

拟认购紫金矿业公开增发的股票, 有长期投资价值

投资要点

- **事件:** 11月14日, 山东黄金召开董事会会议, 审议通过《关于公司全资子公司参与认购紫金矿业集团股份有限公司公开增发股份的议案》。公司全资子公司山金金控资本管理有限公司拟出资不超过人民币5亿元参与认购紫金矿业集团股份有限公司公开增发的股票。
- **紫金矿业拟公开增发 A 股募集资金约人民币 80 亿元用于收购 Nevsun Resources Ltd. 100%股权。**紫金矿业本次增发的股票为境内上市的人民币普通股, 每股面值为人民币 0.10 元, 发行数量为 23.46 亿股, 发行价格为 3.41 元/股, 拟募集资金总额约为 80 亿元(含发行费用)。假设紫金矿业本次增发获得足额认购, 总股本将增加至 253.77 亿股, 不考虑超额认购的情况下, 5 亿元所能认购的股数约为 1.47 亿股, 约占紫金矿业发行后总股本的 0.58%。
- **紫金矿业是国内最优质的矿山企业之一, 核心矿产品持续放量。**紫金矿业通过逆周期并购和全球化布局近年来在海外获得一批拥有超高资源储量的优质项目, 随着海外项目陆续投产, 公司矿产品规模将迎来爆发式增长。根据公司最新发布的未来三年(2020-2022年)主要产品产量规划, 2019/2020/2021/2022年预计矿产金产量为 39/40/42-47/49-54 吨; 矿产铜产量为 37/41/50-56/67-74 万吨; 矿产锌产量为 37/40/37-41/38-42 万吨, 其中尤其以矿产铜产量增长最为明显, 年复合增长率为 21.9-26.0%。
- **山东黄金认购紫金矿业公开增发的股份, 有望获得长期稳定的分红。**紫金矿业作为 A 股市场上最具长周期投资价值的矿业企业, 目前受制于行业和金属价格的影响, 估值处在底部位置。从长期的角度来看, 山东黄金能够获得紫金矿业股价上涨带来的收益; 另一方面, 也能够享受到长期稳定的分红。紫金矿业 2016/2017/2018 年现金分红分别是 13.82/20.73/23.03 亿元, 占当期归属于上市公司股东净利润的比率分别是 75.33%/59.09%/56.26%, 始终保持较高的分红比例。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.49 元、0.78 元、0.97 元, 对应 PE 分别为 61 倍、38 倍和 31 倍。考虑到全球开启降息周期, 金价长周期上行, 公司作为国内最大的黄金矿山企业之一, 对于金价上涨公司业绩有**高弹性, 维持“买入”评级。**
- **风险提示:** 矿产金产量不及预期; 美国经济超预期导致黄金价格下跌。

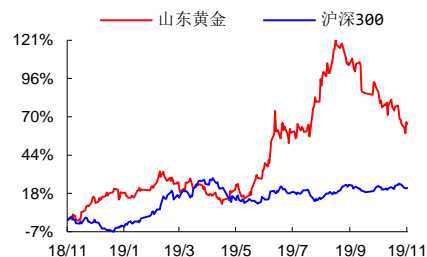
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	54787.88	95865.92	105168.52	110775.87
增长率	7.34%	74.98%	9.70%	5.33%
归属母公司净利润(百万元)	875.73	1523.96	2428.82	3020.60
增长率	-23.01%	74.02%	59.38%	24.36%
每股收益 EPS(元)	0.28	0.49	0.78	0.97
净资产收益率 ROE	4.01%	6.75%	9.71%	10.78%
PE	107	61	38	31
PB	4.31	4.03	3.64	3.26

数据来源: Wind, 西南证券。备注: 公司业绩未考虑认购紫金矿业股份所带来的投资收益。

西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦
执业证号: S1250519060005
电话: 15210216914
邮箱: lml@swsc.com.cn
联系人: 杨耀洪
电话: 18659008657
邮箱: yyhong@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.00
流通 A 股(亿股)	21.96
52 周内股价区间(元)	25.58-51.25
总市值(亿元)	932.67
总资产(亿元)	582.65
每股净资产(元)	7.17

相关研究

1. 山东黄金(600547): 高弹性黄金标的, 静待四季度业绩释放 (2019-10-30)
2. 山东黄金(600547): 高弹性黄金标的, 业绩将在下半年充分释放 (2019-08-30)
3. 山东黄金(600547): 矿产产量符合预期, 高弹性标的 2019 年业绩可期 (2019-04-01)

关键假设：

假设 1：2019-2021 年，矿产金销量分别为 37.87 吨、38.87 吨和 39.87 吨；

假设 2：2019-2021 年，黄金均价分别为 320 元/克、350 元/克和 367.5 元/克；

假设 3：2019-2021 年，平均单位生产成本约为 168 元/克；其中，国内矿产金单位生产成本约为 135 元/克，阿根廷贝拉德罗单位生产成本约为 320 元/克。

假设 4：不考虑公司认购紫金矿业股份所带来的投资收益。

假设 5：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司主营业务销量及毛利率

		2018A	2019E	2020E	2021E
矿产金	销量 (Kg)	39,345.7	37,870.0	38,870.0	39,870.0
	销售单价 (元/克)	268.9	320.0	350.0	367.5
	毛利率	42.78%	47.43%	52.18%	54.67%
外购金	销量 (Kg)	99,356.5	200,000.0	200,000.0	200,000.0
	销售单价 (元/吨)	271.7	320.0	350.0	367.5
	毛利率	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%
小金条	销量 (Kg)	71,692.5	70,000.0	70,000.0	70,000.0
	销售单价 (元/吨)	234.7	276.8	302.8	317.9
	毛利率	0.14%	0.12%	0.11%	0.10%
合计	收入 (亿元)	547.9	958.7	1,051.7	1,107.8
	增速	7.34%	74.98%	9.70%	5.33%
	综合毛利率	8.71%	6.28%	7.01%	7.48%

数据来源：公司公告，西南证券

附图：巴里克黄金公司报告摘录

图 1：Veladero2019 年预计产金 23-25 万盎司（折合吨数 6.52-7.09 吨，50%权益）

GOLD PRODUCTION AND COSTS				
	2019 forecast production (000s ozs)	2019 forecast cost of sales ⁶ (\$/oz)	2019 forecast total cash costs ⁷ (\$/oz)	2019 forecast all-in sustaining costs ⁷ (\$/oz)
Carlin ^{17,18}	960 - 1,020	1,020 - 1,080	740 - 790	955 - 995
Cortez ¹⁷	760 - 810	810 - 850	530 - 580	670 - 710
Turquoise Ridge/Twin Creeks ¹⁷	330 - 370	655 - 705	550 - 600	680 - 730
Phoenix ¹⁷	50 - 70	1,290 - 1,330	940 - 990	1,120 - 1,150
Long Canyon ¹⁷	40 - 50	720 - 750	300 - 350	920 - 950
Pueblo Viejo (60%)	550 - 600	780 - 830	465 - 510	610 - 650
Loulo-Gounkoto (80%)	520 - 570	880 - 930	575 - 625	810 - 850
Kibali (45%)	330 - 350	1,150 - 1,200	555 - 605	670 - 730
Kalgoorlie (50%)	260 - 280	920 - 970	740 - 790	1,010 - 1,050
Tongon (89.7%)	250 - 270	1,300 - 1,350	710 - 760	780 - 820
Porgera (47.5%)	240 - 260	980 - 1,030	800 - 850	985 - 1,025
Veladero (50%)	230 - 250	1,250 - 1,350	770 - 820	1,150 - 1,250
Hemlo	200 - 220	890 - 940	765 - 815	1,100 - 1,200
Acacia (63.9%)	320 - 350	920 - 970	665 - 710	860 - 920
Other Sites ¹⁹	120 - 160	1,155 - 1,240	895 - 945	1,055 - 1,115
Total Attributable to Barrick ^{20,21,22}	5,100 - 5,600	910 - 970	650 - 700	870 - 920

数据来源：Barrick Gold Corporation Q2 Production Results, 西南证券整理

图 2：Veladero2019 年 Q3 单季度产金 5.8 万盎司（折合吨数 1.64 吨，50%权益）

	Three months ended September 30, 2019	
	Production	Sales
Gold (equity ounces (000s))		
Carlin ³ (61.5%)	278	272
Cortez (61.5%)	126	126
Turquoise Ridge ⁴ (61.5%)	82	96
Phoenix (61.5%)	25	19
Long Canyon (61.5%)	24	24
Nevada Gold Mines (61.5%)	535	537
Loulo-Gounkoto (80%)	153	155
Pueblo Viejo (60%)	139	136
Kibali (45%)	91	89
Porgera (47.5%)	75	75
Tongon (89.7%)	62	66
Tanzania ⁵ (63.9%)	53	59
Veladero (50%)	58	59
Kalgoorlie (50%)	58	58
Hemlo	49	50
Lagunas Norte	33	33
Total Gold	1,306	1,317

数据来源：Barrick Gold Corporation Q3 Production Results, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	54787.88	95865.92	105168.52	110775.87	净利润	937.08	1693.28	2698.69	3356.22
营业成本	50016.50	89845.35	97796.85	102491.48	折旧与摊销	2435.05	2857.44	2992.64	3152.08
营业税金及附加	363.62	575.20	631.01	664.66	财务费用	791.54	900.00	800.00	800.00
销售费用	37.23	239.66	252.40	254.78	资产减值损失	0.57	20.00	2.00	2.00
管理费用	1746.74	1900.00	1800.00	1800.00	经营营运资本变动	117.91	4812.63	1073.50	506.76
财务费用	791.54	900.00	800.00	800.00	其他	-1354.98	-220.27	-20.39	-22.76
资产减值损失	0.57	20.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	2927.17	10063.09	7546.44	7794.30
投资收益	-46.67	0.00	20.00	20.00	资本支出	-3523.78	-3600.00	-3600.00	-3600.00
公允价值变动损益	1.57	200.00	0.00	0.00	其他	-241.69	200.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3765.47	-3400.00	-3580.00	-3580.00
营业利润	1476.58	2265.71	3606.26	4482.96	短期借款	2834.05	1703.68	-2236.18	-2853.56
其他非经营损益	-27.61	-8.00	-8.00	-8.00	长期借款	-4766.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	1448.97	2257.71	3598.26	4474.96	股权融资	4533.65	0.00	0.00	0.00
所得税	511.89	564.43	899.56	1118.74	支付股利	-73.47	0.00	0.00	0.00
净利润	937.08	1693.28	2698.69	3356.22	其他	-2171.39	-919.41	-800.00	-800.00
少数股东损益	61.34	169.33	269.87	335.62	筹资活动现金流净额	356.24	784.27	-3036.18	-3653.56
归属母公司股东净利润	875.73	1523.96	2428.82	3020.60	现金流量净额	-460.62	7447.36	930.26	560.74
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2139.23	9586.59	10516.85	11077.59	成长能力				
应收和预付款项	923.70	1301.85	1520.75	1612.07	销售收入增长率	7.34%	74.98%	9.70%	5.33%
存货	3352.93	5461.46	6245.87	6494.87	营业利润增长率	-10.57%	53.44%	59.17%	24.31%
其他流动资产	168.44	241.60	278.57	296.53	净利润增长率	-21.48%	80.70%	59.38%	24.36%
长期股权投资	1037.14	1037.14	1037.14	1037.14	EBITDA 增长率	6.69%	28.07%	22.84%	14.00%
投资性房地产	216.57	216.57	216.57	216.57	获利能力				
固定资产和在建工程	22991.31	24437.28	25748.06	26899.39	毛利率	8.71%	6.28%	7.01%	7.48%
无形资产和开发支出	12914.56	12215.32	11516.08	10816.84	三费率	4.70%	3.17%	2.71%	2.58%
其他非流动资产	1202.09	1197.91	1193.73	1189.55	净利率	1.71%	1.77%	2.57%	3.03%
资产总计	44945.97	55695.73	58273.62	59640.56	ROE	4.01%	6.75%	9.71%	10.78%
短期借款	3623.35	5327.03	3090.86	237.29	ROA	2.08%	3.04%	4.63%	5.63%
应付和预收款项	3044.55	5207.52	5777.94	6051.30	ROIC	4.94%	7.72%	10.65%	12.57%
长期借款	2090.96	2090.96	2090.96	2090.96	EBITDA/销售收入	8.58%	6.28%	7.04%	7.61%
其他负债	12810.08	17977.41	19522.36	20113.29	营运能力				
负债合计	21568.94	30602.92	30482.12	28492.84	总资产周转率	1.26	1.91	1.85	1.88
股本	2214.01	3099.61	3099.61	3099.61	固定资产周转率	2.86	4.84	5.30	5.50
资本公积	8393.13	8393.13	8393.13	8393.13	应收账款周转率	157.04	165.45	159.46	144.31
留存收益	11041.97	11680.33	14109.15	17129.75	存货周转率	15.49	20.38	16.70	16.08
归属母公司股东权益	21620.22	23166.68	25595.50	28616.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	1756.80	1926.13	2196.00	2531.62	资本结构				
股东权益合计	23377.03	25092.81	27791.50	31147.72	资产负债率	47.99%	54.95%	52.31%	47.77%
负债和股东权益合计	44945.97	55695.73	58273.62	59640.56	带息债务/总负债	29.68%	26.49%	19.26%	10.59%
					流动比率	0.46	0.71	0.80	0.92
					速动比率	0.23	0.48	0.53	0.61
					股利支付率	8.39%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4703.16	6023.16	7398.90	8435.04	每股收益	0.28	0.49	0.78	0.97
PE	106.50	61.20	38.40	30.88	每股净资产	6.98	7.47	8.26	9.23
PB	4.31	4.03	3.64	3.26	每股经营现金	0.94	3.25	2.43	2.51
PS	1.70	0.97	0.89	0.84	每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	14.70	14.94	11.73	9.89					
股息率	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn