

## 评级：买入（维持）

市场价格：31.78元

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：陈沁一

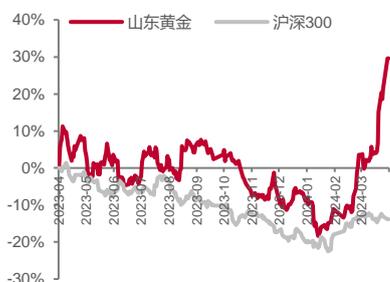
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	4,473
流通股本(百万股)	3,614
市价(元)	31.78
市值(百万元)	142,166
流通市值(百万元)	114,867

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 《公司拟收购西岭金矿，龙头优势有望显著增强》20240128
- 《金价上涨推动业绩，资源实力加速向经济优势转化》20231102
- 《受益于金价上行，23年H1业绩大幅提升》20230830
- 《西岭金矿勘探取得重大进展，公司资源实力得到进一步保障》20230518
- 《矿山复产助力业绩修复，资源优势加速向经济优势转化》20230331

## 公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,306	59,275	75,781	82,633	89,132
增长率 yoy%	48%	18%	28%	9%	8%
归母净利润(百万元)	1,246	2,328	4,588	5,648	6,675
增长率 yoy%	743%	87%	97%	23%	18%
每股收益(元)	0.28	0.52	1.03	1.26	1.49
每股现金流量	0.66	1.53	2.95	3.95	4.42
净资产收益率	3%	4%	8%	9%	9%
P/E	114.1	61.1	31.0	25.2	21.3
P/B	4.3	4.3	3.9	3.4	3.0

备注：股价取自于2024年04月08日

## 投资要点

- **事件：**山东黄金公布2023年年报，业绩超预期。报告期内，公司实现营业收入592.75亿元，同比增17.83%，实现归母净利润为23.28亿元，同比增86.57%，实现扣非归母净利润22.13亿元，同比增69.47%。单季度来看，2023年Q4，公司实现营业收入179.52亿元，同比增71.33%，环比增29.17%，实现归母净利润9.83亿元，同比增77.14%，环比增111.11%。
- **报告期内，受益于金价上行周期，公司业绩显著提升。**
  - **从量方面来看，**公司三山岛金矿、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，并且玲珑金矿的东风矿区复工复产，海外方面贝拉德罗金矿采剥总量增加、难选冶矿石减少，叠加并购银泰黄金，公司矿产金产量有所提升。其中，自产金产量41.78吨(yoy+8.03%)，销量39.62吨(yoy+2.32%)，外购金产量53.51吨(yoy+0.87%)，销量55.78吨(yoy+6.55%)，小金条产量为31.68吨(yoy+3.48%)，销量31.51吨(yoy+3.67%)。
  - **从价方面来看，**2023年黄金价格整体呈现震荡上涨走势，其中，SHFE黄金均价为450.35元/克(yoy+14.71%)。公司通过加强研究分析团队建设，提升对黄金价格研判能力，全年自产黄金销售均价高于市场均价2.79元/克。
  - **从成本方面来看，**公司严管严控、精益管理，成本保持稳定状态，2023年矿产金克金成本为230.38元/克(yoy+3.68%)。
- **公司持续推进降本增效，费用管控能力稳定。**2023年，公司期间费用率为7.94%，较去年同期增0.11pcts，具体来看：1)由于公司销售佣金减少，销售费用同比下降16.58%至1.47亿元，销售费用率由0.35%→0.25%，下降0.10pcts；2)报告期内，公司并购银泰黄金致使管理费用增加，管理费用同比增8.23%至25.06亿元，管理费用率由4.60%→4.23%，下降0.38pcts；3)报告期内，由于融资额增加导致利息费用同比增49.22%至15.68亿元，公司财务费用为49.32亿元，同比增15.64%，财务费用率由2.08%→2.64%，上升0.56pcts。
- **内增外扩，资源实力持续增强，并加速向经济优势转化。**
  - **对外积极开展资源并购：**
    - 1)公司完成对银泰黄金控制权收购，并通过二级市场增持，合计持有银泰黄金约28.89%的股权，通过本次收购，公司实现在西南、东北地区的资源布局，进一步奠定公司在行业的领先地位，截至2023年底，银泰黄金拥有黄金资源量146.66吨；

2) 公司以约 4.22 亿元现金收购山东黄金金创集团所属的燕山矿区采矿权、磁山矿区探矿权以及土屋金矿探矿权及相关资产, 根据 2023 年半年报, 预计新增黄金资源量 7.914 吨;

3) 公司拟以约 103.34 亿元收购集团子公司持有的西岭金矿探矿权, 截至 2023 年 10 月底, 西岭金矿探矿权内拥有黄金资源量 592.186 吨, 平均品位 4.02 克/吨, 收购完成后公司黄金资源量或将大幅提升。

➤ 对内持续发力探矿增储:

1) 上市公司层面, 2023 年公司累计投入探矿资金 5.7 亿元, 探矿新增金金属量 36.6 吨, 公司资源优势持续增强。

2) 集团层面, 集团在新一轮找矿突破战略行动的背景下, 加大了勤查找矿的力度, 加速推进西岭金矿等黄金资源的进一步勘探和开发, 截至 2023 年底, 集团探矿权拥有黄金资源量约 846.436 吨, 采矿权拥有黄金资源量约 95.217 吨

➤ 截至 2023 年底, 除去银泰黄金, 公司拥有黄金资源量 1431.30 吨, 权益资源量 1282.96 吨, 品位 1.72 克/吨; 拥有黄金储量 545.97 吨, 权益储量 455.18 吨, 品位 1.32 克/吨。

■ **在建项目持续推进, 未来或将贡献业绩增量:**

1) 卡帝诺项目: 该项目选厂 EPCM 工程完成成长周期设备订货等, 规划总投资 33.60 亿元, 原计划于 2024 年底投产, 公司公告预计将提前投产, 达产后预计平均年产量 8.4 吨。

2) 焦家矿区整合项目: 该项目持续推进, 正在进行二期工程施工准备, 公司计划投资约 82.73 亿元用于焦家矿区整合及开发, 该项目建设期为 6 年, 项目达产后预计新增黄金约 10 吨左右。

3) 新城金矿整合工程: 该项目规划总投资 37.84 亿元, 目前 I 采区主井工程正在进行井筒装备安装, II 采区副井工程已掘砌到底, 现正在进行配套工程施工, 项目达产后预计年均浮选金精矿产量 11.96 万吨 (含金约 7.77 吨)。

■ **贵金属上行趋势不变。** 贵金属上行趋势不变。中期看随着居民超额储蓄的消耗及高利率的维持, 美国经济周期性回落难以避免, 而随着去全球化的进一步演绎, 央行购金将推升金价到新高度。随着金价 β 行情的展开, 公司作为板块内资源优势突出且具备较好成长性的标的有望充分受益。

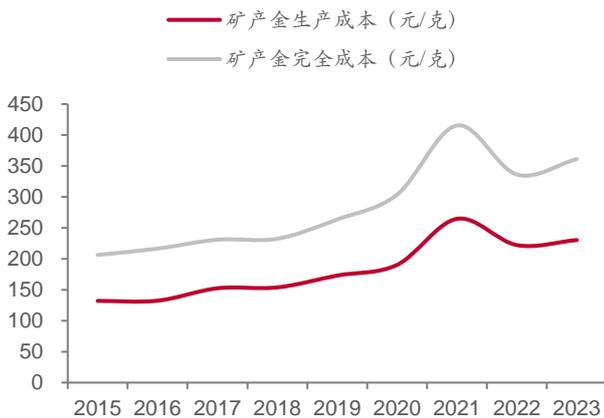
■ **盈利预测与投资建议:** 参考公司 2024 年产量规划, 计划黄金产量不低于 47 吨, 我们假设公司 2024-2026 年不含银泰黄金部分黄金产量分别为 42.4/47.5/54.0 吨, 银泰黄金 2024-2026 年黄金产量为 8.5/12.5/15.0 吨, 2024-2026 年黄金均价分别为 510/520/530 元/克, 克金生产成本为 235/245/255 元/克, 预计 2024-2026 年公司归母净利润分别 45.88/56.48/66.75 亿元 (之前预计 2024-2025 年归母净利润分别为 31.26/41.43 亿元), 目前股价为 31.78 元, 对应 PE 分别 31/25/21 倍, 维持公司“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济风险、黄金价格波动风险、矿山停产风险、安全管理风险、环保管理风险等。

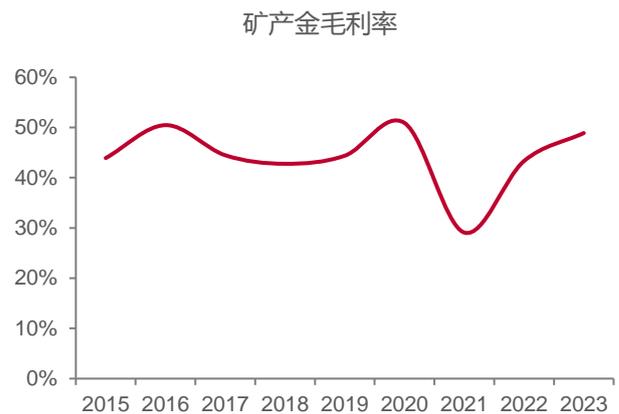
**图表 1: 公司财务简表及对比 (亿元)**

	2022Q4	2023Q3	2023Q4	环比	同比	2022	2023	同比 增减变动原因
营业收入	104.78	138.98	179.52	29.2%	71.3%	503.06	592.75	17.8% 报告期内, 主营产品量价齐升
营业成本	89.00	114.72	143.75	25.3%	61.5%	432.12	494.37	14.4% 报告期内, 黄金行业原材料成本上涨18.19%、占总成本比例的80.44%。
毛利	15.78	24.26	35.77	47.4%	126.6%	70.94	98.39	38.7%
毛利率	15.06%	17.46%	19.92%	2.5%	4.9%	14%	17%	2.5%
销售费用	0.41	0.30	0.58	95.5%	42.9%	1.76	1.47	-16.6% 报告期内, 子公司销售佣金减少
销售费用率	0.39%	0.21%	0.32%	0.1%	-0.1%	0.35%	0.25%	-0.1%
管理费用	0.84	7.39	7.11	-3.7%	744.3%	23.16	25.06	8.2% 报告期内, 并购华泰基金管理费用增加
管理费用率	0.80%	5.32%	3.96%	-1.4%	3.2%	4.60%	4.23%	-0.4%
财务费用	2.75	4.19	4.46	6.5%	62.1%	10.47	15.64	49.3% 报告期内, 融资额增加导致利息支出增加
财务费用率	2.63%	3.01%	2.49%	-0.5%	-0.1%	2.08%	2.64%	0.6%
研发费用	1.12	1.55	1.68	8.6%	49.2%	4.00	4.87	21.9%
研发费用率	1.07%	1.11%	0.93%	-0.2%	-0.1%	0.79%	0.82%	0.0%
期间费用	5.13	13.42	13.84	3.1%	169.8%	39.39	47.04	19.4%
期间费用率	4.89%	9.66%	7.71%	-2.0%	2.8%	7.83%	7.94%	0.1%
投资收益	-0.17	1.39	-1.06	-176.4%	-620.6%	0.78	-0.60	-176.4% 报告期内, 处置交易性金融负债取得的投资收益及黄金期货交易及T+D业务产生的投资收益减少所致
资产减值损失	-0.01	0.00	0.05	1034.0%	927.4%	-0.01	-0.08	-1315.3%
营业利润	8.02	8.91	13.62	52.8%	69.7%	21.02	36.21	72.3%
利润总额	7.87	8.60	13.42	56.0%	70.4%	20.06	35.63	77.6%
所得税费用	1.62	2.10	1.10	-47.7%	-32.1%	5.83	6.72	15.4%
归母净利润	5.53	4.65	9.83	111.1%	77.1%	12.46	23.28	86.6%
扣非净利润	5.48	3.98	9.34	134.4%	70.4%	13.04	22.13	69.5%
经营活动产生的现金流量净额	9.45	36.45	20.81	-42.9%	120.2%	29.72	68.49	130.5% 报告期内, 公司购销业务产生的现金净流入增加
投资活动产生的现金流量净额	-24.47	-89.64	-38.87	-56.6%	-158.8%	-52.51	-206.24	292.8% 报告期内, 公司取得子公司支付的现金增加
筹资活动产生的现金流量净额	46.21	93.02	-5.88	-206.3%	-112.7%	54.62	144.38	164.3% 报告期内, 公司借款取得的现金增加

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

**图表 2: 公司矿产金单位生产成本及完全成本**


来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

**图表 3: 公司矿产金毛利率**


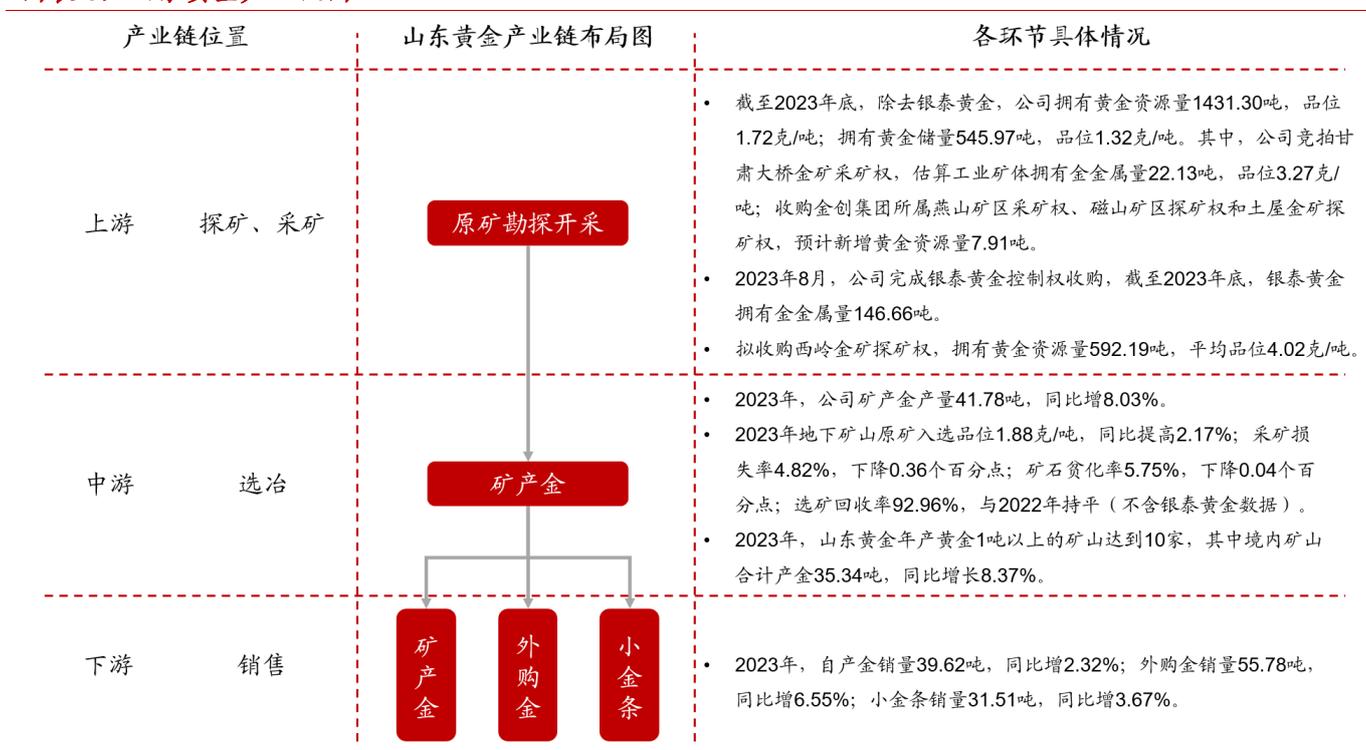
来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

**图表 4: 公司主要矿山资源分布及产量情况**

	持有比例	黄金金属资源量 (吨)	资源量品位 (克/吨)	黄金金属储量 (吨)	储量品位 (克/吨)	2023 年黄金产量 (千克)
三山岛金矿	100%	136.65	3.11	45.50	2.78	5,773.30
焦家金矿	100%	349.25	3.53	75.40	3.96	9,381.70
新城金矿	100%	199.41	3.38	58.40	3.34	5,405.22
玲珑金矿	100%	157.04	2.86	14.55	2.22	1,863.90
归来庄金矿	70.65%	8.12	3.46	1.34	3.77	864.06
金洲金矿	100%	12.39	3.12	5.51	2.90	1,251.32
鑫汇公司	100%	35.47	3.68	20.69	3.46	1,091.60
莱西公司	100%	5.80	1.97	2.43	1.69	549.32
蓬莱金矿	100%	14.11	7.30	5.69	5.31	400.30

沂南金矿	100%	9.25	1.55	2.31	1.36	380.62
赤峰柴矿	73.52%	6.76	3.03	4.14	2.77	1,687.68
福建源鑫金矿	90%	2.51	5.02	0.90	4.26	280.63
西和中宝金矿	70%	30.14	2.26	11.96	2.23	1,165.01
新疆金川	100%	37.54	0.91	15.84	0.82	2,720.74
甘肃金舜	60.00%	22.13	3.27			
贝拉德罗矿	50%	186.62	0.64	124.10	0.70	
卡帝诺	85.00%	218.11	1.12	157.20	1.13	
<b>总计</b>		<b>1,431.30</b>	<b>1.72</b>	<b>545.97</b>	<b>1.32</b>	

