

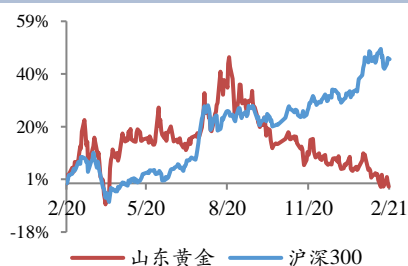
金价上行增厚业绩，公司未来成长可期

投资评级：增持

报告日期：2021-02-04

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 21.25 |
| 近12个月最高/最低(元) | 32.50/21.25 |
| 总股本(百万股) | 4,473 |
| 流通股本(百万股) | 3,536 |
| 流通股比例(%) | 79.06 |
| 总市值(亿元) | 951 |
| 流通市值(亿元) | 752 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

电话：18019001956

邮箱：xuqy@hazq.com

联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

电话：13777083119

邮箱：wengjm@hazq.com

相关报告

1. 黄金产业龙头，上游矿产资源优势明显 2020-09-28

主要观点：

● 事件：公司发布2020年业绩快报，全年归母净利润同比增55%-105%。

2021年1月30日，公司预告2020年实现归母净利润约20至26.5亿元，与上年同期相比增加7至13.6亿元，同比增长55%至105%；2020年实现扣非后归母净利润20至26.5亿元，与上年同期增加7至13.5亿元，同比增长55%到105%。公司本期业绩预增的主要原因为：①受全球货币宽松等因素影响，在避险需求下，2020年国际金价大幅上涨；②在经营战略方面，公司在金价上涨情况下适时组织黄金销售。综合两方面因素，2020年公司自产黄金销售毛利增幅较大，利润实现较好增长。

● 金价攀升助力公司业绩增长。2020年以来，受到世界主要经济体经济下行叠加全球货币宽松等影响，市场避险需求不断增加，进而刺激黄金价格的大幅度上涨。2020年Q1-Q4，COMEX黄金均价为1782美元/盎司，同比上涨27.36%，国内上海金交所黄金现货均价为386.79元/克，同比上涨23.82%。受益于黄金价格的持续上行，公司今年自产黄金的销售毛利显著改善，整体利润水平能够实现较好增长。此外，鉴于2021年全球经济复苏不明确及低利率预期等因素依然存在，黄金价格或将继续维持高位。

● 疫情扰动海外黄金产量，规模优势保障公司盈利。受疫情因素影响，2020年上半年公司矿产金产量20吨，同比减少0.51吨，降幅为2.49%，其中海外企业的矿产金同比下降12%。但得益于国内方面，公司坐拥优质的矿山资源和企业矿产金产量不减反增等两方面因素影响，公司国内2020H1矿产金实现0.56%的小幅增长。此外，在金价震荡上行的背景下，公司抓住金价高位的时机适时组织销售活动，提升2020年的整体盈利水平。

● 外延收购增强资源禀赋优势，黄金龙头未来成长可期。公司今年陆续推出重大收购项目以扩大黄金业务版图，分别签订收购加拿大特麦克资源公司(TMAC Resources Inc.) 100%股权、以要约方式收购澳洲卡蒂诺资源有限公司(Cardinal Resources Limited) 全部股权，以及协议收购恒兴黄金100%股权。2019年公司的资源量为884吨、权益储量为309吨。公司在完成这三个项目的收购工作后，将拥有黄金权益资源量为1344吨、权益储量573吨，分别增长52%和85.4%，公司的黄金资源优势或实现大幅增强。收购的项目按规划释放产量后，公司有望在2025年进入全球黄金矿企前五位。

● 投资建议

山东黄金是国内黄金生产龙头，拥有优质的黄金矿山资源，考虑到公司

目前收购项目进展顺利，待项目收购完成并正式投入生产经营，量价齐升有望带动业绩快速增长。我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 671.74/706.94/737.44 亿元，同比增长 7.3%、5.2%、4.3%；对应归母净利润分别为 24.21/35.51/45.07 亿元，同比分别增长 87.8%、46.7%、26.9%；对应 2021 年及 2022 年 PE 分别为 29.75X、23.45X，给予“增持”评级。

● 风险提示

黄金价格波动风险，收购项目进展不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 62631 | 67174 | 70694 | 73744 |
| 收入同比 (%) | 11.3% | 7.3% | 5.2% | 4.3% |
| 归属母公司净利润 | 1289 | 2421 | 3551 | 4507 |
| 净利润同比 (%) | 25.9% | 87.8% | 46.7% | 26.9% |
| 毛利率 (%) | 9.7% | 10.7% | 13.2% | 15.0% |
| ROE (%) | 5.6% | 9.5% | 12.2% | 13.4% |
| 每股收益 (元) | 0.29 | 0.54 | 0.79 | 1.01 |
| P/E | 113.17 | 43.64 | 29.75 | 23.45 |
| P/B | 6.31 | 4.14 | 3.63 | 3.15 |
| EV/EBITDA | 19.04 | 9.38 | 8.83 | 7.54 |

