



业绩将迈入上升通道

- 近日,我们参加了山东黄金的业绩沟通会。
- 山东黄金(600547)2015年实现营业收入385.7亿元,同比下降15.77%;归母净利润5.9亿元,同比下降29.4%;业绩的下滑主要是受黄金价格下滑的拖累,但从全年黄金均价来看同比下滑仅7.4%,在矿产黄金产量总体平稳的情况下,我们认为公司的黄金销售存在改善空间。
- 从我们跟踪的九家中国黄金生产商的矿产金生产成本来看,山东黄金是国内唯一一家矿产金成本实现三连降的黄金企业,并且有可能是2015年国内矿产金成本最低的黄金公司。据我们测算,2015年公司的克金运营成本已降至130元/克。山东黄金具有得天独厚的资源优势来降低生产成本,此外,我们也注意到,公司管理层追赶行业领先者的强烈愿景,使得公司的成本控制得以实现,并产生了效益。从全球来看,山东黄金的成本降幅虽然可能没有其他大型黄金公司那么大,但是公司的成本下降都是从管理上取得的效果,这显示了山东黄金的管理实力。
- 我们相信山东黄金未来的增产潜力仍然巨大。近期公司增发项目已经获批,不仅公司黄金资源保有储量将增加323吨,公司也将新增归来庄、蓬莱两个在产金矿,可贡献3吨左右矿产金,待东风矿区全面投产后又将新增3吨左右矿产金,而公司在建的中宝、莱西和源鑫等未来投产后又将新增4吨左右的矿产金,即使不考虑现有矿山的增产,公司的矿产金将超过40吨。山东黄金集团“十三五”规划提出“争做国际一流,勇闯世界前十”目标,山东黄金到2020年矿产金产量将至少超过50吨,因为公司现有黄金资源最丰富的金石矿业未来如果启动开采计划,也将是一个可以比肩现有三山岛、焦家类似的大型黄金矿山,公司将迈入全球黄金矿业的前十,按照我们前述的成本比较,山东黄金将是极具成本优势的黄金公司。
- **业绩预测与估值:**公司相对稳定的矿产金生产成本,黄金价格的上涨很容易转变为利润的提升,未来几年公司的业绩将进入上升通道。我们预计增发摊薄后,公司2016年-17年每股收益为0.61元和0.74元,维持对公司的“买入”评级。
- **风险提示:**矿产金投产进度或不及预期、黄金价格波动或超过预期等风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	38572.91	47063.41	48776.44	50518.47
增长率	-15.77%	22.01%	3.64%	3.57%
归属母公司净利润(百万元)	587.03	1134.67	1381.22	1651.24
增长率	-29.43%	93.29%	21.73%	19.55%
每股收益EPS(元)	0.32	0.61	0.74	0.89
净资产收益率ROE	5.85%	10.17%	10.68%	11.33%
PE	85	44	36	30
PB	4.83	4.35	3.75	3.33

数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

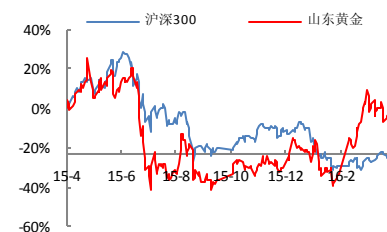
分析师:兰可

执业证号:S1250514030001

电话:010-57631191

邮箱:lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	14.23
流通A股(亿股)	14.23
52周内股价区间(元)	14.58-34.5
总市值(亿元)	381.38
总资产(亿元)	226.78
每股净资产(元)	6.78

相关研究

1. 山东黄金(600547):看好长期发展 (2015-04-07)
2. 山东黄金(600547):矿产金成本最低,继续压缩空间恐有限 (2014-08-22)
3. 山东黄金(600547):收购延长服务年限,但收购价格较高 (2014-05-22)
4. 山东黄金(600547):矿山质素成就有效成本管控 (2014-05-05)

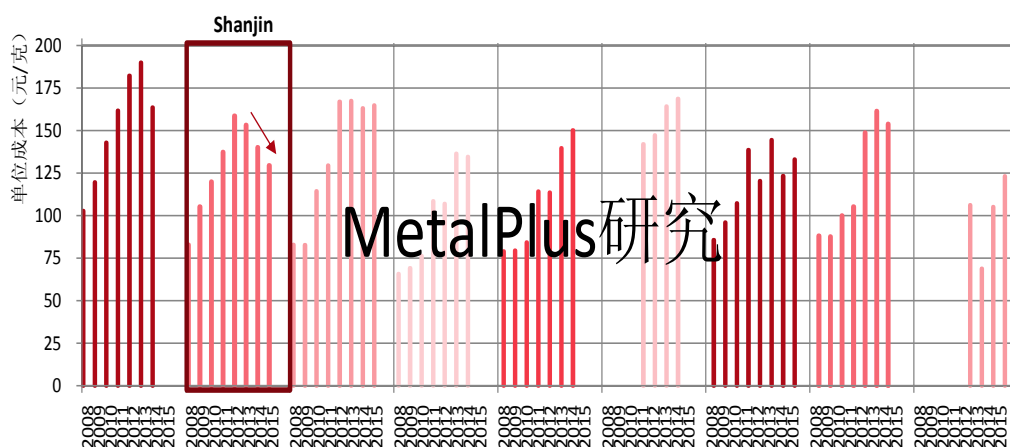
山东黄金（600547）：业绩将迈入上升通道

近日，我们参加了山东黄金的业绩沟通会。

1 业绩受价格拖累，销售尚存改善空间

山东黄金（600547）2015年实现营业收入385.7亿元，同比下降15.8%；归母净利润5.9亿元，同比下降29.4%；业绩的下滑主要是受黄金价格下滑的拖累，但从全年黄金均价来看同比下滑仅7.4%，公司业绩的下滑幅度有些过大，在矿产黄金产量总体平稳的情况下，我们认为公司的黄金销售存在改善空间。据我们测算，公司去年上半年的矿产金销量仅为全年销量的三分之一，与公司过去几年上下半年几乎相等的销量相比相差过大，而去年上半年黄金价格较上半年又有明显下滑，公司的黄金销售策略显然存在需要改善的地方。根据与公司管理层的交流，公司已经意识到这个问题，准确把握黄金价格走势显然很有必要，预计一季度的黄金销售价格会高于市场平均价格，并有望将远期黄金产量提前销售。

图 1：山东黄金矿产金单位成本是唯一实现三年降的公司



数据来源：Randiz Research，西南证券整理

图 2：过去三年主要黄金公司可持续运营成本变化



数据来源：Randiz Research，西南证券整理

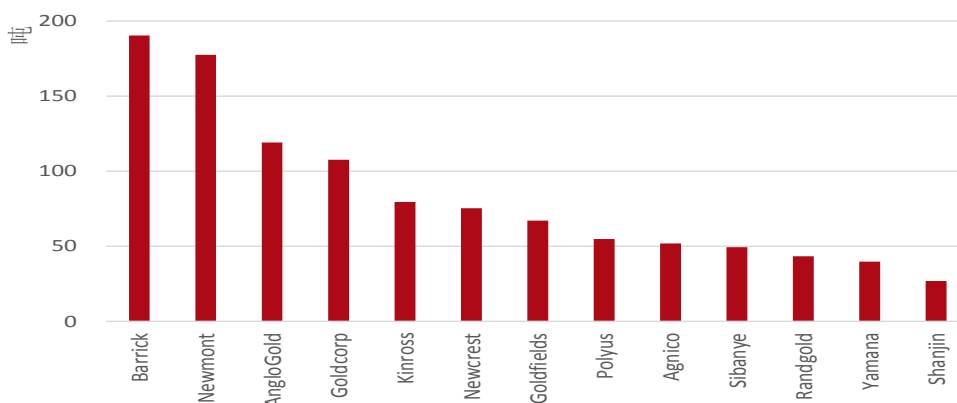
2 矿山金成本三连降，成本控制向行业巨头看齐

从我们跟踪的九家中国黄金生产商的矿产金生产成本来看，山东黄金是国内唯一一家矿产金成本实现三连降的黄金企业，并且有可能是 2015 年国内矿产金成本最低的黄金公司。据我们测算，2015 年公司的克金运营成本已降至 130 元/克。山东黄金地处中国黄金主产区，其矿山规模在国内排名靠前，具有得天独厚的资源优势来降低生产成本，此外，我们也注意到，公司管理层追赶行业领先者的强烈愿景，使得公司的成本控制得以实现，并产生了效益，矿产金生产成本实现了三连降。从全球来看，黄金价格的持续回落，大型黄金公司都在成本控制上着力提升公司的竞争力，山东黄金的成本降幅虽然可能没有其他大型黄金公司那么大，但是公司的成本下降都是从管理上取得的效果，而不是通过剥离高成本资产，这显示了山东黄金的管理实力。

3 矿产金产量增产潜力大，向全球前十进发

山东黄金的焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿等四大主力矿山均分布于莱州、招远地区，均上榜“中国黄金生产十大矿山”。焦家金矿、三山岛金矿日处理矿石量超万吨，两矿年产金均达到 7 吨以上，新城金矿、玲珑金矿年产金均达到 3.5 吨以上。尽管如此，我们相信山东黄金未来的增产潜力仍然巨大。近期公司增发项目已经获批，重组完成后公司黄金资源保有储量将增加 323 吨，总的资源量将提升至 780 吨左右，特别是东风探采矿权，新立村探矿权注入公司后，将很大程度缓解公司相关矿区如玲珑金矿、三山岛后续资源的接续压力，也有利于矿区实现统一规划、整合开发的战略目的。此次资产注入后，公司将新增归来庄、蓬莱两个在产金矿，可贡献 3 吨左右矿产金，待东风矿区全面投产后又将新增 3 吨左右矿产金，而公司在建的中宝、莱西和源鑫等未来投产后又将新增 4 吨左右的矿产金，即使不考虑现有矿山的增产，公司的矿产金将超过 40 吨。山东黄金集团“十三五”规划提出“争做国际一流，勇闯世界前十”目标（即到 2020 年，年产黄金超过 55 吨，营业收入过千亿元，领先国内黄金生产企业，迈入全球黄金矿业综合实力前十强），以此来看，山东黄金到 2020 年矿产金产量将至少超过 50 吨。我们认为，山东黄金的这一目标实现的确定性很高，因为公司现有黄金资源最丰富的金石矿业未来如果启动开采计划，也将是一个可以比肩现有三山岛、焦家类似的大型黄金矿山。如果矿产金产量达到 50 吨左右的水平，公司将迈入全球黄金矿业的前十，按照我们前述的成本比较，山东黄金将是极具成本优势的黄金公司。

图 3：2015 年主要黄金矿业公司矿产金产量



数据来源：Randiz Research，西南证券整理

4 盈利预测和投资评级

关键假设：1）我们预计未来几年黄金价格均价保持稳定，并有所增长；2）根据公司项目的投产计划，公司矿产金产量持续稳步增长。

表 1：山东黄金营收成本分业务预测

万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计					
营业收入	45,794.27	38,572.91	47,063.41	48,776.44	50,518.47
yoy	-0.81%	-15.77%	22.01%	3.64%	3.57%
营业成本	42,495.26	35,592.94	43,391.83	44,696.74	45,912.90
毛利率	7.20%	7.73%	7.80%	8.36%	9.12%
加工金					
收入	37,707.50	31,054.56	38,285.00	38,750.00	39,525.00
yoy	3.15%	-17.64%	-35.00%	35.00%	8.00%
成本	37,694.04	31,023.89	38,254.04	38,722.19	39,491.88
毛利率	0.04%	0.10%	0.08%	0.07%	0.08%
矿产金					
收入	6,933.60	6,351.64	7,618.47	8,866.50	9,831.27
yoy	-5.69%	-8.39%	19.94%	16.38%	10.88%
成本	3,860.53	3,562.04	4,163.94	5,000.71	5,436.11
毛利率	44.32%	43.92%	45.34%	43.60%	44.71%
其他					
收入	1,153.17	1,166.71	1,159.94	1,159.94	1,162.20
yoy	-48.99%	1.17%	-0.58%	0.00%	0.19%
成本	940.68	1,007.01	973.85	973.85	984.90
毛利率	18.43%	13.69%	16.04%	16.04%	15.25%

数据来源：公司公告，西南证券预测

今年以来，黄金价格持续走高，今年以来黄金均价已达 250 元/克，如果今年剩余时间维持这一水平，同时考虑到公司完成增发带来新增矿产金量，2016 年净利润超过 10 亿将是极大概率事件。公司相对稳定的矿产金生产成本，黄金价格的上涨很容易转变为利润的提升，未来几年公司的业绩将进入上升通道。我们预计增发摊薄后，公司 2016 年-17 年每股收益为 0.61 元和 0.74 元，维持对公司的“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	38572.91	47063.41	48776.44	50518.47	净利润	601.41	1162.48	1415.06	1691.70
营业成本	35592.94	43391.83	44696.74	45912.90	折旧与摊销	1319.25	1391.21	1391.21	1391.21
营业税金及附加	5.56	7.99	7.66	8.25	财务费用	356.42	230.91	252.06	271.72
销售费用	34.77	36.70	39.40	41.12	资产减值损失	18.87	15.00	15.00	15.00
管理费用	1740.13	1883.79	1925.40	2043.04	经营营运资本变动	240.86	1189.98	221.28	216.13
财务费用	356.42	230.91	252.06	271.72	其他	-455.06	-84.17	-85.78	-81.61
资产减值损失	18.87	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	2081.75	3905.40	3208.84	3504.16
投资收益	184.88	50.25	50.24	46.70	资本支出	-1179.35	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-152.75	20.00	20.00	20.00	其他	-836.22	70.25	70.24	66.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2015.57	70.25	70.24	66.70
营业利润	856.34	1567.44	1910.41	2293.14	短期借款	-595.00	60.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.26	2.03	-2.12	-0.04	长期借款	120.00	600.00	600.00	600.00
利润总额	850.08	1569.48	1908.30	2293.09	股权融资	7.92	0.00	396.52	0.00
所得税	248.67	407.00	493.23	601.39	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	601.41	1162.48	1415.06	1691.70	其他	433.78	-247.67	-252.06	-271.72
少数股东损益	14.38	27.80	33.85	40.46	筹资活动现金流净额	-33.29	412.33	744.46	328.28
归属母公司股东净利润	587.03	1134.67	1381.22	1651.24	现金流量净额	32.89	4387.98	4023.54	3899.14
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	541.99	4929.97	8953.51	12852.64	成长能力				
应收和预付款项	460.86	616.38	629.88	646.26	销售收入增长率	-15.77%	22.01%	3.64%	3.57%
存货	646.98	787.66	811.93	833.94	营业利润增长率	-24.74%	83.04%	21.88%	20.03%
其他流动资产	40.75	49.72	51.52	53.36	净利润增长率	-29.50%	93.29%	21.73%	19.55%
长期股权投资	343.69	343.69	343.69	343.69	EBITDA 增长率	-10.50%	25.97%	11.42%	11.32%
投资性房地产	207.92	207.92	207.92	207.92	获利能力				
固定资产和在建工程	11291.55	10547.04	9802.53	9058.02	毛利率	7.73%	7.80%	8.36%	9.12%
无形资产和开发支出	8005.45	7365.21	6724.97	6084.73	三费率	5.53%	4.57%	4.54%	4.66%
其他非流动资产	1138.45	1131.99	1125.53	1119.07	净利率	1.56%	2.47%	2.90%	3.35%
资产总计	22677.65	25979.59	28651.49	31199.65	ROE	5.85%	10.17%	10.68%	11.33%
短期借款	440.00	500.00	500.00	500.00	ROA	2.65%	4.47%	4.94%	5.42%
应付和预收款项	1816.82	2150.00	2215.72	2290.81	ROIC	5.53%	8.90%	11.99%	15.84%
长期借款	120.00	720.00	1320.00	1920.00	EBITDA/销售收入	6.56%	6.78%	7.29%	7.83%
其他负债	10013.84	11176.88	11371.48	11552.85	营运能力				
负债合计	12390.65	14546.88	15407.20	16263.66	总资产周转率	1.70	1.93	1.79	1.69
股本	1423.07	1854.45	1854.45	1854.45	固定资产周转率	4.56	5.50	6.24	7.14
资本公积	34.86	-396.52	0.00	0.00	应收账款周转率	721.10	1159.06	951.22	967.49
留存收益	8186.79	9321.46	10702.68	12353.92	存货周转率	56.71	60.45	55.83	55.75
归属母公司股东权益	9655.10	10773.01	12550.75	14201.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.01%	—	—	—
少数股东权益	631.89	659.69	693.54	734.00	资本结构				
股东权益合计	10286.99	11432.71	13244.29	14935.99	资产负债率	54.64%	55.99%	53.77%	52.13%
负债和股东权益合计	22677.65	25979.59	28651.49	31199.65	带息债务/总负债	31.04%	30.98%	33.14%	35.09%
					流动比率	0.22	0.70	1.11	1.49
					速动比率	0.14	0.61	1.03	1.41
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	2532.01	3189.56	3553.68	3956.06	每股收益	0.32	0.61	0.74	0.89
PE	84.66	43.80	35.98	30.10	每股净资产	5.55	6.17	7.14	8.05
PB	4.83	4.35	3.75	3.33	每股经营现金	1.12	2.11	1.73	1.89
PS	1.29	1.06	1.02	0.98	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	15.70	14.92	12.43	10.33					
股息率	0.00%	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。

本报告仅供本公司客户使用，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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

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

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn