

# 山东黄金(600547.SH/01787.HK)

## 否极泰来，成长可期

(注：下文如无特殊说明，货币单位均为人民币)

### 核心观点：

- **控股股东增持，彰显对公司未来发展的信心。**据公告，公司控股股东山东黄金集团计划自 2021 年 9 月 10 日起的 3 个月内增持公司 A 股股份，累计增持数量不低于公司总股本的 0.0112%，不超过公司总股本的 0.5%，增持金额合计不超过人民币 5 亿元，计划增持价格不高于人民币 22.39 元/股。控股股东此次增持彰显了对公司未来发展的信心。
- **矿山逐步复产，否极泰来，公司未来扩张仍可期。**2021 年上半年公司矿产金产量 9.80 吨，同比减少 10.23 吨，降幅 51.07%，主要是受山东地区矿难事故影响（非公司所属矿山），公司部分矿山停产检查。截至半年报出具日，公司所属的主力矿山三山岛金矿、新城金矿、焦家金矿和玲珑金矿东风矿区已恢复生产，并正在采取措施争取尽快达产。同时，公司拟以现金方式收购山东黄金集团所持天承矿业 100% 股权、鲁地金矿 100% 股权、地矿来金 100% 股权和鸿昇矿业 45% 股权，交易对价分别为 4.31 亿元、20.34 亿元、26.13 亿元和 20.54 亿元。
- **盈利预测与投资建议：给予公司“买入”评级。**预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.04/0.69/0.71 元/股，对应最新收盘价的 PE 分别为 589/31/30 倍。考虑到公司强劲的经营现金流带来的外延发展动力，我们认为给予公司 22 年 50 倍 PE 估值较为合理，对应公司 A 股合理价值为 34.50 元/股，按照当前 AH 股溢价比例，对应 H 股合理价值为 24.19 港币/股，给予公司 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示。**美联储货币政策的不确定性；新冠疫情的发展可能造成金价大幅波动；海外矿山所在国的国别和法律风险。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	62,631	63,664	61,080	68,258	68,826
增长率（%）	11.3	1.6	-4.1	11.8	0.8
EBITDA（百万元）	5,581	6,801	4,170	7,949	8,258
归母净利润（百万元）	1,289	2,257	162	3,100	3,197
增长率（%）	25.9	75.0	-92.8	1814.3	3.2
EPS（元/股）	0.42	0.52	0.04	0.69	0.71
市盈率（P/E）	78.41	45.14	588.73	30.75	29.81
ROE（%）	5.6	7.8	0.6	9.9	9.4
EV/EBITDA	19.04	15.98	24.80	12.84	12.19

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	21.31 元/14.84 港元
合理价值	34.50 元/24.19 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-09-15

### 相对市场表现



### 分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoqian@gf.com.cn

### 分析师：

官帅



SAC 执证号：S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136660



gongshuai@gf.com.cn

### 分析师：

李超



SAC 执证号：S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意，李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

山东黄金 2021-03-31  
(600547.SH/01787.HK):机遇  
与挑战并存

## 图表索引

图 1: 近 3 年至今山东黄金 PE 估值走势 (倍) .....	5
表 1: 黄金价格假设 .....	3
表 2: 山东黄金主要产品销量假设 (千克) .....	3
表 3: 山东黄金主要产品成本假设 (元/克) .....	3
表 4: 山东黄金分业务营业收入假设 (万元) .....	4
表 5: 山东黄金分业务营业成本假设 (万元) .....	4
表 6: 山东黄金分业务毛利假设 (万元) .....	4
表 7: 山东黄金可比公司估值情况 .....	5

(注: 下文如无特殊说明, 货币单位均为人民币)

## 投资建议

**价格假设方面:** 据Wind数据, 2020年SHFE黄金均价为394元/克, 截至2021年9月14日, SHFE黄金价格为373元/克, 年初至今的均价为377元/克。我们认为: 1. 市场对美国经济转向的预期逐步加大, 资本回报率下行的预期提升, 黄金配置价值再次凸显; 2. 通胀水平持续走高, 带动美元购买力走弱, 从而驱动金价上涨, 预计21-23年SHFE黄金均价分别为370/400/400元/克。

