

分析师: 刘智  
 登记编码: S0730520110001  
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775  
 研究助理: 李泽森  
 登记编码: S0730121070006  
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

## 增产复产持续推进, 营收盈利持续修复

——山东黄金(600547)公司点评报告

### 证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

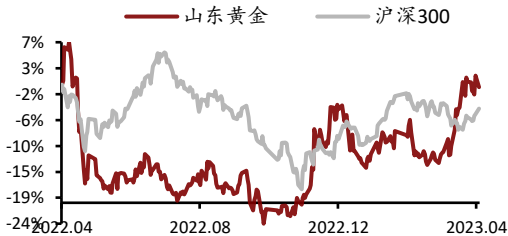
#### 市场数据(2023-04-03)

收盘价(元)	21.61
一年内最高/最低(元)	23.33/16.60
沪深 300 指数	4,090.57
市净率(倍)	4.21
流通市值(亿元)	781.08

#### 基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	5.13
每股经营现金流(元)	0.66
毛利率(%)	14.10
净资产收益率_摊薄(%)	3.79
资产负债率(%)	59.55
总股本/流通股(万股)	447,342.95/361,444.33
B 股/H 股(万股)	0.00/85,898.62

#### 个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

#### 相关报告

《山东黄金(600547)公司点评报告: 盈利继续修复, 拟收购银泰黄金股份有限公司控制权》  
2023-02-01

《山东黄金(600547)季报点评: 业绩持续修复, 有望进一步整合资源》  
2022-11-10

《山东黄金(600547)公司点评报告: 黄金价格维持强势, 公司受益于丰富黄金资源》  
2020-02-14

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 04 月 04 日

**事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年度实现营业收入 503.06 亿元, 同比增长 48.24%; 实现归母净利润 12.46 亿元, 同比增长 743.23%; 实现扣非归母净利润 13.04 亿元, 同比增长 335.88%; 基本每股收益 0.20 元/股。

#### 投资要点:

- **公司矿山增产复产持续推进, 营收盈利持续修复。**受到美联储持续大幅加息、俄乌冲突、通胀高企等因素影响, 2022 年黄金价格大幅波动, 公司受到玲珑矿区和东风矿区产能关停以及疫情扰动影响, 2022 年营收和盈利空间受到一定限制。2022 年公司矿产金/外购金/小金条产量分别为 38.67/53.05/30.62 吨, 分别同比增长 56.06/71.18/14.56%; 销量分别为 38.72/52.35/30.40 吨, 分别同比增长 47.49/66.20/14.23%; 营业收入分别为 151.83/207.44/108.05 亿元, 分别同比增长 55.26/73.63/23.22%; 毛利率分别为 43.33%/0.49%/0.90%, 分别比 2021 年增长 14.25%/0.25%/0.74%。公司费用管控良好, 2022 年公司销售费用/管理费用/财务费用分别为 1.76/23.16/10.47 亿元, 分别同比增长 -51.25%/-20.96%/47.26%。公司 2022 年原矿入选品位 1.23 克/吨, 同比增加 0.11 克/吨, 其中地下矿山原矿入选品位 1.84 克/吨, 同比增加 0.09 克/吨, 增幅 5.43%, 主要原因是各矿山产能快速恢复, 高品位资源得到有效利用; 露天矿山原矿入选品位 0.74 克/吨, 同比下降 0.03 克/吨, 降幅为 3.89%, 主要原因是新疆金川矿业和阿根廷贝拉德罗金矿地质资源品位下降。因山东省新一轮生态保护红线划定影响公司权证办理进度, 在生态保护红线方案批复后, 玲珑金矿的玲珑矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证, 截至 2022 年年报出具日玲珑矿区尚在办理安全生产许可证, 未复工复产; 东风矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证及安全生产许可证, 2023 年 1 月复产; 蓬莱矿业于 2022 年 4 月底复产。2022 年公司 7 家矿山产量创出新高, 其中, 焦家金矿年黄金产量突破 10 吨, 成为全国第一黄金生产矿山。公司对内加大地质探矿投入和勘查力度, 对外紧盯重点区域积极获取资源, 按照权益计算保有金资源量达到 1318.6 吨, 资源保障支撑能力进一步增强。公司全面提升精益化管理水平, 2022 年公司地下矿山原矿入选品位 1.84 克/吨, 同比提高 5.43%; 采矿损失率 5.18%, 下降 0.47%; 矿石贫化率 5.79%, 下降 0.71%。

- **公司加快权证办理。**焦家金矿和新城金矿克服整合矿业权数量多、权属所涉单位多等困难, 已取得山东省自然资源厅颁发的焦家金矿、新城金矿两个整合后的采矿许可证, 并成为省内首批获得山东

省发改委对资源整合项目核准批复的矿山；玲珑金矿在生态红线划定方案批复后，取得省内“第一批”延续采矿许可证。赤峰柴矿顺利取得 2000 吨/日扩建项目核准批复及配套尾矿库扩建的环境影响报告书批复，为项目顺利实施创造了条件。

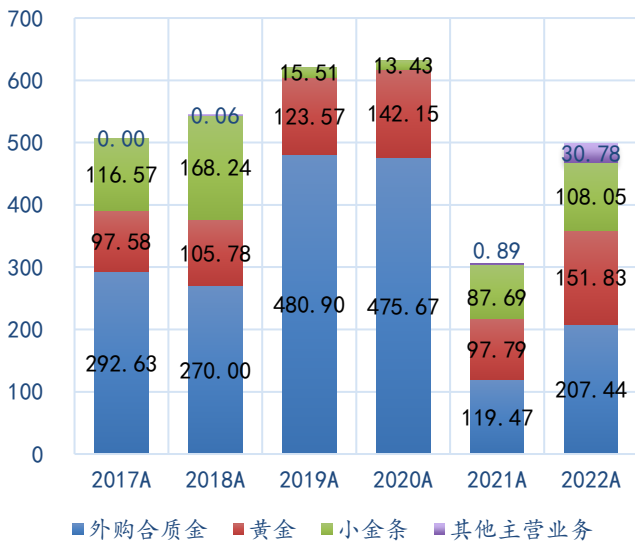
- **公司拟定 2023 年经营计划。**2023 年公司拟定生产计划为黄金产量不低于 39.64 吨。公司拟重点加快焦家金矿资源整合开发工程、新城金矿资源整合开发工程、加纳卡蒂诺公司的纳穆蒂尼金矿项目、赤峰柴矿采选 2000 吨/日扩建工程、三山岛副井工程等工程建设，力争到年底焦家明混合井工程掘砌到底，新城金矿新主井工程、滕家竖井工程取得重大进展，纳穆蒂尼金矿项目开始氧化矿开采及基建剥离。公司拟加快推进银泰黄金控制权并购项目，统筹规划并购完成后山东黄金与银泰黄金之间的产业协同与区域协同作用的发挥。
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观环境变化、公司经营情况，我们调整公司 2023 年营业收入 665.36 亿元至 606.36 亿元，调整 2023/2024 年归母净利润 19.86/25.03 亿元至 23.59/31.12 亿元，预计公司 2023、2024 和 2025 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.53 元、0.70 元和 0.75 元，按照 4 月 3 日 21.61 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 40.98 倍、31.06 倍和 28.81 倍。受欧美银行风险事件冲击、国际局势复杂多变影响，美联储加息放缓预期影响，黄金价格有望维持高位运行；公司 2022 年业绩持续修复改善，随着未来公司关停产能的复工复产以及进一步整合金矿资源，预计公司营收和盈利会持续修复并保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

**风险提示：**(1) 美联储加息超预期；(2) 国际宏观经济下行；(3) 疫情反复超预期；(4) 行业政策发生变化；(5) 黄金价格大幅波动；(6) 下游需求不及预期；(7) 公司产能供给不及预期。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	33,935	50,306	60,636	71,363	77,333
增长比率(%)	-46.70	48.24	20.53	17.69	8.37
净利润(百万元)	-194	1,246	2,359	3,113	3,355
增长比率(%)	-109.57	743.23	89.32	31.96	7.80
每股收益(元)	-0.04	0.28	0.53	0.70	0.75
市盈率(倍)	—	77.59	40.98	31.06	28.81

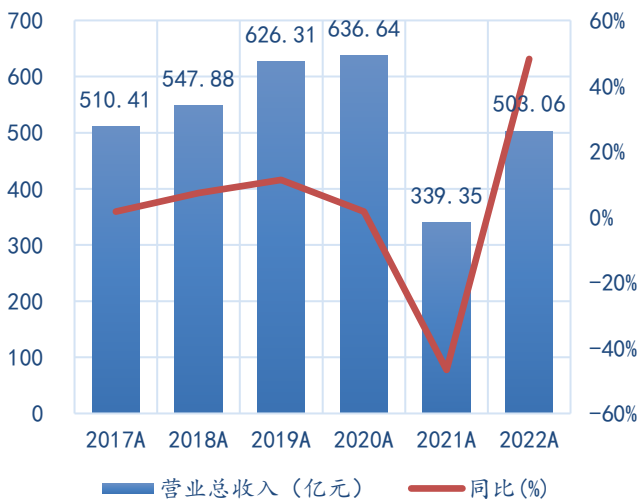
资料来源：中原证券

图 1：公司主营业务构成占比（亿元）



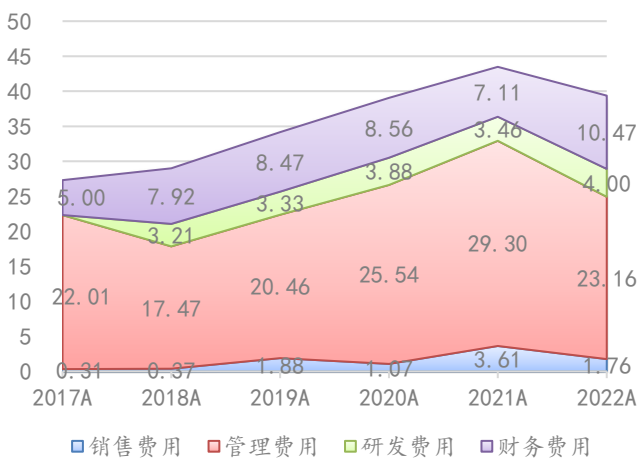
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营业总收入及同比



