

山东黄金（600547.SH）——半年报点评

矿产金产量大幅增长，多项扩能改造工程有序推进

优于大市

核心观点

公司发布中报：上半年实现营收 457.73 亿元，同比+66.90%；实现归母净利润 13.83 亿元，同比+57.24%；实现扣非归母净利润 14.14 亿元，同比+60.35%；实现经营活动产生的现金流量净额 57.80 亿元，同比+414.64%。公司 Q1/Q2 分别实现营收 189.57/268.16 亿元，Q2 环比+41.46%；Q1/Q2 分别实现归母净利润 7.00/6.84 亿元，Q2 环比-2.33%；Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润 7.10/7.04 亿元，Q2 环比-0.80%。

矿产金产量大幅增长：今年上半年，公司矿产金产量 24.52 吨，同比增加 4.95 吨，同比增长 25.28%，其中 Q1/Q2 产量分别为 11.91/12.61 吨，Q2 环比+5.88%。2024 年，公司黄金产量计划是不低于 47 吨，上半年产量达到全年产量目标的 50%以上。

黄金产量远期有望持续提升：今年上半年，公司完成西岭金矿探矿权收购，与三山岛金矿采矿权实现整合，黄金资源储备大幅提升；完成包头昶泰矿业 70%股权收购，增加一座在产成熟矿山。未来，公司将加快世界级黄金资源产业基地建设，重点加快三山岛副井、盲服务井，焦家金矿朱郭李家主井、明混合井，新城金矿新主井粉矿回收井等工程进度；加力提速加纳卡蒂诺项目建设，力争早建成早投产早见效；突出抓好玲珑金矿玲珑矿区、东风矿区深部扩界、扩能，归来庄金矿扩界、扩能，莱西公司山后金矿扩界等工作，推动权证办理实现新突破。

利润分配方面：公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.8 元(含税)，总计拟派发现金红利约 3.58 亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的 30.23%。

风险提示：项目建设进度不及预期；黄金价格大幅回调；安全和环保风险。

投资建议：维持“优于大市”评级。

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 939/993/1036(原预测 659/714/774) 亿元，同比增速 58.4%/5.7%/4.3%；归母净利润分别为 40.80/59.54/72.71(原预测 39.98/55.75/73.15) 亿元，同比增速 75.3%/45.9%/22.1%；摊薄 EPS 分别为 0.91/1.33/1.63 元，当前股价对应 PE 分别为 31/21/17X。考虑到公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,306	59,275	93,898	99,270	103,563
(+/-%)	48.2%	17.8%	58.4%	5.7%	4.3%
净利润(百万元)	1,246	2,328	4,080	5,954	7,271
(+/-%)	-743.2%	-86.8%	75.3%	45.9%	22.1%
每股收益(元)	0.28	0.52	0.91	1.33	1.63
EBIT Margin	6.7%	9.4%	10.6%	12.5%	14.2%
净资产收益率(ROE)	3.8%	7.0%	11.4%	14.8%	16.1%
市盈率(PE)	100.6	53.9	30.7	21.1	17.2
EV/EBITDA	27.5	21.8	15.7	13.1	11.4
市净率(PB)	3.81	3.79	3.49	3.13	2.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·贵金属

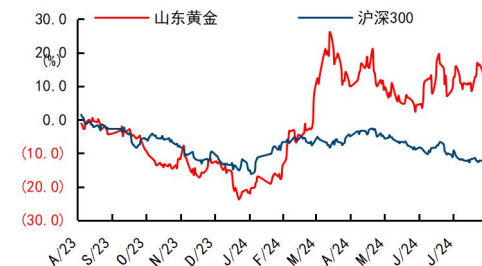
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyao hong@guosen.com.cn
S0980520040005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	28.03 元
总市值/流通市值	125390/125390 百万元
52 周最高价/最低价	33.25/19.63 元
近 3 个月日均成交额	662.03 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

