



山东黄金 (600547.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

降本推动业绩环增，自产金增量可期

事件

10月27日公司公布23三季报，1-3Q23实现营收413.23亿元，同比+3.75%；归母净利13.45亿元，同比+94.12%；扣非归母净利12.80亿元，同比+69.21%。3Q23实现营收138.98亿元，环比-2.99%；归母净利4.65亿元，环比+5.54%；扣非归母净利3.98亿元，环比-10.07%。

点评

成本下行推动Q3业绩增长。3Q23上海黄金交易所黄金9995均价459.49元/克，环比+2.77%，同期公司自产金产量10.14吨，环比-0.44%，1-3Q公司自产金/外购金/小金条产量分别为29.71/41.40/22.25吨，同比分别-1.97%/-1.27%/+23.85%。Q3公司营收环比-2.99%至138.98亿元，同期营业成本环比-7.40%至114.72亿元，推动毛利率环比+25.21%至24.26%，综合毛利率环比提升3.94个百分点至17.46%，净利率环比提升1.16个百分点至4.68%。Q3公司信用减值损失0.03亿元，环比增加0.32亿元；投资收益1.39亿元，环比增加3.10亿元，导致扣非归母净利环比-10.07%至3.98亿元。

现金流状况显著好转，资本结构优化。Q3公司经营活动产生现金净流入36.45亿元，环比大幅增长605.77%，经营性现金流状况明显好转。9月底公司资产负债率60.68%，相比6月底的62.62%降低1.92个百分点，资本结构得到优化。

自产金产量增长可期，控股银泰黄金实现协同效应。焦家金矿进行资源整合，三山岛金矿、玲珑金矿扩界扩能工程推进，将实现黄金资源储量的持续增长，为自产金产量提升奠定基础。公司受让银泰黄金股权交割完成，成为银泰黄金控股股东，银泰黄金下属矿山与公司金矿地理区域不重叠，银泰黄金的矿山可弥补公司国内资源分布的缺口，弱化地域性政策对于生产的冲击，并可与公司形成协同效应，巩固公司行业地位和核心竞争力。

盈利预测&投资建议

预计公司23-25年营收分别为572/609/640亿元，归母净利润分别为24.65/30.38/39.07亿元，EPS分别为0.55/0.68/0.87元，对应PE分别为44.83/36.37/28.28倍。维持“买入”评级。

风险提示

黄金价格波动风险；项目建设及产量释放不及预期；安全环保管理风险。

金属材料组

分析师：李超 (执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋 (执业S1130523070004)

songyang@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：24.70元

相关报告：

1.《山东黄金战略发展交流会20230915》，2023.9.17

2.《山东黄金公司深度研究：黄金龙头迎风启航》，2023.9.13



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,935	50,306	57,180	60,851	64,010
营业收入增长率	-46.70%	48.24%	13.66%	6.42%	5.19%
归母净利润(百万元)	-194	1,246	2,465	3,038	3,907
归母净利润增长率	-108.58%	-743.23%	97.85%	23.24%	28.61%
摊薄每股收益(元)	-0.04	0.28	0.55	0.68	0.87
每股经营性现金流净额	0.41	0.66	1.92	2.03	2.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	-0.66%	3.79%	9.91%	11.12%	12.78%
P/E	-434.67	68.80	44.83	36.37	28.28
P/B	2.88	2.61	4.44	4.04	3.61

