

资源及成本优势得天独厚的黄金龙头

——山东黄金（600547.SH）首次覆盖

增持（首次）

日期：2019年05月14日

报告关键要素：

山东黄金背靠山东省国资委，掌握着海内外的大量优质黄金矿产资源。黄金储备量有望进一步提高，且金矿开采成本同业较低，借助目前国内国际形势对金价利好的东风，公司业绩有望大幅提升。

投资要点：

- **H股上市，公司行业地位进一步巩固：**2018年9月公司登陆香港交易所，A+H股双融资渠道，有效降低公司财务费用和资产负债率的同时，也为公司国际并购战略提供了资金上的有力支撑。
- **资源及规模优势突出，黄金储量有望进一步扩大：**山东是黄金资源和产金大省，就资源储量而言，胶东半岛金矿集中了全国1/4的黄金资源储量，而其中90%以上又集中分布在招远、莱州地区。此外，该地区远景资源/储量可观。公司旗下现有的生产矿山拥有多项世界之最，三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”。随着公司对内不断加大探矿力度，对外积极开展并购，未来黄金储量有望进一步扩大。
- **全球经济放缓，黄金需求旺盛，公司业绩有望进一步提升：**从全球经济格局来看，未来一段时间全球经济放缓将是大概率事件。而黄金作为一种传统避险资产，有效对冲全球范围内不确定性所带来的风险，发挥保值功能，具有较高的投资价值。全球黄金行业发展处于上升期，消费重心向以中国和印度为首的亚洲转移，生产与需求稳定增长。随着美元、欧元、英镑等国际货币不断贬值，黄金的保值功能将会越来越重要，黄金需求将持续增长。

盈利预测与投资建议：我们预计19-21年，公司归母净利润分别为11.80、13.77、15.51亿元；EPS分别为0.53、0.62、0.70元，对应5月10日收盘价30.60的PE分别为57.39、49.21倍和43.68倍，首次给予“增持”评级。

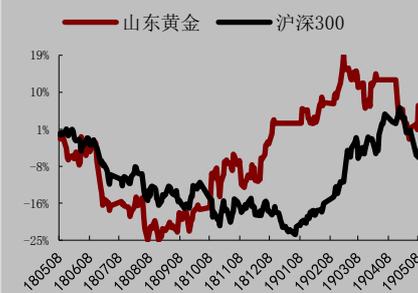
风险因素：产品价格下跌风险、黄金产量不及预期风险、国际形势突变风险、国家政策性风险、资源开采风险、矿山安全风险。

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	547.88	578.74	628.85	687.65
增长比率(%)	7.34%	5.63%	8.66%	9.35%
归母净利润(亿元)	8.76	11.80	13.77	15.51
增长比率(%)	-23.01%	34.79%	16.62%	12.66%
每股收益(元)	0.40	0.53	0.62	0.70
市盈率(倍)	76.48	57.39	49.21	43.68

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	山东黄金集团有限公司/44.8%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	2,214.01
流通A股(百万股)	1,451.50
收盘价(元)	30.69
总市值(亿元)	679.48
流通A股市值(亿元)	445.47

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年05月08日

相关研究

分析师： 宋江波
执业证书编号：S0270516070001
号：
电话：02160883490
邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理： 夏振荣
电话：01056508505
邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

投资核心观点

● **公司整体判断**

公司为深耕国内、布局全球的黄金全产业链龙头公司，业务范围包括：黄金开采、选矿和冶炼，黄金矿山专用设备、建筑装饰材料的生产、销售。其背靠的山东黄金集团为山东省国资委控制的大型国有企业集团，拥有逾40年的黄金开采行业运营经验，旗下资源丰富，现有4家矿山位居“中国10大黄金矿山”之列，3家矿山位居“中国黄金经济效益十佳矿山”之列，11家矿山被授予“国家级绿色矿山”，在集团优质资产未来优先考虑注入上市公司的前提下，山东黄金增储潜力不可小觑。2017年公司联手世界黄金巨头巴里克黄金，以9.6亿美元成功收购贝拉德罗项目50%权益，该矿是阿根廷最大金矿及南美洲第二大金矿，也是国内黄金公司目前经营最大的海外金矿。2018年，公司矿产金产量39.32吨，同比增长3.43吨，增幅9.57%。公司通过“内生+外延”不断实现黄金产量的快速增长。完成H股上市以后，对于公司的财务稳健及拓宽融资渠道实现高速发展进一步铺平道路，山东黄金正乘着多重利好，扬帆起航。

● **差异化观点**

全球局势动荡，经济疲软，各国普遍施行宽松的货币政策，投资者避险情绪助推金价打开上涨通道。收益与金价密切相关的山东黄金，凭借自身雄厚实力和清晰的战略规划，通过并购合作一步步扩宽国内和国际黄金矿脉，在金价上行的预期下，未来业绩有望大幅提升。

● **估值和评级**

我们预计19-21年，公司归母净利润分别为11.80、13.77、15.51亿元；EPS分别为0.53、0.62、0.70元，对应5月10日收盘价30.60的PE分别为57.39、49.21倍和43.68倍，首次给予“增持”评级。

● **股价触发因素**

山东黄金作为中国目前最大的黄金生产企业，由于公司的主要利润由矿产金贡献，公司的业绩相对于黄金价格具有相当高的弹性。所有可能影响金价波动的因素，都会间接触发山东黄金股票价格的波动。常见的触发因素有：市场金价的异常波动，各国货币政策调整，黄金矿产资源储量，采矿成本，新增并购，国际贸易争端，战争等。

● **风险提示**

产品价格下跌风险、黄金产量不及预期风险、国际形势突变风险、国家政策性风险、资源开采风险、矿山安全风险

目录

1、公司简介.....	5
1.1 实习雄厚的大型国有企业.....	5
1.2 稳步扩张，高速发展.....	5
2、同业竞争优势.....	6
2.1 竞争优势一：资源得天独厚.....	6
2.1.1 高品位的黄金资源.....	7
2.1.2 雄厚的增储能力.....	8
2.2 竞争优势二：中国黄金行业运营成本最低者之一.....	9
2.2.1 国内矿山资源开采成本低.....	9
2.2.2 供应链完整，规模优势突出.....	9
2.2.3 采、选、冶均为业内翘楚.....	9
2.3 竞争优势三：收购及资源整合能力突出，持续勘探保证持续发展.....	11
2.3.1 通过境内及跨境并购持续整合优质资源.....	11
2.3.2 持续勘探以增加现有矿山储量.....	11
2.4 竞争优势四：资本结构及财务状况稳健.....	12
3、黄金行业：金价短期承压，中长期上涨逻辑仍存.....	12
3.1 中美贸易摩擦引发市场担忧，黄金避险价值凸显.....	12
3.2 美国——货币政策宽松，美元指数走强，黄金短期震荡择向.....	14
3.3 欧洲——经济缺乏活力，市场担忧情绪浓厚.....	15
3.4 黄金供需.....	16
4、股价触发因素.....	17
5、业绩预测.....	18
6、风险提示.....	18
图表 1：山东黄金股权结构.....	5
图表 2：山东黄金发展并购里程碑.....	6
图表 3：2017 年 10 大黄金生产企业矿产金产量（单位：吨）.....	7
图表 4：山东黄金 12 座矿山分布.....	7
图表 5：山东黄金 2017 年黄金产量占比.....	8
图表 6：矿山资源量：黄金金属量单位：千盎司.....	8
图表 7：储量：黄金金属量单位：千盎司.....	8
图表 8：国内平均开采成本（单位：美元/盎司）.....	9
图表 9：山东黄金国内金矿损失率.....	10
图表 10：山东黄金国内金矿贫化率.....	10
图表 11：山东黄金旗下山东冶炼厂、深圳冶炼厂产能.....	10
图表 12：黄金销售毛利率%.....	10
图表 13：多次并购后资源储备实力.....	11
图表 14：山东黄金营业利润率有所提高.....	12
图表 15：山东黄金资产负债率回落.....	12
图表 16：中国 PMI 指数短期反弹.....	13
图表 17：中国贸易进出口 表现疲软.....	13
图表 18：中国 CPI 指数.....	13
图表 19：中国 PPI 指数.....	13
图表 20：人民币指数趋势放缓，金价总体高位震荡.....	14
图表 21：美元指数短期反弹，LME 黄金价格短期承压.....	14
图表 22：美国通货膨胀.....	14
图表 23：美国货币增量触底反弹.....	14
图表 24：欧洲制造业 PMI 持续低迷.....	15
图表 25：LME 黄金、SHFE 黄金价格有望延续上升趋势.....	16
图表 25：山东黄金部分产品营业收入（单位：万元）.....	17

