山东黄金（600547）

公司研究/点评报告

与预告相符，H2 业绩有望加速

—山东黄金（600547）中报点评

点评报告/有色金属　　2020 年 08 月 28 日

一、事件概述

公司 8 月 27 日发布 2020 年半年报，上半年实现营收 330.51 亿元，同比增长 3.5%；归母净利润 11.53 亿元，同比增长 98.22%；扣非归母净利润 11.52 亿元，同比增长 73.42%。

二、分析与判断

➢ 业绩：贴近预告上限，金价同比上行带来业绩大增

Q2 归母净利润 5.89 亿元，同比增长 162%，业绩贡献主要源于金价上行。2020H1 金价均价 371.6 元/g，较 2019H1 的 289.6 元/g 提升 88 元/g，其中 2020Q1 金价均价 357.5 元/g，同比增长 25%，Q2 金价均价 385 元/g，同比增长 31.7%。上半年矿产金产量 20 吨，同比减少 0.51 吨，其中国内产金增长 0.56%，国外受疫情影响同比降低 12%。2020Q3 国内金价有望维持在 410 元/g 上方，同比增长 20%以上，年内业绩有望维持高增长。

➢ 外延：海外收购逐步落地，产量增长有望延续

公司 2020 年上半年相继收购加拿大 TMAC 和要约控股西非 Cardinal。TMAC 为在产矿山，尽管全维持成本较高（1075 美元/盎司），但当前金价仍有不错盈利能力，收购完成后将为公司直接增产（当前年产约 4 吨黄金，2023 年二期开始投产），目前加方正在进行审批。Cardinal 投产或至 2023 年（年产约 9 吨黄金），目前要约收购已获澳大利亚外国审查委员会批准，正向加拿大证监部门审批豁免。公司后续产量增长有望顺利衔接。

➢ 黄金：维持上行观点不变

鲍威尔讲话强调 2%平均通胀目标，低利率和通胀预期改善的环境仍有望保持，黄金上行逻辑依然不变：美元延续弱势（美国经济相对优势减弱、美元超发）+利率长期维持低位+通胀预期上行（全球流动性宽松持续，大宗商品整体上扬）继续支撑金价。全球印钞模式开启，纸币信用遭考验，维持贵金属长期上行判断。

三、投资建议

不考虑收购资产并表，我们预计 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 0.87/1.08/1.21 元,对应当前股价的 PE 分别为 33/27/24X。金价上行将带来业绩继续提升， 2021 年估值明显下滑至 27 倍，PB 回落至 3 倍，均在历史估值的 50%分位数以下，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

收购进展不及预期；金价上涨幅度不及预期风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	62,631	70,364	77,328	84,887
增长率（%）	14.3%	12.3%	9.9%	9.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,289	2,689	3,352	3,736
增长率（%）	47.2%	108.5%	24.7%	11.4%
每股收益（元）	0.42	0.87	1.08	1.21
PE（现价）	68.3	33.1	26.5	23.8
PB	3.8	3.5	3.1	2.8

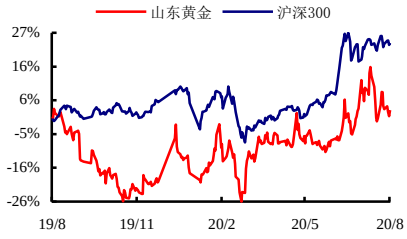
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 28.68 元

交易数据	2020-8-27
近 12 个月最高/最低(元)	45.61/28.16
总股本（百万股）	4,339
流通股本（百万股）	3,290
流通股比例（%）	75.83
总市值（亿元）	1,245
流通市值（亿元）	944

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：方驭涛

执业证号：　S0100519070001

电话：　021-60876718

邮箱：　fangyutao@mszq.com

相关研究

1.山东黄金（600547）公告点评：金价上行带来业绩增长,看好全年业绩

2.山东黄金：要约收购 Cardinal，资源布局落子西非

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	62,631	70,364	77,328	84,887
营业成本	56,586	61,809	67,394	73,868
营业税金及附加	553	563	619	679
销售费用	188	106	116	127
管理费用	2,046	2,252	2,397	2,631
研发费用	333	422	464	509
EBIT	2,924	5,212	6,338	7,072
财务费用	847	805	874	985
资产减值损失	(123)	25	23	22
投资收益	(11)	40	20	20
营业利润	2,142	4,382	5,451	6,075
营业外收支	(25)	(10)	0	0
利润总额	2,117	4,372	5,451	6,075
所得税	696	1,312	1,635	1,822
净利润	1,421	3,061	3,816	4,252
归属于母公司净利润	1,289	2,689	3,352	3,736
EBITDA	5,581	7,999	9,378	10,289

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3242	10396	17379	23720
应收账款及票据	290	493	464	424
预付款项	117	124	135	148
存货	3640	4606	4018	5028
其他流动资产	374	374	374	374
流动资产合计	10361	17910	25216	31775
长期股权投资	1042	1082	1102	1122
固定资产	22034	25034	27034	28534
无形资产	10628	10694	10758	10819
非流动资产合计	47728	49461	49721	49753
资产合计	58090	67371	74937	81529
短期借款	3154	7154	9154	10154
应付账款及票据	2851	3090	3370	3693
其他流动负债	4	4	4	4
流动负债合计	24873	29404	31964	33614
长期借款	1202	3202	4702	5702
其他长期负债	5781	5781	5781	5781
非流动负债合计	7398	9398	10898	11898
负债合计	32272	38802	42863	45512
股本	3100	3100	3100	3100
少数股东权益	2704	3075	3539	4055
股东权益合计	25818	28568	32074	36017
负债和股东权益合计	58090	67371	74937	81529

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	14.3%	12.3%	9.9%	9.8%
EBIT 增长率	27.0%	78.2%	21.6%	11.6%
净利润增长率	47.2%	108.5%	24.7%	11.4%
盈利能力				
毛利率	9.7%	12.2%	12.8%	13.0%
净利润率	2.1%	3.8%	4.3%	4.4%
总资产收益率 ROA	2.2%	4.0%	4.5%	4.6%
净资产收益率 ROE	5.6%	10.5%	11.7%	11.7%
偿债能力				
流动比率	0.4	0.6	0.8	0.9
速动比率	0.3	0.5	0.7	0.8
现金比率	0.2	0.4	0.6	0.8
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	2.5	2.7	2.6	2.5
存货周转天数	22.2	24.0	23.0	22.0
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1
每股指标（元）				
每股收益	0.4	0.9	1.1	1.2
每股净资产	7.5	8.2	9.2	10.3
每股经营现金流	1.3	2.2	2.6	2.9
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	68.3	33.1	26.5	23.8
PB	3.8	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	24.1	16.8	14.0	12.4
股息收益率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1,421	3,061	3,816	4,252
折旧和摊销	2,780	2,812	3,063	3,239
营运资金变动	(1,007)	131	235	429
经营活动现金流	4,166	6,861	8,081	9,060
资本开支	4,174	4,510	3,300	2,500
投资	48	0	0	0
投资活动现金流	(3,831)	(4,560)	(3,320)	(2,520)
股权募资	1,500	0	0	0
债务募资	1,655	2,000	1,500	250
筹资活动现金流	22	4,853	2,223	(199)
现金净流量	356	7,154	6,984	6,341

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

方驭涛，民生证券有色金属行业分析师，上海对外经贸大学金融学硕士，3年行研经验，曾就职于华安证券研究所，2019年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。