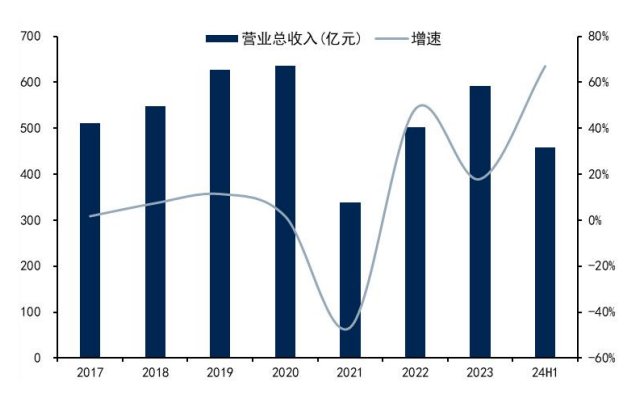
相关研究报告

- 《山东黄金(600547.SH)-金价上涨增厚公司利润，储量、产量有望持续提升》——2024-03-29
- 《山东黄金(600547.SH)-2023 年三季报点评-重点项目稳步推进，单季利润持续提升》——2023-10-30
- 《山东黄金(600547.SH)-2023 年中报点评-金价景气，业绩同比提升》——2023-08-31
- 《山东黄金(600547.SH)-资源为先，高增可期》——2023-05-16

◆ 24H1 实现归母净利润 13.83 亿元，同比+57.24%

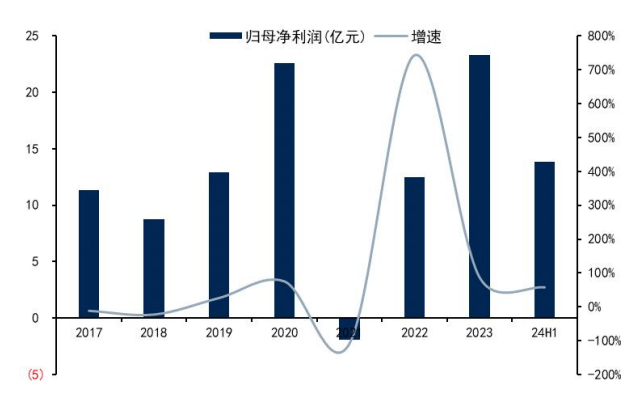
公司发布中报：上半年实现营收 457.73 亿元，同比+66.90%；实现归母净利润 13.83 亿元，同比+57.24%；实现扣非归母净利润 14.14 亿元，同比+60.35%；实现经营活动产生的现金流量净额 57.80 亿元，同比+414.64%。公司 Q1/Q2 分别实现营收 189.57/268.16 亿元，Q2 环比+41.46%；Q1/Q2 分别实现归母净利润 7.00/6.84 亿元，Q2 环比-2.33%；Q1/Q2 分别实现扣非归母净利润 7.10/7.04 亿元，Q2 环比-0.80%。

图1：公司营业收入及增速



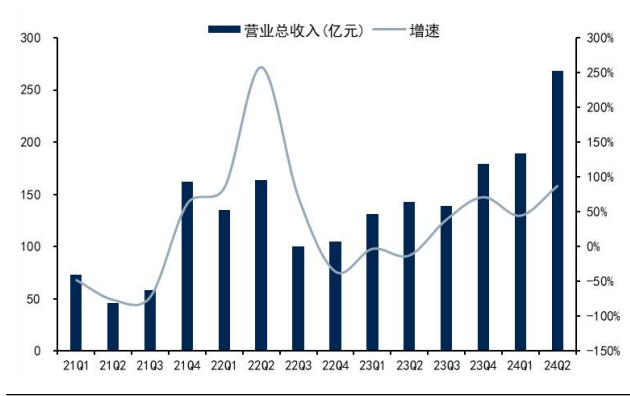
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速



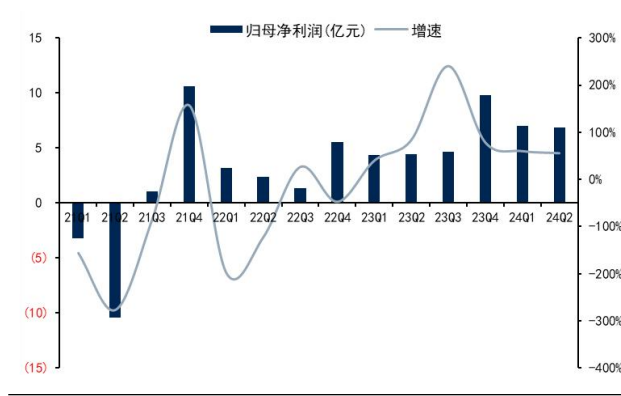
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速

