

山东黄金 (600547.SH) 资源铸盾，金价为矛，黄金龙头成长可期

2024年03月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）
李怡然（分析师）
陈权（联系人）

liyiran@kysec.cn

chenquan@kysec.cn

证书编号：S0790523050002

证书编号：S0790123100016

日期	2024/3/29
当前股价(元)	28.23
一年最高最低(元)	28.30/19.63
总市值(亿元)	1,262.85
流通市值(亿元)	1,020.36
总股本(亿股)	44.73
流通股本(亿股)	36.14
近3个月换手率(%)	34.68

● 资源铸盾，金价为矛，黄金龙头成长可期

2023年，公司实现营业收入592.75亿元，同比+17.83%，归母净利润23.28亿元，同比+86.57%。销售/管理/研发/财务费用营收占比分别为0.25%、4.23%、0.82%、2.64%，分别同比-0.10pct、-0.38pct、+0.03pct、+0.56pct。2024年金价中枢有望抬升，我们上调2024-2025年并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为41.43、44.23、50.36亿元（2024-2025年前预测值分别为32.62、43.76亿元），EPS分别为0.93、0.99、1.13元，当前股价对应PE分别为28.2、26.5、23.2倍。公司资源禀赋优异，内生整扩带来量增，维持“买入”评级。

● 内生整扩，矿产金产量稳步提升

2023年，公司矿产金产量41.78吨，同比+3.10吨，增幅8.03%；原矿入选品位1.29克/吨（不含银泰黄金数据），同比+0.06克/吨；克金成本230.4元/克，同比+3.68%。矿产金主要增量来自于三山岛金矿（同比+5.74%）、西和中宝（同比+15.54%）采选产能扩建、金州金矿（同比+10.73%）生产系统优化、玲珑金矿（同比+69.15%）复产、贝拉德罗金矿（同比+6.37%）采剥总量增加、并购银泰黄金（+2.52t）等。2024年公司内生整扩继续进行，三山岛金矿采选产能扩建、玲珑矿区复产、焦家金矿整合有望增加产金量，银泰黄金（金产量100%口径并表）下属矿山也有望提供矿产金增量，2024年公司计划产金量不低于47吨。

● 外延并购+挖潜增储，加强优异资源禀赋

2023年公司成功完成银泰黄金控制权并购，通过二级市场增持股权至28.89%，竞拍获得甘肃大桥项目采矿权，推进燕山矿区矿权注入，加快西岭金矿探矿权的收购，公司全年完成探矿工程量48万米，投入探矿资金5.7亿元，探矿新增黄金金属量36.6吨，大幅增加了公司的资源储备，有效延长了矿山服务年限。截至2023年底，公司拥有黄金资源量1431吨，权益资源量1283吨；黄金储量546吨，权益储量455吨，此外公司控制子公司银泰黄金保有黄金金属量157吨。

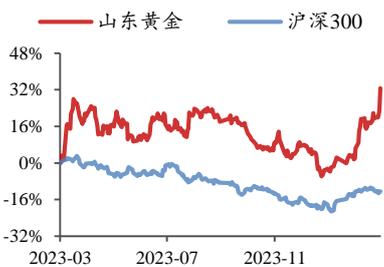
● **风险提示：**公司产量指引落地不及预期，金价出现较大波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,306	59,275	78,879	82,617	84,456
YOY(%)	48.2	17.8	33.1	4.7	2.2
归母净利润(百万元)	1,248	2,328	4,143	4,423	5,036
YOY(%)	744.2	86.6	78.0	6.8	13.9
毛利率(%)	14.1	16.6	20.4	21.3	21.8
净利率(%)	2.5	3.9	5.3	5.4	6.0
ROE(%)	3.9	5.4	10.8	11.0	11.0
EPS(摊薄/元)	0.28	0.52	0.93	0.99	1.13
P/E(倍)	93.8	50.3	28.2	26.5	23.2
P/B(倍)	5.1	5.1	4.3	3.7	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《资源禀赋优异，黄金龙头乘风启航——公司首次覆盖报告》-2024.1.9

