘肃大桥金矿采矿权，储量估算基准日矿山保有矿体资源量矿石量 967.97 万吨，金金属量 32.0 吨，平均品位 3.30 克/吨；另保有低品位矿体矿石量 1871.70 万吨，金金属量 20.2 吨，平均品位 1.08 克/吨。

期间费用率下降。公司深入推进“全员、全岗位、全要素、全过程”的系统性降本增效工作，完善降本增效实施方案和考核体系。上半年，公司销售费用率、管理费用率分别下降 0.12、1.43 个百分点至 0.22%、3.85%，管理费用减少主要因无形资产摊销减少。研发费用率、财务费用率分别上升 0.02、0.87 个百分点至 0.60%、2.55%，财务费用增加主要因本期利息支出增加。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

投资建议：公司聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升。考虑到成本变化，我们下调原业绩预测，预计公司 2023/24/25 年营业收入 530.3/551.0/600.0 亿元，年增速分别为 5.4%/3.9%/8.9%；归母净利润 23.7/30.2/44.3 亿元，年增速分别为 89.8%/27.5%/46.9%，摊薄 EPS 分别为 0.53/0.67/0.99 元。当前股价对应 PE 为 49.8/39.1/26.6x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,935	50,306	53,034	55,098	60,000
(+/-%)	-46.7%	48.2%	5.4%	3.9%	8.9%
净利润(百万元)	-194	1246	2365	3015	4430
(+/-%)	-108.6%	743.2%	89.8%	27.5%	46.9%
每股收益(元)	-0.04	0.28	0.53	0.67	0.99
EBIT Margin	-2.0%	6.7%	8.5%	10.1%	12.7%
净资产收益率(ROE)	-0.7%	3.8%	6.9%	8.5%	11.7%
市盈率(PE)	-608.4	94.6	49.8	39.1	26.6
EV/EBITDA	92.9	26.3	23.4	19.8	15.7
市净率(PB)	4.03	3.58	3.46	3.31	3.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

26.34 元

收盘价

117830/117830 百万元

总市值/流通市值

27.60/16.58 元

52 周最高价/最低价

563.95 百万元

近 3 个月日均成交额

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

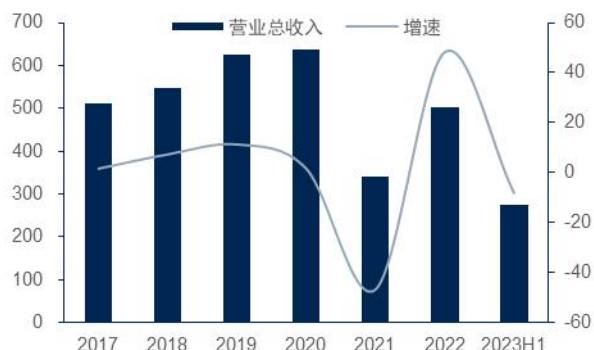
《山东黄金(600547.SH)-资源为先，高增可期》——2023-05-16

《山东黄金-600547-公司动态点评：短期不可抗力因素不改长期

成长规划，控股股东增持彰显信心》——2021-09-16

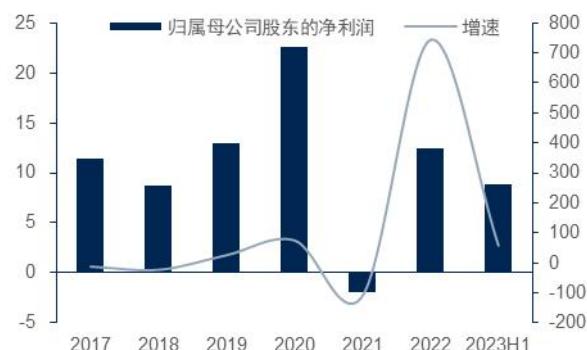
金价上涨，盈利提升。2023年上半年，公司实现营业收入274.25亿元，同比下降8.05%；归母净利润8.80亿元，同比上涨58.26%。其中，完成矿产金产量19.57吨，黄金业务实现收入72.64亿元，毛利34.02亿元，对应毛利率46.83%，较去年同期增加1.18个百分点。二季度单季，公司实现营业收入143.27亿元，环比增长9.38%；归属于上市公司股东的净利润4.41亿元，环比增长0.48%。

