

山东黄金 (600547)

证券研究报告

2019年02月01日

资源禀赋优异的黄金龙头公司

山东黄金掌握着国内及海外的优质黄金矿产资源，且公司的资源储备有望进一步扩大。公司的利润主要由矿产金业务贡献，公司业绩相对黄金价格具有较高的弹性。在2019年美国经济增长放缓和加息次数减少的预期下，金价有望出现上涨而公司业绩有望大幅提升。

公司资源禀赋优异，未来有望继续实现资源扩张

公司黄金资源储备充足且品位较高。截止2018年3月31日，公司拥有黄金权益资源量约969金属吨，拥有黄金权益储量约331金属吨，国内黄金资源的品位达到3.1g/t，与其他黄金矿企相比公司具有较强的成本优势。

公司未来有望进一步扩大黄金储量和矿产金产量，未来黄金资源和产量的增长将可能来自于三方面：(1) 现有矿山的增产 (2) 山东黄金集团资产的注入 (3) 继续进行海外并购。随着资源扩张的进行，公司的盈利能力有望在未来进一步提升。

公司业绩随金价弹性较大。山东黄金主营业务包括黄金的采选和冶炼加工，矿产金是公司利润的主要来源。公司2017年矿产金生产量达到35.9吨，2018年产量有望都达到40吨。根据我们测算，如果假设公司矿产金产量为40吨，黄金价格每上涨10元/克，公司的归母净利润增长约2.65亿元。公司的业绩有望随着金价上涨而大幅提升。

黄金上涨通道有望打开。2019年，减税政策对美国经济的刺激作用可能逐渐减弱，全球贸易冲突风险仍然存在，美国经济增速相对于其他经济体的绝对优势可能将转变为相对优势，美元指数可能出现下行而利好黄金价格。同时，美联储加息对黄金价格的压制作用逐渐减小，18年4季度至今原油价格一路下跌，美国股市大幅回调，美联储加息进程可能提前结束，加息步伐的改变有望成为黄金价格上涨的催化剂。

盈利预测与评级：

山东黄金具有强大的资源优势，公司业绩对于金价弹性较强，在2019年美国经济增长放缓和加息次数减少的预期下，金价有望上涨而公司业绩有望大幅提升。我们预计公司2018-2020年分别实现归母净利润12.31亿、22.69亿和19.76亿元。对应1月30日收盘价，公司18-20年动态PE分别为56倍、31倍和35倍。我们公司2019年业绩35-38倍估值，对应公司股价区间为35.87元-38.94元，给予“买入”评级。

风险提示：黄金价格大幅下跌的风险，公司产品产量不及预期的风险，美国经济增长超预期的风险

投资评级

行业	有色金属/黄金
6个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	30.68元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,857.12
流通A股股本(百万股)	1,451.50
A股总市值(百万元)	56,976.41
流通A股市值(百万元)	44,532.04
每股净资产(元)	9.67
资产负债率(%)	54.11
一年内最高/最低(元)	32.88/21.04

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《山东黄金-年报点评报告:成本优势巨大，静待金价进入上升周期》
2017-03-30

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	50,198.85	51,041.30	52,036.66	53,326.04	54,392.56
增长率(%)	30.14	1.68	1.95	2.48	2.00
EBITDA(百万元)	3,567.50	4,370.30	3,738.08	5,053.48	4,115.77
净利润(百万元)	1,292.78	1,137.42	1,230.93	2,268.78	1,976.01
增长率(%)	120.22	(12.02)	8.22	84.32	(12.90)
EPS(元/股)	0.58	0.51	0.56	1.02	0.89
市盈率(P/E)	53.52	60.83	56.21	30.50	35.01
市净率(P/B)	4.46	4.24	3.91	3.54	3.27
市销率(P/S)	1.38	1.36	1.33	1.30	1.27
EV/EBITDA	19.73	14.98	20.59	13.50	16.57

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 山东黄金：资源禀赋优异的黄金龙头公司	4
1.1. 资源禀赋优异，未来有望继续实现资源扩张	4
1.1.1. 公司黄金资源储备丰富	4
1.1.2. 公司矿产金具有成本优势	4
1.1.3. 未来有望继续实现资源扩张	5
1.2. 矿产金贡献主要利润，业绩随金价弹性大	7
1.2.1. 利润主要由矿产金贡献	7
1.2.2. 业绩随金价弹性强	7
2. 黄金：金价上涨通道有望打开	8
2.1. 美元指数下行预期利好金价	8
2.2. 美联储加息步伐可能结束	9
2.3. 人民币金价有望获得额外上涨动力	10
2.4. 16 年黄金上行目前状况对比	11
3. 业绩预测及估值对比	12
4. 风险提示	12

图表目录

图 1：公司利润主要由矿产金贡献	7
图 2：美元指数与美国 GDP 占比呈正相关关系	8
图 3：2018 年以来美元指数整体走高	8
图 4：美国 GDP 同比创 16 年以来新高（%）	9
图 5：美国 PMI 订单指数出现下行	9
图 6：2018 年底油价出现大幅下跌	10
图 7：美国 CPI 出现回落	10
图 8：2018 年 12 月美联储议息会议点阵图暗示加息 2 次	10
图 9：人民币金价有望获得额外上涨动力	11
图 10：16 年国内股价上涨滞后	12
图 11：18 年股价上涨与 VIX 首次大幅上升时间一致	12
表 1：公司资源储备丰富	4
表 2：国内矿产金现金运营成本	5
表 3：公司矿山品位相对于国内其他黄金公司较高	5
表 4：贝拉德罗矿矿产金现金运营成本	5
表 5：主力矿山增产计划和勘探活动	6
表 6：集团非上市公司部分矿产金产量约为 8 吨	6

