

分析师: 周建华
 执业证书编号: S0730518120001
 zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50586758

黄金价格维持强势, 公司受益于丰富黄金资源

——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(首次)

发布日期: 2020年02月14日

市场数据(2020-02-13)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 33.75 |
| 一年内最高/最低(元) | 52.00/28.37 |
| 沪深300指数 | 3959.92 |
| 市净率(倍) | 4.84 |
| 流通市值(亿元) | 741.32 |

基础数据(2019-9-30)

| | |
|--------------|--------------------|
| 每股净资产(元) | 7.17 |
| 每股经营现金流(元) | 1.19 |
| 毛利率(%) | 6.43 |
| 净资产收益率-摊薄(%) | 4.26 |
| 资产负债率(%) | 58.71 |
| 总股本/流通股(万股) | 309961.16/203210.1 |
| B股/H股(万股) | 0/49964.53 |

个股相对沪深300指数表现



资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告

1 《山东黄金(600547)公司点评报告: 金价走强增厚收益, 公司投资机会显现》
 2018-12-10

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983
 传真: 021-50587779
 地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼
 邮编: 200122

事件: 全球天灾频现, 经济下行压力加大, 各国纷纷转向宽松货币政策, 黄金价格维持强势。

投资要点:

- **公司业绩增速加快。**2019年前三季度公司实现营业收入649.42亿元, 同比增长37.88%; 实现归属母公司股东净利润9.47亿元, 同比增长15.15%, 较2019中报提升约7个百分点; 实现扣非后归属母公司股东净利润9.34亿元, 同比增长13.73%。实现每股收益0.31元。公司前三季度税收及附加(+94.95%)、销售费用(+238.14%)增长过快, 导致净利润增速不及营收增速。
- **公司拥有优质的黄金矿产资源。**从资源储量角度看, 截至2018年年末, 山东黄金的权益黄金资源储量为96,824吨, 仅次于紫金矿业的172,797吨和招金矿业的123,161吨, 排名第三。从矿产金角度看, 2018年山东黄金实现矿山金产量39.32吨, 高于紫金矿业的36.5吨, 在国内排名第一。公司9座矿山在山东省内, 合计的权益资源量和储量分别为798.68吨和229.51吨, 占比分别为82.48%和70.77%。其中, 三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿的资源量都在100吨以上, 三山岛金矿和新城金矿更是在200吨以上。山东省外拥有3座金矿, 合计的权益资源量和储量分别为32.43吨和15.86吨, 占比分别为3.35%和4.89%。公司还拥有阿根廷贝拉德罗金矿50%权益, 权益资源量和储量分别为137.17吨和78.94吨, 占比分别为14.17%和24.34%。公司旗下的“焦家金矿”为国内首座数字化地下开采矿山; “焦家金矿”和“玲珑金矿”均为国内累计产金突破百吨的矿山, “三山岛金矿”为全国装备水平和机械化程度最高的矿山之一, “新城金矿”为国内首家被评为“国家环境友好企业”的矿山企业, “山东黄金冶炼公司”位居全国矿产金交易量前列等。公司是国内唯一拥有两座累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司。焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年位列“中国黄金生产十大矿山”榜单。
- **控股股东山东黄金集团可能注入优质资产。**公司控股股东黄金集团从事黄金矿业相关运营, 包括地质勘探及开采黄金、黄金选矿、黄金冶炼及技术服务, 以及生产及销售金矿的专用设备及供应产品及建材。截止2019年6月30日, 集团在中国境内共拥有30处的金矿探矿权, 按中国矿业权评估准则初步探明后报有关部门备案的黄金资源量共计约676.7吨。其中16处矿采矿权已探明黄金资源量总计约56.7吨。根据山东黄金集团规划, 计划2020年建一批成熟的采矿权和探

矿权注入上市公司，2023 年再注入一批。采矿权方面，16 个采矿权中有 14 个计划 2020 年注入，合计的黄金资源储量约 54 吨。探矿权方面，30 个探矿权中 12 个计划于 2020 年注入，合计的黄金资源储量为 566.07 吨。探矿权中有两处探矿权的资源量超过 100 吨。山东省莱州市西岭村金矿勘探资源储量达 382.58 吨，平均品位 4.52 克/吨，建成投产后将大幅提升公司黄金产量。

