

# 矿山整合如火如荼，再造山金未来可期

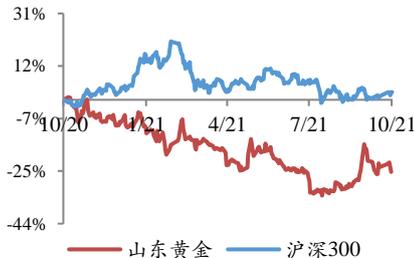
## ——山东黄金之系列报告三

### 投资评级：买入（上调）

报告日期：2021-10-14

收盘价(元)	19.15
近12个月最高/最低(元)	26.04/16.98
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)	857
流通市值(亿元)	677

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

### 联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

邮箱：xuqy@hazq.com

### 联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

邮箱：wengjm@hazq.com

### 联系人：王亚琪

执业证书号：S0010121050049

邮箱：wangyaqi@hazq.com

### 相关报告

1. 金价上行增厚业绩，公司未来成长可期 2021-02-04

### 主要观点：

#### ● 安全检查影响业绩，复工复产有序推进

上半年业绩下滑，主要受安全检查停产影响，目前黄金日产量恢复至八成，全年产量计划约为 24.5 吨。复产有序推进，省内仅有蓬莱矿业尚未复工，四大金矿尚未恢复去年同期水平，复产仍在进行时，2021 年预计矿产金产量 24.5 吨；2022 年有望恢复至 40 吨矿产金年产量。

#### ● 稳外拓内，整合并购加速推进

资源挖潜+省内整合，拓内为主旋律。三山岛、焦家、新城、玲珑为主力矿山，贡献 60% 的产量。公司充分挖潜现有矿山，三山岛西岭矿区预计年产 10 吨黄金；集团注入优质矿山资源，预计年增 13-15 吨产量；山东省内黄金矿山整合加速推进，公司积极参与资源整合；省外开拓以并购为主，金山金矿年产金 2-3 吨。专注开发 Namdini 项目，海外并购步伐稳健。Namdini 储量丰富，并购 Namdini 投产后预计年产黄金 8.9 吨。随着集团优质金矿资源在上市公司层面的整合，根据上文的分析与预测，再造山金、年产 80 吨大有可为。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年分别实现净利润-9.49/18.64/24.81 亿元，同比增速分别为-142.0%/296.4%/ 33.1%，对应 PE -90X/46X/35X，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

矿山企业受安全事故影响停产风险；黄金价格波动影响企业利润风险；产能恢复和拓展不及预期风险；海外矿山建设受政治等因素影响风险。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	63664	40125	62419	67226
收入同比(%)	1.6%	-37.0%	55.6%	7.7%
归属母公司净利润	2257	-949	1864	2481
净利润同比(%)	75.0%	-142.0%	296.4%	33.1%
毛利率(%)	12.3%	3.7%	11.3%	12.2%
ROE(%)	7.8%	-3.4%	6.2%	7.7%
每股收益(元)	0.00	-0.21	0.42	0.55
P/E	45.42	-90.35	45.96	34.53
P/B	3.67	3.06	2.87	2.65
EV/EBITDA	15.92	4.32	2.56	1.56

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 安全检查影响业绩，复工复产有序进展 .....	4
1.1 上半年业绩下滑，主要受安全检查停产影响 .....	4
1.2 黄金日产量恢复至八成，全年产量计划约为 24.5 吨 .....	6
2 稳外拓内，整合并购加速推进 .....	7
2.1 资源挖潜+省内整合，拓内为主旋律 .....	7
2.2 专注开发 Cardinal Namdini 项目，海外并购步伐稳健 .....	8
3 投资建议 .....	10
4 风险提示: .....	10
财务报表与盈利预测 .....	11

## 图表目录

图表 1 山东黄金营收情况 .....	4
图表 2 山东黄金净利润情况 .....	4
图表 3 山东黄金营收构成 .....	4
图表 4 山东黄金毛利构成 .....	4
图表 5 山东黄金克金成本测算 .....	5
图表 6 山东黄金克金成本与金价对比 (元/克) .....	5
图表 7 山东黄金矿产金毛利情况 .....	5
图表 8 山东黄金矿产金产量 (吨) .....	6
图表 9 山东黄金矿山复产进度 .....	7
图表 10 公司矿山黄金产量、资源量及储量情况 (截至 2020 年底) .....	7
图表 11 卡帝诺金矿项目概况 .....	9
图表 12 贝矿生产进入 PHASE 6 .....	9
图表 13 山东黄金的拓内稳外 .....	9
图表 14 山东黄金十四五规划目标 .....	10
图表 15 山东黄金 2035 年远景目标 .....	10

