

2024年04月01日
 山东黄金(600547.SH)

SDIC


公司快报

证券研究报告

黄金

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

34.8元

股价(2024-03-29)

28.23元

交易数据

总市值(百万元) 126,284.92

流通市值(百万元) 102,035.74

总股本(百万股) 4,473.43

流通股本(百万股) 3,614.44

12个月价格区间 20.02/28.23元

自产金量价齐升,金价上涨业绩弹性有望释放

目 公司发布 2023 年度报告

公司发布 2023 年年报,公司 2023 年实现营业收入 592.75 亿元,同比+17.83%;归母净利润 23.28 亿元,同比+86.57%;扣非归母 22.13 亿元,同比+69.47%。其中 2023 年 Q4 营业收入 179.52 亿元,同比+71.33%,环比+29.17%;归母净利润 9.83 亿元,同比+77.14%,环比+111.40%;扣非归母 9.34 亿元,同比+70.40%,环比+134.67%。业绩表现略高于业绩预告中值。

目 自产金量价齐升,目标 24 年产量 47 吨

✓**价格&克金毛利**: 23 年金交所 Au9999 全年加权均价 449.05 元/克, 22 年黄金均价 390.58 元/克,同比+14.97%。23 年全年,公司自产金销售均价 450.9 元/克(同比+58.8 元/克),销售成本 230.4 元/克(同比+8.2 元/克),克毛利 220.5 元/克(同比+50.6 元/克)。

✓**黄金产销量**: 23 年公司矿产金产量 41.78 吨,同比+3.10 吨,超额完成年初目标的不低于 39.641 吨。2024 年,公司确定的黄金产量计划是不低于 47 吨(包含银泰黄金目标 8 吨,故原有矿山产量目标基本持平)。23 年公司自产金销量 39.62 吨(同比+0.9 吨),库存 3.45 吨(同比+2.75 吨)。

✓**产量拆分**: 分季度来看,23Q1-Q4 矿产金产量分别为 9.38、10.19、10.14、12.07 吨。分矿山来看,增量贡献显著的矿山为银泰黄金并表 2.52 吨,玲珑金矿+0.76 吨(东风矿区 23 年 1 月复工复产,玲珑矿区正在办理安全生产许可证),贝拉德罗+0.39 吨(采剥总量增加、难选冶矿石减少),三山岛金矿+0.31 吨(生产系统优化)。

目 探矿增储夯实资源保障,原矿入选品位提升

公司自有矿权勘查与资源并购齐头并进。公司充分发挥矿山企业主体作用,依矿找矿,以矿山周边与深部为重点,深入研究成矿规律,加大勘查投入。2023 年成功完成银泰黄金控制权并购,竞得大桥金矿采矿权,推动省内蓬莱地区燕山矿区的资源整合,加快西岭金矿探矿权的收购,大幅增加了公司的资源储备。公司全年完成探矿工程量 48 万米,投入探矿资金 5.7 亿元,探矿新增金金属量 36.6 吨,探矿成果显著,进一步延长了矿山服务年限。

公司精益化管理水平显著提高。2023 年,地下矿山原矿入选品位 1.88 克/吨,同比提高 2.17%;采矿损失率 4.82%,下降 0.36 个百

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	29.5	20.3	43.4
绝对收益	30.2	23.4	31.7

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

周古玥

联系人

SAC 执业证书编号: S1450123050031

zhougy@essence.com.cn

相关报告

矿产金生产节奏平稳推进,	2023-10-30
金价上行业绩弹性可期	
探矿增储持续发力,金价上行周期看好公司业绩弹性	2023-08-31
海外衰退预期再强化,量价齐升开启成长新篇章	2023-04-06

分点；矿石贫化率 5.75%，下降 0.04 个百分点；选矿回收率 92.96%，与 2022 年持平（不含银泰黄金数据）。

拟收购昶泰矿业，陶勒盖金矿预计 24 年产金 0.4 吨。2024 年 3 月，公司拟收购昶泰矿业 70% 股权，交易对价 4.71 亿。标的核心资产为陶勒盖金矿采矿权和探矿权，合计保有黄金资源量 16.15 金属吨，平均品位 4.38 克/吨，预计 24 年产金 0.4 吨。同时矿山正对深部探矿权开展勘查工作，将提交深部勘探报告，具备扩界条件。

西岭金矿转让工作推进中。为加快推进三山岛矿区资源整合工作，2024 年 1 月 26 日、3 月 7 日，公司先后召开董事会会议及股东大会，审议通过了《关于公司收购西岭金矿探矿权暨关联交易的议案》，收购黄金地勘持有的西岭金矿勘探探矿权。截至年报发布，公司正在办理西岭金矿探矿权转让的手续。据公司公告，西岭金矿资源量 592 吨，可研预计 2031 年投产，预计正常生产年产金 13.386 吨。

