

山东黄金 (600547.SH)

金价上涨增厚公司利润，储量、产量有望持续提升

买入

核心观点

受益金价上涨，业绩大幅提升。2023年8月14日起公司对银泰黄金并表，全年实现营业收入592.75亿元，同比增长17.83%；矿产金业务毛利87.37亿元，同比增长32.81%；归属于上市公司股东的净利润23.28亿元，同比增长86.57%。公司矿产金单位售价达到451元/克，较2022年增加59元/克；单位营业成本230元/克，较2022年增加8元/克，金价上涨大幅增厚公司利润。

矿产产量小幅增加，远期有望持续提升。2023年，公司完成矿产金产量41.8吨，同比增加3.1吨；销量39.6吨，同比增加0.9吨。分矿山来看，增量主要来自银泰黄金并表增加2.5吨；玲珑金矿东风矿区复产增加0.8吨，贝拉德罗金矿采剥总量增加、难选冶矿石减少增加0.4吨。2024年，公司黄金产量计划是不低于47吨，公司将加快世界级黄金资源产业基地建设，加力提速加纳卡蒂诺项目建设，力争早建成早投产早见效。随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

资源为先，黄金储量有望大幅提升。公司不断扩大资源储备，提升资源品质，增强公司核心竞争力，强化企业资源优势。截至2023年底，公司具备黄金资源量1431吨，权益基准1283吨；黄金储量546吨，权益基准455吨。此外新控制银泰黄金保有金资源金属量157吨。西岭金矿是目前为止国内探获的最大单体金矿床，查明金金属量592吨，且为三山岛金矿体沿走向和倾向的延伸部位。公司正在办理西岭金矿探矿权转让的手续，转让价款103亿元，未来将进一步巩固公司在国内黄金行业的领先地位。

期间费用有所增加。公司持续深化降本增效，2023年销售费用同比下降16.6%。管理费用因并购银泰黄金同比增长8.2%。公司近年来扩张节奏加快，2023年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金91.8亿元，投资支付现金42.2亿元，取得子公司及其他营业单位支付现金净额101.9亿元，财务费用因融资额大幅增加同比增长49.3%。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

投资建议：公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升。我们预计公司2024/25/26年营业收入658.8/713.8/774.3亿元，年增速分别为11.1%/8.3%/8.5%；归母净利润40.0/55.8/73.2亿元，年增速分别为71.8%/39.4%/31.2%，摊薄EPS分别为0.89/1.25/1.64元。当前股价对应PE为29.3/21.0/16.0x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,306	59,275	65,880	71,380	77,430
(+/-%)	48.2%	17.8%	11.1%	8.3%	8.5%
归母净利润(百万元)	1246	2328	3998	5575	7315
(+/-%)	-743.2%	-86.8%	71.8%	39.4%	31.2%
每股收益(元)	0.28	0.52	0.89	1.25	1.64
EBIT Margin	6.7%	9.4%	12.8%	15.4%	17.8%
净资产收益率(ROE)	3.8%	7.0%	11.5%	15.1%	18.4%
市盈率(PE)	93.9	50.3	29.3	21.0	16.0
EV/EBITDA	26.2	20.9	16.1	13.0	10.9
市净率(PB)	3.56	3.54	3.37	3.17	2.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：冯思宇

010-88005314

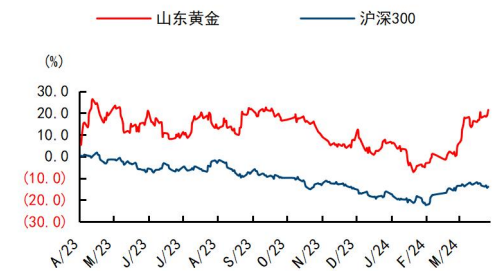
fengsiyu@guosen.com.cn

S0980519070001

基础数据

投资评级	合理估值	买入(维持)
收盘价		26.16元
总市值/流通市值		117025/117025百万元
52周最高价/最低价		27.60/19.63元
近3个月日均成交额		478.48百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

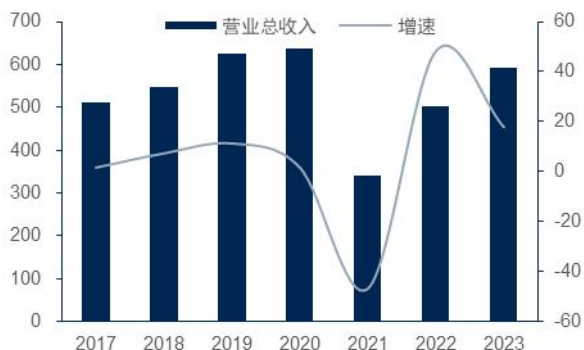
《山东黄金(600547.SH)——2023年三季度点评-重点项目稳步推进，单季利润持续提升》——2023-10-30

《山东黄金(600547.SH)——2023年中报点评-金价景气，业绩同比提升》——2023-08-31

《山东黄金(600547.SH)——资源为先，高增可期》——2023-05-16

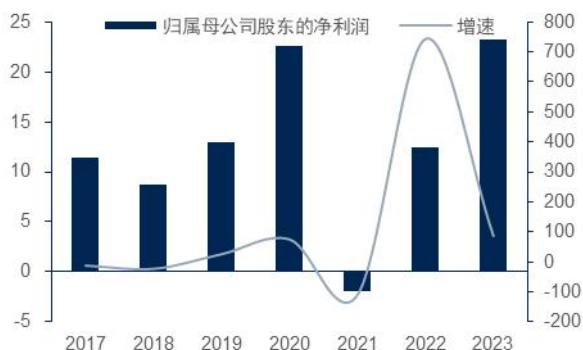
受益金价上涨，业绩大幅提升。2023年8月14日起公司对银泰黄金并表，全年实现营业收入592.75亿元，同比增长17.83%；矿产金业务毛利87.37亿元，同比增长32.81%；归属于上市公司股东的净利润23.28亿元，同比增长86.57%。公司矿产金单位售价达到451元/克，较2022年增加59元/克；单位营业成本230元/克，较2022年增加8元/克，金价上涨大幅增厚公司利润。四季度单季实现营业收入179.52亿元，环比增长29.17%；归属于上市公司股东的净利润9.83亿元，环比增长111.11%。

图1: 公司营业收入情况 (亿元, %)



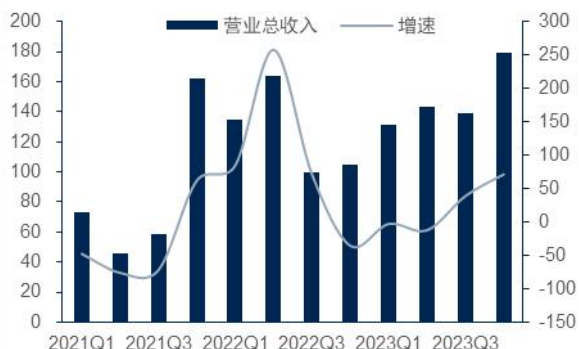
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润情况 (亿元, %)



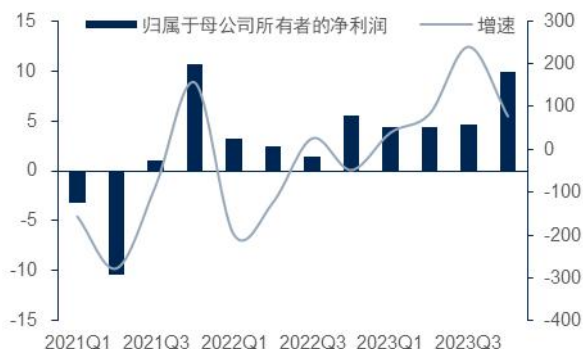
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图3: 公司单季营业收入 (亿元, %)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

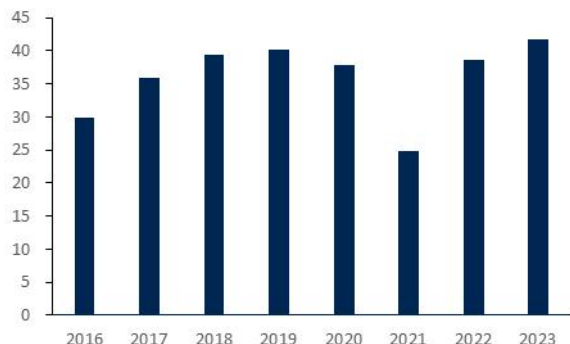
图4: 公司单季归母净利润 (亿元, %)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

矿产金产量小幅增加，远期有望持续提升。2023年，公司完成矿产金产量41.8吨，同比增加3.1吨；销量39.6吨，同比增加0.9吨。分矿山来看，增量主要来自银泰黄金并表增加2.5吨；玲珑金矿东风矿区复产增加0.8吨，贝拉德罗金矿采剥总量增加、难选冶矿石减少增加0.4吨。此外，三山岛金矿、西和中宝公司、金洲公司生产系统逐步优化，生产能力得到提升。2024年，公司黄金产量计划是不低于47吨，公司将加快世界级黄金资源产业基地建设，重点加快三山岛副井、盲服务井，焦家金矿朱郭李家主井、明混合井，新城金矿新主井粉矿回收井等工程进度，加力提速加纳卡蒂诺项目建设，力争早建成早投产早见效。突出抓好玲珑金矿玲珑矿区、东风矿区深部扩界、扩能，归来庄金矿扩界、扩能，莱西公司山后金矿扩界等工作，推动权证办理实现新突破。未来，随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

图5: 公司矿产金产量 (吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产金业务单位售价及单位成本 (元/克)

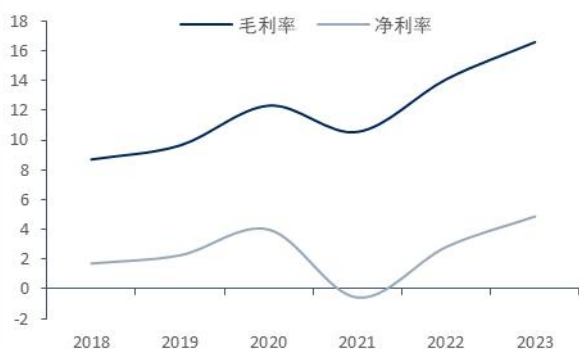


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

资源为先, 黄金储量有望大幅提升。公司始终坚持“资源为先, 效益为上, 创新为本”理念不动摇, 不断扩大资源储备, 提升资源品质, 增强公司核心竞争力, 强化企业资源优势。截至 2023 年底, 公司具备黄金资源量 1431 吨, 权益基准 1283 吨; 黄金储量 546 吨, 权益基准 455 吨。此外新控制银泰黄金保有探明+控制+推测金资源金属量 147 吨, 现阶段开采可行性较低的潜力资源量金金属量 10 吨, 合计金属量 157 吨。西岭金矿是目前为止国内探获的最大单体金矿床, 查明金金属量 592 吨, 资源储量丰富, 且相邻于三山岛金矿的东侧, 为三山岛金矿矿体沿走向和倾向的延伸部位。公司正在办理西岭金矿探矿权转让的手续, 转让价款 103 亿元, 未来将进一步巩固公司在国内黄金行业的领先地位。

期间费用有所增加。公司持续深化降本增效, 分解可控管理费用、两金压降等指标, 将降本增效向“资源创效、科技提效”等领域拓展。2023 年, 公司销售费用同比下降 16.6%, 销售费用率下降 0.1 个百分点; 管理费用因并购银泰黄金同比增长 8.2%, 管理费用率下降 0.4 个百分点。公司近年来扩张节奏加快, 2023 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付现金 91.8 亿元, 投资支付现金 42.2 亿元, 取得子公司及其他营业单位支付现金净额 101.9 亿元, 对应财务费用因融资额大幅增加同比增长 49.3%, 财务费用率上涨 0.6 个百分点。

图7: 公司毛利率和净利率变化 (%)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司期间费用率变化 (%)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 公司是行业龙头企业, 聚焦黄金主业, 多项扩能改造工程有序推进, 未来几年黄金产量有望大幅提升。我们预计公司 2024/25/26 年营业收入 658.8/713.8/774.3 亿元, 年增速分别为 11.1%/8.3%/8.5%; 归母净利润

40.0/55.8/73.2 亿元，年增速分别为 71.8%/39.4%/31.2%，摊薄 EPS 分别为 0.89/1.25/1.64 元。当前股价对应 PE 为 29.3/21.0/16.0x，维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (22A)	PB (LF)	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
600547.SH	山东黄金	26.16	1,069.24	0.28	0.52	0.89	1.25	93.93	50.27	29.27	20.99	4.01	5.06	买入
600489.SH	中金黄金	12.36	599.13	0.44	0.61	0.68	0.73	28.30	20.14	18.16	16.98	8.35	2.41	买入
600988.SH	赤峰黄金	14.86	247.26	0.27	0.47	0.60	0.72	54.81	31.29	24.81	20.66	9.20	4.38	买入
000975.SZ	银泰黄金	16.92	469.82	0.40	0.51	0.65	0.79	41.78	32.99	26.14	21.46	10.52	4.06	买入

资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9634	10224	8000	6000	8961	营业收入	50306	59275	65880	71380	77430
应收款项	2894	3871	3610	3911	4243	营业成本	43212	49437	52826	55466	58370
存货净额	4092	8848	7002	7333	7710	营业税金及附加	822	1136	1252	1356	1471
其他流动资产	1895	1780	2108	2284	2478	销售费用	176	147	198	214	232
流动资产合计	21475	28632	24630	23437	27301	管理费用	2316	2506	2665	2797	2942
固定资产	36833	50166	54997	59504	60745	研发费用	400	487	527	571	619
无形资产及其他	19373	32522	36438	35354	34270	财务费用	1047	1564	1849	1784	1703
投资性房地产	11051	20757	20757	20757	20757	投资收益	78	(60)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	1989	2522	2522	2522	2522	资产减值及公允价值变动	208	268	200	200	200
资产总计	90722	134599	139343	141575	145595	其他收入	(100)	(49)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	7262	26869	23998	21659	20000	营业利润	2102	3621	6714	9341	12242
应付款项	7193	10552	11204	11733	12336	营业外净收支	(96)	(58)	(50)	(50)	(50)
其他流动负债	20206	12038	15869	16637	17512	利润总额	2006	3563	6664	9291	12192
流动负债合计	34661	49459	51071	50029	49848	所得税费用	583	672	1333	1858	2438
长期借款及应付债券	13548	23211	23211	23211	23211	少数股东损益	178	563	1333	1858	2438
其他长期负债	5816	8669	9669	9969	10269	归属于母公司净利润	1246	2328	3998	5575	7315
长期负债合计	19365	31880	32880	33180	33480	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	54025	81340	83952	83210	83328	净利润	1246	2328	3998	5575	7315
少数股东权益	3819	20174	20708	21451	22426	资产减值准备	(5)	8	1	1	1
股东权益	32877	33085	34684	36914	39840	折旧摊销	3146	3922	4044	4375	4643
负债和股东权益总计	90722	134599	139343	141575	145595	公允价值变动损失	208	268	200	200	200
						财务费用	1047	1564	1849	1784	1703
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(2610)	(17280)	7271	790	876
每股收益	0.28	0.52	0.89	1.25	1.64	其它	(88)	(51)	532	742	975
每股红利	0.42	0.56	0.54	0.75	0.98	经营活动现金流	1897	(10805)	16046	11684	14009
每股净资产	7.35	7.40	7.75	8.25	8.91	资本开支	0	(15916)	(13000)	(8000)	(5000)
ROIC	5%	6%	6%	9%	11%	其它投资现金流	(278)	(949)	0	0	0
ROE	4%	7%	12%	15%	18%	投资活动现金流	(314)	(17398)	(13000)	(8000)	(5000)
毛利率	14%	17%	20%	22%	25%	权益性融资	45	7190	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	13%	15%	18%	负债净变化	8209	9663	0	0	0
EBITDA Margin	13%	16%	19%	22%	24%	支付股利、利息	(1901)	(2509)	(2399)	(3345)	(4389)
收入增长	48%	18%	11%	8%	8%	其它融资现金流	(9617)	7295	(2871)	(2339)	(1659)
净利润增长率	-743%	87%	72%	39%	31%	融资活动现金流	3043	28794	(5270)	(5684)	(6048)
资产负债率	64%	75%	75%	74%	73%	现金净变动	4627	590	(2224)	(2000)	2961
股息率	1.6%	2.1%	2.0%	2.9%	3.8%	货币资金的期初余额	5008	9634	10224	8000	6000
P/E	93.9	50.3	29.3	21.0	16.0	货币资金的期末余额	9634	10224	8000	6000	8961
P/B	3.6	3.5	3.4	3.2	2.9	企业自由现金流	0	(24762)	5045	5946	11555
EV/EBITDA	26.2	20.9	16.1	13.0	10.9	权益自由现金流	0	(7804)	694	2180	8533

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032