

## 金格上涨推动盈利，未来业绩可观

## ——山东黄金（600547）年报点评报告

## 事件：

公司发布2019年年度报告。报告期内，公司实现营业总收入626.31亿元，同比增长11.33%；实现归母净利润12.89亿元，同比增长25.91%；实现扣非归母净利润12.97亿元，同比增长46.26%；对应EPS为0.42元/股。2020年，公司计划黄金产量不低于39.586吨。

## 投资要点：

- 黄金价量齐升带动公司业绩增长：**2019年公司黄金价量齐升，矿产金产量达40.12吨，增幅2.03%，其中选矿（堆浸）处理量2872万吨，增幅3.17%；黄金售价311元/克，同比增长16%，公司黄金产品营业收入较上年增加16.82%。受国外企业堆浸原矿品位较低影响，公司原矿品位下降，带动公司黄金产品营业成本增加，毛利率较上年小幅增长达44.38%。受黄金价格总体上升影响，公司外购金营业收入及成本均大幅增长70.07%和69.64%，毛利率也增加0.25%。
- 黄金资源雄厚，位居全国前列：**公司在国内拥有十二座矿山，2019年，公司紧盯重点项目建设进度，启动焦家金矿带、三山岛金矿带资源整合开发规划，巩固和增强了公司在胶东地区的资源储备。同时，公司加快推进海外并购，截止2019年12月31日，公司保有50%权益的贝拉德罗（Veladero）金矿拥有矿石资源量1.96亿吨（探明+控制），或将成为公司金矿资源新增长点。公司目前拥有黄金资源量共计约668吨，16处位于中国境内的金矿采矿权，已探明黄金资源量总计约53.13吨，位居全国前列，具备相当的黄金资源储备优势。
- 2020年金价有望上行，公司盈利点明显：**20年受疫情影响，全球经济下行压力明显，美联储紧急降息后长时期处于零利率状态，各国陆续出台量化宽松政策，资本回报率下行及避险需求有望推升金价上行。
- 盈利预测与投资建议：**考虑到公司整体生产相对稳定，预计20-22年公司归母净利润分别为14.43亿元、16.18亿元和17.68亿元，EPS分别为0.47、0.52和0.57元/股，维持“增持”评级。
- 风险因素：**黄金价格波动风险、安全管理风险。

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	626.31	655.81	680.23	709.02
增长比率(%)	11.3%	4.7%	3.7%	4.2%
归母净利润(亿元)	12.89	14.43	16.18	17.68
增长比率(%)	25.9%	11.9%	12.1%	9.2%
每股收益(元)	0.42	0.47	0.52	0.57
市盈率(倍)	87.3	78.0	69.6	63.7

资料来源：Wind, 万联证券研究所

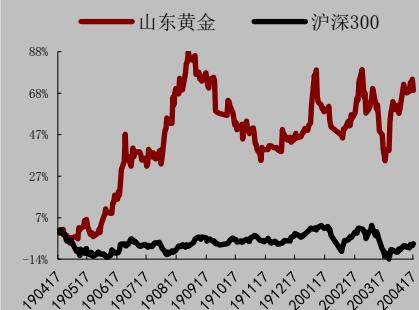
增持（维持）

日期：2020年04月20日

## 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)	2,196.50
收盘价(元)	36.33
总市值(亿元)	1,126.09
流通A股市值(亿元)	797.99

## 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：2020年04月17日

## 相关研究

- 万联证券研究所 20190903\_山东黄金半年报点评\_AAA  
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  
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	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>10,362</b>	<b>12,529</b>	<b>14,570</b>	<b>16,616</b>
货币资金	3,242	5,229	7,105	8,916
应收票据及应收账款	290	323	335	350
其他应收款	1,170	1,141	1,185	1,237
预付账款	117	178	184	191
存货	3,640	3,755	3,858	4,018
其他流动资产	1,903	1,903	1,903	1,903
<b>非流动资产</b>	<b>47,794</b>	<b>48,255</b>	<b>48,429</b>	<b>48,944</b>
长期股权投资	1,042	1,022	999	978
固定资产	22,034	22,777	23,221	23,631
在建工程	3,982	3,982	3,982	3,982
无形资产	10,628	10,393	10,150	10,279
其他长期资产	10,108	10,082	10,077	10,073
<b>资产总计</b>	<b>58,156</b>	<b>60,784</b>	<b>62,999</b>	<b>65,560</b>
<b>流动负债</b>	<b>24,873</b>	<b>25,591</b>	<b>25,822</b>	<b>26,125</b>
短期借款	3,154	3,154	3,154	3,154
应付票据及应付账款	2,851	3,188	3,307	3,465
预收账款	0	0	0	0
其他流动负债	18,868	19,249	19,360	19,506
<b>非流动负债</b>	<b>7,464</b>	<b>7,818</b>	<b>8,054</b>	<b>8,401</b>
长期借款	1,202	1,556	1,792	2,139
应付债券	1,031	1,031	1,031	1,031
其他非流动负债	5,231	5,231	5,231	5,231
<b>负债合计</b>	<b>32,338</b>	<b>33,409</b>	<b>33,876</b>	<b>34,526</b>
股本	3,100	3,100	3,100	3,100
资本公积	7,522	7,522	7,522	7,522
留存收益	12,453	13,896	15,514	17,282
归属母公司股东权益	23,114	24,557	26,175	27,943
少数股东权益	2,704	2,818	2,948	3,091
<b>负债和股东权益</b>	<b>58,156</b>	<b>60,784</b>	<b>62,999</b>	<b>65,560</b>