目 积极分红回馈股东

2023 年公司拟向全体股东每 10 股派现金红利 1.40 元（含税），派发现金红利 6.26 亿元，股利支付率 33.59%。

目 投资建议：

3 月以来金价屡创新高，金价中枢上移有望持续增厚公司业绩。公司积极夯实资源优势，产量增长具备潜力。预计 2024-2026 年营业收入分别为 704.56、759.85、802.62 亿元，预计净利润 38.92、53.01、66.45 亿元，对应 EPS 分别为 0.87、1.18、1.49 目前股价对应 PE 为 34.4、23.8、19.0 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 34.8 元/股。

目 风险提示：需求不及预期，金属价格大幅波动，项目进度不及预期，收购进展不及预期风险

(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入	50,305.8	59,275.3	70,456.1	75,984.8	80,261.6
净利润	1,245.9	2,327.8	3,892.6	5,301.0	6,644.8
每股收益(元)	0.28	0.52	0.87	1.18	1.49
每股净资产(元)	7.35	7.40	5.80	6.69	7.81

盈利和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	101.4	54.3	32.4	23.8	19.0
市净率(倍)	3.8	3.8	4.9	4.2	3.6
净利润率	2.5%	3.9%	5.5%	7.0%	8.3%
净资产收益率	3.8%	7.0%	15.0%	17.7%	19.0%
股息收益率	0.2%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%
ROIC	7.8%	11.4%	8.2%	11.1%	12.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	50,305.8	59,275.3	70,456.1	75,984.8	80,261.6	成长性					
减:营业成本	43,212.0	49,436.7	55,910.5	58,360.6	59,942.7	营业收入增长率	48.2%	17.8%	18.9%	7.8%	5.6%
营业税费	822.1	1,136.0	1,197.8	1,291.7	1,364.4	营业利润增长率	2969.6%	72.3%	87.8%	36.4%	24.0%
销售费用	176.4	147.2	281.8	303.9	321.0	净利润增长率	-743.2%	86.8%	67.2%	36.2%	25.3%
管理费用	2,315.7	2,506.2	3,522.8	3,799.2	4,013.1	EBITDA 增长率	107.6%	43.2%	41.2%	22.3%	16.4%
研发费用	399.6	487.2	563.6	607.9	642.1	EBIT 增长率	420.2%	61.1%	70.5%	29.6%	20.4%
财务费用	1,047.1	1,563.5	2,113.7	2,279.5	2,407.8	NOPLAT 增长率	-133.0%	88.3%	59.0%	29.6%	20.4%
资产减值损失	-0.6	-8.1	-4.8	-4.8	-4.8	投资资本增长率	29.1%	119.9%	-4.3%	4.7%	-8.3%
加:公允价值变动收益	-209.1	-276.4	-	-	-	净资产增长率	15.5%	45.1%	-11.2%	11.8%	13.1%
投资和汇兑收益	78.2	-59.8	-59.8	-59.8	-59.8	利润率					
营业利润	2,102.1	3,621.4	6,801.2	9,277.2	11,505.8	毛利率	14.1%	16.6%	20.6%	23.2%	25.3%
加:营业外净收支	-95.7	-58.3	-66.7	-73.6	-66.2	营业利润率	4.2%	6.1%	9.7%	12.2%	14.3%
利润总额	2,006.4	3,563.1	6,734.6	9,203.7	11,439.6	净利润率	2.5%	3.9%	5.5%	7.0%	8.3%
减:所得税	582.9	672.5	1,683.6	2,300.9	2,859.9	EBITDA/营业收入	12.7%	15.4%	18.4%	20.8%	22.9%
净利润	1,245.9	2,327.8	3,892.6	5,301.0	6,644.8	EBIT/营业收入	6.5%	8.8%	12.7%	15.2%	17.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	206	220	214	200	190
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-141	-81	-52	-46	-43
货币资金	9,634.3	10,224.4	5,636.5	6,078.8	6,420.9	流动资产周转天数	128	152	128	112	110
交易性金融资产	2,959.9	3,909.1	3,909.1	3,909.1	3,909.1	应收帐款周转天数	20	20	20	20	20
应收帐款	2,839.9	3,677.6	4,069.3	4,285.6	4,539.6	存货周转天数	25	39	37	36	35
应收票据	54.1	193.2	100.8	216.3	118.6	总资产周转天数	605	684	667	606	572
预付帐款	824.5	523.3	1,001.0	590.1	1,044.1	投资资本周转天数	235	360	407	378	351
存货	4,092.3	8,848.0	5,786.9	9,489.4	6,201.0	投资回报率					
