证券研究报告

公司研究——中报点评

山东黄金（600547.sh）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：买入，2018.3.13

范海波 行业分析师
执业编号：S1500510120021
联系电话：+86 10 83326800
邮 箱：fanhaibo@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
冯孟乾 研究助理
联系电话：+86 10 83326730
邮箱：fengmengqian@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

产量增长符合预期 业绩总体保持稳定

2018 年 8 月 14 日

事件：8 月 14 日，山东黄金发布 2018 年中报。2018 年上半年，公司实现营业收入 260.19 亿元，同比增加 0.96%；归属于上市公司股东的净利润 6.12 亿元，同比减少 0.93%；实现基本每股收益 0.33 元。

点评：

- **黄金产量逆势上涨，稳定公司业绩。**报告期内，公司继续深耕黄金开采、选冶等业务，主要产品为标准金锭和各种规格的投资金条和银锭等。在国内黄金产量下降的情况下，2018 年上半年公司黄金产量实现逆势上涨，矿产金产量达到 19.39 吨，同比增长 24.80%。公司下属黄金板块子公司大部分实现盈利，其中山东黄金矿业（莱州）有限公司实现净利润 3.96 亿元，占公司合并净利润的 60.66%；山东黄金矿业（玲珑）有限公司实现净利润 1.61 亿元，占公司合并净利润的 24.62%。
- **毛利率小幅提升，现金流依旧充沛稳健。**报告期内，公司营业成本增速为 0.41%，低于营业收入增速。受益于生产成本管控良好，公司毛利率达到 9.37%，同比提升 0.49 个百分点。此外，由于销售商品现金净流入增加明显，公司经营活动产生的现金流量净额为 18.02 亿元，同比增加 39.73%，延续充沛稳健的良好状态。
- **贝拉德罗金矿贡献利润不及预期，财务费用上涨较快。**报告期内，阿根廷货币比索大幅贬值，而根据阿根廷法律，汇兑损失不能在企业所得税税前扣除，导致公司 2017 年收购的贝拉德罗矿应付所得税大幅增加。受此影响，贝拉德罗金矿并购主体——公司子公司山东黄金矿业（香港）有限公司亏损 2,797.32 万元。此外，由于并购贝拉德罗矿，公司融资规模增加，2018 年上半年财务费用达到 3.56 亿元，较上年同期增长 115.10%。
- **金价中长期谨慎乐观。**在加息周期中，名义利率与实际利率均在上涨，影响金价的是美国实际利率。长期来看，美国经济走强或推动通货膨胀走高，则在加息过程中实际利率的增长低于名义利率，将会放松对金价的压制。此外，由于全球经济复苏的不确定性、地缘政治问题、特朗普贸易保护政策愈加盛行等因素，黄金的避险需求将得到提升。我们对中长期金价维持谨慎乐观的态度。
- **盈利预测及评级**：根据公司当前股本，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 为 0.67 元、0.77 元、0.91 元。按照 2018-08-14 收盘价计算，对应 PE 分别为 34 倍、29 倍、25 倍。虽然公司海外项目盈利不及预期，但鉴于公司生产计划完成顺利，总体业绩保持稳定。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；自然灾难、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	52,279.37	52,948.86	53,630.63
增长率 YoY %	30.14%	1.68%	2.43%	1.28%	1.29%
归属母公司净利润(百万元)	1,292.78	1,137.42	1,240.38	1,435.03	1,684.13
增长率 YoY%	120.22%	-12.02%	9.05%	15.69%	17.36%
毛利率%	8.76%	9.07%	9.49%	10.05%	10.62%
净资产收益率 ROE%	10.27%	7.14%	7.34%	7.90%	8.57%
每股收益 EPS(元)	0.70	0.61	0.67	0.77	0.91
市盈率 P/E(倍)	33	37	34	29	25
市净率 P/B(倍)	2.71	2.58	2.41	2.23	2.06

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2018 年 8 月 14 日收盘价 22.66 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	7,637.12	8,563.62	9,756.65
货币资金	1,303.65	3,072.76	3,733.57	4,636.46	5,805.85
应收票据	4.10	19.07	19.53	19.78	20.03
应收账款	27.71	126.66	129.74	131.40	133.09
预付账款	115.95	175.30	178.73	179.89	181.05
存货	1,369.97	3,102.22	3,162.84	3,183.37	3,203.91
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	36,283.60	36,803.42
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	43,395.82	44,847.21	46,560.07
流动负债	7,240.40	10,673.67	10,726.47	10,746.51	10,766.65
短期借款	530.00	789.30	789.30	789.30	789.30
应付账款	1,300.01	1,766.85	1,801.38	1,813.07	1,824.77
其他	5,410.39	8,117.52	8,135.79	8,144.14	8,152.59
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	24,996.97	25,017.01	25,037.16
少数股东权益	825.58	844.94	905.98	976.59	1,059.45
归属母公司股东权益	15,519.26	16,324.34	17,492.88	18,853.62	20,463.46
负债和股东权益	28,357.21	42,116.29	43,395.82	44,847.21	46,560.07

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	52,279.37	52,948.86	53,630.63
同比	30.14%	1.68%	2.43%	1.28%	1.29%
归属母公司净利润	1,292.78	1,137.42	1,240.38	1,435.03	1,684.13
同比	120.22%	-12.02%	9.05%	15.69%	17.36%
毛利率	8.76%	9.07%	9.49%	10.05%	10.62%
ROE	10.27%	7.14%	7.34%	7.90%	8.57%
每股收益(元)	0.70	0.61	0.67	0.77	0.91
P/E	33	37	34	29	25
P/B	2.71	2.58	2.41	2.23	2.06
EV/EBITDA	12.79	12.13	12.62	11.47	10.39

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	52,279.37	52,948.86	53,630.63
营业成本	45,799.12	46,412.37	47,319.36	47,626.55	47,933.73
营业税金及附加	180.60	240.66	246.50	249.65	252.87
营业费用	34.44	31.15	31.91	32.32	32.73
管理费用	2,205.21	2,200.98	2,254.37	2,283.24	2,312.64
财务费用	324.66	499.97	760.56	786.08	788.30
资产减值损失	3.54	-2.86	9.16	5.74	6.37
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	1,747.15	2,023.18	2,373.93
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	1,735.22	2,007.52	2,355.99
所得税	382.64	435.22	433.80	501.88	589.00
净利润	1,308.81	1,193.39	1,301.41	1,505.64	1,766.99
少数股东损益	16.03	55.97	61.03	70.61	82.87
归属母公司净利润	1,292.78	1,137.42	1,240.38	1,435.03	1,684.13
EBITDA	3,596.60	4,373.62	4,205.82	4,625.56	5,104.94
EPS（摊薄）	0.70	0.61	0.67	0.77	0.91

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	3,676.88	4,071.85	4,448.29
净利润	1,308.81	1,193.39	1,301.41	1,505.64	1,766.99
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	802.92
投资损失	-21.73	-62.31	-89.64	-57.89	-69.94
营运资金变动	-409.58	-201.84	-23.94	-9.30	-9.87
其它	-58.70	24.43	18.45	15.35	12.16
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	-877.21
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	877.21
现金净增加额	656.98	1,244.09	660.81	902.90	1,169.39

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。

冯孟乾，建材行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建材行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁　泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张　华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪　辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁　泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐　蕾	010-83252046	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。