

## 山东黄金 (600547)

### 受益金价上涨，并购增厚资源

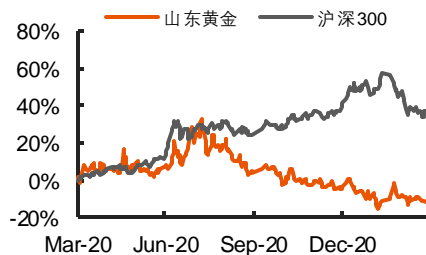
**推荐 (维持)**

**现价: 21.39 元**

#### 主要数据

行业	有色
公司网址	www.sdhjgf.com.cn
大股东/持股	山东黄金集团/37.37%
实际控制人	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	4,473
流通 A 股(百万股)	3,536
流通 B/H 股(百万股)	859
总市值 (亿元)	881.63
流通 A 股市值(亿元)	756.46
每股净资产(元)	5.53
资产负债率(%)	50.4

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**陈建文** 投资咨询资格编号  
S1060511020001  
0755-22625476  
chenjianwen002@pingan.com.cn



#### 投资要点

##### 事项:

公司发布2020年年报，实现收入636.64亿元，同比增长1.65%，归属上市公司股东的净利润22.57亿元，同比增长75.05%。同时，公司公告2020年利润分配预案，拟每10股派现金红利0.5元（含税）。

##### 平安观点:

- **矿产金产量微降，毛利率受金价上扬提振：**公司主导产品是矿产金，2020年公司矿产金的产量37.80吨，同比下降5.78%，其中公司国内矿山矿石开采增长，但入选品位有所下降，而公司海外的阿根廷贝拉德罗金矿生产受疫情影响，为此，公司矿产金产量下降。公司矿产金的盈利和黄金价格关系密切，2020年尽管有波动，但黄金价格总体上涨。受益黄金价格上涨，公司矿产金毛利率提升6.53个百分点至50.91%，推动公司2020年业绩大幅增长。
- **预计2021年黄金价格或震荡偏弱，价格对公司业绩推动减弱：**2021年以来，随着疫苗接种，全球及中国经济复苏态势较为明朗，美国国债收益率也有所上行，避险需求下降，预计未来黄金价格或震荡偏弱。我们判断，2021年黄金价格对公司业绩推动将减弱。
- **多项并购落地，黄金资源进一步增厚：**2020年公司加大黄金资源并购。经过努力，2021年部分收购项目实现落地，其中2021年2月完成了对恒兴黄金的私有化，恒兴黄金拥有新疆金山金矿采矿权，2019年黄金储量和产量分别为40.93吨和2.66吨；2021年3月完成对Cardinal Resources 100%股权要约收购。Cardinal Resources 在加纳拥有3个黄金项目，其中Namdini项目拥有探明加控制黄金资源量203吨。根据可研报告，项目建成后平均年产黄金8.9吨。此外，2021年2月，公司还通过收购获得莱州市后赵北部矿区金矿探矿权。

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	62,631	63,664	70,025	74,580	84,850
YoY (%)	14.3	1.6	10.0	6.5	13.8
净利润(百万元)	1,289	2,257	2,803	3,019	3,173
YoY (%)	47.2	75.0	24.2	7.7	5.1
毛利率 (%)	9.7	12.3	13.0	12.9	12.2
净利率 (%)	2.1	3.5	4.0	4.0	3.7
ROE (%)	5.5	8.0	7.9	7.8	7.6
EPS(摊薄/元)	0.29	0.50	0.63	0.67	0.71
P/E(倍)	74.2	42.4	34.1	31.7	30.2
P/B(倍)	4.1	3.9	3.0	2.7	2.5