表 7: 山东黄金集团矿权转让计划	6
表 8: 公司黄金冶炼产能超过 160 吨。	7
表 9: 山东黄金矿产金产量位于全国前列	7
表 10: 国内黄金公司弹性测算	8
表 11: 15 年至今黄金价格波动	10
表 12: 15 年至今黄金价格波动	11
表 13: 2016 年行情中黄金股表现情况	11
表 14: 2019 年公司业绩有望随金价大幅上涨	12
表 15: 其他公司估值情况 (对比公司 PE 数据来自 Wind 一致预期, 截止 2019 年 1 月 29 日)	12

1. 山东黄金：资源禀赋优异的黄金龙头公司

山东黄金是国内黄金采选及冶炼领域的龙头企业，掌握着国内及海外的优质黄金矿产资源。公司拥有黄金权益资源量约 969 吨，拥有黄金权益储量约 331 吨。随着现有矿区的扩张和潜在资产注入的进行，公司的资源储备有望进一步扩大。公司的利润主要由矿产金业务贡献，公司业绩相对黄金价格具有较高的弹性。

在美联储加息步伐的放缓和美国经济增速回调的预期下，2019 年美元指数可能下行而黄金价格有望出现上涨，山东黄金的业绩有望受益于金价的上涨而大幅提升。

1.1. 资源禀赋优异，未来有望继续实现资源扩张

1.1.1. 公司黄金资源储备丰富

山东黄金掌握着国内及海外的优质黄金矿产资源，截止 2018 年 3 月 31 日，公司拥有黄金权益资源量约 969 金属吨，拥有黄金权益储量约 331 金属吨。

公司所在的山东省是黄金资源和产金大省，黄金资源丰富且品位较高。公司目前在国内控制和经营 12 座矿山，其中 9 座位于山东省，公司国内黄金权益资源量达到约 831 金属吨，储量达到约 247 金属吨，平均品位约为 3.1g/t。

海外方面，公司于 2017 年成功收购阿根廷贝拉德罗矿 50% 权益，该矿是阿根廷最大金矿及南美第二大金矿，拥有黄金资源量约 276 金属吨，平均品位 0.68g/t；拥有黄金储量约 168 金属吨，平均品位约 0.76g/t。

表 1：公司资源储备丰富

权益	矿山	黄金资源量 (金属吨)	资源量估 算品位(g/t)	黄金储量 (金属吨)	储量估算品 位(g/t)
100%	三山岛金矿	208	3.0	71	2.8
100%	焦家金矿	104	3.1	30	3.1
100%	新城金矿	226	3.0	82	3.1
100%	玲珑金矿	169	2.9	17	3.1
71%	归来庄金矿	10	3.8	2	7.6
60%	金洲金矿	8	2.9	3	2.6
100%	青岛金矿	43	4.8	21	3.7
100%	蓬莱金矿	15	7.0	7	5.0
100%	沂南金矿	21	1.1	0	2.3
74%	赤峰柴金矿	7	5.4	5	5.2
90%	福建源鑫金矿	6	4.5	3	3.8
70%	西和重保金矿	33	2.3	14	2.4
	中国国内合计	849	2.9	255	3.1
50%	贝拉德罗矿	276	0.7	168	0.8
	山东黄金合计	1125	1.6	423	2.2

资料来源：公司港股招股书，天风证券研究所

1.1.2. 公司矿产金具有成本优势

公司矿山成矿条件好，品位高，具有生产成本优势。公司 4 座主力矿山三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿主要为破碎蚀变岩和石英脉型矿石，该类矿床规模大且连续性好，矿石品位高，生产成本低。而其他主要金矿区如滇黔桂和陕甘川金三角地区尽管储量丰富，但是该地带主要为沉积岩型（卡林型）金矿为主，所产金矿普遍含砷量较高。含砷金矿石通常较难处理，金以微粒含包裹在毒砂和黄铁矿中，造成金的选别难度增大，整体采选成本较高。

根据公司港股招股书中 AAI 报告披露，2017 年公司国内矿产金运营成本约为 681.60 美元/盎司，对应约 142.44 元/克，低于中国金矿行业平均现金成本 715 美元/盎司。

表 2：国内矿产金现金运营成本

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金运营成本（美元/盎司）	668.20	677.50	681.60	597.90	594.60	514.20
汇率（人民币/美元）	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
现金运营成本（元/克）	139.64	141.58	142.44	124.95	124.26	107.46

资料来源：港股招股书，天风证券研究所

注：港股招股书披露单位为美元/盎司，因此以 2018 年一季度（招股书信息对应时间）汇率进行换算

表 3：公司矿山品位相对于国内其他黄金公司较高

公司	矿山	黄金资源量（金属吨）	品位（g/t）
山东黄金	三山岛金矿	208	3.0
	焦家金矿	104	3.1
	新城金矿	226	3.0
	玲珑金矿	169	2.9
	公司国内矿山	849	2.9
中国黄金集团	莱州汇金矿业	373	2.8
	西藏华泰龙矿业	170	0.3
	内蒙古太平矿业	165	0.6
	贵州锦丰矿业	80	3.3
	嵩县金牛	60	1.7
	中国集团黄金 Total	1908	1.4
紫金矿业	波格拉金矿	358	4.53
	帕丁顿金矿	341	1.3
	吉劳、塔罗金矿	144	1.7
	曙光金矿	43	0.5