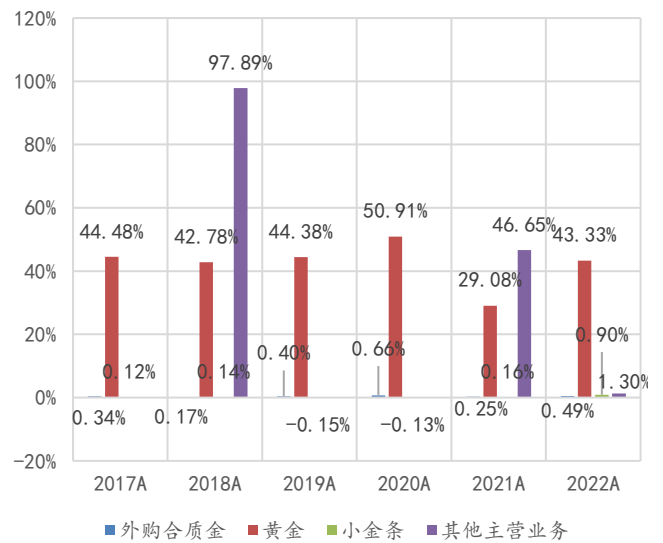
资料来源：Wind，中原证券

图 5：公司期间费用（亿元）



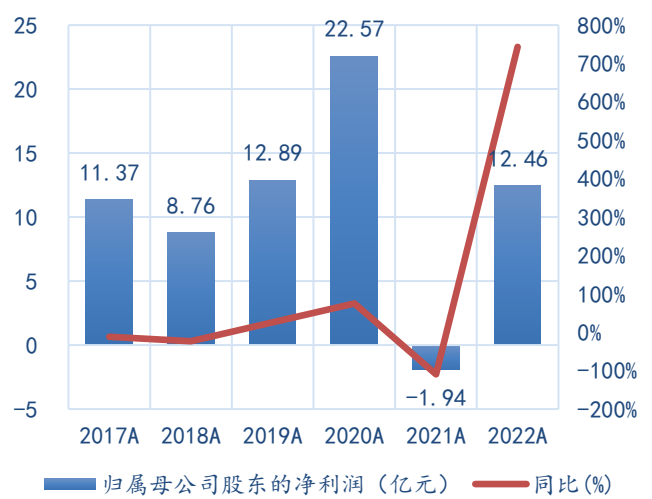
资料来源：Wind，中原证券

图 2：公司主营业务毛利率



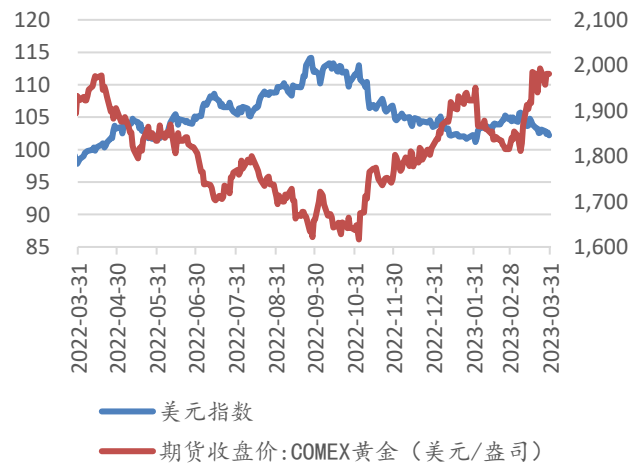
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：COMEX 黄金价格与美元指数走势



资料来源：Wind，中原证券

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>14,268</b>	<b>21,475</b>	<b>25,002</b>	<b>31,537</b>	<b>36,998</b>
现金	5,008	9,634	12,447	17,220	21,878
应收票据及应收账款	118	195	171	283	263
其他应收款	2,561	2,699	3,028	3,712	4,021
预付账款	460	824	936	1,107	1,198
存货	2,984	4,092	4,577	5,191	5,447
其他流动资产	3,138	4,030	3,842	4,023	4,191
<b>非流动资产</b>	<b>64,039</b>	<b>69,246</b>	<b>71,788</b>	<b>73,277</b>	<b>74,685</b>
长期投资	1,954	1,989	2,017	2,038	2,059
固定资产	26,828	30,712	32,507	33,940	35,313
无形资产	19,336	19,373	19,407	19,621	19,902
其他非流动资产	15,921	17,173	17,856	17,678	17,411
<b>资产总计</b>	<b>78,308</b>	<b>90,722</b>	<b>96,789</b>	<b>104,813</b>	<b>111,683</b>
<b>流动负债</b>	<b>34,987</b>	<b>34,661</b>	<b>36,757</b>	<b>40,130</b>	<b>42,003</b>
短期借款	5,784	6,614	7,304	7,565	7,732
应付票据及应付账款	4,902	7,193	7,577	8,825	9,251
其他流动负债	24,302	20,853	21,877	23,740	25,020
<b>非流动负债</b>	<b>11,537</b>	<b>19,365</b>	<b>20,744</b>	<b>22,011</b>	<b>23,361</b>
长期借款	5,340	13,548	14,780	16,016	17,338
其他非流动负债	6,198	5,816	5,964	5,995	6,023
<b>负债合计</b>	<b>46,524</b>	<b>54,025</b>	<b>57,501</b>	<b>62,142</b>	<b>65,364</b>
少数股东权益	2,563	3,819	4,053	4,323	4,615
股本	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473
资本公积	5,568	4,370	4,370	4,370	4,370
留存收益	13,298	13,967	16,325	19,438	22,793
归属母公司股东权益	29,220	32,877	35,236	38,348	41,704
<b>负债和股东权益</b>	<b>78,308</b>	<b>90,722</b>	<b>96,789</b>	<b>104,813</b>	<b>111,683</b>

