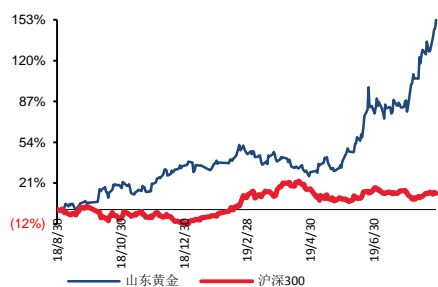


材料 材料 II

产量逆势增长, 矿金业务保持稳健——2019 年半年报点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,100/3,100
总市值/流通(百万元)	125,224/125,224
12 个月最高/最低(元)	51.25/22.15

相关研究报告:

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事件:

山东黄金发布半年报, 2019H1 实现营收 311.95 亿元, 同比增长 19.89%; 实现归母净利 6.65 亿, 同比增加 8.58%。

■ 点评:

1、低毛利业务营收大幅扩张: 二季度单季收入创历史新高达到 205.74 亿元, 环比及同比增幅分别达到 94%及 73.6%。收入大规模增长主要源于低毛利外购合质金业务的扩张, 随着金价上行, 下游加工需求大量回升。但由于外购合质金仅赚取少量加工费, 上半年乃至过去几年平均毛利率仅有 0.18%。因此尽管上半年矿金业务仍维持了 45% 以上毛利率, 但低毛利合质金业务拉低了整体毛利率至 8.6%。

2、矿金业务量价齐升保持稳健: 作为公司利润主要来源的矿金业务整体表现稳健, 收入同比增长近 8%, 毛利增长超 14%, 主要是一方面是上半年黄金价格同比上涨 5.6%, 另一方面上半年矿金产量 20.51 吨, 同比增加 5.91%。对比而言, 上半年全国矿产金完成 153.89 吨, 同比下降 4.78%; 重点黄金企业产量合计 73.11 吨, 产量同比增速也仅有 3.19%。产量逆势扩张, 并且是在原矿整体品味下降(主要是海外贝拉德罗金矿整体入选品味下降)的条件下, 显得尤为难得。

3、黄金持续上涨预期下, 稳健特性是其最大的投资价值所在: 在全球性降息潮下, 避险保值资产需求大幅回升; 未来美元指数下行及实际收益率回落两条逻辑可能并行, 对金价的推升可能超预期。公司作为行业龙头, 利润贡献占比 95%左右的矿金业务保持稳健态势, 时期在黄金趋势性上行且可能超预期的情况下最大的投资价值所在。

4、投资建议: 预计 2019-2021 年归母净利 18.12/20.91/24.80 亿, EPS 为 0.58/0.67/0.80 元, 对应动态 PE 为 69/60/50.5 倍, 维持买入评级, 6 个月目标价 46.4 元。

5、风险提示: 金价走势不及预期

■ 盈利预测和财务指标:

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	54788	65751	70095	73813
(+/-%)	7.3	20.0	6.6	5.3
净利润(百万元)	937	1939	2238	2653
(+/-%)	-23.01%	106.89%	15.42%	18.58%
摊薄每股收益(元)	0.28	0.58	0.67	0.80
市盈率(PE)	107.07	69.12	59.88	50.50

资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3073	2139	3124	2631	2877	营业收入	51041	54788	65751	70095	73813
应收和预付款项	146	572	685	730	768	营业成本	46412	50017	59243	62813	65639
存货	3102	3353	3011	3451	3621	营业税金及附加	241	364	552	589	620
其他流动资产	588	521	625	675	694	销售费用	31	37	43	46	49
流动资产合计	6909	6584	7444	7487	7961	管理费用	1891	1747	1973	2103	2214
长期股权投资	399	1037	1037	1037	1037	财务费用	500	792	613	700	790
投资性房地产	227	217	217	217	217	资产减值损失	-3	1	7	7	6
固定资产	18438	19882	21371	22649	23714	投资收益	62	-47	12	12	12
在建工程	2657	3159	3612	4082	4547	公允价值变动	-87	2	0	0	0
无形资产开发支出	9822	10156	9636	9528	10156	营业利润	1651	1477	3017	3479	4122
长期待摊费用	34	42	42	42	42	其他非经营损益	-23	-28	-19	-19	-19
其他非流动资产	3631	3869	4572	4871	4421	利润总额	1629	1449	2998	3460	4103
资产总计	42116	44946	47932	49913	52094	所得税	435	512	1059	1222	1449
短期借款	789	3623	3335	2926	2659	净利润	1193	937	1939	2238	2653
应付和预收款项	2156	2580	2443	2734	2849	少数股东损益	56	61	127	146	174
长期借款	6858	2091	2091	2091	2091	归母股东净利润	1137	876	1812	2091	2480
其他负债	15144	13274	14057	14198	14259						
负债合计	24947	21569	21926	21950	21858	预测指标					
股本	1857	2214	3100	3100	3100		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	4216	8393	8393	8393	8393	毛利率	9.07%	8.71%	9.90%	10.39%	11.07%
留存收益	10256	11042	12632	14443	16543	销售净利率	2.23%	1.60%	2.76%	2.98%	3.36%
归母公司股东权益	16324	21620	24122	25933	28033	销售收入增长率	1.68%	7.34%	20.01%	6.61%	5.30%
少数股东权益	845	1757	1884	2030	2204	EBIT 增长率	8.92%	6.80%	56.95%	15.19%	17.58%
股东权益合计	17169	23377	26005	27963	30236	净利润增长率	-12.02%	-23.01%	106.89%	15.42%	18.58%
负债和股东权益	42116	44946	47932	49913	52094	ROE	6.97%	4.05%	7.51%	8.06%	8.85%
						ROA	2.70%	1.95%	3.78%	4.19%	4.76%
						ROIC	10.49%	8.98%	9.13%	9.48%	10.78%
						EPS (X)	0.37	0.28	0.58	0.67	0.80
						PE (X)	84.97	107.07	69.12	59.88	50.50
						PB (X)	5.92	4.34	5.19	4.83	4.47
						PS (X)	1.13	1.22	1.90	1.79	1.70
						EV/EBITDA (X)	16.22	16.40	21.44	19.15	16.80

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。