

## 山东黄金 - A [600547 CH]

**中国金矿商龙头；资产负债表稳健；首次覆盖并予「买入」**

山东黄金是金价上涨的主要受益者。国际金价近期呈上升趋势，但按美元计算，年初至今仍下跌6%。我们看好金价，预计到2019年将较目前水平上涨5%。而由于山东黄金有高经营杠杆，加上产量稳定增加，料将成为受益者。我们对2019-2020年的金价预测为每克人民币287元（约合1,295美元/盎司），比当前水平高出5%，意味着山东黄金每股盈利在2018-2020年的年均复合增长率应达到22%以上。我们首次覆盖山东黄金-A，并予买入评级，目标价为人民币32.60元，上升空间约16%。

### 投资亮点

**看好金价走势：**考虑到贸易战带来不确定性，加上全球黄金产量持平或下降，我们看好金价的中长期走势。基于2018-19年金价为1,295美元/盎司的预测，我们估计山东黄金2019年净利润将较市场共识预测高约18%。

**阿根廷合资企业提供长期增长潜力：**山东黄金持有50%股权的Veladero矿山与阿根廷Barrick Gold合约占公司上半年总产量的24%左右。虽然Veladero矿山处于满产状态，但Barrick JV拥有在阿根廷El Indio地带进一步勘探的权利，开辟了与Barrick进一步合作和交易的可能性。

**母公司提供中国黄金资源：**公司控股股东山东黄金集团在山东省拥有40年的金矿开采和勘探经验。2017年3月，山东黄金集团发现了一个世界级矿体。资源含金量约为12,300.2千盎司，约为383吨，品位为4.5克/吨。山东黄金拥有向山东黄金集团收购相关资源的优先购买权。

**H股估值更具吸引力：**我们认为山东黄金-H更有吸引力，其目前的2019市盈率为19.4倍。根据山东黄金-A的历史平均市盈率，我们给予山东黄金-A的目标2019市盈率为40倍，等同于目标价人民币32.60元，或16%的上涨空间。我们认为山东黄金-A可提供的稀缺价值能够应对人民币的疲软，同时山东黄金也可在近期山东黄金-H上市后通过潜在并购活动提供成长机会。风险因素包括：(i) 国际金价下跌；(ii) Veladero矿的环保问题变得复杂；(iii) 山东黄金集团抵押公司股份；(iv) 主要勘探及采矿许可证由山东黄金集团持有。

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万人民币)	50,199	51,041	52,182	52,736	53,583
增长(%)		1.7%	2.2%	1.1%	1.6%
净利润(百万人民币)	1,296	1,135	1,260	1,775	2,037
增长(%)		-12.5%	11.1%	40.8%	14.8%
每股盈利(人民币)	0.70	0.61	0.63	0.81	0.94
增长(%)		20%	4%	30%	15%
市盈率(倍)	22.4	25.5	25.0	19.2	16.7
市净率(倍)	1.9	1.8	1.5	1.5	1.4
每股派息(人民币)	0.10	0.12	0.13	0.16	0.19

来源: 公司年报, 中国银河国际证券研究部。

备注: 市盈率与市净率的计算基于2018年12月7日的收盘价。

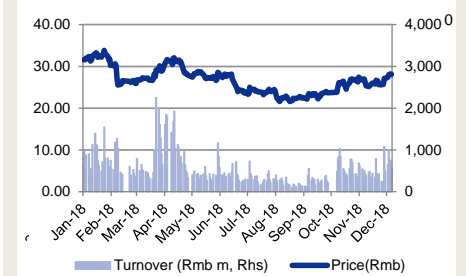
### 采矿行业

**买入** (首次覆盖)

收盘价: 人民币 28.09 元 (2018年12月7日)

目标价: 人民币 32.60 元 (+16%)

### 股价表现



市值(H股)	63.60亿港元
市值(A股)	人民币524.45亿元
流通在外股数(H股)	3.56亿股
流通在外股数(A股)	18.57亿股
自由流通量(总数)	33%
52周高位(A股)	人民币34.20元
52周低位(A股)	人民币21.04元
三个月日均成交额(H):	350万美元*
三个月日均成交额(A):	7,800万美元
主要股东:	SDG Group (38%)

来源: 公司, 彭博

备注: \* H股只计算10月上市至今

### Jeff Dorr – 分析員

(852) 3698 6323

[jeffreydorr@chinastock.com.hk](mailto:jeffreydorr@chinastock.com.hk)

### 張岸 – 分析員

(852) 3698 6293

[zhangan@chinastock.com.hk](mailto:zhangan@chinastock.com.hk)

### 张富绅 – 研究部总监

(852) 3698 6275

[johnsoncheung@chinastock.com.hk](mailto:johnsoncheung@chinastock.com.hk)