资料来源：公司公告，中国黄金集团超短期融资募集说明书、天风证券研究所

贝拉德罗金矿由于品位相对较低，现金运营成本较国内矿山较高，根据港股招股书披露，2017 年贝拉德罗金矿现金运营成本为 836 美元/盎司，完全维持成本为 987 美元/盎司。公司对贝拉德罗金矿的收购是公司走向全球资源布局的重要一步，为公司在未来进行进一步的海外业务拓展积累了宝贵的经验。

表 4：贝拉德罗矿矿产金现金运营成本

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金运营成本（美元/盎司）	788	783	836	791	971	890
汇率（人民币/美元）	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50	6.50
现金运营成本（元/克）	164.68	163.63	174.71	165.30	202.92	185.99

资料来源：港股招股书，天风证券研究所

注：港股招股书披露单位为美元/盎司，因此以 2018 年一季度（招股书信息对应时间）汇率进行换算

1.1.3. 未来有望继续实现资源扩张

公司未来有望进一步扩大黄金储量和矿产金产量，根据公司年报内容，到“十三五”末公司黄金产量有望达到 50 吨。未来黄金资源和产量的增长将可能来自于三方面：（1）现有矿山的增产（2）山东黄金集团资产的注入（3）继续进行海外并购。

公司现有矿山有望通过扩产和勘探继续扩大产量和资源量。根据公司港股招股书披露，四大主力矿山目前均有扩产和勘探计划，随着扩产和勘探的进行，公司的黄金储量有望进一步提高，矿产金产量也有望逐步提升。

表 5：主力矿山增产计划和勘探活动

矿山	未来增产计划	未来勘探活动
三山岛金矿	(1) 拟将三山岛矿区及新立矿区的采矿许可与三项勘探许可（覆盖的勘探区拥有约 68.8 吨储量及 196.6 吨资源量）合并为一个矿区 (2) 将继续进行采矿及勘探活动，专注于深部采矿及海底采矿	
焦家金矿	计划扩大寺庄矿区的边界和产量项目，使寺庄矿区的矿产产量由 2,300 吨/日增至 3,000 吨/日，项目预计在 2020 年 12 月完工	计划在上杨家矿区进行勘探活动，勘探许可证所覆盖的矿区探矿权的资源量为 60.6 吨
玲珑金矿	计划 2020 年开始在东风矿区采矿	继续深入开采及勘探玲珑金矿，以增加矿产储量
新城金矿	进行扩展计划将使设计加工产能由 6,500 吨/日增至 8,000 吨/日（估计矿产金产能增加 1 吨），预计 2022 年完成	计划参加更多探矿活动以增加新城金矿的资源量及储量

资料来源：港股招股书，天风证券研究所

山东黄金集团未来有望继续向公司注入资产。山东黄金集团拥有黄金资源量 1699.5 金属吨，非上市公司部分矿产金产量约为 8.05 吨。集团丰富的资源储量为公司资源扩张和矿产金产量提升提供了支撑。根据港股招股书披露，山东黄金集团承诺将争取于 2020 年以前展开向山东黄金转让探矿权和采矿权的工作。

表 6：集团非上市公司部分矿产金产量约为 8 吨

单位：吨	2015	2016	2017
山东集团矿产金	36.03	37.08	43.93
山东黄金矿产金	30.05	29.98	35.88
非上市公司部分矿产金	5.98	7.10	8.05

资料来源：山金集团短融债募集说明书，天风证券研究所

山东黄金集团本身也在不断增加资源储备，山金集团在 2017 年探获三山岛西岭矿区地下超大型金矿床，黄金资源量约为 383 金属吨。另外新探获的焦家南吕-欣木矿区也拥有黄金资源量约为 133 吨。公司拥有上述黄金资源的优先购买权。根据公司披露，以上集团主要矿区探矿权将于探矿过程、探明资源量评估完全完成及相关当局批准后逐步转让给公司。

表 7：山东黄金集团矿权转让计划

矿权种类	转让方法
拥有庞大资源的矿区探矿权（如三山岛-西岭矿区、南吕-欣木矿区）	探矿过程完成，探明资源量评估完成后和相关当局批准后转让至上市公司
正在进行扩界扩能的采矿权	根据集团计划在相关当局批准相应申请后转让至上市公司
近期评估鉴定为无重大资源的矿区许可证	取决于后续探矿结果

资料来源：公司港股招股书，天风证券研究所

公司在海外也不断继续资源扩张。公司自 2017 年以来与全球黄金巨头巴里克不断加强合作。2017 年 4 月，山东黄金集团与巴里克签订《战略合作协议》，推动了山东黄金完成对巴里克旗下贝拉德罗金矿 50% 的收购，根据协议内容，山东黄金集团未来还有可能与巴里克合作对阿根廷和智利的 Pascua-Lama 矿进行开发，对阿根廷埃印第奥金矿带（“El Indio Gold Belt”）项目进行投资。2018 年 9 月，山东黄金集团与巴里克签订《相互战略投资协议》，根据协议山东黄金集团将以 3 亿美金投资巴里克股票，而巴里克也将以 3 亿美金投资山东黄金股票。山东黄金与巴里克黄金的利益进一步绑定，有助于公司在海外更加顺利的拓展业务。

2018 年 9 月山东黄金正式登陆港股，公司发行 3.28 亿股融资 6.14 亿美元，资金将用来

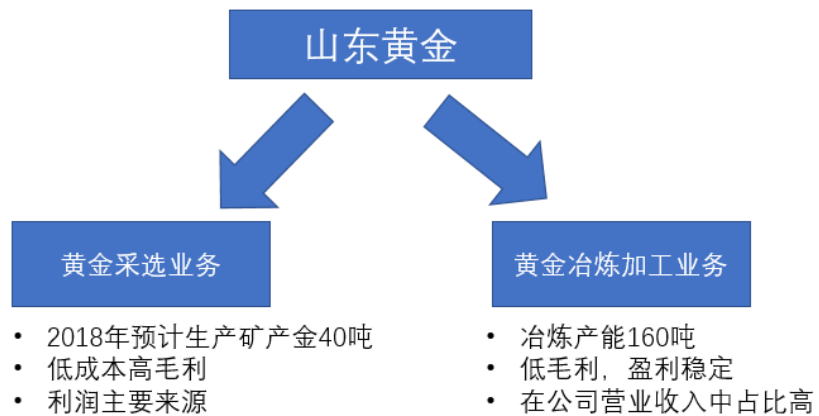
偿还并购贝拉德罗金矿的借款。在使用募集资金进行还款后，公司的财务费用和负债率将有望大幅降低，为公司后续的海外扩张留出空间。

1.2. 矿产金贡献主要利润，业绩随金价弹性大

1.2.1. 利润主要由矿产金贡献

山东黄金主营业务包括黄金的采选和冶炼加工，矿产金是公司利润的主要来源。2017 年公司生产矿产金 35.88 吨，矿产金对公司毛利贡献的占比超过 90%。冶炼业务方面，公司拥有山东冶炼厂和深圳冶炼厂，合计冶炼产能超过 160 吨/年。冶炼业务主要赚取加工费，毛利率低但盈利较为稳定，公司冶炼业务在公司收入中占比较高，在利润中占比较小。

图 1：公司利润主要由矿产金贡献



资料来源：公司年报，天风证券研究所

表 8：公司黄金冶炼产能超过 160 吨。

单位：吨	设计年产能	2015 产量	2016 产量	2017 产量
山东冶炼厂	104.7	72.3	91.9	65
深圳冶炼厂	60	100.5	67.5	63.4
合计	164.7	172.8	159.4	128.4

资料来源：公司港股招股书，天风证券研究所

1.2.2. 业绩随金价弹性强

依靠优质的黄金资源，山东黄金矿产金产量在国内位居前列。公司 2015-2017 年分别生产矿产金 30.05 吨、29.98 吨和 35.88 吨。2017 年公司矿产金的新增产量主要来自新收购的海外金矿贝拉德罗矿，2017 年，该矿黄金产量归属山东黄金的部分达到 6.49 吨。根据公司年报，公司 2018 年全年矿产金产量有望达到约 40 吨。

表 9：山东黄金矿产金产量位于全国前列

单位：吨	2015	2016	2017	2018H1
山东黄金	30.05	29.98	35.88	19.39
中金黄金	27.03	27.47	25.39	11.71
紫金矿业	37.16	42.55	37.48	16.88
湖南黄金	5.00	4.80	4.97	2.31
赤峰黄金	3.10	2.87	2.06	-
西部黄金	4.09	4.26	3.63	-

资料来源：公司年报，天风证券研究所

金价每上涨 10 元，公司业绩有望增长 2.65 亿元。由于公司利润主要由矿产金贡献，公司的业绩相对于黄金价格具有较高的弹性。根据我们测算，如果假设公司矿产金产量为 40 吨，黄金价格每上涨 10 元/克，公司的归母净利润增长约 2.65 亿元，相当于 2017 年归母净

利的 24%。我们认为 2019 年黄金有望出现趋势性上涨，均价如果达到 300 元/克（与 18 年年均价相比上涨 10.85%），公司的净利润有望达到约 24 亿元。

表 10：国内黄金公司弹性测算

不同黄金价格下黄金公司 2019 年归母净利估计（亿元）									
黄金价格（元/克）	250	260	270	280	290	300	310	金价每上涨 10 元利润变动(亿)	变动率（2017 年利润为基数）
山东黄金	10.77	13.42	16.07	18.72	21.36	24.01	26.66	2.65	23%
中金黄金	1.31	2.06	2.81	3.57	4.32	5.08	5.83	0.75	26%
紫金矿业	46.14	48.58	51.02	53.45	55.89	58.33	60.76	2.44	7%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

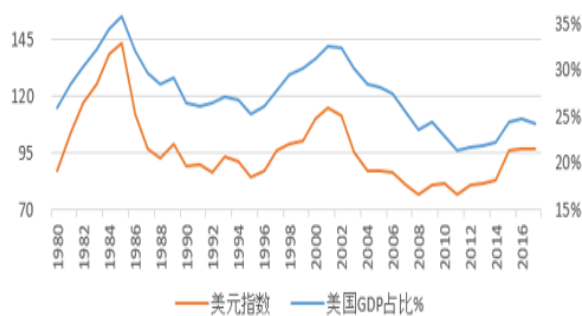
2. 黄金：金价上涨通道有望打开

展望 2019 年，减税政策对美国经济的刺激作用可能逐渐减弱，全球贸易冲突风险仍然存在，美国经济增速相对于其他经济体的绝对优势可能将转变为相对优势，美元指数可能出现下行而利好黄金价格。同时，美联储加息对黄金价格的压制作用逐渐减小，18 年 4 季度至今原油价格一路下跌，美国股市大幅回调，美联储的加息预期从 3 次降为 1-2 次，加息步伐的改变有望成为黄金价格上涨的催化剂。