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 10362 | 10584 | 11161 | 12421 | 营业收入 | 62631 | 67174 | 70694 | 73744 |
| 现金 | 3242 | 3016 | 3351 | 4500 | 营业成本 | 56586 | 59962 | 61366 | 62687 |
| 应收账款 | 290 | 419 | 454 | 447 | 营业税金及附加 | 553 | 495 | 546 | 574 |
| 其他应收款 | 1170 | 1169 | 1305 | 1338 | 销售费用 | 188 | 158 | 181 | 189 |
| 预付账款 | 117 | 158 | 153 | 155 | 管理费用 | 2046 | 2251 | 2344 | 2448 |
| 存货 | 3640 | 3914 | 3992 | 4075 | 财务费用 | 847 | 103 | 166 | 199 |
| 其他流动资产 | 1903 | 1908 | 1906 | 1906 | 资产减值损失 | -123 | -24 | -21 | -23 |
| 非流动资产 | 47794 | 55397 | 60723 | 66494 | 公允价值变动收益 | -175 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 1042 | 1042 | 1042 | 1042 | 投资净收益 | -11 | 37 | 31 | 28 |
| 固定资产 | 22034 | 26658 | 29925 | 33457 | 营业利润 | 2142 | 3872 | 5747 | 7282 |
| 无形资产 | 10628 | 12615 | 13824 | 15170 | 营业外收入 | 17 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 14090 | 15081 | 15932 | 16824 | 营业外支出 | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 58156 | 65980 | 71883 | 78914 | 利润总额 | 2117 | 3872 | 5747 | 7282 |
| 流动负债 | 24873 | 30086 | 32142 | 34283 | 所得税 | 696 | 1260 | 1899 | 2392 |
| 短期借款 | 3154 | 7658 | 9488 | 11574 | 净利润 | 1421 | 2612 | 3847 | 4890 |
| 应付账款 | 2023 | 2220 | 2260 | 2302 | 少数股东损益 | 132 | 191 | 296 | 383 |
| 其他流动负债 | 19696 | 20208 | 20394 | 20408 | 归属母公司净利润 | 1289 | 2421 | 3551 | 4507 |
| 非流动负债 | 7464 | 7464 | 7464 | 7464 | EBITDA | 5581 | 8862 | 9576 | 11346 |
| 长期借款 | 1202 | 1202 | 1202 | 1202 | EPS (元) | 0.29 | 0.54 | 0.79 | 1.01 |
| 其他非流动负债 | 6263 | 6263 | 6263 | 6263 | | | | | |
| 负债合计 | 32338 | 37550 | 39606 | 41748 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2704 | 2895 | 3191 | 3573 | | | | | |
| 股本 | 3100 | 3100 | 3100 | 3100 | | | | | |
| 资本公积 | 7522 | 7522 | 7522 | 7522 | | | | | |
| 留存收益 | 12493 | 14914 | 18465 | 22972 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 23114 | 25535 | 29087 | 33593 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 58156 | 65980 | 71883 | 78914 | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 主要财务比率 | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | | 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 会计年度 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 成长能力 | | | | |
| 经营活动现金流 | 4180 | 7966 | 7766 | 9012 | 营业收入 | 11.3% | 7.3% | 5.2% | 4.3% |
| 净利润 | 1289 | 2421 | 3551 | 4507 | 营业利润 | 26.3% | 80.7% | 48.4% | 26.7% |
| 折旧摊销 | 2657 | 4930 | 3707 | 3905 | 归属于母公司净利 | 25.9% | 87.8% | 46.7% | 26.9% |
| 财务费用 | 834 | 175 | 238 | 278 | 获利能力 | | | | |
| 投资损失 | 325 | -37 | -31 | -28 | 毛利率 (%) | 9.7% | 10.7% | 13.2% | 15.0% |
| 营运资金变动 | -1007 | 262 | -16 | -55 | 净利率 (%) | 2.1% | 3.6% | 5.0% | 6.1% |
| 其他经营现金流 | 2378 | 2375 | 3884 | 4968 | ROE (%) | 5.6% | 9.5% | 12.2% | 13.4% |
| 投资活动现金流 | -3831 | -12520 | -9023 | -9671 | ROIC (%) | 5.7% | 6.4% | 8.4% | 9.3% |
| 资本支出 | -4174 | -12557 | -9054 | -9699 | 偿债能力 | | | | |
| 长期投资 | 48 | 0 | 0 | 0 | 资产负债率 (%) | 55.6% | 56.9% | 55.1% | 52.9% |
| 其他投资现金流 | 295 | 37 | 31 | 28 | 净负债比率 (%) | 125.3% | 132.1% | 122.7% | 112.3% |
| 筹资活动现金流 | 22 | 4328 | 1592 | 1808 | 流动比率 | 0.42 | 0.35 | 0.35 | 0.36 |
| 短期借款 | -469 | 4503 | 1830 | 2085 | 速动比率 | 0.27 | 0.22 | 0.22 | 0.24 |
| 长期借款 | -889 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | |
| 普通股增加 | 886 | 0 | 0 | 0 | 总资产周转率 | 1.08 | 1.02 | 0.98 | 0.93 |
| 资本公积增加 | -2548 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 215.86 | 160.36 | 155.87 | 165.06 |
| 其他筹资现金流 | 3043 | -175 | -238 | -278 | 应付账款周转率 | 27.97 | 27.01 | 27.15 | 27.24 |
| 现金净增加额 | 383 | -226 | 335 | 1149 | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.29 | 0.54 | 0.79 | 1.01 |
| | | | | | 每股经营现金流薄) | 0.93 | 1.78 | 1.74 | 2.01 |
| | | | | | 每股净资产 | 5.17 | 5.71 | 6.50 | 7.51 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 113.17 | 43.64 | 29.75 | 23.45 |
| | | | | | P/B | 6.31 | 4.14 | 3.63 | 3.15 |
| | | | | | EV/EBITDA | 19.04 | 9.38 | 8.83 | 7.54 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。