

山东黄金（600547）/贵金属

黄金龙头，快速成长可期

评级：买入（维持）

市场价格：28.98

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email: xiehh@r.qizq.com.cn

研究助理：郭中伟

电话：0755-22660869

Email: guozw@r.qizq.com

基本状况

总股本(百万股)	4339.46
流通股本(百万股)	3989.95
市价(元)	28.98
市值(百万元)	124455.61
流通市值(百万元)	104393.85

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1、《山东黄金：业绩符合预期，黄金龙头持续成长可期》，20200417
- 2、《山东黄金深度：黄金龙头，持续成长》，20200505
- 3、《山东黄金：海外并购（TMAC）再发力，龙头优势再增强》，20200510
- 4、《山东黄金：扣响西非黄金市场，全球布局悄然成型》，20200619
- 5、《黄金白银：复苏交易下，为何黄金白银也不会缺席》，20200724

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	54787.88	62630.70	78574.03	92160.99	91595.00
增长率 yoy%	7.34%	14.31%	25.46%	17.29%	-0.61%
净利润(百万元)	875.73	1289.47	3010.86	4512.89	4783.20
增长率 yoy%	-23.01%	47.24%	133.50%	49.89%	5.99%
每股收益(元)	0.450	0.420	0.694	1.040	1.102
每股现金流量	1.322	1.349	2.410	2.408	3.054
净资产收益率	4.05%	5.58%	11.77%	15.42%	14.42%
P/E	64	69	42	28	26
PEG	-	1.46	0.31	0.56	4.39
P/B	2.97	3.89	4.92	4.30	3.79

备注：股价为2020年8月28日收盘价

投资要点

- 【事件】** 公司披露2020年中报，报告期内公司实现营收330.51亿元，同比增长3.50%，其中单Q2实现营收190.85亿元，同比降9.47%，环比增36.33%；实现归母净利11.53亿元，同比增98.22%，其中单Q2实现归母净利5.89亿元，同比增162.12%，环比增4.63%；EPS 0.27元，同比增92.86%
- 矿产金生产平稳，成本略有抬升，金价上涨推升公司业绩。** 2020年上半年公司矿产金产量20.0吨，同比减少0.51吨，降幅2.49%，其中国内矿产金同比增0.56%，因受疫情影响，国外矿产金同比降12.0%；报告期内原矿品位1.6克/吨，同比提升0.05克/吨；成本方面，报告期内公司克金生产成本177.42元/克，同比抬升27.6元/克；上半年国际黄金均价1645.42美元/盎司，同比涨25.94%，国内SHFE黄金均价369.09元/克，同比涨28.28%，报告期内公司销售毛利率11.15%，同比增长2.55pcts，金价上涨推升公司业绩增长。
- 坐拥优质矿山资源，未来成长潜力突出。** 公司目前拥有国内12座矿山，国外1座，截止2019年底公司合计黄金资源量1123.58吨，原矿品位1.53克/吨，此外集团公司仍有采矿权黄金资源量51.5吨，探矿权黄金资源量669.7吨，根据公司公告，未来有望注入上市公司，同时公司启动“三山岛金矿区域资源”、“焦家成矿带资源”两个超万吨级矿山规划，为公司的持续增长奠定资源基础。
- 海外并购陆续发力，全球化业务布局悄然成形。** 2020年上半年，公司相继推动对加拿大TMAC和澳大利亚Cardinal的收购。TMAC核心资产是加拿大Hope Bay的在产矿山，证实+可信储量110.3吨，平均品位6.5克/吨，2019年矿产金产量约4.3吨。Cardinal持有Namdini、Bolgatanga以及Subranum三个黄金项目，均位于成矿带上，其中Namdini项目是露天开采项目，拥有证实+可信储量157.2吨，平均品位1.13克/吨，根据可研报告及公司规划，预计Namdini将于2023年投产，投产后金产量8.9吨/年。
- 盈利预测及投资建议：** 基于美联储无限量QE及美国复工复产推进带来通胀预期的持续上行，我们认为金价将维持高位，预计2020-2022年归母净利润分别30.1、45.13、47.83亿（前值分别29.3、44.7、46.1亿），截止目前公司1258亿市值，对应2020-2022年PE分别42/28/26X。维持公司“买入”评级。
- 风险提示事件：** 黄金价格波动、资源储备下滑、安全管理、国际化经营、矿权

并购投资、疫情反复等风险。

图表 1: 公司财务简表 (单位: 亿元)

	2020Q1	2020Q2	环比	2019H1	2020H1	同比	指标变动原因
营业收入	139.66	190.85	36.66%	311.95	330.51	5.95%	主要是黄金价格同比、环比上涨
营业成本	122.21	171.44	40.29%	285.11	293.65	3.00%	主要是公司加强成本管控所致
毛利	17.45	19.41	11.22%	26.84	36.85	37.33%	
毛利率	12.49%	10.17%	-2.33%	8.60%	11.15%	2.55%	主要是金价同比上行带动毛利率同比上升, 但 Q2 因矿山成本变动导致毛利率环比回落
销售费用	0.22	0.24	10.84%	0.18	0.46	165.54%	
销售费用率	0.16%	0.13%	-0.03%	0.06%	0.14%	0.08%	子公司销售佣金返还减少导致同比有所上行
管理费用	5.16	5.90	14.37%	9.14	11.06	21.10%	主要是职工薪酬、宣传费等增加
管理费用率	3.70%	3.09%	-0.60%	2.93%	3.35%	0.42%	
财务费用	1.96	2.19	11.67%	3.03	4.16	37.16%	主要是汇兑损失同比增加
财务费用率	1.41%	1.15%	-0.26%	0.97%	1.26%	0.29%	
研发费用	0.67	0.89	33.01%	1.48	1.56	5.29%	主要是子公司研发投入增加
研发费用率	0.48%	0.47%	-0.01%	0.47%	0.47%	0.00%	

期间费用	8.01	9.23	15.17%	13.82	17.24	24.76%	
期间费用率	5.74%	4.84%	-0.90%	4.43%	5.22%	0.79%	
公允价值变动净收益	0.81	-1.06	-230.56%	-0.65	-0.25	-61.53%	
资产减值损失	0.00	0.00	-	0.00	0.00	-	
信用减值损失	-0.01	-0.01	-1.54%	-0.01	-0.01	62.13%	主要是其他应收款坏账损失增加
营业利润	8.67	8.35	-3.68%	9.92	17.01	71.43%	
利润总额	8.58	8.32	-3.05%	9.89	16.90	70.89%	
归母净利润	5.63	5.89	4.63%	6.65	11.53	73.46%	
EPS	0.18	0.19	5.56%	0.30	0.27	-10.00%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司国内外矿山项目统计

矿山情况统计(吨)		资源量	储量	2019年产量	服务年限	开采损失率	贫化率	选矿能力(百万吨/年)	权益
山东省内	焦家金矿	102	29	239	4	4.90%	5.00%	2.9	100.0%
	三山岛金矿	210	73	232	10	8.90%	4.40%	2.9	100.0%
	新城金矿	240	81	140	19	4.80%	4.80%	2.4	100.0%
	玲珑金矿	157	14	131	3	1.80%	17.00%	1.6	100.0%
	归来庄	10	3	41	3	2.90%	6.90%	0.7	70.7%
	金洲金矿	8	3	27	3	3.70%	19.30%	0.5	60.8%
	青岛金矿	43	21	54	13	4.60%	9.70%	-	100.0%
	蓬莱金矿	15	7	44	9	5.30%	12.80%	0.4	100.0%
沂南金矿	20	0	12	0	4.20%	4.70%	0.6	100.0%	
其他省份	赤峰柴金矿	7	5	41	5	9.50%	12.90%	0.5	73.5%
	福建源鑫金矿	5	3	19	3	9.40%	7.10%	0.3	90.3%
	西和中宝金矿	32	14	21	24	6.80%	10.70%	0.2	70.0%
阿根廷	贝拉德罗金矿	274	158	275	18	-	-	31.0	50.0%
加拿大	特麦克	161	110	138	-	-	-	0.7	收购中
加纳	Namdini	203	157	-	-	-	-	-	收购中