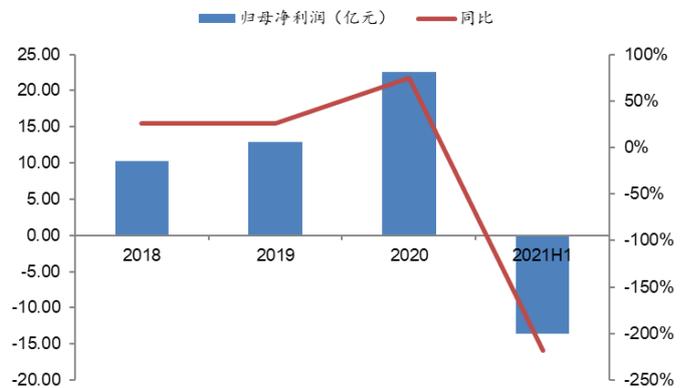
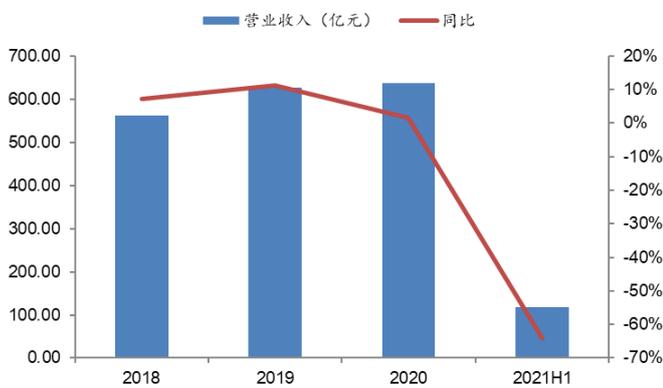
# 1 安全检查影响业绩，复工复产有序进展

## 1.1 上半年业绩下滑，主要受安全检查停产影响

省内矿山上半年受安全事故影响停工停产，业绩受影响较大。2021年H1，公司实现营收118.67亿元，同比下降64.09%；归母净利润亏损13.63亿元，同比下降218.25%。上半年业绩的下滑主要来自于安全检查造成的停产，今年年初山东省内的栖霞笏山金矿、招远曹家洼金矿发生两起矿山事故（均为地方企业），2月份省内非煤矿山开始安全检查，对公司的矿产金生产造成了极大影响。2021年上半年公司矿产金产量9.80吨，同比减少10.23吨，降幅达51.07%。

图表 1 山东黄金营收情况

图表 2 山东黄金净利润情况



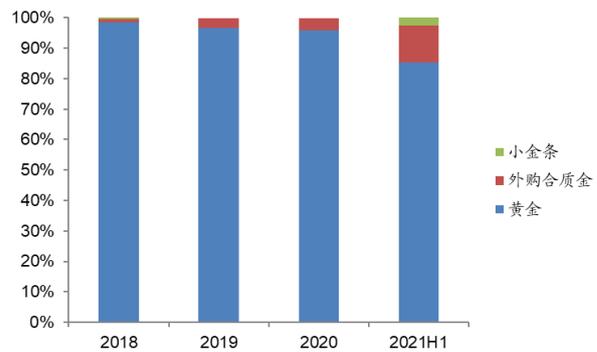
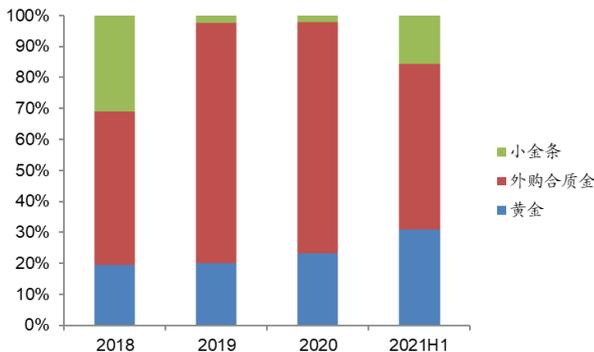
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

