

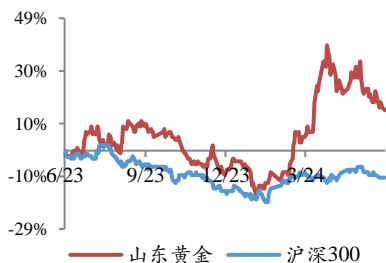
金价上行+产能释放，业绩持续增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-06-19

收盘价(元)	27.77
近12个月最高/最低(元)	33.25/19.63
总股本(百万股)	4,473
流通股本(百万股)	4,473
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	1,242
流通市值(亿元)	1,242

公司价格与沪深300走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

相关报告

1. 半年报业绩高增，加速推进优质资源整合 2023-09-05

主要观点：

● 事件：山东黄金发布 2023 年年报&2024 年一季报

公司 2023 年实现营业收入 592.75 亿元，同比+18%，实现归母净利润 23.28 亿元，同比+86.84%；公司 2024Q1 收入 189.57 亿元，同比+44.73%，实现归母净利润 7 亿元，同比+59.48%。

● 金价上行并产能释放，公司业绩稳步增长

2023 年公司业绩增长主要得益于金价上行和产能持续释放。价：2023 年黄金国际价格均值为 1940.54 美元/盎司，同比+8.0%，公司凭借研究团队的市场跟踪和价格研判能力，把握价格走向，优化交易策略，全年自产黄金销售均价高于市场均价 2.79 元/克。量：2023 年公司推动重要矿区生产优化，其中西和中宝、金洲公司、三山岛金矿产量同比增幅分别达到 15.54%、10.73%、5.74%，银泰黄金并表贡献增量，海外贝拉德罗金矿产量达 6.4 吨（同比+6.37%）。2023 年公司自产金总产量达到 41.78 吨（同比+8.03%），保持国内产金量领先地位。

2024 年以来受到国际地缘政治冲突和央行购金影响黄金价格持续走高，24Q1 黄金国际价格均值为 2070 美元/盎司，同比+10%，创历史新高。量方面，公司 24Q1 自产金产量达 11.91 吨（同比+26.89%）；外购金产量为 19.90 吨（同比+40.5%）；小金条产量 7.15 吨（同比-10.9%）。公司继续推进重点矿区扩能扩界，持续释放产能，预计自产金和外购金产量仍将持续上涨。

● 降本增效持续推进，精益化运营进程加速

公司 2024Q1 年实现毛利率 14.56%，同比+0.07pct，实现净利率 5.57%，同比+1.72pcts。净利率的增加主要得益于公司继续推进降本增效，实现矿业企业生产管理、技术管理、现场管理的标准化、规范化，分解各成本指标。公司 2024Q1 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.21%/3.17%/0.50%/1.76%，同比分别+0.17/-0.30/-0.02/-0.28pct，管理费率明显降低。

● 多个项目建设推进，产量有望再创新高

公司增量项目陆续释放：加速推进加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼矿山项目选厂、尾矿库等工程，继续玲珑矿区等扩能扩界；5 月 29 日公司发布公告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，之后将积极推进三山岛金矿矿区建设工作，2023 年三山岛矿区产量为 5.77 吨，预计随着项目推进自产金产量有望再获提升。据公告，公司计划 2024 年黄金产量不低于 47 吨，控股子公司银泰黄金规划 2025 年和 2026 年矿产金产量分别达到 12 吨和 15 吨。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 37.3/51.7/64.1 亿元（前值为 2024-2025 年分别为 26.6/32.1 亿元，考虑金价上行上调），对应 PE 分别为 33.3/24.0/19.4 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

黄金价格大幅波动；项目建设不及预期；公司克金成本增长超预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	59275	69567	75287	79967
收入同比 (%)	17.8%	17.4%	8.2%	6.2%
归属母公司净利润	2328	3731	5167	6408
净利润同比 (%)	86.6%	60.3%	38.5%	24.0%
毛利率 (%)	16.6%	19.1%	21.4%	23.0%
ROE (%)	7.0%	10.1%	12.3%	13.2%
每股收益 (元)	0.42	0.83	1.15	1.43
P/E	54.45	33.29	24.04	19.39
P/B	3.09	3.36	2.95	2.56
EV/EBITDA	14.91	12.76	10.46	9.10

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	28632	32143	40360	51274	营业收入	59275	69567	75287	79967
现金	10224	13917	21030	31024	营业成本	49437	56295	59210	61595
应收账款	520	411	478	528	营业税金及附加	1136	1357	1446	1535
其他应收款	3158	3972	4159	4441	销售费用	147	209	219	240
预付账款	523	798	817	825	管理费用	2506	2991	3162	3359
存货	8848	7737	8536	9099	财务费用	1564	1668	1815	1921
其他流动资产	5359	5308	5340	5357	资产减值损失	-8	-85	-47	-54
非流动资产	105967	114943	122345	129892	公允价值变动收益	-276	0	0	0
长期投资	2522	2804	3128	3473	投资净收益	-60	70	75	80
固定资产	41746	43435	44998	46426	营业利润	3621	6530	8904	10750
无形资产	32522	31633	30647	29584	营业外收入	29	28	28	30
其他非流动资产	29177	37071	43572	50408	营业外支出	87	180	100	100
资产总计	134599	147085	162705	181165	利润总额	3563	6378	8832	10680
流动负债	49459	56923	65653	75570	所得税	672	1403	1943	2136
短期借款	20207	26934	34967	43491	净利润	2891	4975	6889	8544
应付账款	6635	6416	6900	7307	少数股东损益	563	1244	1722	2136
其他流动负债	22618	23573	23787	24773	归属母公司净利润	2328	3731	5167	6408
非流动负债	31880	31784	31784	31784	EBITDA	9542	13022	15971	18206
长期借款	23211	23211	23211	23211	EPS (元)	0.42	0.83	1.15	1.43
其他非流动负债	8669	8573	8573	8573					
负债合计	81340	88707	97437	107354					
少数股东权益	20174	21418	23140	25276	主要财务比率				
股本	4473	4473	4473	4473	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	3063	3063	3063	3063	成长能力				
留存收益	25548	29424	34590	40998	营业收入	17.8%	17.4%	8.2%	6.2%
归属母公司股东权	33085	36960	42127	48535	营业利润	72.3%	80.3%	36.4%	20.7%
负债和股东权益	134599	147085	162705	181165	归属于母公司净利	86.6%	60.3%	38.5%	24.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	16.6%	19.1%	21.4%	23.0%
					净利率 (%)	3.9%	5.4%	6.9%	8.0%
					ROE (%)	7.0%	10.1%	12.3%	13.2%
					ROIC (%)	4.3%	5.5%	6.4%	6.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	60.4%	60.3%	59.9%	59.3%
					净负债比率 (%)	152.7%	152.0%	149.3%	145.4%
					流动比率	0.58	0.56	0.61	0.68
					速动比率	0.37	0.40	0.46	0.53
					营运能力				
					总资产周转率	0.53	0.49	0.49	0.47
					应收账款周转率	179.31	149.52	169.54	159.08
					应付账款周转率	9.44	8.63	8.89	8.67
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.42	0.83	1.15	1.43
					每股经营现金流薄)	1.53	3.08	3.11	3.79
					每股净资产	7.40	8.26	9.42	10.85
					估值比率				
					P/E	54.45	33.29	24.04	19.39
					P/B	3.09	3.36	2.95	2.56
					EV/EBITDA	14.91	12.76	10.46	9.10

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：许勇其，历任中信期货、国君期货等高级分析师、研究总监，16年产业及金属期货行业投研经历，2020年加入华安证券研究所，曾获证券时报年度最佳金属分析师、上期所最佳有色金属分析师团队等奖项。

分析师：黄玺，香港大学金融硕士，2022年加入华安证券研究所，覆盖贵金属、工业金属板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。