

## 有色金属

2017年01月24日

## 山东黄金 (600547)

——业绩预增略超预期，持续看好金价，维持买入评级！

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据： 2017年01月23日

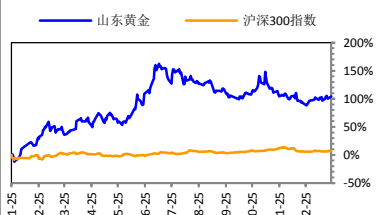
收盘价(元)	37.85
一年内最高/最低(元)	50.98/16
市净率	5.3
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	53863
上证指数/深证成指	3136.78 / 9976.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	7.2
资产负债率%	54.59
总股本/流通A股(百万)	1857/1423
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《山东黄金(600547)点评：业绩低于预期，持续看好未来金价，维持买入评级》 2016/10/28

《山东黄金(600547)点评：业绩同比大幅增长符合预期，持续看好未来金价，维持买入评级》 2016/08/30

## 证券分析师

徐若旭 A0230514070002  
xurx@swsresearch.com

## 联系人

徐若旭  
(8621)23297818×7427  
xurx@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

【事件】预计公司2016年归母净利润同比增长100%-150%，业绩略超预期。公司发布2016年年度业绩预增公告，预计实现归母净利润11.74-14.68亿元，同比增长100%-150%，略超我们之前中枢11亿元净利润的预期。

毛利率和费用率稳定，套保冲回前期浮亏及黄金销量增长驱动业绩超预期。2016年黄金均价268元/克，同比增长14.0%；其中四季度均价271元/克，环比仅微降5.3%，跌幅远小于国际金价，支撑了部分公司业绩；同时，前三季度公司因金价实施套保产生浮动亏损（提早锁定了低于实际价格的金价）致使公允价值变动收益环比变动1.5亿元（负面影响净利润）；我们在前期的山金三季报点评中提前预判了四季度金价的阶段性下降并认为这会导致冲回公司前期套保产生的浮亏，事实也印证了我们的判断。此外，公司向黄金集团、有色集团、黄金地勘、金茂矿业及自然人王志强发行股份购买其分别持有的东风探矿权、东风采矿权及相关资产与负债、归来庄公司70.65%股权及蓬莱矿业51%股权、新立探矿权、蓬莱矿业20%股权及蓬莱矿业29%股权等资产已于2016年四季度完成交割，其协议基准日至标的资产完成交割日产生的盈利的一次性并表令上市公司四季度业绩大超预期。

看好实际利率下行和避险共同驱动金价上涨利好公司，看高金价上升至1300美元/盎司以上。

看好黄金的第一重逻辑来自实际利率下行。自2016年三季度以来，金价受困于美国长端利率上行而持续走低，背后亦反映出了对美国未来经济前景乐观和持续加息的预期。当下时点我们认为通胀预期的抬头（产油国冻产协议和页岩油生产商保价行为推高油价，商品价格由于2016年一季度低基数关系同比大幅上涨）和名义利率上涨的难以为继（特朗普效应逐步消退，其承诺的基建需求和减税政策预期走低，且高利率推高美元令特朗普反感）将使实际利率出现下行。

看好黄金的第二重逻辑来自避险需求。我们认为美国主导的贸易摩擦正给全球经济带来巨大的风险；此外，受到通胀的挤压，欧洲、日本的货币政策边际从紧对美国企业的负债产生较大冲击，而美国企业资产或者利润端受到亚洲市场贸易冲击的影响和行政命令强制美国企业增加本土就业机会的行为将冲击美股及企业信用债，因此引致的避险需求将利好黄金。因此，我们看高金价上升至1300美元/盎司以上，黄金股存在确定的相对收益。

相对收益具有吸引力，维持买入评级！我们调低2017-2018年SHFE黄金均价至300/345元/克（原先为345/397元/克），分别同比增长11.9%和15.0%；维持2017-2018年矿产金产量分别为30.1/33.1吨；对应的，我们上调公司2016年EPS至0.83元，下调2017-2018年EPS至1.09/1.77元（原先2016-2018年EPS分别为0.78/1.40/2.25元），对比2016年山东黄金估值偏贵，但考虑市场整体低风险环境且金价仍处于上升通道，我们认为相对收益十分确定，维持买入评级！

## 财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	38,573	37,484	43,963	51,698	62,243
同比增长率(%)	-15.77	16.48	13.97	17.59	20.40
净利润(百万元)	587	733	1,178	1,548	2,516
同比增长率(%)	-29.43	165.12	100.67	31.41	62.53
每股收益(元/股)	0.41	0.52	0.83	1.09	1.77
毛利率(%)	7.7	7.8	8.6	8.7	10.1
ROE(%)	6.1	7.2	10.9	12.7	17.1
市盈率	92		46	35	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	46,168	45,794	38,573	43,963	51,698	62,243
营业收入同比增长率 (yoy)	-8.08%	-0.81%	-15.77%	-	-	-
减: 营业成本	42,599	42,495	35,593	40,184	47,219	55,980
毛利率 (%)	7.73%	7.20%	7.73%	8.60%	8.70%	10.10%
减: 营业税金及附加	7	9	6	5	8	9
主营业务利润	3,562	3,290	2,974	-	-	-
主营业务利润率 (%)	7.71%	7.18%	7.71%	-	-	-
减: 销售费用	37	36	35	35	41	50
减: 管理费用	1,814	1,754	1,740	1,737	2,068	2,490
减: 财务费用	284	394	356	339	395	344
经营性利润	1,427	1,107	843	-	-	-
经营性利润同比增长率 (yoy)	-51.50%	-22.40%	-23.84%	-	-	-
经营性利润率 (%)	3.09%	2.42%	2.19%	-	-	-
减: 资产减值损失	16	5	19	168	-45	49
加: 投资收益及其他	68	-59	185	65	64	104
营业利润	1,492	1,138	856	1,544	2,050	3,361
加: 营业外净收入	-11	10	-6	45	45	45
利润总额	1,481	1,148	850	1,589	2,095	3,406
减: 所得税	361	295	249	381	508	825
净利润	1,120	853	601	1,208	1,587	2,581
少数股东损益	-7	21	14	30	40	65
归属于母公司所有者的净利润	1,127	832	587	1,178	1,548	2,516
净利润同比增长率 (yoy)	-48.09%	-26.19%	-29.43%	-	-	-
全面摊薄总股本	1,423	1,423	1,423	1,423	1,423	1,423
每股收益 (元)	0.79	0.58	0.41	0.83	1.09	1.77
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.44%	1.82%	1.52%	-	-	-
ROE	13.30%	9.03%	6.08%	10.90%	12.70%	17.10%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。