

2024年08月31日
 山东黄金(600547.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

黄金

黄金生产稳步推进,多矿山项目精准发力

目 公司发布 2024 年中报

2024 年上半年实现营业收入 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%。

其中二季度公司实现营业收入 268.16 亿元,环比+41.46%,归母净利润 6.84 亿元,环比-2.33%,扣非归母净利润 7.04 亿元,环比-0.80%。

公司业绩还受到其他非生产因素的影响。1) 24H1 投资净收益-1.90 亿元(其中 24Q2 -1.68 亿元),其中处置衍生金融工具取得的投资收益-1.896 亿元。2) 24H1 公允价值变动损益-1.09 亿元(其中 24Q2 -1.18 亿元)。

目 矿产金:金价上涨提振利润水平,矿产金生产按进度推进

✓量: 24H1 公司矿产金产量 24.52 吨,同比+4.95 吨(+25.28%)。其中 24Q1 矿产金产量 11.908 吨,24Q2 产量 12.612 吨。2024 年公司确定的生产经营计划是黄金产量不低于 47 吨(包含山金国际目标 8 吨),上半年完成 52.17%。公司 Q2 归母净利润环减或与黄金库存累积未实现及时销售影响有关。

✓价: 24H1 沪金均价 523.30 元/克,同比+20.5%。24Q2 沪金均价 555.44 元/克,同比+23.8%,环比+13.2%。

✓利: 黄金业务 24H1 毛利率 50.69%,同比+3.86pct。外购金及小金条 24H1 毛利率 1.07%。

目 卡蒂诺建设超计划进度,多矿山精准发力

✓西岭金矿: 2024 年上半年,公司完成西岭金矿探矿权的收购,并与三山岛金矿原有矿权整合为一宗采矿权,目前正在开展项目建设的相关工作。

✓昶泰矿业: 公司成功完成包头昶泰矿业股权并购,实现并购新增黄金金属量 16 余吨,后期将通过产能提升,为山东黄金增加一个吨金矿山。

✓玲珑金矿: 玲珑矿区生产系统调整、安全设施工程建设已结束,准备进入试生产阶段,公司将积极推进玲珑矿区的安全生产许可证的获取工作。

✓焦家金矿: 目前各矿权已完成整合,成功取得 660 万吨/年的采矿证。焦家金矿自 2024 年开始进入扩大再生产项目建设周期,期间产能规模将适当调整,或影响部分生产经营指标年内表现。

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	34.8 元
股价 (2024-08-30)	27.00 元

总市值(百万元)	120,782.60
流通市值(百万元)	97,589.97
总股本(百万股)	4,473.43
流通股本(百万股)	3,614.44
12 个月价格区间	20.02/33.11 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.1	2.0	14.8
绝对收益	-5.5	-5.6	2.5

覃晶晶 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001

qinjj1@essence.com.cn

周古玥 联系人

SAC 执业证书编号: S1450123050031

zhouguy@essence.com.cn

相关报告

自产金量价齐升,金价上涨	2024-04-01
业绩弹性有望释放	
矿产金生产节奏平稳推进,	2023-10-30
金价上行业绩弹性可期	
探矿增储持续发力,金价上行周期看好公司业绩弹性	2023-08-31
海外衰退预期再强化,量价齐升开启成长新篇章	2023-04-06

- ✓加纳卡蒂诺项目：选矿厂、尾矿库等关键工程建设均超计划进度。
- ✓公司持续加大资源增储力度，上半年累计投入探矿资金 3.1 亿元，完成探矿工程量 33 万米，实现探矿新增金金属量 21.9 吨。

目 拟派发中期分红回馈股东

公司拟向全体股东每 10 股派现金红利 0.80 元（含税），合计拟派发现金红利 3.58 亿元（含税）。公司 2024 年半年度现金分红金额占当期归属于上市公司普通股股东净利润的 30.23%。

目 投资建议：

预计 2024-2026 年营业收入分别为 767.31、824.43、864.36 亿元，预计净利润 36.95、55.44、65.93 亿元，对应 EPS 分别为 0.83、1.24、1.47 目前股价对应 PE 为 33.6、22.4、18.8 倍，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 34.8 元/股，对应 24 年 PE 约 42 倍。