图表 26: 山东黄金产品毛利 (单位: 万元)17
图表 28: 山东黄金股价走势和 SHFE 黄金价格走势图17

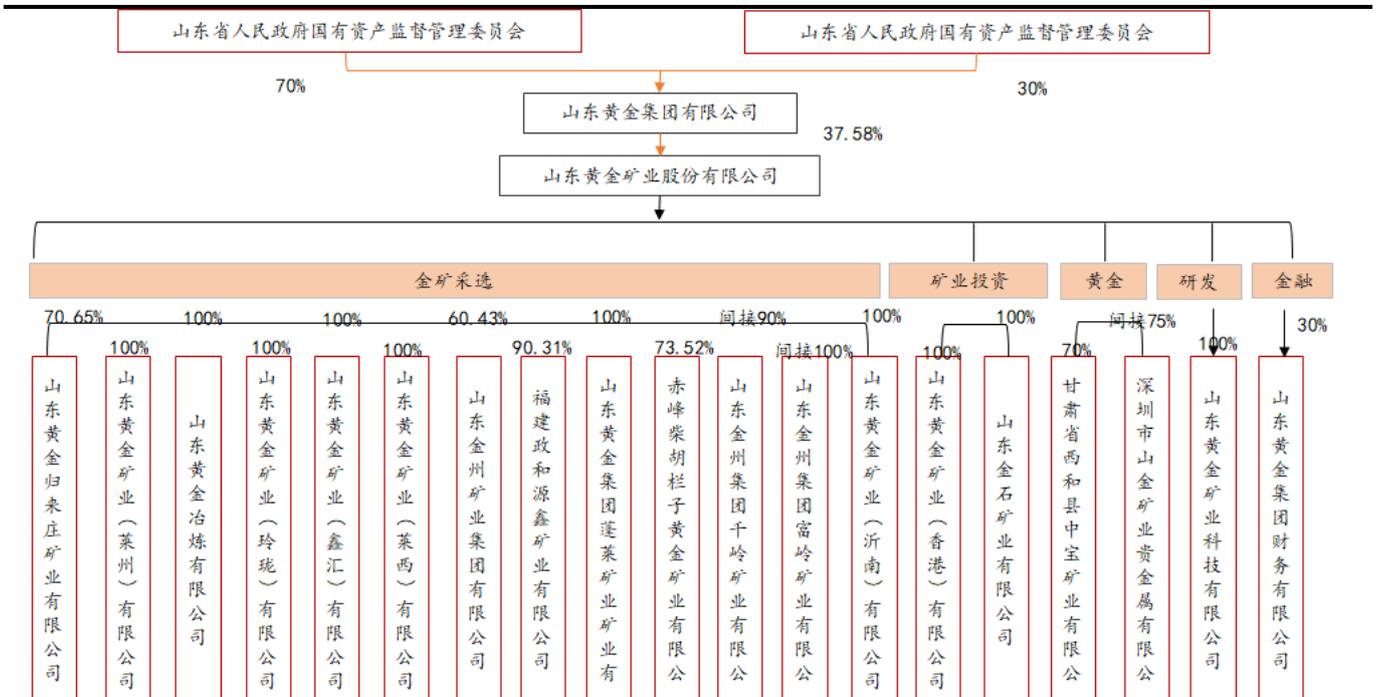
1、公司简介

1.1 实习雄厚的大型国有企业

山东黄金矿业股份有限公司是一家综合性、全产业链的黄金企业。山东黄金背靠山东黄金集团。山东黄金集团成立于1996年，2015年改建为山东省属国有资本投资公司。作为国有大型骨干企业，集团黄金产量资源储备、经济效益、科技水平及人才优势均居全国黄金行业前列，拥有逾40年的黄金开采业运营经验。集团在省内胶西北地区建成了世界级黄金生产与资源储备基地，正加速朝着规模化、数字化、生态化的“万吨大矿群”迈进；在省外福建、海南、甘肃、陕西、青海、新疆、内蒙、河南等省区，建成了覆盖“东南西北中”的后备资源开发基地；在澳大利亚、加拿大、阿根廷等国家搭建了海外业务平台。集团目前有4家矿山位居“中国10大黄金矿山”之列，3家矿山位居“中国黄金经济效益十佳矿山”之列，11家矿山被授予“国家级绿色矿山”，打造了“黄金地产”优势品牌。

2017年，国际并购取得实质性突破，与国际领先黄金公司巴理克黄金公司开展合作，购买其所属阿根廷贝拉德罗金矿50%权益，并于2017年6月30日实施了交割。

图表 1：山东黄金股权结构



资料来源：山东黄金港股 IPO 说明书、万联证券

1.2 稳步扩张，高速发展

公司主要从事黄金勘探、开采、选矿、冶炼和销售，掌握着大量国内及海外的优质黄金矿山资源。2003年8月，在上海证券交易所上市。2018年9月在香港联交所主板上市。控制及经营着山东省9座矿山、内蒙古自治区、福建省、甘肃省各一座矿山，总计12座中国矿山。此外，2017年，通过其于MAG的50%间接权益与全球领先的黄金公司巴理克黄金共同运营位于阿根廷的贝拉德罗金矿。按2017年矿产金产量计，贝拉德罗矿为南美洲最大金矿。

自2003年上市以来，经过多次收购，国内扩张策略稳步实施，海外市场逐步开拓。公司发展高效快速。公司矿产金产量从2003年的约3吨增长到2017年的35.88吨，已完成17项收购项目，资源外延步伐领先于国内同行业黄金企业。

图表 2: 山东黄金发展并购里程碑

2000.01	由山东黄金集团公司联合另外四家共同发起设立
2003.08	上海证券交易所上市, 股票代码“600547”
2008.01	收购玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、青岛金矿新汇矿区勘探及采矿权, 焦家金矿寺庄矿区及望儿山矿区采矿权。奠定在山东省内战略布局。
2008.12	收购赤峰柴金矿约 73.52% 权益, 实现了内蒙古自治区的矿山战略布局。
2012.03	收购西和中宝 70% 权益, 实现了在甘肃省的黄金矿山战略布局。
2012.10	收购福建源鑫金矿 80% 权益, 实现了在福建省的黄金矿山战略布局。
2016.12	收购玲珑金矿-东风矿区的勘探及开采权、三山岛金矿-新立矿区勘探权、蓬莱金矿全部权益及归来庄金矿的 70.65% 权益, 进一步加强了山东的矿产资源。
2017.06	收购了巴理克黄金位于阿根廷圣胡安省境内的拉贝矿 50% 的权益, 是首个海外矿山, 实现了在南美洲阿根廷的黄金矿山战略布局。

资料来源: 山东黄金港股 IPO 说明书、万联证券

2、同业竞争优势

2.1 竞争优势一: 资源得天独厚

山东是黄金资源和产金大省, 就资源储量而言, 胶东半岛金矿集中了全国 1/4 的黄金资源储量, 而其中 90% 以上又集中分布在招远、莱州地区。此外, 该地区远景资源/储量可观。公司牢固树立“资源为先”理念, 按照“内探外购”原则, 对内不断加大探矿力度, 对外积极开展资源并购。2018 年, 公司紧盯重点项目, 快速推进探矿工作, 进一步巩固和增强了公司在胶东地区的资源储备, 为打造胶东地区世界级的黄金生产基地奠定了扎实的资源基础。同时, 坚定不移实施“走出去”战略, 以更加开放包容的姿态, 积极参与全球资源配置, 完成多个项目的初步考察或尽职调查工作, 为公司矿产资源综合开发与利用、实现可持续发展提供了强劲支撑。

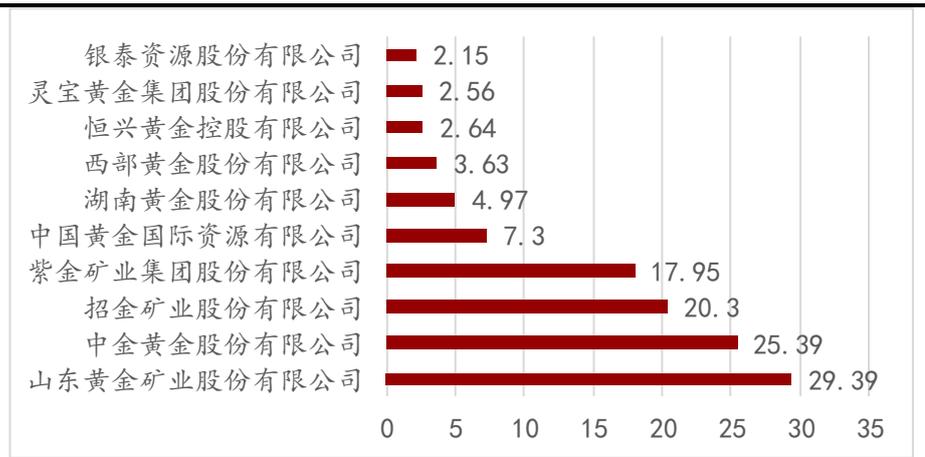
旗下现有的生产矿山拥有多项世界之最: 其中包括国内累计产金突破百吨的“焦家金矿”和“玲珑金矿”, 国内首座数字化地下开采矿山“焦家金矿”, 国内装备水平和机械化程度最高之一的“三山岛金矿”, 国内首家被评为“国家环境友好企业”的矿山企业“新城金矿”, 位居全国矿产金交易量前列的“山东黄金冶炼公司”。截止到目前, 公司是国内唯一拥有两座累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司。三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”。

