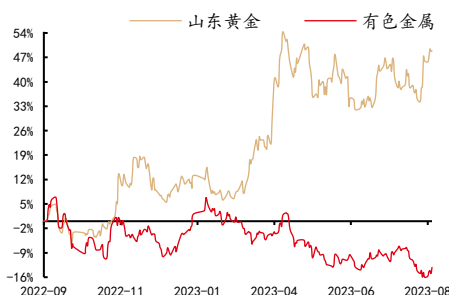


股票投资评级

买入 | 维持

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)	26.25
总股本/流通股本(亿股)	44.73 / 36.14
总市值/流通市值(亿元)	1,174 / 949
52 周内最高/最低价	27.29 / 16.60
资产负债率(%)	59.6%
市盈率	131.25
第一大股东	山东黄金集团有限公司

研究所

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

山东黄金(600547)

业绩增长态势良好，打造胶东世界级黄金基地

● 公司发布 2023 年中报，业绩增长态势良好

受益于金价上行，公司业绩增长态势良好。2023 年 8 月 29 日，山东黄金发布 2023 年中报。2023 年上半年，公司实现营收 274.25 亿元，同比下降 8.05%；实现归母净利润 8.8 亿元，同比增长 58.26%；实现扣非归母净利润 8.82 亿元，同比增长 44.42%；其中，第二季度公司实现营业收入 143.27 亿元，同比下降 12.35%；实现归母净利润 4.41 亿元，同比增长 83%；实现扣非归母净利润 4.42 亿元，同比增长 62.25%。

金价上行带动利润高增，产量保持行业领先地位。2023 年上半年，国内金价震荡攀升创新高，上探至 457.50 元/克，收于每克 448.6 元/克，较上年度收盘价上涨 9.46%。上半年，公司矿产金产量为 19.57 吨，同比下降 7.46%，占全国总产量的 13.98%。

● 期间费用下降，降本增效成果显著

2023 年上半年，公司销售费用 0.59 亿元，同比下降 41.38%，系上半年子公司销售佣金减少所致；管理费用 10.56 亿元，同比下降 32.92%；财务费用 6.98 亿元，同比增加 39.83%。三费总费用率为 6.61%，同比下降 0.68 个 pct。其中，Q2 总费用率为 6.10%，同比下降 1.11 个 pct。

● 并购与探矿双向发力，资源储量进一步提升

1) 2023 年 5 月，公司旗下甘肃金舜矿业有限责任公司成功竞得甘肃大桥金矿采矿权，矿区保有金金属量 31.98 吨，平均品位 3.30 克/吨，伴生银金属量 68.28 吨，平均品位 7.05 克/吨；另保有低品位矿体金金属量 20267 千克，平均品位 1.08 克/吨，伴生银金属量 69350 千克，平均品位 3.71 克/吨。2) 2023 年 8 月，山东黄金集团于西岭村金矿探获新增金金属量约 209.606 吨，探矿权范围内累计金金属量增至 592.186 吨，是目前为止国内探获的最大单体金矿床，集团承诺将西岭金矿探矿权按照程序注入公司。3) 焦家金矿、金洲公司、玲珑金矿、三山岛金矿通过探矿分别新增金金属量 3.58 吨、2.5 吨、1.85 吨和 1.07 吨。

● 盈利预测

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 579.67/637.43/686.77 亿元，分别同比增长 15.23%/9.96%/7.74% (23E 下调、24-25E 上调)；归母净利润分别为 23.65/28.12/34.99 亿元 (23-25E 利润预测上调)，分别同比增长 89.86%/18.87%/24.43%，对应 EPS 分别为 0.53/0.63/0.78 元。

