

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

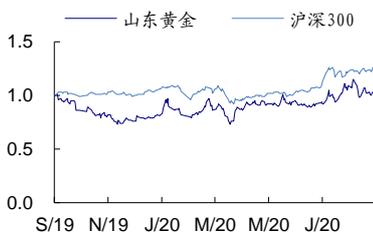
有色金属冶炼

**山东黄金(600547)**
**买入**

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 02 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,339/3,990
总市值/流通(百万元)	125,801/95,390
上证综指/深圳成指	3,396/13,758
12个月最高/最低(元)	47.57/27.80

**相关研究报告:**

《山东黄金-600547-2020 年中报点评: 上半年业绩在指引范围内, 公司积极推进海外黄金矿山并购计划》——2020-09-01

《山东黄金-600547-2019 年年报和 2020 年第一季度业绩预告点评: 矿金产量增加, 对金价上涨业绩高弹性》——2020-04-20

**证券分析师: 刘孟茜**

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

**证券分析师: 杨耀洪**

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 内增外拓, 积极开展资源并购

### ● 全年归母净利润增长 75%, 矿产金产量同比基本持平

全年实现营收 636.64 亿元, 同比+1.65%; 实现归母净利润 25.57 亿元, 同比+75.05%; 实现扣非归母净利润 23.56 亿元, 同比+81.70%; 实现经营活动产生的现金流净额 58.09 亿元, 同比增长 38.98%。

全年实现矿产金产量 37.80 吨, 因受到新冠肺炎疫情影响, 同比下降 2.32 吨, 降幅 5.78%。其中, 国内企业矿产金产量约 30.77 吨, 同比下降 1.07%; 国外企业矿产金产量 7.02 吨, 同比大幅下降 17.74%。公司 2019 年年报中披露过 2020 年全年生产计划: 黄金产量不低于 39.586 吨, 在疫情对海外矿山造成较大影响下, 完成了年初计划的 95.5%。

公司年报当中并没有给出今年的产量指引, 主要是受到山东省内其他企业在今年年初发生的安全事故影响, 山东省自今年 2 月开始开展安全检查。截至目前为止, 公司在山东省内仍有部分矿山尚未完成复工验收。公司将视矿山复产情况, 及时跟进确定产量计划。

### ● 积极开展资源并购, 坚定不移实施“走出去”战略

公司 2020 年开展多项重大并购: ①要约收购 Cardinal, Cardinal 是总部位于澳大利亚珀斯的黄金勘探开发公司, 核心资产是位于加纳的 3 个黄金项目, 目前公司已经完成对 Cardinal 100% 股份的收购。②收购恒兴黄金, 核心资产是位于新疆维吾尔自治区伊哈萨克自治州伊宁县的金山金矿采矿权开采项目, 2019 年黄金产量为 2.66 吨。③收购特麦克资源公司项目终止。项目由于未能通过加拿大投资局的审批, 公司与伊格尔矿业签署《转让、受让和约务更替协议》, 协议签署后, 公司作为转让方将不再承担任何收购责任和义务, 故收购特麦克资源公司的项目已终止。综上, 公司未来将积极参与全球资源配置。

### ● 风险提示: 核心矿山产销量不达预期, 黄金价格涨幅不达预期。

### ● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2021-2023 年营收分别为 642.09/649.96/657.84 亿元, 同比增速 0.9/1.2/1.2%, 归母净利润分别为 22.53/24.66/26.92 亿元, 同比增速 -0.2/9.4/9.2%; 摊薄 EPS 为 0.50/0.55/0.60 元, 当前股价对应 PE 为 43/39/36X。考虑到公司是国内黄金板块龙头企业, 金价上涨对业绩有高弹性, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

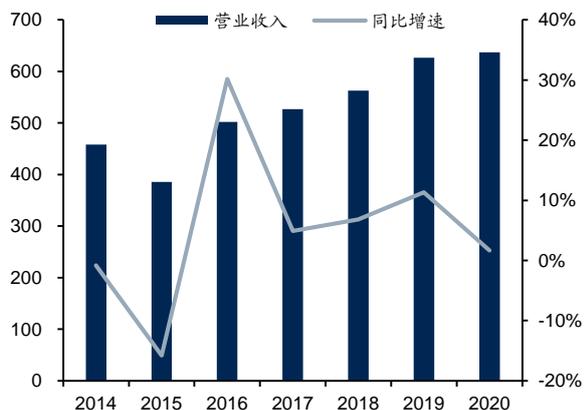
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	62,631	63,664	64,209	64,996	65,784
(+/-%)	14.3%	1.6%	0.9%	1.2%	1.2%
净利润(百万元)	1289	2257	2253	2466	2692
(+/-%)	47.2%	75.0%	-0.2%	9.4%	9.2%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.52	0.50	0.55	0.60
EBIT Margin	5.2%	7.2%	6.5%	7.0%	7.4%
净资产收益率(ROE)	5.6%	7.8%	7.4%	7.7%	7.9%
市盈率(PE)	51.5	41.0	42.5	38.9	35.6
EV/EBITDA	16.7	17.4	17.3	15.6	14.3
市净率(PB)	2.87	3.21	3.16	2.99	2.82

