



2017年03月30日

增持(首次评级)

当前价: 36.56 元
目标价: 38.5 元

有色金属行业研究组

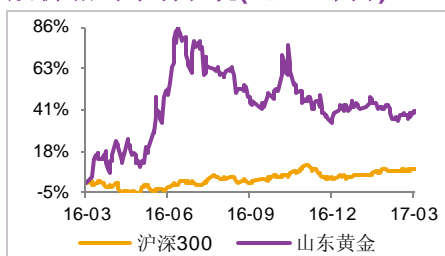
分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 王保庆

电话: 010-64408440
邮箱: wangbaoqing@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	50,199	50,609	51,984	53,149
(+/-)	30%	1%	3%	2%
净利润	1,293	1,476	1,804	2,163
(+/-)	120%	14%	22%	20%
EPS(元)	0.77	0.80	0.97	1.16
P/E	50	48	40	33

资料来源: 联讯证券研究院

山东黄金(600547.SH)

【联讯有色公司点评】山东黄金(600547): 最优黄金资源龙头、自产金量价齐升促业绩增长

投资要点

◇ 事件

3月28日,公司发布2016年年度报告,报告期间,公司实现营业收入501.99亿元,同比增长28.91%;归属于上市公司股东净利润12.93亿元,同比增长100.09%;每股收益0.77元/股,增加0.37元/股。拟以2016年12月31日总股本18.57亿股为基数,向全体股东每10股派现金红利1元(含税)。

◇ 点评

金价大涨及销量增加致 2016 年业绩爆发。2016 年公司矿产金毛利较去年增加 14 亿元至 42 亿元。原因一: 上海黄金交易所 2 号金 (99.95%) 年均价 268 元/克, 较上年上涨 31.8 元/克, 增加 10 亿元毛利。原因二: 2016 年矿产金销量较去年增加 4.16 吨至达到 31.13 吨, 进一步增加 4 亿元毛利。

黄金资源龙头、A 股最纯最优金股。公司是国有大型黄金勘探、开采、冶炼、加工和销售黄金资源开发商, 为国内产量最大的三大金矿企业之一。拥有新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿等四座“全国十大金矿”和其他金矿。2016 年因临沂地区开展安全整顿, 矿产金产量虽然较去年减少 0.07 吨至 29.98 吨。2017 年计划产金 31 吨, 仍存超预期可能。同时, 因开采规模大、平均品位较高, 公司克金完全成本基本控制在 210 元~250 元的水平, 近五年平均为 225.9 元, 随着高品位金矿投产, 克金完全成本仍将稳定在该水平。

注入 292 吨高品位低估值金矿、高承诺净利润。2016 年, 公司完成以 14.13 元/股定增 3.17 亿股, 购买估值 44.74 亿元的东风等金矿资产, 并以 14.3 元/股定增 1.17 亿股募集 16.79 亿元配套建设资金。完成后, 公司黄金资源储量增加 292.22 吨, 平均品位 2.87 克/吨, 高于目前公司 2.36 克/吨的入选品位。根据估值报告, 2016A/2017A/2018A 黄金产量将分别达 2.88 吨/7.08 吨/12.3 吨。交易方承诺 2016A/2017A/2018A/2019A 对应的公司净利润分别为 2 亿元/5.09 亿元/8.28 亿元/8.28 亿元。2016 年东风及蓬莱矿业业绩均超过承诺净利润, 归来庄因临沂安全整顿未完成承诺净利润。我们认为, 资产估值按照 257 元/克金价进行的估值及盈利预测, 基于当前金价, 如果产能释放达到预期, 则存在超预期可能。

拟以 7.83 亿购买 50 吨高品位金矿探矿权、集团发现国内最大金矿未来或注入。2017 年 3 月, 公司拟以 7.83 亿元购买山东省莱州市前陈-上杨家矿区金矿勘探探矿权, 黄金资源储量达 50.233 吨, 平均品位 3.17 克/吨, 与公司寺庄矿区紧邻, 将进行整体开发。近日, 大股东山金集团探获的“三山岛矿区西岭金矿”, 目前已备案金金属量 382.58 吨, 平均品位 4.52 克/吨, 品位高。预计勘探结束后, 可提交金资源量 550 吨以上, 有望成为国内有史以来最大的金矿。根据公司与集团之间避免同业竞争的承诺, 在西岭探矿



权完成全部勘探工作、具备转让条件时，公司将按照承诺敦促山东黄金地质矿产勘查有限公司将西岭探矿权按照程序注入上市公司。

◇ **盈利预测及估值：目标价“38.5 元/股”、投资评级“增持”**

基于 2017E/2018E/2019E 黄金年均价分别为 275 元/克、275 元/克和 270 元/克，矿产金年产销量分别为 32 吨/37 吨/42 吨，克矿产金完全成本分别 228.86 元/226.25 元/218.5 元的假设，我们预计公司 2017E/2018E/2019E 的归属净利润将分别为 14.76 亿元/18.04 亿元/21.63 亿元，对应的 EPS 分别为 0.80 元/0.97 元/1.16 元。参考行业可比估值及公司盈利增长，给予公司对应的 PE 分别为 48 倍/40 倍/33 倍。对应 2017 年 48 倍估值，目标价格为“38.5 元/股”，投资评级“增持”。

◇ **风险提示**

金价上涨不及预期、产销量不及预期、成本控制不及预期。



图表1： 公司业绩价格弹性

栏目	单位	指标	2016A	2017E	2018E	2019E	产品价格变化				
							-10%	-5%	0%	5%	10%
价格											
SGEAu9995	元/克	收盘价	268	275	275	270	248	261	275	289	303
黄金	元/克	单位售价	267	275	275	270	248	261	275	289	303
产销量											
矿产金	吨	销售量	31.13	32.00	37.00	42.00	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
矿产金	吨	生产量	29.98	32.00	37.00	42.00	32.00	32.00	32.00	32.00	32.00
									0		
黄金	百万元	收入	8,322	8,800	10,175	11,340	7,920	8,360	8,800	9,240	9,680
黄金	百万元	成本	4,121	4,000	4,625	5,250	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
黄金	元/克	单位成本	137	125	125	125	125	125	125	125	125
黄金	百万元	毛利	4,201	4,800	5,550	6,090	3,920	4,360	4,800	5,240	5,680
									0		
合计	亿元	收入	50,131	50,609	51,984	53,149	49,729	50,169	50,609	51,049	51,489
合计	亿元	成本	45,773	45,652	46,277	46,902	45,652	45,652	45,652	45,652	45,652
合计	亿元	毛利	4,358	4,957	5,707	6,247	4,077	4,517	4,957	5,397	5,837
									0		
权益	百万元	净利润	1,293	1,476	1,804	2,163	816	1,146	1,476	1,806	2,136
完全成本	元/克	单位成本	226	229	226	219	222	225	229	232	236
EPS	元/股	基本	0.70	0.80	0.97	1.16	0.44	0.62	0.80	0.97	1.15
PE	倍	目标	55	48	40	33	88	62	48	40	33
总市值	亿元	目标	711	711	711	711	711	711	711	711	711

