

黄金股的魅力

■黄金股的魅力。第一，金价上涨期间，黄金股存在较为明显相对收益和绝对收益。2003年8月至今，金价和黄金板块代表性标的山东黄金和中金黄金股价的历史相关性分别高达88.51%和83.3%；用山东黄金、中金黄金股价除以万得全A得到股价/指数比衡量相对收益变化，我们发现该比值涨跌与金价的涨跌较为吻合，也即金价变化与黄金股相对收益的变化相关程度较高；金价上涨往往伴随着黄金股显著的绝对正收益，例外区间为2010.11~2011.11，黄金股在达到历史高点后先于金价见顶，存在短暂背离。A股股指涨跌与否也并非黄金股能否取得正收益的必要条件，只要金价持续上涨，黄金股存在超越A股整体疲弱行情而逆市上涨的理论逻辑和事实基础。

第二，相比其他有色品种乃至黑色品种，黄金股容易出现“戴维斯双击”效应，股价弹性较大。这主要源于金价更多地是由美国实际利率等金融属性所决定，实体供需对其影响较弱。金价上行所引致的供给响应难以对金价造成压制，使其缺乏明显的自我减速机制，一旦形成趋势金价和黄金股估值难以言顶，从而造成黄金股的“戴维斯双击”效应持续时间长，幅度大。

第三，在一轮金价上涨行情中，黄金公司的业绩弹性、启动估值和稳态估值这三大因素一定程度上共同决定了黄金标的的理论涨幅。即业绩弹性越大、启动估值越低、稳态估值越高的黄金标的享有最大理论涨幅。在历史上三轮黄金股牛市中，标的之间的涨幅差异很大程度能被这一框架所解释；同时，我们也发现生产成本、产量和储量成长性对以上三大因素具有重要影响。

■从五大维度全面对比A股黄金公司的基本面和重估潜力。我们从产量、储量及成长性，生产成本及变化趋势，公司治理及资本运作，股票质押、解禁及增持情况，业绩弹性与估值对比等五大维度对A股黄金公司进行了全面的比较研究。综合来看，A股黄金公司各有千秋，均具有较强的业绩弹性和重估潜力。其中，山东黄金兼具产储成长性和业绩弹性；银泰资源具备较好的产储成长性，以及较低的成本和资产负债率；中金黄金和西部黄金这类高成本企业具备较大的业绩弹性；湖南黄金和赤峰黄金目前黄金业务毛利贡献占比均在5-6成，业绩弹性和估值水平尚可。

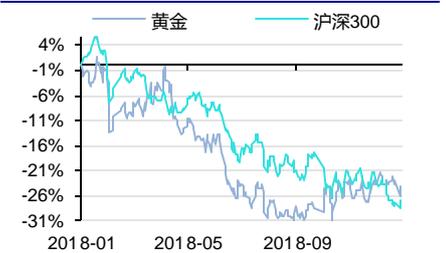
■高度重视黄金板块系统性重大配置机会，推荐顺序依次为山东黄金、银泰资源、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金和西部黄金。我们认为，随着美国经济边际走弱，美联储加息放缓有可能在2019年进一步超预期，美国实际利率下行和金价上涨的趋势将越来越明显，A股黄金板块具备系统性重大配置机会。我们的测算表明，以人民币金价280元/克为基准，当金价涨幅达到40%左右，我们的测算表明除了西部黄金以外其余黄金公司2019年PE估值倍数均已消化到10倍+水平，这意味着所有黄金标的均有较大重估潜能。结合前述三大因素五大维度的全面对比，我们对黄金标的推荐顺序依次为山东黄金、银泰资源、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金和西部黄金，建议投资者重点关注。

■风险提示：1) 美国经济好于预期，美联储加息和缩表进程超预期；2) 公司矿产金产量低于预期。

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票	目标价	评级
600547 山东黄金	46.35	买入-A
000975 银泰资源	15.50	买入-A
600489 中金黄金	11.25	买入-A
002155 湖南黄金	11.00	买入-A
600988 赤峰黄金	5.28	增持-A
601069 西部黄金	15.99	中性-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.15	-13.81	3.36
绝对收益	-5.26	-20.00	-23.48

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

黄金绽放 2018-04-12

内容目录

1. 黄金股的魅力	4
1.1. 金价上涨期间黄金股存在较为明显的相对和绝对收益.....	4
1.2. 金价上涨期间黄金股容易出现“戴维斯双击”.....	6
1.3. 业绩弹性、启动估值和稳态估值是黄金股涨幅的重要决定因素.....	7
2. 五大维度比较 A 股黄金公司	10
2.1. 储量、产量及其成长性.....	10
2.2. 生产成本及变化趋势.....	15
2.3. 公司治理及资本运作.....	19
2.4. 股权质押、解禁及增持情况.....	21
2.5. 业绩弹性和估值对比.....	22
3. 附录：A 股主要黄金上市公司一览	23
3.1. 山东黄金：矿产金产量稳步增长，全球化布局扬帆起航.....	23
3.2. 银泰资源：黄金新贵，崭露峥嵘.....	23
3.3. 中金黄金：矿产金业绩弹性大，集团优质资产注入预期强.....	23
3.4. 湖南黄金：金铤双轮驱动，矿产金产量稳步增长.....	23
3.5. 赤峰黄金：矿产金持续强化，资源综合回收稳步扩张.....	23
3.6. 西部黄金：西北地区黄金采选冶龙头.....	23

图表目录

图 1: 金价上涨过程中黄金股存在较强的相对收益.....	4
图 2: 2003 年 8 月以来山东黄金、中金黄金股价, 以及万得全 A 和金价累计涨幅情况.....	5
图 3: A 股疲弱但金价上涨时黄金股出现过较为明显的绝对收益.....	6
图 4: 山东黄金股价容易出现戴维斯双击效应.....	6
图 5: 方大特钢的戴维斯双击效应并不十分明显.....	7
图 6: 中金岭南的戴维斯双击效应并不十分明显.....	7
图 7: 黄金供应和金价涨跌关联度弱.....	7
图 8: 黄金供需平衡对金价影响较弱.....	7
图 9: 2008-2011 年黄金股牛市中各标的 PE (TTM) 变化情况.....	9
图 10: 2009-2012 年主要黄金公司矿产产量复合增长率.....	9
图 11: 全球主要黄金资源国资源储量 (吨)	10
图 12: 中国贵金属矿产资源分布图.....	10
图 13: 我国黄金资源多以岩金为主.....	10
图 14: 我国大型矿山较为稀少.....	10
图 15: 中国矿产金产量及其同比增速 (2000-2018Q3)	12
图 16: 全球黄金含量集中在较低品位矿床-0.5g/t 区间, 高品位资源稀缺.....	12
图 17: 黄金公司 2018-2020 年自产金 CAGR.....	13
图 18: 中国及全球黄金现金成本与金价呈同向变化.....	15
图 19: 全球黄金企业平均入选品位变化.....	15
图 20: 金价和边际成本之间的关系.....	16
图 21: 2017 年各国黄金产量情况 (吨)	16
图 22: 全球主要黄金企业成本曲线 (2017)	16
图 23: A 股黄金公司产量市值比 (截至 2019.01.04)	22
图 24: A 股黄金公司资源量市值比 (截至 2019.01.04)	22
图 25: 黄金公司各项业务毛利润占比情况 (2018E)	22
表 1: 2003 年 8 月至今, 金价、万得全 A 及 A 股主要黄金标的涨跌幅一览.....	5
表 2: A 股疲弱但金价和黄金股上涨的三段区间中股指、金价以及黄金股表现情况.....	6
表 3: 三轮黄金牛市中各个标的股价涨幅、业绩弹性以及启动估值的对比.....	8
表 4: 中国各大地构造单位分布的金矿床 (点) 储量比较.....	11
表 5: A 股主要黄金上市公司资源量情况.....	11
表 6: A 股主要黄金上市公司储量增长潜能.....	12
表 7: A 股主要黄金公司 2018 年矿产金产量及未来增产空间预测.....	13
表 8: 全球黄金公司自产金成本变化.....	17
表 9: A 股主要黄金公司矿产金克金生产成本情况.....	17
表 10: A 股主要黄金公司净利率情况 (2013-2018Q3)	18
表 11: A 股主要黄金公司经营性现金流净额/营业收入情况 (2013-2018Q3)	18
表 12: A 股主要黄金公司集团情况、近年并购经验及举债潜能情况.....	20
表 13: A 股代表性黄金企业股权质押、解禁以及股票增减持情况.....	21
表 14: A 股主要黄金公司业绩弹性及估值测算.....	23

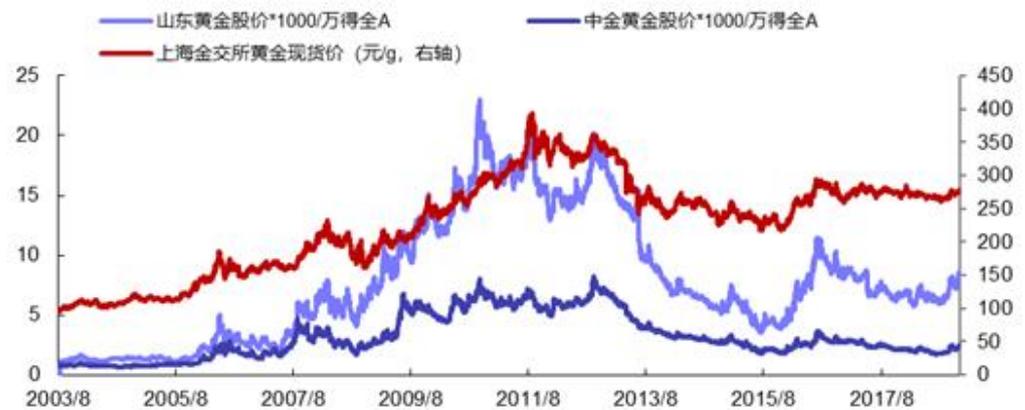
1. 黄金股的魅力

1.1. 金价上涨期间黄金股存在较为明显的相对和绝对收益

黄金股和金价表现高度正相关。黄金公司的盈利变化主要取决于三大因素，即价格、产量和成本。其中，最核心的驱动因素无疑是价格，它决定了盈利的变化趋势，同时，公司产销量变化、投融资计划、外延并购、库存管理和成本控制均与价格趋势密切相关，公司资本运作的节奏和管理层激励的诉求也与价格趋势息息相关。回溯 2003 年 8 月以来 A 股山东黄金、中金黄金两家代表性的黄金龙头公司上市以来的股价和金价的表现，我们测算得知两家公司股价与上金所金价的相关系数分别高达 88.51% 和 83.3%。

金价上涨过程中黄金股存在较为明显的相对收益。我们用山东黄金、中金黄金股价除以万得全 A 得到相关比值，该比值上行说明黄金股相比 A 股存在相对收益（即黄金股涨跌幅减去股指涨跌幅为正），从图 1 中可以看出，2003 年 8 月以来金价的涨跌与该比值涨跌较为吻合，也即金价变化与黄金股相对收益的变化相关程度较高。

图 1：金价上涨过程中黄金股存在较强的相对收益



资料来源：Wind，安信证券研究中心

金价上涨过程中，黄金股的绝对收益相当显著。从 2003 年 8 月以来，金价存在三段较为明显的上涨区间，即 2005 年 7 月~2008 年 11 月、2008 年 11 月~2011 年 9 月，2015 年 12 月~2016 年 8 月，在这三段上涨区间中黄金股均出现了显著的绝对收益。

金价和黄金股的绝对收益在大部分时间保持同向变化，个别时候也会出现背离。一是 2010 年 11 月~2011 年 9 月，黄金股价在 2010 年 11 月创出历史最高点，金价则是在 2011 年 8 月见顶，股价历史高点先于金价最高点回落。二是在 2014 年 10 月~2015 年 5 月，金价小幅下跌，但受益于 2014-2015 年 A 股“杠杆牛”，黄金股出现大涨。

表 1: 2003 年 8 月至今, 金价、万得全 A 及 A 股主要黄金标的涨跌幅一览

时间	黄金现货	万得全 A	中金黄金	山东黄金	湖南黄金	紫金矿业	恒邦股份	赤峰黄金	西部黄金	银泰资源
2003.08~2008.03	131.0%	274.7%	1267.3	1925.4%						
2008.03~2008.11	-28.4%	-60.5%	-77.3%	-84.0%						
2008.11~2010.11	87.0%	114.7%	75.3%	85.3%	486.3%	193.2%	189.1%			
2010.11~2011.09	25.9%	-19.1%	-41.7%	-26.9%	-25.2%	-48.9%	-14.7%			
2011.09~2014.10	-35.9%	17.9%	-68.8%	-64.8%	-72.2%	-51.8%	-69.0%			
2014.10~2015.05	-0.9%	88.3%	94.0%	106.6%	67.8%	106.3%	2.5%	75.0%		
2015.05~2015.12	-9.8%	-11.3%	-42.6%	-45.0%	-43.6%	-32.1%	-38.2%	-40.6%	-24.3%	
2015.12~2016.08	32.9%	-13.4%	48.0%	136.7%	60.3%	-0.3%	43.0%	67.5%	48.0%	
2016.08~2018.08	-9.3%	-13.7%	-53.0%	-50.6%	-52.7%	-8.7%	-35.2%	-74.9%	-43.8%	
2018.08~2019.01.04	9.6%	-9.5%	32.0%	41.1%	28.1%	-4.9%	-1.0%	-14.8%	-7.4%	9.6%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 根据公司 A 股上市, 或黄金业务成为主要业务之后测算股价涨幅

图 2: 2003 年 8 月以来山东黄金、中金黄金股价, 以及万得全 A 和金价累计涨幅情况



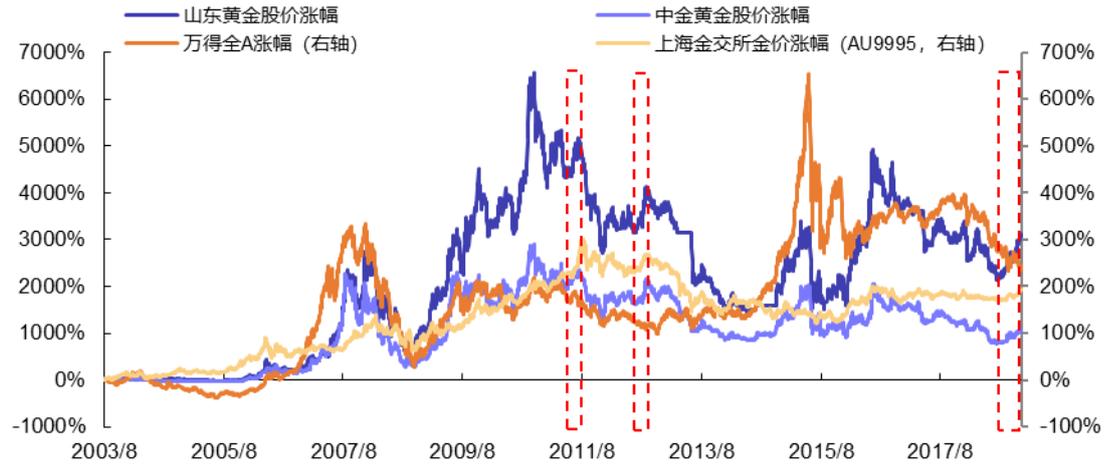
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

注: 红色区域为金价持续上涨区间, 灰色区域为金价持续下跌区间

A 股整体上涨并非是 A 股黄金股实现绝对涨幅的必要条件。市场有部分观点认为, 黄金股的绝对收益需要金价和 A 股整体行情向上的共同驱动, 甚至认为股指向上是黄金牛市行情的必要条件, 其隐含的意思是 A 股若整体疲软, 即使金价出现较大涨幅, 黄金股也很难实现绝对收益。

但我们认为, 金价是黄金上市公司 EPS 的核心驱动因素, A 股整体的估值水平确实也会影响黄金股估值水位, 两者对黄金上市公司股价的影响孰轻孰重, 因实际情况而不同。历史上看, 在 2005-2008、2009-2011 以及 2016 年上半年的三轮牛市中, 我们确实看到了 A 股整体估值水平上升和金价大涨带来的黄金板块牛市; 而在 2010 年 6 月-2010 年 8 月、2012 年 7 月-2012 年 9 月, 以及 2018 年 8 月至今 (图 3 中红框区间) 同样也出现了 A 股下跌, 但黄金股强势上涨的情形。我们认为, 只要金价可持续上涨, 黄金股存在超脱 A 股整体疲弱行情而逆市上涨的理论逻辑和事实基础。

图 3: A 股疲弱但金价上涨时黄金股出现过较为明显的绝对收益



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: A 股疲弱但金价和黄金股上涨的三段区间中股指、金价以及黄金股表现情况

时间	金价	万得全 A	中金黄金	山东黄金	湖南黄金	紫金矿业	恒邦股份	赤峰黄金	西部黄金	银泰资源
2011.06~2011.08	22.0%	-1.5%	10.3%	13.4%	17.8%	-16.5%	34.9%			
2012.07~2012.09	8.6%	-1.6%	-26.2%	19.7%	10.2%	6.1%	-0.7%	7.4%		
2018.08~2019.01.04	9.6%	-9.5%	32.0%	41.1%	28.1%	-4.9%	-1.0%	-14.8%	-7.4%	9.6%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2. 金价上涨期间黄金股容易出现“戴维斯双击”

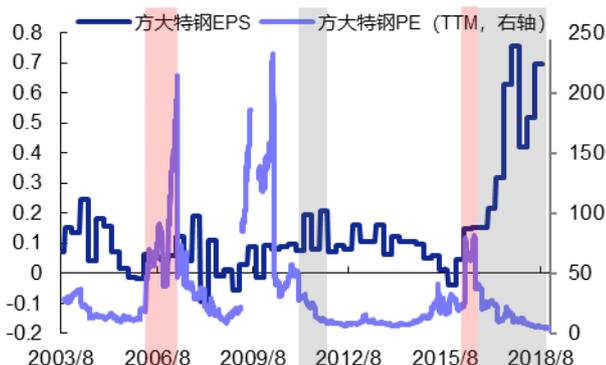
历史上黄金股较容易出现“戴维斯双击”，股价弹性较大。周期股的投资魅力在于，在价格的上涨周期中具有惊人的股价弹性，容易出现“戴维斯双击”，这一点在黄金股的表现中极为明显。如果用钢铁股（方大特钢）和铅锌股（中金岭南）作为对比更能清晰感受黄金股（山东黄金）的“戴维斯双击”。下图中红色区间代表了公司 EPS 和 PE (TTM) 同涨也即戴维斯双击的情形，灰色区间代表 EPS 上涨但 PE(TTM) 下跌的情况，我们可以看到在 2006-2007、2008-2010 年以及 2015 年下半年到 2016 年出现了 EPS 和 PE 同步上涨的情形，对应黄金股也出现了明显的涨幅，黄金股的“戴维斯双击”效应持续时间长，且幅度大。

图 4: 山东黄金股价容易出现戴维斯双击效应



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

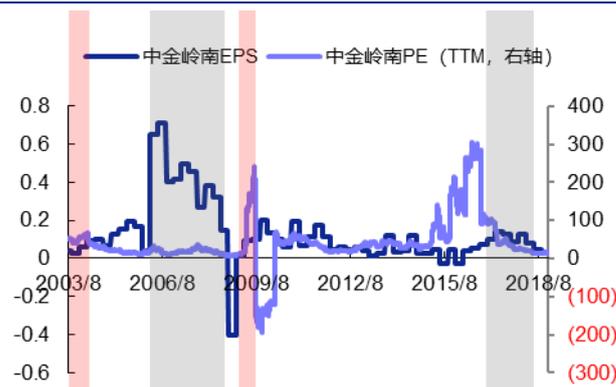
图 5：方大特钢的戴维斯双击效应并不十分明显



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：红色区间代表戴维斯双击区间，灰色区间代表 EPS 和 PE 反向变化。

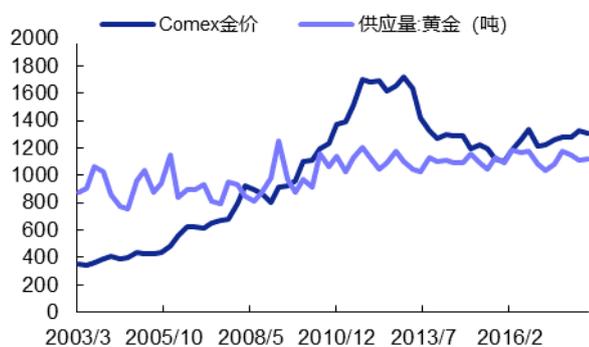
图 6：中金岭南的戴维斯双击效应并不十分明显



资料来源：Wind，安信证券研究中心

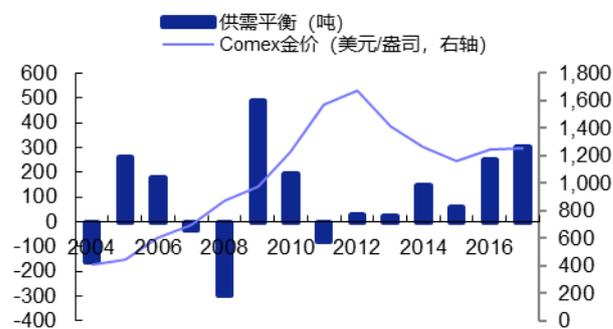
我们认为，黄金股容易出现“戴维斯双击”，主要源于黄金价格没有明显的自我减速机制，价格难言顶，估值难言顶。通常情况下，商品出现大涨后会引发供应响应，即企业资本开支扩大带来产量上行，价格承压，价格存在自我减速机制。反映到股票层面，意味着一旦价格上涨较快，上市公司盈利增厚，扩产计划频出，远端价格预期会出现向下压力，进而打压估值。但是，对于黄金这一品种，由于其金融属性较强，金价变化与美国实际利率的变化密切相关，与实体供需变化关联度弱，价格上涨引发的供应响应并不会很大程度上影响价格的进一步上行，反而有可能进一步提振黄金的投资需求；同时，由于黄金资源的稀缺性，在金价上涨、投资回报率剧增的历史区间，黄金供应量的增长也较为有限，因此价格也并没有显著的自我减速机制，有益于“戴维斯双击”效应的形成。

图 7：黄金供应和金价涨跌关联度弱



资料来源：GFMS，安信证券研究中心

图 8：黄金供需平衡对金价影响较弱



资料来源：GFMS，安信证券研究中心

1.3. 业绩弹性、启动估值和稳态估值是黄金股涨幅的重要决定因素

历史上看，黄金牛市中黄金标的均表现不俗，但涨幅有所分化，这一分化有一定的内在规律。把区间拉长来看，我们认为业绩弹性是影响公司股价弹性的重要因素，但同时也要考虑启动估值（行情启动时的 PE 估值水平）和稳态估值的水平。

业绩弹性和启动估值能解释过往三次牛市中标的涨幅的差异。从表 3 中可以看出，过往三次牛市中，业绩弹性大同时启动估值较低的标的往往有较大涨幅。在前两轮牛市中，多数黄金标的启动估值水平差异有限，股价弹性表现和业绩弹性表现拟合情况较高。而在第三轮牛市中，我们看到标的之间启动估值存在较大差异，此时有显著业绩弹性同时启动估值水平较低的山东黄金股价表现明显好于其他同类公司。

表 3：三轮黄金牛市中各个标的股价涨幅、业绩弹性以及启动估值的对比

公司	2005.07-2008.03			2008.11-2011.01			2015.12-2016.08		
	股价涨幅*	业绩弹性**	启动估值***	股价涨幅	业绩弹性	启动估值	股价涨幅	业绩弹性	启动估值
山东黄金	3193%	434%	20.05	431%	87%	17.3	137%	47%	51.8
中金黄金	2014%	153%	37.21	437%	73%	19.0	58%	438%	-123.2
湖南黄金				360%	110%	19.2	60%	346%	188.7
紫金矿业				132%	14%	13.5	1%	-20%	37.1
恒邦股份					41%	9.1	43%	23%	47.9
赤峰黄金							68%	98%	42.8
西部黄金							48%	74%	130.9

资料来源：Wind，公司财报，安信证券研究中心

*：根据公司 A 股上市，或黄金业务成为主要业务之后测算股价涨幅

**：业绩弹性测算过程：涨幅区间中金价最高点所处的当季以及前一季度扣非净利润之和，计算同比变化

***：启动估值指的是上涨行情启动时公司的 PE (TTM)

金价上涨过程中黄金股涨幅的本质体现的是业绩弹性对估值的消化程度。举例而言，假设在上涨行情启动时点某公司的启动估值 (PE TTM) 为 A_0 ，假设金价上涨 50% 后实现的年化利润为 R_t ，该年化利润与行情启动时点的市值所得 PE 估值为 A_t ，考虑到金价上涨 50% 后那一时点市场愿意赋予该公司的稳态估值为 A^* ，我们认为，理论上公司股价的涨幅与 A^*/A_t 的比值大小有直接关系。

至于启动估值 A_0 ，它一定程度上衡量了市场对未来业绩弹性的预期高低，与 A_t 有一定关系，启动估值越高说明大家对当前估值的容忍度高，也即对未来业绩弹性的期待较高，同时也会使得 A_t 偏高从而压低 A^*/A_t 比值；这也解释了为什么业绩弹性高的标的不一定有较高涨幅，业绩弹性低的标的不一定涨幅小。总体来看，业绩弹性，启动估值，稳态估值三者从理论层面共同决定了黄金股的涨幅，这也意味着业绩弹性高、启动估值低和稳态估值高的标的在金价上涨区间有望享有较高的涨幅。

成本是影响业绩弹性的核心因素。成本越高的企业其业绩对价格的波动越敏感，同时也意味着在金价上涨期间业绩弹性越高。如中金黄金历史业绩波动较大，低者实现过不到 1 亿的年净利，高者实现过 18 亿的年净利，这一特征与其成本较高、业绩基数小有关。据我们测算和调研了解，中金目前自产金的克金完全成本约 230 元，高于同业公司。

自有矿产金产量增速高，资源储备大的公司理应享受更高的稳态估值溢价。不同的矿业公司在同一价格水平下稳态估值有所差异，相比中游冶炼标的，市场往往愿意赋予上游资源标的以更高的估值溢价，同时也愿意赋予具备产储成长性标的以更高的估值溢价，在黄金上市公司中，我们也能看到类似的现象。

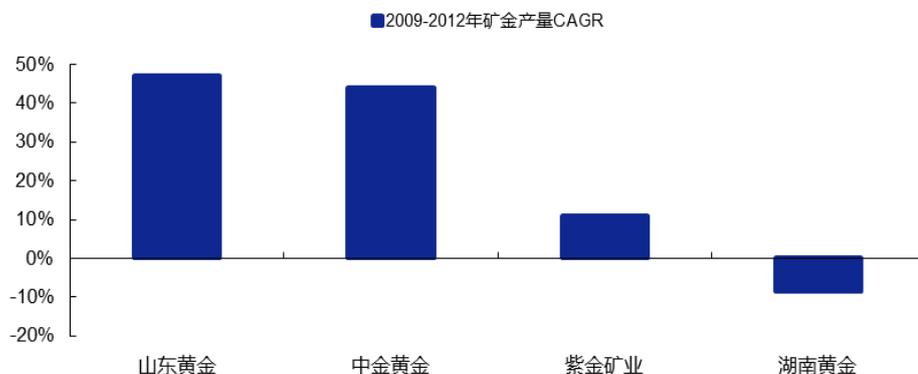
以 2008.11-2011.1 区间为例，首先是整个区间中山东黄金、中金黄金、恒邦股份、紫金矿业、湖南黄金的 PE (TTM) 均值分别为 63.4、81.7、51.4、33.7、244.61，均显著高于同期上证综指 PE (TTM) 均值 (21.92)，说明黄金牛市中市场对黄金股的估值容忍度较高。其次，我们看到在整个区间中，山东黄金和中金黄金的估值持续高于其他标的 (湖南黄金除外)，我们认为这与两公司储量较大有关，也与两公司在那段时间内持续保持高速的产量增长有关。

图 9：2008-2011 年黄金股牛市中各标的 PE (TTM) 变化情况



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

图 10：2009-2012 年主要黄金公司矿产产量复合增长率



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

综上所述，我们认为业绩弹性，启动估值，稳态估值三者从理论层面共同决定了黄金股的涨幅，生产成本、产量和储量成长性会对三者构成较为重要的影响。同时，我们也不排除公司自身治理结构、股东背景乃至股票解禁等因素对公司估值以及股价的波动产生不可忽视的影响。

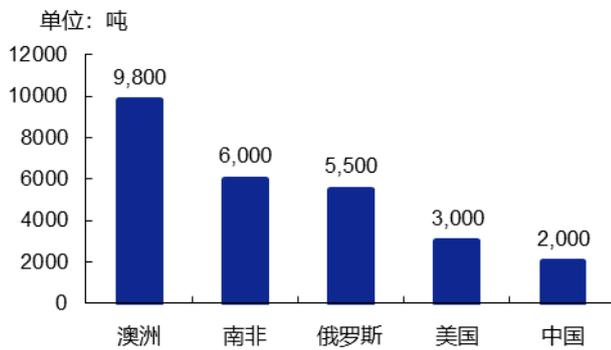
根据以上结论，在下文中我们将从五个维度来对当前的 A 股黄金标的进行比较研究。需要说明的是，股价预测变数太多，何其复杂，尽管我们难以做到精准预判，但我们认为最终的股价运行差异大体上能被我们接下来五个维度因素所决定。

2. 五大维度比较 A 股黄金公司

2.1. 储量、产量及其成长性

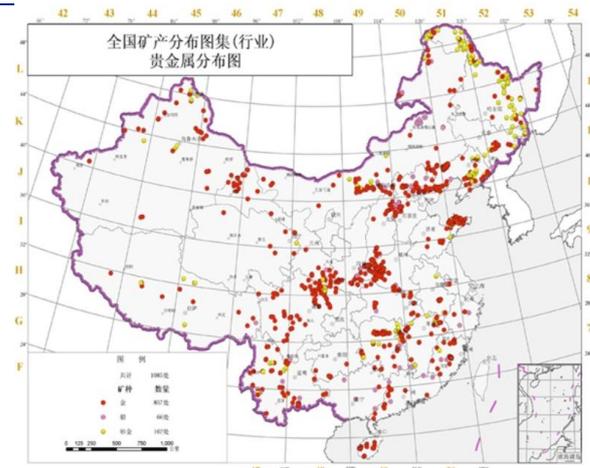
中国金矿资源不算非常丰富，主要集中在东、中部地区，大型矿山较为稀少。与澳洲、南非、美国相比，中国黄金资源并不算非常丰富，黄金资源储量全球排名仅为第五，岩金矿占到 65% 左右，砂金矿仅占 10%，且分布多集中于东部和中部地区，其中，山东省岩金资源最为丰富，砂金则主要分布在黑龙江以及四川。此外，我国黄金矿小型矿床多，大型、超大型矿床较少。根据《我国黄金矿产资源与地质勘查形势的初步分析》显示，我国已发现小型金矿床 1374 个，占全国金矿总量 87.63%，占全国储量/资源量的 31%，而大型（储量/资源量>20t）的大型金矿仅占全国金矿总数的 1.3%。

图 11：全球主要黄金资源国资源储量（吨）



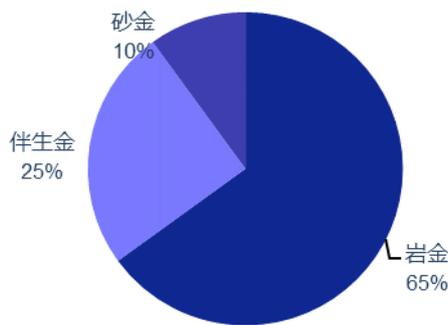
资料来源：USGS，安信证券研究中心

图 12：中国贵金属矿产资源分布图



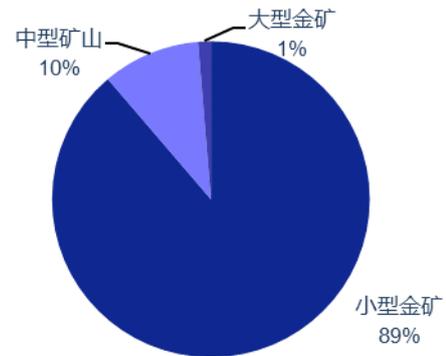
资料来源：中国黄金年鉴，安信证券研究中心

图 13：我国黄金资源多以岩金为主



资料来源：《我国黄金矿产资源与地质勘查形势的初步分析》，安信证券研究中心

图 14：我国大型矿山较为稀少



资料来源：《我国黄金矿产资源与地质勘查形势的初步分析》，安信证券研究中心

表 4：中国各大地构造单元分布的金矿床（点）储量比较

大地构造单元	矿床数	矿点数	合计	矿床(点)百分比	储量百分比
华北—塔里木地台	436	1285	1721	47%	66%
扬子地台	122	526	648	17%	8%
秦岭昆仑褶皱带	99	118	217	6%	8%
天山兴安岭褶皱带	95	312	407	11%	5%
华南褶皱带	150	403	553	15%	11%
西南褶皱带	22	118	140	4%	2%
合计	924	2762	3 686	100%	100%

资料来源：《我国金矿的分布与开发利用》，安信证券研究中心

从资源量排序来看，紫金矿业、山东黄金、中金黄金资源量较大。截至 2017 年底，紫金矿业按权益保有金金属资源量（333 及以上类别）为 1320 吨，其中海外项目资源储量为 687.65 吨。根据 AAI 报告及 RPA 报告，截至 2018 年 3 月 31 日，山东黄金资源量为 987 吨，权益资源量为 968.8 吨，总储量为 339 吨，权益储量为 331.3 吨。接下来，中金黄金、湖南黄金、银泰资源、赤峰黄金、西部黄金资源量依次为 495、132.5、99、95.35、52.8 吨。需要注意的是每个公司包括每个矿山披露的资源量/储量标准有所不同，但限于数据的可得性，表 5 中的数据并未做精确区分。

从矿山分布来看，紫金矿业海外布局广，湖南黄金、西部黄金分布较集中。紫金矿业坚定推行全球化并购和运作，在巴布亚新几内亚、塔吉克斯坦、澳洲以及国内均有布局。山东黄金国内主力矿山主要分布在山东，海外贝拉德罗金矿位于阿根廷，赤峰黄金也有海外布局动作，2018 年 12 月老挝 Sepon 铜金矿已实现交割。中金黄金矿山众多，分布全国各地，银泰资源的三大金矿分布在黑龙江、吉林和青海，湖南黄金金矿集中于湖南境内，西部黄金金矿集中于新疆。

表 5：A 股主要黄金上市公司资源量情况

公司	主力矿山及区域	资源量(吨)	数据来源及说明
紫金矿业*	波格拉金矿（巴新）、泽拉夫尚（塔吉克斯坦）、金田黄金（澳洲）紫金山（福建）	1320	截至 2017 年年报数据
山东黄金	三山岛（山东）、焦家金矿（山东）、新城金矿（山东）、玲珑金矿（山东）、贝拉德罗（阿根廷）	983	截至 2018Q1 港股招股说明书数据，资源储量为 339 吨
中金黄金	排山楼（辽宁）、苏尼特金曦（内蒙古）、夹皮沟矿业（吉林省）	495	截至 2017 年年报数据
湖南黄金	沃溪金铋钨矿（湖南）、龙山金铋矿（湖南）、黄金洞金矿（湖南）、万古金矿（湖南）	132.5	截至 2017 年年报数据
银泰资源	东安金矿（黑龙江）、白山矿（吉林白山）、滩间山（青海大柴旦）	99	截至 2018H1 财报数据
赤峰黄金	吉隆矿业（内蒙古）、五龙金矿（辽宁）、Sepon 铜金矿（老挝）	95.35	截至 2017 年年报数据以及 2018 年公司并购公告
西部黄金	哈图（新疆）、伊犁（新疆）、哈密（新疆）	52.8	截至 2017 年底

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

注：紫金矿业采用的是权益资源量的数据，其余公司暂未做权益资源量的统计

山东黄金、中金黄金具备较大的储量增长潜能。一是从内生增储潜能看，中金黄金、银泰资源在 2017 年均有很好的增储表现。山东黄金国内主力矿山基本都在岩金资源最为丰富的胶东半岛，2017 年发现世界级巨型单体金矿床——三山岛西岭金矿（集团层面而非上市公司），预计勘探结束后提交金资源量 550 吨以上，有望成为国内有史以来最大的金矿。同时，山东黄金海外的阿根廷贝拉德罗金矿也与阿根廷及智利著名的 EL indio 黄金矿带毗邻，同样具有较大增储潜力。二是从集团注入层面看，山东黄金集团保有资源量 1699.5 吨，未来有望持续注入上市公司。中金黄金集团拥有 1907 吨黄金资源量，根据集团作出的非竞争承诺，国内黄金资源有望持续注入中金黄金。

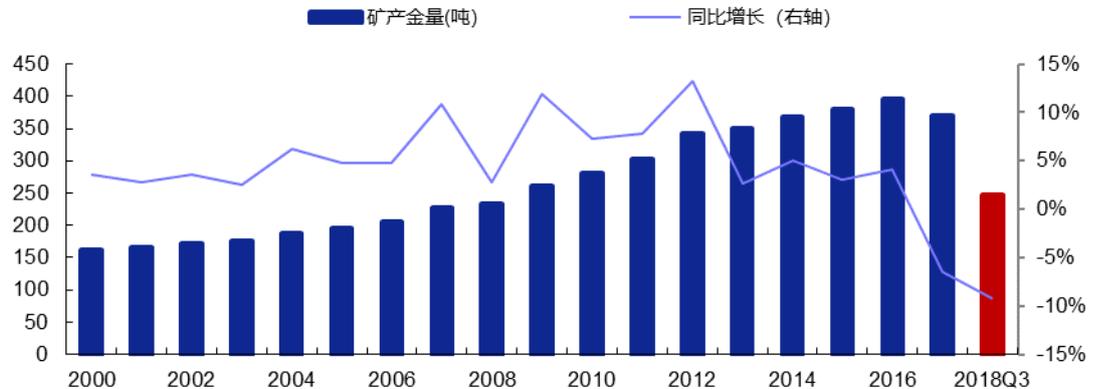
表 6: A 股主要黄金上市公司储量增长潜能

公司名称	内生增储	集团注入
紫金矿业	2017 年增储 59.21 吨	无
山东黄金	持续整合探矿权, 胶东半岛金矿增储潜力大, 贝拉德罗亦具备较大增储潜力	截至 2017 年底, 集团层面保有资源量 1699.5 吨, 集团层面承诺在条件成熟时将集团资产逐步注入上市公司
中金黄金	现有矿山勘探增储, 2017 年新增 26.57 吨资源储量	截至 2017 年底, 中金黄金集团拥有黄金资源量 1907 吨 (包含中金黄金和中金黄金国际的资源量), 根据集团作出的非竞争承诺, 国内黄金资源有望持续注入中金黄金
湖南黄金	公司矿山边采边勘, 近两年年均增长 5-6 吨	无
银泰资源	2017 年公司在柴旦滩间山勘探新增金属资源量 12 吨, 柴旦地区增储潜力大	无
赤峰黄金	公司持续加大勘探	无
西部黄金	持续勘探, 2017 年新增金属资源量 1.74 吨	集团黄金采选及冶炼资产均已注入上市公司

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

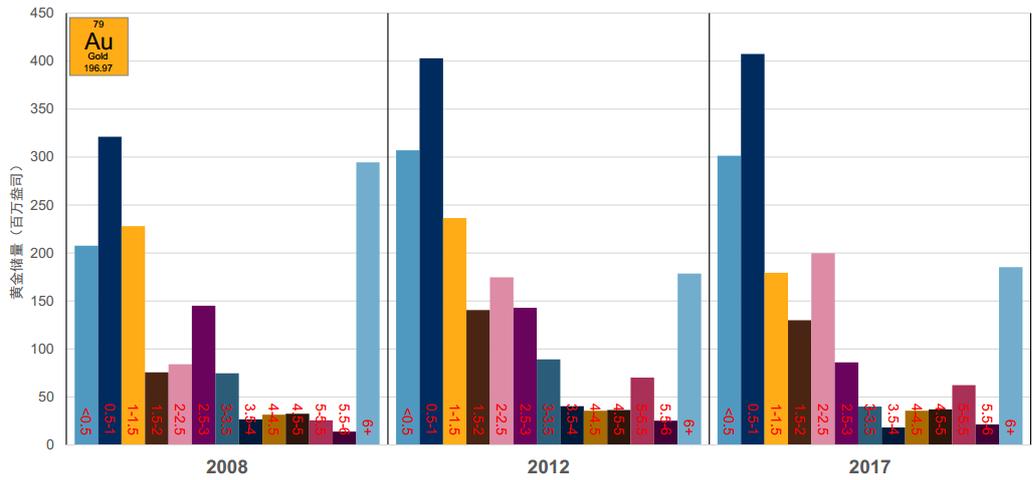
近两年我国矿产金产量下滑, 黄金资源存在稀缺性。根据中国黄金协会数据, 2017 年我国矿产金产量为 369 吨, 同比下降 7%, 2018Q1-Q3 矿产金累计产量约 247 万吨, 同比下降 9%。从上市公司层面, 如果不考虑外延并购所增加的部分, 2017 年国内黄金上市公司如赤峰黄金、西部黄金、山东黄金矿产金产量均出现不同程度的下降, 一是由于矿山本身老化, 品位下降, 二是因近年环保力度趋严, 采选冶环节均面临部分环保压力, 开工率不足。从全球范围来看, 高品位黄金矿具备稀缺性, 低品位黄金矿占比高, 从根本上限制了黄金产量的大幅增长。

图 15: 中国矿产金产量及其同比增速 (2000-2018Q3)



资料来源: 中国黄金协会, 安信证券研究中心

图 16: 全球黄金含量集中在较低品位矿床-0.5g/t 区间, 高品位资源稀缺



资料来源：标普全球市场财智，安信证券研究中心

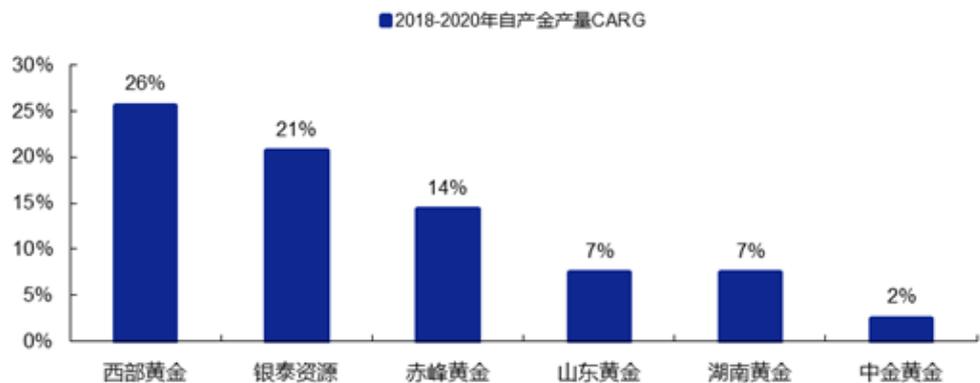
山东黄金矿产金产量为国内上市公司最大，西部黄金和赤峰黄金产量受环保因素影响，产量有望逐步恢复，银泰资源具备较好的矿产金产量成长性。我们预计，山东黄金、中金黄金、银泰资源、湖南黄金、西部黄金、赤峰黄金 2018 年矿产金产量依次为 39、23.8、5.7、4.8、2.6、1.6 吨。银泰资源 2018 年预计产金 5.7 吨，随着 2019 一季度淮间山金矿投产，公司自产金产量继续增长，在全国矿产金产量下滑的大背景下，公司的产量增长具备较大稀缺性。

表 7：A 股主要黄金公司 2018 年矿产金产量及未来增产空间预测

	2018E	产量规划和增产空间
山东黄金	39.0	通过合并矿区和现有矿山增扩产提高产量；集团资产注入也有望提高产量
中金黄金	23.8	现有矿山增长空间有限，增量大概率来自集团资产注入
银泰资源	5.7	青海大柴旦预计 2019Q1 投产，满产后产金量有望达到 2-3 吨
湖南黄金	4.8	黄金洞矿业旗下矿山扩产提质工程逐渐完工并达产，满产后有望达到 3 吨
西部黄金	2.6	环保压力放松，矿山恢复正常生产；哈图深部采矿&选矿技改项目提高产能
赤峰黄金	1.6	国内矿山工程建设完毕后产金量逐步稳定，满产后有望达到 2-3 吨，海外收购老挝 Sepon 铜金矿之后从 2021 年开始产金，满产后有望达到 4.5 吨

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

图 17：黄金公司 2018-2020 年自产金 CAGR



资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

注：产量预测中不考虑资产注入的情况

综合产量储量及成长性来看，山东黄金在储量和产量层面均具备较好的成长性，中金黄金产量虽大，但未来 2-3 年内生增幅较为有限。银泰资源资源量虽小，但仍有较好的增储空间，

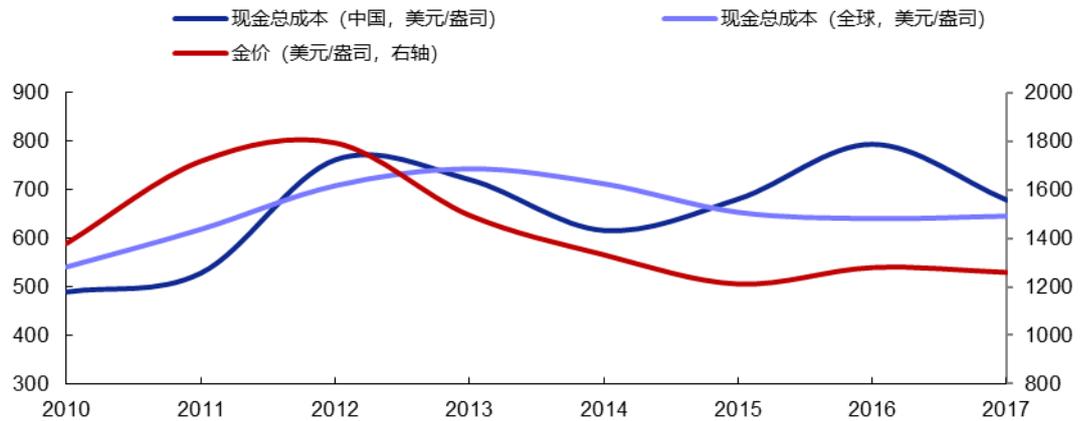
且产量有较为稀缺的成长性，湖南黄金较为稳定，而西部黄金和赤峰黄金的产量变化则需看自身技改推进情况和环保政策的变化。

2.2. 生产成本及变化趋势

全球范围看，金价和生产成本具备较强的正相关性。从 2010-2017 年金价和黄金企业生产成本的变化来看，两者相关性较高，尤其是金价和成本曲线 90%分位线的走势较为吻合。

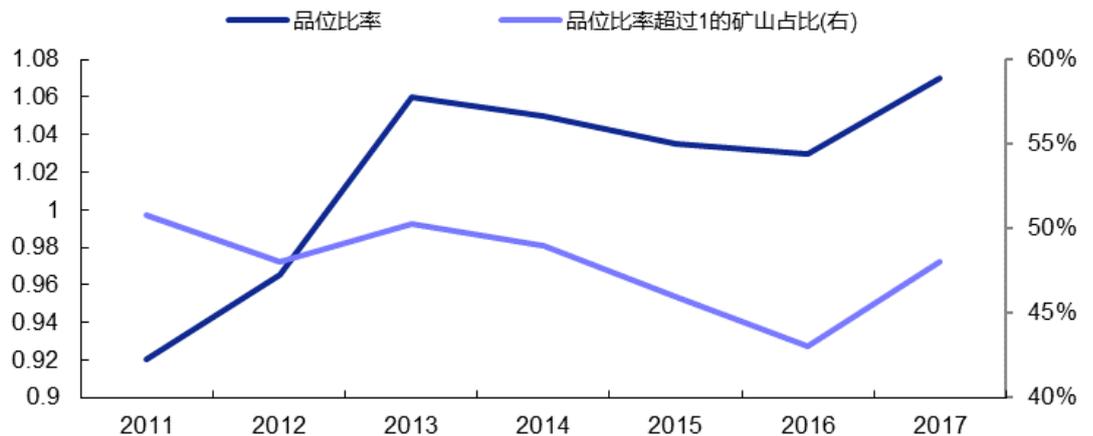
长期来看，金价影响企业对品位的调节进而影响成本，短期看成本存在刚性。长期看，由于黄金的实体供需对价格的指引性较弱，我们倾向于认为，是金价在更大程度地影响成本而非相反。这里的关键在于，我们观察到在金价和黄金入选品位出现反向变化，也即当金价较差的时候，企业为了降低成本可能适当提高入选品位，反之亦然。但短期之内，黄金企业成本调节空间有限，尤其近些年国内黄金企业受环保等因素影响成本存在刚性，成本的高低对金价有一定心理支撑。

图 18: 中国及全球黄金现金成本与金价呈同向变化



资料来源: 全球黄金年鉴, 安信证券研究中心

图 19: 全球黄金企业平均入选品位变化

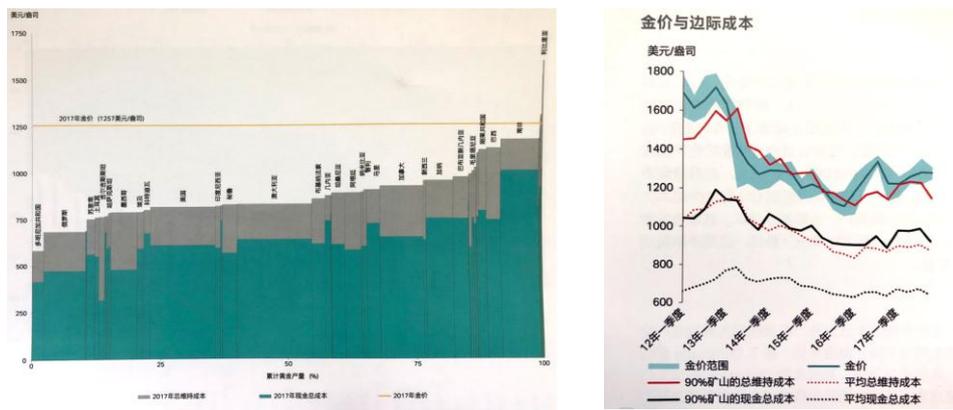


资料来源: 全球黄金年鉴, 安信证券研究中心

南非为全球生产成本最高的黄金主产地，现金总维持成本大致在 1100-1200 美元/盎司。2017 年全球黄金产量排名前十国家依次为中国、澳洲、俄罗斯、美国、加拿大、秘鲁、印尼、南非、墨西哥、加纳。从成本曲线来看，南非作为黄金主产地之一位于成本曲线的最右端，现金总维持成本大致为 1100-1200 美元/盎司。

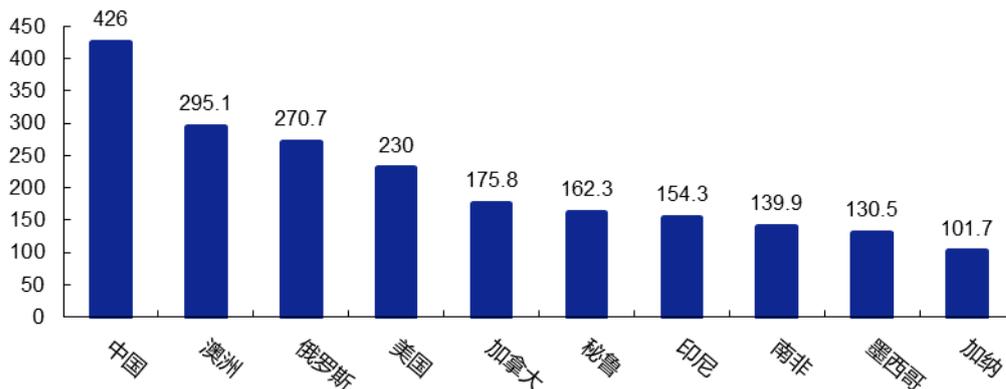
图 20: 金价和边际成本之间的关系

2017 年黄金边际成本曲线



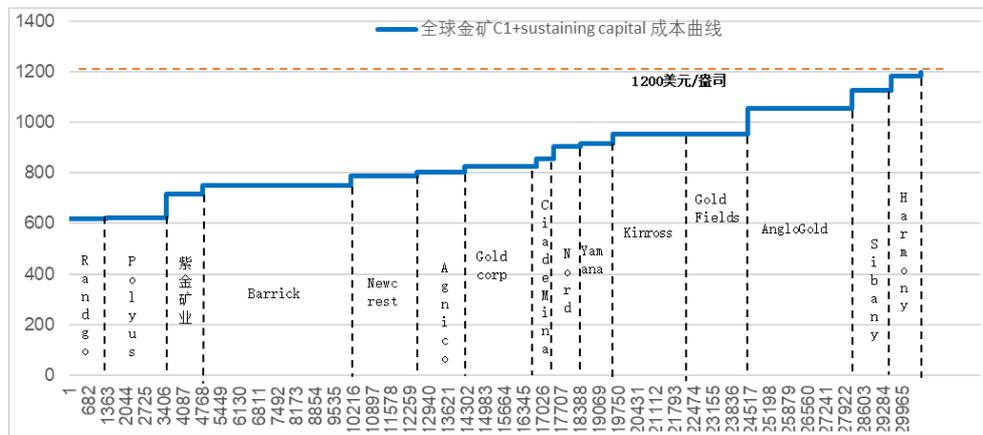
资料来源: 全球黄金年鉴, 安信证券研究中心

图 21: 2017 年各国黄金产量情况 (吨)



资料来源: 《世界黄金年鉴2018》, 安信证券研究中心

图 22: 全球主要黄金企业成本曲线 (2017)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2012-2017 年, 海外企业成本降, 国内企业成本升。国际金价自 2012 年见顶回落, 全球黄

金生产成本也随之下降，这一点也可从海外主要黄金公司的财务数据中得到微观印证。然而，国内黄金企业的成本近些年却经历了较为明显的上升，尽管矿产金产量的下降带来的单位折旧摊销增加可以部分解释，但仍反映出国内黄金生产企业受限于资源禀赋、环保政策等原因，生产调整空间较为有限。

表 8：全球黄金公司自产金成本变化

公司名称	口径	单位	2012	2013	2014	2015	2016	2017	趋势
山东黄金	生产成本*	元/g	152	145	139	132	132	152	
巴里克黄金	AISC**	美元/盎司	945	915	864	831	730	750	
纽蒙特	AISC	美元/盎司	1177	1113	1002	898	912	924	
金田公司	AISC	美元/盎司	779	1202	1053	1007	980	955	
Agnico Eagle	AISC	美元/盎司		952	954	810	824	804	
Anglo Gold	AISC	美元/盎司	1285	1195	1020	910	986	1054	
Polyus Gold	AISC	美元/盎司	1079	1082	973	975	984	954	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*国内黄金企业克金生产成本为自产金业务营业成本除以自产金销量倒算得出

**AISC 也称全部维持成本，按照现金成本加上商品成本、持续资本开支、企业、一般及行政费用（扣除股份费用）及勘探费用的总和计算

银泰资源克金生产成本最低，环保、检修等原因导致西部黄金和赤峰黄金生产成本陡增。据我们测算及调研得知，2018 年 A 股黄金企业矿产金克金生产成本（毛成本）在 90~200 元不等，成本从高至低排序依次为西部黄金、中金黄金、赤峰黄金、山东黄金、湖南黄金以及银泰资源。

成本高低与入选品位有一定关系，同时也受到环保等特殊因素影响。如西部黄金的哈图金矿 2017 年进行矿山停产整顿，伊犁公司 2018 年停产整改，近两年产量不断下滑，克金成本预计从之前 160 元/g 的水平升至目前 200 元/g 的水平；类似的，赤峰黄金也因环保及矿山建设原因矿产金产量出现下滑，克金成本从此前 110~120 元/g 水平上升至目前约 170 元/g 的水平。银泰资源两座在产金矿中东安金矿入选品位高达 16g/t，使得整体克金成本仅有约 90 元，中金黄金入选品位约 1.7g/t，从而整体克金成本较高。从目前趋势上看，因环保趋严，品位下降等因素，大多数公司克金成本近些年均有上升或存在上升的可能，反过来随着整改等工作的完成，西部黄金、赤峰黄金等高成本企业成本端也存在大幅下降的可能。

表 9：A 股主要黄金公司矿产金克金生产成本情况

公司	产量 (2018E, 吨)	入选品位 (g/t)	克金生产成本 (元/g)	成本变化及说明
西部黄金	2.6	-	200	2017-2018 年因环保、检修升级导致成本上升，未来两年有下降可能
中金黄金	23.8	1.7	184	成本有上升趋势，矿山老化，品位有所下降
赤峰黄金	1.6	11.3	162.5	2017-2018 年因环保和矿山建设导致单位成本激增，未来 2-3 年成本有下降可能
山东黄金	39.0	2.3	150	自产金成本在上升，一是国内矿石品位下降，二是收购的海外贝拉德罗金矿成本高于国内矿山
湖南黄金	4.8	3.3	116	成本变化不大，主要是往深挖品位存在上升可能
银泰资源	5.7	11.3	90	成本有上升趋势，一是东安金矿入选品位下降，二是新投产的滩间山成本高于东安金矿，略低于吉林白山矿

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

高成本企业具备更高的业绩弹性，低成本企业具备更好的现金创造能力。高成本企业如中金黄金、西部黄金等毛利空间较薄，业绩波动大，也即具备较高的业绩弹性，湖南黄金尽管矿产金成本低，但外购冶炼金营收规模较大，造成整体毛利率较低。低成本生产企业如银泰资源虽业绩弹性相对较弱，但现金创造能力较为优秀，资产负债率相对可控，对增发股份等摊薄股本的融资方式依赖性不至于太强，使得其具备较大的举债以及进一步收并购的潜能。

表 10: A 股主要黄金公司净利率情况 (2013-2018Q3)

	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/9/30
山东黄金	2.43%	1.86%	1.56%	2.61%	2.34%	2.24%
中金黄金	2.23%	0.87%	0.40%	1.22%	1.65%	1.26%
银泰资源	94.63%	48.59%	44.43%	38.71%	29.23%	15.30%
紫金矿业	5.75%	4.49%	1.81%	2.14%	3.43%	5.13%
西部黄金	11.18%	7.29%	6.00%	11.37%	1.57%	-6.31%
湖南黄金	3.70%	2.11%	0.25%	1.81%	2.84%	1.79%
赤峰黄金	39.21%	26.88%	14.88%	15.96%	10.91%	6.24%

资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

表 11: A 股主要黄金公司经营性现金流净额/营业收入情况 (2013-2018Q3)

	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/9/30
山东黄金	6.3%	5.4%	5.4%	5.4%	7.3%	4.9%
中金黄金	2.7%	2.4%	-4.1%	2.5%	1.9%	6.3%
银泰资源	50.1%	25.6%	30.2%	44.4%	62.1%	22.1%
紫金矿业	17.8%	10.8%	13.8%	10.9%	10.3%	8.7%
西部黄金	20.3%	28.1%	10.8%	22.9%	16.0%	-26.3%
湖南黄金	12.4%	9.4%	10.4%	6.8%	4.6%	3.0%
赤峰黄金	66.9%	8.6%	10.6%	3.2%	-14.6%	18.7%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.3. 公司治理及资本运作

纵览全球矿业巨头的成长史，基本就是一部矿业并购史，是否具有持续的收购和并购优质资产的能力对矿业企业至关重要，决定了矿企的成长性。

我们认为这一成长性取决于以下三大因素：

一是集团家底。集团自身资产规模、矿业资产布局情况、矿产资源量，以及实控人在矿业领域的经验一定程度上均代表了集团的家底。从资源层面而言，中金黄金集团、山东黄金资源量均较为丰富，矿产金总量均突破 40 吨，不同的是中金集团旗下有两家上市公司，即中金黄金（主要负责境内业务）和中金黄金国际，山金集团旗下仅山东黄金一家上市公司。紫金矿业、西部黄金、湖南黄金实控人均均为地方国资委，集团层面的黄金资产均已全部注入上市公司。赤峰黄金和银泰资源均为民企，赤峰黄金实控人还有另一家新三板有色上市公司——瀚丰矿业，银泰集团则仅有银泰资源一家有色金属上市公司。

二是自身资本运作实力。是否具备大型矿山并购经验，实控人或集团层面资本实力，以及治理和决策机制是否灵活是关键因素。从绝对数量来看，山东黄金、中金黄金的矿业收并购案例较多，但多以国内探矿权整合和集团资产注入为主，值得注意的是山东黄金近年开启了“走出去”战略，于 2017 年完成了对阿根廷贝拉德罗金矿的收购。银泰资源近年完成了对埃乌拉多三大金矿的收购，交易金额高达 6 亿美金，积累了较为丰富的矿业并购经验，赤峰黄金也在践行“走出去”战略，2018 年底从五矿手下收购了老挝 Sepon 铜金矿。西部黄金、湖南黄金近些年收并购运作较少。

三是融资潜能。资产负债率较高的企业对股权融资的方式较为依赖，股份面临摊薄可能。资产负债率较低的企业举债潜能大，融资渠道较为丰富。银泰资源资产负债率最低，2018Q3 资产负债率仅为 14.1%，同时集团层面业务条线丰富，资产实力可观，融资潜力大。湖南黄金、西部黄金资产负债率均在 35% 以下，且近年无太大资本开支，现金压力不大。赤峰黄金 2018Q3 资产负债率为 42.1%，2018 年 10 月 13 日，公司公告拟定增募集不超过 17.8 亿用于收购 Sepon 铜金矿。山东黄金 2018Q3 资产负债率为 54.1%，港股上市募资 6.14 亿美元后有望降低负债规模。中金黄金资产负债率最高，2018Q3 资产负债率为 61.6%，近期拟发行股份收购内蒙古矿业 90% 股权，鉴于所收资产成熟，未来资本开支增量有限，对资产负债率压力有限。

综合集团家底、资本运作实力以及融资潜能来看，山东黄金、银泰资源、以及中金黄金具备相对较好的资本运作潜能，一定程度上有益公司的外延扩张。

表 12: A 股主要黄金公司集团情况、近年并购经验及举债潜能情况

企业属性	实控人	实控人持股比	集团情况	近年并购经验	举债潜能
山东黄金	山东省国资委	37.58% (2018.10.26)	截至 2017 年山东黄金集团保有资源储量达到 1699.5 吨,共有 18 座黄金矿山,其中有 7 座矿山尚未注入上市公司体内,核心矿山可开采年限平均剩余在 30-40 年, 2017 年矿产金产量达到 43.9 吨	2014 年发行股份收购集团黄金资产, 交易价格 50.4 亿元 2017 年公司联手世界黄金巨头巴里克黄金, 以 9.6 亿美元成功收购贝拉德罗项目 50% 权益	截至 2018Q3, 资产负债率为 54.1%
中金黄金	国务院国资委	50.34% (2018.09.30)	中国黄金集团黄金资产遍布全国, 目前基本形成 15 个大型生产基地, 约 48 户矿山企业, 42 户亿黄金生产为主; 截至 2017 年底, 集团拥有黄金资源 1907 吨, 2017 年矿产金产量达到 42.42 吨	2015 年完成对集团下属资产凌源日兴 100% 股权的收购, 交易金额 3.7 亿元 2018 年 11 月公告, 拟发行股份收购内蒙古矿业 90% 股权, 资产 100% 股权估值为 50 亿元	截至 2018Q3, 资产负债率为 61.6%
紫金矿业	上杭县国资委	25.88% (2018.09.30)	截至 2017 年底, 闽西兴杭国有资产投资公司拥有子公司共 12 家, 有色金属方面仅紫金矿业一家, 除矿产资源开发外, 主营业务还包括下属企业的地产、高速公路收费、供水、资产管理、担保收入等	2014 年完成对穆索诺伊铜矿 51% 股权的收购; 2015 年收购 Kamoa49.5% 股权及股东贷款, 新几内亚巴里克 50% 股权及股东贷款, 交易金额约 43.4 亿元; 2018 年 12 月完成对 RTB bor 63% 股权的收购, 交易金额为 3.5 亿美元	截至 2018Q3, 资产负债率为 58.1%; 2019 年 1 月公司公告称拟公开增发募资 80 亿
西部黄金	新疆国资委	67.17% (2018.09.30)	新疆有色集团主要产品包括镍、铜、黄金、稀贵金属和硫酸等, 截至 2015 年底, 拥有铜、镍、金及铁等的权益资源量分别为 92.87 万吨、59.7 万吨、61.31 吨、5693 万吨, 旗下拥有西部黄金、新鑫矿业两家上市, 黄金业务已全部注入上市公司	2017 年拟收购锰业资产, 后失败	截至 2018Q3, 资产负债率为 34.3%
湖南黄金	湖南省国资委	39.91% (2018.09.30)	湖南黄金集团主营有色金属矿山设计、勘探、采选冶, 采矿业务集中在湖南黄金股份, 金矿资产已全部注入上市公司	2015 年并入集团黄金洞矿业 100% 股权, 交易金额 14.95 亿元 (2013-12-9 到 2015-4-8)	截至 2018Q3, 资产负债率为 29.4%
赤峰黄金	赵美光	30.27% (2018.09.30)	赵美光在采矿和冶金行业拥有三十年工作经验, 除赤峰黄金外还拥有新三板上市公司瀚丰矿业 (833180.OC), 瀚丰矿业 2017 年产铜 310 吨、铅 1.56 万吨、锌 6.69 万吨	2012 年收购吉隆矿业 100% 股权, 交易金额 15.94 亿元 (2012-2-27 到 2012-12-1) 2013 年收购五龙金矿 100% 股权, 交易金额 6.26 亿元 (2013-3-16 到 2014-8-28) 2014 年收购雄风稀贵 100% 股权, 交易金额 9.06 亿元 (2014-8-11 到 2015-2-18) 2015 年收购广源科技 55% 股权, 交易金额 1.22 亿元 (2015-6-2 到 2015-7-24) 2018 年收购 MMG Laos 100% 股权, 交易金额 17.79 亿元 (2018-10-13 到 2018-12-1)	截至 2018Q3, 资产负债率为 42.1%
银泰资源	沈国军	19.84% (2018.12.07)	中国银泰集团由沈国军于 1997 年在北京创立, 是一家多元化实业发展与投资集团, 下辖银泰商业集团、银泰置地集团、银泰资源集团、银泰文旅集团、银泰投资与金融集团、银泰健康集团、银泰公益基金, 拥有多家境内外上市公司和 100 多家控股、参股公司	2013 年完成重大资产重组, 收购玉龙矿业铅锌银矿 2018 年 1 月埃拉多三大黄金资产正式并入上市公司, 交易金额 6 亿美金	截至 2018Q3, 资产负债率为 14.1%

资料来源: 公司公告, 公司债券募集说明书, 安信证券研究中心

2.4. 股权质押、解禁及增持情况

交易层面而言，上市公司解禁及增减持情况对股价走势有一定影响。西部黄金首发股在 2018 年 1 月解禁，近期控股股东连续公布减持计划；山东黄金在 2019 年 10 月解禁 3.588 亿股，紫金矿业在 2020 年 6 月解禁约 4.9 亿股。银泰资源在未来 1-2 年没有解禁压力，同时公司层面近期有股份回购计划，控股股东也在近期增持公司股票，相对而言交易层面的利多因素较多。

部分公司实控人股权质押比例较高，近期股权质押风险有所缓解。从实控人股权质押比例来看，赤峰黄金、银泰资源、西部黄金、山东黄金实控人股权质押比例分别达到 98.3%、91.4%、49%、31.3%，紫金矿业、中金黄金、湖南黄金实控人股权质押比。证监系统高度重视股权质押问题，先后于 8、9 月份两次下发全系统通知协调纾解股票质押风险，10 月份相关会议也进行了相关部署，将股票质押风险的防范化解作为全系统的年终考核指标，且随着 10 月份以来黄金股股价持续上涨，股权质押风险有所缓解。

表 13: A 股代表性黄金企业股权质押、解禁以及股票增减持情况

	股权质押比例*	大股东质押比例*	近期解禁情况	近期增减持情况
山东黄金	14.6%	31.3%	1、2019 年 10 月 21 日，解禁 3.588 亿股，占总股本 16.21%。 2、2020 年 10 月 20 日，解禁 4673 万股，占总股本 2.11%。	暂无
中金黄金	0.0%	0.0%	暂无	暂无
银泰资源	34.7%	91.40%*	2021 年 1 月 25 日解禁 5.4 亿股（占现有总股本 27.18%），主要是大股东和战投	1) 2018 年 11 月 2 日公司实施回购，拟回购 3 亿元或 3000 万股 2) 2018 年 12 月 6-7 日，实控人增持公司股票
紫金矿业	0.0%	0.0%	2020 年 6 月 8 日解禁约 4.19 亿股（占现有总股本 1.82%），主要是闽西兴杭国有资产和紫金集团	
西部黄金	33.6%	49%	2018 年 1 月 22 日首发股解禁 4.46 亿股（占总股本 70.17%），主要是控股股东	2018 年以来控股股东连续减持，最新减持计划（11 月 28 日）显示，公司拟未来三个月减持不超过 1% 的股份
湖南黄金	0.0%	0.0%	暂无	目前暂无
赤峰黄金	41.4%	98.3%	暂无	二股东谭雄玉及一致行动人拟于 2018 年 9 月 25 日至 2019 年 1 月 31 日期间通过集中竞价及大宗减持不超过 0.49 亿股（占总股本 3.4%）

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*：数据均以最新公告为准

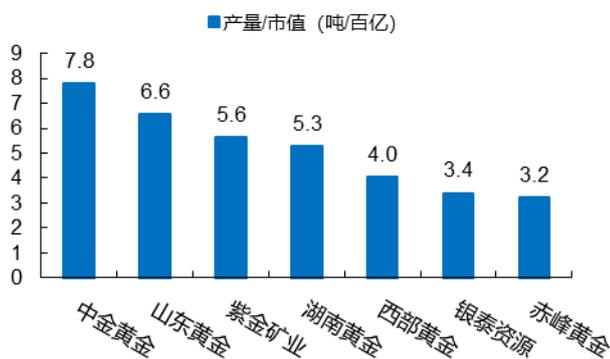
**：截至 2018 年 12 月 21 日，实控人沈国军累计质押 1.18 亿股，占其持有公司股份的 91.4%，控股股东中国银泰累计质押 2.06 亿股，占其持有公司股份的 71.8%

2.5. 业绩弹性和估值对比

金价已步入系统性上行通道，看好所有黄金标的的重估潜能。在表 14 中我们根据不同金价假设下测算的公司 2019 年业绩以及相应的估值的情况。可以看到当金价涨幅达到 40% 左右，除了西部黄金以外其余黄金公司 PE 估值倍数均已消化到 10 倍+水平，由于每个公司业务构成不尽相同，理论上的稳态估值存在差异，很难精确给予稳态估值，大体假设稳态估值在 20-30x，根据我们在 1.3 节所阐述的理论，此时所有黄金标的均有较大重估潜能。

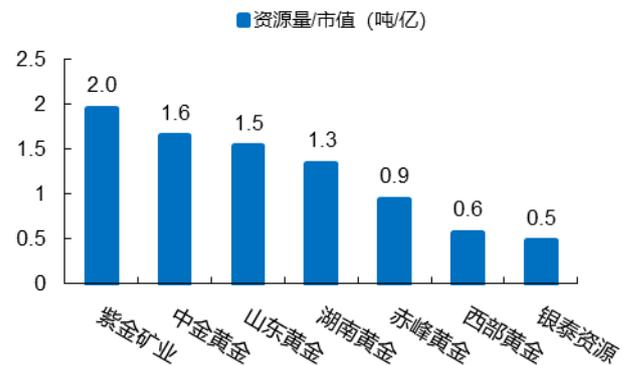
产量市值比和储量市值比的筛选方法并不全面。中金黄金、湖南黄金产量/市值比较大，这一比值本质衡量的是即期业绩弹性所带来的估值消化快慢。中金黄金、山东黄金的资源量/市值比较大，反映的是资源的厚度，影响的是公司远期估值。这两项简单指标一定程度上可以作为筛选标的的参考，但并非全面，因为忽略了公司业务构成的差别对业绩弹性和稳态估值的影响。

图 23: A 股黄金公司产量市值比 (截至 2019.01.04)



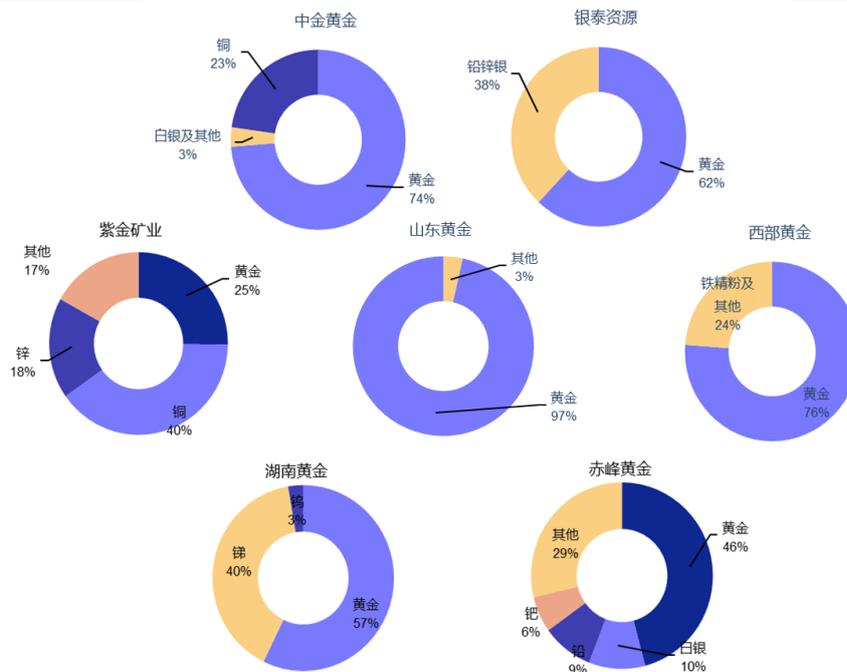
资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图 24: A 股黄金公司资源量市值比 (截至 2019.01.04)



资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

图 25: 黄金公司各项业务毛利润占比情况 (2018E)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

从业绩弹性和稳态估值角度筛选标的。中金黄金、西部黄金等高成本公司显示出来较强的业绩弹性，但假设金价上涨 40%，其估值水平仍要略贵于其他黄金公司，因此还需综合考虑稳态估值的情况；然而估值是门艺术，一千个投资者可能有一千个主观估值，黄金业务和其他

业务构成情况、黄金产量增长性等多方面指标均会影响稳态估值水平。在看涨金价的背景下，结合业务构成、产量增长等多方面因素，我们认为山东黄金、银泰资源、湖南黄金具备较大的重估潜力。

表 14：A 股主要黄金公司业绩弹性及估值测算

公司名称	当前市值 (0107) 亿元	总资源量 吨	矿产金产量 (2019E) 吨	不同金价下归母净利润测算 (亿元, 2019E)					不同金价假设下 PE(2019E)				
				基准	10%	20%	30%	40%	基准	10%	20%	30%	40%
				280	308.0	336.0	364.0	392.0	280	308.0	336.0	364.0	392.0
山东黄金	635.8	983.0	42.0	15.2	22.5	29.8	37.1	44.4	41.8	28.3	21.3	17.1	14.3
中金黄金*	297.1	495.0	23.4	3.5	6.5	9.6	12.6	15.7	85.2	45.4	31.0	23.5	18.9
银泰资源	205.5	110.0	7.1	7.9	9.6	11.2	12.9	14.6	26.0	21.5	18.3	15.9	14.1
西部黄金	91.6	60.8	3.7	1.2	1.8	2.4	3.1	3.7	79.2	51.1	37.8	29.9	24.8
湖南黄金	98.2	132.5	5.2	2.8	3.9	5.0	6.0	7.1	35.2	25.1	19.8	16.3	13.8
赤峰黄金**	59.3	55.75	1.86	1.8	2.2	2.6	3.0	3.4	32.1	26.5	22.6	19.6	17.4

资料来源：Wind，公司财报，安信证券研究中心

*：暂未考虑乌奴铜组矿注入

**：暂未考虑 Sepon 铜金矿业业绩贡献

综合以上五个维度来看，我们对黄金标的推荐顺序依次为山东黄金、银泰资源、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金和西部黄金。分部来看，成本的高低影响了黄金公司业绩相对于价格的弹性，纯业绩弹性角度而言，中金黄金和西部黄金业绩弹性较大。但同时也要考虑稳态估值的情况，我们认为产储成长性、资本运作能力、各项业务占比等决定了公司合理稳态估值的水平，从这一维度而言，山东黄金、银泰资源、中金黄金、湖南黄金具备一定相对估值溢价的基础。同时结合股权质押、解禁以及增减持情况来看，我们对黄金标的推荐顺序依次为山东黄金、银泰资源、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金和西部黄金，建议投资者重点关注。

3. 附录：A 股主要黄金上市公司一览

3.1. 山东黄金：矿产金产量稳步增长，全球化布局扬帆起航

3.2. 银泰资源：黄金新贵，崭露峥嵘

3.3. 中金黄金：矿产金业绩弹性大，集团优质资产注入预期强

3.4. 湖南黄金：金梯双轮驱动，矿产金产量稳步增长

3.5. 赤峰黄金：矿产金持续强化，资源综合回收稳步扩张

3.6. 西部黄金：西北地区黄金采选冶龙头

2019年01月07日

山东黄金 (600547.SH)

矿产金产量稳步增长，全球化布局扬帆起航

■ **国内矿产金产量第一、储量第二的黄金龙头。**公司位于国内岩金资源最为丰富的胶东半岛，大股东为山东省黄金集团，山东省国资委为实际控制人。2018年公司矿产金约39吨，位居国内首位；截至2018Q1末黄金资源量983吨，国内排名第二，仅次于紫金矿业，是A股少有的业务纯粹为黄金的龙头公司。

■ **国内外优质黄金资源实力雄厚，储量成长性强。**截至2018年3月31日，上市公司层面在国内拥有12座矿山，海外拥有贝拉德罗矿山50%股权，黄金资源量983吨，黄金储量约339吨，权益储量约289吨。截至2017年底，集团黄金储量已达1699.5吨，特别是在2017年探获世界级巨型单体金矿床“三山岛矿区西岭金矿”，目前已备案金属量382.58吨，平均品位4.52克/吨。依托山金集团以及海外雄厚的资源储备，上市公司有望获得较为持续的资源增厚。

■ **矿产金产量稳步增长，2020年有望升至年产45吨左右。**公司国内主力矿山为三山岛、焦家、新城和玲珑金矿，2018年矿产金产量约20吨，占公司国内总产量2/3，未来还有进一步增产潜力。国外主力矿山阿根廷贝拉德罗金矿，年权益产量9~10吨，生产情况稳定。根据山金集团“十三五”时期迈入全球黄金矿业综合实力前十强”的战略目标，到2020年，山东黄金集团的黄金业务板块矿产金产量有望超过55吨。我们预计，上市公司2019~2020年矿产金产量有望继续通过现有矿山扩产以及集团资产注入等方式由2018年的约39吨提升至45吨左右。

■ **生产成本低于国内平均水平，具有较强的竞争优势。**根据AAI报告显示，公司2017年国内矿山总现金成本为681.6美元/盎司，低于国内行业平均水平715美元/盎司。同时，公司矿石贫化率、采矿损失率、选矿回收率等核心技术指标也优于国内平均水平，具有较强的成本优势。

■ **携手巴里克黄金，打开全球化成长空间。**2017年6月底，贝拉德罗矿山50%股权并购项目正式交割，山金和巴里克黄金实现共同经营。早在2017年4月，双方即签订《战略合作协议》，探索关于阿根廷与智利边境的Pascua-Lama矿以及Indio Gold Belt等项目的合作。2018年9月，双方签订《相互战略投资协议》，约定协议签订12个月内，双方一次或多次地在公开的证券交易场所购买对方挂牌上市的股票，投资额不超过3亿美元（双方基本对等）。

■ **投资建议：“买入-A”投资评级，6个月目标价46.35元。**我们的测算表明，在2018-2020年黄金均价为270元、303元、330元的假设下，公司2018-2020年EPS分别为0.54元、1.04元和1.62元。考虑到公司矿产金产量、储量的成长性和成本优势，以及全球化布局的潜力，给予公司6个月目标价46.35元，相当于2020年28xPE。

■ **风险提示：**1) 公司矿产金产量不达预期；2) 美联储加息进度超预期，金价下跌。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	50,198.9	51,041.3	52,176.4	53,512.4	55,857.4
净利润	1,292.8	1,137.4	1,194.2	2,301.7	3,576.8
每股收益(元)	0.58	0.51	0.54	1.04	1.62
每股净资产(元)	7.01	7.37	9.26	9.20	9.01

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	50.0	56.8	54.1	28.1	18.1
市净率(倍)	4.2	4.0	3.2	3.2	3.2
净利润率	2.6%	2.2%	2.3%	4.3%	6.4%
净资产收益率	8.0%	7.0%	6.0%	11.5%	18.0%
股息收益率	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	1.1%
ROIC	12.6%	8.7%	7.6%	12.9%	19.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

黄金

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**46.35元**
股价(2019-01-07) **30.90元**

交易数据

总市值(百万元)	68,412.86
流通市值(百万元)	44,851.37
总股本(百万股)	2,214.01
流通股本(百万股)	1,451.50
12个月价格区间	21.60/33.82元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.77	40.76	22.4
绝对收益	10.0	30.55	-2.92

齐丁 分析师
SAC 执业证书编号：
S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚 分析师
SAC 执业证书编号：
S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润 报告联系人
wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

2019年01月07日

银泰资源 (000975.SZ)

黄金新贵，崭露峥嵘

■ **埃尔拉多优质资产并表，黄金业务已成支柱。**2018年1月埃尔拉多黄金资产正式过户至上市公司，2018H1黄金业务毛利贡献超过70%，黄金业务已成支柱。公司三大金矿分别位于黑龙江（东安金矿）、吉林白山（板庙子金矿）、青海大柴旦（滩间山），合计保有黄金资源量99吨，预计2018年产金约5.7吨，滩间山金矿达产后公司年产量将攀升至9吨，位列全国前茅。

■ **矿业并购机器，不断成长的矿业贵族。**一是拥有玉龙矿业、东安金矿等低成本优质矿山作为压舱石，产能持续扩张提供业绩增量和现金流。二是公司资产负债率低，举债潜能充沛。三是与埃尔拉多的跨国并购锤炼并证明了自身的矿业投资能力，而作为中国银泰旗下唯一的资源类上市平台，公司有望借助大股东背景提升自身对金融资本和产业资源的调动能力。

■ **玉龙矿业禀赋优异，白银产储量大。**玉龙矿业目前保有铅+锌金属资源储量上百万吨，银金属资源储量4737吨，可采年限超过30年，地处蒙中东地区著名成矿带，进一步增储空间较为广阔。2017年玉龙矿业采出矿石量71.8万吨，银168.4吨，铅1.6万吨，锌2.0万吨，实现净利润4.62亿元，净利率高达47%，且因产品品质优异，基本没有赊销，现金创造能力强。大竖井工程预计于2019年投入使用，年采矿量有望提升至130万吨甚至更大，业绩具备翻番的潜力。

■ **低成本黄金产量释放在即，业绩成长性毕现。**公司入主后吉林板庙子金矿经营改善显著，2017年产金2.15吨，实现净利润约1.86亿元，同比实现400%以上的增长。东安金矿于2017年9月正式投产，2018H1入选品位高达16g/t，实现净利润约2.25亿元，现金成本仅为47元/g，盈利能力极强。青海大柴旦黄金平均品位达4.5g/t，同时拥有较为广阔的增储前景，2017年勘探新增金金属资源量12.66吨，预计将于2019年上半年恢复生产。三大低成本金矿正迎来产量和业绩的渐次释放，公司黄金业务成长性毕现。

■ **投资建议：给予公司“买入-A”投资评级，6个月目标价为15.5元。**考虑到近期美国诸多经济指标不及预期，美联储下调了2019年GDP增速和利率预测中值，金价有望持续上行，在2018-2020年黄金均价为270、303、330元的假设下，预计公司2018-2020年EPS分别为0.33元、0.46元和0.62元。给予公司“买入-A”的投资评级，上调6个月目标价至15.5元/股，相当于2020年约25x PE。

■ **风险提示：**1) 大竖井项目进程不及预期；2) 黄金矿入选品位及产量释放不及预期；3) 美联储加息节奏超预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	761.9	1,482.6	4,905.4	5,038.6	5,858.5
净利润	219.6	325.3	652.6	905.8	1,221.8
每股收益(元)	0.11	0.16	0.33	0.46	0.62
每股净资产(元)	1.91	2.07	4.59	4.92	5.36

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	94.9	64.1	31.9	23.0	17.1
市净率(倍)	5.5	5.1	2.3	2.1	2.0
净利润率	28.8%	21.9%	13.3%	18.0%	20.9%
净资产收益率	6.3%	8.6%	7.3%	9.3%	11.5%
股息收益率	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	6.8%	11.0%	16.5%	10.9%	14.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

稀有金属

投资评级 **买入-A**

维持评级

6个月目标价：**15.5元**

股价(2019-01-07) **10.36元**

交易数据

总市值(百万元)	20,547.74
流通市值(百万元)	12,730.23
总股本(百万股)	1,983.37
流通股本(百万股)	1,228.79
12个月价格区间	6.80/16.70元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	23.02	37.07	37.22
绝对收益	19.35	27.9	5.82

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

银泰资源：黄金新贵，崭露峥嵘/齐丁 2018-11-05

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	761.9	1,482.6	4,905.4	5,038.6	5,858.5	成长性					
减:营业成本	173.2	704.3	3,346.0	3,061.2	3,286.7	营业收入增长率	4.2%	94.6%	230.9%	2.7%	16.3%
营业税费	44.0	73.1	220.7	226.7	263.6	营业利润增长率	-8.6%	42.2%	81.0%	36.8%	34.5%
销售费用	0.5	0.9	2.8	2.9	3.4	净利润增长率	-11.4%	48.1%	100.6%	38.8%	34.9%
管理费用	207.1	218.8	367.9	453.5	585.9	EBITDA 增长率	-5.3%	32.3%	69.8%	31.6%	29.3%
财务费用	-9.9	-15.1	12.4	9.7	-15.8	EBIT 增长率	-10.7%	41.9%	88.8%	36.0%	32.3%
资产减值损失	1.1	-0.0	35.0	12.0	15.7	NOPLAT 增长率	-11.6%	46.5%	82.0%	36.1%	32.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.7%	21.6%	106.1%	3.3%	1.1%
投资和汇兑收益	22.6	23.3	27.9	24.6	25.3	净资产增长率	0.6%	7.8%	104.3%	7.6%	9.4%
营业利润	368.5	524.1	948.5	1,297.1	1,744.4	利润率					
加:营业外净收支	-1.5	-1.4	-1.9	-1.6	-1.7	毛利率	77.3%	52.5%	31.8%	39.2%	43.9%
利润总额	367.0	522.7	946.6	1,295.5	1,742.7	营业利润率	48.4%	35.4%	19.3%	25.7%	29.8%
减:所得税	72.1	89.4	189.3	259.1	348.5	净利润率	28.8%	21.9%	13.3%	18.0%	20.9%
净利润	219.6	325.3	652.6	905.8	1,221.8	EBITDA/营业收入	64.0%	43.5%	22.3%	28.6%	31.8%
						EBIT/营业收入	47.1%	34.3%	19.6%	25.9%	29.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	298	163	105	162	150
						流动营业资本周转天数	294	184	79	86	88
						流动资产周转天数	573	267	138	207	236
						应收帐款周转天数	7	3	10	19	16
						存货周转天数	49	21	11	29	39
						总资产周转天数	2,316	1,251	626	861	797
						投资资本周转天数	1,904	1,029	522	696	612
						投资回报率					
						ROE	6.3%	8.6%	7.3%	9.3%	11.5%
						ROA	6.0%	8.0%	6.5%	8.3%	10.3%
						ROIC	6.8%	11.0%	16.5%	10.9%	14.0%
						费用率					
						销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						管理费用率	27.2%	14.8%	7.5%	9.0%	10.0%
						财务费用率	-1.3%	-1.0%	0.3%	0.2%	-0.3%
						三费/营业收入	26.0%	13.8%	7.8%	9.3%	9.8%
						偿债能力					
						资产负债率	4.4%	6.7%	11.5%	10.8%	10.0%
						负债权益比	4.6%	7.2%	13.0%	12.1%	11.1%
						流动比率	4.44	9.95	4.30	5.76	7.48
						速动比率	3.94	9.42	3.91	4.74	6.31
						利息保障倍数	-36.16	-33.63	77.19	134.34	-109.20
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.14	0.00	0.00	0.00
						分红比率	0.0%	87.1%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.0%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	294.9	433.3	652.6	905.8	1,221.8	EPS(元)	0.11	0.16	0.33	0.46	0.62
加:折旧和摊销	129.3	136.4	134.2	134.2	134.2	BVPS(元)	1.91	2.07	4.59	4.92	5.36
资产减值准备	1.1	-0.0	35.0	12.0	15.7	PE(X)	94.9	64.1	31.9	23.0	17.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.5	5.1	2.3	2.1	2.0
财务费用	-	1.7	12.4	9.7	-15.8	P/FCF	33.1	-88.5	-4.9	35.3	18.8
投资损失	-22.6	-23.3	-27.9	-24.6	-25.3	P/S	27.4	14.1	4.2	4.1	3.6
少数股东损益	75.2	108.0	104.7	130.6	172.4	EV/EBITDA	34.8	23.3	19.5	14.6	10.9
营运资金的变动	-464.0	-358.4	1,149.2	-352.2	-110.8	CAGR(%)	52.0%	47.6%	32.6%	52.0%	47.6%
经营活动产生现金流量	338.6	920.4	2,060.2	815.6	1,392.1	PEG	1.8	1.3	1.0	0.4	0.4
投资活动产生现金流量	-572.6	-1,524.7	-452.1	24.6	25.3	ROIC/WACC	0.7	1.2	1.7	1.1	1.5
融资活动产生现金流量	-286.6	211.9	4,196.4	-9.7	15.8	REP	6.2	2.8	1.3	1.9	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2019年01月07日

中金黄金 (600489.SH)

公司快报

证券研究报告

黄金

投资评级 买入-A

首次评级

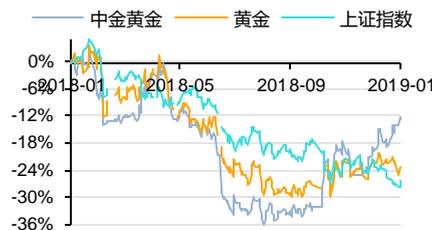
6个月目标价: 11.25元

股价 (2019-01-07) 8.61元

交易数据

总市值(百万元)	29,714.29
流通市值(百万元)	29,714.29
总股本(百万股)	3,451.14
流通股本(百万股)	3,451.14
12个月价格区间	6.42/10.27元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.72	37.02	11.64
绝对收益	6.96	26.8	-13.68

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

矿产金业绩弹性大, 集团优质资产注入预期强

■央企黄金龙头公司, 黄金储量及产量均居国内前三。公司大股东为中国黄金集团有限公司, 控股比例 50.34%, 实际控制人为国务院国资委。截至 2017 年底, 公司保有黄金资源量 495 吨, 仅次于紫金矿业、山东黄金, 居国内第三位; 2018 年公司矿产金量约 23.5 吨, 居国内第三; 黄金业务毛利占比在 70% 以上。

■中国黄金集团实力雄厚, 上市公司有望获得持续的资源增厚。中国黄金集团在全国范围内约有 48 家矿山企业, 其中 42 家以黄金生产为主。截至 2017 年底, 上市公司保有黄金资源量 495 吨, 集团保有黄金资源量 1907 吨 (包含中金黄金和中金黄金国际的资源量)。根据集团作出的非竞争承诺, 公司为集团境内黄金资源业务的唯一平台, 未来集团境内大量的黄金资源有望持续注入上市公司, 公司有望获得较为持续的资源增厚。

■矿产金产量稳定, 增产预期主要来自于集团资产注入。公司现有矿山生产情况稳定, 矿产金量持续维持在 23-24 吨, 未来增产主要来自于集团矿山的孵化和注入, 潜力较大。

■生产成本高于国内平均水平, 矿产金业绩弹性大。一是公司自产金市值比为 A 股最高; 二是公司自产金完全成本高于行业平均水平, 2018 年前三季度公司净利率为 1.26%, 低于行业平均水平。因此在金价上涨过程中, 公司黄金业有较大的业绩弹性。据我们测算, 金价每上涨 10%, 公司归母净利润约增加 3 亿元。

■拟置入大股东优质铜钼资产, 显著增厚业绩。公司拟作价 45 亿元收购大股东旗下内蒙古矿业 90% 股权。目前该公司年产金属铜约 8 万吨。内蒙古矿业 2018 年 1-7 月净利润 5.79 亿元, 而中金黄金 2018 年 1-6 月净利润为 2.61 亿元, 据我们测算, 此次收购的内蒙古矿业按 2018 年 1-7 月业绩计算, 年化 PE 约 5 倍多, 若收购完成, 将显著增厚公司业绩。

■拟对中原冶炼厂债转股, 降低财务费用, 提升盈利能力。中原冶炼厂是公司业绩排名第二的子公司, 2018 年 1-7 月, 公司净利润 1.38 亿元, 但负债总额 146.9 亿元, 资产负债率高达 87%, 财务费用较高, 本次债转股增资方已合计出资 46 亿, 若全部用来转股, 公司资产负债率有望降至 59.8%, 财务费用有望降低。

■投资建议: “买入-A” 投资评级, 6 个月目标价 11.25 元。在 2018-2020 年黄金均价为 270、303、330 元的假设下, 预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.07 元、0.17 元和 0.25 元。考虑到公司矿产金业绩弹性大, 集团注入预期强, 应享有一定估值溢价, 给予 6 个月目标价 11.25 元, 相当于公司 2020 年动态市盈率 45x。