**表 1: 黄金价格假设**

价格假设	单位	2020	2021E	2022E	2023E
SHFE 黄金	元/克	394	370	400	400

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**销量假设方面:** 公司位于山东的主力矿山受山东金矿矿难事故影响, 21年产量明显下降, 但目前公司的主力矿山也已经逐步复产, 预计21-23年公司矿产金销量分别为25.53、41.91、43.33吨。

**表 2: 山东黄金主要产品销量假设 (千克)**

销量假设	2020	2021E	2022E	2023E
国内矿产金	30,882	20,863	34,753	34,753
贝拉德罗矿产金	5,785	4,666	7,154	8,574
合计	36,667	25,529	41,907	43,327

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

**成本假设方面:** 随着后续海外贝拉德罗金矿转采区逐步完成, 入选品味将逐步恢复提升, 成本将逐步下降, 因此预计21-23年矿产金成本将呈现微幅下降的态势, 分别为191、189、188元/克。

**表 3: 山东黄金主要产品成本假设 (元/克)**

成本假设	2020	2021E	2022E	2023E
国内矿产金	180	180	180	180
贝拉德罗矿产金	243	243	231	219
合计	190	191	189	188

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

综上所述，预计21-23年公司矿产金销量分别为25.53、41.91、43.33吨，实现营收611/683/688亿元，实现归母净利1.62/31.00/31.97亿元，实现EPS分别为0.04/0.69/0.71元/股，按照9月15日收盘价计算，对应PE分别为589/31/30倍。

**表 4: 山东黄金分业务营业收入假设（万元）**

营业收入	2020	2021E	2022E	2023E
外购合质金	4,756,700	5,000,000	5,000,000	5,000,000
小金条	134,276	134,276	134,276	134,276
国内黄金	1,192,145	751,071	1,355,381	1,355,381
贝拉德罗黄金	229,325	172,624	286,152	342,954
其他业务	53,957	50,000	50,000	50,000
合计	6,366,403	6,107,972	6,825,810	6,882,611

数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

**表 5: 山东黄金分业务营业成本假设（万元）**

营业成本	2020	2021E	2022E	2023E
外购合质金	4,725,166	4,980,000	4,980,000	4,980,000
小金条	134,456	134,456	134,456	134,456
国内黄金	557,366	375,536	625,561	625,561
贝拉德罗黄金	140,442	113,260	164,982	187,844
其他业务	24,269	30,000	30,000	30,000
合计	5,581,699	5,633,251	5,934,998	5,957,861

数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

**表 6: 山东黄金分业务毛利假设（万元）**

毛利	2020	2021E	2022E	2023E
外购合质金	31,534	20,000	20,000	20,000
小金条	-180	-180	-180	-180
国内黄金	634,779	375,536	729,821	729,821
贝拉德罗黄金	88,883	59,365	121,171	155,110
其他业务	29,688	20,000	20,000	20,000
合计	784,704	474,721	890,812	924,751

数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

公司主营矿产金业务，我们选择A股3家主营业务为黄金的上市公司作为对标：紫金矿业、山东黄金、银泰黄金，截至9月15日收盘，3家公司对应Wind一致预期的

2022年PE估值分别为16/17/22倍，均值为19倍。从公司历史估值水平来看，山东黄金作为国内黄金上市公司的龙头，最近3年的PE估值一直维持在较高水平，均值为52倍。

表 7: 山东黄金可比公司估值情况

公司	公司代码	业务类型	市值	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
			(亿元)	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
紫金矿业	601899.SH	铜金锌矿采选冶	2930	65.09	134.16	187.28	36.22	22.61	16.19
银泰黄金	000975.SZ	金矿采选冶	278	12.42	15.06	16.27	19.24	18.47	17.10
中金黄金	600489.SH	金矿采选冶	451	15.55	18.19	20.33	27.47	24.81	22.20
均值	-	-	1220	31.02	55.80	74.63	27.64	21.96	18.50