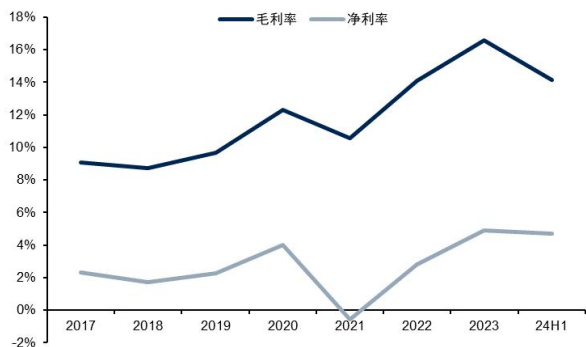


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

矿产金产量大幅增长，远期有望持续提升。今年上半年，公司矿产金产量 24.52 吨，同比增加 4.95 吨，同比增长 25.28%，其中 Q1/Q2 产量分别为 11.91/12.61 吨，Q2 环比+5.88%。2024 年，公司黄金产量计划是不低于 47 吨，上半年产量达到全年产量目标的 50%以上。今年上半年，公司完成西岭金矿探矿权收购，与三山岛金矿采矿权实现整合，黄金资源储备大幅提升；完成包头昶泰矿业 70%股权收购，增加一座在产成熟矿山。公司将加快世界级黄金资源产业基地建设，重点加快三山岛副井、盲服务井，焦家金矿朱郭李家主井、明混合井，新城金矿新主井粉矿回收井等工程进度；加力提速加纳卡蒂诺项目建设，力争早建成早投产早见效；突出抓好玲珑金矿玲珑矿区、东风矿区深部扩界、扩能，归来庄金矿扩界、扩能，莱西公司山后金矿扩界等工作，推动权证办理实现新突破。未来随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

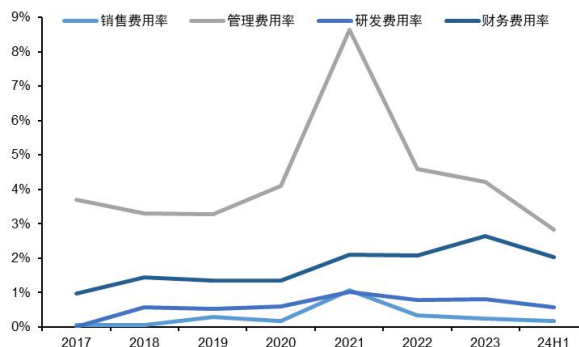
财务数据方面：①截止至今年上半年，公司资产负债率为 64.69%，相比 2023 年末提升 4.26 个百分点；在手货币资金 96.01 亿元，同比+23.79%；在手存货 90.60 亿元，同比+69.10%。②期间费用方面，公司上半年销售费用约 8311 万元，同比+40.65%；管理费用约 12.96 亿元，同比+22.74%；研发费用约 2.58 亿元，同比+56.54%；财务费用约 9.33 亿元，同比+33.59%。③利润分配方面，公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.8 元(含税)，总计拟派发现金红利约 3.58 亿元，占当期归属于上市公司普通股股东净利润的 30.23%。

