



山东黄金 (600547.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

金价上行驱动增长,增量释放业绩可期

事件

10月28日,公司披露24年三季报,前三季度实现营收670.06亿元,同比+62.15%;归母净利润20.66亿元,同比+53.57%;扣非归母净利润20.94亿元,同比+63.57%。3Q24实现归母净利润6.82亿元,环比-0.18%,同比+46.62%。

点评

Q3 金价上行驱动业绩表现,公司毛利率环比提升。前三季度公司矿产金产量35.44吨,同比大幅增长19.3%,完成全年产量计划的75.4%,金价上行及并购山金国际推动公司前三季度业绩表现同比大幅增长。Q3公司矿产金产量10.92吨,环比-1.69吨,部分受到焦家金矿扩大再生产项目建设影响,3Q24黄金均价569元/克,环比+3%,公司自产金、外购金销售价格增长,同时公司提高经营效率,稳定生产成本,Q3公司毛利率为16.43%,环比+2.55pct,金价上行驱动公司利润稳中向好。

玲珑金矿再获进展,矿产金产量释放在即。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,上半年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,Q3玲珑矿区已经取得安全生产许可证,目前正在办理爆破作业单位许可证,取得后可恢复生产,将带来矿产金产量增长。

并购资源+金矿整合继续并行,矿产金增量将陆续兑现。上半年公司完成包头昶泰股权并购,并购新增金金属量16余吨;收购西岭金矿探矿权,并与三山岛金矿原有矿权整合为一宗采矿权;同时取得多项权证及相关批复。Q3山金国际完成对加拿大Osino Resources Corp.的收购,新增黄金资源量127.2吨,公司预计投产后黄金产能5吨/年,资源量及产量双提升;焦家金矿各矿权已完成整合,成功取得660万吨/年的采矿证,目前进入扩大再生产项目建设周期;新城金矿资源整合项目有序推进。公司资源并购及整合多项目并行,扩大增产潜力,业绩增长可期。

盈利预测&投资评级

预计公司24-26年营收分别为802/962/1013亿元,实现归母净利润分别为33.22/70.27/75.78亿元,EPS分别为0.74/1.57/1.69元,对应PE分别为36.80/17.40/16.13倍。维持“买入”评级。

风险提示

黄金价格波动风险;项目建设不及预期;矿产金成本抬升。

金属材料组

分析师:李超(执业S1130522120001)

lichao3@gjzq.com.cn

分析师:黄舒婷(执业S1130524060005)

huangshuting@gjzq.com.cn

市价(人民币):27.33元

相关报告:

- 《山东黄金公司点评:重点项目持续发力,自产金增量可期》,2024.8.29
- 《山东黄金公司点评:三山岛取得采矿证,资源整合稳步推进》,2024.5.30
- 《山东黄金公司点评:自产金长期增量可期》,2024.4.28



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	50,306	59,275	80,160	96,221	101,283
营业收入增长率	48.24%	17.83%	35.23%	20.04%	5.26%
归母净利润(百万元)	1,246	2,328	3,322	7,027	7,578
归母净利润增长率	-743.23%	86.84%	42.73%	111.51%	7.84%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.52	0.74	1.57	1.69
每股经营性现金流净额	0.66	1.53	3.06	3.98	4.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.79%	7.04%	12.99%	22.42%	20.24%
P/E	68.80	43.95	36.80	17.40	16.13
P/B	2.61	3.09	4.78	3.90	3.26

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	33,935	50,306	59,275	80,160	96,221	101,283
增长率		48.2%	17.8%	35.2%	20.0%	5.3%
主营业务成本	-30,351	-43,212	-49,437	-65,449	-75,094	-78,468
%销售收入	89.4%	85.9%	83.4%	81.6%	78.0%	77.5%
毛利	3,584	7,094	9,839	14,711	21,127	22,815
%销售收入	10.6%	14.1%	16.6%	18.4%	22.0%	22.5%
营业税金及附加	-633	-822	-1,136	-1,523	-1,828	-1,924
%销售收入	1.9%	1.6%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
销售费用	-361	-176	-147	-240	-289	-304
%销售收入	1.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用	-2,930	-2,316	-2,506	-3,447	-4,138	-4,355
%销售收入	8.6%	4.6%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用	-346	-400	-487	-641	-770	-810
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	-686	3,380	5,562	8,859	14,103	15,422
%销售收入	n.a	6.7%	9.4%	11.1%	14.7%	15.2%
财务费用	-711	-1,047	-1,564	-2,226	-2,578	-2,444
%销售收入	2.1%	2.1%	2.6%	2.8%	2.7%	2.4%
资产减值损失	-3	-127	-70	-70	-77	-77
公允价值变动收益	576	-209	-276	-200	-200	-200
投资收益	728	78	-60	80	80	80
%税前利润	3242.6%	3.9%	n.a	1.2%	0.7%	0.6%
营业利润	68	2,102	3,621	6,473	11,358	12,811
营业利润率	0.2%	4.2%	6.1%	8.1%	11.8%	12.6%
营业外收支	-46	-96	-58	-60	-60	-60
税前利润	22	2,006	3,563	6,413	11,298	12,751
利润率	0.1%	4.0%	6.0%	8.0%	11.7%	12.6%
所得税	-218	-583	-672	-1,283	-2,260	-2,550
所得税率	970.0%	29.1%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	-195	1,423	2,891	5,130	9,038	10,201
少数股东损益	-2	178	563	1,808	2,011	2,622
归属于母公司的净利润	-194	1,246	2,328	3,322	7,027	7,578
净利率	n.a	2.5%	3.9%	4.1%	7.3%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-195	1,423	2,891	5,130	9,038	10,201
少数股东损益	-2	178	563	1,808	2,011	2,622
非现金支出	2,513	3,378	4,087	4,252	4,585	4,909
非经营收益	-613	419	1,731	2,453	2,721	2,527
营运资金变动	118	-2,249	-1,859	1,864	1,457	661
经营活动现金净流	1,822	2,972	6,849	13,699	17,801	18,297
资本开支	-3,404	-4,005	-9,178	-7,842	-7,890	-7,890
投资	756	-134	-11,274	-200	-200	-200
其他	41	-1,112	-172	80	80	80
投资活动现金净流	-2,607	-5,251	-20,624	-7,962	-8,010	-8,010
股权募资	2,250	6,235	7,190	-9,938	0	0
债权募资	3,404	8,040	15,446	9,554	-3,921	-5,793
其他	-3,513	-8,813	-8,199	-3,191	-3,794	-3,823
筹资活动现金净流	2,141	5,462	14,438	-3,576	-7,714	-9,616
现金净流量	1,343	3,228	599	2,162	2,076	671