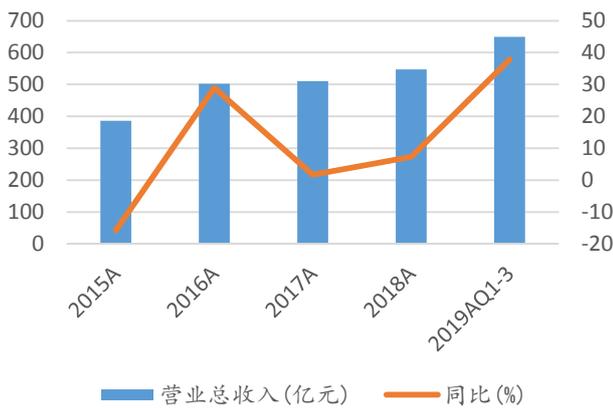
- **黄金价格上升趋势逐渐形成。**2018 年以来，黄金价格逐步从底部爬升，目前黄金价格已经逼近 1600 美元/盎司的重要关口，显示出黄金牛市的初步迹象。经济层面，全球贸易冲突增加、天灾频现，对经济增长构成压力，全球经济前景并不乐观，市场避险情绪将不断升温；政策层面，在民意喧嚣之下，各国政府更倾向通过货币放水来应对困境，各国央行纷纷采取了宽松的货币政策，货币的贬值增加黄金的魅力；黄金需求层面，新兴市场国家试图减少对美元的依赖，提升本国货币的信用能力，央行正逐步增加黄金的储备，黄金的实际需求正在恢复。汇率层面，当前美元相对强势，间接压制了黄金的上涨幅度，但特朗普政府注重经济发展，倾向弱势美元；欧洲受到亚洲经济放缓影响，欧元处于历史低位，未来若出现边际改善，欧元或有望企稳。美元走弱或助力未来黄金价格攀向更高水平。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司 2020-2021 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.67 元和 0.81 元，按 2 月 13 日收盘价 33.75 元计算，2020-2021 年对应的 PE 分别为 50.5 倍、41.9 倍。公司是国内黄金龙头企业之一，黄金业务纯正，黄金资源储备丰富，受益于黄金价格维持强势，公司盈利能力将持续增强，继续给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）美元持续走强；（2）经济下行压力不及预期。

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 51,041 | 54,788 | 73,306 | 84,669 | 95,845 |
| 增长比率(%) | 1.7 | 7.3 | 33.8 | 15.5 | 13.2 |
| 净利润(百万元) | 1,137 | 876 | 1,531 | 2,073 | 2,498 |
| 增长比率(%) | -12.0 | -23.0 | 74.8 | 35.4 | 20.5 |
| 每股收益(元) | 0.37 | 0.28 | 0.49 | 0.67 | 0.81 |
| 市盈率(倍) | 92.0 | 119.5 | 68.3 | 50.5 | 41.9 |

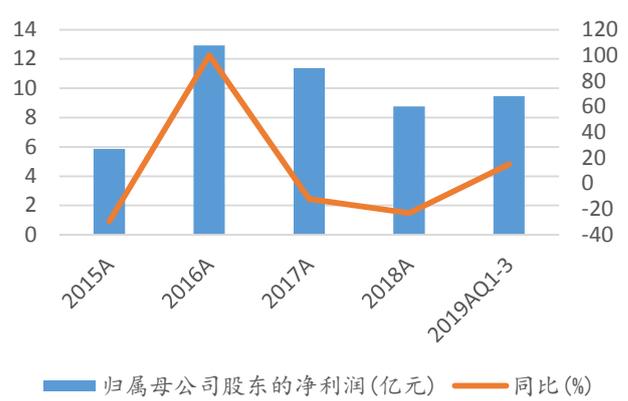
资料来源：贝格数据，中原证券

图 1: 公司营收及同比增速



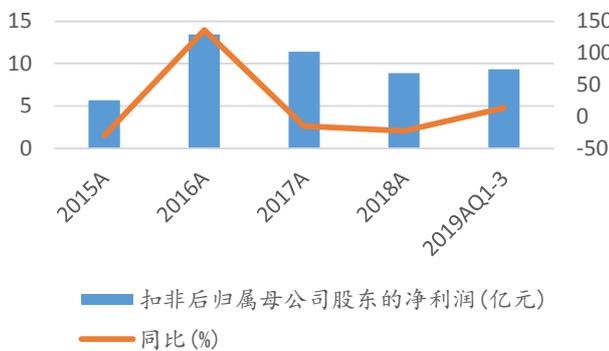
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: 公司归属母公司股东净利润及同比增速