图1: 公司营业收入情况（亿元，%）



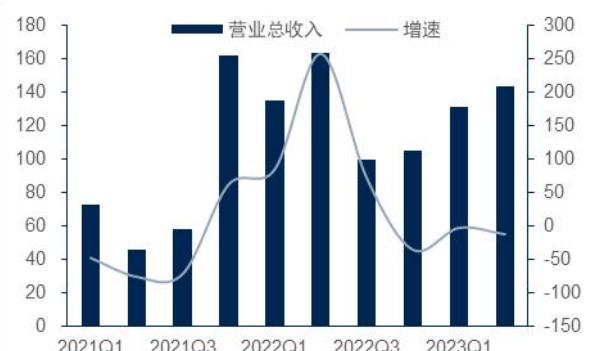
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润情况（亿元，%）



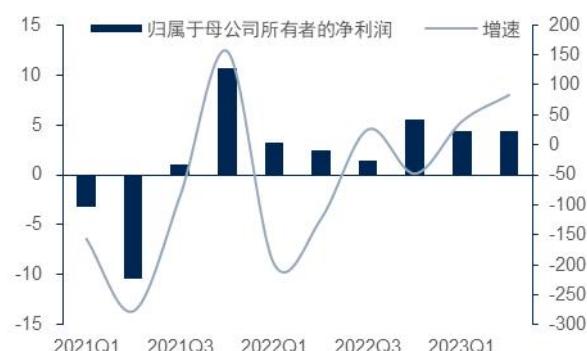
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入（亿元，%）



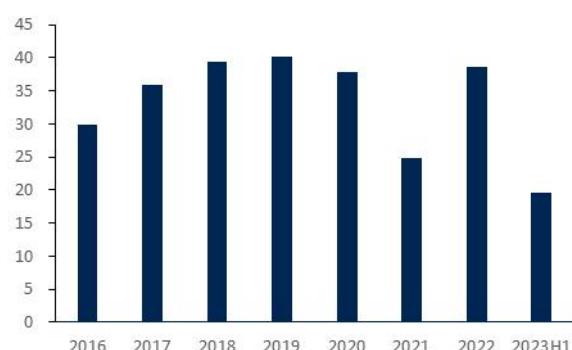
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润（亿元，%）



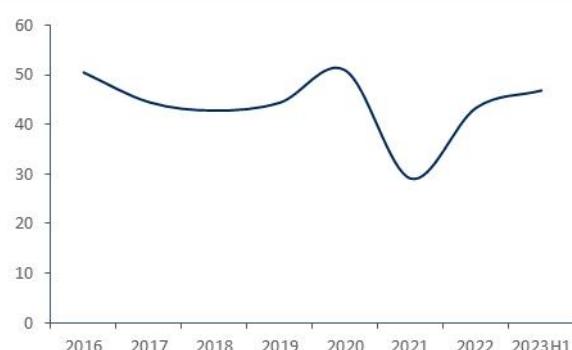
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图5: 公司矿产金产量（吨）



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产金业务毛利率（%）



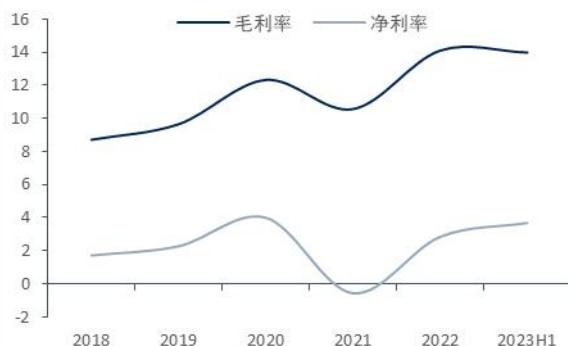
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