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 上述预测值除山东黄金外, 均来自 Wind 一致预期 (市值统计截止 2021 年 9 月 15 日收盘)。

图 1: 近3年至今山东黄金PE估值走势 (倍)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 21年以前的PE均按照当年的盈利数据测算; 由于21年公司生产经营异常, 导致估值不具备可比性, 因此21年PE按照正常生产经营后22年盈利预测值测算。

综上, 山东黄金作为国内黄金行业龙头, 在受疫情和山东区域金矿矿难 (非公司的金矿) 影响后, 公司生产经营逐步恢复正常, 黄金集团的优质矿山注入后, 公司否极泰来, 未来成长可期。

预计公司21-23年EPS分别为0.04/0.69/0.71元/股, 对应最新收盘价的PE分别为589/31/30倍。近3年公司PE估值均值为52倍, 考虑到公司强劲的经营现金流带来的外延发展动力, 我们认为给予公司22年50倍PE估值较为合理, 对应公司A股合理价

值为34.50元/股，按照当前AH股溢价比例，对应H股合理价值为24.19港币/股，给予公司A/H股“买入”评级。

**风险提示：**

1. 美国经济走势具有较大的不确定性，美联储的货币政策尚不明朗，金价在这种不明朗的局势中可能出现大幅震荡的风险。
2. 新冠疫情为全球经济的发展带来挑战和不确定性，从而造成金价的大幅波动。
3. 海外矿山所在国的国别和法律风险。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>10,362</b>	<b>13,177</b>	<b>11,838</b>	<b>13,605</b>	<b>15,064</b>
货币资金	3,242	3,291	1,984	3,304	4,728
应收及预付	407	2,132	2,143	2,268	2,277
存货	3,640	2,550	2,573	2,711	2,722
其他流动资产	3,073	5,205	5,138	5,322	5,337
<b>非流动资产</b>	<b>47,794</b>	<b>50,683</b>	<b>52,450</b>	<b>53,881</b>	<b>55,480</b>
长期股权投资	1,042	1,028	1,028	1,028	1,028
固定资产	22,034	23,922	25,239	26,221	27,371
在建工程	3,982	4,605	5,229	5,853	6,476
无形资产	10,628	10,466	10,304	10,142	9,979
其他长期资产	10,108	10,661	10,650	10,638	10,626
<b>资产总计</b>	<b>58,156</b>	<b>63,859</b>	<b>64,288</b>	<b>67,486</b>	<b>70,545</b>
<b>流动负债</b>	<b>24,873</b>	<b>25,552</b>	<b>25,593</b>	<b>26,001</b>	<b>26,032</b>
短期借款	3,154	7,866	7,866	7,866	7,866
应付及预收	2,851	3,104	3,132	3,300	3,313
其他流动负债	18,868	14,583	14,595	14,835	14,853
<b>非流动负债</b>	<b>7,464</b>	<b>6,655</b>	<b>6,655</b>	<b>6,655</b>	<b>6,655</b>
长期借款	1,202	678	678	678	678
应付债券	1,031	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	5,231	4,978	4,978	4,978	4,978
<b>负债合计</b>	<b>32,338</b>	<b>32,207</b>	<b>32,248</b>	<b>32,656</b>	<b>32,687</b>
股本	3,100	4,314	4,473	4,473	4,473
资本公积	7,522	6,311	6,311	6,311	6,311
留存收益	12,453	14,403	14,335	16,934	19,632
归属母公司股东权益	23,114	28,760	28,851	31,451	34,148
少数股东权益	2,704	2,893	3,189	3,380	3,709
<b>负债和股东权益</b>	<b>58,156</b>	<b>63,859</b>	<b>64,288</b>	<b>67,486</b>	<b>70,545</b>