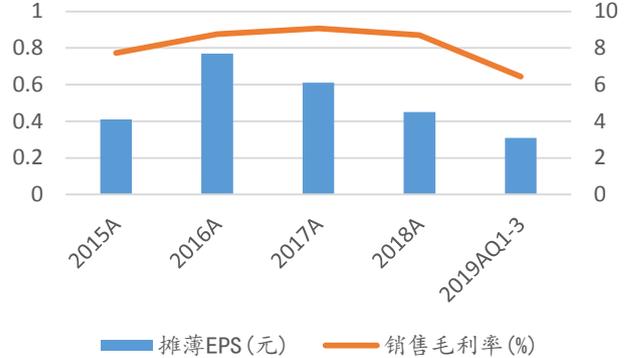
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 公司扣非后归属母公司股东净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 公司全面摊薄 EPS (元) 及销售毛利率



资料来源: Wind, 中原证券

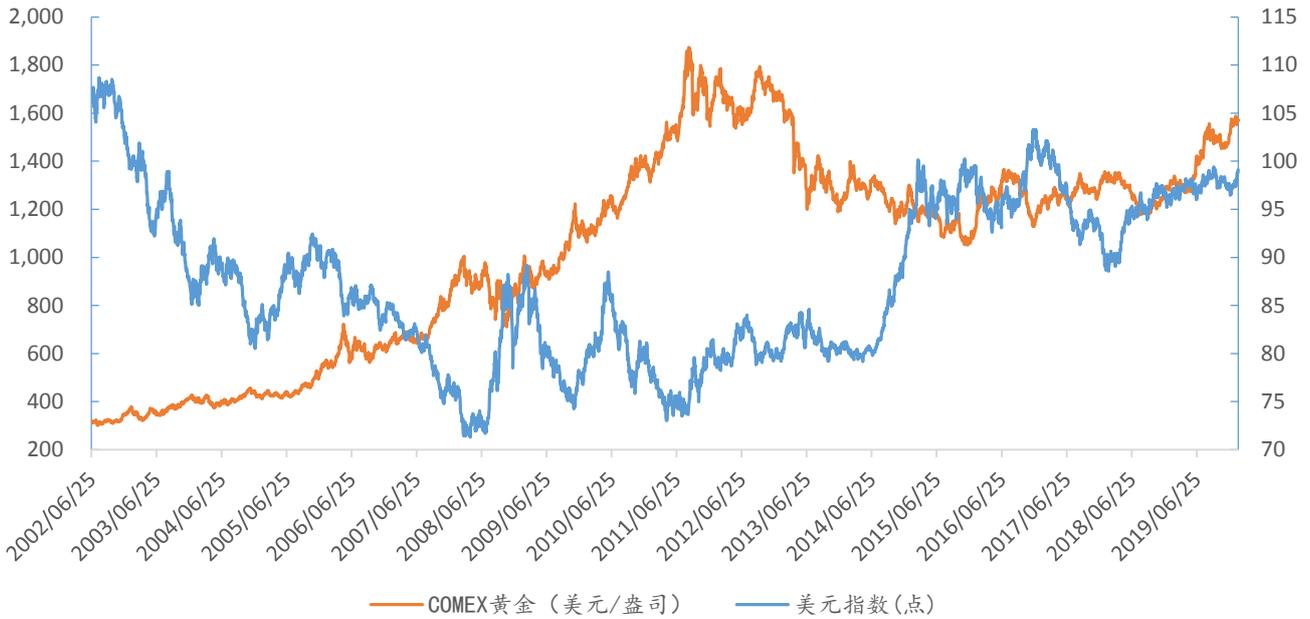
表 1: 控股股东山东黄金集团采矿权资源量统计表

| 序号 | 矿权名称 | 地点 | 根据最近评估日期的金金属量 (吨) | 转让至公司的预测时间 |
|----|---------------------|----------------|-------------------|------------|
| 1 | 山东天承矿业有限公司红布矿区 | 山东省莱州市金城镇 | 1.58 | 2020 年 |
| 2 | 山东天承矿业有限公司东季矿区 | 山东省莱州市金城镇 | 1.49 | 2020 年 |
| 3 | 山东盛大矿业股份有限公司马塘矿区 | 山东省莱州市金城镇 | 0.75 | 2020 年 |
| 4 | 山东盛大矿业股份有限公司马塘二矿区 | 山东省莱州市金城镇 | 0.92 | 2020 年 |
| 5 | 山东黄金金创集团有限公司燕山矿区 | 山东省蓬莱大柳行镇燕山区 | 4.64 | 2020 年 |
| 6 | 山东黄金金创集团有限公司庵口矿区 | 山东省蓬莱大柳行镇庵口区 | 6.32 | 2020 年 |
| 7 | 山东金创股份有限公司上口王李金矿区 | 山东省蓬莱大辛店镇 | 3.94 | 2020 年 |
| 8 | 山东金创股份有限公司黑金顶矿区 | 山东省蓬莱大辛店镇 | 1.71 | 2020 年 |
| 9 | 山东金创股份有限公司黑岚沟矿区 | 山东省蓬莱大辛店镇 | 7.39 | 2020 年 |
| 10 | 山东金创股份有限公司齐沟一分矿 | 山东省蓬莱大辛店镇 | 1.8 | 2020 年 |
| 11 | 青岛金星矿业股份有限公司 | 山东省平度市旧店镇 | 5.49 | 2020 年 |
| 12 | 海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿 | 海南省乐东县 | 6.24 | 2020 年 |
| 13 | 嵩县山金矿业有限公司 | 洛阳嵩县大章镇水沟村 | 9.83 | 2020 年 |
| 14 | 福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿 | 福建省政和县星溪乡镇大药坑村 | 1.55 | 2020 年 |

| | | | | |
|----|----------------------|-----------|----------|-------|
| 15 | 青海山金矿业有限公司都兰县果洛龙洼金矿 | 青海省都兰县沟里乡 | 2.15 | 2023年 |
| 16 | 福建省政和县香炉坪矿业有限公司香炉坪银矿 | | 金 :0.126 | 2023年 |
| | | | 银:11.12 | |
| | | 合计 | 56.7 | |

资料来源：公司 2019 年中报，中原证券

图 5：黄金价格（美元/盎司）和美元指数（点）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 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 6909 | 6584 | 8424 | 8121 | 10568 |
| 现金 | 3073 | 2139 | 1799 | 2077 | 2352 |
| 应收票据及应收账款 | 146 | 572 | 388 | 720 | 535 |
| 其他应收款 | 308 | 204 | 480 | 310 | 585 |
| 预付账款 | 175 | 148 | 285 | 215 | 351 |
| 存货 | 3102 | 3353 | 5304 | 4629 | 6578 |
| 其他流动资产 | 106 | 168 | 168 | 168 | 168 |
| 非流动资产 | 35207 | 38362 | 43252 | 45737 | 48130 |
| 长期投资 | 399 | 1037 | 1706 | 2376 | 3048 |
| 固定资产 | 18438 | 19882 | 23914 | 25800 | 27398 |
| 无形资产 | 9822 | 10156 | 10112 | 10185 | 10445 |
| 其他非流动资产 | 6548 | 7286 | 7520 | 7375 | 7239 |
| 资产总计 | 42116 | 44946 | 51676 | 53857 | 58697 |
| 流动负债 | 10674 | 14245 | 19639 | 20370 | 23358 |
| 短期借款 | 789 | 3623 | 5873 | 7613 | 8047 |
| 应付票据及应付账款 | 2156 | 2580 | 3771 | 3517 | 4706 |
| 其他流动负债 | 7729 | 8042 | 9995 | 9240 | 10605 |
| 非流动负债 | 14273 | 7323 | 7291 | 6845 | 6327 |
| 长期借款 | 10152 | 2779 | 2746 | 2301 | 1782 |
| 其他非流动负债 | 4121 | 4545 | 4545 | 4545 | 4545 |
| 负债合计 | 24947 | 21569 | 26930 | 27215 | 29685 |
| 少数股东权益 | 845 | 1757 | 1816 | 1903 | 2028 |
| 股本 | 1857 | 2214 | 3100 | 3100 | 3100 |
| 资本公积 | 4216 | 8393 | 7508 | 7508 | 7508 |
| 留存收益 | 10256 | 11042 | 12352 | 14168 | 16362 |
| 归属母公司股东权益 | 16324 | 21620 | 22930 | 24739 | 26985 |
| 负债和股东权益 | 42116 | 44946 | 51676 | 53857 | 58697 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 3699 | 2927 | 4963 | 5305 | 7035 |
| 净利润 | 1193 | 937 | 1590 | 2160 | 2622 |
| 折旧摊销 | 2257 | 2435 | 2505 | 2952 | 3327 |
| 财务费用 | 500 | 792 | 551 | 675 | 743 |
| 投资损失 | -62 | 47 | -56 | -23 | -24 |
| 营运资金变动 | -202 | -1213 | 319 | -488 | 324 |
| 其他经营现金流 | 12 | -70 | 53 | 28 | 42 |
| 投资活动现金流 | -10408 | -3765 | -7392 | -5442 | -5737 |
| 资本支出 | 3802 | 3627 | 4222 | 1815 | 1721 |
| 长期投资 | 0 | -600 | -669 | -672 | -672 |
| 其他投资现金流 | -6606 | -738 | -3839 | -4299 | -4688 |
| 筹资活动现金流 | 7967 | 356 | -161 | -1324 | -1457 |
| 短期借款 | 259 | 2834 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 6774 | -7373 | -33 | -446 | -519 |
| 普通股增加 | 0 | 357 | 886 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 1 | 4177 | -886 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 933 | 362 | -128 | -879 | -938 |
| 现金净增加额 | 1244 | -461 | -2590 | -1462 | -160 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 51041 | 54788 | 73306 | 84669 | 95845 |