图5: 公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6: 公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“优于大市”评级。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 939/993/1036(原预测 659/714/774) 亿元，同比增速 58.4%/5.7%/4.3%；归母净利润分别为 40.80/59.54/72.71(原预测 39.98/55.75/73.15) 亿元，同比增速 75.3%/45.9%/22.1%；摊薄 EPS 分别为 0.91/1.33/1.63 元，当前股价对应 PE 分别为 31/21/17X。考虑到公司是行业龙头企业，聚焦黄金主业，多项扩能改造工程有序推进，未来几年黄金产量有望大幅提升，维持“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9634	10224	18057	20625	24476	营业收入	50306	59275	93898	99270	103563
应收款项	2894	3871	5145	5439	5675	营业成本	43212	49437	79044	81645	83375
存货净额	4092	8848	10641	10965	11171	营业税金及附加	822	1136	1598	1688	1761
其他流动资产	1895	1780	3005	3177	3314	销售费用	176	147	170	179	186
流动资产合计	21475	28632	40757	44114	48545	管理费用	2316	2506	3742	3893	4015
固定资产	36833	50166	54875	59432	63693	研发费用	400	487	523	546	570
无形资产及其他	19373	32522	31438	30354	29270	财务费用	1047	1564	1896	1985	2071
投资性房地产	11051	20757	20757	20757	20757	投资收益	78	(60)	(240)	(50)	(50)
长期股权投资	1989	2522	2522	2522	2522	资产减值及公允价值变动	208	268	322	150	150
资产总计	90722	134599	150349	157179	164786	其他收入	(100)	(49)	452	784	784
短期借款及交易性金融负债	7262	26869	20000	20000	20000	营业利润	2102	3621	7462	10218	12469
应付款项	7193	10552	17026	17543	17873	营业外净收支	(96)	(58)	(43)	(40)	(40)
其他流动负债	20206	12038	24153	24909	25399	利润总额	2006	3563	7419	10178	12429
流动负债合计	34661	49459	61179	62452	63273	所得税费用	583	672	1661	2239	2734
长期借款及应付债券	13548	23211	23211	23211	23211	少数股东损益	178	563	1678	1985	2424
其他长期负债	5816	8669	8669	8669	8669	归属于母公司净利润	1246	2328	4080	5954	7271
长期负债合计	19365	31880	31880	31880	31880	现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	54025	81340	93059	94332	95153	净利润	1246	2328	4080	5954	7271
少数股东权益	3819	20174	21349	22738	24435	资产减值准备	(5)	8	1	1	1
股东权益	32877	33085	35941	40109	45199	折旧摊销	3146	3922	4044	4375	4673
负债和股东权益总计	90722	134599	150349	157179	164786	公允价值变动损失	208	268	322	150	150
						财务费用	1047	1564	1896	1985	2071
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(2610)	(17280)	14306	485	243
每股收益	0.28	0.52	0.91	1.33	1.63	其它	(88)	(51)	1173	1388	1696
每股红利	0.42	0.56	0.27	0.40	0.49	经营活动现金流	1897	(10805)	23926	12354	14033
每股净资产	7.35	7.40	8.03	8.97	10.10	资本开支	0	(15916)	(8000)	(8000)	(8000)
ROIC	5%	6%	7%	10%	11%	其它投资现金流	(278)	(949)	0	0	0
ROE	4%	7%	11%	15%	16%	投资活动现金流	(314)	(17398)	(8000)	(8000)	(8000)
毛利率	14%	17%	16%	18%	19%	权益性融资	45	7190	0	0	0
EBIT Margin	7%	9%	11%	12%	14%	负债净变化	8209	9663	0	0	0
EBITDA Margin	13%	16%	15%	17%	19%	支付股利、利息	(1901)	(2509)	(1224)	(1786)	(2181)
收入增长	48%	18%	58%	6%	4%	其它融资现金流	(9617)	7295	(6869)	0	0
净利润增长率	-743%	87%	75%	46%	22%	融资活动现金流	3043	28794	(8093)	(1786)	(2181)
资产负债率	64%	75%	76%	74%	73%	现金净变动	4627	590	7833	2567	3852
股息率	1.5%	2.0%	1.0%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	5008	9634	10224	18057	20625
P/E	100.6	53.9	30.7	21.1	17.2	货币资金的期末余额	9634	10224	18057	20625	24476
P/B	3.8	3.8	3.5	3.1	2.8	企业自由现金流	(4585)	(24762)	18039	6535	8413
EV/EBITDA	27.5	21.8	15.7	13.1	11.4	权益自由现金流	(4664)	(7804)	9850	5369	7285

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032