矿产金业务贡献主要毛利，减产对业绩影响较大。在营收构成方面，公司主营业务分为黄金、外购合质金和小金条，2021年H1营收分别为35.70亿元、61.59亿元、18.04亿元，营收占比分别为30%、52%和15%，外购合质金营收规模最大，但并不是公司最核心的业务。毛利构成方面，矿产金业务贡献主要毛利，2021年H1实现毛利3.54亿元，在三项主营业务中占比高达85%。矿产金业务毛利率在往年可达到50%，上半年仅为9.91%，主要受到停产的影响，营收锐减，上半年营收同比下降64.09%，再加上固定成本摊销的影响，毛利率大幅下降。

图表 3 山东黄金营收构成

图表 4 山东黄金毛利构成



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

上半年公司矿产金克金成本约为 339 元/克。2021 年半年报未披露矿产金的销量,我们假设根据上半年矿产金的收入 35.70 亿元,以及金交所 Au9999 金价 376.62 元/克来测算,上半年的矿产金销量约为 9.48 吨,再通过上半年矿产金成本 32.16 亿元来计算,上半年矿产金的克金成本大约为 339 元/克。如果将矿产金毛利拆分为:矿产金毛利=矿产金销量\*(金价-成本),通过克金价格、克金成本、矿产金销量的数据,可以估算每期的矿产金毛利,得到的结果与公司年报数据差距不大,上述测算结果比较可靠。

图表 5 山东黄金克金成本测算

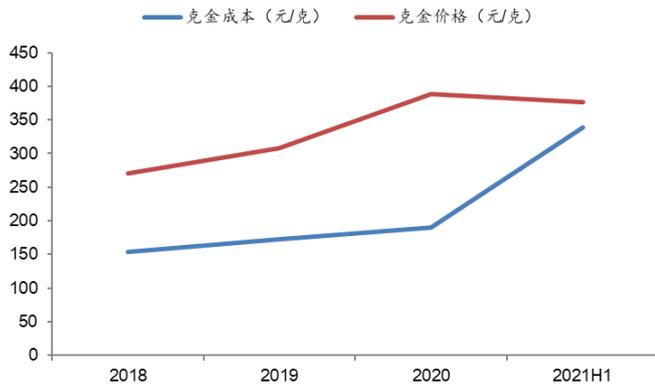
	2018	2019	2020	2021H1
矿产金销量 (吨)	39	40	37	9
成本 (亿元)	61	69	70	32
克金成本 (元/克)	154	173	190	339
克金价格 (元/克)	271	309	388	377
克金毛利 (元/克)	117	136	198	37
矿产金毛利 (亿元)	46.0	53.9	72.5	3.5

资料来源:公司公告,华安证券研究所

注:2021H1 销量和矿产金毛利为测算数据

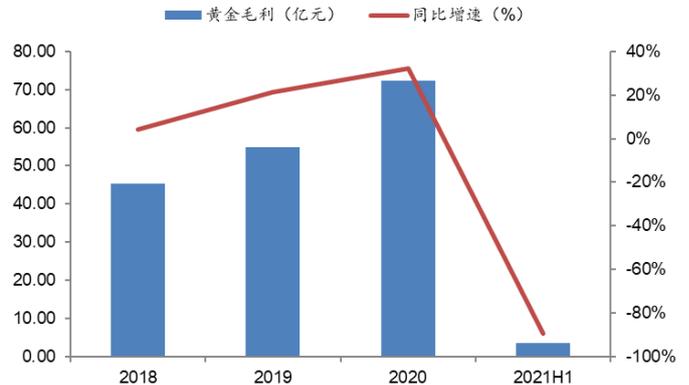
通过克金成本与价格的对比,可以侧面反映矿产金的毛利变化情况。黄金的开采成本相对固定,公司除了 2021 上半年因停产外加固定成本摊销导致的克金成本高涨之外,克金成本相对稳定,毛利的变动主要来自销量的上升以及黄金价格的上涨。

图表 6 山东黄金克金成本与金价对比 (元/克)