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	21475	28632	32268	32986	33725
现金	9634	10224	13606	14251	14568
应收票据及应收账款	195	713	0	0	0
其他应收款	2699	3158	4636	3527	4817
预付账款	824	523	1270	608	1312
存货	4092	8848	7590	9435	7862
其他流动资产	4030	5165	5165	5165	5165
非流动资产	69246	105967	111021	114628	116894
长期投资	1989	2522	3076	3632	4189
固定资产	30712	41746	51756	52027	50689
无形资产	19379	32538	35741	39559	43708
其他非流动资产	17166	29161	20449	19410	18308
资产总计	90722	134599	143289	147615	150620
流动负债	34661	49459	55706	57153	56716
短期借款	6614	20207	36469	24628	36709
应付票据及应付账款	7193	10552	2123	14951	2413
其他流动负债	20853	18700	17114	17573	17594
非流动负债	19365	31880	27904	23619	18970
长期借款	13548	23211	19235	14950	10301
其他非流动负债	5816	8669	8669	8669	8669
负债合计	54025	81340	83610	80771	75686
少数股东权益	3819	20174	22452	25382	28618
股本	4473	4473	4473	4473	4473
资本公积	4370	3063	3063	3063	3063
留存收益	13967	15508	23207	32590	41325
归属母公司股东权益	32877	33085	37228	41461	46315
负债和股东权益	90722	134599	143289	147615	150620

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2972	6849	4315	27282	2471
净利润	1426	2891	6420	7354	8272
折旧摊销	3161	3942	4712	5520	5959
财务费用	1047	1564	1946	1656	1306
投资损失	-78	60	-189	-234	-110
营运资金变动	-2249	-1859	-8348	13165	-12923
其他经营现金流	-335	252	-225	-179	-33
投资活动现金流	-5251	-20624	-9420	-8795	-8172
资本支出	4214	9181	9212	8571	7668
长期投资	-7	-1089	-554	-556	-557
其他投资现金流	-1030	-10353	347	332	53
筹资活动现金流	5462	14438	-7776	-6000	-6064
短期借款	831	13593	16262	-11841	12081
长期借款	8209	9663	-3977	-4285	-4649
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1198	-1306	0	0	0
其他筹资现金流	-2379	-7512	-20061	10126	-13496
现金净增加额	3228	599	-12880	12486	-11764

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	50306	59275	78879	82617	84456
营业成本	43212	49437	62800	65043	66082
营业税金及附加	822	1136	1323	1516	1546
营业费用	176	147	319	380	287
管理费用	2316	2506	4064	4511	4081
研发费用	400	487	558	613	589
财务费用	1047	1564	1946	1656	1306
资产减值损失	-1	-8	-189	-205	-88
其他收益	26	28	26	25	26
公允价值变动收益	-209	-276	121	53	-78
投资净收益	78	-60	189	234	110
资产处置收益	1	0	36	45	21
营业利润	2102	3621	8498	9543	10823
营业外收入	11	29	17	20	19
营业外支出	107	87	111	93	100
利润总额	2006	3563	8404	9469	10742
所得税	581	672	1984	2115	2470
净利润	1426	2891	6420	7354	8272
少数股东损益	178	563	2277	2931	3236
归属母公司净利润	1248	2328	4143	4423	5036
EBITDA	6173	9955	15311	17122	18679
EPS(元)	0.28	0.52	0.93	0.99	1.13

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	48.2	17.8	33.1	4.7	2.2
营业利润(%)	2969.6	72.3	134.6	12.3	13.4
归属于母公司净利润(%)	744.2	86.6	78.0	6.8	13.9
获利能力					
毛利率(%)	14.1	16.6	20.4	21.3	21.8
净利率(%)	2.5	3.9	5.3	5.4	6.0
ROE(%)	3.9	5.4	10.8	11.0	11.0
ROIC(%)	3.9	5.8	8.2	10.3	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	59.6	60.4	58.4	54.7	50.2
净负债比率(%)	33.8	77.2	80.7	47.1	51.6
流动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	387.8	179.3	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	12.4	9.4	14.7	11.9	12.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.52	0.93	0.99	1.13
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.53	0.96	6.10	0.55
每股净资产(最新摊薄)	5.13	5.17	6.10	7.05	8.13
估值比率					
P/E	93.8	50.3	28.2	26.5	23.2
P/B	5.1	5.1	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	21.1	17.5	12.0	9.9	9.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn