

2019年03月29日

山东黄金 (600547.SH)

## 产量总体平稳，国际化值得期待

■ **公司公布 2018 年年报，业绩低于预期。**公司 2018 年营业收入约 547.88 亿元，同比+7.34%，归母公司净利润 8.76 亿元，同比-23.01%，扣非净利润 8.87 亿元，同比-22.37%。其中，2018Q4 营业收入约 175.27 亿元，环比+55.91%、同比+39.80%，归母净利润 1.06 亿元，环比-33.22%、同比-56.50%，实现扣非净利润 1.17 亿元，环比-27%，同比-51.44%，业绩低于我们此前预期。此外公司拟以总股本 22.14 亿股为基数，向全体股东每 10 股派现金红利 1 元，同时以资本公积转增股本向全体股东实施 10 股转增 4 股。

■ **总体来看，2018 年产量符合预期，成本及税费上升对业绩形成拖累。**2018 年矿产金产量 39.32 吨，同比+9.57%，总体符合 2017 年年报中的经营规划（预计 2018 年矿产金 39.86 吨），增长主要源于贝拉德罗金矿全年实现并表（2017 年半年并表 6.49 吨产量，2018 年全年并表 8.95 吨产量）。2018 年业绩下滑主要有五大因素：**一是金价下降。**2018 年黄金均价约 271 元/g，相比 2017 年 275.6 元/g 下滑 1.64%。**二是成本略有上升。**我们的测算表明 2018 年公司矿产金单位生产成本约为 153.8 元/g，同比+0.89%。主要是贝拉德罗 2018 年矿产金单位销货成本约为 1112 美元/盎司，远高于公司国内矿产金成本，全年并表抬升了整体单位成本。且贝拉德罗 18 年成本较 17 年上升约 24%，巴里克年报解释为公允价值重估导致折旧增加，以及品位下降，2018 年入堆品位为 0.85g/t，同比下降 0.15g/t。**三是营业税金及附加增加。**2018 年该项为 3.63 亿元，同比+1.23 亿元，主要增加项来自合营企业 MAS 在阿根廷产生的 0.9 亿元出口关税。**四是财务费用增加。**2018 年公司财务费用为 7.92 亿元，同比+58.32%，主要是利息支出增加约 2.5 亿元，汇兑损失增加约 1 亿元；**五是所得税增加。**2018 年所得税约 5.12 亿元，同比+0.76 亿元，所得税率从 2017 年的 33.04% 增加至 2018 年的 35.33%。

■ **单季度看，2018Q4 量价齐升，但成本及税费亦有上升。**2018Q1-2018Q4 黄金价格分别为 273.4、269.3、266.5、275.3 元/g，2018Q4 金价环比增 3.3%，2018Q4 贝拉德罗产金约 2.48 吨，环比+57.1%，销售金 2.38 吨，环比+48%，量价齐升使得 2018Q4 营业收入环比增 55.91%。但 2018Q4 营业成本增幅较收入更大，环比+63.36%，其中贝拉德罗的单位销货成本为 1352 美元/磅，环比+24.8%。此外，营业税金及附加、管理费用、财务费用、所得税环比均有增加，预计和财务结算周期有一定关系，共同造成 2018Q4 业绩环比下降，低于预期。

■ **2019 年矿产金规划量略有下滑，预计财务费用后续有较大下降空间。**据年报披露，公司 2019 年黄金生产计划为 37.87 吨（较 2018 年下降 1.45 吨），我们认为这或主要来源于贝拉德罗产量下滑。一是国内矿山稳中向好，2018 年公司黄金产量合计约 986 千盎司（约 31.7 吨），同比增 4.35%，且原矿品位提高 0.05g/t 至 2.28g/t，未来黄金产销仍有上升空间。二是巴里克年报中对贝拉德罗 2019 年黄金产量指引为 230~250 千盎司（7.4~8 吨），较 2018 年下降约 0.95~1.55 吨，原因或主要在于品位下滑，因此成本也存在上行可能。不过公司有息负债下降明显，2018Q4 公司长期借款下降约 46.6 亿元，主要为子公司归还此前并购贷款。此外 2018 年公司实现经营性净现金流 29.3 亿，表现较为强劲，有益于公司进一步降低短期借款等有息负债规模，从而使得财务费用后续明显下降。

■ **国内黄金行业龙头，且具备全球化成长空间。**公司 2018 年矿产金量仍居国内上市公司第一，截至 2018 年末公司黄金资源量约 1161 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。此外，公司寻求与国际巨头巴里克黄金合作，积极布局海外。据公司公告，除共同经营贝拉德罗金矿外，2018 年 9 月，双方签订《相互战略投资协议》，约定协议签订 12 月内，双方一次或多次地在

公司快报

证券研究报告

黄金

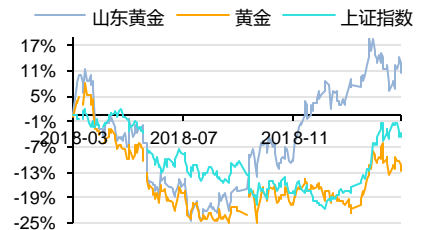
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**47.1 元**  
股价 (2019-03-28) **31.63 元**

### 交易数据

总市值 (百万元)	70,029.08
流通市值 (百万元)	45,910.97
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	21.60/34.08 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.15	-15.53	9.11
绝对收益	-4.76	4.56	5.03

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

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）。尽管海外矿山短期面临成本及费用增加，我们仍然看好公司的国际化战略方向，一是国内优质黄金项目日渐稀缺；二是以巴里克为首的国际黄金巨头并购浪潮涌现，势必带来全球黄金资产的优化再分配，这为公司进行海外资源并购提供机遇。

■ **投资建议：“买入-A”投资评级，维持6个月目标价47元。**预计2019-2021年黄金产量为37.9、40.6、42.6吨，2019-2021年黄金均价为303、330、360元/g，我们的测算表明公司2019-2021年EPS分别为0.74、1.15、1.43元。考虑到公司为A股最纯粹的黄金公司，矿产金产量、储量的成长性和成本端颇具优势，且具备全球化布局的潜力，维持公司6个月目标价47元，相当于2020年41x PE。

■ **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。  
3) 矿产金生产成本增加超预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	51,041.3	54,787.9	52,945.8	54,910.3	56,295.6
净利润	1,137.4	875.7	1,631.3	2,535.9	3,161.8
每股收益(元)	0.51	0.40	0.74	1.15	1.43
每股净资产(元)	7.37	9.77	9.71	9.57	9.40