■风险提示: 1) 公司黄金产量低于预期; 2) 美联储加息超预期, 金价下行。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	38,928.0	32,928.2	38,948.9	42,344.3	45,473.7
净利润	362.4	291.3	251.4	592.9	873.0
每股收益(元)	0.10	0.08	0.07	0.17	0.25
每股净资产(元)	3.84	3.90	3.90	4.09	4.37

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	82.9	103.1	119.4	50.6	34.4
市净率(倍)	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
净利率	0.9%	0.9%	0.6%	1.4%	1.9%
净资产收益率	3.1%	3.5%	2.8%	6.1%	8.3%
股息收益率	0.4%	0.3%	0.3%	0.7%	1.0%
ROIC	4.2%	4.5%	3.6%	6.3%	8.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	38,928.0	32,928.2	38,948.9	42,344.3	45,473.7	成长性					
减:营业成本	35,613.7	29,166.6	35,704.8	38,248.9	40,643.8	营业收入增长率	5.0%	-15.4%	18.3%	8.7%	7.4%
营业税费	237.6	289.3	331.1	359.9	386.5	营业利润增长率	218.6%	-3.8%	-4.3%	116.4%	47.4%
销售费用	85.9	90.6	116.8	84.7	90.9	净利润增长率	319.5%	-19.6%	-13.7%	135.8%	47.2%
管理费用	1,631.0	1,754.6	1,674.8	1,693.8	1,728.0	EBITDA 增长率	68.7%	-0.8%	-3.3%	29.4%	20.7%
财务费用	692.2	629.5	564.4	559.4	577.7	EBIT 增长率	130.6%	-6.5%	-7.1%	62.6%	35.0%
资产减值损失	67.3	325.5	-19.7	56.6	18.5	NOPLAT 增长率	158.4%	14.3%	-12.9%	61.1%	34.7%
加:公允价值变动收益	84.9	-77.0	10.0	10.0	10.0	投资资本增长率	7.0%	8.7%	-9.2%	-1.4%	-2.4%
投资和汇兑收益	37.6	98.8	78.7	88.8	83.8	净资产增长率	28.4%	2.4%	1.3%	6.9%	9.6%
营业利润	722.8	695.3	665.4	1,439.7	2,122.1	利润率					
加:营业外净收支	19.6	-2.1	-52.9	5.0	5.0	毛利率	8.5%	11.4%	8.3%	9.7%	10.6%
利润总额	742.4	693.3	612.6	1,444.7	2,127.1	营业利润率	1.9%	2.1%	1.7%	3.4%	4.7%
减:所得税	266.1	150.3	171.5	404.5	595.6	净利润率	0.9%	0.9%	0.6%	1.4%	1.9%
净利润	362.4	291.3	251.4	592.9	873.0	EBITDA/营业收入	7.0%	8.2%	6.7%	8.0%	9.0%
						EBIT/营业收入	3.6%	4.0%	3.2%	4.7%	5.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	115	137	112	95	80
						流动营业资本周转天数	27	54	56	54	56
						流动资产周转天数	132	166	153	163	174
						应收账款周转天数	6	8	7	9	9
						存货周转天数	80	107	96	94	94
						总资产周转天数	349	422	361	342	332
						投资资本周转天数	208	266	223	194	177
						投资回报率					
						ROE	3.1%	3.5%	2.8%	6.1%	8.3%
						ROA	1.2%	1.4%	1.1%	2.5%	3.6%
						ROIC	4.2%	4.5%	3.6%	6.3%	8.6%
						费用率					
						销售费用率	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%
						管理费用率	4.2%	5.3%	4.3%	4.0%	3.8%
						财务费用率	1.8%	1.9%	1.4%	1.3%	1.3%
						三费/营业收入	6.2%	7.5%	6.0%	5.5%	5.3%
						偿债能力					
						资产负债率	60.6%	59.4%	57.4%	56.1%	54.3%
						负债权益比	153.6%	146.2%	143.4%	135.7%	125.3%
						流动比率	1.02	0.96	1.19	1.34	1.51
						速动比率	0.37	0.33	0.48	0.59	0.73
						利息保障倍数	2.04	2.10	2.18	3.57	4.67
						分红指标					
						DPS(元)	0.04	0.03	0.0	0.1	0.1
						分红比率	33.3%	35.5%	35.0%	35.0%	35.0%
						股息收益率	0.4%	0.3%	0.3%	0.7%	1.0%

资产负债表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	3,004.7	3,282.8	4,399.5	5,822.6	7,984.5	净利润	476.3	543.0	251.4	592.9	873.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-	加:折旧和摊销	1,610.6	1,705.8	1,391.3	1,391.3	1,391.3
应收账款	771.5	614.7	973.7	1,058.6	1,136.8	资产减值准备	67.3	325.5	-19.7	56.6	18.5
应收票据	10.6	33.7	38.9	42.3	45.5	公允价值变动损失	-84.9	77.0	10.0	10.0	10.0
预付账款	1,485.6	1,248.8	1,428.2	1,721.2	1,829.0	财务费用	702.0	690.4	564.4	559.4	577.7
存货	9,599.5	10,016.3	10,711.4	11,474.7	12,193.1	投资损失	-37.6	-98.8	-78.7	-88.8	-83.8
其他流动资产	206.8	141.3	310.1	310.1	310.1	少数股东损益	113.9	251.7	189.7	447.3	658.5
可供出售金融资产	144.7	144.7	144.7	144.7	144.7	营运资金的变动	-3,133.3	-3,471.6	-742.0	-864.6	-645.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-	经营活动产生现金流量	990.0	630.2	1,566.2	2,104.1	2,800.1
长期股权投资	760.0	792.8	840.6	840.6	840.6	投资活动产生现金流量	-1,861.6	-1,130.5	1,000.3	78.8	73.8
投资性房地产	34.0	32.1	30.7	30.7	30.7	融资活动产生现金流量	1,230.5	778.7	-2,733.4	-1,911.2	-2,623.5
固定资产	12,714.1	12,379.7	11,755.9	10,697.5	9,639.1						
在建工程	2,316.8	2,386.0	1,910.7	1,910.7	1,910.7						
无形资产	4,375.1	3,935.0	3,731.2	3,601.3	3,471.5						
其他非流动资产	-	-	-	-	-						
资产总额	38,766.5	38,515.8	39,579.2	40,958.5	42,839.8	EPS(元)	0.10	0.08	0.07	0.17	0.25
短期债务	6,101.9	7,336.1	7,451.8	7,451.8	7,451.8	BVPS(元)	3.84	3.90	3.90	4.09	4.37
应付账款	4,294.7	3,677.3	3,856.9	4,060.5	4,252.1	PE(X)	82.9	103.1	119.4	50.6	34.4
应付票据	315.9	312.9	357.0	382.5	406.4	PB(X)	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0
其他流动负债	-	-	-	-	-	P/FCF	-12.7	80.6	-508.3	32.8	21.2
长期借款	7,432.5	5,752.5	6,811.6	6,811.6	6,811.6	P/S	0.8	0.9	0.8	0.7	0.7
其他非流动负债	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	18.9	17.0	15.1	11.4	9.1
负债总额	23,482.9	22,872.9	22,718.2	22,998.1	23,260.6	CAGR(%)	29.7%	41.3%	44.3%	29.7%	41.3%
少数股东权益	2,031.1	2,187.0	2,376.7	2,823.9	3,482.5	PEG	2.8	2.5	2.7	1.7	0.8
股本	3,451.1	3,451.1	3,451.1	3,451.1	3,451.1	ROIC/WACC	0.7	0.8	0.6	1.1	1.5
留存收益	9,815.4	9,982.7	9,952.5	10,545.4	11,418.3	REP	3.1	2.4	2.8	1.6	1.1
股东权益	15,283.6	15,642.9	15,844.4	16,943.8	18,562.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

金铋双轮驱动，矿产金产量稳步增长

■全球第二大铋矿开发公司，国内第六大金矿企业。公司大股东是湖南黄金集团，持股比例为31.6%，实控人是湖南省国资委。公司拥有集矿山开采、冶炼、加工及销售于一体的完整产业链和国际领先的金铋选冶精细分离技术，是全球第二大铋矿开发公司，国内第六大金矿开发公司，2017年公司黄金和铋毛利占比分别为54%和40%。公司目前主要产品为标准金锭、精铋、氧化铋、乙二醇铋和仲钨酸铵等，铋下游覆盖行业主要为塑料制品、合成纤维、合成橡胶等领域，主要用于阻燃添加剂。

■黄金矿山提质改造工程不断推进，矿产金产量稳步增长。截至2017年底公司拥有黄金储量约132.51吨，近两年持续以每年约5吨的速度增长，拥有持续增储的潜力。2017年矿产金4.97吨，同比增长3.44%。公司目前正在推进旗下黄金洞矿业本部采选1600t/d提质扩能工程和大万矿业1400t/d提质扩能工程，合计采选扩能800t/d，近三年将逐步达产，矿产金产量有望增加约20%。

■铋行业总体供需稳定，在环保要求提高下集中度逐步提升，公司降本量增，竞争优势逐步凸显。铋业务是公司传统优势主营业务，依托辰州矿业有限公司，拥有铋储量约23.5万吨，3万吨/年精铋冶炼生产线、3.2万吨/年多品种氧化铋生产线，铋产量一直占据全球第二的位置。近年来不断提高自有铋矿产量，2017年铋产品销量达到3.34万吨，同比增长5.89%，由于自产铋原料比例提升，单位成本下降，2017年整体铋业务毛利率36.00%，同比提升3.63个百分点。目前，由于国内环保要求的提升不断压制中小铋企业的产能，国内铋产量呈趋势性下降态势，而下游需求相对稳定，铋行业供需格局总体较为稳定，公司作为行业龙头有望进一步提高市场份额。

■公司经营稳健，产品结构合理，财务状况良好，拥有较强的业绩保障。一是公司身为湖南省地方矿业龙头，黄金产量稳步增长，储采比处于行业领先地位，有力保障公司持久生命力。二是公司以金为主，铋钨产业协同发展增强了公司抵御单一品种周期波动的风险。三是公司负债率持续保持在30%左右，且具备较大银行授信额度，无论是维持公司现金流或是并购投资都具有良好的财务保障。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价11元。假设2018~2020年金价分别为270、303和330元/克，我们预计公司2018~2020年EPS分别为0.20、0.32和0.44，业绩增长主要来自于黄金洞矿业公司旗下金矿完成提质改造工程，自产金持续放量以及公司铋产品自给率不断提高，考虑到公司持续稳健经营，业绩逐渐释放，给予公司2020年动态市盈率25x，6个月目标价11元。

■风险提示：1) 黄金和铋价格大幅下行；2) 公司自产黄金和铋产量增长不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	6,781.1	10,325.8	11,837.0	13,728.0	16,171.2
净利润	141.9	302.2	243.9	387.0	527.5
每股收益(元)	0.12	0.25	0.20	0.32	0.44
每股净资产(元)	3.59	3.79	4.00	4.32	4.76

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利和估值					
市盈率(倍)	69.2	32.5	40.3	25.4	18.6
市净率(倍)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
净利润率	2.1%	2.9%	2.1%	2.8%	3.3%
净资产收益率	2.8%	6.3%	4.9%	7.2%	9.0%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.5%	9.1%	7.2%	10.1%	12.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 买入-A

首次评级

6个月目标价：11元
股价(2019-01-07) 8.17元

交易数据

总市值(百万元)	9,820.66
流通市值(百万元)	9,819.75
总股本(百万股)	1,202.04
流通股本(百万股)	1,201.93
12个月价格区间	5.94/10.22元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	19.05	39.93	20.03
绝对收益	12.85	23.98	-15.86

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,781.1	10,325.8	11,837.0	13,728.0	16,171.2	成长性					
减:营业成本	5,712.4	9,061.2	10,617.2	12,234.5	14,437.9	营业收入增长率	17.1%	52.3%	14.6%	16.0%	17.8%
营业税费	41.9	51.8	53.3	61.8	72.8	营业利润增长率	-37732.8	146.8%	-22.0%	59.3%	36.6%
销售费用	35.7	33.1	35.5	41.2	48.5	净利润增长率	475.8%	113.0%	-19.3%	58.6%	36.3%
管理费用	698.5	682.7	738.6	823.7	873.2	EBITDA 增长率	56.6%	61.7%	-17.3%	32.9%	24.4%
财务费用	53.3	44.5	44.8	44.8	45.3	EBIT 增长率	255.2%	111.4%	-24.3%	53.0%	34.1%
资产减值损失	76.3	72.4	70.0	70.0	70.0	NOPLAT 增长率	220.6%	108.9%	-20.0%	52.2%	33.8%
加:公允价值变动收益	-0.2	-	-	-	-	投资资本增长率	3.1%	1.7%	8.7%	8.5%	8.2%
投资和汇兑收益	-10.2	10.7	7.0	7.0	7.0	净资产增长率	27.5%	6.2%	5.3%	7.9%	10.0%
营业利润	152.6	376.7	293.9	468.4	639.8	利润率					
加:营业外净收支	1.6	-16.5	-5.0	-5.0	-5.0	毛利率	15.8%	12.2%	10.3%	10.9%	10.7%
利润总额	154.3	360.1	288.9	463.4	634.8	营业利润率	2.3%	3.6%	2.5%	3.4%	4.0%
减:所得税	31.3	66.9	52.0	83.4	114.3	净利润率	2.1%	2.9%	2.1%	2.8%	3.3%
净利润	141.9	302.2	243.9	387.0	527.5	EBITDA/营业收入	5.8%	6.2%	4.5%	5.1%	5.4%
						EBIT/营业收入	3.0%	4.2%	2.8%	3.7%	4.2%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	117	83	80	77	71
货币资金	298.0	427.3	269.2	304.9	464.8	流动营业资本周转天数	24	14	9	8	10
交易性金融资产	52.9	27.4	0.2	0.2	0.2	流动资产周转天数	92	70	58	49	49
应收账款	230.6	238.6	305.4	354.2	417.2	应收账款周转天数	12	8	8	9	9
应收票据	164.0	281.9	260.4	302.0	355.8	存货周转天数	28	22	17	13	13
预付账款	94.8	133.5	159.3	183.5	216.6	总资产周转天数	325	233	217	201	183
存货	609.2	629.8	477.8	550.6	649.7	投资资本周转天数	196	132	121	113	104
其他流动资产	520.5	323.0	300.0	300.0	300.0	投资回报率					
可供出售金融资产	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	ROE	2.8%	6.3%	4.9%	7.2%	9.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.9%	4.3%	3.2%	4.8%	6.1%
长期股权投资	24.8	24.4	17.2	17.2	17.2	ROIC	4.5%	9.1%	7.2%	10.1%	12.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	2,267.5	2,493.8	2,785.7	3,059.0	3,314.3	销售费用率	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
在建工程	518.0	364.2	450.0	450.0	450.0	管理费用率	10.3%	6.6%	6.2%	6.0%	5.4%
无形资产	507.8	626.9	1,016.6	1,016.6	1,016.6	财务费用率	0.8%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	11.6%	7.4%	6.9%	6.6%	6.0%
资产总额	6,489.5	6,886.3	7,409.6	7,906.0	8,570.3	偿债能力					
短期债务	78.7	83.2	337.9	337.9	337.9	资产负债率	32.8%	32.7%	29.9%	31.0%	32.4%
应付账款	385.5	352.4	424.7	489.4	577.5	负债权益比	48.7%	48.5%	43.3%	41.6%	39.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.61	1.24	1.12	1.20	1.36
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.11	0.86	0.82	0.87	1.00
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	3.86	9.78	7.36	11.25	14.92
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	2,125.4	2,250.0	2,115.7	2,193.6	2,298.8	DPS(元)	0.05	-	-	-	-
少数股东权益	47.6	75.4	70.0	70.0	70.0	分红比率	42.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,099.7	3,341.8	3,585.7	3,972.7	4,500.2						
股东权益	4,364.2	4,636.3	4,880.8	5,267.7	5,795.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	124.6	293.3	243.9	387.0	527.5	EPS(元)	0.12	0.25	0.20	0.32	0.44
加:折旧和摊销	250.3	253.9	200.3	200.3	200.3	BVPS(元)	3.59	3.79	4.00	4.32	4.76
资产减值准备	76.3	72.4	70.0	70.0	70.0	PE(X)	69.2	32.5	40.3	25.4	18.6
公允价值变动损失	0.2	-	-	-	-	PB(X)	2.3	2.2	2.0	1.9	1.7
财务费用	53.0	41.3	44.8	44.8	45.3	P/FCF	-17.3	40.2	-18.0	2,351.2	76.5
投资损失	10.2	-10.7	-7.0	-7.0	-7.0	P/S	1.4	1.0	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	-18.9	-9.0	-7.0	-7.0	-7.0	EV/EBITDA	33.3	17.0	17.3	13.0	10.2
营运资金的变动	-194.8	29.5	67.3	-109.5	-143.7	CAGR(%)	45.7%	21.1%	152.9%	45.7%	21.1%
经营活动产生现金流量	460.4	478.7	612.3	578.5	685.3	PEG	1.5	1.5	0.3	0.6	0.9
投资活动产生现金流量	-730.2	-449.3	-64.2	7.0	7.0	ROIC/WACC	0.5	1.0	0.8	1.1	1.4
融资活动产生现金流量	382.3	99.2	-28.4	-434.3	-71.5	REP	6.9	2.8	2.7	1.8	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2019年01月07日

赤峰黄金 (600988.SH)

矿产金持续强化，资源综合回收稳步扩张

■国内优质黄金矿山企业和稀有稀贵金属综合回收龙头公司。公司2012年借壳ST宝龙，之后不断并购黄金矿山业务，目前公司位列全国十二大黄金集团之列。2014年收购雄风环保100%股权布局有色金属资源综合回收利用业务，拥有集研发、生产、销售为一体的有色金属综合回收全产业链，依托广源科技拥有废弃电器电子产品处理牌照。2017年公司黄金业务毛利占比为49%，公司主要产品包括金、银、铋、铜、钯等稀有稀贵金属和铜、铅、锡等基本金属。

■坐拥高品位黄金矿山，盈利弹性大。截至2017年底公司拥有黄金资源储量约55.75吨，所属金矿山是国内少有的高品位富矿床，矿山平均品位均高于5克/吨，最高矿山平均品位达到15.12克/吨，生产成本低、毛利率高，正常生产情况下克金成本低于120元/克，金价对黄金业务的弹性较大。受国内安全和环保等政策的影响，公司黄金矿山开工时间缩减，2017年矿产金2.06吨，同比下降约28%，为此近两年公司持续加大井巷开拓工程力度，加强探矿增储，为黄金增产做准备。

■收购老挝铜金矿，扩大黄金资源优势。公司日前发布公告，通过非公开发行股票募集资金，以人民币约17.79亿元收购五矿集团旗下Alum Investment持有的MMG Laos 100%股权，控制老挝Sepon铜金矿90%的权益。截至2017年底，Sepon铜金矿保有黄金矿石储量1090万吨，资源量39.6吨，储量32.8吨；保有铜矿石储量2530万吨，资源量53万吨，储量24.4吨。矿山目前年产7.5万吨阴极铜，是老挝最大的矿山之一，矿山铜部分将于2020年开采完毕转入金矿开采，设计矿石采选产能150万吨/年，年产金约5吨。未来公司黄金产量不断扩大，业绩有望放量。

■资源回收业务不断扩大，有望增厚公司利润。近年来国家大力推动发展循环经济，再生资源回收中长期规划要求到2020年，大中城市再生资源主要品种回收率超过75%，回收总量达到2.2亿吨。子公司雄风环保主要从事资源回收业务，2016年年处理规模从1.5万吨扩大到6万吨，2017年继续扩大到13万吨，营收显著增加，2017年同比增长54.5%，未来随着产能达产，公司利润有望进一步增厚。

■投资建议：增持-A投资评级，6个月目标价5.28元。假设2018~2020年金价分别为270、303和330元/克，我们预计公司2018~2020年EPS分别为0.08、0.16和0.24，公司未来业绩增长主要来自于黄金矿山增产、资源综合回收业务产能逐步达产，考虑公司业绩逐渐释放且黄金业务弹性较大，并购Sepon后有望给公司带来较大利润增量，给予公司2020年动态市盈率22x，6个月目标价5.28元。

■风险提示：1) 美联储加息进度超预期；2) 公司黄金产量不及预期；3) 资源回收业务产能爬坡不及预期。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	2,112.1	2,587.0	2,293.4	2,473.1	2,623.9
净利润	321.3	274.4	108.9	223.7	335.8
每股收益(元)	0.23	0.19	0.08	0.16	0.24
每股净资产(元)	1.73	1.93	1.99	2.14	2.36

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	18.5	21.6	54.5	26.5	17.7
市净率(倍)	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8
净利润率	15.2%	10.6%	4.7%	9.0%	12.8%
净资产收益率	13.3%	10.0%	4.1%	7.9%	10.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	18.6%	15.1%	5.4%	9.2%	11.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

黄金

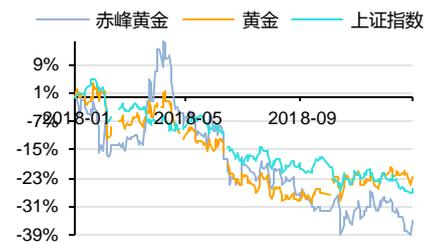
投资评级 **增持-A**
首次评级

6个月目标价：**5.28元**
股价(2019-01-07) **4.16元**

交易数据

总市值(百万元)	5,933.75
流通市值(百万元)	5,933.75
总股本(百万股)	1,426.38
流通股本(百万股)	1,426.38
12个月价格区间	3.90/7.38元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.17	6.07	-9.68
绝对收益	-6.94	-4.15	-35.0

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

2019年01月09日

西部黄金 (601069.SH)

西北地区黄金采选冶龙头

■ **新疆有色旗下的区域黄金采选冶龙头。**公司是西北地区大型的黄金采选冶一体化企业，拥有哈图金矿、伊犁阿希金矿和哈密金矿等黄金矿山。主要产品为标准金、铁精粉以及铬矿石，其中黄金业务毛利贡献约九成。控股股东新疆有色是以有色金属、稀有金属及非金属开发为主的大型国有企业，其黄金业务已全部注入上市公司，此外还有铜镍（新鑫矿业）、锂加工（昊鑫矿业）两大平台。

■ **内生增储前景较为广阔，利用区位优势具备资源整合潜力。**公司所属主要黄金矿山及探矿权横贯我国重要的成矿带——天山成矿带，据公司公告，截至2017年底公司黄金保有资源量为52.8吨，其中，通过不断勘探投入，2017年新增金金属量1.74吨，增储前景可观。新疆地区有色金属资源丰富，其中黄金资源储量为685吨（2016年），公司也有望充分发挥区位优势，通过资源勘查、资产并购、竞拍等方式充分发掘和整合邻近地区矿产资源。2017年公司全力推进新疆锰矿佰源丰所属采矿权新疆阿克陶县奥尔托喀纳什三区锰矿等四宗采（探）矿权收购整合，后虽因标的存在环保隐患交易终止，但也一定程度体现了公司区域资源整合的潜能。

■ **公司自产金年产能约4吨，环保整顿完成后业绩弹性可观。**公司具备90万吨/年矿石采选规模，可年产矿产金接近4吨，同时搭配少量外购金精矿生产标准金。环保整改等因素近年对公司经营形成较大负面影响。一是产量下降，2015-2017年公司标准金产量分别为4.1、4.26、3.53吨。二是成本上升，据我们测算，公司克金生产成本从2015年约160元/g水平上升至2018年约200元/g的水平。三是2017年公司在自然保护区的8宗矿权申请资料被国土资源部门退回或被责令停产，造成当年计提资产减值1.22亿元。2018年8月伊犁公司为执行国家环保相关规定进行停产整顿，一旦环保整顿完成及相关负面影响弱化，公司产量有望逐步恢复，叠加黄金价格的上涨，公司业绩弹性可观。

■ **投资建议：中性-A投资评级，6个月目标价15元。**假设2018-2020年黄金价格分别为270、303、330元/g，预计公司2018~2020年归母净利润分别为-0.3、1.70、3.16亿元，对应PE分别为-303.7x、53.82x、28.90x，考虑到公司为西部地区黄金龙头企业，具备区域资源整合潜力，同时环保对公司的负面影响有望趋弱，产量、业绩均具备一定增长，给予2020年30倍PE，对应目标价15元。

■ **风险提示：1) 金价下行风险；2) 环保政策影响超预期；3) 矿山安全事故。**

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	1,113.3	1,392.5	784.9	1,235.5	1,475.2
净利润	126.5	21.8	-30.1	170.0	316.6
每股收益(元)	0.20	0.03	-0.05	0.27	0.50
每股净资产(元)	2.68	2.64	2.59	2.85	3.27

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	74.7	433.6	-313.9	55.6	29.9
市净率(倍)	5.5	5.6	5.8	5.2	4.5
净利润率	11.4%	1.6%	-3.8%	13.8%	21.5%
净资产收益率	7.4%	1.3%	-1.8%	9.4%	15.2%
股息收益率	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	8.2%	3.6%	-0.9%	11.9%	21.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

黄金

投资评级 **中性-A**

首次评级

6个月目标价：**15元**
股价(2019-01-08) **14.13元**

交易数据

总市值(百万元)	8,986.68
流通市值(百万元)	8,986.68
总股本(百万股)	636.00
流通股本(百万股)	636.00
12个月价格区间	12.99/25.07元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.2	-0.77	9.11
绝对收益	-9.25	-7.77	-16.79

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,113.3	1,392.5	784.9	1,235.5	1,475.2	成长性					
减:营业成本	694.9	994.2	591.3	746.0	743.5	营业收入增长率	9.7%	25.1%	-43.6%	57.4%	19.4%
营业税费	23.7	43.4	31.4	43.2	47.2	营业利润增长率	112.0%	-90.9%	-277.7%	-924.6%	90.8%
销售费用	2.3	5.4	12.6	6.2	5.9	净利润增长率	107.8%	-82.8%	-238.1%	-664.3%	86.2%
管理费用	187.3	172.9	157.0	197.7	236.0	EBITDA 增长率	37.3%	-54.8%	-25.1%	235.0%	56.2%
财务费用	21.6	22.4	21.8	22.9	21.7	EBIT 增长率	70.7%	-85.4%	-122.0%	-4128.4	82.1%
资产减值损失	3.0	150.6	0.2	0.2	0.2	NOPLAT 增长率	71.1%	-59.6%	-122.1%	-1546.5	77.5%
加:公允价值变动收益	3.3	-3.3	0.5	0.5	0.5	投资资本增长率	-8.4%	-11.9%	10.6%	-1.5%	-5.8%
投资和汇兑收益	-17.6	4.6	1.0	1.0	1.0	净资产增长率	6.6%	-1.4%	-2.2%	10.3%	14.6%
营业利润	166.3	15.1	-26.9	221.8	423.2	利润率					
加:营业外净收支	-3.0	-1.2	-1.0	-1.0	-1.0	毛利率	37.6%	28.6%	24.7%	39.6%	49.6%
利润总额	163.3	13.9	-27.9	220.8	422.2	营业利润率	14.9%	1.1%	-3.4%	18.0%	28.7%
减:所得税	36.7	-7.9	2.2	50.8	105.5	净利润率	11.4%	1.6%	-3.8%	13.8%	21.5%
净利润	126.5	21.8	-30.1	170.0	316.6	EBITDA/营业收入	28.2%	10.2%	13.5%	28.8%	37.7%
						EBIT/营业收入	16.9%	2.0%	-0.8%	19.7%	30.1%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	361	292	510	313	260
货币资金	308.0	293.5	161.7	341.5	707.8	流动营业资本周转天数	-4	-29	-15	11	-6
交易性金融资产	13.4	-	-	-	-	流动资产周转天数	225	182	328	239	249
应收账款	2.9	13.4	10.8	15.4	17.8	应收帐款周转天数	3	2	6	4	4
应收票据	21.1	29.2	7.8	12.4	14.8	存货周转天数	122	85	186	143	100
预付帐款	18.7	44.7	50.0	50.0	50.0	总资产周转天数	846	667	1,108	704	637
存货	375.6	278.7	532.2	447.6	371.8	投资资本周转天数	548	394	689	456	368
其他流动资产	4.8	2.3	5.0	5.0	5.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	1.3%	-1.8%	9.4%	15.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.7%	0.9%	-1.3%	6.9%	11.5%
长期股权投资	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	ROIC	8.2%	3.6%	-0.9%	11.9%	21.5%
投资性房地产	0.4	0.4	-	-	-	费用率					
固定资产	1,120.1	1,142.5	1,079.1	1,072.6	1,060.5	销售费用率	0.2%	0.4%	1.6%	0.5%	0.4%
在建工程	273.0	216.4	250.0	300.0	300.0	管理费用率	16.8%	12.4%	20.0%	16.0%	16.0%
无形资产	481.4	359.3	159.2	151.1	143.0	财务费用率	1.9%	1.6%	2.8%	1.9%	1.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.0%	14.4%	24.4%	18.4%	17.9%
资产总额	2,688.4	2,474.9	2,354.4	2,479.1	2,744.2	偿债能力					
短期债务	300.0	130.0	180.0	160.0	160.0	资产负债率	36.6%	32.1%	29.2%	25.8%	23.4%
应付帐款	201.4	168.3	165.6	149.2	148.7	负债权益比	57.7%	47.2%	45.3%	38.1%	33.2%
应付票据	10.0	-	-	-	-	流动比率	0.91	1.04	1.07	1.28	1.71
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.45	0.60	0.33	0.62	1.17
长期借款	-	-	14.0	5.0	5.0	利息保障倍数	8.69	1.22	-0.28	10.64	20.49
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	983.9	793.9	745.6	691.2	690.7	DPS(元)	0.06	0.01	0.00	-	0.00
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	32.2%	32.1%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	636.0	636.0	636.0	636.0	636.0	股息收益率	0.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,041.8	1,022.9	986.2	1,156.2	1,421.8						
股东权益	1,704.5	1,681.0	1,644.2	1,814.2	2,079.8						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.20	0.03	-0.05	0.27	0.50
净利润	126.5	21.8	-30.1	170.0	316.6	BVPS(元)	2.68	2.64	2.59	2.85	3.27
加:折旧和摊销	128.3	122.0	112.3	112.3	112.3	PE(X)	74.7	433.6	-313.9	55.6	29.9
资产减值准备	3.0	150.6	0.2	0.2	0.2	PB(X)	5.5	5.6	5.8	5.2	4.5
公允价值变动损失	-3.3	3.3	0.5	0.5	0.5	P/FCF	65.0	221.2	-109.7	60.7	23.2
财务费用	19.6	20.6	21.8	22.9	21.7	P/S	8.5	6.8	12.0	7.7	6.4
投资损失	17.6	-4.6	-1.0	-1.0	-1.0	EV/EBITDA	45.0	69.4	88.4	25.8	15.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	CAGR(%)	10.3%	143.9%	-179.1%	10.3%	143.9%
营运资金的变动	-69.9	-93.4	-384.2	65.2	80.6	PEG	7.2	3.0	1.8	5.4	0.2
经营活动产生现金流量	255.3	223.2	-280.4	370.1	530.9	ROIC/WACC	2.2	1.0	-0.2	3.2	5.8
投资活动产生现金流量	-211.0	-47.5	35.3	0.5	0.5	REP	3.9	7.1	-24.3	1.8	1.0
融资活动产生现金流量	19.1	-188.3	14.5	-215.5	-21.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034