来源：公司年报、国金证券研究所


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	63,664	33,935	50,306	57,180	60,851	64,010
增长率	-46.7%	48.2%	13.7%	6.4%	5.2%	
主营业务成本	-55,817	-30,351	-43,212	-48,159	-50,274	-51,990
%销售收入	87.7%	89.4%	85.9%	84.2%	82.6%	81.2%
毛利	7,847	3,584	7,094	9,021	10,577	12,020
%销售收入	12.3%	10.6%	14.1%	15.8%	17.4%	18.8%
营业税金及附加	-606	-633	-822	-915	-974	-1,024
%销售收入	1.0%	1.9%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	-107	-361	-176	-177	-189	-198
%销售收入	0.2%	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-2,554	-2,930	-2,316	-2,459	-2,617	-2,752
%销售收入	4.0%	8.6%	4.6%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	-388	-346	-400	-457	-487	-512
%销售收入	0.6%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	4,192	-686	3,380	5,012	6,312	7,533
%销售收入	6.6%	n.a	6.7%	8.8%	10.4%	11.8%
财务费用	-856	-711	-1,047	-1,688	-2,221	-2,250
%销售收入	1.3%	2.1%	2.1%	3.0%	3.6%	3.5%
资产减值损失	-199	-3	-127	-35	-30	-30
公允价值变动收益	393	576	-209	0	0	0
投资收益	10	728	78	380	450	500
%税前利润	0.3%	3243%	3.9%	10.4%	10.0%	8.7%
营业利润	3,567	68	2,102	3,669	4,511	5,753
营业利润率	5.6%	0.2%	4.2%	6.4%	7.4%	9.0%
营业外收支	-175	-46	-96	0	0	0
税前利润	3,392	22	2,006	3,669	4,511	5,753
利润率	5.3%	0.1%	4.0%	6.4%	7.4%	9.0%
所得税	-850	-218	-583	-954	-1,173	-1,496
所得税率	25.1%	970.0%	29.1%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	2,541	-195	1,423	2,715	3,338	4,257
少数股东损益	284	-2	178	250	300	350
归属于母公司的净利润	2,257	-194	1,246	2,465	3,038	3,907
净利率	3.5%	n.a	2.5%	4.3%	5.0%	6.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,541	-195	1,423	2,715	3,338	4,257
少数股东损益	284	-2	178	250	300	350
非现金支出	2,808	2,513	3,378	3,064	3,381	3,704
非经营收益	1,056	-613	419	1,593	1,935	1,915
营运资金变动	-596	118	-2,249	1,211	406	398
经营活动现金净流	5,810	1,822	2,972	8,583	9,061	10,274
资本开支	-4,766	-3,404	-4,005	-12,567	-7,515	-7,515
投资	-3,102	756	-134	-200	0	0
其他	-176	41	-1,112	380	450	500
投资活动现金净流	-8,044	-2,607	-5,251	-12,387	-7,065	-7,015
股权募资	4,066	2,250	6,235	-9,938	0	0
债权募资	4,259	3,404	8,040	14,566	839	139
其他	-6,043	-3,513	-8,813	-2,402	-2,967	-3,087
筹资活动现金净流	2,282	2,141	5,462	2,226	-2,128	-2,948
现金净流量	13	1,343	3,228	-1,578	-132	311

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,291	5,008	9,634	8,017	7,856	8,147
应收账款	1,810	2,688	2,903	3,517	3,743	3,937
存货	2,550	2,984	4,092	4,618	4,821	4,985
其他流动资产	5,526	3,589	4,846	5,123	5,165	5,200
流动资产	13,177	14,268	21,475	21,275	21,585	22,269
%总资产	20.6%	18.2%	23.7%	21.3%	20.7%	20.4%
长期投资	6,833	7,800	7,333	7,333	7,333	7,333
固定资产	28,527	31,467	36,833	41,207	45,260	48,993
%总资产	44.7%	40.2%	40.6%	41.2%	43.3%	45.0%
无形资产	13,266	22,463	22,572	22,691	22,784	22,873
非流动资产	50,683	64,039	69,246	78,766	82,900	86,712
%总资产	79.4%	81.8%	76.3%	78.7%	79.3%	79.6%
资产总计	63,859	78,308	90,722	100,041	104,485	108,980
短期借款	8,324	7,435	7,262	16,929	17,768	17,906
应付账款	6,040	14,500	12,120	14,388	15,028	15,549
其他流动负债	11,189	13,052	15,279	15,178	15,350	15,564
流动负债	25,552	34,987	34,661	46,496	48,146	49,019
长期贷款	678	5,340	13,548	18,429	18,429	18,429
其他长期负债	5,977	6,198	5,816	6,174	6,211	6,247
负债	32,207	46,524	54,025	71,099	72,786	73,695
普通股股东权益	28,760	29,220	32,877	24,873	27,329	30,565
其中：股本	4,314	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473
未分配利润	13,544	12,393	12,912	14,885	17,341	20,577
少数股东权益	2,893	2,563	3,819	4,069	4,369	4,719
负债股东权益合计	63,859	78,308	90,722	100,041	104,485	108,980

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.523	-0.043	0.279	0.551	0.679	0.873
每股净资产	6.667	6.532	7.349	5.560	6.109	6.833
每股经营现金净流	1.347	0.407	0.664	1.919	2.025	2.297
每股股利	0.050	0.050	0.070	0.110	0.130	0.150
回报率						
净资产收益率	7.85%	-0.66%	3.79%	9.91%	11.12%	12.78%
总资产收益率	3.53%	-0.25%	1.37%	2.46%	2.91%	3.58%
投入资本收益率	6.95%	12.22%	3.92%	5.45%	6.51%	7.39%
增长率						
主营业务收入增长率	1.65%	-46.70%	48.24%	13.66%	6.42%	5.19%
EBIT 增长率	43.35%	-116.36%	-592.90%	48.30%	25.92%	19.35%
净利润增长率	75.05%	-108.58%	-743.23%	97.85%	23.24%	28.61%
总资产增长率	9.81%	22.62%	15.85%	10.27%	4.44%	4.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.3	1.5	0.9	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	20.2	33.3	29.9	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	14.1	32.7	29.5	33.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	137.1	288.6	222.8	204.9	198.9	193.3
偿债能力						
净负债/股东权益	11.54%	16.00%	22.39%	84.24%	80.07%	71.50%
EBIT 利息保障倍数	4.9	-1.0	3.2	3.0	2.8	3.3
资产负债率	50.43%	59.41%	59.55%	71.07%	69.66%	67.62%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-09-13	买入	26.03	30.25~30.25

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究