根据公司年报披露数据, 2017 年山东黄金的矿产金产量为 1,153.7 千盎司 (相当于 35.88 吨), 18 年矿产金产量 1264.4 千盎司 (相当于 39.32 吨)。中国十大金矿中, 有五个位于山东省。该十大金矿中, 最大、第二大、第五大及第六大矿山 (分别为焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿及玲珑金矿) 均由山东黄金拥有。2018 年, 4 个金矿的产量分别为 235.2 千盎司、224.1 千盎司、135.7 千盎司、143.4 千盎司, 较 17 年均有所提高。山东黄金于 2017 年收购的贝拉德罗矿, 2018 年, 属于山东黄金权益范围的矿产金产量为 208.8 千盎司。

据中国黄金协会最新统计数据显示, 2018 年, 国内黄金产量为 401.119 吨, 连续 12 年位居全球第一, 与 2017 年相比, 减产 25.023 吨, 同比下降 5.87%。其中, 黄金矿产金 345.973 吨, 同比降幅 6.28%。山东黄金继续领跑, 逆势而上, 全年矿产金产量 39.32

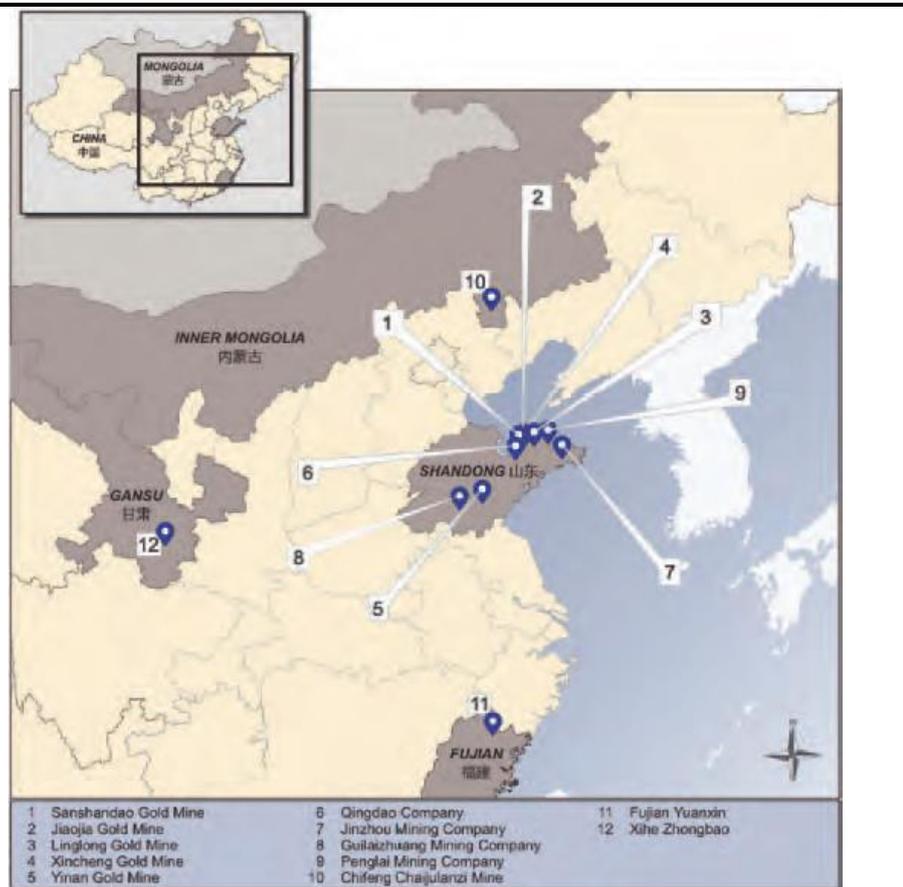
吨, 同比增幅9.57%。

图表3: 2017年10大黄金生产企业矿产金产量 (单位: 吨)



资料来源: 山东黄金港股IPO说明书、万联证券

图表4: 山东黄金12座矿山分布



资料来源: 山东黄金港股IPO说明书、万联证券

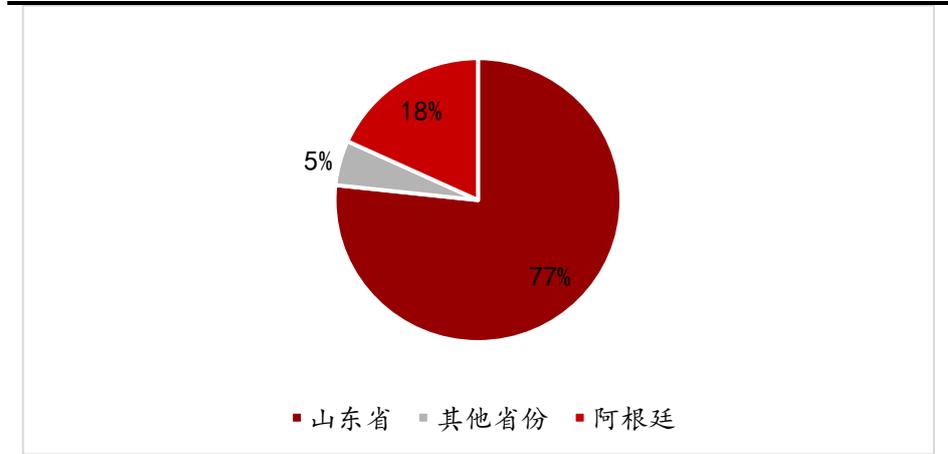
2.1.1 高品位的黄金资源

1) 中国矿山——得天独厚, 拥有丰富优质资源

2018年, 我国黄金产量为401.119吨, 连续12年保持世界第一位。占全球产量3503吨的的11.45%。山东省是中国第一大黄金生产省份, 2017年矿产金产量为55.6吨(相当于约1787.6千盎司), 占2017年中国矿产金产量的14.1%。此外, 按照2017年资源

量计算，山东省全国排名第一，占中国总资源的28.5%。山东黄金在中国经营12座矿山，其中9座位于山东省。山东黄金储量最丰富的地区位于莱州和招远，山东黄金在中国的资源量，超过90%集中于该地区。中国矿山的加权平均储量为3.06克/吨，比在中国及/或香港上市并于中国运营的黄金生产企业要高。

图表5：山东黄金2017年黄金产量占比

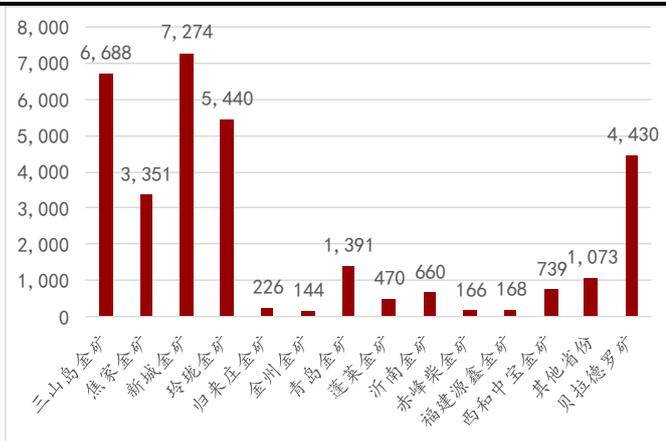


资料来源：山东黄金港股IPO说明书、万联证券

2) 海外矿山——品位高，为国际战略布局开好头

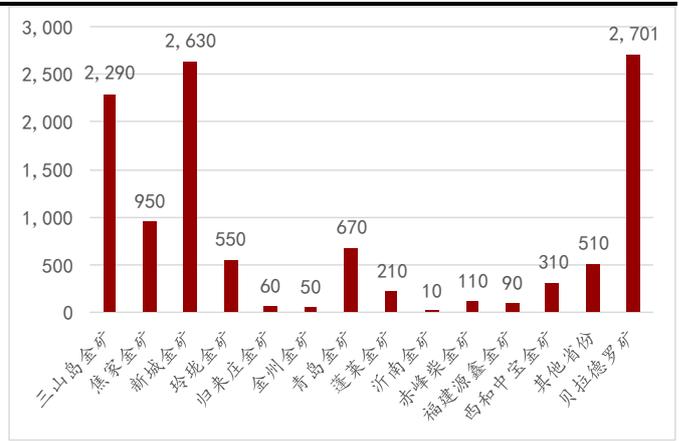
2017年，公司迈出跨境出海第一步，山东黄金香港公司通过向境外银行贷款共12.6亿美元，与国际黄金龙头企业巴里克黄金公司开展合作，以9.6亿美元的价格购买其所属阿根廷贝拉德罗金矿50%权益，并于2017年6月30日实施了交割。按2017年矿产金产量计算，贝拉德罗矿是阿根廷及南美洲最大金矿。截止2018年3月31日，山东黄金应占概况的储量及资源量分别为84.0吨（相当于约2701千盎司）和137.8吨（相当于约4430千盎司）。按目前的黄金产量水平，贝拉德罗矿的可开采年限约为7年。

