

产量环比下滑，业绩低于预期

2024 年 10 月 30 日

► **事件：公司发布 2024 年三季报：**2024 年前三季度公司实现营收 670.06 亿，同比+62.15%，实现归母净利润 20.66 亿，同比+53.57%，扣非归母净利润 20.94 亿，同比+63.57%；单季度看，2024 年三季度公司实现营收 212.32 亿，同比+52.77%，环比-20.82%，实现归母净利润 6.82 亿，同比+46.62%，环比-0.18%，扣非归母净利润 6.80 亿，同比+70.69%，环比-3.43%，业绩低于我们预期。

► **分析：产量环比下滑影响三季度业绩。**量：公司前三季度实现矿产金产量 35.44 吨，对应三季度产量 10.92 吨，环比下滑 13.43%，外购金前三季度 59.27 吨，小金条 17.90 吨。价：2024 前三季度黄金均价 2290 美元/盎司，同比+18.58%；Q3 单季度均价 2473 美元/盎司，同比+28.39%，环比+5.76%。利：公司前三季度实现毛利率 14.88%，同比-0.27pct，净利率 4.94%，同比+0.93pct；Q3 单季度毛利净利率环比略有上涨。

► **业绩拆分：**公司第三季度归母同比增长 2.17 亿，主要增利项包括毛利 (+10.62 亿)，营业外利润 (+0.23 亿)；减利项包括费用和税金 (-0.52 亿)、其他/投资收益 (-0.97 亿)、公允价值变动 (-0.28 亿)，所得税 (-2.02 亿)、少数股东损益 (-2.79 亿)；归母环比增加 0.01 亿元，持平原因系费用及税金 (+3.07 亿) 与其他和投资收益 (+2.11 亿) 与毛利 (-2.33 亿) 和公允价值变动 (-1.70 亿) 基本抵消，其中费用和税金增利项主要源于税金及附加 (+3.2 亿) 和管理费用 (+0.52 亿)，毛利变动受产量环比下滑影响。

► **并购、增储双收获，持续提速权证办理步伐。**2024 年上半年公司完成探矿工程量 33 万米，实现探矿新增金属量 21.9 吨，另收购包头昶泰矿业 70% 股权，完成西岭金矿探矿权的收购及三山岛金矿矿权的整合。另外公司上半年取得多项权证及相关批复，其中三山岛金矿取得整合后的 15000 吨/天采矿许可证，沂南金矿金场分矿深部扩界扩能项目取得采矿许可证。

► **在建项目持续推进：**公司玲珑金矿所属东风矿区和灵山矿区目前处于正常生产状态，玲珑矿区目前已经取得安全生产许可证，正在办理爆破作业单位许可证，取得后可恢复生产；焦家金矿作为公司位于莱州黄金生产基地的核心矿区，目前各矿权已完成整合，成功取得 660 万吨/年采矿证。为加快世界级黄金生产基地建设，焦家金矿自 2024 年开始扩大再生产项目建设及安全设施建设，期间产能规模将适当调整。

► **盈利预测与投资建议：**考虑库存情况及历史分季度业绩，结合金价尚处高位，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 31.03/37.18/54.80 亿元，按照 10 月 28 日收盘价，对应 PE 为 39/33/22 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品价格波动风险，安全环保管理风险，项目进展不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	59,275	93,564	96,310	102,592
增长率 (%)	17.8	57.8	2.9	6.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,328	3,103	3,718	5,480
增长率 (%)	86.6	33.3	19.8	47.4
每股收益 (元)	0.52	0.69	0.83	1.23
PE	53	39	33	22
PB	3.7	3.4	3.1	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

27.21 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

相关研究

- 1.山东黄金 (600547.SH) 2024 年半年报点评：业绩低于预期，资源持续扩张-2024/08/29
- 2.山东黄金 (600547.SH) 2023 年年报点评：业绩大幅增长，黄金龙头兼具成长-2024/04/02
- 3.山东黄金 (600547.SH) 动态报告：世界级金矿注入，黄金龙头加速成长-2024/01/30
- 4.山东黄金 (600547.SH) 2023 年三季报点评：业绩同比增长，黄金龙头坐享金价上行-2023/10/31
- 5.山东黄金 (600547.SH) 2023 年中报点评：业绩同比大幅增长，增储、并购收获丰富-2023/09/08

