

山东黄金 (600547)

产品价格、财务费用拖累业绩，2019年向好可期

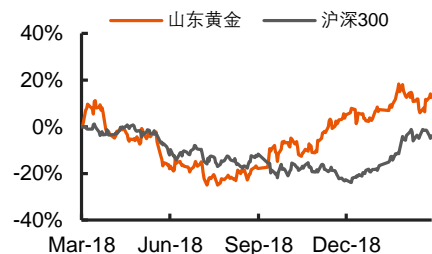
推荐 (维持)

现价: 31.63 元

主要数据

行业	有色
公司网址	www.sdhjgf.com.cn
大股东/持股	山东黄金集团/37.58%
实际控制人	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,214
流通 A 股(百万股)	1,452
流通 B/H 股(百万股)	357
总市值 (亿元)	647.53
流通 A 股市值(亿元)	459.11
每股净资产(元)	9.77
资产负债率(%)	48

行情走势图



证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.
CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布2018年年报，实现收入547.88亿元，同比增长7.34%，归属上市公司股东净利润8.76亿元，同比下降23.01%，EPS 0.40元，业绩略低于预期。公司同时公告2018年利润分配预案为每10股派现金红利1元，并以资本公积转增股本，实施每10股转增4股。

平安观点:

- **矿产金量升价跌、财务费用增加，业绩下滑：**2018 年公司主导产品矿产金产量 39.32 吨，同比增长 9.57%，主要因公司 2017 年 6 月完成对贝拉德罗金矿 50%权益收购，2018 年其对应权益产量计入公司产量所致。价格方面，2018 年美联储持续加息，黄金价格受到压制，而公司黄金开采成本相对刚性，导致公司矿产金毛利率略下降 1.7 个百分点至 42.78%。此外，由于 2017 年收购贝拉德罗金矿 50%权益，公司增加了较多借款，导致 2018 年财务费用增加约 2.9 亿元，但随着公司用港股募集资金归还借款，2019 年公司财务费用将有所下降。
- **2019 年预计黄金价格中枢将有所抬升：**进入 2019 年，由于美国经济增长的压力开始显现，美联储货币政策有所调整，预计 2019 年或将不加息，并停止缩表，且全球其他经济体货币政策亦趋于宽松，黄金价格压制因素明显减弱，2019 年黄金价格中枢抬升的可能性高。
- **公司受益黄金价格上涨较为显著：**公司是我国黄金的龙头企业，拥有权益黄金资源量近 1000 吨，黄金产销量和资源量均位居行业前列。根据我们测算，目前在 A 股黄金企业中，以每股对应的黄金产量衡量，公司弹性位居首位，未来黄金价格上涨对公司业绩推动显著。
- **大股东优质黄金资产有望继续导入：**公司大股东山东黄金集团在国内拥有 33 处探矿权，探明备案的黄金资源量 677 吨，同时拥有 16 处金矿采矿权，公司拥有向大股东收购相关资源的优先买权，未来有大股东优质黄金资产导入上市公司预期。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51041	54,788	56,838	59,096	62,666
YoY(%)	1.7	7.3	3.7	4.0	6.0
净利润(百万元)	1137	876	1,769	2,002	2,488
YoY(%)	-12.0	-23.0	102.1	13.2	24.3
毛利率(%)	9.1	8.7	10.7	11.1	12.0
净利率(%)	2.2	1.6	3.1	3.4	4.0
ROE(%)	7.0	4.0	7.5	7.7	8.8
EPS(摊薄/元)	0.51	0.40	0.80	0.90	1.12
P/E(倍)	61.6	80.0	39.6	35.0	28.1
P/B(倍)	4.3	3.2	3.0	2.8	2.5