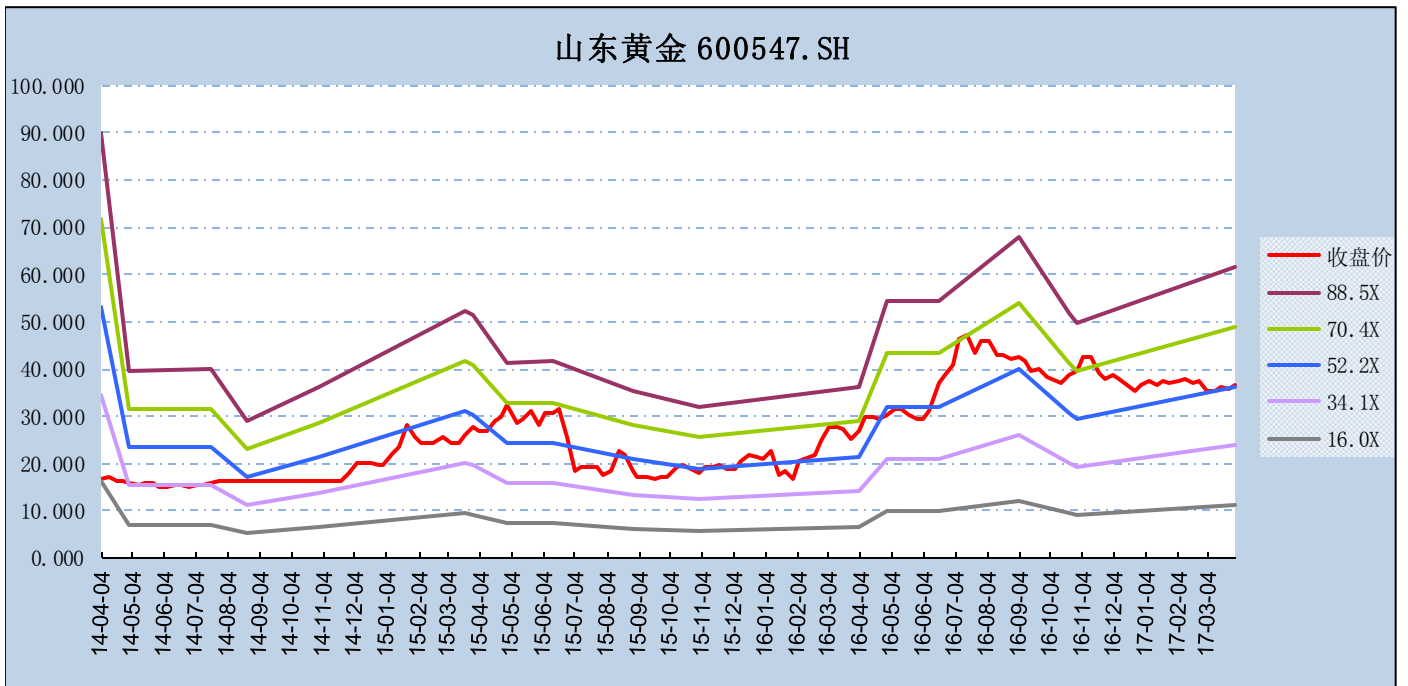
资料来源：联讯证券

备注：

- 1、 假设其他业务均为弹性；
- 2、 假设 2017 年矿产金产销量相等，且产量大于 2017 年公司计划的 31 吨；
- 3、 假设公司不进行套期保值操作，销售价格与上海黄金交易所 2#金价收盘价格持平；
- 4、 PE 倍数为目标价 38.5 元/股的预计 PE。

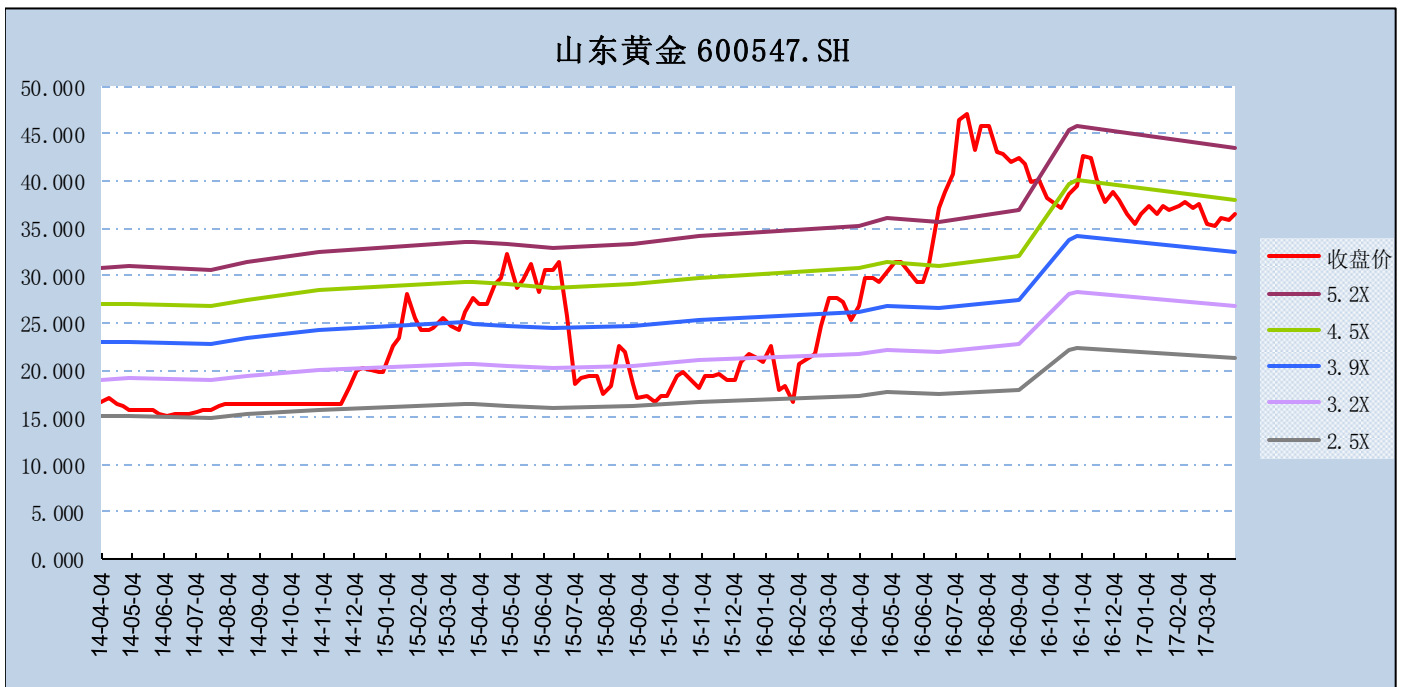


图表2: 公司 PE Band 图



资料来源:wind 联讯证券

图表3: 公司 PB Band 图



资料来源: wind 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,053	3,054	5,092	7,657	经营活动现金流	2,710	3,566	4,087	4,529
现金	1,304	1,288	3,288	5,821	净利润	1,309	1,527	1,852	2,211
应收账款	32	35	35	35	折旧摊销	4	0	0	0
其它应收款	116	120	120	120	财务费用	1,573	1,685	1,710	1,760
预付账款	155	150	150	150	投资损失	332	300	300	300
存货	1,370	1,382	1,419	1,451	营运资金变动	-22	-28	-28	-28
其他	77	80	80	80	其它	275	-8	25	25
非流动资产	25,304	26,415	26,652	26,752	投资活动现金流	-1,683	-3,174	-2,086	-1,996
长期投资	371	371	371	371	资本支出	1,963	2,292	1,200	1,200
固定资产	13,342	13,542	13,742	13,842	长期投资	0	0	0	0
无形资产	8,945	9,837	9,837	9,837	其他	281	-882	-886	-796
其他	2,646	2,665	2,701	2,701	筹资活动现金流	-384	-408	0	0
资产总计	28,357	29,469	31,744	34,409	短期借款	88	0	0	0
流动负债	7,240	6,782	6,857	6,931	长期借款	530	500	500	500
短期借款	530	500	500	500	其他	-1,002	-908	-500	-500
应付账款	1,816	1,810	1,835	1,860	现金净增加额	657	-16	2,000	2,533
其他	4,895	4,472	4,522	4,572					
非流动负债	4,772	4,783	5,110	5,469	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款	3,290	3,290	3,290	3,290	成长能力				
其他	1,482	1,493	1,820	2,179	营业收入	30%	1%	3%	2%
负债合计	12,012	11,565	11,967	12,401	营业利润	98%	20%	21%	19%
少数股东权益	826	876	925	973	归属母公司净利润	120%	14%	22%	20%
归属母公司股东权益	15,519	17,028	18,852	21,035	获利能力				
负债和股东权益	28,357	29,469	31,744	34,409	毛利率	8.76%	9.79%	10.98%	11.75%
					净利率	2.61%	3.02%	3.56%	4.16%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	10%	9%	10%	11%
营业收入	50,199	50,609	51,984	53,149	偿债能力				
营业成本	45,799	45,652	46,277	46,902	资产负债率	42%	39%	38%	36%
营业税金及附加	181	261	547	578	流动比率	0.64	0.64	1.00	1.40
营业费用	34	35	35	35	速动比率	0.23	0.25	0.54	0.90
管理费用	2,205	2,214	2,244	2,275	营运能力				
财务费用	325	300	300	300	总资产周转率	1.97	1.75	1.70	1.61
资产减值损失	4	0	0	0	每股指标(元)				
公允价值变动收益	47	53	53	53	每股收益	0.77	0.80	0.97	1.16
投资净收益	25	25	25	25	每股经营现金	0.70	0.69	1.77	3.13
营业利润	22	28	28	28	每股净资产	8.36	9.17	10.15	11.33
营业外收入	1,698	2,041	2,475	2,953	估值比率				
营业外支出	22	20	20	20	P/E	50	48	40	33
利润总额	29	25	25	25	P/B	4.61	4.20	3.79	3.40
所得税	1,691	2,036	2,470	2,948	EV/EBITDA	82,208	81,776	80,178	78,079
净利润	383	509	617	737					
少数股东损益	1,309	1,527	1,852	2,211					
归属母公司净利润	16	51	48	48					
EBITDA	1,293	1,476	1,804	2,163					
EPS（元）	3,549	4,132	4,590	5,119					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

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，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com