



# 山东黄金 (600547.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 三山岛取得采矿证,资源整合稳步推进

### 事件

5月29日,公司发布公告,公司顺利取得山东省自然资源厅颁发的山东黄金矿业(莱州)有限公司三山岛金矿采矿许可证,将三山岛金矿原有采矿权与西岭金矿探矿权整合成为一宗采矿权。

### 点评

**资源整合稳步推进,黄金资源大幅提升。**截至2023年底,公司(不含银泰黄金)保有黄金资源1431.30吨,西岭金矿探矿权范围内经评审备案资源量黄金金属量592.19吨,仅考虑西岭金矿带来资源增量,公司(不含银泰黄金)保有黄金资源达到2023.49吨,黄金资源大幅提升。

**矿权合并开发利用,自产金产量有望再上一层楼。**2023年三山岛金矿黄金产量5.77吨。根据公司规划,西岭金矿探矿权将与公司全资子公司三山岛金矿现有矿权整合为新的采矿权并统一开发利用,规划生产规模为330万吨/年,正常生产年份黄金产量13.386吨。当前公司已经取得三山岛金矿原有采矿权和西岭金矿探矿权整合完成后的采矿权证,下一步公司将积极推进整合后三山岛金矿区的项目建设相关工作,预计随着项目建设逐步推进,公司自产金产量有望再获提升。

**高品质黄金矿山有望降低自产金生产成本,释放业绩上涨空间。**根据西岭金矿探矿权评估报告,西岭金矿探矿权范围内黄金平均品位为4.04g/t,高于2023年底公司(不含银泰黄金)黄金资源平均品位1.72g/t。整合后矿权正常生产年份单位黄金总成本费用约为113.30元/克,单位黄金经营成本约为95.91元/克,显著低于公司2023年单位自产金生产成本230元/克,显著降低自产金生产成本,增厚自产金利润。

**吨资源量市值仍有上升空间。**据我们测算,西岭金矿收购完成后,按5月29日最新市值1197亿元计算,公司(含银泰黄金)吨权益黄金资源量市值(纵向可比)仅为0.62亿元/吨,吨权益资源量市值(横向可比)仅为0.55亿元/吨,相比公司2017-2022年吨权益资源量最大市值均值的1.03亿元/吨和可比公司最新吨权益资源量市值均值的1.47亿元/吨均有较大提升空间。

### 盈利预测&投资评级

预计公司24-26年营收分别为770/859/921亿元,实现归母净利润分别为37.97/60.34/71.74亿元,EPS分别为0.85/1.35/1.60元,对应PE分别为34.54/21.73/18.28倍。维持“买入”评级。

### 风险提示

黄金价格波动风险;项目建设不及预期;安全环保管理风险。

金属材料组

分析师:李超(执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

联系人:高梦遥

gaomengyao@gjzq.com.cn

市价(人民币):29.31元

相关报告:

- 《山东黄金公司点评:自产金长期增量可期》,2024.4.28
- 《山东黄金公司点评:量利齐升推动业绩大幅增长》,2024.3.29
- 《山东黄金公司点评:金价上涨推动业绩提升》,2024.1.30



### 公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,306	59,275	76,964	85,883	92,080
营业收入增长率	48.24%	17.83%	29.84%	11.59%	7.22%
归母净利润(百万元)	1,246	2,328	3,797	6,034	7,174
归母净利润增长率	-743.23%	86.84%	63.10%	58.92%	18.90%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.52	0.85	1.35	1.60
每股经营性现金流净额	0.66	1.53	2.65	3.57	4.04
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.79%	7.04%	14.59%	19.59%	19.65%
P/E	68.80	43.95	34.54	21.73	18.28
P/B	2.61	3.09	5.04	4.26	3.59

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	33,935	50,306	59,275	76,964	85,883	92,080
增长率	48.2%	17.8%	17.8%	29.8%	11.6%	7.2%
主营业务成本	-30,351	-43,212	-49,437	-62,033	-66,791	-70,570
%销售收入	89.4%	85.9%	83.4%	80.6%	77.8%	76.6%
毛利	3,584	7,094	9,839	14,930	19,092	21,510
%销售收入	10.6%	14.1%	16.6%	19.4%	22.2%	23.4%
营业税金及附加	-633	-822	-1,136	-1,462	-1,632	-1,750
%销售收入	1.9%	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
销售费用	-361	-176	-147	-191	-213	-229
%销售收入	1.1%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
管理费用	-2,930	-2,316	-2,506	-3,232	-3,607	-3,867
%销售收入	8.6%	4.6%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
研发费用	-346	-400	-487	-616	-687	-737
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	-686	3,380	5,562	9,429	12,953	14,928
%销售收入	n.a	6.7%	9.4%	12.3%	15.1%	16.2%
财务费用	-711	-1,047	-1,564	-2,391	-2,925	-2,804
%销售收入	2.1%	2.1%	2.6%	3.1%	3.4%	3.0%
资产减值损失	-3	-127	-70	-68	-70	-73
公允价值变动收益	576	-209	-276	0	0	0
投资收益	728	78	-60	-60	-60	-60
%税前利润	3242.6%	3.9%	n.a	n.a	n.a	n.a
营业利润	68	2,102	3,621	6,940	9,928	12,021
营业利润率	0.2%	4.2%	6.1%	9.0%	11.6%	13.1%
营业外收支	-46	-96	-58	-60	-60	-60
税前利润	22	2,006	3,563	6,880	9,868	11,961
利润率	0.1%	4.0%	6.0%	8.9%	11.5%	13.0%
所得税	-218	-583	-672	-1,376	-1,974	-2,392
所得税率	970.0%	29.1%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	-195	1,423	2,891	5,504	7,894	9,568
少数股东损益	-2	178	563	1,707	1,860	2,394
归属于母公司的净利润	-194	1,246	2,328	3,797	6,034	7,174
净利率	n.a	2.5%	3.9%	4.9%	7.0%	7.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-195	1,423	2,891	5,504	7,894	9,568
少数股东损益	-2	178	563	1,707	1,860	2,394
非现金支出	2,513	3,378	4,087	4,251	4,578	4,907
非经营收益	-613	419	1,731	391	3,021	2,836
营运资金变动	118	-2,249	-1,859	1,720	490	765
经营活动现金净流	1,822	2,972	6,849	11,866	15,983	18,076
资本开支	-3,404	-4,005	-9,178	-13,142	-7,890	-7,890
投资	756	-134	-11,274	-200	0	0
其他	41	-1,112	-172	-60	-60	-60
投资活动现金净流	-2,607	-5,251	-20,624	-13,402	-7,950	-7,950
股权募资	2,250	6,235	7,190	-9,938	0	0
债权募资	3,404	8,040	15,446	15,049	-2,951	-5,228
其他	-3,513	-8,813	-8,199	-3,412	-4,154	-4,192
筹资活动现金净流	2,141	5,462	14,438	1,699	-7,105	-9,420
现金净流量	1,343	3,228	599	163	928	706

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,008	9,634	10,224	10,358	11,265	11,955
应收款项	2,688	2,903	3,878	4,087	4,560	4,889
存货	2,984	4,092	8,848	6,764	7,246	7,618
其他流动资产	3,589	4,846	5,682	6,234	6,800	6,853
流动资产	14,268	21,475	28,632	27,443	29,872	31,316
%总资产	18.2%	23.7%	21.3%	19.3%	20.2%	20.6%
长期投资	7,800	7,333	7,545	7,545	7,545	7,545
固定资产	31,467	36,833	50,166	53,656	56,827	59,677
%总资产	40.2%	40.6%	37.3%	37.8%	38.5%	39.3%
无形资产	22,463	22,572	45,549	45,691	45,823	45,950
非流动资产	64,039	69,246	105,967	114,413	117,704	120,670
%总资产	81.8%	76.3%	78.7%	80.7%	79.8%	79.4%
资产总计	78,308	90,722	134,599	141,856	147,576	151,986
短期借款	7,435	7,262	26,869	41,917	38,965	33,737
应付款项	14,500	12,120	18,762	17,370	18,721	19,788
其他流动负债	13,052	15,279	3,828	5,255	5,831	6,239
流动负债	34,987	34,661	49,459	64,542	63,518	59,764
长期贷款	5,340	13,548	23,211	23,211	23,211	23,211
其他长期负债	6,198	5,816	8,669	6,196	6,300	6,371
负债	46,524	54,025	81,340	93,949	93,028	89,346
普通股股东权益	29,220	32,877	33,085	26,025	30,806	36,504
其中：股本	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473
未分配利润	12,393	12,912	14,369	17,271	22,052	27,750
少数股东权益	2,563	3,819	20,174	21,882	23,742	26,137
负债股东权益合计	78,308	90,722	134,599	141,856	147,576	151,986

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.043	0.279	0.520	0.849	1.349	1.604
每股净资产	6.532	7.349	7.396	5.818	6.886	8.160
每股经营现金净流	0.407	0.664	1.531	2.653	3.573	4.041
每股股利	0.050	0.070	0.140	0.200	0.280	0.330
回报率						
净资产收益率	-0.66%	3.79%	7.04%	14.59%	19.59%	19.65%
总资产收益率	-0.25%	1.37%	1.73%	2.68%	4.09%	4.72%
投入资本收益率	12.22%	3.92%	4.11%	6.46%	8.60%	9.68%
增长率						
主营业务收入增长率	-46.70%	48.24%	17.83%	29.84%	11.59%	7.22%
EBIT增长率	N/A	-592.90%	64.56%	69.52%	37.37%	15.25%
净利润增长率	-108.58%	-743.23%	86.84%	63.10%	58.92%	18.90%
总资产增长率	22.62%	15.85%	48.37%	5.39%	4.03%	2.99%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	0.9	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	33.3	29.9	47.8	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	32.7	29.5	38.7	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	288.6	222.8	257.1	200.4	180.3	167.6
偿债能力						
净负债/股东权益	16.00%	22.39%	67.01%	105.63%	85.70%	65.18%
EBIT利息保障倍数	-1.0	3.2	3.6	3.9	4.4	5.3
资产负债率	59.41%	59.55%	60.43%	66.23%	63.04%	58.79%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	26	32	56
增持	0	1	5	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.20</b>	<b>1.16</b>	<b>1.18</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究