

公司研究/中报点评

2019年08月30日

有色金属/贵金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 40.40
合理价格区间(元): 43.51~47.13

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

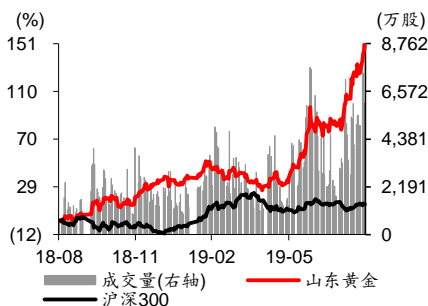
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1 《山东黄金(600547,增持): Q1 金价冲高, 业绩环比显著增厚》2019.04
- 2 《山东黄金(600547,增持): 海外矿成本提升, 业绩同比下滑》2019.03
- 3 《山东黄金(600547,增持): 营业外因素拖累, Q3 略低于预期》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	3,100
流通 A 股 (百万股)	2,032
52 周内股价区间 (元)	22.15-51.25
总市值 (百万元)	125,224
总资产 (百万元)	47,603
每股净资产 (元)	7.12

资料来源: 公司公告

Q2 利润环比下降, 黄金牛市期待业绩绽放

山东黄金(600547)

公司 19H1 归母净利润同比增加 8.58%, 略低于此前预期

公司 19H1 营收 311.95 亿元, 同比增加 19.89%; 归母净利润 6.65 亿元, 同比增加 8.58%; 第二季度归母净利润 2.99 亿元, 同比上升 12.83%, 环比下降 18.31%。公司业绩略低于我们此前预期, 但由于 6 月以来黄金价格大幅上涨, 我们调升公司 19-21 年 EPS 预测至 0.53/0.62/0.66 元, 并基于单位资源量的估值方法, 仍维持公司的增持评级。

上半年公司矿产金单位成本同比下降, Q2 毛利环比增幅符合预期

上半年公司生产矿产金 20.51 吨, 其中国内 16.00 吨, 同比增 1.44 吨, 主要是选矿量增长 8.7%, 而品位 2.21g/t 基本不变; 海外 4.51 吨, 同比降 0.22 吨, 主要是品位降 0.22g/t 至 0.75g/t, 同时选矿量降 9.0%。据中报推算, 公司上半年平均成本为 149.8 元/克金, 同比降 3.7 元/克, 但平均售价为 275.3 元/克, 低于 19H1 国内实际平均 288.0 元/克的价格, 使上半年从同比角度看毛利增幅略低。但环比角度看, 二季度公司毛利 13.67 亿元, 环比增 0.6 亿元, 据 Wind, 国内金价 Q2 环比涨约 5.3 元/克, 以公司每季度约生产 10 吨黄金来看, 二季度毛利环比增长幅度较为合理。

贝拉德罗矿生产情况转好, 50%权益部分 Q2 利润环比增加 200 万美元

海外方面, 据贝拉德罗矿合营企业巴里克季报, 贝矿 (50%权益, 下同) Q2 生产黄金 2.33 吨, 环比增 7.1%; 矿石入选品位 0.75g/t, 环比不变; 销售成本 1186 美元/盎司, 环比降 9 美元/盎司, 较 18Q4 降 166 美元/盎司。据 Wind, Q2 海外黄金均价环比基本不变。得益于产量上升和成本下降, 贝矿 Q2 净利润录得 1200 万美元, 环比增 200 万美元。巴里克季报表示随着该矿第五期采矿作业正常化, 矿山经营较 18Q4 好转, 其开采有望延至 2028 年。此外 18Q4 阿根廷曾对黄金出口加征 12% 关税造成贝矿利润下降, 但今年 2 月政府已出台退税细则, 未来公司海外税费或降低。

公司费用同比增加, Q2 公允价值变动收益略影响业绩

费用方面同比看, 公司 19Q1 税金及附加 2.61 亿元, 同比增 1.29 亿元, 主要是阿根廷出口关税贡献 1.20 亿元。上半年公司同口径管理费用增加 0.97 亿元, 同口径研发费用增 0.68 亿元, 财务费用降 0.53 亿元, 期间费用整体上升略微影响业绩增幅, 但以上科目整体上 Q2 较 Q1 变动不大, 基本在预期之内。不过公司 Q2 公允价值变动收益为 -0.84 亿元, 为计入当期损益的金融负债贡献, 环比 Q1 下降 1.03 亿元, 使 Q2 业绩低于预期。

6 月以来金价大幅上涨, 上调公司盈利预测, 维持增持评级

尽管公司 Q2 业绩略逊于预期, 但考虑到 6 月后金价大幅上涨, 我们预计公司 19-21 年归母净利润为 16.30/19.17/20.46 亿元, 较上次预测上升 50.6%/54.1%/53.1%。参考可比公司单吨资源量平均对应 1.10 亿元市值的情况, 考虑到公司的龙头地位, 以及远期公司黄金产量大概率持续增长的情况, 我们给予公司单吨资源量 1.20-1.30 亿元市值的估值, 对应目标市值 1348.80-1461.20 亿元, 目标股价 43.51-47.13 元, 维持增持评级。

风险提示: 金价下跌; 公司黄金产量不达预期; 公司生产成本增加等。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	51,041	54,788	72,738	73,264	73,563
+/-%	1.68	7.34	32.76	0.72	0.41
归属母公司净利润 (百万元)	1,137	875.73	1,630	1,917	2,046
+/-%	(12.02)	(23.01)	86.18	17.55	6.73
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.28	0.53	0.62	0.66
PE (倍)	110.09	142.99	76.80	65.33	61.21

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司 Wind 一致预期估值

股票代码	公司名称	收盘价/元	EPS (19E)	BVPS (19E)	PE (19E)	PB (19E)
600489	中金黄金	9.99	0.07	3.93	142.71	2.54
002155	湖南黄金	10.23	0.24	4.20	42.63	2.44
601899	紫金矿业	3.70	0.21	2.19	17.62	1.69
000975	银泰资源	16.95	0.51	4.69	33.24	3.61
600988	赤峰黄金	6.01	0.16	2.14	37.56	2.81
002237	恒邦股份	15.78	0.52	5.24	30.35	3.01
平均值					32.28	2.68

资料来源: Wind, 华泰证券研究所 (注: 选取 2019 年 8 月 29 日收盘价, 计算平均 PE 时剔除了中金黄金的异常值)

图表2: 可比公司吨黄金资源量对应市值

股票代码	公司名称	市值/亿元	金资源量/吨	吨资源量市值/亿元
600489	中金黄金	345	496	0.70
002155	湖南黄金	123	139	0.88
600988	赤峰黄金	86	56	1.54
002237	恒邦股份	144	112	1.29
平均值				1.10
600547	山东黄金	1252	1124	1.11

注: 此表中的可比公司为纯黄金业务公司, 紫金矿业和银泰资源因其多金属的属性不列入本方法的可比公司; 选取 2019 年 8 月 29 日收盘后的各公司市值; 金资源量选取各公司在 2018 年报中披露的数字, 均为 100%权益基准。

资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰证券研究所

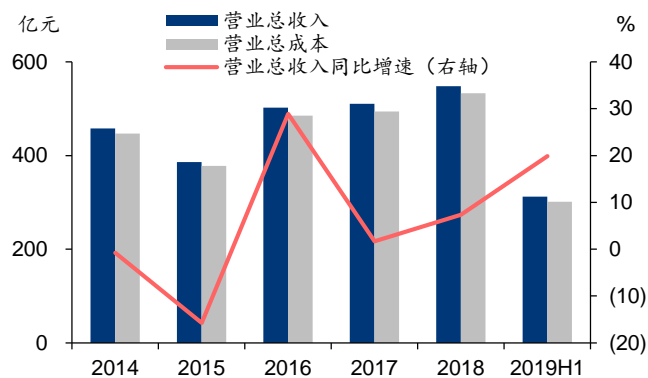
图表3: 盈利预测主要假设调整情况

19-21 年假设项目	单位	调整前	调整后	说明
矿产金板块				
黄金均价	元/克	278/280/280	310/320/325	黄金价格大幅上涨
黄金产量	吨	41.0/41.5/42.0	41.0/41.5/42.0	维持不变
国内黄金采选成本	元/克金	125/125/125	125/125/125	维持不变
海外黄金采选成本	元/克金	250/245/240	250/245/240	维持不变
矿产金收入	亿元	114.0/116.2/117.6	127.1/132.8/136.5	根据上述条件变化
矿产金成本	亿元	62.5/62.7/63.2	62.5/62.7/63.2	根据上述条件变化
其他板块				
外购金和小金条收入	亿元	430.0/430.0/430.0	600.0/600.0/600.0	根据中报情况调整
外购金和小金条成本	亿元	429.2/429.2/429.2	599.0/599.0/599.0	根据中报情况调整
合计				
营业收入	亿元	547.6/553.1/557.3	727.4/732.6/735.6	根据上述条件变化
营业成本	亿元	498.5/500.9/502.6	666.2/666.7/666.7	根据上述条件变化
税金及附加	亿元	3.0/3.2/3.2	5.0/5.0/5.0	根据中报情况调整
销售费用	亿元	0.36/0.36/0.37	0.36/0.36/0.37	维持不变
管理含研发费用	亿元	19.5/19.1/19.2	20.0/20.0/20.0	根据中报情况调整
财务费用	亿元	8.3/8.9/9.6	8.3/8.9/9.6	维持不变
公允价值变动收益	亿元	0.00/0.00/0.00	-0.60/0.00/0.00	根据中报情况调整
归母净利润	亿元	10.82/12.44/13.36	16.30/19.17/20.46	根据上述条件变化

资料来源: 华泰证券研究所

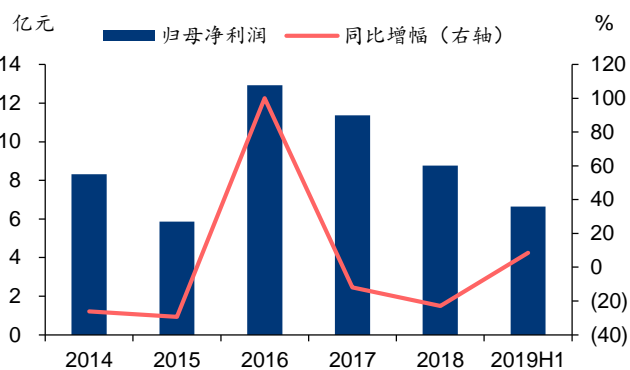
此次上调金价预测主要是受到全球经济增长放缓, 以及贸易摩擦等因素影响, 美国及其他主要经济体经济下行压力加大, 货币政策在 19-21 年逐步转向宽松, 推高金价。此外, 贸易摩擦等事件也降低了全球市场风险偏好, 出于避险考虑黄金价格也将上涨。

图表4: 公司营业总收入和营业总成本



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

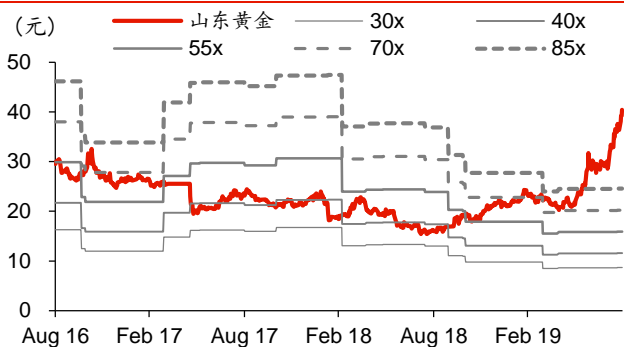
图表5: 公司归母净利润



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

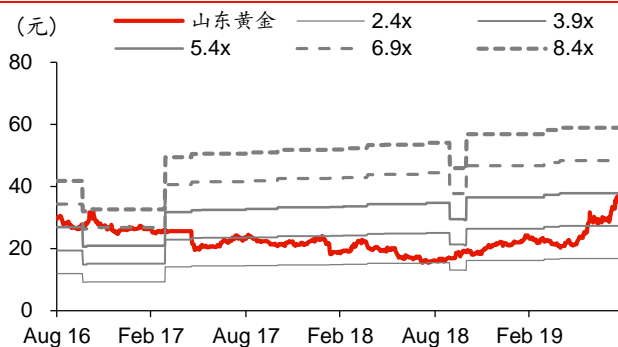
PE/PB - Bands

图表6: 山东黄金历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 山东黄金历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,909	6,584	7,320	7,941	8,590
现金	3,073	2,139	2,158	2,483	3,155
应收账款	126.66	571.09	427.99	497.15	520.00
其他应收账款	307.50	203.79	330.85	338.65	329.02
预付账款	175.30	148.30	210.75	213.33	209.90
存货	3,102	3,353	4,049	4,259	4,225
其他流动资产	124.67	168.96	142.63	149.25	150.85
非流动资产	35,207	38,362	39,922	41,808	43,139
长期投资	399.21	1,037	713.55	769.03	795.22
固定投资	18,438	19,882	22,682	24,647	26,013
无形资产	9,819	10,146	10,373	10,493	10,615
其他非流动资产	6,551	7,296	6,153	5,900	5,716
资产总计	42,116	44,946	47,242	49,749	51,729
流动负债	10,674	14,245	14,436	14,928	14,945
短期借款	789.30	3,623	3,800	4,000	4,000
应付账款	2,156	2,580	3,065	3,196	3,194
其他流动负债	7,729	8,042	7,571	7,732	7,751
非流动负债	14,273	7,323	7,960	8,006	7,877
长期借款	6,858	2,091	2,091	2,091	2,091
其他非流动负债	7,416	5,233	5,869	5,915	5,786
负债合计	24,947	21,569	22,396	22,934	22,821
少数股东权益	844.94	1,757	1,870	2,004	2,146
股本	1,857	2,214	3,100	3,100	3,100
资本公积	4,216	8,393	7,508	7,508	7,508
留存公积	10,256	11,042	12,429	14,264	16,214
归属母公司股东权益	16,324	21,620	22,976	24,811	26,761
负债和股东权益	42,116	44,946	47,242	49,749	51,729

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	3,699	2,927	4,598	5,875	6,569
净利润	1,193	937.08	1,744	2,050	2,188
折旧摊销	2,257	2,435	2,584	2,983	3,362
财务费用	499.97	791.54	830.31	887.26	959.08
投资损失	(62.31)	46.67	(12.45)	(9.36)	8.28
营运资金变动	(201.84)	(1,213)	(243.64)	(171.72)	78.25
其他经营现金	12.37	(70.40)	(304.41)	135.26	(26.67)
投资活动现金	(10,408)	(3,765)	(4,309)	(4,835)	(4,715)
资本支出	3,802	3,627	4,051	4,049	4,050
长期投资	0.00	600.00	(316.23)	53.81	25.80
其他投资现金	(6,606)	461.79	(573.99)	(732.04)	(639.59)
筹资活动现金	7,967	356.24	(270.29)	(714.31)	(1,182)
短期借款	259.30	2,834	176.65	200.00	0.00
长期借款	6,770	(4,767)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	356.89	885.60	0.00	0.00
资本公积增加	1.28	4,177	(885.60)	0.00	0.00
其他筹资现金	936.84	(2,245)	(446.94)	(914.31)	(1,182)
现金净增加额	1,244	(460.62)	18.89	325.18	672.07

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	51,041	54,788	72,738	73,264	73,563
营业成本	46,412	50,017	66,618	66,672	66,668
营业税金及附加	240.66	363.62	500.00	500.00	500.00
营业费用	31.15	37.23	36.01	36.34	36.83
管理费用	1,891	1,747	2,000	2,000	2,000
财务费用	499.97	791.54	830.31	887.26	959.08
资产减值损失	(2.86)	0.57	0.42	(0.62)	0.12
公允价值变动收益	(86.83)	1.57	(60.00)	0.00	0.00
投资净收益	62.31	(46.67)	12.45	9.36	(8.28)
营业利润	1,651	1,477	2,706	3,178	3,391
营业外收入	23.87	11.38	17.26	16.40	15.85
营业外支出	46.42	38.99	39.81	40.64	40.09
利润总额	1,629	1,449	2,683	3,154	3,366
所得税	435.22	511.89	939.11	1,104	1,178
净利润	1,193	937.08	1,744	2,050	2,188
少数股东损益	55.97	61.34	113.60	133.54	142.53
归属母公司净利润	1,137	875.73	1,630	1,917	2,046
EBITDA	4,408	4,703	6,120	7,049	7,712
EPS (元, 基本)	0.61	0.40	0.53	0.62	0.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	1.68	7.34	32.76	0.72	0.41
营业利润	(2.80)	(10.57)	83.24	17.47	6.68
归属母公司净利润	(12.02)	(23.01)	86.18	17.55	6.73
获利能力 (%)					
毛利率	9.07	8.71	8.41	9.00	9.37
净利率	2.23	1.60	2.24	2.62	2.78
ROE	6.97	4.05	7.10	7.73	7.64
ROIC	4.77	4.13	6.09	6.65	6.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.23	47.99	47.41	46.10	44.12
净负债比率 (%)	30.81	26.69	26.47	26.73	26.86
流动比率	0.65	0.46	0.51	0.53	0.57
速动比率	0.36	0.23	0.23	0.25	0.29
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.26	1.58	1.51	1.45
应收账款周转率	602.97	153.82	140.42	150.04	138.19
应付账款周转率	26.86	21.12	23.60	21.30	20.87
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.28	0.53	0.62	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	0.94	1.48	1.90	2.12
每股净资产(最新摊薄)	5.27	6.98	7.41	8.00	8.63
估值比率					
PE (倍)	110.09	142.99	76.80	65.33	61.21
PB (倍)	7.67	5.79	5.45	5.05	4.68
EV_EBITDA (倍)	30.79	28.86	22.18	19.25	17.60

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com