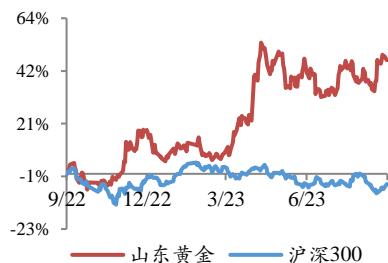


半年报业绩高增，加速推进优质资源整合

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-05

收盘价（元）	25.94
近 12 个月最高/最低（元）	27.22/16.55
总股本（百万股）	4,473
流通股本（百万股）	3,614
流通股比例（%）	80.80
总市值（亿元）	1,160
流通市值（亿元）	938

公司价格与沪深 300 走势比较

分析师：许勇其

执业证书号: S0010522080002

邮箱: xuqy@hazq.com

主要观点：

- **事件：**山东黄金发布 2023 年半年报 公司 23H1 收入 274.25 亿元，同比-8.05%，归母净利润 8.8 亿元，同比+58.26%。其中单 Q2 收入 143.27 亿元，同比-12.35%，环比+9.4%，归母净利润 4.41 亿元，同比+83%，环比+0.5%。
- **受益于金价上行，半年报业绩高增。**公司 23H1 完成矿产金产量 19.57 万吨（上年同期为 21.15 万吨），占全国矿产金的 13.98%。23H1 黄金价格上涨，国际现货金价较 2022 年收盘上涨 5.3%，上海黄金交易所 AU(T+D)合约较上年度收盘价上涨约 9.5%。
- **持续推进降本增效，利润率同比提升。**公司 23H1 实现毛利率 13.99%，同比+0.79pct，实现净利率 3.68%，同比+1.65pcts，单 Q2 实现毛利率 13.52%，同比+0.31pct，净利率 3.52%，同比+2pcts。公司 23H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.22%/3.85%/0.6%/2.55%，同比分别 -0.12/-1.43/+0.02/+0.88pct，销售及管理费用率明显下降，凸显公司深入推进降本增效的成果。
- **加速优质资源整合，内生+外延驱动增长。**公司持续探矿增储，23H1 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 3.58/2.5/1.85/1.07 吨。新增产能方面，三山岛副井工程井筒掘进累计完成 1035 米，完成井筒设计深度的 54%；加纳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，场平工作即将完成，矿山辅助工程按计划正常推进；公司 5 月成功竞得甘肃大桥采矿权；7-8 月完成对银泰黄金的控制权收购，后续增加部分矿产金产量。根据公司 5 月公告，山东省自然资源厅初步认定西岭探矿权范围内新增金金属量约 200 吨，累计金金属量约 580 吨，后续西岭项目有望注入山东黄金。

● 投资建议

公司是国内黄金行业头部企业，黄金产量保持行业领先地位，在黄金行业内加速资源整合，目前收购项目进展顺利，后续有望持续贡献业绩增量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 22.2/26.6/32.1 亿元（前值为 2023-2024 年归母净利润 17.6/25.8 亿元，基于公司新增产能有序释放上调盈利预期），对应 PE 分别为 52/43/36 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

