



山东黄金 (600547): 海外并购提速，黄金龙头仍具成长性

2020年09月01日

推荐/维持

山东黄金

公司报告

- 事件:**公司发布2020中报。公司上半年实现营业收入330.51亿元,同比增长3.5%;实现归母净利润11.53亿元,同比增98.22%;归母扣非净利润11.52亿元,同比增73.42%;基本每股收益0.27元,同比增92.86%。
- 矿产金规模保持稳定,国内市占率进一步提升:**公司上半年矿产金产量20.0吨,同比-2.5%/环比+2.0%,占全国矿产金供应总量14.2%,较2019年市占率提升1.4pct。从巴里克同期公布的数据倒推,公司上半年国内产量占比80.7%(16.14吨,同比+0.56%),海外占比19.3%(3.86吨,同比-12%)。产量的差异主要同境外外矿山开工率分化有关,其中境内选矿处理量+9.3%至827.63万吨,回收率91.74%;境外选矿处理量-6.3%至585.2万吨,回收率73.53%。推算公司H1单位克金成本177.42元/g,同比增27.6元/g(+18.4%),环比降16.36元/g(-8.4%)。
- 贝拉德罗H1产销受疫情扰动,入选品位有所提升:**新冠疫情下,阿根廷全国性的隔离措施影响贝拉德罗矿生产。据巴里克黄金公告,H1贝矿的矿金权益产量124千盎司(折约3.86吨),同比降幅超-12%,其中Q2产金-35%约1.52吨。H1因矿金销售受阻,完全维持成本和现金成本同比上升22%和9%。品位方面,H1达到0.86g/t,较19H1的0.75g/t提升15%,其中Q2入选品位达到0.93g/t,处于六个季度最高水平。随着疫情扰动逐步减弱,预计贝矿产销将恢复正常。
- 海外并购步伐加快,进入世界金矿企业第一梯队:**公司上半年拟收购加拿大特麦克资源和澳大利亚Cardinal Resources。特麦克Hope Bay项目证实+可信储量110.3吨,平均品位6.5g/t,矿石处理量1600-1700吨/天,年产约4吨;Cardinal下属Nandini项目证实+可信储量约157.2吨,平均品位1.13g/t,达产后年产金8.9吨,拟2022年中投产。若两项收购顺利完成(+16吨/年),叠加国内金矿改扩建,预计公司年矿产金2025年矿金产量有望达到70吨,较2019年提升75%以上。储量方面,公司当前权益资源量883.7吨,权益储量308.8吨,并购完成后将分别增至1328.4吨和576.3吨,同比增50%和87%(假设Cardinal Resources最终实现100%控股)。公司全球布局成型,进入金矿企业第一梯队,成长性凸显。
- 金价上涨是业绩增长的核心因素:**2020上半年SHFE金T+D均价369.6元/克,同比增+28.4%。在产量同比基本持平的情况下,受益于金价大幅上涨,公司H1矿金营收69.03亿元,同比+22.3%;毛利33.55亿元,同比+30.4%,毛利率48.6%,提升3.03pct。我们拟合了黄金价格与公司股价的变动关系,发现在当前420元/g的水平下,金价每+1%,将提振公司股价+1.56%,带动公司毛利+1.54亿。
- 公司2020年净利或增至25亿元:**考虑到公司年内的生产计划及金价高企对开工率的提振,我们认为公司全年矿产金产量或达43吨左右,下半年产量或为23吨上下。考虑到公司毛利率及净利率的改善,2020年公司净利或达到25亿左右,按黄金行业平均56X估值计算,公司市值有望在年内增至1400亿元。
- 盈利预测及评级:**全球流动性宽松的大背景下,考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的持续及央行购金与实物持仓ETF的一致性及趋势性,黄金价格预计将维持高位,短期波动不改长期向上格局,人民币黄金均价破400元/克可待。预计公司2020-2022年实现营业收入分别为729.3亿元、782.4亿元、851.7亿元;EPS分别为0.57元、0.73元和0.99元,对应PE为51、40和29,维持“推荐”评级。
- 风险提示:**黄金价格下跌;产销量不达预期;品位下滑;项目收购不及预期;

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54,787.8	62,630.7	72,929.5	78,237.8	85,169.3
增长率(%)	7.34%	14.31%	16.44%	7.28%	8.86%
归母净利润(百万元)	937.08	1,421.39	2,587.05	3,176.80	4,313.19
净资产收益率(%)	4.05%	5.58%	9.95%	12.64%	16.76%
每股收益	0.45	0.42	0.57	0.73	0.99
PE	64.40	69.00	51.22	39.59	29.16
PB	2.97	3.89	5.10	5.01	4.89

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)	28.99-39.54
总市值(亿元)	1258.01
流通市值(亿元)	953.9
总股本/流通A股(万股)	433946/329044
流通B股/H股(万股)	/69950
52周日均换手率	2.06

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

021-25102914

tfzhang901@126.com

执业证书编号:

S1480118100014

图1: 营收及同比增速 (2015-2020H1)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图2: 归母净利润及同比增速 (2015-2020H1)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图3: 单季度净利润 (2019Q1-2020Q2)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图4: 毛利率及净利率变化 (2015-2020H1)



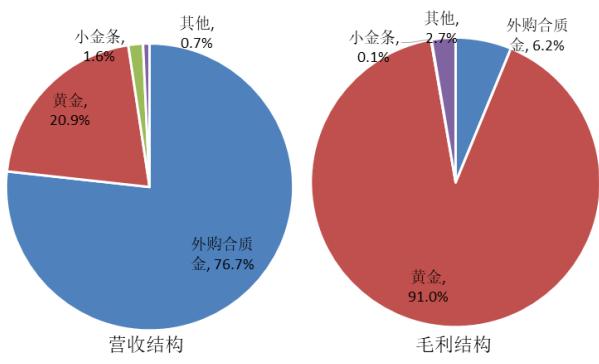
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图5: 期间费率变动 (2015-2020H1)