**现金流量表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,180</b>	<b>5,245</b>	<b>5,405</b>	<b>5,186</b>
净利润	1,421	1,557	1,748	1,911
折旧摊销	2,657	2,398	2,698	2,362
营运资金变动	-1,007	537	66	68
其它	1,109	753	893	844
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,831</b>	<b>-2,833</b>	<b>-2,886</b>	<b>-2,860</b>
资本支出	-4,174	-3,024	-3,044	-3,044
投资变动	48	21	24	22
其他	295	170	134	162
<b>筹资活动现金流</b>	<b>22</b>	<b>-425</b>	<b>-643</b>	<b>-514</b>
银行借款	8,019	354	236	347
债券融资	0	0	0	0
股权融资	1,500	0	0	0
其他	-9,498	-779	-879	-861
<b>现金净增加额</b>	<b>383</b>	<b>1,987</b>	<b>1,876</b>	<b>1,812</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>2,636</b>	<b>3,242</b>	<b>5,229</b>	<b>7,105</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>3,019</b>	<b>5,229</b>	<b>7,105</b>	<b>8,916</b>

资料来源: Wind, 万联证券研究所

**利润表**

	单位: 百万元			
至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>62,631</b>	<b>65,581</b>	<b>68,023</b>	<b>70,902</b>
营业成本	56,586	59,329	61,218	63,770
营业税金及附加	553	590	612	638
销售费用	188	197	231	248
管理费用	2,046	2,131	2,211	2,304
研发费用	333	341	354	369
财务费用	847	755	840	808
资产减值损失	-123	-121	-125	-122
公允价值变动收益	175	150	110	141
投资净收益	-11	20	24	21
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2,142</b>	<b>2,313</b>	<b>2,593</b>	<b>2,833</b>
营业外收入	17	21	21	22
营业外支出	42	43	44	45
<b>利润总额</b>	<b>2,117</b>	<b>2,290</b>	<b>2,570</b>	<b>2,811</b>
所得税	696	733	822	899
少数股东损益	132	114	130	144
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,289</b>	<b>1,443</b>	<b>1,618</b>	<b>1,768</b>
EBITDA	5,581	5,391	6,095	5,935
EPS (元)	0.42	0.47	0.52	0.57

**主要财务比率**

	至12月31日	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	11.3%	4.7%	3.7%	4.2%	
营业利润	26.3%	8.0%	12.1%	9.3%	
归属于母公司净利润	25.9%	11.9%	12.1%	9.2%	
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.7%	9.5%	10.0%	10.1%	
净利率	2.3%	2.4%	2.6%	2.7%	
ROE	5.6%	5.9%	6.2%	6.3%	
ROIC	5.7%	5.6%	6.1%	6.0%	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.6%	55.0%	53.8%	52.7%	
净负债比率	125.3%	122.0%	116.3%	111.3%	
流动比率	0.42	0.49	0.56	0.64	
速动比率	0.27	0.34	0.41	0.47	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.08	1.08	1.08	1.08	
应收账款周转率	215.86	202.78	202.78	202.78	
存货周转率	17.21	17.47	17.63	17.64	
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.42	0.47	0.52	0.57	
每股经营现金流	1.35	1.69	1.74	1.67	
每股净资产	7.46	7.92	8.44	9.01	
<b>估值比率</b>					
P/E	87.33	78.04	69.59	63.70	
P/B	4.87	4.59	4.30	4.03	
EV/EBITDA	19.04	21.54	18.79	19.04	

## 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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

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。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。

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

电话：021-60883482 传真：021-60883484

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