

证券研究报告—动态报告

有色金属

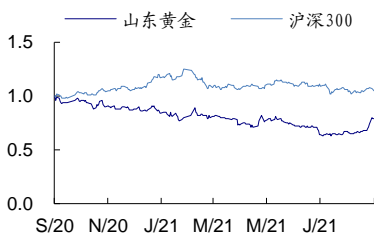
有色金属冶炼

山东黄金(600547)
买入

公司动态点评

(维持评级)

2021年09月16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)	4,473/4,395
总市值/流通(百万元)	95,329/75,363
上证综指/深圳成指	3,656/14,536
12个月最高/最低(元)	27.72/16.83

相关研究报告:

《山东黄金-600547-2020 年年报点评: 内增外拓, 积极开展资源并购》——2021-04-02
 《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: 刘孟峦

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
短期不可抗力因素不改长期成长规划, 控股股东增持彰显信心
● 控股股东增持彰显信心, 持续维护中小股东信心和市场稳定

公司近期发布《关于控股股东增持公司股份及增持计划的公告》, 控股股东山东黄金集团有限公司计划自 2021 年 9 月 10 日起的 3 个月内, 通过上海证券交易所交易系统增持公司 A 股股份, 合计累计增持数量不低于公司总股本 0.0112%, 不超过公司总股本 0.5%, 增持股份金额合计不超过人民币 5 亿元, 增持计划的价格不高于人民币 22.39 元/股。控股股东增持公司股份, 彰显了对公司发展前景的坚定信心, 对公司成长价值的认可, 以及为了持续维护中小股东利益和市场稳定。

● 上半年遭遇不可抗力因素业绩亏损, 但不改公司长期成长规划

2021 年初, 由于受到山东省两起金矿(均非公司所属企业)安全事故的影响, 公司所属山东省内黄金矿山企业根据当地政府主管部门要求, 自 2021 年 2 月开始进行安全检查, 导致公司产能受到很大影响, 上半年公司黄金的产销量大幅下降, 对业绩产生较大影响。公司上半年矿产金产量 9.8 吨, 同比减少 10.23 吨, 同比减少 51.07%。

公司在中报当中也对公司山东省内所属矿山复工复产的情况做了详细介绍: 截至中报出具日, 四大主力矿山的日合计生产能力已达到 2020 年度日均合计生产能力的 60%, 生产经营形势正逐步好转; 另外公司实现今年 8 月份的当月盈亏平衡。

公司对外积极开展资源并购, 今年上半年完成多项重大并购: 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。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。

● 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 431.60/638.15/649.96 亿元, 同比增速-32.2%/47.9%/1.9%, 归母净利润分别为-9.54/16.32/19.99 亿元, 同比亏损/扭亏/+22.5%; 摊薄 EPS 分别为-0.21/0.36/0.45 元, 当前股价对应 PE 为-100/58/48X。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, 坚定不移实施“走出去”战略, 积极参与全球资源配置, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	63,664	43,160	63,815	64,996
(+/-%)	1.6%	-32.2%	47.9%	1.9%
净利润(百万元)	2257	-954	1632	1999
(+/-%)	75.0%	--	--	22.5%
摊薄每股收益(元)	0.52	-0.21	0.36	0.45
EBIT Margin	7.2%	-1.1%	4.8%	5.6%
净资产收益率(ROE)	7.8%	-3.4%	5.6%	6.6%
市盈率(PE)	40.7	-99.9	58.4	47.7
EV/EBITDA	17.3	48.6	19.5	17.2
市净率(PB)	3.20	3.43	3.29	3.14

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

控股股东增持彰显信心，持续维护中小股东信心和市场稳定

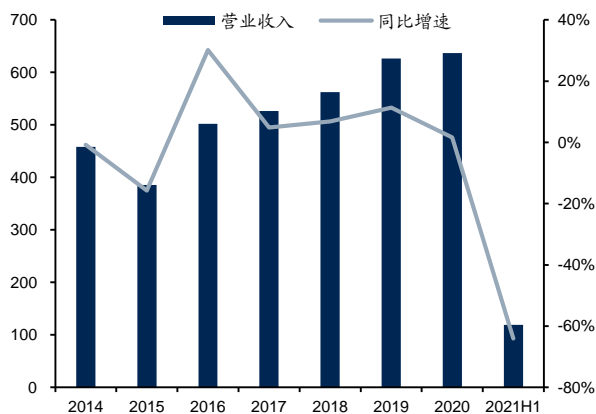
公司近期发布《关于控股股东增持公司股份及增持计划的公告》，控股股东山东黄金集团有限公司计划自 2021 年 9 月 10 日起的 3 个月内，通过上海证券交易所交易系统增持公司 A 股股份，合计累计增持数量不低于公司总股本 0.0112%，不超过公司总股本 0.5%，增持股份金额合计不超过人民币 5 亿元，增持计划的价格不高于人民币 22.39 元/股。本次增持实施前，黄金集团直接持有公司 A 股股份 1,671,709,197 股，约占公司总股本 37.3697%；黄金集团及其一致行动人合计持有公司 A 股股份 2,016,782,930 股，约占公司总股本 45.0836%。黄金集团承诺：根据证券监管规则要求，增持实施期间及增持计划实施完毕之日起 6 个月内不减持所持有公司股份；且黄金集团进一步承诺，本次增持计划实施完毕之日起的 12 个月内不减持本次所增持的公司股份。控股股东增持公司股份，彰显了对公司发展前景的坚定信心，对公司成长价值的认可，以及为了持续维护中小股东利益和市场稳定。

上半年遭遇不可抗力因素业绩出现亏损，但不改公司长期成长规划

2021 年初，由于受到山东省两起金矿（均非公司所属企业）安全事故的影响，公司所属山东省内黄金矿山企业根据当地政府主管部门的要求，自 2021 年 2 月开始进行安全检查，导致公司产能受到很大影响，上半年公司黄金的产销量大幅下降，对公司业绩产生较大影响。

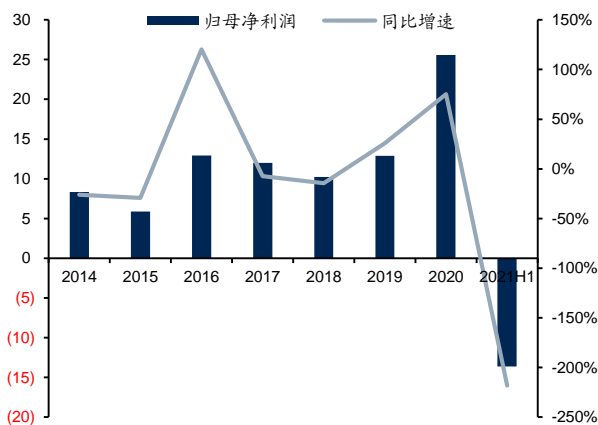
公司上半年实现营收 118.68 亿元，同比减少 64.09%；实现归母净利润-13.63 亿元，同比大幅由盈转亏；实现扣非归母净利润-13.66 亿元，同比也是大幅由盈转亏；实现经营活动产生的现金流量净额 4.75 亿元，同比减少 77.30%。

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

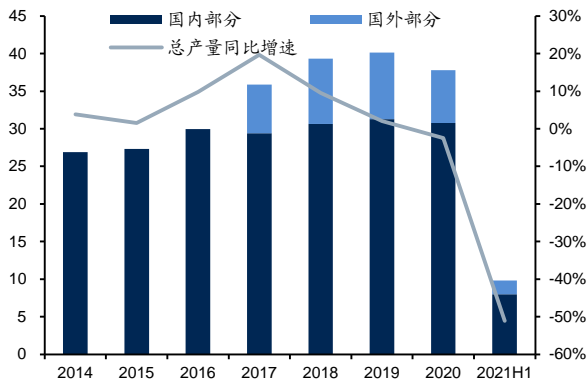
图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

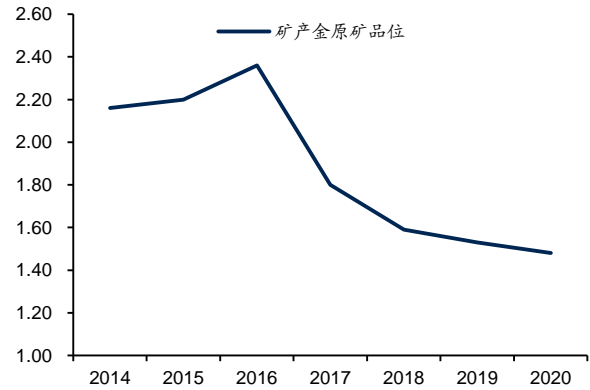
公司 2021 年上半年矿产金产量 9.8 吨，同比减少 10.23 吨，同比减少 51.07%，其中，国内企业矿产金同比下降 51.59%，主要受政策性安全检查未全面达产影响所致；国外企业矿产金同比下降 48.93%，主要受疫情和第 6 期堆浸垫未及时投产影响。另外，国内原矿品位 1.39 克/吨，同比下降 0.73 克/吨，降幅 34.54%；国外原矿品位 0.79 克/吨，同比下降 0.07 克/吨，降幅 7.71%；国内矿山黄金选冶回收率 91.46%，同比下降 0.29 个百分点，降幅 0.31%；国外矿山黄金选冶回收率 72.96%，同比下降 0.57 个百分点，降幅 0.77%。

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

公司在中报当中也对公司山东省内所属矿山复工复产的情况做了详细的介绍; 山东黄金矿业(莱西)有限公司、山东金洲矿业集团有限公司、山东黄金矿业(鑫汇)有限公司、山东黄金矿业(沂南)有限公司已恢复正常生产;

山东黄金矿业(莱州)有限公司三山岛金矿、山东黄金矿业股份有限公司新城金矿、山东黄金矿业(莱州)有限公司焦家金矿、山东黄金矿业(玲珑)有限公司的东风矿区已恢复生产, 正在措施争取尽快达产, 截至中报出具日, 上述四大主力矿山的日合计生产能力已达到 2020 年度日均合计生产能力的 60%, 生产经营形势正在逐步好转;

山东黄金归来庄矿业有限公司复工复产验收工作近期已取得阶段性成果, 目前正在根据验收反馈情况进行相应整改, 争取尽快通过验收; 玲珑金矿的灵山矿区已经通过当地主管部门组织的复工复产验收, 正等待复产审批;

山东黄金集团蓬莱矿业有限公司仍在积极向相关主管部门申请复工复产事宜。公司通过成立重点工作专班、定期调度等方式, 对企业资源整合、扩能增产、降本增效等各项工作聚力攻坚, 收效明显。截至中报出具日, 公司实现 2021 年 8 月份的当月盈亏平衡, 企业各项生产经营指标正在逐步向好发展。

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影响而有所推迟，今年二季度完成安装，所以预计今年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 2021 年中报数据披露，预计贝拉德罗金矿（50%权益）2021 年矿产金产量 13-15 万盎司，折 4.04-4.67 吨，单位成本 1510-1560 美元/盎司，折人民币 339.8-351.1 元/克，由于产量下滑，单位成本也有所提升。

表 2：矿矿产金产量和单位成本变化

Veladero (50%)	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	2021Q1	2021Q2	2021H1
Average grade processed (g/t)	0.79	0.80	0.93	0.79	0.87	0.84	0.85	0.77	0.79
Ore tonnes processed (000)	13,587	3,243	2,609	3,189	2,976	12,017	1,305	3,241	4,546
Gold produced (oz 000)	274	75	49	44	58	226	32	31	63
Gold sold (oz 000)	271	57	35	43	51	186	31	48	79
Income (\$ millions)	57	24	16	30	44	114	22	29	51
EBITDA (\$ millions)	172	46	29	47	61	183	33	49	82
Capital expenditures (\$ millions)	106	40	20	18	35	98	41	44	85
Cost of sales (\$/oz)	1,188	1,182	1,228	1,136	1,074	1,151	1,151	1,231	1,200
Total cash costs (\$/oz)	734	788	801	708	698	748	736	774	759
All-in sustaining costs (\$/oz)	1,105	1,266	1,383	1,159	1,428	1,308	2,104	1,698	1,857

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。

公司今年上半年按照“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。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 431.60/638.15/649.96 亿元，同比增速 -32.2/47.9/1.9%，归母净利润分别为 -9.54/16.32/19.99 亿元，同比亏损/扭亏/+22.5%；摊薄 EPS 为 -0.21/0.36/0.45 元，当前股价对应 PE 为 -100/58/48X。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 90% 以上，坚定不移实施“走出去”战略，积极参与全球资源配置，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	2000	营业收入	63664	64209	64996	65784
应收款项	1799	1220	1803	1837	营业成本	55817	56705	57170	57615
存货净额	2550	1761	2546	2563	营业税金及附加	606	611	619	626
其他流动资产	2478	1680	2484	2530	销售费用	107	110	110	110
流动资产合计	13177	9719	11892	11989	管理费用	2554	2999	2999	2999
固定资产	28527	29908	30843	31511	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
资产总计	63859	61365	64053	64399	营业利润	3567	3353	3668	4003
短期借款及交易性金融负债	8324	11636	7921	6599	营业外净收支	(175)	(15)	(15)	(15)
应付款项	3104	2143	3099	3120	利润总额	3392	3338	3653	3988
其他流动负债	14125	10249	14427	14519	所得税费用	850	834	913	997
流动负债合计	25552	24028	25448	24239	少数股东损益	284	250	274	299
长期借款及应付债券	1677	1677	1677	1677	归属于母公司净利润	2257	2253	2466	2692
其他长期负债	4978	4978	4978	4978					
长期负债合计	6655	6655	6655	6655					
负债合计	32207	30683	32102	30894					
少数股东权益	2893	2876	3003	3158					
股东权益	28760	27806	28948	30347					
负债和股东权益总计	63859	61365	64053	64399					

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
经营活动现金流	849	5759	6112	6647
资本开支	(5198)	(4000)	(4000)	(4000)
其它投资现金流	(1510)	0	0	0
投资活动现金流	(6694)	(4000)	(4000)	(4000)
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)
融资活动现金流	5894	(3050)	(2112)	(2384)
现金净变动	49	(1291)	0	263
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	-0.21	0.36	0.45
每股红利	0.27	0.00	0.11	0.13
每股净资产	6.67	6.22	6.47	6.78
ROIC	11%	-2%	6%	7%
ROE	8%	-3%	6%	7%
毛利率	12%	8%	11%	12%
EBIT Margin	7%	-1%	5%	6%
EBITDA Margin	11%	6%	10%	11%
收入增长	2%	-32%	48%	2%
净利润增长率	75%	--	--	23%
资产负债率	55%	55%	55%	53%
息率	1.3%	0.0%	0.5%	0.7%
P/E	40.7	-99.9	58.4	47.7
P/B	3.2	3.4	3.3	3.1
EV/EBITDA	17.3	48.6	19.5	17.2

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