

证券研究报告

公司研究——年报点评

山东黄金 (600547.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2017.3.28

范海波 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaiibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号: S1500512110003

联系电话: +86 10 83326720

邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001

联系电话: +86 10 83326718

邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师

执业编号: S1500515070001

联系电话: +86 10 83326719

邮箱: wangwei2@cindasc.com

唐伊辰 研究助理

联系电话: +86 10 83326717

邮箱: tangyichen@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

海内外布局硕果累累 业绩提升依旧可期

2018年3月13日

事件: 日前, 山东黄金发布 2017 年年报, 报告期内, 公司实现营业收入 510.41 亿元, 同比增长 1.68%; 实现归属于上市公司股东的净利润 11.37 亿元, 同比减少 12.02%; 实现基本每股收益 0.61 元。

点评:

- **利润下滑因素不可持续, 未来业绩依旧可期。** 报告期内, 公司矿产金产量达到 35.88 吨, 同比增长 19.71%, 排名全国首位, 增量主要来自贝拉德罗金矿, 国内自产金产量基本与上年持平。然而在产量增长的背景下, 公司利润却同比出现下滑, 主要原因如下: 一是公司对部分主力矿山加强安全生产管理, 安全系统改造导致主力矿山产量下降; 二是国内自产金销量不及预期; 三是对贝拉德罗金矿 50% 股权的收购, 导致融资成本上涨。我们认为这些因素并不会对公司业绩造成长期影响, 且公司规划在山东招徕地区建成首家万吨级规模的黄金生产基地, 未来产量仍将持续走高, 进而对公司业绩形成有力支撑。
- **加大省内收购力度, 提前进行资源布局。** 山东省是我国黄金储量和产金大省, 其中仅胶东半岛的黄金资源储量就占到了全国的 1/4, 在这一地区进行资源的提前布局, 将抢占未来发展先机。报告期内, 公司加大省内资源并购力度, 成功收购前陈—上杨家矿区金矿和平度金兴金矿的两个探矿权, 并收购黄金集团的新城探矿权、玲珑探矿权、沂南探矿权等三个探矿权, 共计新增黄金资源量 124.4 吨。这些举措将进一步巩固了公司在胶东地区的优势地位, 夯实未来发展道路。
- **海外并购金矿成效显著, 综合实力大幅提升。** 报告期内, 公司通过新设立的全资子公司——山东黄金矿业(香港)有限公司成功收购巴理克黄金公司旗下贝拉德罗矿的 50% 权益。截止 2017 年底, 该矿黄金产量归属山东黄金的部分达到 6.49 吨, 实现并表的净利润约 2 亿元。本次收购对公司黄金资源储量和产量的增加均做出了重大贡献, 大大提升了公司的综合实力, 也标志着公司在国际资源并购道路上迈出了重要一步。
- **避险情绪下金价谨慎乐观。** 2017 年全球经济整体呈现复苏的态势, 全球股市创出新高, 在这背后隐含的不确定性也随之增加。随着市场对美国加息预期的逐渐消化, 不确定性和地缘政治紧张会提振黄金的避险需求, 我们对金价维持谨慎乐观的态度。公司作为国内黄金行业的龙头企业, 将充分受益。
- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.78 元、0.93 元、1.13 元, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 矿产金产量不达预期; 金价波动风险; 生产成本增加; 自然灾害、环保等突发事件导致生产中断。

公司报告首页财务数据

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	50,198.85	51,041.30	52,388.94	53,182.40	54,003.13
增长率 YoY %	30.14%	1.68%	2.64%	1.51%	1.54%
归属母公司净利润(百万元)	1,292.78	1,137.42	1,445.31	1,732.55	2,105.72
增长率 YoY%	120.22%	-12.02%	27.07%	19.87%	21.54%
毛利率%	8.76%	9.07%	10.03%	10.81%	11.61%
净资产收益率 ROE%	10.27%	7.14%	8.50%	9.35%	10.34%
每股收益 EPS(元)	0.70	0.61	0.78	0.93	1.13
市盈率 P/E(倍)	39	44	35	29	24
市净率 P/B(倍)	3.25	3.09	2.85	2.61	2.36

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 3 月 12 日收盘价 27.18 元

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	3,053.03	6,909.12	7,844.61	9,083.92	10,720.05
货币资金	1,303.65	3,072.76	3,953.63	5,169.62	6,782.37
应收票据	4.10	19.07	19.57	19.87	20.17
应收账款	27.71	126.66	130.01	131.98	134.01
预付账款	115.95	175.30	178.04	179.17	180.29
存货	1,369.97	3,102.22	3,150.64	3,170.57	3,190.49
其他	231.65	413.11	412.72	412.72	412.72
非流动资产	25,304.19	35,207.17	35,758.70	36,283.59	36,803.43
长期投资	371.46	399.21	399.21	399.21	399.21
固定资产	11,108.77	18,431.71	20,014.45	21,621.29	21,965.39
无形资产	8,945.38	9,819.37	10,094.52	10,319.67	10,494.83
其他	4,878.58	6,556.89	5,250.52	3,943.43	3,944.00
资产总计	28,357.21	42,116.29	43,603.31	45,367.51	47,523.47
流动负债	7,240.40	10,673.67	10,718.94	10,739.62	10,760.54
短期借款	530.00	789.30	789.30	789.30	789.30
应付账款	1,300.01	1,766.85	1,794.43	1,805.78	1,817.12
其他	5,410.39	8,117.52	8,135.21	8,144.54	8,154.12
非流动负债	4,771.98	14,273.34	14,270.50	14,270.50	14,270.50
长期借款	88.00	6,857.57	6,857.57	6,857.57	6,857.57
其他	4,683.98	7,415.77	7,412.94	7,412.94	7,412.94
负债合计	12,012.37	24,947.01	24,989.44	25,010.12	25,031.04
少数股东权益	825.58	844.94	916.06	1,001.31	1,104.92
归属母公司股东权益	15,519.26	16,324.34	17,697.81	19,356.08	21,387.51
负债和股东权益	28,357.21	42,116.29	43,603.31	45,367.51	47,523.47

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	50,198.85	51,041.30	52,388.94	53,182.40	54,003.13
同比	30.14%	1.68%	2.64%	1.51%	1.54%
归属母公司净利润	1,292.78	1,137.42	1,445.31	1,732.55	2,105.72
同比	120.22%	-12.02%	27.07%	19.87%	21.54%
毛利率	8.76%	9.07%	10.03%	10.81%	11.61%
ROE	10.27%	7.14%	8.50%	9.35%	10.34%
每股收益(元)	0.70	0.61	0.78	0.93	1.13
P/E	39	44	35	29	24
P/B	3.25	3.09	2.85	2.61	2.36
EV/EBITDA	15.13	14.05	13.68	12.19	10.85

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	50,198.85	51,041.30	52,388.94	53,182.40	54,003.13
营业成本	45,799.12	46,412.37	47,136.88	47,434.94	47,733.00
营业税金及附加	180.60	240.66	247.01	250.75	254.62
营业费用	34.44	31.15	31.97	32.46	32.96
管理费用	2,205.21	2,200.98	2,259.10	2,293.31	2,328.70
财务费用	324.66	499.97	760.63	783.68	753.68
资产减值损失	3.54	-2.86	9.15	5.75	6.39
公允价值变动收益	25.43	-86.83	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.73	62.31	89.64	57.89	69.94
营业利润	1,698.43	1,651.17	2,033.84	2,439.40	2,963.71
营业外收入	22.05	23.87	20.20	20.20	20.20
营业外支出	29.03	46.42	32.13	35.86	38.14
利润总额	1,691.45	1,628.61	2,021.91	2,423.74	2,945.77
所得税	382.64	435.22	505.48	605.93	736.44
净利润	1,308.81	1,193.39	1,516.43	1,817.80	2,209.33
少数股东损益	16.03	55.97	71.12	85.25	103.61
归属母公司净利润	1,292.78	1,137.42	1,445.31	1,732.55	2,105.72
EBITDA	3,596.60	4,373.62	4,492.51	5,041.78	5,666.06
EPS (摊薄)	0.70	0.61	0.78	0.93	1.13

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	2,723.95	3,698.68	3,896.94	4,384.95	4,862.99
净利润	1,308.81	1,193.39	1,516.43	1,817.80	2,209.33
折旧摊销	1,573.02	2,257.10	1,705.91	1,834.20	1,946.03
财务费用	332.12	487.91	764.69	783.84	774.27
投资损失	-21.73	-62.31	-89.64	-57.89	-69.94
营运资金变动	-409.58	-201.84	-18.89	-8.38	-8.86
其它	-58.70	24.43	18.44	15.36	12.17
投资活动现金流	-1,682.59	-10,407.77	-2,177.10	-2,310.82	-2,401.70
资本支出	-1,963.07	-3,796.66	-2,266.74	-2,368.71	-2,471.64
长期投资	12.88	-6,413.73	89.64	57.89	69.94
其他	267.60	-197.38	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-384.39	7,966.99	-838.97	-858.13	-848.55
吸收投资	1,643.82	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	50.00	7,145.36	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	516.89	661.73	838.97	858.13	848.55
现金净增加额	656.98	1,244.09	880.87	1,216.00	1,612.74

有色金属与钢铁小组简介

范海波，信达证券研发中心执行总监，有色金属/钢铁行业首席研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

唐伊辰，有色金属行业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。