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图6: 2020H1 营收及毛利结构



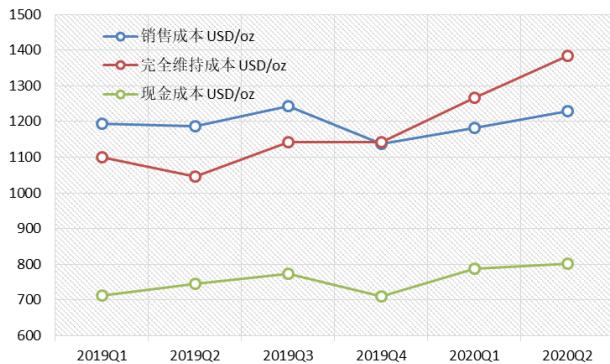
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图7: 贝拉德罗矿金产量及入选品位 (2019Q1-2020Q2)



资料来源: 巴里克黄金, 东兴证券研究所

图8: 贝拉德罗矿生产成本 (2019Q1-2020Q2)



资料来源: 巴里克黄金, 东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	6584	10362	10377	11139	12184	营业收入	54788	62631	72930	78238	85169
货币资金	2139	3242	3775	4050	4409	营业成本	50017	56586	65345	69641	75919
应收账款	571	290	338	362	395	营业税金及附加	364	553	729	737	827
其他应收款	204	1170	1362	1461	1591	营业费用	37	188	292	321	358
预付款项	148	117	80	41	-1	管理费用	1747	2046	2553	2647	2931
存货	3353	3640	4203	4480	4883	财务费用	792	847	201	203	184
其他流动资产	168	354	597	723	886	研发费用	0.57	-123.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	38362	47794	45068	42342	39684	资产减值损失	1.57	175.36	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1037	1042	1042	1042	1042	公允价值变动收益	-46.67	-10.68	70.00	70.00	70.00
固定资产	19872	22017	22281	21472	20154	投资净收益	1477	2142	3880	4759	5021
无形资产	10146	10628	9565	8609	7748	加: 其他收益	11.38	17.09	14.23	14.23	14.23
其他非流动资产	753	911	911	911	911	营业利润	38.99	42.10	40.55	40.55	2.00
资产总计	44946	58156	55445	53481	51868	营业外收入	1449	2117	3854	4732	5033
流动负债合计	14245	24873	22922	20502	18270	营业外支出	512	696	1267	1556	720
短期借款	3623	3154	13843	11134	8510	利润总额	937	1421	2587	3177	4313
应付账款	1949	2023	2304	2456	2677	所得税	61	132	132	0	0
预收款项	0	0	73	151	236	净利润	876	1289	2455	3177	4313
一年内到期的非流	42	2950	2950	2950	2950	少数股东损益	4287	5235	6798	7687	7863
非流动负债合计	7323	7464	5020	5020	5020	EPS (元)	0.45	0.42	0.57	0.73	0.99
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	27943	25522	23290	成长能力					
少数股东权益	1757	2704	2835	2835	2835	营业收入增长	7.34%	14.31%	16.44%	7.28%	8.86%
实收资本(或股本)	2214	3100	4339	4339	4339	营业利润增长	-10.57%	45.10%	81.11%	22.64%	5.50%
资本公积	8393	7522	7522	7522	7522	归属于母公司净利	90.40%	29.39%	90.40%	29.39%	35.77%
未分配利润	10477	11632	10412	8832	6687	盈利能力					
归属母公司股东权	21620	23114	24667	25123	25742	毛利率(%)	8.71%	9.65%	10.40%	10.99%	10.86%
负债和所有者权益	44946	58156	55445	53481	51868	净利率(%)	1.71%	2.27%	3.55%	4.06%	5.06%
现金流量表						总资产净利润(%)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	4.05%	5.58%	9.95%	12.64%	16.76%
经营活动现金流	2927	4180	4841	5837	6791	偿债能力					
净利润	937	1421	2587	3177	4313	资产负债率(%)	48%	56%	50%	48%	45%
折旧摊销	2018	2246	2717	2726	2659	流动比率	0.46	0.42	0.45	0.54	0.67
财务费用	792	847	201	203	184	速动比率	0.23	0.27	0.27	0.32	0.40
应收账款减少	0	281	-48	-25	-32	营运能力					
预收帐款增加	0	0	73	78	85	总资产周转率	1.26	1.21	1.28	1.44	1.62
投资活动现金流	-3765	-3831	1607	70	70	应收账款周转率	157	145	232	223	225
公允价值变动收益	2	175	0	0	0	应付账款周转率	29.49	31.54	33.71	32.87	33.18
长期投资减少	0	-20	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	-47	-11	70	70	70	每股收益(最新摊	0.45	0.42	0.57	0.73	0.99
筹资活动现金流	356	22	-5915	-5632	-6502	每股净现金流(最	-0.22	0.12	0.12	0.06	0.08
应付债券增加	0	343	-1031	0	0	每股净资产(最新	9.77	7.46	5.68	5.79	5.93
长期借款增加	0	-889	0	0	0	估值比率					
普通股增加	357	886	1240	0	0	P/E	64.40	69.00	51.22	39.59	29.16
资本公积增加	4177	-871	0	0	0	P/B	2.97	3.89	5.10	5.01	4.89
现金净增加额	-482	370	533	275	359	EV/EBITDA	15.97	18.13	17.61	17.82	17.04

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

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。央视财经金嘉宾。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, 中金所股指期权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：

看好评级：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性评级：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡评级：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。