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司正式发布 2020 年年度报告: 全年实现营收 636.64 亿元, 同比增长 1.65%; 实现归母净利润 25.57 亿元, 同比增长 75.05%, 业绩落在此前预告的 20-26.5 亿元的区间范围内, 符合预期; 实现扣非归母净利润 23.56 亿元, 同比增长 81.70%, 业绩落在此前预告的 20-26.5 亿元的区间范围内, 符合预期; 实现经营活动产生的现金流净额 58.09 亿元, 同比增长 38.98%。

图 1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

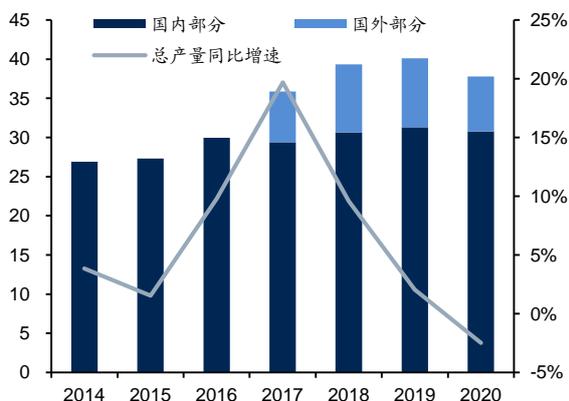
图 2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2020 年全年实现矿产金产量 37.80 吨, 因受到新冠肺炎疫情影响, 同比下降 2.32 吨, 降幅 5.78%。其中, 国内企业矿产金产量约 30.77 吨, 同比下降 1.07%; 国外企业矿产金产量 7.02 吨, 同比大幅下降 17.74%。公司 2019 年年报中披露过 2020 年全年生产计划: 黄金产量不低于 39.586 吨, 在疫情对海外矿山造成较大影响下, 完成了年初计划的 95.5%。公司 2020 年原矿品位 1.48g/t, 同比下降 0.05g/t, 降幅 3.05%, 原矿品位下降主要原因是国内企业入选原矿品位同比降低, 拉低了公司整体品位。国内矿山黄金选冶回收率 91.45%, 同比提高 0.38 个百分点, 增幅 0.42%; 阿根廷贝拉德罗金矿黄金选冶回收率 73.26%, 同比下降 4.45 个百分点, 降幅 5.73%。

图 3: 公司矿产金产量及增速 (单位: 吨、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司矿产金综合原矿品位变化 (单位: g/t)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司在年报当中并没有给出今年的产量指引, 主要是受到山东五彩龙投资有限公司栖霞市笄山金矿、山东招远曹家洼金矿 (为两家地方企业, 均非山东黄金所属企业) 2021 年年初发生的安全事故影响, 公司所属山东省内矿山根据当地

主管部门的要求，自 2021 年 2 月开始开展安全检查。截止至 3 月 29 日，公司在山东省内仍有部分矿山尚未完成复工验收，上述停产安全检查导致公司产能受到较大影响，公司将视矿山复产情况，及时跟进确定产量计划。