目 风险提示：需求不及预期，金属价格大幅波动，项目进度不及预期，收购进展不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	50,305.8	59,275.3	76,731.3	82,442.9	86,435.9
净利润	1,245.9	2,327.8	3,694.5	5,544.0	6,592.2
每股收益(元)	0.28	0.52	0.83	1.24	1.47
每股净资产(元)	7.35	7.40	5.77	6.70	7.81

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	99.5	53.3	33.6	22.4	18.8
市净率(倍)	3.8	3.7	4.8	4.1	3.6
净利润率	2.5%	3.9%	4.8%	6.7%	7.6%
净资产收益率	3.8%	7.0%	14.3%	18.5%	18.9%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%
ROIC	7.8%	11.4%	8.6%	12.6%	14.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	50,305.8	59,275.3	76,731.3	82,442.9	86,435.9	成长性					
减: 营业成本	43,212.0	49,436.7	61,096.8	64,455.1	65,936.7	营业收入增长率	48.2%	17.8%	29.4%	7.4%	4.8%
营业税费	822.1	1,136.0	1,304.4	1,401.5	1,469.4	营业利润增长率	2969.6%	72.3%	73.5%	48.2%	22.5%
销售费用	176.4	147.2	306.9	329.8	345.7	净利润增长率	-743.2%	86.8%	58.7%	50.1%	18.9%
管理费用	2,315.7	2,506.2	3,452.9	3,709.9	3,889.6	EBITDA 增长率	107.6%	43.2%	37.6%	27.3%	15.3%
研发费用	399.6	487.2	613.9	659.5	691.5	EBIT 增长率	420.2%	61.1%	64.2%	37.2%	18.8%
财务费用	1,047.1	1,563.5	2,301.9	2,473.3	2,593.1	NOPLAT 增长率	-133.0%	88.3%	65.6%	37.2%	18.8%
资产减值损失	-0.6	-8.1	-4.8	-4.8	-4.8	投资资本增长率	29.1%	119.9%	-6.6%	6.4%	-9.9%
加: 公允价值变动收益	-209.1	-276.4	-1,266.3	-	-	净资产增长率	15.5%	45.1%	-11.1%	12.9%	14.1%
投资和汇兑收益	78.2	-59.8	-100.0	-100.0	-100.0	利润率					
营业利润	2,102.1	3,621.4	6,283.3	9,308.9	11,405.1	毛利率	14.1%	16.6%	20.4%	21.8%	23.7%
加: 营业外净收支	-95.7	-58.3	-66.7	-73.6	-66.2	营业利润率	4.2%	6.1%	8.2%	11.3%	13.2%
利润总额	2,006.4	3,563.1	6,216.7	9,235.4	11,338.9	净利润率	2.5%	3.9%	4.8%	6.7%	7.6%
减: 所得税	582.9	672.5	1,173.3	1,743.0	2,140.0	EBITDA/营业收入	12.7%	15.4%	16.4%	19.5%	21.4%
净利润	1,245.9	2,327.8	3,694.5	5,544.0	6,592.2	EBIT/营业收入	6.5%	8.8%	11.2%	14.3%	16.2%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	206	220	197	185	176
货币资金	9,634.3	10,224.4	6,138.5	6,595.4	6,914.9	流动营业资本周转天数	-141	-81	-52	-48	-45
交易性金融资产	2,959.9	3,909.1	2,100.0	2,100.0	2,100.0	流动资产周转天数	128	152	120	103	102
应收账款	2,839.9	3,677.6	4,759.3	4,305.7	5,198.3	应收账款周转天数	20	20	20	20	20
应收票据	54.1	193.2	127.0	217.0	143.6	存货周转天数	25	39	38	37	36
预付账款	824.5	523.3	1,142.3	614.9	1,182.7	总资产周转天数	605	684	615	559	531
存货	4,092.3	8,848.0	7,144.4	9,727.1	7,532.2	投资资本周转天数	235	360	369	343	320
其他流动资产	1,070.3	1,256.4	927.6	1,084.7	1,089.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.8%	7.0%	14.3%	18.5%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.6%	2.1%	4.0%	5.8%	7.3%