以 2023 年 9 月 1 日收盘价 26.25 为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 49.64/41.76/33.56 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济不及预期；美联储货币政策超预期；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	57967	63743	68677
增长率(%)	48.24	15.23	9.96	7.74
EBITDA（百万元）	6530.55	4565.56	5462.34	5981.46
归属母公司净利润（百万元）	1245.86	2365.44	2811.86	3498.84
增长率(%)	743.23	89.86	18.87	24.43
EPS（元/股）	0.28	0.53	0.63	0.78
市盈率（P/E）	94.25	49.64	41.76	33.56
市净率（P/B）	3.57	3.33	3.08	2.82
EV/EBITDA	14.86	28.14	22.63	20.26

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
利润表					成长能力				
营业收入	50306	57967	63743	68677	营业收入	48.2%	15.2%	10.0%	7.7%
营业成本	43212	49562	54373	58444	营业利润	2,969.6%	56.4%	17.6%	24.2%
税金及附加	822	976	1057	1139	归属于母公司净利润	743.2%	89.9%	18.9%	24.4%
销售费用	176	150	165	178	获利能力				
管理费用	2316	2345	2321	2532	毛利率	14.1%	14.5%	14.7%	14.9%
研发费用	400	515	566	610	净利率	2.5%	4.1%	4.4%	5.1%
财务费用	1047	1384	1680	1275	ROE	3.8%	6.7%	7.4%	8.4%
资产减值损失	-1	0	0	0	ROIC	4.0%	3.6%	4.9%	6.2%
营业利润	2102	3288	3865	4801	偿债能力				
营业外收入	11	14	16	13	资产负债率	59.6%	70.2%	66.5%	59.7%
营业外支出	107	119	98	108	流动比率	0.62	1.54	1.17	0.90
利润总额	2006	3182	3783	4707	营运能力				
所得税	583	795	946	1177	应收账款周转率	387.83	362.95	337.94	339.06
净利润	1423	2386	2837	3530	存货周转率	14.22	14.08	13.93	13.36
归母净利润	1246	2365	2812	3499	总资产周转率	0.60	0.52	0.50	0.58
每股收益(元)	0.28	0.53	0.63	0.78	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.28	0.53	0.63	0.78
货币资金	9634	44321	36210	23621	每股净资产	7.35	7.89	8.52	9.30
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	199	229	250	PE	94.25	49.64	41.76	33.56
预付款项	824	1149	1041	1196	PB	3.57	3.33	3.08	2.82
存货	4092	4140	5012	5268	现金流量表				
流动资产合计	21475	56212	50140	37831	净利润	1423	2386	2837	3530
固定资产	30712	30712	30712	30712	折旧和摊销	3251	0	0	0
在建工程	6121	6121	6121	6121	营运资本变动	-2249	3477	2053	-1119
无形资产	19373	19373	19373	19373	其他	546	1372	1508	1095
非流动资产合计	69246	75010	75010	75010	经营活动现金流净额	2972	7236	6397	3506
资产总计	90722	131222	125150	112841	资本开支	-4005	16	53	51
短期借款	6614	5114	7114	7114	其他	-1246	-5656	119	128
应付票据及应付账款	7193	7213	8582	9153	投资活动现金流净额	-5251	-5640	172	179
其他流动负债	20853	24293	27015	25605	股权融资	6235	129	0	0
流动负债合计	34661	36619	42710	41872	债务融资	8040	34425	-13000	-15000
其他	19365	55474	40474	25474	其他	-8813	-1482	-1680	-1275
非流动负债合计	19365	55474	40474	25474	筹资活动现金流净额	5462	33072	-14680	-16275
负债合计	54025	92094	83184	67346	现金及现金等价物净增加额	3228	34686	-8111	-12589
股本	4473	4473	4473	4473					
资本公积金	4370	4499	4499	4499					
未分配利润	12912	14628	17018	19992					
少数股东权益	3819	3840	3866	3897					
其他	11122	11687	12109	12634					
所有者权益合计	36696	39128	41965	45495					
负债和所有者权益总计	90722	131222	125150	112841					

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的目前已公开的信息，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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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