

产销量下滑拖累增速，资源拓展积极

——山东黄金（600547）三季报点评报告

增持（维持）

日期：2020年10月28日

事件：

公司发布2020年前三季度业绩，实现营收536.6亿元、同比-17.2%，（扣非）归母净利润18.4亿元、同比增约95%；Q3营收206.1亿元、同比/环比分别-19.3%/+8.0%，归母净利润6.9亿元、同比/环比分别+104.4%/+17.2%，扣非归母净利润6.9亿元、同比/环比分别+154.7%/+17.0%。

投资要点：

- **Q3业绩受产销量下滑影响不及预期：**伦敦金现均价Q3同比+29.6%、环比+11.6%，但由于疫情影响、产销量下降，拖累前三季度累计营收增速由上半年3.5%转负至-17.2%；产销量下滑同时增大固定成本和费用的分摊，涨价下Q1-3毛利率和费用率环比20H1相当，但同比19Q1-3则毛利率依然增4.3pct，推动前三季度（扣非）归母净利润同比增约95%。
- **频出手拓展黄金资源。**公司年内先后收购特麦克（霍普湾项目）100%股权，新增金资源量161吨，年产4~5吨，对价723万元/吨，处于2020年以来全球主要黄金并购交易价格最下限；发行约1.6亿H股私有化恒兴黄金，新增保有金资源量41吨，年产2~3吨，新增股份对应收购资产19年EPS为1.3元，超过上市公司19年0.3元EPS，可增厚公司每股业绩。公司当前金权益资源量超1000吨，相比19年末增约25%。此外，公司正在要约收购Cardinal Resources。
- **矿产金产量战略目标接近翻倍，并购及扩产力度有望持续增强。**根据2020年9月山东黄金集团战略发展交流会披露，“十四五”末目标山东黄金集团利润总额将达到80~100亿元，矿产金产量达到80吨，进入全球黄金矿企前五位。2019年，山东黄金集团矿产金48吨，其中上市公司体系为40吨，在接近翻倍的战略目标下集团资源注入、外部并购及扩产力度有望持续增强。集团国内探矿权初步探明金资源量668吨、采矿权探明资源量53吨，未来注入上市公司潜力巨大。
- **盈利预测与投资建议：**暂不考虑恒兴黄金并表，预计公司20-22年归母净利润为24.6/42.8/44.4亿元，对应PE为44.2/25.4/24.5倍，集团资源储备有望持续注入，公司积极拓展，维持“增持”评级。
- **风险因素：**收购项目表现不及预期，金价下跌。

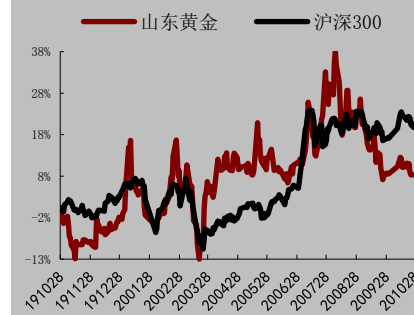
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	626.3	590.1	642.2	642.2
增长比率	11.3%	-5.8%	8.8%	0.0%
归母净利润(亿元)	12.9	24.6	42.8	44.4
增长比率	25.9%	90.9%	73.8%	3.7%
每股收益(元)	0.30	0.57	0.99	1.02
市盈率(倍)	84.3	44.2	25.4	24.5

资料来源：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)	4,339.46
流通A股(百万股)	3,290.44
收盘价(元)	25.45
总市值(亿元)	1,104.39
流通A股市值(亿元)	837.42

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10月28日

相关研究

万联证券研究所 20200420_公司年报点评
价格上涨推动盈利，未来业绩可观_山东黄金

分析师：夏振荣

执业证书编号：S0270520090002

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理：阮鹏

电话：18275035519

邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

资产负债表					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E					
流动资产	10,362	14,928	15,809	16,261					
货币资金	3,242	5,901	6,422	6,875					
应收票据及应收账款	290	447	487	487					
其他应收款	1,170	1,677	1,825	1,825					
预付账款	117	835	864	864					
存货	3,640	4,165	4,308	4,308					
其他流动资产	1,903	1,903	1,903	1,903					
非流动资产	47,794	51,285	55,656	60,887					
长期股权投资	1,042	1,042	1,042	1,042					
固定资产	22,034	22,447	23,734	25,893					
在建工程	3,982	6,982	9,982	12,982					
无形资产	10,628	10,725	10,810	10,882					
其他长期资产	10,108	10,088	10,088	10,088					
资产总计	58,156	66,213	71,465	77,148					
流动负债	24,873	27,843	25,272	22,056					
短期借款	3,154	5,736	3,245	0					
应付票据及应付账款	2,851	2,898	2,986	2,880					
预收账款	0	0	0	0					
其他流动负债	18,868	19,209	19,041	19,177					
非流动负债	7,464	7,680	7,680	7,680					
长期借款	1,202	1,202	1,202	1,202					
应付债券	1,031	1,031	1,031	1,031					
其他非流动负债	5,231	5,447	5,447	5,447					
负债合计	32,338	35,523	32,953	29,737					
股本	3,100	4,339	4,339	4,339					
资本公积	7,522	6,282	6,282	6,282					
留存收益	12,453	17,010	24,282	32,612					
归属母公司股东权益	23,114	27,671	34,943	43,273					
少数股东权益	2,704	3,020	3,569	4,139					
负债和股东权益	58,156	66,213	71,465	77,148					
现金流量表					单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	8,360	4,583	7,965	8,336					
净利润	1,421	2,778	4,827	5,005					
折旧摊销	2,657	2,584	2,624	2,664					
营运资金变动	3,173	-1,519	-440	29					
其它	1,109	740	954	638					
投资活动现金流	-3,831	-3,943	-4,214	-4,214					
资本支出	-4,174	-3,989	-4,000	-4,000					
投资变动	48	0	0	0					
其他	295	46	-214	-214					
筹资活动现金流	22	2,019	-3,230	-3,669					
银行借款	8,019	2,581	-2,491	-3,245					
债券融资	0	0	0	0					
股权融资	1,500	1,240	0	0					
其他	-9,498	-1,802	-740	-424					
现金净增加额	383	2,659	521	453					
期初现金余额	2,636	3,242	5,901	6,422					
期末现金余额	3,019	5,901	6,422	6,875					
					利润表				
					单位: 百万元				
					至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
					营业收入	62,631	59,013	64,220	64,220
					营业成本	56,586	50,927	52,680	52,680
					营业税金及附加	553	521	567	567
					销售费用	188	155	181	175
					管理费用	2,046	2,361	2,333	2,451
					研发费用	333	354	363	374
					财务费用	847	689	678	358
					资产减值损失	-123	0	0	0
					公允价值变动收益	175	260	0	0
					投资净收益	-11	-214	-214	-214
					资产处置收益	0	1	0	0
					营业利润	2,142	4,066	7,217	7,414
					营业外收入	17	8	0	0
					营业外支出	42	18	0	0
					利润总额	2,117	4,056	7,217	7,414
					所得税	696	1,278	2,389	2,410
					净利润	1,421	2,778	4,827	5,005
					少数股东损益	132	316	549	570
					归属母公司净利润	1,289	2,462	4,278	4,435
					EBITDA	5,581	7,278	10,719	10,636
					EPS (元)	0.30	0.57	0.99	1.02
					主要财务比率				
					至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
					成长能力				
					营业收入	11.3%	-5.8%	8.8%	0.0%
					营业利润	26.3%	89.8%	77.5%	2.7%
					归属于母公司净利润	25.9%	90.9%	73.8%	3.7%
					获利能力				
					毛利率	9.7%	13.7%	18.0%	18.0%
					净利率	2.3%	4.7%	7.5%	7.8%
					ROE	5.6%	8.9%	12.2%	10.2%
					ROIC	5.7%	7.7%	11.5%	10.2%
					偿债能力				
					资产负债率	55.6%	53.6%	46.1%	38.5%
					净负债比率	20.0%	16.6%	5.4%	-3.4%
					流动比率	0.42	0.54	0.63	0.74
					速动比率	0.27	0.36	0.42	0.50
					营运能力				
					总资产周转率	1.08	0.89	0.90	0.83
					应收账款周转率	215.86	132.00	132.00	132.00
					存货周转率	15.55	12.23	12.23	12.23
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.30	0.57	0.99	1.02
					每股经营现金流	1.93	1.06	1.84	1.92
					每股净资产	5.33	6.38	8.05	9.97
					估值比率				
					P/E	84.30	44.15	25.41	24.51
					P/B	4.70	3.93	3.11	2.51
					EV/EBITDA	19.04	15.64	10.34	10.07

资料来源: Wind, 万联证券研究所

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。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