

矿金业务量价齐升，助力公司盈利稳增

——山东黄金（600547）点评报告

增持（维持）

日期：2019年09月03日

事件：

山东黄金2019年半年报发布，上半年实现营收311.95亿元，同比增长19.89%；实现归母净利6.65亿，同比增加8.58%，符合预期。

投资要点：

● **国内、外矿山黄金选冶回收率提升，公司矿产金产量稳定增长：**2019年上半年，国内矿山原矿品位为2.21g/t，基本与上年同期持平；国外矿山原矿入堆品位0.75g/t，同比下降0.22g/t，但国内矿山黄金选冶回收率91.88%，同比提高0.06个百分点，增幅0.06%，国外矿山黄金选冶回收率75.15%，同比增加2.62个百分点，增幅3.59%。由于国内选矿处理量同比增加61万吨，国外堆浸处理量同比减少62万吨。公司仍然实现矿产金产量20.51吨，同比增长5.77%。

● **金价稳定上行，且受宏观环境利好影响，后市仍有上涨空间，利好公里未来利润进一步提升：**受全球经济疲软、地缘政治剑拔弩张、中美贸易摩擦不断升级等不确定性因素影响，黄金避险功能推升金价一路上行，就目前局势而言，宏观环境仍然利好金价，黄金在后市仍有上涨空间，山东黄金的黄金储量丰富，黄金产量在全国黄金产量下降的背景下，依然保持逆市上涨，未来利润有望进一步增加。

● **财务费用大幅减少，利好公司未来经营：**从半年报数据看，公司财务费用同比减少14.95%，减少5300多万元，主要是由于公司通过H股上市，增加了融资渠道，减少了借款金额，利息支出减少。这为公司持续稳健经营奠定了良好的基础。

● **盈利预测与投资建议：**我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：10.91、12.47、14.45亿，EPS分别为：0.35、0.40、0.47元，对应收盘价39.54元的PE分别为：112.36、98.30、84.84倍，维持“增持”评级。

● **风险因素：**黄金价格下滑、中美贸易摩擦缓和、全球经济形势向好发展、矿山开采安全问题、矿山品位下降。

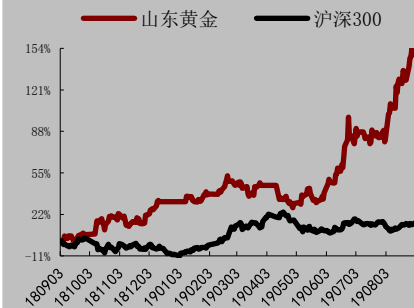
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	547.88	672.62	722.34	794.57
增长比率(%)	7.34%	22.77%	7.39%	10.00%
归母净利润(亿元)	8.76	10.91	12.47	14.45
增长比率(%)	-23.01%	24.56%	14.31%	15.86%
每股收益(元)	0.28	0.35	0.40	0.47
市盈率(倍)	66.12	112.36	98.30	84.84

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	山东黄金集团有限公司/44.8%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	3,099.61
流通A股(百万股)	2,032.10
收盘价(元)	39.54
总市值(亿元)	1,225.59
流通A股市值(亿元)	803.49

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年09月02日

相关研究

万联证券研究所 20190510_山东黄金首次覆盖_AAA

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

号：

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,584.30	7,398.82	8,620.95	10,248.38
货币资金	2,139.23	2,285.64	3,151.21	4,248.51
应收及预付	775.40	754.19	809.93	890.92
存货	3,352.93	4,006.47	4,294.07	4,723.47
其他流动资产	316.74	352.53	365.74	385.47
非流动资产	38,361.67	38,783.29	39,246.00	39,686.66
长期股权投资	1,037.14	1,037.14	1,037.14	1,037.14
固定资产	19,882.46	19,878.46	19,873.46	19,867.46
在建工程	3,158.74	3,588.27	4,054.02	4,501.66
无形资产	10,145.66	10,145.66	10,145.66	10,145.66
其他长期资产	4,137.66	4,133.75	4,135.71	4,134.73
资产总计	44,945.97	46,182.11	47,866.95	49,935.04
流动负债	14,245.48	14,976.73	15,327.41	15,849.75
短期借款	3,623.35	3,623.35	3,623.35	3,623.35
应付及预收	3,598.17	4,202.95	4,504.66	4,955.12
其他流动负债	7,023.96	7,150.43	7,199.40	7,271.27
非流动负债	7,323.46	6,635.60	6,635.60	6,635.60
长期借款	2,090.96	2,090.96	2,090.96	2,090.96
应付债券	687.86	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,544.64	4,544.64	4,544.64	4,544.64
负债合计	21,568.94	21,612.33	21,963.00	22,485.34
股本	2,214.01	3,099.61	3,099.61	3,099.61
资本公积	8,393.13	8,393.13	8,393.13	8,393.13
留存收益	13,227.10	14,343.44	15,590.27	17,034.82
归属母公司股东权益	21,620.22	22,736.57	23,983.39	25,427.95
少数股东权益	1,756.80	1,833.21	1,920.55	2,021.74
负债和股东权益	44,945.97	46,182.11	47,866.95	49,935.04