2.1. 美元指数下行预期利好金价

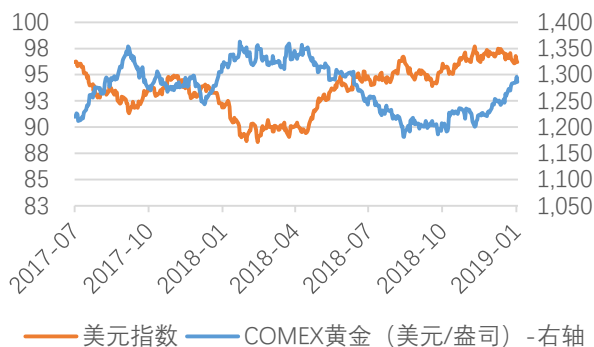
黄金和美元的负相关关系明显。从美元黄金脱钩至今，美元和黄金表现出明显的负相关关系。美元指数则与美国 GDP 占全球 GDP 的比值呈现明显正相关关系。美国经济从绝对优势转化为相对优势为黄金打开上涨通道。

图 2：美元指数与美国 GDP 占比呈正相关关系



资料来源：Wind，天风证券研究所

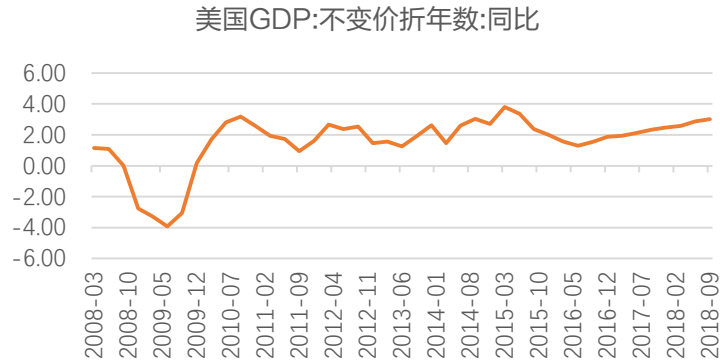
图 3：2018 年以来美元指数整体走高



资料来源：Wind，天风证券研究所

18 年美国经济增长强劲。在减税和制造业回归的刺激下，美国经济在 2018 年呈现出加速增长的趋势，二三季度 GDP 环比分别为 4.2%和 3.5%，三季度 GDP 同比 3.01%创 2016 年以来新高。

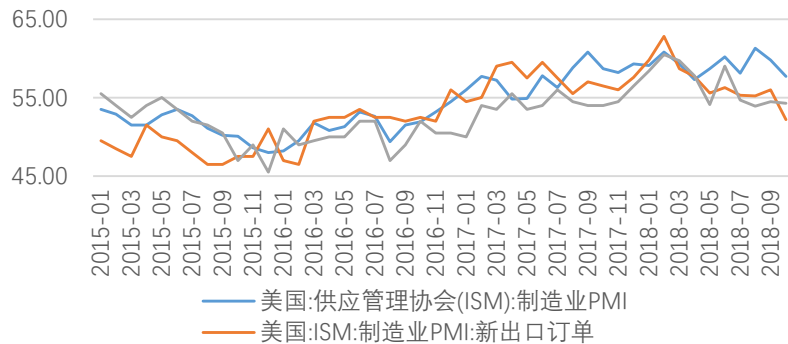
图 4: 美国 GDP 同比创 16 年以来新高 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

但是在 2018 年下半年开始, 美国部分经济指标开始回落, 市场开始担忧美国经济在 2019 年能否继续延续良好增长趋势。从 PMI 来看, PMI 虽然在正向区间, 但绝对值开始下降。美国的制造业 PMI 已经连续 20 个月处于扩张区间, 但从 8 月开始绝对值开始下降, 特别是受到贸易战影响, 进口和出口 PMI 数据已经从 2018 年 1 月的 59.8 和 58.4 回落至 2018 年 12 月的 52.7 和 52.8。

图 5: 美国 PMI 订单指数出现下行



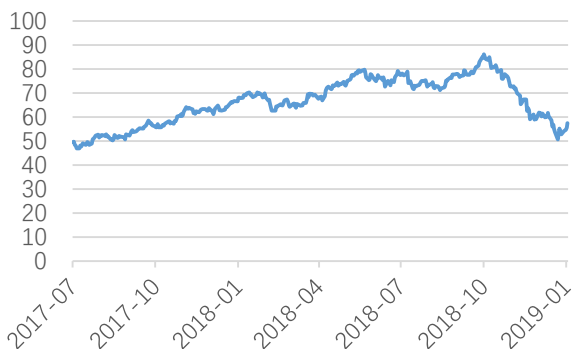
资料来源: Wind, 天风证券研究所

19 年美国 GDP 增长可能减速。美联储 12 月 19 日的议息会议将 19 年的 GDP 展望从 2.5% 下调至 2.3%, 与 18 年的 3% 相比, 美国经济增速逐步放缓正在形成一致预期, 对黄金价格形成利好。

