

业绩同比大幅增长，增储、并购收获丰富

2023 年 09 月 07 日

► **公司公布 2023 年中报:**2023H1,公司实现营收 274.25 亿元,同比-8.05%,归母净利润 8.80 亿元,同比+58.26%,扣非归母净利润 8.82 亿元,同比+44.42%。Q2 单季度实现营收 143.27 亿元,同比-12.35%,环比+9.38%,归母净利润 4.41 亿元,同比+83%,环比+0.48%,扣非归母净利润 4.42 亿元,同比+62.25%,环比+0.67%。

► **金价上行带动业绩高增，毛利率同比提升。**2023H1 公司自产金/外购金/小金条业务的营收分别为 72.64/136.07/59.20 亿元,同比变化-8.23%/-4.32%/+88.77%,毛利率分别为 46.83%/1.35%/0.67%,同比变化+1.18%/+0.89%/+0.46pct。上半年受海外银行业危机,全球央行购金等因素影响,上海黄金现货均价较去年同期上涨 11%,价格上涨拉动公司盈利能力提升,H1 公司整体毛利率为 13.99%,同比+0.79pct。

► **期间费用率下滑，降本增效显现。**2023H1 公司期间费用率为 6.61%，同比下滑 0.68pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.22%/3.85%/0.60%/2.55%，同比变化-0.12%/-1.43%/0.02%/0.87pct。H1 管理费用为 10.56 亿元,同比-32.92%，主要因为本期无形资产摊销减少所致。上半年公司科学谋划、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,降本增效成果显现。

► **产量符合目标指引，在建项目加速推进。**H1 公司矿产金产量 19.57 吨,较去年同期略下降 7.46%，根据公司指引 2023 年黄金产量不低于 39.64 吨,上半年完成率为 49.4%，符合预期,继续保持在行业第一梯队。H1 公司全力提速重点项目建设,三山岛副井工程井筒掘进累计已完成设计深度的 54%，焦家金矿明混合井等工程进展顺利,加纳卡蒂诺项目选厂设计工作持续进行,长周期设备已全部完成采购,矿山辅助工程按计划正常推进。

► **并购、增储双收获，进一步增强公司成长潜力。**H1 公司持续发力探矿增储,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属量 3.58/2.5/1.85/1.07 吨。2023 年 8 月公司公告集团旗下的西岭金矿探获新增金属量约 209.61 吨,累计资源量增至 592.19 吨,资源丰厚,后续有望按照程序注入公司。外延方面,公司控股银泰黄金、收购甘肃大桥金矿采矿权,不断扩张国内黄金资源布局,为公司未来的成长性带来优质资源储备。

► **盈利预测与投资建议:**公司掌握优质金矿资源,业绩将充分受益于贵金属价格的上行,考虑到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 9 月 7 日收盘价计算,对应 PE 为 50/39/32 倍,维持“推荐”评级。

风险提示:产品价格波动风险,安全环保管理风险,资源获取风险。

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 9 月 7 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

25.55 元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书: S0100522080006

邮箱: zhangjianye@mszq.com

相关研究

1.山东黄金 (600547.SH) 2023 年中报业绩预告点评: 业绩同比增长, 黄金龙头坐享金价弹性-2023/07/18

2.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

3.山东黄金深度报告: 黄金龙头, 乘金价上行东风-2023/03/15

4.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总

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	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	92	50	39	32
PB	3.5	3.3	3.0	2.8
EV/EBITDA	19.24	15.16	12.60	10.76
股息收益率 (%)	0.27	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
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收到任何形式的补偿。

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。	公司评级	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