- **盈利预测及投资评级：**考虑 2021 年黄金价格受一定压制，我们略下调公司 2021 年和 2022 年盈利预测，并导入 2023 年盈利预测。预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 0.63 (原 0.65) 元、0.67 (原 0.69) 元和 0.71 元，对应 2021 年 3 月 30 日收盘价的 PE 分别为 34 倍、32 倍和 30 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**(1) 产品价格波动的风险。黄金是公司的主要产品，黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平。受世界经济、政治、需求等因素的影响，黄金价格的不确定性在加剧，黄金价格的波动将导致公司的经营业绩存在不确定性，若金价出现大幅下跌，公司的经营业绩将会受到影响。(2) 资源开发的风险。公司矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，个别矿山存在资源接续紧张问题，为保证生产，公司已着手办理相关矿权的采矿许可。国家对矿山生产企业权证办理的管控和审批程序越来越严格，若在矿权审批过程中出现延滞现象，则会影响到公司的黄金产量和经营业绩。(3) 矿山安全生产和环境污染的风险。矿业属于安全风险较高的行业，若发生安全事故，将会造成人员伤亡或财产损失，直接影响公司黄金产量、收入及企业形象等。在黄金的开采、生产过程中会产生废弃物，若环保措施出现问题，废弃物中的有害物质将会对矿区及周边环境造成污染。如发生环境污染，将影响企业生产经营的正常进行。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	13177	16801	24230	29691
现金	3291	5223	13133	15898
应收票据及应收账款	170	654	493	812
其他应收款	1630	1450	1830	1901
预付账款	1962	324	2110	660
存货	2550	5575	3088	6845
其他流动资产	3575	3575	3575	3575
<b>非流动资产</b>	50683	49002	47311	45635
长期投资	1028	1048	1068	1088
固定资产	23922	23356	22660	21703
无形资产	10493	9978	9464	8950
其他非流动资产	15240	14619	14119	13895
<b>资产总计</b>	63859	65803	71541	75326
<b>流动负债</b>	25552	19372	21571	21646
短期借款	7866	2800	3000	3000
应付票据及应付账款	3104	1771	3427	2533
其他流动负债	14583	14801	15144	16113
<b>非流动负债</b>	6655	6799	6984	7169
长期借款	1677	1822	2006	2191
其他非流动负债	4978	4978	4978	4978
<b>负债合计</b>	32207	26172	28555	28815
少数股东权益	2893	3204	3540	3892
股本	4314	4473	4473	4473
资本公积	6311	11016	11016	11016
留存收益	14403	17517	20872	24397
<b>归属母公司股东权益</b>	28760	36427	39446	42619
<b>负债和股东权益</b>	63859	65803	71541	75326

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	5810	3689	9217	4357
净利润	2541	3115	3354	3526
折旧摊销	2609	2494	2606	2693
财务费用	856	953	1008	1029
投资损失	-10	-20	-20	-20
营运资金变动	-596	-2804	2320	-2820
其他经营现金流	409	-50	-50	-50
<b>投资活动现金流</b>	-8044	-744	-845	-947
资本支出	4767	-1701	-1711	-1696
长期投资	-3102	-20	-18	-20
其他投资现金流	-6379	-2464	-2573	-2663
<b>筹资活动现金流</b>	2282	-1013	-463	-644
短期借款	4711	-5066	200	0
长期借款	-556	145	185	185
普通股增加	1214	159	0	0
资本公积增加	-1211	4705	0	0
其他筹资现金流	-1877	-956	-848	-829
<b>现金净增加额</b>	13	1932	7909	2766

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	63664	70025	74580	84850
营业成本	55817	60936	64975	74497
营业税金及附加	606	667	710	764
营业费用	107	140	149	170
管理费用	2554	2661	2685	3055
研发费用	388	420	447	509
财务费用	856	953	1008	1029
资产减值损失	-161	-70	-75	-85
其他收益	26	0	0	0
公允价值变动收益	393	50	50	50
投资净收益	10	20	20	20
资产处置收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	3567	4247	4601	4813
营业外收入	7	18	19	18
营业外支出	182	112	147	130
<b>利润总额</b>	3392	4153	4472	4701
所得税	850	1038	1118	1175
<b>净利润</b>	2541	3115	3354	3526
少数股东损益	284	311	335	353
<b>归属母公司净利润</b>	2257	2803	3019	3173
EBITDA	6489	6900	7042	7210
EPS(元)	0.50	0.63	0.67	0.71

## 主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	1.6	10.0	6.5	13.8
营业利润(%)	66.5	19.1	8.3	4.6
归属于母公司净利润(%)	75.0	24.2	7.7	5.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	12.3	13.0	12.9	12.2
净利率(%)	3.5	4.0	4.0	3.7
ROE(%)	8.0	7.9	7.8	7.6
ROIC(%)	7.4	7.8	7.3	6.9
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	50.4	39.8	39.9	38.3
净负债比率(%)	23.2	1.2	0.0	0.0
流动比率	0.5	0.9	1.1	1.4
速动比率	0.3	0.5	0.9	1.0
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	276.8	170.0	130.0	130.0
应付账款周转率	18.7	25.0	25.0	25.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.63	0.67	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.82	2.06	0.97
每股净资产(最新摊薄)	5.53	7.25	7.92	8.63
<b>估值比率</b>				
P/E	42.4	34.1	31.7	30.2
P/B	3.9	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.8	14.0	12.7	12.1

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033