**表 1: 公司 2019-2020 年度各矿山矿石开采量、矿石处理量及黄金产量情况**

项目	2019 年			2020 年		
	矿石开采量 (百万吨)	矿石处理量 (百万吨)	黄金产量 (千克)	矿石开采量 (百万吨)	矿石处理量 (百万吨)	黄金产量 (千克)
山东省						
三山岛金矿	3.6	4.0	7222.2	3.8	4.0	7135.1
焦家金矿	3.8	3.6	7421.3	4.5	4.7	7471.1
新城金矿	1.3	2.0	4338.9	1.0	2.3	4516.2
玲珑金矿	2.1	1.9	4071.4	2.1	2.6	3813.3
归来庄金矿	0.3	0.3	1284.6	0.1	0.2	749.6
金洲金矿	0.4	0.4	824.2	0.3	0.4	1312.6
青岛金矿	0.9	1.0	1667.1	1.1	1.2	1433.9
蓬莱金矿	0.4	0.4	1381.0	0.4	0.4	846.0
沂南金矿	0.5	0.5	363.9	0.4	0.5	357.7
其他省份						
赤峰柴金矿	0.5	0.5	1259.7	0.6	0.6	1399.7
福建源鑫金矿	0.3	0.3	594.1	0.2	0.3	497.7
西和中宝金矿	0.2	0.2	650.1	0.3	0.3	805.6
小计	14.3	15.1	31106.6	14.9	17.4	30773.8
本公司应占	12.9	13.6	27679.0	13.4	15.7	27321.3
阿根廷						
贝拉德罗金矿	16.1	13.6	8537.9	13.7	12.0	7023.2
总计	30.4	28.7	40120.4	28.6	29.4	37797.0

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；备注：1 盎司等于 31.1035 克。

公司海外核心资产是阿根廷贝拉德罗(Veladero)金矿，公司持有贝拉德罗 50% 股权，2020 年矿产金产量 7.02 吨（权益量），同比大幅下降 17.74%，单位销售成本 1151 美元/盎司，折合人民币约 259 元/克（按照人民币兑美元汇率 7 来测算）。贝矿的运营转为 Phase 6，Phase 6 的浸出装置之前受到疫情的影响而有所推迟，预计要到今年上半年才能完成安装，所以预计在下半年能恢复比较强劲的生产状态。贝矿目前工作重点是保证最优化的 10 年开采计划，其中包括 Cuatro Esquinas 露天矿开采的启动，并且加快新建项目和加密钻探工作。根据巴理克黄金公司 2020 年报的数据披露，预计贝拉德罗金矿（50%权益）2021 年矿产金产量 13-14 万盎司，折 4.04-4.67 吨，单位成本 1510-1560 美金/盎司，折人民币 339.8-351.1 元/克，由于产量下滑，单位成本也有明显的提升。

**表 2: 贝拉德罗金矿矿产金产量和单位成本变化**

Veladero (50%)	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020
Average grade processed (g/t)	0.79	0.80	0.93	0.79	0.87	0.84
Ore tonnes processed (000)	13,587	3,243	2,609	3,189	2,976	12,017
Gold produced (oz 000)	274	75	49	44	58	226
Gold sold (oz 000)	271	57	35	43	51	186
Income (\$ millions)	57	24	16	30	44	114
EBITDA (\$ millions)	172	46	29	47	61	183
Capital expenditures (\$ millions)	106	40	20	18	35	98
Cost of sales (\$/oz)	1,188	1,182	1,228	1,136	1,074	1,151
Total cash costs (\$/oz)	734	788	801	708	698	748
All-in sustaining costs (\$/oz)	1,105	1,266	1,383	1,159	1,428	1,308

资料来源：Barrick Gold Corporation、国信证券经济研究所整理；备注：1 盎司等于 31.1035 克。

公司 2020 年按照“内增外拓，做优做多”的发展思路，对外积极开展资源并购，坚定不移实施“走出去”战略，以更加开放包容的姿态，积极参与全球资源配置，进一步拓展了全球资源布局：

### 1) 要约收购卡帝诺资源有限公司

公司在去年 6 月份以每股 0.6 澳元的价格，场外要约方式收购 Cardinal Resources Limited (卡帝诺资源有限公司) 全部股权协议，并以每股 0.46 澳元价格认购总价 1200 万澳元 Cardinal 新增发 2600 万股普通股。鉴于在要约期限内，Cardinal 公司第一大股东 Nord Gold S.E. 和加纳公司 Engineers&Planners Company Limited 先后对其发起收购，公司为顺利推进收购，经过多轮报价，收购价格从最初每股 0.6 澳元最终提高至每股 1.075 澳元，延长要约收购期，并对《要约实施协议》相关条款进行修订。目前公司已经完成对 Cardinal 100% 股份的收购。

Cardinal 公司是总部位于澳大利亚珀斯的黄金勘探开发公司，核心资产是位于加纳的 3 个黄金项目，分别是位于加纳东北部 Bole-Nangodi 成矿带的 Namdini 开发项目和 Bolgatanga 勘探项目，以及位于加纳西南部 Sefwi 成矿带的 Subranum 勘探项目。Namdini 是 Cardinal 目前专注开发的旗舰项目，为露天开采项目。根据 2019 年 4 月 3 日在澳大利亚证券交易所和多伦多证券交易所披露的报告，Namdini 项目拥有证实加可信储量 (P+P) 505 万盎司黄金 (约 157.2 吨)，平均品位 1.13 克/吨，矿石量 1.39 亿吨 (基于边界品位 0.5 克/吨、金价 1300 美元/盎司)。Namdini 项目还未开始建设，按照 2019 年 10 月完成的可研报告，项目建设期为 27 个月，投产后平均年产黄金 2 万盎司 (8.9 吨)。

