

2019年04月29日

山东黄金 (600547.SH)

## 一季报业绩符合预期，降本降费仍有空间

■公司公布2019年一季报，业绩符合预期。公司2019Q1营业收入约106.21亿元，同比-25.03%，环比-39.4%，归母净利约3.66亿元，同比+5.47%，环比+5.47%，扣非净利约3.65亿元，同比+4.07%，环比+211.7%，业绩表现符合预期。

■受益于国内金价上涨、成本及税费下降，2019Q1单季业绩创下2017年以来最好水平。一是受益金价上涨，贝拉德罗单位成本下降，2019Q1毛利润同、环比上涨明显。据Wind，2019Q1国内黄金均价约为286.5元/g，同比+4.8%，环比+4.1%，Comex黄金均价为1305.5美元/盎司，同比-1.9%，环比+6%。尽管金价环比上涨，但公司2019Q1营业收入同、环比下降，预计与冶炼金业务收缩有关，冶炼金业务毛利率低，因此其变化对公司业绩影响不大。产量方面，2019Q1贝拉德罗产金约2.25吨，同比-5%，环比-9%，整体降幅符合巴里克黄金年报中产量指引预期，国内矿产金产量预计平稳。综合来看，2019Q1公司毛利润约为13.17亿元，同比+8.78%，环比+16.61%，毛利率达到12.4%，为自2016年来最好表现。值得注意的是，2018Q4贝拉德罗金矿生产成本大幅提升拖累业绩，而2019Q1毛利润较好的环比表现也或部分印证贝拉德罗成本逐步正常化。

二是税费环比改善明显。2019Q1公司营业税金及附加、销售费用、管理费用、财务费用分别为1.29、0.068、4.55、1.76亿元，同比+103%、-18%、+3.91%、+7%，环比-21.68%、-59.77%、-11.6%、-29.51%；营业税金同比大幅增加主要来自阿根廷出口关税增加，环比来看各项费用改善明显。

■贝拉德罗金矿成本费用还有进一步下降空间。一是成本：据巴里克公告，2018Q4贝拉德罗金矿单位销货成本为1352美元/磅，环比+24.8%，主要是该矿正在做矿山优化，2018-2019年为其矿产金产量低点，单位成本偏高，此外优化过程中表层废石做大量剥离增加了成本费用。随着第五期开采计划推进，预计2020年左右产量得以恢复，成本也相应存在下降空间。二是税费：据BBC报道，2018Q4以来阿根廷加征14%出口关税，贝拉德罗税费相应增加，2019年2月份阿根廷出台多项缴税细则，公司正在争取税收返还，未来相关税费有下降可能。

■金价韧劲强，继续看好贵金属板块中长期投资机会。据美国商务部近期公布，2019Q1实际GDP年化增长初值为3.2%，远超预期值2.3%，主要是净出口和库存增加。但私人消费、固定资产投资对GDP的环比拉动分别由1.66%、0.54%降至0.82%、0.27%，说明经济结构不佳，上周五美元反而下跌，黄金上涨。与此同时欧洲经济仍在失速，2018年德国、法国和意大利的经济增速均出现明显回落，2018Q4德国GDP同比下滑至0.6%，远低于2017年同期的2.8%，而法国和意大利GDP增速也下降至1%和0%。历史上看，美欧经济表现背离不可长久，全球经济放缓，央行逆周期调控几乎是必然之举，此背景下我们预计美国实际利率将持续下行，黄金中长期看涨逻辑仍在强化。

■投资建议：“买入-A”投资评级，给予6个月目标价40元。考虑到贝拉德罗金矿产量恢复，以及国内金矿的内生长，预计2019-2021年公司矿产金产量为37.9、40.6、42.6吨，2019-2021年EPS分别为0.74、1.15、1.43元。鉴于公司未来矿产金产量、储量的成长性和生产成本颇具竞争性，全球化布局带来较好的外延潜力，给予公司6个月目标价40元，相当于2020年35x 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。4) 阿根廷税费政策调整导致贝拉德罗税费增加

公司快报

证券研究报告

黄金

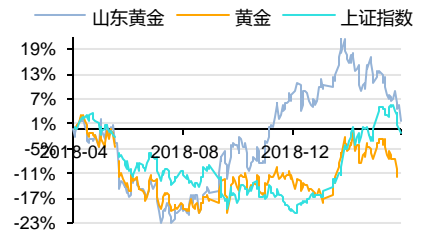
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**40元**  
股价(2019-04-29) **28.42元**

### 交易数据

总市值(百万元)	62,922.12
流通市值(百万元)	41,251.65
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	-10.81	-25.62	2.58
绝对收益	-8.56	-7.7	1.94

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

山东黄金：产量总体平稳，国际化值得期待/齐丁 2019-03-29

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	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
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	57.4	74.6	40.1	25.8	20.7
市净率(倍)	4.0	3.0	3.0	3.1	3.1
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>运营效率</b>					
						固定资产周转天数	104	126	129	114	104
						流动营业资本周转天数	-39	-40	-42	-40	-39
						流动资产周转天数	35	44	49	50	51
						应收帐款周转天数	2	4	5	5	5
						存货周转天数	16	21	23	22	22
						总资产周转天数	249	286	300	277	263
						投资资本周转天数	148	165	170	151	138
						<b>投资回报率</b>					
						ROE	7.0%	4.0%	7.5%	11.7%	14.7%
						ROA	2.8%	2.1%	4.1%	6.6%	8.3%
						ROIC	8.7%	6.1%	8.1%	12.7%	16.4%
						<b>费用率</b>					
						销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						管理费用率	4.3%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
						财务费用率	1.0%	1.4%	0.9%	0.7%	0.6%
						三费/营业收入	5.4%	4.7%	4.2%	3.9%	3.9%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	59.2%	48.0%	44.3%	41.7%	41.8%
						负债权益比	145.3%	92.3%	82.4%	74.4%	74.5%
						流动比率	0.65	0.46	0.59	0.62	0.73
						速动比率	0.36	0.23	0.34	0.33	0.44
						利息保障倍数	4.27	3.26	7.07	13.68	16.88
						<b>分红指标</b>					
						DPS(元)	0.10	-	0.00	-	0.00
						分红比率	19.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

	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)	57.4	74.6	40.1	25.8	20.7
公允价值变动损失	86.8	-1.6	25.4	20.0	20.0	PB(X)	4.0	3.0	3.0	3.1	3.1
财务费用	487.9	699.0	498.1	358.4	351.0	P/FCF	27.2	-10.7	33.8	32.9	14.3
投资损失	-62.3	46.7	30.0	30.0	30.0	P/S	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
少数股东损益	56.0	61.3	124.7	193.8	238.0	EV/EBITDA	15.0	14.3	11.5	9.2	7.9
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	1.8	1.4	3.9	0.8	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	1.4	1.0	1.3	2.0	2.6
<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	2.0	2.8	2.2	1.5	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