



山东黄金 (600547.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

拟收购西岭金矿，黄金资源再获提升

事件

1月26日，公司发布关于收购西岭金矿探矿权暨关联交易的公告，公司拟收购控股股东山东黄金集团全资子公司山东黄金地质矿产勘查有限公司所持有的山东省莱州市西岭村金矿勘探探矿权，标的矿权的转让价款共计人民币103.34亿元，西岭金矿探矿权评审备案黄金资源量592.19吨，评估利用可采黄金储量443.98吨。

点评

收购巨型金矿，黄金资源总量大幅提升。西岭金矿为目前为止国内探获的最大（世界级巨型）单体金矿床，探矿权范围内经评审备案资源量金矿石量14,727.87万吨、Au金属量592.19吨、Au平均品位4.02克/吨；伴生（推断）资源量Ag金属量590.85吨；伴生纯S量361.71万吨。另有尚难利用金矿石量111.22万吨、Au金属量4.39吨、Au平均品位3.95克/吨。评估利用可采储量金矿石量10,353.86万吨、Au金属量443.98吨、Au平均品位4.29克/吨。截至2022年底，公司黄金资源量1431.4吨、黄金储量565.18吨，西岭金矿收购完成后公司黄金储备将大幅增厚。

规划资源整合，提升自产金产量。收购完成后，西岭金矿探矿权将与公司全资子公司三山岛金矿现有矿权整合为新的采矿权并统一开发利用，2022年三山岛金矿矿产金产量5.46吨。根据西岭金矿探矿权评估报告，规划生产规模为330万吨/年，正常生产年份黄金产量13.386吨。西岭金矿和三山岛金矿整合完成后，将显著提升公司矿产金产量，增厚公司利润，巩固行业龙头地位。

吨金资源量收购价格0.17亿元，具有较高性价比。西岭金矿探矿权转让价款共103.34亿元，仅考虑592.19吨黄金资源量，吨金资源量收购价格为0.17亿元，若考虑到伴生的白银、硫等资源，吨金资源量收购价格更低。对比其他黄金公司近几年并购项目吨金资源量收购价格范围0.12-0.55亿元，公司2021年以来其他并购项目平均吨金资源量价格约0.27亿元，历史上黄金价格较高或上涨时期时期公司其他并购项目平均吨金资源量价格约0.29亿元，本次收购具有较高性价比。

盈利预测&投资建议

预计公司23-25年营收分别为602/704/738亿元，归母净利润分别为20.12/28.39/36.32亿元，EPS分别为0.45/0.63/0.81元，对应PE分别为45.90/32.53/25.42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：王钦扬（执业S1130523120001）

wangqinyang@gjzq.com.cn

市价（人民币）：20.64元

相关报告：

- 《山东黄金公司点评：降本推动业绩环增，自产金增量可期》，2023.10.29
- 《山东黄金战略发展交流会 20230915》，2023.9.17
- 《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	60,236	70,403	73,846
营业收入增长率	-46.70%	48.24%	19.74%	16.88%	4.89%
归母净利润(百万元)	-194	1,246	2,012	2,839	3,632
归母净利润增长率	-108.58%	-743.23%	61.47%	41.11%	27.95%
摊薄每股收益(元)	-0.04	0.28	0.45	0.63	0.81
每股经营性现金流净额	0.41	0.66	2.55	2.56	2.73
ROE(归属母公司)(摊薄)	-0.66%	3.79%	8.30%	10.80%	12.56%
P/E	-434.67	68.80	45.90	32.53	25.42
P/B	2.88	2.61	3.81	3.51	3.19

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	60,236	70,403	73,846
增长率		-46.7%	48.2%	19.7%	16.9%	4.9%
主营业务成本	-55,817	-30,351	-43,212	-50,511	-57,022	-58,824
%销售收入	87.7%	89.4%	85.9%	83.9%	81.0%	79.7%
毛利	7,847	3,584	7,094	9,725	13,381	15,023
%销售收入	12.3%	10.6%	14.1%	16.1%	19.0%	20.3%
营业税金及附加	-606	-633	-822	-1,054	-1,232	-1,292
%销售收入	1.0%	1.9%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%
销售费用	-107	-361	-176	-217	-253	-266
%销售收入	0.2%	1.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-2,554	-2,930	-2,316	-2,711	-3,168	-3,323
%销售收入	4.0%	8.6%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	-388	-346	-400	-482	-563	-591
%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	5,261	8,164	9,551
%销售收入	6.6%	n.a	6.7%	8.7%	11.6%	12.9%
财务费用	-856	-711	-1,047	-1,712	-2,315	-2,371
%销售收入	1.3%	2.1%	2.1%	2.8%	3.3%	3.2%
资产减值损失	-199	-3	-127	-147	-45	-34
公允价值变动收益	393	576	-209	80	80	80
投资收益	10	728	78	80	80	80
%税前利润	0.3%	3242.6%	3.9%	2.3%	1.4%	1.1%
营业利润	3,567	68	2,102	3,562	5,963	7,305
营业利润率	5.6%	0.2%	4.2%	5.9%	8.5%	9.9%
营业外收支	-175	-46	-96	-100	-100	-100
税前利润	3,392	22	2,006	3,462	5,863	7,205
利润率	5.3%	0.1%	4.0%	5.7%	8.3%	9.8%
所得税	-850	-218	-583	-900	-1,524	-1,873
所得税率	25.1%	970.0%	29.1%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	2,541	-195	1,423	2,562	4,339	5,332
少数股东损益	284	-2	178	550	1,500	1,700
归属于母公司的净利润	2,257	-194	1,246	2,012	2,839	3,632
净利率	3.5%	n.a	2.5%	3.3%	4.0%	4.9%

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	2,562	4,339	5,332
少数股东损益	284	-2	178	550	1,500	1,700
非现金支出	2,808	2,513	3,378	3,542	3,787	4,122
非经营收益	1,056	-613	419	1,871	2,234	2,224
营运资金变动	-596	118	-2,249	3,430	1,104	552
经营活动现金净流	5,810	1,822	2,972	11,405	11,464	12,231
资本开支	-4,766	-3,404	-4,005	-12,957	-7,915	-7,915
投资	-3,102	756	-134	-528	80	80
其他	-176	41	-1,112	80	80	80
投资活动现金净流	-8,044	-2,607	-5,251	-13,405	-7,755	-7,755
股权募资	4,066	2,250	6,235	-9,938	0	0
债权募资	4,259	3,404	8,040	13,280	625	-857
其他	-6,043	-3,513	-8,813	-2,539	-3,099	-3,268
筹资活动现金净流	2,282	2,141	5,462	804	-2,474	-4,125
现金净流量	13	1,343	3,228	-1,196	1,235	350

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	8,399	9,605	9,935
应收款项	1,810	2,688	2,903	3,708	4,334	4,546
存货	2,550	2,984	4,092	5,425	6,124	6,317
其他流动资产	5,526	3,589	4,846	4,918	5,515	5,542
流动资产	13,177	14,268	21,475	22,450	25,579	26,341
%总资产	20.6%	18.2%	23.7%	22.1%	23.5%	23.3%
长期投资	6,833	7,800	7,333	7,741	7,741	7,741
固定资产	28,527	31,467	36,833	41,042	44,912	48,441
%总资产	44.7%	40.2%	40.6%	40.4%	41.3%	42.8%
无形资产	13,266	22,463	22,572	22,779	22,964	23,143
非流动资产	50,683	64,039	69,246	79,097	83,140	86,837
%总资产	79.4%	81.8%	76.3%	77.9%	76.5%	76.7%
资产总计	63,859	78,308	90,722	101,547	108,719	113,178
短期借款	8,324	7,435	7,262	15,644	16,269	15,412
应付款项	6,040	14,500	12,120	17,291	19,540	20,168
其他流动负债	11,189	13,052	15,279	15,343	15,954	16,253
流动负债	25,552	34,987	34,661	48,278	51,763	51,833
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	6,229	6,383	6,424
负债	32,207	46,524	54,025	72,936	76,575	76,686
普通股股东权益	28,760	29,220	32,877	24,241	26,275	28,923
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	14,252	16,286	18,934
少数股东权益	2,893	2,563	3,819	4,369	5,869	7,569
负债股东权益合计	63,859	78,308	90,722	101,547	108,719	113,178

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.523	-0.043	0.279	0.450	0.635	0.812
每股净资产	6.667	6.532	7.349	5.419	5.873	6.465
每股经营现金净流	1.347	0.407	0.664	2.549	2.563	2.734
每股股利	0.050	0.050	0.070	0.150	0.180	0.220
回报率						
净资产收益率	7.85%	-0.66%	3.79%	8.30%	10.80%	12.56%
总资产收益率	3.53%	-0.25%	1.37%	1.98%	2.61%	3.21%
投入资本收益率	6.95%	12.22%	3.92%	5.86%	8.55%	9.53%
增长率						
主营业务收入增长率	1.65%	-46.70%	48.24%	19.74%	16.88%	4.89%
EBIT增长率	43.35%	-116.36%	-592.90%	55.66%	55.17%	16.99%
净利润增长率	75.05%	-108.58%	-743.23%	61.47%	41.11%	27.95%
总资产增长率	9.81%	22.62%	15.85%	11.93%	7.06%	4.10%
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	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	14.1	32.7	29.5	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	137.1	288.6	222.8	193.5	170.1	164.8
偿债能力						
净负债/股东权益	11.54%	16.00%	22.39%	79.39%	68.86%	57.40%
EBIT利息保障倍数	4.9	-1.0	3.2	3.1	3.5	4.0
资产负债率	50.43%	59.41%	59.55%	71.83%	70.43%	67.76%

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
2	2023-10-29	买入	24.70	N/A

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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