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	59,275	93,564	96,310	102,592
营业成本	49,437	77,422	78,118	79,851
营业税金及附加	1,136	1,871	1,926	2,052
销售费用	147	243	260	308
管理费用	2,506	3,743	4,141	4,617
研发费用	487	702	722	769
EBIT	5,525	9,582	11,143	14,995
财务费用	1,564	2,414	2,599	2,567
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	-60	-374	-385	-410
营业利润	3,621	6,832	8,178	12,029
营业外收支	-58	-50	-50	-50
利润总额	3,563	6,782	8,128	11,979
所得税	672	1,696	2,032	2,995
净利润	2,891	5,087	6,096	8,984
归属于母公司净利润	2,328	3,103	3,718	5,480
EBITDA	9,542	14,480	16,065	20,128

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,224	19,375	26,357	36,893
应收账款及票据	713	266	264	281
预付款项	523	1,548	1,562	1,597
存货	8,848	6,363	6,421	6,563
其他流动资产	8,323	10,324	10,475	10,820
流动资产合计	28,632	37,878	45,078	56,155
长期股权投资	2,522	2,542	2,542	2,542
固定资产	41,746	40,014	38,081	35,949
无形资产	32,522	32,622	32,672	32,672
非流动资产合计	105,967	107,846	107,124	106,192
资产合计	134,599	145,724	152,203	162,347
短期借款	20,207	21,507	21,507	21,507
应付账款及票据	10,552	8,060	8,133	8,313
其他流动负债	18,700	17,127	15,662	15,865
流动负债合计	49,459	46,695	45,302	45,686
长期借款	23,211	32,211	34,211	35,211
其他长期负债	8,669	8,695	8,695	8,695
非流动负债合计	31,880	40,906	42,906	43,906
负债合计	81,340	87,601	88,208	89,592
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	20,174	22,158	24,536	28,039
股东权益合计	53,259	58,123	63,994	72,755
负债和股东权益合计	134,599	145,724	152,203	162,347

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.83	57.85	2.94	6.52
EBIT 增长率	68.48	73.43	16.28	34.57
净利润增长率	86.57	33.30	19.83	47.38
盈利能力 (%)				
毛利率	16.60	17.25	18.89	22.17
净利润率	4.88	5.44	6.33	8.76
总资产收益率 ROA	1.73	2.13	2.44	3.38
净资产收益率 ROE	7.04	8.63	9.42	12.26
偿债能力				
流动比率	0.58	0.81	1.00	1.23
速动比率	0.39	0.64	0.82	1.05
现金比率	0.21	0.41	0.58	0.81
资产负债率 (%)	60.43	60.11	57.95	55.19
经营效率				
应收账款周转天数	3.20	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	65.33	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.44	0.64	0.63	0.63
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.69	0.83	1.23
每股净资产	7.40	8.04	8.82	10.00
每股经营现金流	1.53	3.37	2.85	3.89
每股股利	0.14	0.15	0.16	0.17
估值分析				
PE	53	39	33	22
PB	3.7	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	17.00	11.28	9.86	7.40
股息收益率 (%)	0.51	0.55	0.59	0.62

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,891	5,087	6,096	8,984
折旧和摊销	4,017	4,897	4,922	5,132
营运资金变动	-1,859	2,072	-1,613	-156
经营活动现金流	6,849	15,057	12,730	17,382
资本开支	-9,178	-6,810	-4,250	-4,250
投资	-11,274	-40	0	0
投资活动现金流	-20,624	-7,221	-4,635	-4,660
股权募资	7,190	0	0	0
债务募资	15,446	9,326	2,000	1,000
筹资活动现金流	14,438	1,315	-1,114	-2,186
现金净流量	599	9,151	6,981	10,536

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026