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,822</b>	<b>2,972</b>	<b>7,259</b>	<b>8,301</b>	<b>8,675</b>
净利润	-195	1,423	2,592	3,383	3,647
折旧摊销	2,510	3,251	3,339	3,413	3,608
财务费用	732	720	1,128	1,067	1,140
投资损失	-468	-24	-121	-143	-155
营运资金变动	118	-2,249	317	938	658
其他经营现金流	-874	-149	5	-358	-223
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,607</b>	<b>-5,251</b>	<b>-5,702</b>	<b>-4,523</b>	<b>-4,741</b>
资本支出	-3,404	-4,005	-5,939	-4,963	-5,045
长期投资	756	-134	164	-88	-121
其他投资现金流	41	-1,112	74	529	425
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,141</b>	<b>5,462</b>	<b>1,255</b>	<b>995</b>	<b>723</b>
短期借款	-2,082	831	689	262	167
长期借款	4,662	8,209	1,231	1,236	1,322
普通股增加	159	0	0	0	0
资本公积增加	-3,354	-1,198	0	0	0
其他筹资现金流	2,755	-2,379	-665	-503	-766
<b>现金净增加额</b>	<b>1,343</b>	<b>3,228</b>	<b>2,813</b>	<b>4,773</b>	<b>4,658</b>

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>33,935</b>	<b>50,306</b>	<b>60,636</b>	<b>71,363</b>	<b>77,333</b>
营业成本	30,351	43,212	52,026	61,507	66,537
营业税金及附加	633	822	982	1,142	1,237
营业费用	361	176	249	271	302
管理费用	2,930	2,316	2,668	3,076	3,325
研发费用	346	400	461	542	588
财务费用	711	1,047	1,041	985	1,036
资产减值损失	-6	-1	-1	-3	-5
其他收益	21	26	18	21	23
公允价值变动收益	576	-209	146	499	338
投资净收益	728	78	121	143	155
资产处置收益	142	1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>68</b>	<b>2,102</b>	<b>3,456</b>	<b>4,479</b>	<b>4,787</b>
营业外收入	23	11	7	8	19
营业外支出	69	107	96	93	70
<b>利润总额</b>	<b>22</b>	<b>2,006</b>	<b>3,366</b>	<b>4,394</b>	<b>4,736</b>
所得税	218	583	774	1,011	1,089
<b>净利润</b>	<b>-195</b>	<b>1,423</b>	<b>2,592</b>	<b>3,383</b>	<b>3,647</b>
少数股东损益	-2	178	233	271	292
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-194</b>	<b>1,246</b>	<b>2,359</b>	<b>3,113</b>	<b>3,355</b>
EBITDA	1,848	6,784	7,645	8,284	9,008
EPS (元)	-0.09	0.20	0.53	0.70	0.75

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	-46.70	48.24	20.53	17.69	8.37
营业利润 (%)	-97.87	2969.64	64.39	29.60	6.89
归属母公司净利润 (%)	-109.57	743.23	89.32	31.96	7.80
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	10.56	14.10	14.20	13.81	13.96
净利率 (%)	-0.57	2.48	3.89	4.36	4.34
ROE (%)	-0.66	3.79	6.69	8.12	8.05
ROIC (%)	12.90	4.35	5.32	5.58	5.75
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	59.41	59.55	59.41	59.29	58.53
净负债比率 (%)	146.38	147.22	146.36	145.63	141.12
流动比率	0.41	0.62	0.68	0.79	0.88
速动比率	0.30	0.45	0.50	0.60	0.69
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.46	0.60	0.65	0.71	0.71
应收账款周转率	235.72	387.83	400.00	360.00	327.27
应付账款周转率	11.23	12.38	13.04	13.85	13.38
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	-0.04	0.28	0.53	0.70	0.75
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.66	1.62	1.86	1.94
每股净资产 (最新摊薄)	6.53	7.35	7.88	8.57	9.32
<b>估值比率</b>					
P/E	—	77.59	40.98	31.06	28.81
P/B	3.31	2.94	2.74	2.52	2.32
EV/EBITDA	49.81	14.30	14.03	12.55	11.19

### 行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。