图表6：矿山资源量：黄金金属量单位：千盎司



资料来源：山东黄金港股IPO说明书、万联证券

图表7：储量：黄金金属量单位：千盎司



资料来源：山东黄金港股IPO说明书、万联证券

2.1.2 雄厚的增储能力

公司过往的探矿增储业绩及高品位的黄金资源，说明公司的主要中国矿山具备强劲的资源量和储量增长潜力。贝拉德罗矿是一座露天矿，位于阿根廷中西部的安第斯山脉高原地区，在阿根廷-智利边境以东六公里处，矿区海拔为3,800-4,800米。二十世纪八十年代末期，阿根廷政府首先在贝拉德罗地区开始勘探工作；1994年加拿大企业通过拍卖获得贝拉德罗地区的勘探权，随后被巴里克黄金通过并购获得100%间接控制权，2005年贝拉德罗矿正式开始运营。该矿山采取国外生产国外精炼的生产模式，生产流程涵盖破碎设施、山谷堆浸设施及Merrill-Crowe黄金回收厂，可以支持超过8.5万吨/日矿石处理量的山谷堆浸设施作业以及28万吨/日的矿石开采作。

矿石经过冶炼后，山东黄金香港及巴里克黄金将按照其各自权益比例购买生产处的合质金锭。计划2024年前开采合计4.07亿吨矿石，露天采掘作业将于2024年完成。期内预测矿石年产量2700万吨至3100万吨。矿石开采总量于2018年达到峰值，约7900万吨，2024年稳定下滑至3100万吨。2024年矿石开采完成后，矿石堆浸将再持续至2028年结束，预计累计额外回收约15.55吨（50万盎司）黄金及37.32吨（120万盎司）白银。

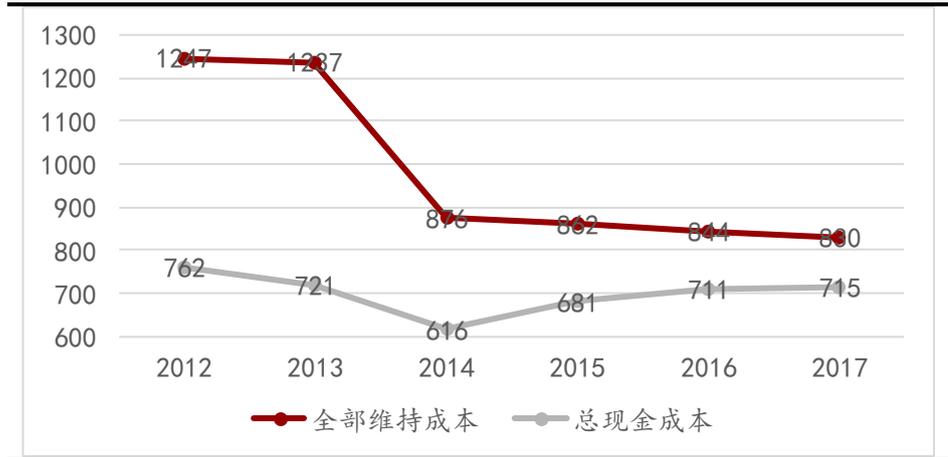
2.2 竞争优势二：中国黄金行业运营成本最低者之一

全部维持成本（AISC）是评价黄金生产企业的现有和可持续运营效率的认可方法。是黄金生产企业采矿业务的可持续成本总额。按照现金成本加上商品成本、持续资本开支、企业、一般及行政费用（扣除股份费用）及勘探费用的总和。现金成本包括生产金属活动直接相关的所有直接及间接矿场现金成本，包括采矿、矿石加工、一般行政费用、第三方精炼费用、专利费及生产税，不包括产品收益。

中国矿山的平均总现金成本由2012年的762美元/盎司减至2014年的616美元/盎司。主要由于原材料减少，技术水平升级及自动化水平提升令生产力提高所致。2017年总现金成本增加至715美元/盎司，主要由于矿石品位下降及耐火矿物资源增加所致。整体下跌主要因原材料成本下跌、中国矿山的技术提升及加强自动化而提高生产力所致。

山东黄金的中国矿山现金运营成本于2017年约为682美元/盎司，低于2017年中国矿山的行业平均总现金成本715美元/盎司。

图表8：国内平均开采成本（单位：美元/盎司）



资料来源：IPO招股说明书、万联证券

2.2.1 国内矿山资源开采成本低

山东黄金矿山成矿条件好，品位高。公司与中国境内的四座主力矿山三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿主要为破碎蚀变岩和石英脉型矿石，此类矿床通常规模大且连续性好，平均黄金品位高、生产成本低。境外矿山方面，贝拉德罗矿为超大型露天矿，运营成本相对较低。

2.2.2 供应链完整，规模优势突出

山东黄金于中国境内的四座主要矿山均位于山东省，其90%的矿产金产量来自山东。由于山东省是中国最大的黄金生产省份，公司享有成熟的采矿基础设施支持，包括运输、电力、水、原材料、采矿设备及配套服务的供应。在这种成熟基础设施的支持下，公司在生产效率和采矿运营规模经济效益方面的能力得到提升。

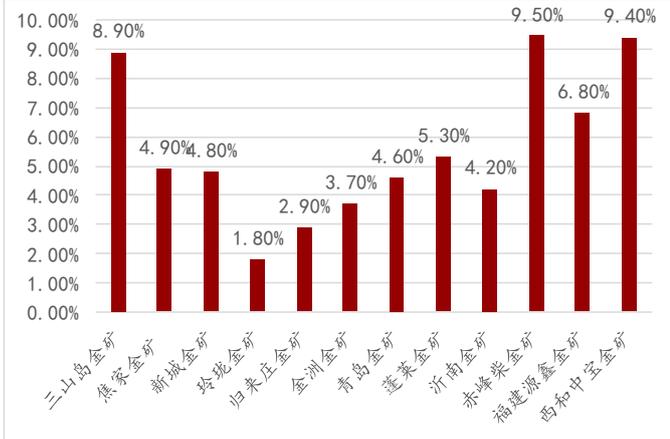
2.2.3 采、选、冶均为业内翘楚

采矿：通过不断优化采矿技能和提升开采过程中的自动化与智能控制水平，持续提高采矿效率及保持较低的矿石贫化率和采矿损失率。山东黄金的中国矿山加权平均贫化率及平均采矿损失率分别为约7.7%和5.6%。山东黄金的平均贫化率和平均损失

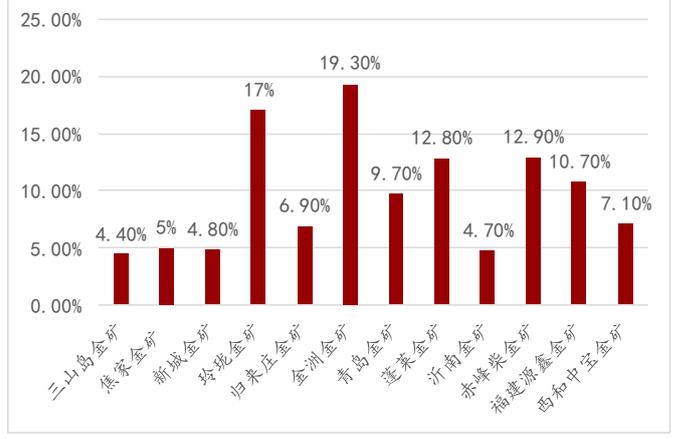
率均为同行业最低水平之一。

选矿：山东黄金采用自主研发的成熟现金的选矿方法及技术和国际知名厂商的进口设备，为其主要的中国矿山的原矿进行选矿加工，截至2017年12月31日，年度的选矿回收率一般高达94%以上，高于中国83.1%的平均水平。

图表9：山东黄金国内金矿损失率



图表10：山东黄金国内金矿贫化率



资料来源：山东黄金港股IPO说明书、万联证券

资料来源：山东黄金港股IPO说明书、万联证券

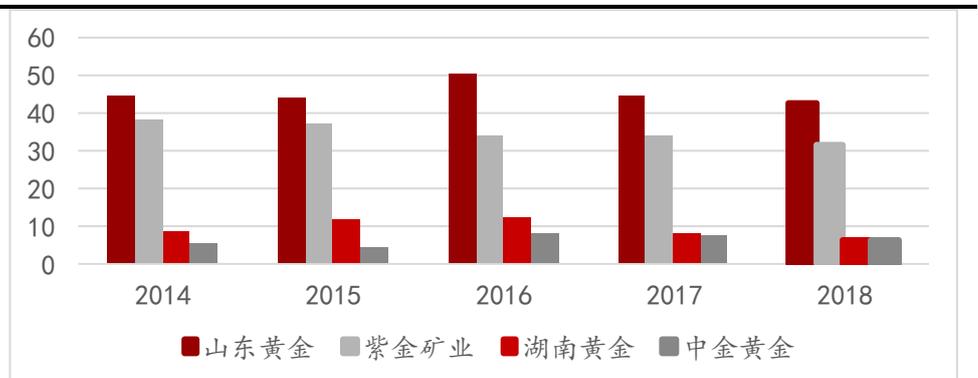
冶炼及精炼：山东冶炼厂及深圳冶炼厂于2017年的总产量为128.4吨（相当于4128.2千盎司），强大的产能有助于山东黄金在冶炼及精炼业务方面达到较高的规模经济效益。按历史数据来看，山东黄金的矿产金84%以上进行自主冶炼，所以公司受惠于垂直整合业务所产生的成本优势。其冶炼回收率整体达到99.9%以上，为全行业的最高者之一。这主要归因于公司自主研发的领先黄金冶炼及精炼技术。山东黄金是中国目前同时符合伦敦金银市场协会金银良好交付和上海金交所金锭及金条交割标准的少数企业之一。足以说明公司冶炼及精炼的高质量标准。