### 2) 收购恒兴黄金控股有限公司

公司在去年 9 月份通过议案，以协议安排的方式将恒兴黄金私有化，收购 100% 股份，收购对价将全部以公司增发的 H 股股份进行支付。本次收购的换股比例确定为：就每股被注销的计划股份，将获得 5/29 股山东黄金 H 股股份。本次公司新增发行 H 股全部用于支付恒兴黄金收购对价，发行的 H 股股份总数不超过 159,482,759 股 (含本数)，每股面值人民币 1 元，发行对象为恒兴黄金协议安排计划股东 (以公司及恒兴黄金同日发布的联合公告为准)。

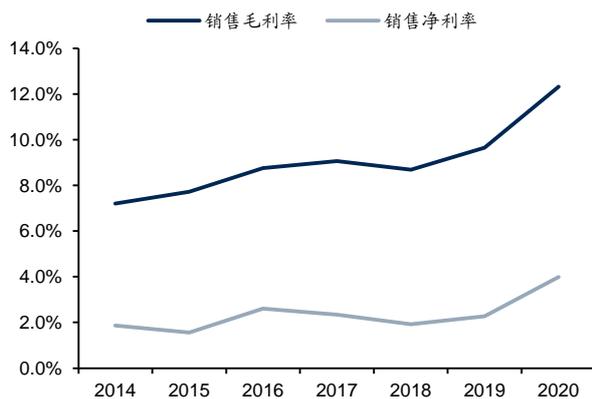
恒兴黄金是一家注册地在开曼群岛的公司，主要业务为黄金开采及生产。公司的核心资产是位于新疆维吾尔自治区伊哈萨克自治州伊宁县的金山金矿采矿权开采项目。截至 2018 年底，金山金矿保有资源储量：金矿，矿石量 4166.46 万吨，金金属量 45,570.24 千克，平均品位 Au1.09 克/吨。截至目前，该项目已建成年产 500 万吨矿石量的采选工程，共包含五个开采矿段，分别为：伊尔曼得、马依托背、京希巴拉克、宽沟及狮子山矿段，其中马依托背和伊尔曼得分别于 2018 年和 2019 年闭坑，其他矿段正常开采中。恒兴黄金 2019 年黄金产量为 2.66 吨。

### 3) 收购特麦克资源公司项目已终止

公司在去年上半年签订收购加拿大特麦克资源公司 (TMAC Resources Inc.) 100% 股权，但这个项目由于未能通过加拿大投资局的审批，公司与伊格尔矿业签署《转让、受让和约务更替协议》，协议签署后，公司作为转让方将不再承担任何收购责任和义务，故收购特麦克资源公司的项目已终止。

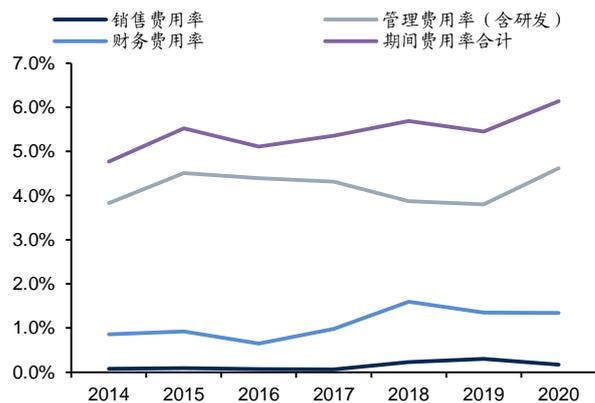
期间费用方面,销售费用率明显下降,绝对数额是 1.07 亿元,同比下降 43.04,主要是因为子公司销售佣金返还减少;管理费用率同比有所提升,费用是 25.54 亿元,同比增长 24.81%,主要是由于职工薪酬和租赁费增加;财务费用率同比持平,费用是 8.56 亿元,同比增加 1.11%。公司 2020 年期间费用率合计是 6.13%,同比略有提升。另外,公司资产负债率是 50.43%,同比下降 5.17 个百分点,债务结构保持稳健。

