

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

山东黄金(600547)

投资评级

上次评级

张航 金属&新材料行业首席分析师

执业编号: S1500523080009

邮箱: zhanghang@cindasc.com

宋洋 金属&新材料行业分析师

执业编号: S1500524010002

邮箱: songyang@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

自产金量价齐升，业绩高增长

2024年04月29日

事件: 公司发布 2023 年年报与 2024 年一季报, 2023 年公司实现营收 593 亿元, 同增 18%, 实现归母净利润 23 亿元, 同增 87%; 2024 年一季度实现营收 189.57 亿元, 环增 5.6%, 同增 45%; 实现归母净利润 7 亿元, 环降 29%, 同增 59%。

点评:

- **自产金量价齐升，业绩高增长。** 23 年公司自产金产量 41.8 吨, 同增 8%, 销量 39.6 吨, 同增 2%, 其中 Q4 产量 12.1 吨, 同增 44%, 环增 19%; 23 年自产金毛利率 48.9%, 同增 5.6pcts, 自产金生产成本为 230.38 元/克, 同增 3.7%。24Q1 公司自产金产量 11.91 吨, 同增 27%, 环降 1.3%, 剔除银泰黄金后产量为 9.93 吨; 外购金产量 19.9 吨, 同增 40%, 环增 64%; 小金条产量 7.15 吨, 同降 11%, 环降 24%。Q1 公司自产金产量维持稳定, 综合毛利率下降 5.4pcts, 所得税环增 188%, 导致利润环比下滑。
- **推进降本增效，费用率环比下降。** 公司各矿山通过优化采矿方法、加强技术管理和现场管理等措施, 降低损失率、贫化率, 使原矿品位提高, 23 年公司原矿入选品位 1.29 克/吨, 同增 0.06 克/吨, 其中地下矿山原矿入选品位 1.88 克/吨, 同增 0.04 克/吨。公司费用管理优化, 24Q1 销售费用率环降 0.63pcts, 管理费用率环降 0.80pcts, 研发费用率环降 0.53pcts, 财务费用率环降 0.71pcts。
- **内生增长+外延并购，步入快速发展期。** 公司 24 年计划自产金产量不低于 47 吨, 剔除银泰黄金后较 23 年基本持平。内生+外延发展下公司未来自产金增长可期, 焦家矿区、新城金矿资源整合稳步推进, 达产后公司预计年产量分别为 18.85 吨、7.77 吨, 海外卡蒂诺纳穆蒂金矿的尾矿库工程进度约 50%, 达产后预计年产量 8.44 吨。23 年公司增持银泰黄金, 并拟注入西岭金矿, 打造持续成长性。
- **盈利预测:** 我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 39.5 亿元、49.1 亿元、62.1 亿元, 对应 PE 分别为 34 倍、27 倍、22 倍。
- **风险因素:** 美联储降息节奏不及预期; 公司产量不及预期等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	50,306	59,275	72,506	76,357	80,110
增长率 YoY %	48.2%	17.8%	22.3%	5.3%	4.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,248	2,328	3,947	4,909	6,212
增长率 YoY%	744.2%	86.6%	69.6%	24.4%	26.6%
毛利率%	14.1%	16.6%	18.9%	20.3%	21.7%
净资产收益率ROE%	3.8%	7.0%	7.1%	7.1%	7.5%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.52	0.88	1.10	1.39
市盈率 P/E(倍)	68.70	43.95	33.99	27.33	21.60
市净率 P/B(倍)	4.08	4.05	2.43	1.93	1.62

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 04 月 26 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	21,475	28,632	36,403	38,145	40,535
货币资金	9,634	10,224	15,357	16,457	18,242
应收票据	54	193	236	249	261
应收账款	141	520	636	670	703
预付账款	824	523	622	644	664
存货	4,092	8,848	10,521	10,889	11,229
其他	6,729	8,323	9,030	9,235	9,436
非流动资产	69,246	105,967	124,101	138,775	152,307
长期股权投资	1,989	2,522	3,055	3,588	4,121
固定资产(合计)	30,712	41,746	42,690	42,492	41,151
无形资产	19,373	32,522	35,086	37,649	40,213
其他	17,173	29,177	43,271	55,046	66,822
资产总计	90,722	134,599	160,504	176,920	192,842
流动负债	34,661	49,459	52,274	53,145	53,953
短期借款	6,614	20,207	20,207	20,207	20,207
应付票据	3,352	3,918	4,658	4,821	4,972
应付账款	3,841	6,635	7,889	8,165	8,420
其他	20,853	18,700	19,519	19,951	20,354
非流动负债	19,365	31,880	31,573	31,573	31,573
长期借款	13,548	23,211	23,000	23,000	23,000
其他	5,816	8,669	8,573	8,573	8,573
负债合计	54,025	81,340	83,846	84,718	85,526
少数股东权益	3,819	20,174	21,353	22,820	24,572
归属母公司股东权益	32,877	33,085	55,304	69,383	82,745
负债和股东权益	90,722	134,599	160,504	176,920	192,842