2.2. 美联储加息步伐可能结束

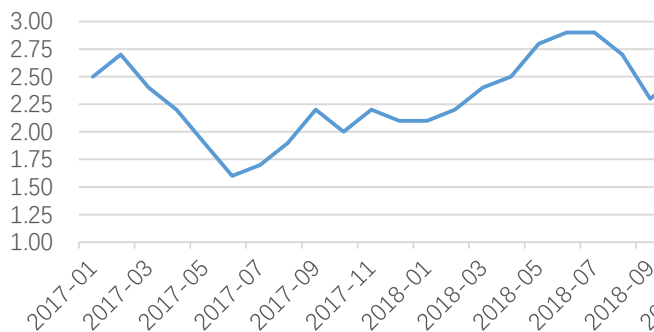
美联储加息对黄金价格的压制作用正在逐渐衰退。尽管当前美国失业率仍处在低位, 但是 2018 年底油价出现大幅下跌, 美国 12 月 CPI 回落至 1.9%, 美联储继续加息的动力有所减弱。2018 年 12 月, 美联储在议息会议上更新了美联储官员们的利率预期点阵图, 2019 年加息预期次数从 9 月会议时的 3 次调整为 2 次, 而 2019 年初第一次议息会议在声明中删除了进一步加息的表述, 市场预期加息进程可能将提前结束, 进一步利好黄金价格。

图 6：2018 年底油价出现大幅下跌



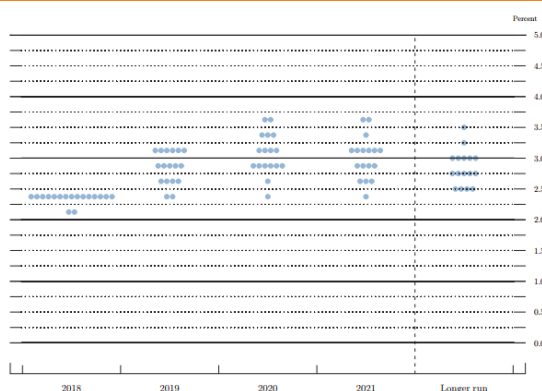
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：美国 CPI 出现回落



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2018 年 12 月美联储议息会议点阵图暗示加息 2 次



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 人民币金价有望获得额外上涨动力

人民币金价波动幅度通常由于汇率变化的原因小于美元金价变化幅度。但是在当前的全球经济形势下，人民币大幅升值的可能性较低。2017 底到 2018 年 10 月期间，COMEX 美元金价（美元计价）下跌超过 8% 跌幅情况下，沪金（人民币金价）跌幅仅为 2.55%，若明年美元金价持续上行、而人民币汇率变化较小或继续出现贬值，人民币金价有望获得部分额外上涨动力。

表 11：15 年至今黄金价格波动

	2014	2015	2016	2017	2018
COMEX 均价（美元/盎司）	1264.7	1160.3	1247.6	1262.7	1301.4
振幅	21.90%	22.18%	29.84%	16.20%	14.42%
SHEF 金均价（美元/盎司）	252.64	237.26	268.7	277.94	273.66
振幅	20.66%	19.21%	31.64%	8.71%	8.30%

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：人民币金价有望获得额外上涨动力



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.4. 16 年黄金上行目前状况对比

黄金价格自 11 年以来最大的涨幅发生在 15 年末(美联储宣布第一次加息)至 16 年中期。**海外金价上涨 316.85 美元/盎司 (30.84%)，国内金价上涨 73.75 元/克(35.51%)。**

16 年的情况与目前有相似性：美国 GDP 增长均出现增速下降，15 年三季度美国 GDP 同比达到 2.3%，但 16 年中期下降至 1.3%，而 18 年三季度美国 GDP 同比为 3%，19 年预期为 2.3%；美联储加息次数预期逐步下降，15 年 12 月第一次加息后，原本预计 16 年三次以上加息，结果在 16 年年底才开始第二次加息，而 18 年 9 月美联储市场还预计 19 年加息三次，但 12 月议息会议的点阵图就已经暗示 19 年加息两次，而按照天风宏观的观点，美联储 19 年最多加息一次。美元指数再次出现下降，而黄金再次进入上涨通道是大概率事件。

表 12：15 年至今黄金价格波动

	16 年情况			目前	
	2015 年 9 月	2015 年 12 月	2016 年 6 月	2018 年 6 月	2018 年 9 月
美国 PMI	50.20	48.00	53.20	60.20	59.80
欧元区 PMI	52.00	53.20	52.80	54.90	53.20
美国 GDP 同比	2.38	2.00	1.30	2.87	3.00
欧元区 GDP 同比	2.10	2.30	2.50	2.30	1.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

本次黄金上涨与 16 年又有较大区别。欧元区目前经济情况远不如 16 年的强复苏，中国处于转型期，19 年仍面临较大压力，非美货币整体可能不如 16 年强势。从上涨时间上看，16 年国内黄金企业的股价上涨晚于黄金价格以及海外黄金股的价格上涨，且涨幅均低于巴里克涨幅。而 18 年四季度黄金股的上涨则略早于黄金价格上涨，却与美股标示风险的 VIX 指数大幅上升的时点重合，本轮黄金价格上涨的启动可能一定程度上受到避险情绪的影响。