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,008	9,634	10,224	12,386	14,462	15,134
应收款项	2,688	2,903	3,878	4,556	5,469	5,757
存货	2,984	4,092	8,848	7,137	8,147	8,470
其他流动资产	3,589	4,846	5,682	6,082	6,717	6,764
流动资产	14,268	21,475	28,632	30,161	34,796	36,125
%总资产	18.2%	23.7%	21.3%	21.6%	23.6%	23.8%
长期投资	7,800	7,333	7,545	7,545	7,545	7,545
固定资产	31,467	36,833	50,166	53,656	56,827	59,677
%总资产	40.2%	40.6%	37.3%	38.4%	38.5%	39.3%
无形资产	22,463	22,572	45,549	45,692	45,826	45,954
非流动资产	64,039	69,246	105,967	109,514	112,807	115,775
%总资产	81.8%	76.3%	78.7%	78.4%	76.4%	76.2%
资产总计	78,308	90,722	134,599	139,675	147,602	151,899
短期借款	7,435	7,262	26,869	36,408	32,488	26,695
应付款项	14,500	12,120	18,762	19,282	22,151	23,151
其他流动负债	13,052	15,279	3,828	4,334	5,303	5,597
流动负债	34,987	34,661	49,459	60,024	59,941	55,443
长期贷款	5,340	13,548	23,211	23,211	23,211	23,211
其他长期负债	6,198	5,816	8,669	8,884	9,108	9,179
负债	46,524	54,025	81,340	92,119	92,261	87,834
普通股股东权益	29,220	32,877	33,085	25,573	31,348	37,450
其中：股本	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473	4,473
未分配利润	12,393	12,912	14,369	16,797	22,572	28,674
少数股东权益	2,563	3,819	20,174	21,982	23,993	26,616
负债股东权益合计	78,308	90,722	134,599	139,675	147,602	151,899

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	-0.043	0.279	0.520	0.743	1.571	1.694
每股净资产	6.532	7.349	7.396	5.717	7.008	8.372
每股经营现金净流	0.407	0.664	1.531	3.062	3.979	4.090
每股股利	0.050	0.070	0.140	0.200	0.280	0.330
回报率						
净资产收益率	-0.66%	3.79%	7.04%	12.99%	22.42%	20.24%
总资产收益率	-0.25%	1.37%	1.73%	2.38%	4.76%	4.99%
投入资本收益率	12.22%	3.92%	4.11%	6.24%	9.61%	10.25%
增长率						
主营业务收入增长率	-46.70%	48.24%	17.83%	35.23%	20.04%	5.26%
EBIT增长率	N/A	-592.90%	64.56%	59.28%	59.19%	9.35%
净利润增长率	-108.58%	-743.23%	86.84%	42.73%	111.51%	7.84%
总资产增长率	22.62%	15.85%	48.37%	3.77%	5.68%	2.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	0.9	2.0	2.0	2.0	2.0
存货周转天数	33.3	29.9	47.8	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	32.7	29.5	38.7	34.0	34.0	34.0
固定资产周转天数	288.6	222.8	257.1	192.4	160.9	152.4
偿债能力						
净负债/股东权益	16.00%	22.39%	67.01%	90.56%	66.99%	47.77%
EBIT利息保障倍数	-1.0	3.2	3.6	4.0	5.5	6.3
资产负债率	59.41%	59.55%	60.43%	65.95%	62.51%	57.82%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	19	21	39
增持	0	1	9	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.32	1.32	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究