图 5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司三项费用率变化情况



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

**投资建议: 维持“买入”评级。**预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 642.09/649.96/657.84 亿元,同比增速 0.9/1.2/1.2%,归母净利润分别为 22.53/24.66/26.92 亿元,同比增速-0.2/9.4/9.2%;摊薄 EPS 为 0.50/0.55/0.60 元,当前股价对应 PE 为 43/39/36X。考虑到公司是国内黄金板块龙头企业,2020 年矿产金毛利贡献度达到 90%以上,金价上涨对业绩有高弹性,维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	3291	2000	2000	2263	营业收入	63664	64209	64996	65784
应收款项	1799	1814	1837	1859	营业成本	55817	56705	57170	57615
存货净额	2550	2566	2570	2579	营业税金及附加	606	611	619	626
其他流动资产	2478	2499	2530	2561	销售费用	107	110	110	110
<b>流动资产合计</b>	<b>13177</b>	<b>11939</b>	<b>11996</b>	<b>12320</b>	管理费用	2554	2999	2999	2999
固定资产	28527	29797	30731	31399	财务费用	856	850	850	850
无形资产及其他	10466	10047	9629	9210	投资收益	10	10	10	10
投资性房地产	10661	10661	10661	10661	资产减值及公允价值变动	553	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	1028	1028	1028	1028	其他收入	(719)	429	429	429
<b>资产总计</b>	<b>63859</b>	<b>63472</b>	<b>64045</b>	<b>64619</b>	营业利润	3567	3353	3668	4003
短期借款及交易性金融负债	8324	5949	4577	3000	营业外净收支	(175)	(15)	(15)	(15)
应付款项	3104	3124	3129	3139	<b>利润总额</b>	<b>3392</b>	<b>3338</b>	<b>3653</b>	<b>3988</b>
其他流动负债	14125	14340	14362	14409	所得税费用	850	834	913	997
<b>流动负债合计</b>	<b>25552</b>	<b>23413</b>	<b>22068</b>	<b>20548</b>	少数股东损益	284	250	274	299
长期借款及应付债券	1677	1677	1677	1677	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2257</b>	<b>2253</b>	<b>2466</b>	<b>2692</b>
其他长期负债	4978	4978	4978	4978					
<b>长期负债合计</b>	<b>6655</b>	<b>6655</b>	<b>6655</b>	<b>6655</b>					
<b>负债合计</b>	<b>32207</b>	<b>30068</b>	<b>28723</b>	<b>27203</b>					
少数股东权益	2893	3068	3260	3469					
股东权益	28760	30337	32063	33947					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>63859</b>	<b>63472</b>	<b>64045</b>	<b>64619</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	2257	2253	2466	2692
资产减值准备	23	32	6	5
折旧摊销	2594	3074	3458	3726
公允价值变动损失	(553)	20	20	20
财务费用	856	850	850	850
营运资本变动	(3586)	237	(23)	(0)
其它	114	143	185	205
<b>经营活动现金流</b>	<b>849</b>	<b>5759</b>	<b>6112</b>	<b>6647</b>
资本开支	(5198)	(4000)	(4000)	(4000)
其它投资现金流	(1510)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6694)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(4000)</b>
权益性融资	4066	0	0	0
负债净变化	(524)	0	0	0
支付股利、利息	(1170)	(676)	(740)	(808)
其它融资现金流	5217	(2375)	(1372)	(1577)
<b>融资活动现金流</b>	<b>5894</b>	<b>(3050)</b>	<b>(2112)</b>	<b>(2384)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>49</b>	<b>(1291)</b>	<b>0</b>	<b>263</b>
货币资金的期初余额	3242	3291	2000	2000
货币资金的期末余额	3291	2000	2000	2263
企业自由现金流	(2759)	2463	2823	3365
权益自由现金流	1934	(156)	1257	1648

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.52	0.50	0.55	0.60
每股红利	0.27	0.15	0.17	0.18
每股净资产	6.67	6.78	7.17	7.59
ROIC	11%	8%	9%	10%
ROE	8%	7%	8%	8%
毛利率	12%	12%	12%	12%
EBIT Margin	7%	7%	7%	7%
EBITDA Margin	11%	11%	12%	13%
收入增长	2%	1%	1%	1%
净利润增长率	75%	0%	9%	9%
资产负债率	55%	52%	50%	47%
息率	1.3%	0.7%	0.8%	0.9%
P/E	41.0	42.5	38.9	35.6
P/B	3.2	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	17.4	17.3	15.6	14.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032