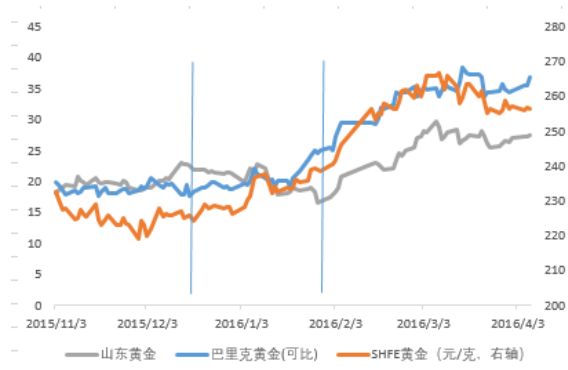
表 13：2016 年行情中黄金股表现情况

公司	上涨启动时间点	顶点时间点	起点股价(元/股)	顶点股价(元/股)	期间收益率	相对大盘涨跌幅
山东黄金	2016/1/28	2016/7/18	16.27	48.33	197.05%	184.27%
中金黄金	2016/1/28	2016/7/13	7.29	15.72	115.69%	100.43%
湖南黄金	2016/1/28	2016/7/11	7.05	15.85	124.82%	112.05%
赤峰黄金	2016/2/1	2016/7/12	5.02	11.59	130.88%	117.47%
紫金矿业	2016/1/28	2016/7/11	2.56	3.82	49.22%	36.44%
西部黄金	2015/7/8	2016/7/19	11.23	30.38	170.53%	183.94%

巴里克黄金	2015/12/14	2016/7/6	7.09	22.71	220.31%	204.40%
-------	------------	----------	------	-------	---------	---------

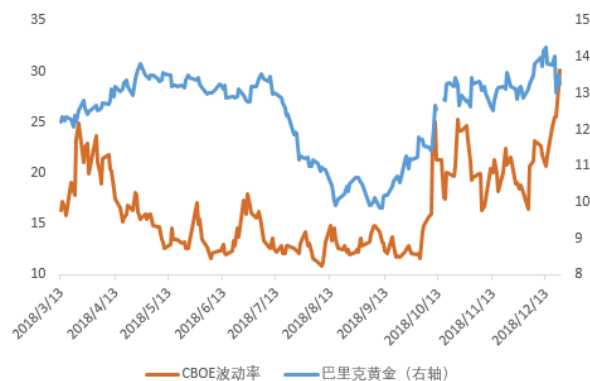
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 10: 16 年国内股价上涨滞后



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 11: 18 年股价上涨与 VIX 首次大幅上升时间一致



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 业绩预测及估值对比

在金价上涨的推动下, 公司盈利有望实现大幅增长, 另外我们判断公司港股完成发行后, 一部分资金将用来偿还债务, 2019 年财务费用有望出现较大幅度下降, 进一步促使业绩提升。我们以山东黄金 2018 年和 2019 年分别生产矿产金 40 和 41 吨, 2019 年金价达到 295 元/克进行假设, 山东黄金 2018 年和 2019 年预计分别实现归母净利润 12.31 亿和 22.69 亿元, 对应 1 月 29 日收盘价 30.79 元, 当前对应动态 PE 分别为 56 倍和 31 倍。

我们选取中金黄金、湖南黄金和紫金矿业进行估值参考, 三家对比公司 2019 年平均估值约为 33 倍左右。考虑到山东黄金为业务以矿产金为主的行业龙头, 黄金资源储备充足且有望继续扩大, 公司理应享有一定估值溢价, 且我们给予公司 2019 年 35-38 倍估值, 对应公司股价约为 35.87 元-38.94 元。给予“买入”评级。

表 14: 2019 年公司业绩有望随金价大幅上涨

	2017	2018E	2019E
矿产金产量 (吨)	35.53	40	41
预计市场金价 (元/克)	275.85	270.64	295
单位生产成本 (元/克)	152.48	153	153
矿产金收入 (亿元)	97.58	107.53	120.43
矿产金成本 (亿元)	54.17	61.20	62.73
矿产金毛利 (亿元)	43.40	46.33	57.70
公司归母净利润 (亿元)	11.37	12.31	22.69

资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

表 15: 其他公司估值情况 (对比公司 PE 数据来自 Wind 一致预期, 截止 2019 年 1 月 29 日)

PE	2018E	2019E
中金黄金	100.24	67.95
湖南黄金	39.31	20.13
紫金矿业	14.33	11.87
平均值	51.29	33.32

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 风险提示

黄金价格大幅下跌的风险, 公司产品产量不及预期的风险, 美国经济增长超预期的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,303.65	3,072.76	4,162.93	5,100.55	5,219.54
应收账款	182.46	427.95	79.93	(1,229.81)	(1,254.40)
预付账款	115.95	175.30	404.39	33.28	423.72
存货	1,369.97	3,102.22	2,758.84	375.85	2,584.35
其他	80.99	130.90	78.34	106.01	96.76
流动资产合计	3,053.03	6,909.12	7,484.44	4,385.88	7,069.97
长期股权投资	371.46	399.21	399.21	399.21	399.21
固定资产	11,115.38	18,437.72	18,914.32	18,954.04	18,718.63
在建工程	2,232.79	2,614.79	1,604.88	1,010.93	636.56
无形资产	8,947.70	9,821.82	9,109.88	8,397.94	7,686.00
其他	2,636.85	3,933.63	3,791.92	3,723.24	3,780.77
非流动资产合计	25,304.19	35,207.17	33,820.20	32,485.35	31,221.15
资产总计	28,357.21	42,116.29	41,304.64	36,871.24	38,291.12
短期借款	530.00	789.30	1,786.45	200.00	200.00
应付账款	2,079.79	2,816.25	1,420.75	2,893.64	1,812.73
其他	4,630.61	7,068.12	6,921.54	6,712.37	7,069.91
流动负债合计	7,240.40	10,673.67	10,128.74	9,806.01	9,082.64
长期借款	88.00	6,857.57	6,955.49	500.00	500.00
应付债券	3,290.39	3,294.48	3,290.46	3,291.78	3,292.24
其他	1,393.58	4,121.29	2,311.42	2,608.76	3,013.82
非流动负债合计	4,771.98	14,273.34	12,557.37	6,400.54	6,806.06
负债合计	12,012.37	24,947.01	22,686.10	16,206.55	15,888.70
少数股东权益	825.58	844.94	939.76	1,120.65	1,256.36
股本	1,857.12	1,857.12	2,214.01	2,214.01	2,214.01
资本公积	4,215.08	4,216.36	4,216.36	4,216.36	4,216.36
留存收益	13,665.63	14,472.65	15,464.77	17,330.03	18,932.05
其他	(4,218.57)	(4,221.79)	(4,216.36)	(4,216.36)	(4,216.36)
股东权益合计	16,344.84	17,169.28	18,618.54	20,664.68	22,402.42
负债和股东权益总	28,357.21	42,116.29	41,304.64	36,871.24	38,291.12