其他流动资产	1,070.3	1,256.4	927.6	1,084.7	1,089.6	ROE	3.8%	7.0%	15.0%	17.7%	19.0%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	2.1%	4.0%	5.3%	6.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	7.8%	11.4%	8.2%	11.1%	12.8%
长期股权投资	1,988.9	2,522.0	2,522.0	2,522.0	2,522.0	费用率					
投资性房地产	176.2	164.4	164.4	164.4	164.4	销售费用率	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
固定资产	30,711.7	41,746.0	42,204.1	42,396.2	42,327.8	管理费用率	4.6%	4.2%	5.0%	5.0%	5.0%
在建工程	5,950.2	8,273.6	8,014.4	7,801.8	7,627.5	研发费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
无形资产	19,379.4	32,538.2	31,196.6	29,855.1	28,513.6	财务费用率	2.1%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	11,039.9	20,722.9	21,009.0	21,020.7	21,102.7	四费/营业收入	7.8%	7.9%	9.2%	9.2%	9.2%
资产总额	90,721.6	134,599.3	126,541.4	129,414.2	125,580.7	偿债能力					
短期债务	6,614.2	20,207.4	36,876.4	40,067.3	28,823.7	资产负债率	59.6%	60.4%	62.6%	59.1%	52.4%
应付帐款	8,536.2	14,785.5	15,441.0	14,681.5	15,859.6	负债权益比	147.2%	152.7%	167.5%	144.8%	110.0%
应付票据	3,351.7	3,917.6	4,303.6	3,720.0	4,903.1	流动比率	0.62	0.58	0.33	0.39	0.40
其他流动负债	16,158.5	10,549.0	7,468.6	7,897.2	8,638.2	速动比率	0.50	0.40	0.24	0.24	0.29
长期借款	13,548.3	23,211.3	8,260.7	3,047.4	-	利息保障倍数	3.10	3.35	4.22	5.07	5.78
其他非流动负债	5,816.3	8,669.1	6,894.4	7,126.6	7,563.3	分红指标					
负债总额	54,025.2	81,339.9	79,244.6	76,539.9	65,788.0	DPS(元)	0.07	0.14	0.22	0.30	0.37
少数股东权益	3,819.4	20,174.5	21,332.8	22,934.6	24,869.5	分红比率	25.1%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	4,473.4	4,473.4	4,473.4	4,473.4	4,473.4	股息收益率	0.2%	0.5%	0.8%	1.0%	1.3%
留存收益	18,336.4	18,571.1	21,490.5	25,466.3	30,449.9						
股东权益	36,696.5	53,259.4	47,296.8	52,874.3	59,792.7						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.28	0.52	0.87	1.18	1.49
净利润	1,423.4	2,890.6	3,892.6	5,301.0	6,644.8	BVPS(元)	7.35	7.40	5.80	6.69	7.81
加:折旧和摊销	3,161.0	3,942.2	4,005.0	4,249.1	4,491.7	PE(X)	101.4	54.3	32.4	23.8	19.0
资产减值准备	0.6	8.1	-	-	-	PB(X)	3.8	3.8	4.9	4.2	3.6
公允价值变动损失	209.1	276.4	-	-	-	P/FCF	135.0	-9.9	23.3	1,953.5	2,185.0
财务费用	719.7	1,650.9	2,113.7	2,279.5	2,407.8	P/S	2.5	2.1	1.8	1.7	1.6
投资损失	-24.4	120.6	59.8	59.8	59.8	EV/EBITDA	14.0	16.5	13.8	11.3	9.0
少数股东损益	177.6	562.9	1,158.3	1,601.8	1,934.9	CAGR(%)	69.3%	43.7%	-395.7%	69.3%	43.7%
营运资金的变动	-2,402.0	-49.1	2,193.0	-4,775.7	5,318.3	PEG	1.5	1.2	-0.1	0.3	0.4
经营活动产生现金流量	2,971.8	6,848.8	13,422.4	8,715.4	20,857.2	ROIC/WACC	0.9	1.3	1.0	1.3	1.5
投资活动产生现金流量	-5,250.7	-20,623.7	-3,059.8	-3,059.8	-3,059.8	REP	2.7	1.4	2.4	1.7	1.5
融资活动产生现金流量	5,461.8	14,437.5	-14,950.6	-5,213.4	-17,455.3						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034