图表11：山东黄金旗下山东冶炼厂、深圳冶炼厂产能

	设计年产能 (吨)	2015		2016		2017	
		产量 (吨)	利用率	产量 (吨)	利用率	产量 (吨)	利用率
山东冶炼厂	104.7	72.3	69.10%	91.9	87.70%	65	62.10%
深圳冶炼厂	60	100.5	167.50%	67.5	112.60%	63.4	105.70%
总结	164.7	172.8	104.90%	159.4	96.80%	128.4	78%

资料来源：山东黄金港股IPO说明书、万联证券

图表12：黄金销售毛利率%



资料来源：Wind、万联证券

矿产金毛利率远超其他业务，横向对比优势明显：公司销售毛利率近五年来稳定在

8%左右，其中矿产金毛利率高达40%以上，贡献43.4亿毛利，占公司毛利总额的94%。横向对比其他黄金企业，公司毛利率遥遥领先，这也得益于公司较低的经营成本。

2.3 竞争优势三：收购及资源整合能力突出，持续勘探保证持续发展

自公司2003年在上海证券交易所上市至2018年，山东黄金的矿产金产量从约2.8吨增至39.32吨。目前公司已完成17项收购，成为了中国领先的黄金公司。其优秀的识别及整合优质收购目标的能力，助推了企业的快速增长。收购目标的选择上，公司的主要策略集中在：1) 于公司经营业务整合度高且采用公司开采工艺及技术可提高盈利能力的潜在目标；2) 位于主要金矿带上具有较大储量增加潜力的目标。强大的整合能力、丰富的并购经验、领先的市场地位和雄厚的财务实力将帮助公司整合更多的高价值资源，从而增强公司的领导地位并提高公司的盈利能力。

图表13：多次并购后资源储备实力

矿山	黄金资源量 金属吨	资源量估算品位 (g/t)	黄金储量 金属吨	储量估算品位 (g/t)	权益
三山岛金矿	208	3.0	71	2.8	100
焦家金矿	104	3.1	30	3.1	100
新城金矿	226	3.0	82	3.1	100
玲珑金矿	169	2.9	17	3.1	100
归来庄金矿	10	3.8	2	7.6	71
金洲金矿	8	2.9	3	2.6	60
青岛金矿	43	4.8	21	3.7	100
蓬莱金矿	15	7.0	7	5.0	100
沂南金矿	21	1.1	0	2.3	100
赤峰柴金矿	7	5.4	5	5.2	74
福建源鑫金矿	6	4.5	3	3.8	90
西和中宝金矿	33	2.3	14	2.4	70
贝拉德罗矿	276	0.7	168	0.8	50
国内合计	849	2.9	255	3.1	
总量	1125	1.6	423	2.2	

资料来源：山东黄金港股IPO说明书、万联证券

2.3.1 通过境内及跨境并购持续整合优质资源

至今为止，并购活动一直是山东黄金历史上增长的主要动力。公司计划在下列各方面持续寻找及执行并购机会。

控股股东：公司拟持续物色控股股东的潜在优质资源，并评估收购的可能性。尤其是新探获的三山岛西岭矿区和焦家南吕-欣木矿区及位于河南省和海南省的资源。公司拥有向控股股东收购该等资源量的优先权。

中国：公司还在继续寻找山东境内，尤其是莱州及招远地区以及中国其他省份（特别是黄金品位高的河南、内蒙古、福建省）的优质资源

海外：公司计划对世界各地知名金矿带的其他矿业公司进行收购、投资及合作以持续获得海外优质资源。凭借公司与巴理克黄金公司的合作经验，公司将获得更多与其他全球黄金矿业公司的合作机会，从而提升公司在全球市场中的地位。

2.3.2 持续勘探以增加现有矿山储量

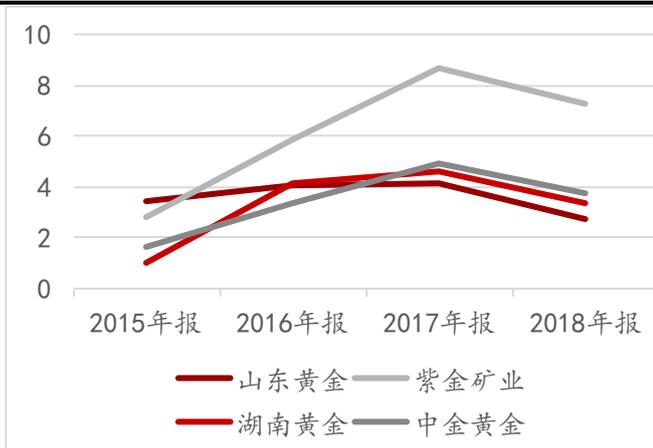
公司仍在计划进一步加大资源勘探的投入力度。做好现有矿山的增储工作。公司的部分矿山仍然具有巨大的潜力，比如焦家金矿、贝拉德罗矿。对于公司的玲珑金矿、新城金矿及沂南金矿，公司与2017年11月从控股股东那里收购了三项探矿权证。计划持续在该权证覆盖区域内进行探矿活动，增加金矿的储量。凭借公司不断积累和提升了的探矿经验及能力，通过增加探矿的密度和深度，公司正在努力增加现

有矿山储量并进一步实现矿产金产量的增加。

2.4 竞争优势四：资本结构及财务状况稳健

山东黄金债务比例与结构比较稳健。作为公司外延的“压舱石”，稳健债务比例与结构，为公司未来的收购提供了持续发展的动力。作为国内矿产金龙头，公司的资产负债率水平处于行业较低水平，2017年的小幅上扬主要是公司收购贝拉罗德项目的短期贷款所致。随着18年的逐步偿还，公司资产负债率将回落到50%以下，为未来的收购提供财务空间。

图表14：山东黄金营业利润率有所提高



资料来源：WIND、万联证券

图表15：山东黄金资产负债率回落



资料来源：WIND、万联证券

山东黄金银行借贷与黄金租赁合同短融提供给公司较低的利率。公司作为行业产量最大之一的企业，黄金租赁业务给公司补充生产经营流动性提供了低成本的短期工具，历史利率在2.4%~4.85%；另外，作为山东省国资委背景企业，公司银行借贷利率在2.56%~5.70%。以上两项融资工具的成本都显著低于行业平均水平。公司为少数A+H平台黄金企业。公司H股已于18年9月正式上市，作为国内黄金龙头企业之一，公司是业内少有的具备人民币与外币直接融资的黄金企业，在未来矿业资本并购市场愈发频繁的趋势下，公司双平台有利于多渠道且低成本的融资。

3、黄金行业：金价短期承压，中长期上涨逻辑仍存

黄金是一种资产，具有商品与货币双重属性。从商品属性角度讲，黄金的稀有性使黄金十分珍贵，而黄金的稳定性使黄金便于保存，所以黄金不仅成为人类的物质财富，而且成为人类储藏财富的重要手段，故黄金得到了人类的格外青睐。从货币属性角度讲，黄金是各国金融外汇储备体系的重要工具，在维护国家金融稳定、经济安全中具有不可替代的作用。

2018年，黄金价格整体呈现先抑后扬的走势，波动较大。前两个季度，在美国经济数据强劲、美联储连续加息以及全球贸易形势紧张带来的强势美元打压下，金价连续下挫，上半年最大跌幅超过10%；进入三季度，随着中美贸易摩擦出现缓和迹象，全球经济面临放缓的风险进一步上升，美国也难以独善其身，部分经济指标出现走弱，市场担忧美国经济可能在不久的将来陷入衰退，避险情绪升温。加上美联储释放出未来可能放缓加息节奏的信号，欧元区政治动荡层出不穷，例如：英国脱欧悬而未决、意大利财政预算危机、法国骚乱等，黄金在避险的支撑下自低点逐步反弹，金价距离1300美元/盎司整数关口仅一步之遥。2018年伦敦金加权平均价为1270.23美元/盎司，相比2017年加权平均价1255.59美元/盎司上涨1.17%。

3.1 中美贸易摩擦引发市场担忧，黄金避险价值凸显

2019年1季度中国宏观经济成功抵御了各种下行风险的冲击，多数指标较去年4季度企稳或改善。但是总体来看，一季度，国内经济表现疲弱，外贸低迷，制造业景气度下降，社融增速与信贷规模大幅回落，金融去杠杆仍在持续。经济下行压力大，

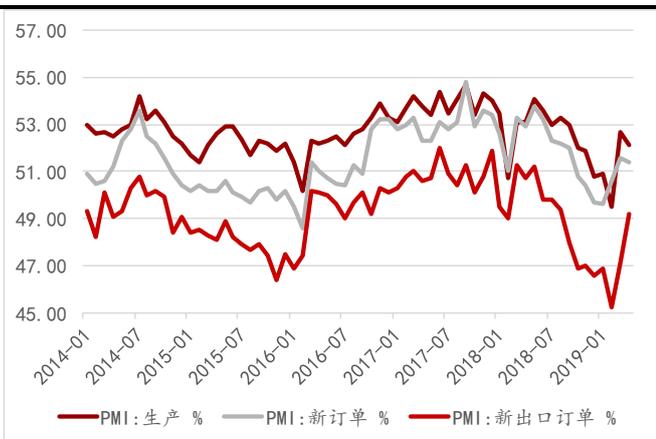
人民币不具备大幅升值潜力。

2月PMI指数49.2，创三年来新低，连续3个月在50的枯荣线下方。2月CPI为1.5%，PPI仅仅增加0.1%。不仅通胀比目标3%差了一半，PPI更是在负增长边缘徘徊，通缩压力隐现。