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	50,306	59,275	72,506	76,357	80,110
同比(%)	48.2%	17.8%	22.3%	5.3%	4.9%
归属母公司净利润	1,248	2,328	3,947	4,909	6,212
同比(%)	744.2%	86.6%	69.6%	24.4%	26.6%
毛利率(%)	14.1%	16.6%	18.9%	20.3%	21.7%
ROE%	3.8%	7.0%	7.1%	7.1%	7.5%
EPS(摊薄)(元)	0.28	0.52	0.88	1.10	1.39
P/E	68.70	43.95	33.99	27.33	21.60
P/B	4.08	4.05	2.43	1.93	1.62
EV/EBITDA	14.86	14.91	8.45	7.40	6.44

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	50,306	59,275	72,506	76,357	80,110
营业成本	43,212	49,437	58,785	60,842	62,742
营业税金及附加	822	1,136	1,390	1,463	1,362
销售费用	176	147	254	267	280
管理费用	2,316	2,506	3,066	3,228	3,204
研发费用	400	487	596	628	658
财务费用	1,047	1,564	1,898	1,846	2,035
减值损失合计	-1	-8	-14	-14	-14
投资净收益	78	-60	-73	-77	-81
其他	-308	-309	35	37	39
营业利润	2,102	3,621	6,466	8,028	9,771
营业外收支	-96	-58	-59	-59	-59
利润总额	2,006	3,563	6,407	7,969	9,712
所得税	581	672	1,281	1,594	1,748
净利润	1,426	2,891	5,126	6,375	7,964
少数股东损益	178	563	1,179	1,466	1,752
归属母公司净利润	1,248	2,328	3,947	4,909	6,212
EBITDA	6,531	9,542	19,852	22,504	25,579
EPS(当年)(元)	0.20	0.42	0.88	1.10	1.39

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,972	6,849	19,933	21,443	24,352
净利润	1,426	2,891	5,126	6,375	7,964
折旧摊销	3,251	4,017	11,547	12,689	13,831
财务费用	720	1,651	2,000	2,000	2,200
投资损失	-24	121	73	77	81
营运资金变动	-2,249	-1,859	1,245	230	203
其它	-152	29	-58	73	73
投资活动现金流	-5,251	-20,624	-29,801	-27,513	-27,517
资本支出	-4,005	-9,178	-26,908	-26,905	-26,905
长期投资	-134	-11,274	-531	-531	-531
其他	-1,112	-172	-2,362	-77	-81
筹资活动现金流	5,462	14,438	-3,128	-2,830	-3,050
吸收投资	6,235	7,190	0	0	0
借款	25,353	38,983	-211	0	0
支付利息或股息	-1,901	-2,509	-2,000	-2,830	-3,050
现金流净增加额	3,228	599	-12,996	-8,900	-6,215

研究团队简介

张航，信达证券金属与新材料首席分析师，中国人民大学金融学本科，法国 KEDGE 商学院管理学硕士，先后任职于兴业证券、民生证券，2023 年加入信达证券。曾荣获第二十届新财富金属与新材料第二名（核心成员），第十九届新财富金属与新材料第三名（核心成员），第十六届水晶球奖有色金属第二名、第十届 wind 金牌分析师有色金属第一名、第十三届金牛奖有色金属组最佳分析师（核心成员）、第四届金麒麟有色金属白金分析师（核心成员）、上海证券报 2022 最佳材料分析师、第十届 choice 有色金属行业最佳分析师。

宋洋，信达证券金属与新材料分析师，香港城市大学机械工程硕士，曾任职于国金证券，2024 年 1 月加入信达证券，主要从事新材料与贵金属等领域研究。

李治，信达证券金属与新材料研究员，中国地质大学（武汉）地质学本科，南京大学地质学硕士，3 年证券研究经验，2 年矿业公司产业经验，曾任职于东方财富证券新能源团队，矿业理解深刻，产业资源丰富，同时具备成长和周期股选股思维，主要从事工业金属与新能源金属等领域研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。