重点项目稳步推进。十四五期间，山东黄金集团提出“致力全球领先，跻身世界前五”的战略目标，到2025年矿产金产量达到80吨，资源储量达到3300吨以上。配合战略目标，公司开展多项大型建设项目建设。目前，三山岛副井工程井筒掘进累计完成1035米，完成井筒设计深度（1915米）的54%；焦家金矿明混合井工程、朱郭李家主井工程、朱郭李家副井工程进展顺利；加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼矿山选厂建设详细设计工作持续进行，长周期设备已全部完成采购，正处于制造阶段，场平工作即将完成，矿山辅助工程按计划正常推进。未来，随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

整合优质黄金资源。银泰黄金拥有4座金矿矿山，黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦、华盛金矿（停产待恢复），1座铅锌银多金属矿山玉龙矿业，受益高品位，公司黄金生产成本低，盈利能力强。2022年12月，公司与中国银泰投资有限公司、沈国军先生签署了《股份转让协议》，公司拟受让沈国军先生及中国银泰投资有限公司合计持有的银泰黄金20.93%的股份，转让价格127.6亿元。8月，山东黄金完成对银泰黄金控制权的收购，叠加二级市场增持部分，目前合计持有银泰黄金6.41亿股股份，占总股本的23.09%。此外，公司所属甘肃金舜矿业于5月以8.66亿元成功竞得甘肃大桥金矿采矿权，储量估算基准日矿山保有矿体资源量矿石量967.97万吨，金金属量32.0吨，平均品位3.30克/吨；另保有低品位矿体矿石量1871.70万吨，金金属量20.2吨，平均品位1.08克/吨。

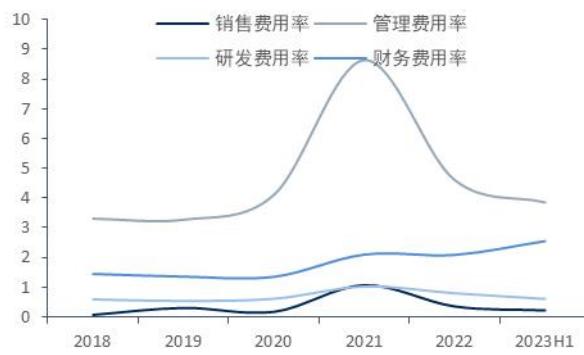
期间费用率下降。公司深入推进“全员、全岗位、全要素、全过程”的系统性降本增效工作，完善降本增效实施方案和考核体系。上半年，公司销售费用率、管理费用率分别下降0.12、1.43个百分点至0.22%、3.85%，管理费用减少主要因无形资产摊销减少。研发费用率、财务费用率分别上升0.02、0.87个百分点至0.60%、2.55%，财务费用增加主要因本期利息支出增加。

图7: 公司毛利率和净利率变化 (%)



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用率变化 (%)



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

投资建议：公司聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升。考虑到成本变化，我们下调原业绩预测，预计公司2023/24/25年营业收入530.3/551.0/600.0亿元（原预测534.6/551.0/600.0），年增速分别为5.4%/3.9%/8.9%；归母净利润23.7/30.2/44.3亿元（原预测27.4/32.6/47.5），年增速分别为89.8%/27.5%/46.9%，摊薄EPS分别为0.53/0.67/0.99元。当前股价对应PE为49.8/39.1/26.6x，维持“买入”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE			ROE (22A)	PB (LF)	投资评级	
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600547.SH	山东黄金	26.34	1,076.73	0.28	0.53	0.67	0.99	94.58	49.82	39.08	26.60	4.01	5.07	买入
600489.SH	中金黄金	11.00	533.20	0.44	0.61	0.68	0.73	25.19	17.92	16.16	15.11	7.04	2.17	买入
600988.SH	赤峰黄金	15.38	255.91	0.27	0.47	0.60	0.72	56.73	32.38	25.68	21.39	9.20	4.54	买入

