

山东黄金 (600547)

一季报业绩略低于预期，黄金长期价格仍可看涨

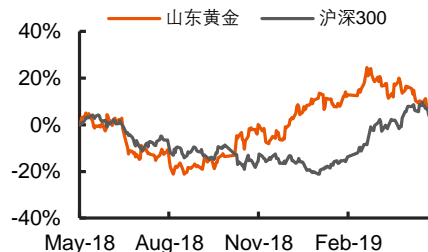
推荐 (维持)

现价: 29.51 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)	601.69
流通 A 股市值(亿元)	428.34
每股净资产(元)	9.89
资产负债率(%)	49.4

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2019年一季报，实现收入106亿元，同比下降25.03%，归属上市公司股东的净利润3.66亿元，同比增长5.47%，EPS 0.17元。公司一季报业绩略低于预期。

平安观点:

- **矿产金增长驱动业绩增加:** 2019 年一季度公司减少了冶炼金的业务，导致一季度收入下降，由于该业务盈利水平低，整体对公司影响有限。我们预计公司矿产金 2019 年一季度产销有所增加，成本相对稳定，在冶炼金业务收入下降背景下，盈利能力强的矿产金收入占比提升，为此，公司 2019 年一季度毛利率提高，为 12.40%，同比 2018 年一季度提升约 4 个百分点。价格看，2019 年一季度黄金价格和 2018 年一季度基本持平，黄金价格对公司业绩影响相对有限。
- **黄金价格短期可能仍以震荡为主，长期价格趋势看好:** 短期尽管美联储货币政策偏“鸽”，但中美贸易谈判进展好于预期、中国出台稳增长措施，经济增长预期转好，对黄金价格造成压制，预计短期价格仍可能维持震荡。由于 2018 年黄金价格二、三季度持续下降，我们认为 2019 年二、三季度黄金价格同比增长可能性大，公司未来几个季度业绩同比将保持增长。长期看，随着各国货币政策放松以及经济增长放缓，黄金长期价格上涨仍可看好。
- **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。
- **盈利预测及投资评级:** 根据短期黄金价格判断，我们调低黄金价格假设，并下调 2019~2021 年盈利预测，预计公司 2019~2021 年 EPS 为 0.70 (-13%)、0.77 (-15%) 和 0.89 (-21%) 元，对应 2019 年 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 42、38 和 33 倍，维持“推荐”投资评级。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51,041	54,788	55,192	56,956	59,051
YoY(%)	1.7	7.3	0.7	3.2	3.7
净利润(百万元)	1,137	876	1,545	1,709	1,967
YoY(%)	-12.0	-23.0	76.5	10.6	15.1
毛利率(%)	9.1	8.7	10.2	10.5	11.0
净利率(%)	2.2	1.6	2.8	3.0	3.3
ROE(%)	7.0	4.0	6.7	6.8	7.3
EPS(摊薄/元)	0.51	0.40	0.70	0.77	0.89
P/E(倍)	57.4	74.6	42.3	38.2	33.2
P/B(倍)	4.0	3.0	2.8	2.7	2.5

- **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	7880	9448	12419
现金	2139	3312	4674	7561
应收票据及应收账款	572	655	685	704
其他应收款	204	311	220	331
预付账款	148	178	159	190
存货	3353	3256	3541	3465
其他流动资产	168	168	168	168
非流动资产	38362	37774	37341	37177
长期投资	1037	1057	1077	1097
固定资产	19882	19913	19943	20012
无形资产	10156	9535	8913	8292
其他非流动资产	7286	7269	7408	7776
资产总计	44946	45653	46789	49597
流动负债	14245	14076	13480	14082
短期借款	3623	2972	2020	2430
应付票据及应付账款	2580	2113	2714	2262
其他流动负债	8042	8991	8746	9390
非流动负债	7323	6768	6692	6816
长期借款	2779	2223	2147	2272
其他非流动负债	4545	4545	4545	4545
负债合计	21569	20844	20172	20898
少数股东权益	1757	1865	1965	2079
股本	2214	2214	2214	2214
资本公积	8393	8393	8393	8393
留存收益	11042	12696	14504	16585
归属母公司股东权益	21620	22944	24653	26620
负债和股东权益	44946	45653	46789	49597

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	4347	4859	5147
净利润	937	1654	1808	2081
折旧摊销	2435	2300	2441	2576
财务费用	792	573	605	609
投资损失	47	-22	-22	-22
营运资金变动	-1213	-155	30	-94
其他经营现金流	-70	-3	-3	-3
投资活动现金流	-3765	-1687	-1984	-2387
资本支出	3627	-608	-452	-184
长期投资	-600	-20	-24	-20
其他投资现金流	-738	-2315	-2461	-2591
筹资活动现金流	356	-2812	-188	126
短期借款	2834	-1976	373	410
长期借款	-7373	-556	-76	124
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	-281	-485	-409
现金净增加额	-461	-152	2687	2886

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	54788	55192	56956	59051
营业成本	50017	49565	50975	52545
营业税金及附加	364	366	378	392
营业费用	37	38	39	40
管理费用	1747	1766	1823	1890
研发费用	321	331	342	354
财务费用	792	573	605	609
资产减值损失	1	6	6	6
其他收益	13	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	3	3
投资净收益	-47	22	22	22
资产处置收益	-0	0	0	0
营业利润	1477	2573	2814	3239
营业外收入	11	18	19	18
营业外支出	39	34	37	39
利润总额	1449	2557	2796	3218
所得税	512	903	988	1137
净利润	937	1654	1808	2081
少数股东损益	61	108	99	114
归属母公司净利润	876	1545	1709	1967
EBITDA	4223	5058	5341	5818
EPS (元)	0.40	0.70	0.77	0.89

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入(%)	7.3	0.7	3.2	3.7
营业利润(%)	-10.6	74.3	9.4	15.1
归属于母公司净利润(%)	-23.0	76.5	10.6	15.1
获利能力				
毛利率(%)	8.7	10.2	10.5	11.0
净利率(%)	1.6	2.8	3.0	3.3
ROE(%)	4.0	6.7	6.8	7.3
ROIC(%)	4.1	6.2	6.3	6.5
偿债能力				
资产负债率(%)	48.0	45.7	43.1	42.1
净负债比率(%)	18.7	10.1	0.9	0.0
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.2	0.3	0.4	0.6
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	152.8	90.0	85.0	85.0
应付账款周转率	21.1	21.1	21.1	21.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.70	0.77	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	1.96	2.19	2.32
每股净资产(最新摊薄)	9.77	10.36	11.13	12.02
估值比率				
P/E	74.6	42.3	38.2	33.2
P/B	3.0	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	16.9	13.8	12.6	11.3

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