3月，从环比看，CPI由上月上涨1.0%转为下降0.4%，PPI由上月下降0.1%转为上涨0.1%；从同比看，CPI上涨2.3%，涨幅比上月扩大0.8个百分点，CPI上涨2.3%，涨幅比上月扩大0.8个百分点。运行总体平稳。

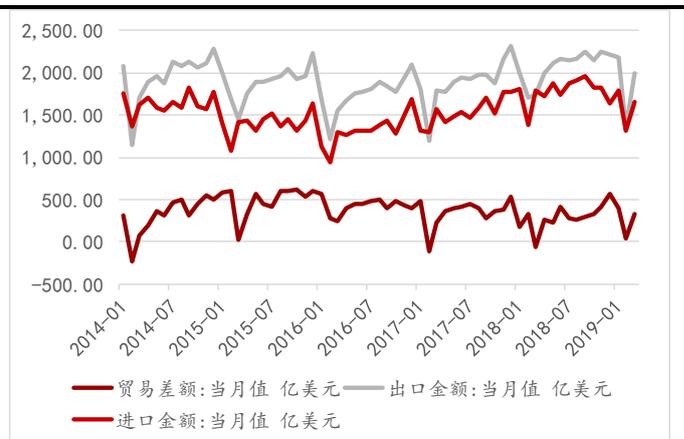
从3月份开始，中国经济开始表现出企稳迹象，4月份，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数和新订单指数高于临界点，生产指数为52.1%，比上月回落0.6个百分点，位于临界点之上，表明制造业生产扩张步伐有所放缓。新订单指数为51.4%，比上月小幅回落0.2个百分点，位于临界点之上，表明制造业市场需求总体稳定。

图表16：中国PMI指数短期反弹



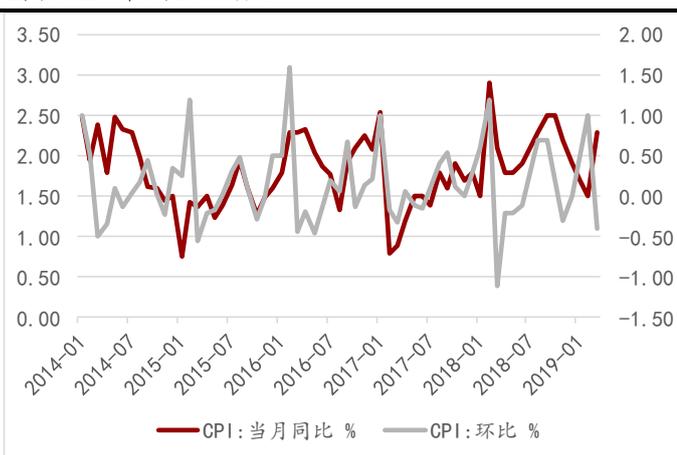
资料来源：WIND、万联证券

图表17：中国贸易进出口 表现疲软



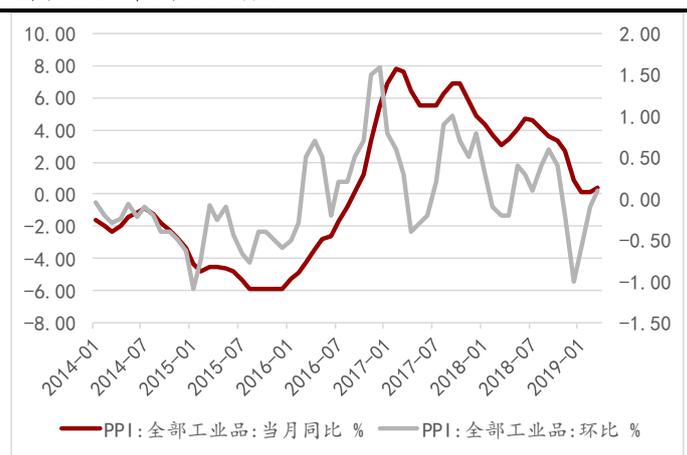
资料来源：WIND、万联证券

图表18：中国CPI指数



资料来源：WIND、万联证券

图表19：中国PPI指数



资料来源：WIND、万联证券

短期宏观数据向好，带来了积极的市场预期，但是中美贸易摩擦的不稳定因素仍存，5月6日，美国总统特朗普的一条推特声称5月10日，将会把2000亿美元的中国商品的关税从10%提高到25%。中国股市应声大跌，可以看出投资者的对未来中美贸易摩擦所带来的不确定性的巨大担忧。在贸易摩擦尚未妥善处理的情况下，人民币指数走高更加不利于我国商品出口，所以预计人民币指数走高的可能不大。另外短期的经济企稳并未完全打消投资者的担忧情绪，中国实体经济企稳还有待更加确切的信号加以证实。预计中美贸易摩擦不是短期能解决的问题，黄金的避险价值凸显，

金价中长期上升逻辑仍存。

图表20: 人民币指数趋势放缓, 金价总体高位震荡

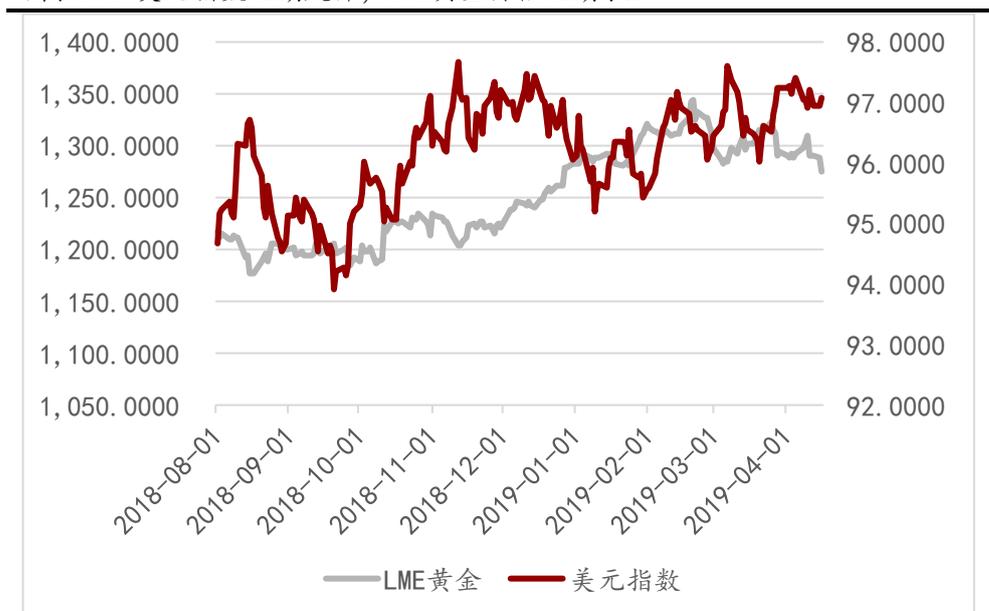


资料来源: WIND、万联证券

3.2美国——货币政策宽松, 美元指数走强, 黄金短期震荡择向

5月2日凌晨2点, 美联储公布利率决定, 维持2.25%-2.5%的联邦基金利率不变, 同时将超额准备金利率从2.4%调整至2.35%。下调5个基点。美联储表示, 总体和核心通胀下降, 都低于2%。同时, 基于市场的通胀补偿指标依然较低, 基于调查的通胀预期指标基本持平。虽然无法保证美国经济完全向好, 但是美元指数最大的权重对标货币是欧元, 而欧元区经济并没有企稳迹象, 所以美元指数走强。预计随着欧央行货币宽松政策的逐步实施, 欧债危机再次爆发概率不会很大。所以短期内美元指数走强, 已经是不争的事实, 但是美元指数的长期走势, 仍然要关注欧元区经济后期走势。由于金价和美元指数之间存在负相关关系, 金价短期面临回调压力比较大。