资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	5008	9634	16128	14879	15341	营业收入	33935	50306	53034	55098	60000
应收款项	2679	2894	2906	3019	3288	营业成本	30351	43212	44660	45541	48106
存货净额	2984	4092	4140	4204	4437	营业税金及附加	633	822	849	882	960
其他流动资产	916	1895	2015	2094	2280	销售费用	361	176	212	220	240
流动资产合计	14268	21475	28149	27155	28305	管理费用	2930	2316	2366	2428	2575
固定资产	31467	36833	38853	40670	42275	研发费用	346	400	424	441	480
无形资产及其他	19336	19373	18598	17823	17048	财务费用	711	1047	1068	1148	1062
投资性房地产	11283	11051	11051	11051	11051	投资收益	728	78	70	70	70
长期股权投资	1954	1989	1989	1989	1989	资产减值及公允价值变动	(582)	208	100	100	100
资产总计	78308	90722	98640	98688	100669	其他收入	155	(100)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	7435	7262	14000	12000	10000	营业利润	68	2102	3625	4608	6747
应付款项	4902	7193	7098	7206	7606	营业外净收支	(46)	(96)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	22650	20206	20241	20571	21740	利润总额	22	2006	3575	4558	6697
流动负债合计	34987	34661	41339	39777	39346	所得税费用	218	583	894	1140	1674
长期借款及应付债券	5340	13548	13548	13548	13548	少数股东损益	(2)	178	316	403	593
其他长期负债	6198	5816	5716	5616	5516	归属于母公司净利润	(194)	1246	2365	3015	4430
长期负债合计	11537	19365	19265	19165	19065	现金流量表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	46524	54025	60603	58942	58411	净利润	(194)	1246	2365	3015	4430
少数股东权益	2563	3819	3978	4179	4476	资产减值准备	(155)	(5)	0	0	0
股东权益	29220	32877	34060	35567	37782	折旧摊销	2456	3146	3107	3358	3570
负债和股东权益总计	78308	90722	98640	98688	100669	公允价值变动损失	(582)	208	100	100	100
						财务费用	711	1047	1068	1148	1062
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	11013	(2610)	(292)	84	781
每股收益	(0.04)	0.28	0.53	0.67	0.99	其它	141	(88)	158	202	296
每股红利	0.30	0.42	0.26	0.34	0.50	经营活动现金流	12679	1897	5438	6759	9177
每股净资产	6.53	7.35	7.61	7.95	8.45	资本开支	0	(7519)	(4500)	(4500)	(4500)
ROIC	19%	5%	6%	8%	11%	其它投资现金流	377	(278)	0	0	0
ROE	-1%	4%	7%	8%	12%	投资活动现金流	(548)	(7833)	(4500)	(4500)	(4500)
毛利率	11%	14%	16%	17%	20%	权益性融资	(13)	6235	0	0	0
EBIT Margin	-2%	7%	9%	10%	13%	负债净变化	4662	8209	0	0	0
EBITDA Margin	5%	13%	14%	16%	19%	支付股利、利息	(1353)	(1901)	(1183)	(1508)	(2215)
收入增长	-47%	48%	5%	4%	9%	其它融资现金流	(17020)	(8288)	6738	(2000)	(2000)
净利润增长率	-109%	-743%	90%	27%	47%	融资活动现金流	(10414)	10562	5556	(3508)	(4215)
资产负债率	63%	64%	65%	64%	62%	现金净变动	1717	4627	6493	(1249)	462
股息率	1.1%	1.6%	1.0%	1.3%	1.9%	货币资金的期初余额	3291	5008	9634	16128	14879
P/E	(608.4)	94.6	49.8	39.1	26.6	货币资金的期末余额	5008	9634	16128	14879	15341
P/B	4.0	3.6	3.5	3.3	3.1	企业自由现金流	0	(4585)	1707	3132	5580
EV/EBITDA	92.9	26.3	23.4	19.8	15.7	权益自由现金流	0	(4664)	7644	271	2784

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032