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,927.17	1,516.43	1,614.41	1,822.08
净利润	937.08	1,090.77	1,246.82	1,444.56
折旧摊销	2,437.15	66.08	95.38	21.25
营运资金变动	-1,212.77	1.05	-96.27	-23.04
其它	765.71	358.53	368.46	379.31
投资活动现金流	-3,765.47	-379.62	-420.71	-396.66
资本支出	-3,626.43	-444.62	-485.71	-461.66
投资变动	-600.00	0.00	0.00	0.00
其他	460.96	65.00	65.00	65.00
筹资活动现金流	356.24	-990.41	-328.12	-328.12
银行借款	-4,944.61	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	-687.86	0.00	0.00
股权融资	5,618.82	0.00	0.00	0.00
其他	-317.97	-302.55	-328.12	-328.12
现金净增加额	-460.62	146.40	865.58	1,097.30
期初现金余额	2,398.34	2,139.23	2,285.64	3,151.21
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	1,937.72	2,285.64	3,151.21	4,248.51

资料来源：wind、万联证券

利润表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	54,787.88	67,262.34	72,233.59	79,456.95
营业成本	50,016.50	62,086.72	66,543.56	73,197.92
营业税金及附加	363.62	446.41	479.41	527.35
销售费用	37.23	45.70	49.08	53.99
管理费用	1,746.74	2,144.45	2,302.94	2,533.24
财务费用	791.54	335.08	335.98	329.49
研发费用	321.04	394.14	423.27	465.59
资产减值损失	0.57	66.08	95.38	21.25
公允价值变动收益	1.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-46.67	65.00	65.00	65.00
营业利润	1,476.58	1,824.77	2,081.97	2,406.13
营业外收入	11.38	25.00	26.00	29.00
营业外支出	38.99	45.00	45.00	45.00
利润总额	1,448.97	1,804.77	2,062.97	2,390.13
所得税	511.89	637.59	728.81	844.39
净利润	937.08	1,167.18	1,334.16	1,545.75
少数股东损益	61.34	76.41	87.34	101.19
归属母公司净利润	875.73	1,090.77	1,246.82	1,444.56
EBITDA	4,737.80	2,144.93	2,435.34	2,678.87
EPS (元)	0.40	0.35	0.40	0.47

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	7.34%	22.77%	7.39%	10.00%
营业利润	-10.57%	23.58%	14.10%	15.57%
归属于母公司净利润	-23.01%	24.56%	14.31%	15.86%
获利能力				
毛利率	8.71%	7.69%	7.88%	7.88%
净利率	2.64%	2.68%	2.86%	3.01%
ROE	4.05%	4.80%	5.20%	5.68%
ROIC	4.36%	4.02%	4.51%	4.89%
偿债能力				
资产负债率	47.99%	46.80%	45.88%	45.03%
净负债比率	92.27%	87.96%	84.79%	81.91%
流动比率	0.46	0.49	0.56	0.65
速动比率	0.22	0.21	0.27	0.33
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.48	1.54	1.62
应收账款周转率	152.75	152.75	152.75	152.75
存货周转率	15.50	15.50	15.50	15.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.35	0.40	0.47
每股经营现金流	0.94	0.49	0.52	0.59
每股净资产	6.98	7.34	7.74	8.20
估值比率				
P/E	66.12	112.36	98.30	84.84
P/B	3.75	5.39	5.11	4.82
EV/EBITDA	14.49	45.43	39.66	35.65

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场