

山东黄金 (600547): 资源注入预期强, 量增价升有望延续

2020 年 04 月 23 日

推荐/维持

山东黄金 公司报告

- **事件:** 公司发布 2019 年报。公司实现营业收入 626.31 亿元, 同比增长 11.33%; 实现归母净利润 12.89 亿元, 同比增 25.91%; 归母扣非净利润 12.97 亿元, 同比增 46.26%; 基本每股收益 0.42 元, 同比增 10.53%。
- **公司资源与产出优势明显, 增储前景广阔:** 公司拥有 1011.7 吨金金属储量(按 100% 基准), 2019 年黄金储量和矿产金产量均列全国第二位(仅次于紫金矿业)。据公告, 预计从 2020 年起, 控股股东山东黄金集团将拥有的 608 吨黄金资产陆续注入, 完成后公司储量将近 1600 吨, 进入全球黄金矿企第一梯队。
- **矿产金产出规模稳定增长, 克金平均成本增 11%:** 公司全年矿产金产量+2.0%至 40.12 吨, 占全国黄金供应总量 12.8%。其中国内产量占比 78% (31.1 吨+1.4%), 海外占比 22% (8.54 吨-1.4%)。境内外黄金产量的差异主要与选矿处理量、选冶回收率有关。境内选矿处理量+5.9%至 1513 万吨, 回收率 91.84%; 境外选矿处理量+0.4%至 1359 万吨、回收率 77.27%。整体原矿品位 1.53g/t, 同比下降 0.06g/t。品位下滑同时也导致克金成本的增加, 公司全年平均生产成本 171.3 元/g, 同比增 17.4 元/g (+11.3%), 其中下半年为 193.8 元/g, 较上半年 149.8 元/g 有显著增加。
- **贝拉德罗生产成本仍有改善迹象:** 公司持股 50% 的贝拉德罗金矿 2019 年销售成本和现金成本为 1188 和 734 美元/盎司, 同比增长 6.8% 和 16.7%, 主因 19 年矿石入选品位 0.71g/t, 同比下降 0.07g/t。对比 19Q3, 其 Q4 的经营情况有所改善, 其中产量环比增 22.4% 至 2.21 吨; 入选品位 0.8g/t, 为七个季度最高水平; Q4 销售成本和现金成本 1138 和 710 美元/盎司, 环比下降 8.4% 和 8.2%。2020 年贝拉德罗矿产金目标产量 7.5-8.4 吨, 预计销售成本 1220-1270 美元/盎司, 现金成本 670-720 美元/盎司。
- **公司扩建技改完成将带动年矿产金产量逼近 60 吨:** 考虑到三山岛金矿 8000 吨/日扩建、焦家金矿 6000 吨/日扩建、新城金矿 8000 吨/日的建设及玲珑金矿技改等项目的完工, 公司 2020 年预计黄金产量可达 42 吨, 至 2023 年矿产金产量有望突破 60 吨, 较 19 年将分别提升 4.7% 及 49.6%。此外, 我们拟合了黄金价格与公司股价的变动关系, 发现在当前水平下, 金价+1% 将提振公司股价+1.76%; 此外金价+1% 将带动公司毛利增加约 1.55 亿。
- **管理费用、税金、资产计提增加拖累公司利润:** 公司三费(含研发)+6.6%至 34.14 亿, 其中管理费用因职工薪酬增加出现 1.89 亿的同比增加, 是三费上涨的主因; 财务费用减少 5.5% 至 8.47 亿元, 源于汇兑损失减少。税金及附加同比+50.9% 至 5.53 亿元, 源自阿根廷出口关税增加 1.43 亿元。公司 19 年资产减值损失 1.23 亿元(去年同期仅 6.8 万元), 主因计提了福建源鑫矿业商誉减值 0.98 亿元。
- **全球流动性宽松的大背景下, 黄金价格预计将维持高位, 短期波动不改长期向上格局, 预计金价年内有望冲击并突破 1930 美元/盎司前高。预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 744.4 亿元、834.7 亿元、891.5 亿元; EPS 分别为 0.71 元、0.88 元和 1.28 元, 对应 PE 分别为 50.5、41.1 和 28.1, 维持“推荐”评级。**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54,787.8	62,630.7	74,441.6	83,466.3	89,147.2
增长率(%)	7.34%	14.31%	18.86%	12.12%	6.81%
归母净利润(百万元)	937.08	1,421.39	2,343.43	2,848.71	4,104.18
增长率(%)	-21.48%	51.68%	64.87%	21.56%	44.07%
净资产收益率(%)	4.05%	5.58%	9.45%	11.42%	16.31%
每股收益	0.45	0.42	0.71	0.88	1.28
PE	80.07	85.79	50.50	41.11	28.11

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

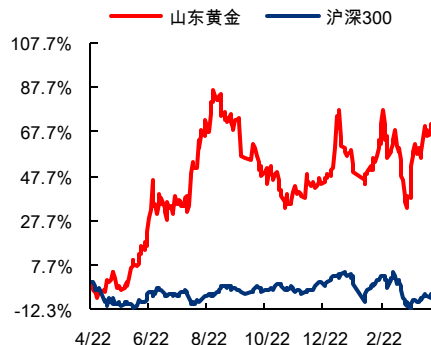
公司简介:

公司是国内黄金龙头企业, 集采、选、冶于一体, 主要生产各种规格的投资金条和银锭等产品。公司生产经营主体为新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、平度鑫汇金矿等多座知名大中型矿山。

交易数据

52 周股价区间(元)	36.33-29.89
总市值(亿元)	1126.09
流通市值(亿元)	797.99
总股本/流通 A 股(万股)	309961/219650
流通 B 股/H 股(万股)	/49965
52 周日均换手率	2.28

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

分析师: 胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080001

研究助理: 张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号:

S1480118100014

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表		单位:百万元			
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	6584	10362	10460	11892	12661	营业收入	54788	62631	74442	83466	89147
货币资金	2139	3242	3380	4055	4189	营业成本	50017	56586	66910	74826	79637
应收账款	571	290	560	508	607	营业税金及附加	364	553	658	737	788
其他应收款	204	1170	1391	1559	1665	营业费用	37	188	447	342	374
预付款项	148	117	80	39	-5	管理费用	1747	2046	2680	3088	3388
存货	3353	3640	4395	4864	5204	财务费用	792	847	201	203	184
其他流动资产	168	354	633	846	980	资产减值损失	0.57	-123.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	38362	47794	45068	42342	39684	公允价值变动收益	1.57	175.36	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1037	1042	1042	1042	1042	投资净收益	-46.67	-10.68	-28.67	0.00	0.00
固定资产	19872	22017	22281	21472	20154	营业利润	1477	2142	3517	4270	4777
无形资产	10146	10628	9565	8609	7748	营业外收入	11.38	17.09	14.23	14.23	14.23
其他非流动资产	753	911	911	911	911	营业外支出	38.99	42.10	40.55	40.55	2.00
资产总计	44946	58156	55528	54234	52345	利润总额	1449	2117	3491	4244	4789
流动负债合计	14245	24873	24280	22464	19873	所得税	512	696	1148	1395	685
短期借款	3623	3154	15016	12777	9826	净利润	937	1421	2343	2849	4104
应付账款	1949	2023	2465	2698	2903	少数股东损益	61	132	132	132	132
预收款项	0	0	74	158	247	归属母公司净利润	876	1289	2212	2717	3972
一年内到期的非流	42	2950	2950	2950	2950	EBITDA	4287	5235	6435	7199	7620
非流动负债合计	7323	7464	5020	5020	5020	FPS（元）	0.45	0.42	0.71	0.88	1.28
长期借款	2091	1202	1202	1202	1202	主要财务比率					
应付债券	688	1031	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	21569	32338	29300	27484	24893	成长能力					
少数股东权益	1757	2704	2835	2967	3099	营业收入增长	7.34%	14.31%	18.86%	12.12%	6.81%
实收资本（或股本）	2214	3100	3100	3100	3100	营业利润增长	-10.57%	45.10%	64.17%	21.40%	11.87%
资本公积	8393	7522	7522	7522	7522	归属于母公司净利	71.51%	22.85%	71.51%	22.85%	46.21%
未分配利润	10477	11632	10533	9182	7206	获利能力					
归属母公司股东权	21620	23114	23392	23782	24353	毛利率(%)	8.71%	9.65%	10.12%	10.35%	10.67%
负债和所有者权益	44946	58156	55528	54234	52345	净利率(%)	1.71%	2.27%	3.15%	3.41%	4.60%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润(%)		1.95%	2.22%	3.98%	5.01%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)		4.05%	5.58%	9.45%	11.42%
经营活动现金流	2927	4180	4402	5445	6671	偿债能力					
净利润	937	1421	2343	2849	4104	资产负债率(%)		48%	56%	53%	51%
折旧摊销	2018	2246	2717	2726	2659	流动比率		0.46	0.42	0.43	0.53
财务费用	792	847	201	203	184	速动比率		0.23	0.27	0.25	0.31
应收账款减少	0	281	-270	53	-99	营运能力					
预收帐款增加	0	0	74	83	89	总资产周转率		1.26	1.21	1.31	1.52
投资活动现金流	-3765	-3831	1509	0	0	应收账款周转率		157	145	175	156
公允价值变动收益	2	175	0	0	0	应付账款周转率		29.49	31.54	33.17	32.33
长期投资减少	0	-20	0	0	0	每股指标（元）					
投资收益	-47	-11	-29	0	0	每股收益(最新摊		0.45	0.42	0.71	0.88
筹资活动现金流	356	22	-5773	-4769	-6537	每股净现金流(最		-0.22	0.12	0.04	0.22
应付债券增加	0	343	-1031	0	0	每股净资产(最新		9.77	7.46	7.55	7.67
长期借款增加	0	-889	0	0	0	估值比率					
普通股增加	357	886	0	0	0	P/E		80.07	85.79	50.50	41.11
资本公积增加	4177	-871	0	0	0	P/B		3.69	4.83	4.77	4.70
现金净增加额	-482	370	138	675	134	EV/EBITDA		19.61	22.31	17.01	17.30
											15.94

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。