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

**图表 5：山东黄金产业链图**


来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

图表：公司财务情况及预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,224	13,072	14,253	15,394	营业收入	59,275	75,781	82,633	89,132
应收票据	193	273	297	321	营业成本	49,437	60,268	64,482	68,238
应收账款	520	665	687	756	税金及附加	1,136	1,440	1,570	1,694
预付账款	523	638	683	722	销售费用	147	379	331	357
存货	8,848	10,787	11,541	12,213	管理费用	2,506	3,031	3,181	3,298
合同资产	0	0	0	0	研发费用	487	623	679	733
其他流动资产	8,323	9,531	10,038	10,520	财务费用	1,564	2,014	2,085	2,164
流动资产合计	28,632	34,964	37,500	39,927	信用减值损失	-62	0	0	0
其他长期投资	164	210	210	210	资产减值损失	-8	0	0	0
长期股权投资	2,522	2,500	2,500	2,500	公允价值变动收益	-276	132	132	132
固定资产	41,714	38,845	36,262	33,941	投资收益	-60	149	149	149
在建工程	8,274	8,374	8,374	8,274	其他收益	28	27	27	27
无形资产	32,522	47,617	52,437	61,243	营业利润	3,621	8,334	10,613	12,958
其他非流动资产	20,772	21,994	22,003	22,012	营业外收入	29	17	17	17
非流动资产合计	105,967	119,540	121,786	128,180	营业外支出	87	97	97	97
<b>资产合计</b>	<b>134,599</b>	<b>154,504</b>	<b>159,286</b>	<b>168,107</b>	利润总额	3,563	8,254	10,533	12,878
短期借款	20,207	23,800	15,093	8,725	所得税	672	1,816	2,317	2,833
应付票据	3,918	6,027	6,448	6,824	净利润	2,891	6,438	8,216	10,045
应付账款	6,635	8,088	8,654	9,158	少数股东损益	563	1,850	2,568	3,370
预收款项	1	0	0	0	归属母公司净利润	2,328	4,588	5,648	6,675
合同负债	327	262	285	308	NOPLAT	4,159	8,009	9,842	11,733
其他应付款	8,151	6,000	6,000	6,000	EPS (按最新股本摊薄)	0.52	1.03	1.26	1.49
一年内到期的非流动负债	6,662	2,474	2,474	2,474					
其他流动负债	3,559	11,953	12,110	12,247					
流动负债合计	49,459	58,604	51,065	45,735					
长期借款	23,211	28,211	33,211	38,211					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	8,669	8,964	8,964	8,964					
非流动负债合计	31,880	37,175	42,175	47,175					
<b>负债合计</b>	<b>81,340</b>	<b>95,779</b>	<b>93,240</b>	<b>92,911</b>					
归属母公司所有者权益	33,085	36,700	41,454	47,234					
少数股东权益	20,174	22,024	24,592	27,962					
<b>所有者权益合计</b>	<b>53,259</b>	<b>58,724</b>	<b>66,046</b>	<b>75,196</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>134,599</b>	<b>154,504</b>	<b>159,286</b>	<b>168,107</b>					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6,849	13,185	17,661	19,788
现金收益	8,396	15,001	18,134	20,323
存货影响	-4,756	-1,939	-754	-672
经营性应收影响	-209	-339	-92	-132
经营性应付影响	6,816	1,411	987	880
其他影响	-3,399	-949	-614	-610
投资活动现金流	-20,624	-12,065	-9,792	-14,222
资本支出	-30,441	-18,875	-10,071	-14,499
股权投资	-533	22	0	0
其他长期资产变化	10,350	6,788	279	277
融资活动现金流	14,438	1,727	-6,687	-4,426
借款增加	29,271	4,404	-3,707	-1,368
股利及利息支付	-2,509	-4,677	-5,487	-6,301
股东融资	7,190	0	0	0
其他影响	-19,514	2,000	2,507	3,243

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.8%	27.8%	9.0%	7.9%
EBIT增长率	67.9%	100.3%	22.9%	19.2%
归母公司净利润增长率	86.8%	97.1%	23.1%	18.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	16.6%	20.5%	22.0%	23.4%
净利率	4.9%	8.5%	9.9%	11.3%
ROE	4.4%	7.8%	8.6%	8.9%
ROIC	6.1%	10.1%	12.0%	13.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.4%	62.0%	58.5%	55.3%
债务权益比	110.3%	108.0%	90.5%	77.6%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	2	3	3	3
应付账款周转天数	38	44	47	47
存货周转天数	47	59	62	63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.52	1.03	1.26	1.49
每股经营现金流	1.53	2.95	3.95	4.42
每股净资产	7.40	8.20	9.27	10.56
<b>估值比率</b>				
P/E	61	31	25	21
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	-2	-1	-1	-1

来源：wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。