- **盈利预测及投资评级：**我们略微调整费用假设，略调低公司 2019、2020 年的盈利预测，并导入 2021 年盈利预测，预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.80 (-2%)、0.90 (-1%) 和 1.12 元，对应 2019 年 3 月 28 日收盘价的 PE 分别为 40、35 和 28 倍，维持“推荐”投资评级。
- **风险提示：**(1) 产品价格波动的风险。黄金是公司的主要产品，黄金价格在很大程度上决定了公司的利润水平。受世界经济、政治、需求等因素的影响，黄金价格的不确定性在加剧，黄金价格的波动将导致公司的经营业绩存在不确定性，若金价出现大幅下跌，公司的经营业绩将会受到影响。(2) 资源开发的 风险。公司矿山的持续开采造成矿藏量逐渐减少，个别矿山存在资源接续紧张问题，为保证生产，公司已着手办理相关矿权的采矿许可。国家对矿山生产企业权证办理的管控和审批程序越来越严格，若在矿权审批过程中出现延滞现象，则会影响到公司的黄金产量和经营业绩。(3) 矿山安全生产和环境污染的风险。矿业属于安全风险较高的行业，若发生安全事故，将会造成人员伤亡或财产损失，直接影响公司黄金产量、收入及企业形象等。在黄金的开采、生产过程中会产生废弃物，若环保措施出现问题，废弃物中的有害物质将会对矿区及周边环境造成污染。如发生环境污染，将影响企业生产经营的正常进行。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6584	8364	9307	11966
现金	2139	2842	4728	5900
应收账款	571	376	412	484
其他应收款	0	669	27	711
预付账款	148	187	162	209
存货	3353	3898	3606	4270
其他流动资产	373	392	374	393
非流动资产	38362	38931	40618	41197
长期投资	1037	1087	1137	1187
固定资产	19882	20000	20467	20548
无形资产	10156	9910	9640	9533
其他非流动资产	7286	7935	9374	9930
资产总计	44946	47296	49925	53164
流动负债	14245	14779	15324	16366
短期借款	3623	2828	3704	3855
应付账款	1949	1677	2075	1863
其他流动负债	8673	10274	9545	10648
非流动负债	7323	7247	7211	6775
长期借款	2779	2703	2667	2232
其他非流动负债	4545	4544	4544	4544
负债合计	21569	22026	22535	23142
少数股东权益	1757	1881	1997	2142
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	8393	8393	8393	8393
留存收益	11042	12935	15054	17687
归属母公司股东权益	21620	23390	25392	27880
负债和股东权益	44946	47296	49925	53164

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2927	4354	5634	5210
净利润	937	1893	2119	2633
折旧摊销	2435	2288	2471	2678
财务费用	792	581	616	620
投资损失	47	-22	-22	-22
营运资金变动	-1213	-383	453	-696
其他经营现金流	-70	-3	-3	-3
投资活动现金流	-3765	-2833	-4133	-3233
资本支出	3627	521	1636	529
长期投资	-600	-50	-50	-50
其他投资现金流	-6793	-3303	-5719	-3712
筹资活动现金流	356	-847	-492	-3756
短期借款	2834	-823	0	-2800
长期借款	-7373	-76	-36	-436
普通股增加	357	0	0	0
资本公积增加	4177	0	0	0
其他筹资现金流	362	52	-456	-520
现金净增加额	-461	675	1010	-1779

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	54788	56838	59096	62666
营业成本	50017	50758	52526	55132
营业税金及附加	364	377	392	416
营业费用	37	39	40	43
管理费用	1747	2160	2246	2381
财务费用	792	581	616	620
资产减值损失	1	6	6	6
公允价值变动收益	2	3	3	3
投资净收益	-47	22	22	22
营业利润	1477	2943	3294	4092
营业外收入	11	18	19	18
营业外支出	39	39	37	39
利润总额	1449	2928	3276	4071
所得税	512	1034	1157	1438
净利润	937	1893	2119	2633
少数股东损益	61	124	117	145
归属母公司净利润	876	1769	2002	2488
EBITDA	4223	5427	5920	6900
EPS (元)	0.40	0.80	0.90	1.12

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	7.3	3.7	4.0	6.0
营业利润(%)	-10.6	99.3	11.9	24.2
归属于母公司净利润(%)	-23.0	102.1	13.2	24.3
获利能力				
毛利率(%)	8.7	10.7	11.1	12.0
净利率(%)	1.6	3.1	3.4	4.0
ROE(%)	4.0	7.5	7.7	8.8
ROIC(%)	4.1	6.8	6.8	7.8
偿债能力				
资产负债率(%)	48.0	46.6	45.1	43.5
净负债比率(%)	18.4	13.3	9.1	3.7
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.5
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	157.0	120.0	150.0	140.0
应付账款周转率	26.9	28.0	28.0	28.0
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.80	0.90	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	1.32	1.97	2.54	2.35
每股净资产(最新摊薄)	9.77	10.56	11.47	12.59
估值比率				
P/E	79.97	39.58	34.98	28.15
P/B	3.24	2.99	2.76	2.51
EV/EBITDA	18.0	13.9	12.6	10.6

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033