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,308.81	1,193.39	1,230.93	2,268.78	1,976.01
折旧摊销	1,573.02	2,257.10	1,322.05	1,356.25	1,377.77
财务费用	332.12	487.91	600.00	350.00	250.00
投资损失	(21.73)	(62.31)	80.00	80.00	80.00
营运资金变动	319.18	2,005.73	(2,340.82)	5,632.99	(2,971.72)
其它	(787.46)	(2,183.14)	(151.61)	183.96	138.80
经营活动现金流	2,723.95	3,698.68	740.54	9,871.98	850.85
资本支出	6,234.00	9,095.36	1,869.88	(217.35)	(355.06)
长期投资	27.77	27.75	0.00	0.00	0.00
其他	(7,944.35)	(19,530.87)	(2,009.88)	57.35	225.06
投资活动现金流	(1,682.59)	(10,407.77)	(140.00)	(160.00)	(130.00)
债权融资	3,930.39	10,980.34	12,052.73	4,018.89	4,021.05
股权融资	4,310.26	(311.76)	(150.10)	(246.34)	(123.30)
其他	(8,625.04)	(2,701.59)	(11,412.99)	(12,546.91)	(4,499.62)
筹资活动现金流	(384.39)	7,966.99	489.63	(8,774.36)	(601.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	656.98	1,257.90	1,090.18	937.62	118.99

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	50,198.85	51,041.30	52,036.66	53,326.04	54,392.56
营业成本	45,799.12	46,412.37	47,114.95	47,267.95	49,248.03
营业税金及附加	180.60	240.66	245.35	251.43	256.46
营业费用	34.44	31.15	31.76	32.55	33.20
管理费用	2,205.21	2,200.98	1,900.00	1,999.73	2,039.72
财务费用	324.66	499.97	600.00	350.00	250.00
资产减值损失	3.54	(2.86)	(2.86)	(2.86)	(2.86)
公允价值变动收益	25.43	(86.83)	(251.41)	0.00	0.00
投资净收益	21.73	62.31	(80.00)	(80.00)	(80.00)
其他	(94.32)	32.38	662.82	160.00	160.00
营业利润	1,698.43	1,651.17	1,816.04	3,347.24	2,488.01
营业外收入	22.05	23.87	5.00	5.00	5.00
营业外支出	29.03	46.42	5.00	5.00	5.00
利润总额	1,691.45	1,628.61	1,816.04	3,347.24	2,488.01
所得税	382.64	435.22	485.31	894.50	373.20
净利润	1,308.81	1,193.39	1,330.73	2,452.74	2,114.81
少数股东损益	16.03	55.97	99.80	183.96	138.80
归属于母公司净利润	1,292.78	1,137.42	1,230.93	2,268.78	1,976.01
每股收益(元)	0.58	0.51	0.56	1.02	0.89

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	30.14%	1.68%	1.95%	2.48%	2.00%
营业利润	98.34%	-2.78%	9.99%	84.32%	-25.67%
归属于母公司净利润	120.22%	-12.02%	8.22%	84.32%	-12.90%
获利能力					
毛利率	8.76%	9.07%	9.46%	11.36%	9.46%
净利率	2.58%	2.23%	2.37%	4.25%	3.63%
ROE	8.33%	6.97%	6.96%	11.61%	9.34%
ROIC	12.65%	8.71%	7.41%	10.65%	12.52%
偿债能力					
资产负债率	42.36%	59.23%	54.92%	43.95%	41.49%
净负债率	48.96%	39.48%	58.51%	31.31%	31.64%
流动比率	0.42	0.65	0.74	0.45	0.78
速动比率	0.23	0.36	0.47	0.41	0.49
营运能力					
应收账款周转率	304.16	167.24	204.92	-92.75	-43.79
存货周转率	49.78	22.83	17.76	34.02	36.75
总资产周转率	1.97	1.45	1.25	1.36	1.45
每股指标(元)					
每股收益	0.58	0.51	0.56	1.02	0.89
每股经营现金流	1.23	1.67	0.33	4.46	0.38
每股净资产	7.01	7.37	7.98	8.83	9.55
估值比率					
市盈率	53.52	60.83	56.21	30.50	35.01
市净率	4.46	4.24	3.91	3.54	3.27
EV/EBITDA	19.73	14.98	20.59	13.50	16.57
EV/EBIT	34.79	30.67	31.85	18.45	24.90

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com