| 营业成本 | 46412 | 50017 | 67075 | 76964 | 86835 |
| 营业税金及附加 | 241 | 364 | 277 | 396 | 475 |
| 营业费用 | 31 | 37 | 53 | 57 | 64 |
| 管理费用 | 2201 | 1747 | 3006 | 3386 | 3738 |
| 研发费用 | 0 | 321 | 107 | 155 | 219 |
| 财务费用 | 500 | 792 | 551 | 675 | 743 |
| 资产减值损失 | -3 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 16 | 13 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -87 | 2 | -53 | -28 | -42 |
| 投资净收益 | 62 | -47 | 56 | 23 | 24 |
| 资产处置收益 | 1 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 1651 | 1477 | 2239 | 3030 | 3752 |
| 营业外收入 | 24 | 11 | 18 | 19 | 18 |
| 营业外支出 | 46 | 39 | 34 | 37 | 39 |
| 利润总额 | 1629 | 1449 | 2223 | 3012 | 3731 |
| 所得税 | 435 | 512 | 633 | 852 | 1108 |
| 净利润 | 1193 | 937 | 1590 | 2160 | 2622 |
| 少数股东损益 | 56 | 61 | 59 | 87 | 125 |
| 归属母公司净利润 | 1137 | 876 | 1531 | 2073 | 2498 |
| EBITDA | 4511 | 4223 | 5048 | 6398 | 7533 |
| EPS (元) | 0.37 | 0.28 | 0.49 | 0.67 | 0.81 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 1.7 | 7.3 | 33.8 | 15.5 | 13.2 |
| 营业利润 (%) | -2.8 | -10.6 | 51.6 | 35.4 | 23.8 |
| 归属母公司净利润 (%) | -12.0 | -23.0 | 74.8 | 35.4 | 20.5 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 9.1 | 8.7 | 8.5 | 9.1 | 9.4 |
| 净利率 (%) | 2.2 | 1.6 | 2.1 | 2.4 | 2.6 |
| ROE (%) | 7.0 | 4.0 | 6.4 | 8.1 | 9.0 |
| ROIC | 6.0 | 4.1 | 5.6 | 7.0 | 7.8 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 59.2 | 48.0 | 52.1 | 50.5 | 50.6 |
| 净负债比率 (%) | 46.5 | 18.7 | 30.6 | 32.5 | 28.8 |
| 流动比率 | 0.6 | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 速动比率 | 0.3 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.1 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.4 | 1.3 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| 应收账款周转率 | 575.0 | 152.8 | 152.8 | 152.8 | 152.8 |
| 应付账款周转率 | 23.4 | 21.1 | 21.1 | 21.1 | 21.1 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.37 | 0.28 | 0.49 | 0.67 | 0.81 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 2.32 | 1.40 | 1.60 | 1.71 | 2.27 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 5.27 | 6.98 | 7.40 | 7.98 | 8.71 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 92.0 | 119.5 | 68.3 | 50.5 | 41.9 |
| P/B | 6.4 | 4.8 | 4.6 | 4.2 | 3.9 |
| EV/EBITDA | 25.1 | 26.2 | 22.6 | 18.0 | 15.3 |

资料来源: 贝格数据, 中原证券

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。