

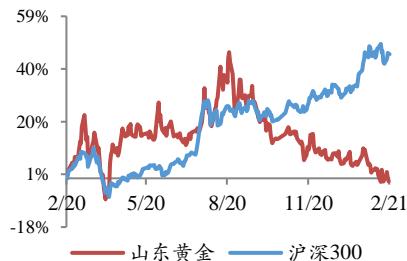
金价上行增厚业绩，公司未来成长可期

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

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，同比增加 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。综合双方面因素，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双方面因素影响，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					
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	23114	25535	29087	33593					
负债和股东权益	58156	65980	71883	78914					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4180	7966	7766	9012	成长能力				
净利润	1289	2421	3551	4507	营业收入	11.3%	7.3%	5.2%	4.3%
折旧摊销	2657	4930	3707	3905	营业利润	26.3%	80.7%	48.4%	26.7%
财务费用	834	175	238	278	归属于母公司净利	25.9%	87.8%	46.7%	26.9%
投资损失	325	-37	-31	-28	获利能力				
营运资金变动	-1007	262	-16	-55	毛利率 (%)	9.7%	10.7%	13.2%	15.0%
其他经营现金流	2378	2375	3884	4968	净利率 (%)	2.1%	3.6%	5.0%	6.1%
投资活动现金流	-3831	-12520	-9023	-9671	ROE (%)	5.6%	9.5%	12.2%	13.4%
资本支出	-4174	-12557	-9054	-9699	ROIC (%)	5.7%	6.4%	8.4%	9.3%
长期投资	48	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	295	37	31	28	资产负债率 (%)	55.6%	56.9%	55.1%	52.9%
筹资活动现金流	22	4328	1592	1808	净负债比率 (%)	125.3%	132.1%	122.7%	112.3%
短期借款	-469	4503	1830	2085	流动比率	0.42	0.35	0.35	0.36
长期借款	-889	0	0	0	速动比率	0.27	0.22	0.22	0.24
普通股增加	886	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-2548	0	0	0	总资产周转率	1.08	1.02	0.98	0.93
其他筹资现金流	3043	-175	-238	-278	应收账款周转率	215.86	160.36	155.87	165.06
现金净增加额	383	-226	335	1149	应付账款周转率	27.97	27.01	27.15	27.24
					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形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。