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3: 公司财务报表及预测 (单位: 百万元)

报表预测						
利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	51041.30	54787.88	62630.70	78574.03	92160.99	91595.00
减: 营业成本	46412.37	50016.50	56585.66	70085.71	81142.41	80557.29
营业税金及附加	240.66	363.62	553.26	694.10	814.13	809.13
销售费用	31.15	37.23	188.12	53.39	62.62	62.24
管理费用	2200.98	1746.74	2046.23	2357.22	2672.67	2564.66
财务费用	499.97	791.54	847.03	764.28	545.39	263.19
资产减值损失	-2.86	0.57	-123.13	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	62.31	-46.67	-10.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-86.83	1.57	175.36	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-322.57	0.00	0.00	0.00
营业利润	1651.17	1476.58	2142.45	4619.33	6923.78	7338.50
加: 其他非经营损益	-22.55	-27.61	-25.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	1628.61	1448.97	2117.44	4619.33	6923.78	7338.50
减: 所得税	435.22	511.89	696.06	1385.80	2077.13	2201.55
净利润	1193.39	937.08	1421.39	3233.53	4846.65	5136.95
减: 少数股东损益	55.97	61.34	131.92	222.67	333.76	353.75
归属母公司股东净利润	1137.42	875.73	1289.47	3010.86	4512.89	4783.20
资产负债表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3072.76	2139.23	3241.92	3928.70	4608.05	5622.57
应收和预付款项	321.03	719.91	406.88	1085.21	2031.03	1065.58
存货	3102.22	3352.93	3639.79	4379.66	4904.93	4312.71
其他流动资产	105.21	168.44	353.79	1902.49	1902.49	1902.49
长期股权投资	399.21	1037.14	1042.26	1042.26	1042.26	1042.26
投资性房地产	226.68	216.57	231.46	198.56	165.66	132.76
固定资产和在建工程	21046.50	22991.31	26015.42	25758.12	25021.57	23886.92
无形资产和开发支出	9821.82	10155.92	10647.97	11914.42	10368.08	8819.78
其他非流动资产	798.01	752.60	910.57	928.28	910.57	910.57
资产总计	42116.29	44945.97	58155.57	52593.45	52410.39	49151.37
短期借款	789.30	3623.35	3154.26	-1387.00	-5871.21	-13056.37
应付和预收款项	2282.95	3504.35	5042.77	5904.23	6186.24	5852.50
长期借款	6857.57	2090.96	1201.57	2232.92	2232.92	2232.92
其他负债	15017.19	12350.28	22939.24	17344.11	17344.11	17344.11
负债合计	24947.01	21568.94	32337.83	24094.26	19892.05	12373.15
股本	1857.12	2214.01	3099.61	4339.46	4339.46	4339.46
资本公积	4216.36	8393.13	7522.07	7515.69	7515.69	7515.69
留存收益	9703.64	10477.09	11632.48	14957.69	18643.07	22549.21
归属母公司股东权益	16324.34	21620.22	23114.21	25572.99	29258.37	33164.51
少数股东权益	844.94	1756.80	2703.53	2926.20	3259.96	3613.72
股东权益合计	17169.28	23377.03	25817.74	28499.19	32518.34	36778.22
负债和股东权益合计	42116.29	44945.97	58155.57	52593.45	52410.39	49151.37
现金流量表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	3698.68	2927.17	4180.08	10457.43	10449.47	13252.96
投资性现金净流量	-10407.77	-3765.47	-3831.43	-4000.67	-4000.67	-4000.67
筹资性现金净流量	7966.99	356.24	21.74	-5769.99	-5769.46	-8237.77
现金流量净额	1244.09	-460.62	383.46	686.78	679.35	1014.52

来源: 公司公告, 中泰证券研究所, 注: 股本单位为百万股

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。