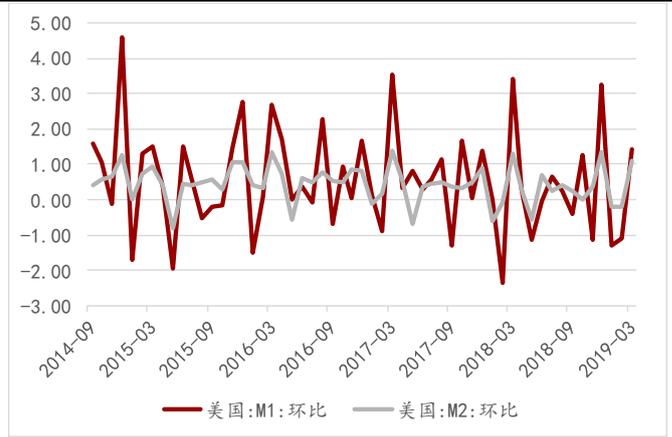
图表21: 美元指数短期反弹, LME黄金价格短期承压



资料来源: WIND、万联证券

图表22: 美国通货膨胀

图表23: 美国货币增量触底反弹



资料来源：WIND、万联证券

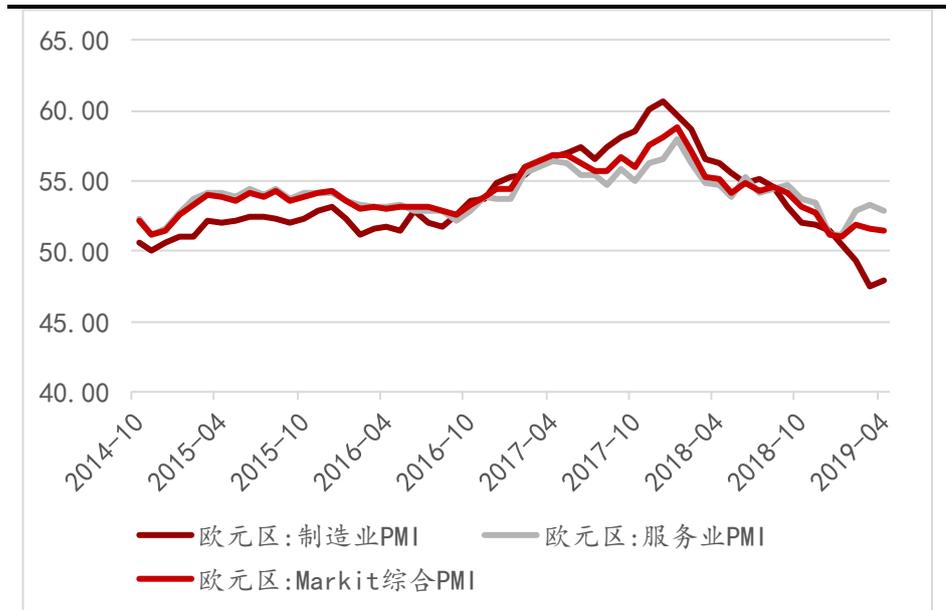
资料来源：WIND、万联证券

地缘政治、贸易摩擦负面冲击不断，市场期待美联储继续释放流动性以刺激经济增长。美国CPI回落至1.5%附近，M1、M2曲线触底反弹态势，美联储高层一季度表态偏温和，短期内加息可能不大。短期的美元指数走强，使得金价承受一定下行压力，但是黄金的长期走势，仍然依赖于各国博弈的情况，从目前复杂的地缘政治和贸易摩擦等角度看，未来的不确定性有增无减，黄金的避险价值将进一步推升金价上行。短期而言，黄金震荡择向已经在所难免，中长期上涨逻辑仍存。

3.3 欧洲——经济缺乏活力，市场担忧情绪浓厚

欧洲经济数据疲弱，经济增长不及预期，产出缺口扩大，以及全球贸易不稳，英国脱欧临近等都促使欧央行执行宽松的货币政策。行长德拉吉预期2019年欧元区增长率仅为1.1%，不到欧洲央行一年前预测的一半。欧央行在本月利率会议上，表示将金融危机后第一次加息的时间推迟至2020年，并向银行提供了更多超低息贷款。经过几轮连续宽松，欧元区的核心通胀率保持在1.5%左右，与欧洲央行2%的目标仍然存在差距。欧元区一季度以来宏观经济数据表明经济放缓仍在持续。

图表24：欧洲制造业PMI持续低迷



资料来源：WIND、万联证券

欧元区4月Markit综合采购经理人指数（PMI）终值报51.5，尽管略高于前值0.2个百分点，但仍位于3个月低点。4月服务业采购经理人指数（PMI）终值意外上修，仅由3月所创四个月高位53.3，回落至52.8，市场原先预期确认初值52.5。期内，服务业的新业务增速略加快；就业增速升至半年新高。服务商的信心与前两个月基本保持

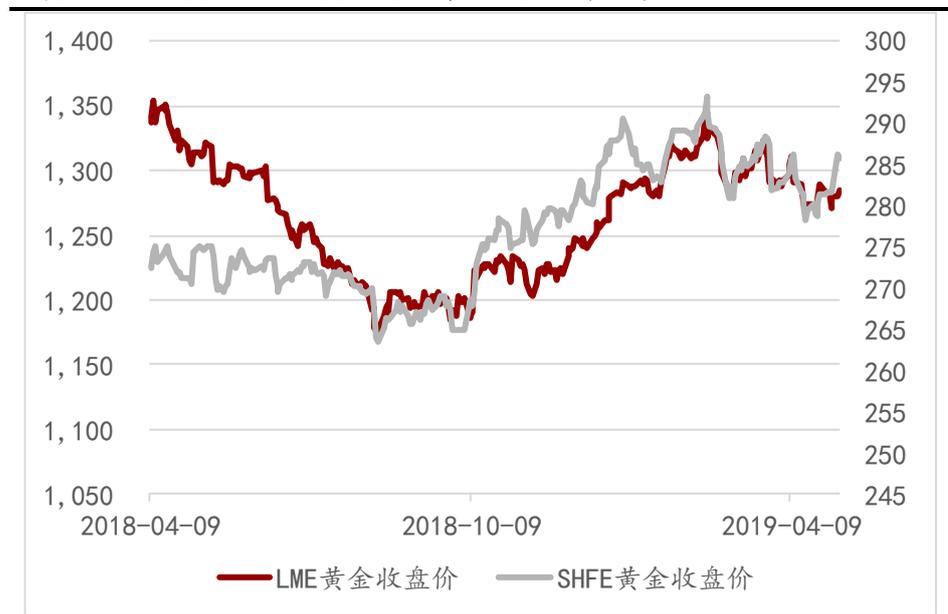
处于正值区域。欧元区4月综合PMI终值也意外上修，由3月51.6，仅续微降至51.5，市场原先预期确认初值51.3。

4月份欧元区PMI终值略高于预期，但数据仍表明欧元区经济在第二季度开始时势头并不猛，且后续增长仍然令人担忧。”Markit首席商业经济学家威廉姆森（Chris Williamson）评论称，欧元区经济以每季度约0.2%的速度增长，但制造业仍陷于自2013年以来的最大低迷期，服务业也并不乐观。”

不过，在一季度，欧元区经济顶住了退欧悬而未决、欧美贸易谈判以及汽车行业疲软态势持续至今的压力，增速反弹至三个季度以来最快的0.4%。可见欧洲经济仍然保持着一定程度的韧性。随着欧元区的逐步复苏，市场预期将逐渐转换，美元指数的走势不会长期偏强，金价长期承压的可能不大。

总体而言，黄金价格仍然处于上涨趋势，受短期美元指数走强影响，金价走弱，但是随着美欧、中美贸易摩擦带来的不确定性，地缘政治的复杂性等下挫投资者信息，市场担忧情绪浓厚，黄金将很好的发挥其避险功能，中长期上涨逻辑仍存。

图表25：LME黄金、SHFE黄金价格有望延续上升趋势



资料来源：WIND、万联证券

3.4 黄金供需

从黄金供需看，根据中国黄金协会最新数据显示，2018年，国内黄金产量为401.119吨，连续12年位居全球第一，与2017年相比，减产25.023吨，同比下降5.87%。其中，黄金矿产金345.973吨，有色原料产金55.146吨。2018年，进口原料产金大幅增长，达到112.783吨，同比增长23.47%，若加上这部分进口原料产金，全国共生产黄金513.902吨，同比下降0.69%。在全国矿产金产量大幅下降同时需求相当平稳的前提下，大型黄金集团产量呈增长态势，中国黄金、山东黄金、紫金矿业、山东招金等十二家大型黄金企业集团黄金产量占全国产量（含进口料）的比重由52.42%提高至55.08%，矿产金产量占全国的比重由40.65%提高至44.55%，其背后的原因是近年来不断推进科技创新、优化产业结构的成果。黄金行业积极响应国家生态文明建设，不断转变发展方式、优化产业结构，部分处于自然保护区内的矿山进行有序退出，一些技术装备落后的矿山减产或关停整改，导致内蒙古、陕西等部分省（区）矿产金产量出现不同程度的下跌。

黄金以其商品与金融属性在全球经济发展中发挥着十分重要的作用，黄金行业的发展与全球经济发展息息相关。

黄金产业近年来的蓬勃发展，使黄金企业对外输出技术和资本的能力不断增强，各国矿业政策的深度调整也为各大黄金企业深化交流合作创造了良好机遇。黄金企业

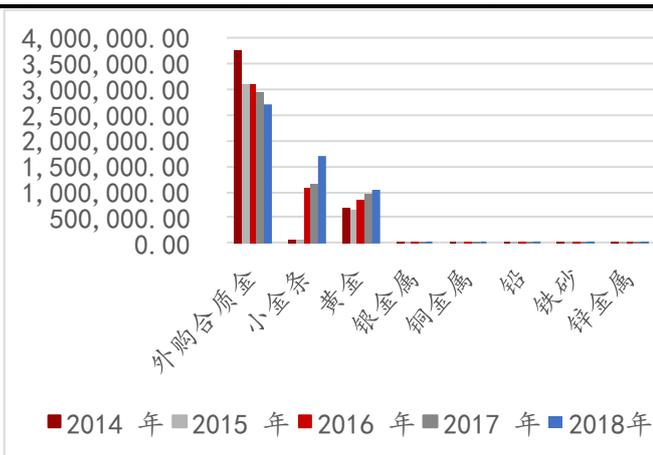
需要改变“单打独斗”的经营理念，全面深化黄金产业领域国际范围内的合作，以合作促转型，加强科技创新与管理经验的交流，共同构筑互利共赢的全球供需和贸易格局，形成振兴全球黄金产业的强大合力。