项目进展不及预期；黄金价格大幅波动；宏观经济风险等。

相关报告

1. 矿山生产恢复正常，世界级黄金基地规划稳步推进 2022-11-02

主要财务指标	单位:百万元			
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	50306	57733	62391	67858
收入同比 (%)	48.2%	14.8%	8.1%	8.8%
归属母公司净利润	1246	2216	2663	3211
净利润同比 (%)	743.2%	77.9%	20.2%	20.6%
毛利率 (%)	14.1%	15.4%	15.3%	14.4%
ROE (%)	3.8%	6.3%	7.0%	7.8%
每股收益 (元)	0.20	0.50	0.60	0.72
P/E	95.80	52.13	43.38	35.97
P/B	2.61	3.29	3.06	2.82
EV/EBITDA	14.86	16.51	14.18	12.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				单位:百万元	利润表				单位:百万元
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	21475	16172	15194	14759	营业收入	50306	57733	62391	67858
现金	9634	3279	1351	105	营业成本	43212	48858	52826	58101
应收账款	141	174	188	202	营业税金及附加	822	925	1034	1109
其他应收款	2699	3271	3668	3883	销售费用	176	322	358	204
预付账款	824	1000	1010	1137	管理费用	2316	3385	3120	2714
存货	4092	4384	4903	5351	财务费用	1047	504	768	854
其他流动资产	4084	4064	4073	4081	资产减值损失	-1	-181	-168	-145
非流动资产	69246	81365	87537	93007	公允价值变动收益	-209	0	0	0
长期投资	1989	2162	2264	2379	投资净收益	78	459	504	611
固定资产	30712	32954	35018	36777	营业利润	2102	3646	4211	4889
无形资产	19373	22321	25286	27757	营业外收入	11	11	13	12
其他非流动资产	17173	23928	24969	26095	营业外支出	107	140	30	0
资产总计	90722	97537	102731	107767	利润总额	2006	3517	4194	4901
流动负债	34661	38859	41117	42624	所得税	583	1055	1258	1372
短期借款	6614	7121	7304	7703	净利润	1423	2462	2936	3529
应付账款	3841	4188	4740	5127	少数股东损益	178	246	273	318
其他流动负债	24205	27550	29074	29794	归属母公司净利润	1246	2216	2663	3211
非流动负债	19365	19474	19474	19474	EBITDA	6531	8093	9575	10737
长期借款	13548	13548	13548	13548	EPS (元)	0.20	0.50	0.60	0.72
其他非流动负债	5816	5926	5926	5926					
负债合计	54025	58333	60592	62098					
少数股东权益	3819	4066	4339	4656					
股本	4473	4473	4473	4473					
资本公积	4370	4499	4499	4499					
留存收益	24034	26166	28829	32040					
归属母公司股东权	32877	35138	37801	41012					
负债和股东权益	90722	97537	102731	107767					
现金流量表					单位:百万元	主要财务比率			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2972	10013	9167	9158	成长能力				
净利润	1423	2462	2936	3529	营业收入	48.2%	14.8%	8.1%	8.8%
折旧摊销	3251	4071	4613	4982	营业利润	2969.6%	73.5%	15.5%	16.1%
财务费用	720	889	900	908	归属于母公司净利	743.2%	77.9%	20.2%	20.6%
投资损失	-24	-459	-504	-611	获利能力				
营运资金变动	-2249	2708	1126	297	毛利率 (%)	14.1%	15.4%	15.3%	14.4%
其他经营现金流	3523	96	1907	3284	净利率 (%)	2.5%	3.8%	4.3%	4.7%
投资活动现金流	-5251	-15960	-10378	-9894	ROE (%)	3.8%	6.3%	7.0%	7.8%
资本支出	-4005	-10501	-10800	-10406	ROIC (%)	4.0%	4.6%	5.5%	6.1%
长期投资	-134	-155	-82	-99	偿债能力				
其他投资现金流	-1112	-5304	504	611	资产负债率 (%)	59.6%	59.8%	59.0%	57.6%
筹资活动现金流	5462	-427	-716	-509	净负债比率 (%)	147.2%	148.8%	143.8%	136.0%
短期借款	831	507	183	399	流动比率	0.62	0.42	0.37	0.35
长期借款	8209	0	0	0	速动比率	0.45	0.25	0.20	0.17
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-1198	129	0	0	总资产周转率	0.60	0.61	0.62	0.64
其他筹资现金流	-2379	-1063	-900	-908	应收账款周转率	387.83	366.69	344.54	347.33
现金净增加额	3228	-6356	-1927	-1246	应付账款周转率	12.38	12.17	11.83	11.78
					每股指标(元)				
					每股收益	0.20	0.50	0.60	0.72
					每股经营现金流薄)	0.66	2.24	2.05	2.05
					每股净资产	7.35	7.85	8.45	9.17
					估值比率				
					P/E	95.80	52.13	43.38	35.97
					P/B	2.61	3.29	3.06	2.82
					EV/EBITDA	14.86	16.51	14.18	12.79

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：许勇其，金属&新材料行业首席分析师，毕业于中南大学，历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监，拥有 16 年产业（江铜套保）及金属期货行业投研经历，屡次获得证券时报年度最佳金属分析师，上期所最佳有色金属分析师团队等奖项。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参阅。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。