长期股权投资	1,988.9	2,522.0	2,522.0	2,522.0	2,522.0	ROIC	7.8%	11.4%	8.6%	12.6%	14.0%
投资性房地产	176.2	164.4	164.4	164.4	164.4	费用率					
固定资产	30,711.7	41,746.0	42,204.1	42,396.2	42,327.8	销售费用率	0.4%	0.2%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	5,950.2	8,273.6	8,014.4	7,801.8	7,627.5	管理费用率	4.6%	4.2%	4.5%	4.5%	4.5%
无形资产	19,379.4	32,538.2	31,196.6	29,855.1	28,513.6	研发费用率	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	11,039.9	20,722.9	21,009.0	21,020.7	21,102.7	财务费用率	2.1%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	90,721.6	134,599.3	127,449.4	128,405.1	126,419.2	四费/营业收入	7.8%	7.9%	8.7%	8.7%	8.7%
短期债务	6,614.2	20,207.4	37,015.1	40,460.5	24,417.1	偿债能力					
应付账款	8,536.2	14,785.5	18,244.8	15,023.3	18,571.7	资产负债率	59.6%	60.4%	62.9%	58.4%	51.8%
应付票据	3,351.7	3,917.6	5,066.2	3,795.2	5,690.1	负债权益比	147.2%	152.7%	169.2%	140.3%	107.3%
其他流动负债	16,158.5	10,549.0	8,011.4	8,440.1	9,181.0	流动比率	0.62	0.58	0.33	0.36	0.42
长期借款	13,548.3	23,211.3	4,878.8	114.3	-	速动比率	0.50	0.40	0.22	0.22	0.29
其他非流动负债	5,816.3	8,669.1	6,894.4	7,126.6	7,563.3	利息保障倍数	3.10	3.35	3.73	4.77	5.40
负债总额	54,025.2	81,339.9	80,110.7	74,959.9	65,423.2	分红指标					
少数股东权益	3,819.4	20,174.5	21,523.4	23,471.8	26,078.5	DPS (元)	0.07	0.14	0.21	0.31	0.37
股本	4,473.4	4,473.4	4,473.4	4,473.4	4,473.4	分红比率	25.1%	26.9%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	18,336.4	18,571.1	21,342.0	25,499.9	30,444.1	股息收益率	0.3%	0.5%	0.7%	1.1%	1.3%
股东权益	36,696.5	53,259.4	47,338.8	53,445.2	60,996.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	EPS (元)	0.28	0.52	0.83	1.24	1.47
净利润	1,243.4	2,890.6	3,694.5	5,544.0	6,592.2	BVPS (元)	7.35	7.40	5.77	6.70	7.81
加: 折旧和摊销	3,161.0	3,942.2	4,005.0	4,249.1	4,491.7	PE (X)	99.5	53.3	33.6	22.4	18.8
资产减值准备	0.6	8.1	-	-	-	PB (X)	3.8	3.7	4.8	4.1	3.6
公允价值变动损失	209.1	276.4	-1,266.3	-	-	P/FCF	132.5	-9.7	32.1	-600.1	-190.8
财务费用	719.7	1,650.9	2,301.9	2,473.3	2,593.1	P/S	2.5	2.1	1.6	1.5	1.4
投资损失	-24.4	120.6	100.0	100.0	100.0	EV/EBITDA	14.0	16.5	13.8	10.9	8.8
少数股东损益	177.6	562.9	1,348.9	1,948.4	2,606.7	CAGR (%)	74.0%	47.1%	-395.5%	74.0%	47.1%
营运资金的变动	-2,402.0	-49.1	3,544.3	-5,993.2	6,529.9	PEG	1.3	1.1	-0.1	0.3	0.4
经营活动产生现金流量	2,971.8	6,848.8	13,728.4	8,321.5	22,913.6	ROIC/WACC	0.9	1.3	1.0	1.4	1.6
投资活动产生现金流量	-5,250.7	-20,623.7	518.1	-3,100.0	-3,100.0	REP	2.7	1.4	2.3	1.5	1.4
融资活动产生现金流量	5,461.8	14,437.5	-18,332.5	-4,764.6	-19,494.2						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034