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	61.6	80.0	42.9	27.6	22.1
市净率(倍)	4.3	3.2	3.3	3.3	3.4
净利润率	2.2%	1.6%	3.1%	4.6%	5.6%
净资产收益率	7.0%	4.0%	7.5%	11.7%	14.7%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	8.7%	6.1%	8.1%	12.7%	16.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	51,041.3	54,787.9	52,945.8	54,910.3	56,295.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	46,412.4	50,016.5	47,375.0	47,879.8	48,189.3	营业收入增长率	1.7%	7.3%	-3.4%	3.7%	2.5%
营业税费	240.7	363.6	317.7	329.5	337.8	营业利润增长率	-2.8%	-10.6%	83.8%	55.5%	24.2%
销售费用	31.2	37.2	36.0	37.3	38.3	净利润增长率	-12.0%	-23.0%	86.3%	55.4%	24.7%
管理费用	2,201.0	1,746.7	1,688.0	1,750.6	1,794.8	EBITDA 增长率	22.5%	14.4%	17.5%	23.5%	14.1%
财务费用	500.0	791.5	498.1	358.4	351.0	EBIT 增长率	5.5%	20.8%	36.7%	39.1%	20.9%
资产减值损失	-2.9	0.6	0.6	0.6	0.6	NOPLAT 增长率	0.7%	-6.9%	45.8%	40.9%	21.8%
加:公允价值变动收益	-86.8	1.6	25.4	20.0	20.0	投资资本增长率	32.0%	10.1%	-9.5%	-6.1%	-6.8%
投资和汇兑收益	62.3	-46.7	-30.0	-30.0	-30.0	净资产增长率	5.0%	36.2%	0.0%	-0.5%	-0.6%
<b>营业利润</b>	1,651.2	1,476.6	2,713.5	4,220.2	5,241.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-22.6	-27.6	-11.9	-20.7	-11.3	毛利率	9.1%	8.7%	10.5%	12.8%	14.4%
<b>利润总额</b>	1,628.6	1,449.0	2,701.5	4,199.5	5,230.5	营业利润率	3.2%	2.7%	5.1%	7.7%	9.3%
减:所得税	435.2	511.9	945.5	1,469.8	1,830.7	净利润率	2.2%	1.6%	3.1%	4.6%	5.6%
<b>净利润</b>	1,137.4	875.7	1,631.3	2,535.9	3,161.8	EBITDA/营业收入	8.6%	9.1%	11.1%	13.2%	14.7%
						EBIT/营业收入	4.2%	4.7%	6.7%	8.9%	10.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	104	126	129	114	104
货币资金	3,072.8	2,139.2	3,329.8	2,662.5	3,923.4	流动营业资本周转天数	-39	-40	-42	-40	-39
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	35	44	49	50	51
应收账款	427.9	774.9	776.2	793.8	806.3	应收账款周转天数	2	4	5	5	5
应收票据	19.1	0.5	2.6	2.7	2.8	存货周转天数	16	21	23	22	22
预付账款	175.3	148.3	284.3	287.3	289.1	总资产周转天数	249	286	300	277	263
存货	3,102.2	3,352.9	3,316.3	3,351.6	3,373.3	投资资本周转天数	148	165	170	151	138
其他流动资产	111.8	168.4	168.4	168.4	168.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	2.0	-	-	-	-	ROE	7.0%	4.0%	7.5%	11.7%	14.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	2.1%	4.1%	6.6%	8.3%
长期股权投资	399.2	1,037.1	1,037.1	1,037.1	1,037.1	ROIC	8.7%	6.1%	8.1%	12.7%	16.4%
投资性房地产	226.7	216.6	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	18,437.7	19,882.5	17,923.2	16,816.8	15,653.4	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
在建工程	2,614.8	3,118.8	3,118.8	3,118.8	3,118.8	管理费用率	4.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
无形资产	9,821.8	10,155.9	9,417.3	9,049.0	8,680.8	财务费用率	1.0%	1.4%	0.9%	0.7%	0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.4%	4.7%	4.2%	3.9%	3.9%
<b>资产总额</b>	42,116.3	44,946.0	43,322.7	41,237.0	41,002.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	789.3	3,623.4	2,623.4	1,123.4	1,012.2	资产负债率	59.2%	48.0%	44.3%	41.7%	41.8%
应付账款	2,816.2	2,872.7	2,928.0	2,949.3	2,962.5	负债权益比	145.3%	92.3%	82.4%	74.4%	74.5%
应付票据	388.9	631.6	599.3	605.7	609.6	流动比率	0.65	0.46	0.59	0.62	0.73
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.36	0.23	0.34	0.33	0.44
长期借款	6,857.6	2,091.0	1,591.0	1,091.0	1,091.0	利息保障倍数	4.27	3.26	7.07	13.68	16.88
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	24,947.0	21,568.9	19,276.3	17,309.9	17,220.0	DPS(元)	0.10	-	0.00	-	0.00
少数股东权益	844.9	1,756.8	1,881.5	2,075.3	2,313.3	分红比率	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,857.1	2,214.0	2,214.0	2,214.0	2,214.0	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	14,472.6	19,435.1	19,308.0	18,994.8	18,612.0						
<b>股东权益</b>	17,169.3	23,377.0	23,387.3	23,267.9	23,123.2						

	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	1,193.4	937.1	1,631.3	2,535.9	3,161.8	EPS(元)	0.51	0.40	0.74	1.15	1.43
加:折旧和摊销	2,257.1	2,435.1	2,353.6	2,353.6	2,353.6	BVPS(元)	7.37	9.77	9.71	9.57	9.40
资产减值准备	-2.9	2.1	0.6	0.6	0.6	PE(X)	61.6	80.0	42.9	27.6	22.1
公允价值变动损失	86.8	-1.6	25.4	20.0	20.0	PB(X)	4.3	3.2	3.3	3.3	3.4
财务费用	487.9	699.0	498.1	358.4	351.0	P/FCF	29.2	-11.5	36.2	35.2	15.3
投资损失	-62.3	46.7	30.0	30.0	30.0	P/S	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2
少数股东损益	56.0	61.3	124.7	193.8	238.0	EV/EBITDA	15.0	14.3	12.3	9.8	8.5
营运资金的变动	2,005.7	-1,007.5	-860.2	-22.5	-14.9	CAGR(%)	31.8%	53.7%	10.3%	31.8%	53.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,698.7	2,927.2	3,803.5	5,469.7	6,140.0	PEG	1.9	1.5	4.2	0.9	0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	-10,407.8	-3,765.5	161.1	-50.0	-50.0	ROIC/WACC	1.5	1.1	1.4	2.2	2.9
<b>融资活动产生现金流量</b>	7,967.0	356.2	-1,868.2	-4,706.9	-351.0	REP	1.8	2.6	2.1	1.4	1.2

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
	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	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@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
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	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