综上，全球黄金行业发展处于上升期，消费重心向以中国和印度为首的亚洲转移，生产与需求稳定增长，仍将是热门行业。随着美元、欧元、英镑等国际货币不断贬值，黄金的保值功能将会越来越重要，对黄金的需求将持续增长。黄金价格短期下跌，我们仍看好黄金的中长期上涨逻辑。

4、股价触发因素

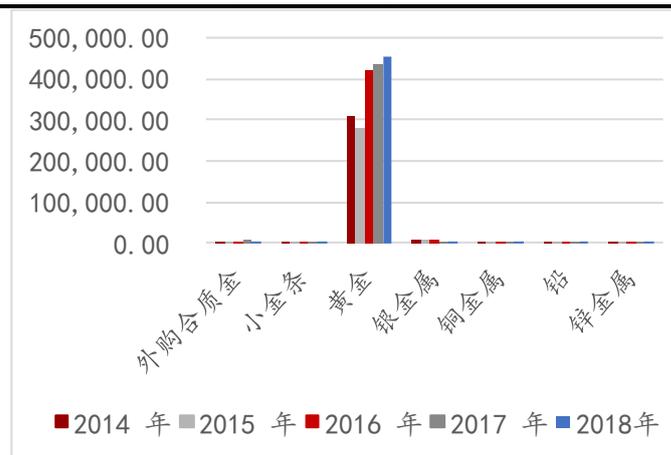
山东黄金作为中国目前最大的黄金生产企业，由于公司的主要利润由矿产金贡献，公司的业绩相对于黄金价格具有相当高的弹性。

图表26：山东黄金部分产品营业收入（单位：万元）



资料来源：WIND、万联证券

图表27：山东黄金产品毛利（单位：万元）



资料来源：WIND、万联证券

外购合质金、小金条、黄金产品的营业收入，是山东黄金公司总营业收入的主要来源，可以明显看出，外购合质金的营业收入逐年减少，但是小金条和黄金的收入逐年增加。从毛利来看，其余产品的毛利微乎其微，黄金的毛利几乎是公司利润的全部来源，且有逐年增加的趋势。所以公司的业绩，受黄金营收的影响最大。

图表28：山东黄金股价走势和SHFE黄金价格走势



资料来源：WIND、万联证券

山东黄金的股价略滞后于SHFE黄金的价格，总体趋势一致，这与山东黄金营业收入

很大程度上依赖黄金密切相关。由此可见所有可能影响金价波动的因素，都会间接触发山东黄金股票价格的波动。常见的触发因素有：市场金价的正常波动，各国货币政策调整，黄金矿产资源储量，采矿成本，新增并购，国际贸易摩擦，战争等。

另外可能影响公司运营的国家政策，公司未来的并购重组，采矿技术的研发进展，行业地位、生产安全等因素也会对公司股价产生营销。

5、业绩预测

我们预计19-21年，公司归母净利润分别为11.80、13.77、15.51亿元；EPS分别为0.53、0.62、0.70元，对应5月10日收盘价30.60的PE分别为57.39、49.21倍和43.68倍，首次给予“增持”评级。

6、风险提示

产品价格下跌风险、产量不及预期风险、国际形势及国家政策性风险、矿山安全风险

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,584.30	8,555.87	8,407.93	8,691.32
货币资金	2,139.23	4,167.14	3,659.35	3,517.81
应收及预付	775.40	648.92	705.10	771.03
存货	3,352.93	3,414.48	3,704.81	4,048.04
其他流动资产	316.74	325.33	338.67	354.44
非流动资产	38,361.67	40,987.25	43,160.08	45,164.14
长期股权投资	1,037.14	1,037.14	1,037.14	1,037.14
固定资产	19,882.46	21,365.47	22,635.11	23,693.16
在建工程	3,158.74	3,912.04	4,515.53	5,152.03
无形资产	10,145.66	10,535.20	10,834.90	11,144.40
其他长期资产	4,137.66	4,137.40	4,137.40	4,137.40
资产总计	44,945.97	49,543.12	51,568.01	53,855.46
流动负债	14,245.48	16,574.01	17,142.39	17,788.40
短期借款	3,623.35	3,623.35	3,623.35	3,623.35
应付及预收	3,598.17	5,864.11	6,391.81	6,973.37
其他流动负债	7,023.96	7,086.55	7,127.22	7,191.68
非流动负债	7,323.46	8,323.46	8,323.46	8,323.46
长期借款	2,090.96	3,090.96	3,090.96	3,090.96
应付债券	687.86	687.86	687.86	687.86
其他非流动负债	4,544.64	4,544.64	4,544.64	4,544.64
负债合计	21,568.94	24,897.46	25,465.85	26,111.86
股本	2,214.01	2,214.01	2,214.01	2,214.01
资本公积	8,393.13	8,393.13	8,393.13	8,393.13
留存收益	13,227.10	14,433.07	15,809.70	17,360.64
归属母公司股东权益	21,620.22	22,826.20	24,202.83	25,753.77
少数股东权益	1,756.80	1,819.46	1,899.34	1,989.83
负债和股东权益	44,945.97	49,543.12	51,568.01	53,855.46

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,927.17	6,652.84	4,928.39	5,358.88
净利润	937.08	1,180.40	1,376.63	1,550.94
折旧摊销	2,437.15	2,716.80	2,915.08	3,146.35
营运资金变动	-1,212.77	2,365.92	206.89	219.16
其它	765.71	389.73	429.80	442.42
投资活动现金流	-3,765.47	-5,352.64	-5,110.76	-5,174.99
资本支出	-3,626.43	-5,357.64	-5,118.76	-5,181.99
投资变动	-600.00	0.00	0.00	0.00
其他	460.96	5.00	8.00	7.00
筹资活动现金流	356.24	727.70	-325.42	-325.42
银行借款	-4,944.61	1,000.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	5,618.82	0.00	0.00	0.00
其他	-317.97	-272.30	-325.42	-325.42
现金净增加额	-460.62	2,027.90	-507.79	-141.54
期初现金余额	2,398.34	2,139.23	4,167.14	3,659.35
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	1,937.72	4,167.14	3,659.35	3,517.81

资料来源：WIND、万联证券

利润表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	54,787.88	57,873.88	62,884.52	68,764.52
营业成本	50,016.50	52,912.98	57,412.15	62,730.93
营业税金及附加	363.62	384.10	417.36	456.38
销售费用	37.23	38.05	41.31	45.45
管理费用	1,746.74	2,061.09	2,176.40	2,371.65
财务费用	791.54	304.83	319.17	322.98
研发费用	321.04	345.18	371.77	408.33
资产减值损失	0.57	24.94	9.64	8.92
公允价值变动收益	1.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-46.67	5.00	8.00	7.00
营业利润	1,476.58	1,818.52	2,156.22	2,437.37
营业外收入	11.38	11.00	12.00	12.00
营业外支出	38.99	45.00	45.00	46.00
利润总额	1,448.97	1,784.52	2,123.22	2,403.37
所得税	511.89	541.46	666.71	761.93
净利润	937.08	1,243.05	1,456.51	1,641.44
少数股东损益	61.34	62.66	79.88	90.50
归属母公司净利润	875.73	1,180.40	1,376.63	1,550.94
EBITDA	4,737.80	4,824.34	5,370.97	5,889.20
EPS (元)	0.40	0.53	0.62	0.70

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	7.34%	5.63%	8.66%	9.35%
营业利润	-10.57%	23.16%	18.57%	13.04%
归属于母公司净利润	-23.01%	34.79%	16.62%	12.66%
获利能力				
毛利率	8.71%	8.57%	8.70%	8.77%
净利率	2.64%	3.08%	3.38%	3.50%
ROE	4.05%	5.17%	5.69%	6.02%
ROIC	4.36%	4.32%	4.66%	4.93%
偿债能力				
资产负债率	47.99%	50.25%	49.38%	48.49%
净负债比率	92.27%	101.02%	97.56%	94.12%
流动比率	0.46	0.52	0.49	0.49
速动比率	0.22	0.30	0.26	0.25
营运能力				
总资产周转率	1.26	1.22	1.24	1.30
应收账款周转率	152.75	152.75	152.75	152.75
存货周转率	15.50	15.50	15.50	15.50
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.53	0.62	0.70
每股经营现金流	1.32	3.00	2.23	2.42
每股净资产	9.77	10.31	10.93	11.63
估值比率				
P/E	76.48	57.39	49.21	43.68
P/B	3.10	2.97	2.80	2.63
EV/EBITDA	16.40	16.06	14.52	13.26

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场