资料来源:公司公告,华安证券研究所

图表 7 山东黄金矿产金毛利情况



资料来源:wind,华安证券研究所

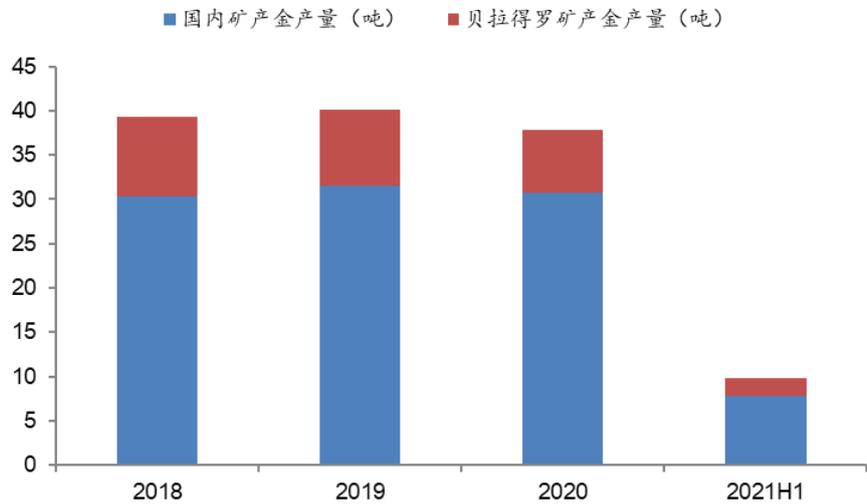
### 矿产金产量和品位均有所下降:

公司矿产金产量稳定在 40 吨左右,其中,国内矿产金产量稳定在 30 吨左右,2018-2020 年,国内产量分别为 30.37/31.58/30.78 吨;与巴里克各持股 50%的贝拉德罗矿产量分别为 8.95/8.54/7.02 吨。2021 年 H1,国内和贝矿的产量分别下降 51.59%和 48.93%,国内产量主要受安全检查停产影响,贝矿产量主要受疫情扩散和 Phase6 投产不及时的影响。

上半年,国内原矿品位 1.72 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%。国内矿山选冶回收率 91.46%, 同比下降 0.29pct, 降幅 0.31%; 国内矿山选冶回收率 72.96%, 同比下降 0.579pct, 降幅 0.77%。

图表 8 山东黄金矿产金产量 (吨)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 贝拉得罗产量为权益量, 山东黄金与巴里克各持股 50% 共同开发贝矿

## 1.2 黄金日产量恢复至八成, 全年产量计划约为 24.5 吨

公司所属矿山 9 月的黄金日产量恢复至去年同期的 82%, 复产有序推进, 财务状况持续好转。9 月 22 日, 公司发布公告详细说明了矿山复产进展情况, 公司所属矿山 2021 年 9 月份的日均合计黄金产量约为 2020 年度同期的 82%。公司继 8 月份实现当月盈利之后, 自 2021 年 9 月 1 日至 20 日继续实现盈利。

公司高度重视复产工作推进, 省内仅有蓬莱矿业尚未复工。自 2 月份开始, 省内矿山开始力度空前的安全检查, 矿山自查后矿山所在地派驻专家到矿山进行摸排并提出矿山整改意见。公司和省内各矿山对接主管部门积极沟通, 7 月份以来加大工作力度, 以目标为导向确定 6 个重点工作, 成立 12 个工作专班, 三山岛金矿成为烟台第一批复工的金矿。在公司的努力下, 目前省内矿山仅有蓬莱矿业尚未复产, 蓬莱地区的金矿基本均未复产, 公司也在积极申请复工复产验收。

四大金矿尚未恢复去年同期水平, 复产仍在进行时, 2021 年预计矿产金产量 24.5 吨。从省内各大金矿的复产进度来看, 莱西金矿、金洲矿业、鑫汇金矿、沂南金矿已恢复正常生产; 三山岛金矿、新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿东风矿区已恢复生产, 生产能力暂未达到去年同期水平。归来庄矿业已通过复工复产验收, 于 9 月初复产; 玲珑金矿的灵山矿区通过复工复产验收, 已于近日复产。根据 10 月 9 日发布的董事会决议公告, 根据目前省内矿山复工复产进展情况, 公司确定 2021 年生产计划: 矿产金产量约为 24.5 吨。

图表 9 山东黄金矿山复产进度

矿山	复产进度
三山岛金矿	已恢复生产，生产能力暂未达到去年同期水平
焦家金矿	已恢复生产，生产能力暂未达到去年同期水平
新城金矿	已恢复生产，生产能力暂未达到去年同期水平
玲珑金矿	东风矿区已恢复生产，生产能力暂未达到去年同期水平 灵山矿区于 9 月复产
归来庄金矿	于 9 月初复产
金洲金矿	已恢复正常生产
青岛金矿	已恢复正常生产
蓬莱金矿	尚未复产
沂南金矿	已恢复正常生产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：青岛金矿含莱西金矿和鑫汇金矿

## 2 稳外拓内，整合并购加速推进

### 2.1 资源挖潜+省内整合，拓内为主旋律

三山岛、焦家、新城、玲珑为公司主力矿山，贡献公司产量的 60%、省内产量的 80%。2020 年，三山岛、焦家、新城、玲珑分别实现矿产金 7.1/7.5/4.5/3.8 吨，四家主力矿山均位于烟台地区，开发程度较高，剩余储量也比较丰沛，可以提供稳定的产量。

图表 10 公司矿山黄金产量、资源量及储量情况（截至 2020 年底）

矿山	产量（吨）		资源量		储量		资源剩余可开 采年限（年）
	2019年	2020年	品位（克/吨）	权益量（品位）	品位（克/吨）	权益量（吨）	
三山岛	7.2	7.1	3.09	186.0	3.03	56.0	7.0
焦家	7.4	7.5	3.16	95.6	3.03	18.8	4.0
新城	4.3	4.5	3.11	243.0	3.13	79.8	7.5
玲珑	4.1	3.8	2.85	116.8	2.28	11.2	4.0
归来庄	1.3	0.7	3.50	6.0	3.62	1.1	2.0
金洲	0.8	1.3	3.57	7.0	3.21	2.4	8.0
青岛	1.7	1.4	5.27	28.2	4.65	16.8	21.0
蓬莱	1.4	0.8	7.03	14.1	5.09	6.1	2.0
沂南	0.4	0.4	1.57	9.8	1.36	2.3	9.0
<b>省内合计</b>	<b>28.6</b>	<b>27.6</b>	<b>3.12</b>	<b>706.6</b>	<b>3.11</b>	<b>194.6</b>	-
赤峰柴	1.3	1.4	5.04	4.0	5.83	2.0	2.0
福建源鑫	0.6	0.5	4.41	3.0	3.55	1.5	5.0
西和中宝	0.7	0.8	2.44	22.3	2.26	9.3	13.0
<b>省外合计</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.73</b>	<b>29.3</b>	<b>2.59</b>	<b>12.7</b>	-
<b>国内合计</b>	<b>31.1</b>	<b>30.3</b>	<b>3.10</b>	<b>735.9</b>	<b>3.06</b>	<b>207.3</b>	-
贝拉德罗	8.5	7.0	0.64	114.7	0.75	80.6	14.0
<b>总计</b>	<b>40.1</b>	<b>37.8</b>	<b>1.68</b>	<b>850.6</b>	<b>1.34</b>	<b>287.9</b>	-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2019 年总计产量还包含冶炼金 0.48 吨，贝拉德罗的各项数据均为权益量

**充分挖潜现有矿山，三山岛矿山潜力大，西岭矿区预计年产 10 吨黄金。**三山岛目前的采矿区域为三山岛矿区、新里矿区、曹家埠矿区和仓上矿区，而 2017 年勘探发现的西岭矿区仍处于勘探中，西岭金矿毗邻三山岛金矿，位于山东胶西北莱州-招远地区特大型金矿富集区，是国内目前发现的最大单体金矿床。矿体延伸 2000 多米，单矿体局部厚度 67 米，目前已探获黄金金属量 382.58 吨，平均品位 4.52 克/吨，已正式转入勘探阶段，预计金资源量 550 吨以上，潜在经济价值超 1500 亿元。实现开发后可为公司每年提供大约 10 吨的产量。此外，归来庄、赤峰柴、西和等矿通过挖潜均将贡献更多产量。

**集团注入优质矿山资源，产量更上一层楼，预计年增 13-15 吨产量。**公司于 8 月 5 日公告，控股子公司拟收购黄金集团所持的天承矿业、鲁地金矿、地矿来金 100% 股权以及鸿昇矿业 45% 股权，转让价分别为 4.31/20.34/26.13/20.54 亿元。本次注入矿山均位于焦家、新城成矿带，与现有矿权边界相邻，具备矿权整合的可行性。整合资源量约 270 吨黄金，预计年增 13-15 吨产量。

**山东省内黄金矿山整合加速推进，公司积极参与资源整合。**安全事故发生后，为规范矿权，保证安全环保生产，山东省积极推进金矿整合，主要产区烟台的整合方案已得到省政府审批。省内金矿整合完全市场化，但对于不合规范、安全投入较低的矿山会进行考核，作为国内黄金企业龙头，山东黄金在此次整合中具备较大优势。山金的整合方案在集团层面进行，主要考虑到部分金矿储量不真实、权证不完善，注入上市公司较困难，集团在梳理资源储量、完善权证办理后将优质资源注入公司。

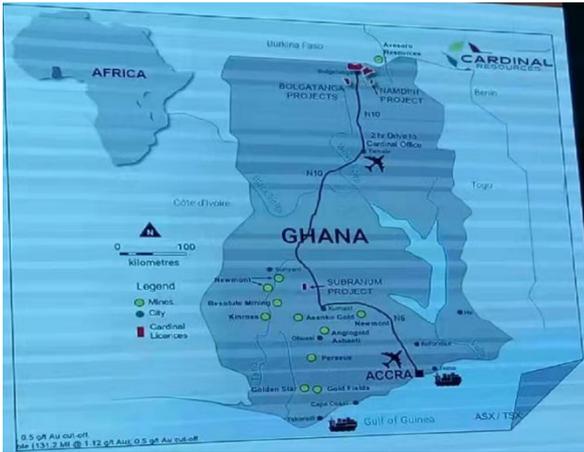
**省外开拓以并购为主，金山金矿年产量 2-3 吨。**山东黄金于 2021 年完成对恒兴黄金的并购，获得了其位于新疆地区的最大单体金矿——金山金矿，2020 年该矿山黄金储量 40.93 吨，年产黄金 2-3 吨。公司还派驻团队积极寻找新疆、青海等产区的优质项目进行考察与并购。

## 2.2 专注开发 Cardinal Namdini 项目，海外并购步伐稳健

**并购 Namdini，投产后年产黄金 8.9 吨。**山东黄金以 1.075 澳元每股的价格并购澳大利亚卡帝诺资源 (Cardinal Resources)，获得其持有的 Namdini、Bolgatanga 以及 Subranum 三个加纳黄金项目，根据可研报告，Namdini 预计将于 2023 年投产，投产后黄金产量 8.9 吨/年，服务年限 15 年，其他两个项目仍处于勘探期。

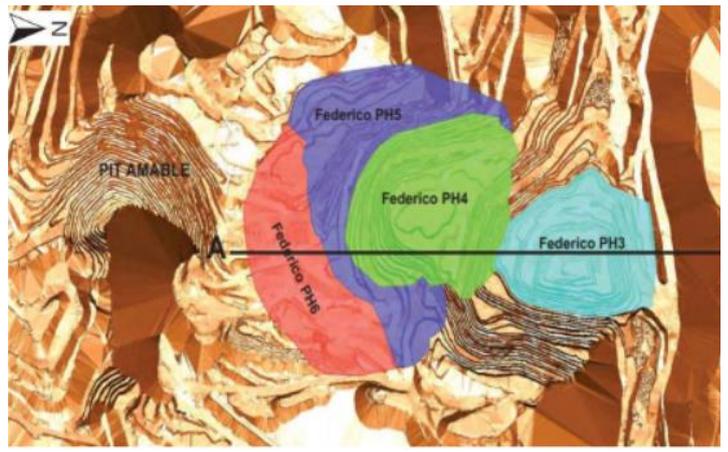
**Namdini 储量丰富，具备优异的开发价值。**Namdini 项目位于西非加纳北部山东省省会 Bolgatanga 镇，北距布基纳法索边境约 45Km，N10 高速公路直通矿区 (距离约 25km)，距国家电网 39km，距常年河流 Volta 约 7km，采矿最终境界 1100m\*350m\*440m，证实+可信黄金储量 157.2 吨，平均品位 1.13 克/吨 (边界品位 0.5 克/吨，金价 1300 美元/盎司)；项目探明+控制资源量为 203.1 吨，平均品位 1.12 克/吨 (边界品位 0.5 克/吨，金价 1950 美元/盎司)；采矿寿命 13 年，年产金 8.9 吨，将成为山东黄金最大单体矿山。收购前的手工采矿已退出，服务年限 15 年。

图表 11 卡帝诺金矿项目概况



资料来源：山东黄金高质量发展交流会，华安证券研究所

图表 12 贝矿生产进入 Phase 6



资料来源：公司公告，华安证券研究所

疫情影响贝拉德罗 Phase 6 生产，浸出装置安装完成后产量将有所提升。山东公司目前海外主要在产矿山为阿根廷贝拉德罗金矿，与巴里克分别持股 50%。2020 年的权益矿产金产量 7.02 吨，同比下降 17.74%，贝矿品位相对较低，但目前已转入运营的 Phase 6 区块品位相对较高，不过 Phase 6 的浸出装置受到疫情的影响而推迟，2021 年权益产量预计为 4.04-4.67 吨，后续将持续贡献矿产金产量。

**小结：**

- 1) 公司复产复工加速，2021 年计划产量 24.5 吨，2022 年有望恢复 40 吨矿产金年产量；
- 2) 矿山挖潜：三山岛西岭金矿预计年产 10 吨，归来庄、赤峰柴均有增产潜力；
- 3) 省内整合：集团注入资源预计年产增加 13-15 吨，整合提供更多增量；
- 4) 省外并购：收购恒星预计年产 2-3 吨；
- 5) 海外并购：卡帝诺那穆蒂尼预计年产 8-9 吨。

图表 13 山东黄金的拓内稳外



- 目前产能：2021 年计划产量 24.5 吨，2022 年有望恢复 40 吨矿产金年产量
- 矿山挖潜：三山岛西岭金矿预计年产 10 吨，归来庄、赤峰柴均有增产潜力
- 省内整合：集团注入资源预计年产增加 13-15 吨，整合提供更多增量
- 省外并购：收购恒星预计年产 2-3 吨
- 海外并购：卡帝诺那穆蒂尼预计年产 8-9 吨

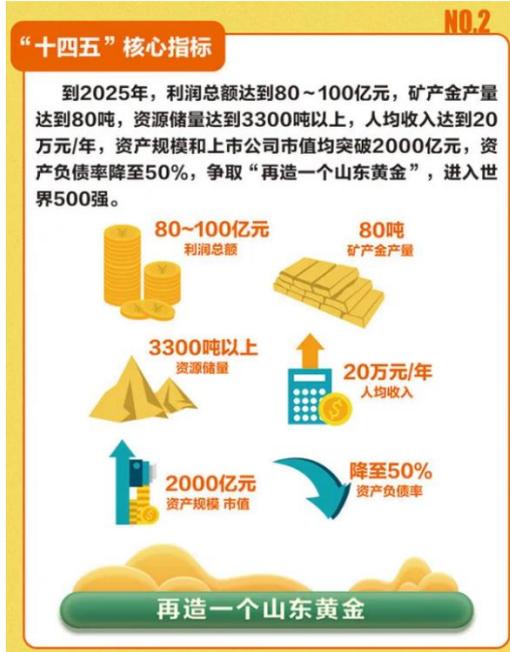
资料来源：公司公告，华安证券研究所

山金在集团层面的十四五规划中提出，要“再造一个山东黄金”，随着集团优质金矿资源在上市公司层面的整合，根据上文的分析与预测，再造山金、年产 80 吨大

有可为。

图表 14 山东黄金十四五规划目标

图表 15 山东黄金 2035 年远景目标



资料来源：山东黄金公众号，华安证券研究所

资料来源：山东黄金公众号，华安证券研究所

### 3 投资建议

假设 2021-2023 年公司矿产金产量分别为 24.5/41.0/43.5 吨，克金成本分别为 300/200/188 元/克，金价分别为 375/377/376 元/克，外购金和小金条业务的毛利基本维持往年水平，我们预计公司 2021-2023 年分别实现净利润-9.49/18.64/24.81 亿元，同比增速分别为-142.0%/296.4%/ 33.1%，对应 PE -99X/46X/35X，给予“买入”评级。

### 4 风险提示：

矿山企业受安全事故影响停产风险；黄金价格波动影响企业利润风险；产能恢复和拓展不及预期风险；海外矿山建设受政治等因素影响风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	13177	24189	44136	64975	<b>营业收入</b>	63664	40125	62419	67226
现金	3291	16669	34732	55108	营业成本	55817	38652	55382	59038
应收账款	170	186	248	267	营业税金及附加	606	353	564	608
其他应收款	1630	905	1431	1563	销售费用	107	89	136	142
预付账款	1962	725	1187	1347	管理费用	2554	1463	2312	2511
存货	2550	2136	2967	3119	财务费用	856	789	722	632
其他流动资产	3575	3568	3571	3572	资产减值损失	-161	-62	-80	-101
<b>非流动资产</b>	50683	36273	20387	2823	公允价值变动收益	393	0	0	0
长期投资	1028	1128	1174	1228	投资净收益	10	10	9	12
固定资产	23922	8972	-7595	-25667	<b>营业利润</b>	3567	-1486	2899	3844
无形资产	10466	10682	10860	10938	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	15267	15492	15948	16325	营业外支出	182	0	0	0
<b>资产总计</b>	63859	60462	64523	67798	<b>利润总额</b>	3392	-1486	2899	3844
<b>流动负债</b>	25552	23045	25033	25548	所得税	850	-436	826	1084
短期借款	7866	7866	7866	7866	<b>净利润</b>	2541	-1050	2073	2760
应付账款	2298	1504	2168	2326	少数股东损益	284	-101	209	279
其他流动负债	15388	13676	15000	15356	<b>归属母公司净利润</b>	2257	-949	1864	2481
<b>非流动负债</b>	6655	6655	6655	6655	EBITDA	6827	18290	23864	26100
长期借款	678	678	678	678	EPS (元)	0.00	-0.21	0.42	0.55
其他非流动负债	5977	5977	5977	5977					
<b>负债合计</b>	32207	29700	31688	32203					
少数股东权益	2893	2792	3001	3280					
股本	4314	4473	4473	4473					
资本公积	6311	6311	6311	6311					
留存收益	18135	17186	19050	21531					
归属母公司股东权益	28760	27970	29834	32315					
<b>负债和股东权益</b>	63859	60462	64523	67798					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	5810	18553	23504	25608	<b>成长能力</b>				
净利润	2257	-949	1864	2481	营业收入	1.6%	-37.0%	55.6%	7.7%
折旧摊销	2609	18886	20452	21902	营业利润	66.5%	-141.6%	295.1%	32.6%
财务费用	795	805	806	806	归属于母公司净利	75.0%	-142.0%	296.4%	33.1%
投资损失	412	-10	-9	-12	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-596	-140	103	51	毛利率 (%)	12.3%	3.7%	11.3%	12.2%
其他经营现金流	3185	-848	2048	2809	净利率 (%)	3.5%	-2.4%	3.0%	3.7%
<b>投资活动现金流</b>	-8044	-4529	-4635	-4427	ROE (%)	7.8%	-3.4%	6.2%	7.7%
资本支出	-4766	-4445	-4608	-4394	ROIC (%)	7.6%	-1.0%	5.7%	6.6%
长期投资	-3102	-93	-36	-45	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-176	10	9	12	资产负债率 (%)	50.4%	49.1%	49.1%	47.5%
<b>筹资活动现金流</b>	2282	-646	-806	-806	净负债比率 (%)	101.8%	96.5%	96.5%	90.5%
短期借款	4711	0	0	0	流动比率	0.52	1.05	1.76	2.54
长期借款	-524	0	0	0	速动比率	0.34	0.93	1.60	2.37
普通股增加	1214	159	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-1211	0	0	0	总资产周转率	1.00	0.66	0.97	0.99
其他筹资现金流	-1909	-805	-806	-806	应收账款周转率	374.71	215.90	251.41	251.42
<b>现金净增加额</b>	13	13378	18063	20375	应付账款周转率	24.28	25.70	25.55	25.38

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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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方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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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 15%；
- 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。