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>62,631</b>	<b>63,664</b>	<b>61,080</b>	<b>68,258</b>	<b>68,826</b>
营业成本	56,586	55,817	56,333	59,350	59,579
营业税金及附加	553	606	582	650	655
销售费用	188	107	103	115	116
管理费用	2,046	2,554	2,199	2,457	2,478
研发费用	333	388	372	416	419
财务费用	847	856	729	735	729
资产减值损失	-123	-161	-159	-159	-159
公允价值变动收益	175	393	0	0	0
投资净收益	-11	10	9	10	10
<b>营业利润</b>	<b>2,142</b>	<b>3,567</b>	<b>641</b>	<b>4,417</b>	<b>4,733</b>
营业外收支	-25	-175	-30	-30	-30
<b>利润总额</b>	<b>2,117</b>	<b>3,392</b>	<b>611</b>	<b>4,387</b>	<b>4,703</b>
所得税	696	850	153	1,097	1,176
<b>净利润</b>	<b>1,421</b>	<b>2,541</b>	<b>458</b>	<b>3,290</b>	<b>3,527</b>
少数股东损益	132	284	296	191	330
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,289</b>	<b>2,257</b>	<b>162</b>	<b>3,100</b>	<b>3,197</b>
EBITDA	5,581	6,801	4,170	7,949	8,258
EPS (元)	0.42	0.52	0.04	0.69	0.71

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,180</b>	<b>5,810</b>	<b>3,785</b>	<b>6,504</b>	<b>6,777</b>
净利润	1,421	2,541	458	3,290	3,527
折旧摊销	2,657	2,609	2,678	2,678	2,678
营运资金变动	-1,007	-596	72	-39	-3
其它	1,109	1,255	576	575	575
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,831</b>	<b>-8,044</b>	<b>-4,623</b>	<b>-4,286</b>	<b>-4,454</b>
资本支出	-4,174	-4,766	-4,632	-4,296	-4,464
投资变动	48	-3,102	0	0	0
其他	295	-176	9	10	10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>22</b>	<b>2,282</b>	<b>-469</b>	<b>-898</b>	<b>-898</b>
银行借款	8,019	17,262	0	0	0
股权融资	1,500	4,066	159	0	0
其他	-9,498	-19,046	-628	-898	-898
<b>现金净增加额</b>	<b>383</b>	<b>13</b>	<b>-1,307</b>	<b>1,320</b>	<b>1,425</b>
期初现金余额	2,636	3,019	3,291	1,984	3,304
期末现金余额	3,019	3,032	1,984	3,304	4,728

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	11.3%	1.6%	-4.1%	11.8%	0.8%
营业利润增长	26.3%	66.5%	-82.0%	589.2%	7.2%
归母净利润增长	25.9%	75.0%	-92.8%	1814.3%	3.2%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.7%	12.3%	7.8%	13.1%	13.4%
净利率	2.3%	4.0%	0.8%	4.8%	5.1%
ROE	5.6%	7.8%	0.6%	9.9%	9.4%
ROIC	5.7%	7.5%	2.7%	8.8%	8.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	55.6%	50.4%	50.2%	48.4%	46.3%
净负债比率	125.3%	101.8%	100.6%	93.8%	86.3%
流动比率	0.42	0.52	0.46	0.52	0.58
速动比率	0.27	0.34	0.28	0.34	0.39
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.08	1.00	0.95	1.01	0.98
应收账款周转率	215.86	374.71	374.71	374.71	374.71
存货周转率	17.21	24.97	23.74	25.18	25.29
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.42	0.52	0.04	0.69	0.71
每股经营现金流	1.35	1.35	0.85	1.45	1.51
每股净资产	7.46	6.67	6.45	7.03	7.63
<b>估值比率</b>					
P/E	78.41	45.14	588.73	30.75	29.81
P/B	4.37	3.54	3.30	3.03	2.79
EV/EBITDA	19.04	15.98	24.80	12.84	12.19

## 广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

李超：高级分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士，5年有色金属行业研究经验，2020年加入广发证券发展研究中心。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉北 路 429 号泰康保险大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号李 宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。