

金价中枢抬升将助力公司业绩释放

——山东黄金（600547）2018 年报点评

2019 年 04 月 04 日

推荐/首次

山东黄金 | 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 547.88 亿元，同比增长 7.34%，实现归属母公司股东的净利润 8.76 亿元，同比减少 23.01%。其中公司四季度营收同比增加 39.8%，环比增 55.9%；但归母净利润同比降 56.5%，环比降 32.9%。公司业绩略低于预期，主要与公司财务费用增加及海外矿山成本上升有关。此外，公司拟向全体股东每 10 股派现金红利 1 元（以 22.14 亿股为基数），同时拟以资本公积转增股本向全体股东实施每 10 股转增 4 股。
- **公司矿产黄金基本符合预期，但黄金品味出现差异性变化：**公司 2018 年矿产金+9.57%至 39.32 吨（预期 39.86 吨），其中国内产量占比 78%，海外产量占比 22%，公司黄金产量占全国矿产金供应总量的 11.37%，贝拉德罗金矿 2018 年的并表（8.95 吨）对公司黄金产量增加予以贡献。此外，公司境内外黄金品味出现差异性变化，公司国内矿山原矿品味升至 2.28 克/吨，而海外原矿品味却降至 0.85 克/吨，意味着境外矿成本的提升。
- **贝拉德罗成本上升导致公司业绩略低于预期。**公司贝拉德罗金矿 Q4 的销售成本环比上涨 24.8%至 1352 美元/盎司，考虑到 2018 年全球主要黄金企业生产成本平均增长 4.5%至 932 美元/盎司，贝拉德罗金矿的生产成本显然偏高。造成贝拉德罗金矿成本大幅攀升的主要原因为矿石品味下降、折旧成本增加及生产费用攀升。但 2019 年贝拉德罗金矿销售成本预计略有下滑，维持于 1250-1350 美元/盎司。
- **财务费用增长明显，应收款项显著增加：**公司 2018 年财务费用增长 58.3%至 7.92 亿元（其中利息支出及汇兑损失分别产生约 2.5 亿及 1.16 亿元增长），财务费用上涨的主要原因与公司贝拉德罗金矿 50%的权益收购有关。此外，受阿根廷出口征税 12%的影响母公司合营企业 MAS 在阿根廷产生 0.9 亿的出口关税增加。另一方面，公司应收售金款增加 292%至 5.72 亿，短期借款亦因融资额增加而出现 3.6 倍增长至 36.23 亿。尽管公司无明显坏账预期，但相关风险仍需关注。
- **公司资产负债率下降较明显，且财务费用有进一步改善空间：**公司 2018 年资产负债率下降 11.24%至 48%，其中公司负债下降 13.5%而资产增加 6.7%。此外，公司 2018 年的长期借款下降 47.7 亿元且筹资现金流净额同比减少 95.5%，这意味着公司未来的财务费用有进一步的下降空间。
- **公司黄金资源储量及产量稳居国内龙头：**公司黄金金属储量 1024.3 吨（36130 千盎司）并拥有 30 处境内金矿探矿权，为全国第二；公司矿产金年产量近 40 吨，排名全国第一。考虑到公司三山岛金矿 8000 吨/日扩建、焦家金矿 6000 吨扩建、新城金矿 8000 吨/日的建设及玲珑金矿技改等项目的完工，预计公司至十三五末（2020）的黄金年产量有望达到 50 吨。公司 2019 年黄金目标产量不低于 37.87 吨，贝拉德罗金矿产量对公司矿产金总产量有较为直接的影响。
- **黄金价格中枢抬升有利公司业绩释放：**2019 年的黄金价格中枢有进一步上行的动能。金融面上美元的下行压力及美债长端的下行预期正在形成，基本面黄金的避险需求正逐步修复，而资金面上黄金空头集中持仓的极端情形难以再现，意味着黄金价格中枢在 2019 年将逐渐抬升。我们粗略拟合了金价变动与公司净利变动情况，发现 1%的金价变动对公司净利产生 1.68%的扰动，显示黄金价格的上涨对公司业绩的释放会产生实质性支撑。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 573.15 亿元、583.4 亿、595.2 亿元；归母净利润分别为 11.63 亿元、19.19 亿元和 23.63 亿元；EPS 分别为 0.6 元、1 元和 1.24 元，对应 PE 分别为 52.8X、31.48X 和 25.43X。首次覆盖并“推荐”评级。
- **风险提示：**黄金价格下跌风险，公司黄金产量不及预期风险，存货风险。

财务指标预测

分析师:郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理:张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号:

S1480118100014

交易数据

52 周股价区间 (元)	31.9-30.87
总市值 (亿元)	706.27
流通市值 (亿元)	463.03
总股本/流通 A 股 (万股)	221401/145150
流通 B 股/H 股 (万股)	/35689
52 周日均换手率	1.28

52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

《山东黄金（600547）事件点评：拟定增收购集团资产，黄金储量预计翻倍》

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51,041.3	54,787.8	57,315.8	58,339.9	59,519.9
增长率(%)	1.68%	7.34%	4.61%	1.79%	2.02%
净利润(百万元)	1,193.39	937.08	1,162.74	1,919.73	2,362.72
增长率(%)	-8.82%	-21.48%	24.08%	65.10%	23.08%
净资产收益率(%)	6.97%	4.05%	5.16%	8.38%	10.03%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.60	1.00	1.24
PE	51.85	70.29	52.53	31.48	25.43
PB	3.60	3.24	2.71	2.64	2.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司盈利预测表

资产负	单位: 百万元					利润表					单位: 百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合	6909	6584	6931	7014	7133	营业收入	51041	54788	57316	58340	59520				
货币资金	3073	2139	2238	2278	2324	营业成本	46412	50017	52813	53416	54383				
应收账款	127	571	597	608	620	营业税金及附加	241	364	380	387	395				
其他应收款	301	204	213	217	221	营业费用	31	37	115	117	119				
预付款项	175	148	120	91	62	管理费用	2201	1747	1719	1750	1786				
存货	3102	3353	3540	3581	3646	财务费用	500	792	500	200	100				
其他流动资产	105	168	211	228	248	资产减值损失	-2.86	0.57	1.00	2.00	1.00				
非流动资产	35207	38362	35875	33404	31001	公允价值变动收	-86.83	1.57	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	399	1037	1037	1037	1037	投资净收益	62.31	-46.67	0.00	0.00	8.00				
固定资产	18432	19872	19924	19126	17924	营业利润	1651	1477	1788	2468	2744				
无形资产	9819	10146	9131	8218	7396	营业外收入	23.87	11.38	15.00	15.00	15.00				
其他非流动	798	753	753	753	753	营业外支出	46.42	38.99	14.00	8.00	2.00				
资产总计	42116	44946	42806	40418	38133	利润总额	1629	1449	1789	2475	2757				
流动负债合	10674	14245	13564	10510	7414	所得税	435	512	626	555	394				
短期借款	789	3623	9319	6177	2975	净利润	1193	937	1163	1920	2363				
应付账款	1767	1949	2029	2053	2090	少数股东损益	56	61	44	54	53				
预收款项	127	0	57	116	175	归属母公司净利	1137	876	1118	1866	2309				
一年内到期	39	42	42	42	42	EBITDA	3708	4287	4770	5140	5247				
非流动负债	14273	7323	5782	5782	5782	EPS (元)	0.61	0.45	0.60	1.00	1.24				
长期借款	6858	2091	2091	2091	2091	主要财务比率									
应付债券	3294	688	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E					
负债合计	24947	21569	19346	16292	13196	成长能力									
少数股东权	845	1757	1801	1855	1908	营业收入增长	1.68%	7.34%	4.61%	1.79%	2.02%				
实收资本	1857	2214	1857	1857	1857	营业利润增长	-2.78%	-10.57%	21.08%	38.05%	11.17%				
资本公积	4216	8393	8393	8393	8393	归属于母公司净	27.70%	66.85%	27.70%	66.85%	23.78%				
未分配利润	9704	10477	10123	9531	8799	获利能力									
归属母公司	16324	21620	21659	22271	23029	毛利率(%)	9.07%	8.71%	7.86%	8.44%	8.63%				
负债和所有	42116	44946	42806	40418	38133	净利率(%)	2.34%	1.71%	2.03%	3.29%	3.97%				
现金流						总资产净利润	2.70%	1.95%	2.61%	4.62%	6.06%				
						ROE(%)	6.97%	4.05%	5.16%	8.38%	10.03%				
经营活动现	3699	2927	3959	4638	4893	偿债能力									
净利润	1193	937	1163	1920	2363	资产负债率(%)	59%	48%	45%	40%	35%				
折旧摊销	1557	2019	2482	2472	2403	流动比率	0.65	0.46	0.51	0.67	0.96				
财务费用	500	792	500	200	100	速动比率	0.36	0.23	0.25	0.33	0.47				
应收账款减	0	-444	-26	-11	-12	营运能力									
预收帐款增	0	-127	57	58	60	总资产周转率	1.45	1.26	1.31	1.40	1.52				
投资活动现	-10408	-3765	3	-2	7	应收账款周转率	661	157	98	97	97				
公允价值变	-87	2	0	0	0	应付账款周转率	33.29	29.49	28.82	28.58	28.74				
长期股权投	0	-626	-1	0	0	每股指标 (元)									
投资收益	62	-47	0	0	8	每股收益(最新	0.61	0.45	0.60	1.00	1.24				
筹资活动现	7967	356	-3864	-4596	-4854	每股净现金流	0.68	-0.22	0.05	0.02	0.02				
应付债券增	0	-2607	-688	0	0	每股净资产(最	8.79	9.77	11.66	11.99	12.40				
长期借款增	0	-4767	0	0	0	估值比率									
普通股增加	0	357	-357	0	0	P/E	51.85	70.29	52.53	31.48	25.43				
资本公积增	1	4177	0	0	0	P/B	3.60	3.24	2.71	2.64	2.55				
现金净增加	1258	-482	99	40	46	EV/EBITDA	17.97	17.34	14.25	12.60	11.73				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018年9月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。