



山东黄金（600547）：强势金价将助力公司业绩持续增厚

——山东黄金（600547）2019 中报点评

- **事件：**公司发布 2019 年半年报。公司 H1 实现营业收入 311.95 亿元，同比增长 19.9%；实现归母净利润 6.646 亿，同比增 8.6%；归母扣非净利润 6.644 亿，同比增 9.03%；基本每股收益因 H 股股本规模增加降至 0.3 元。
- **公司具有显著资源与产出优势：**公司拥有 1024.3 吨金属储量及 30 处境内探矿权。公司黄金储量排名全国第二，矿产金产量全国第一。
- **矿产金产出规模持续增长，但境内外产量分化：**公司 H1 矿产金产量+5.8%至 20.51 吨，其中国内产量占比 78%（16 吨+9.9%），海外产量占比 22%（4.51 吨-4.7%），公司 H1 黄金产量占全国黄金供应总量 13.3%。公司境内外黄金产量的差异主要与选矿处理量、选冶回收率及矿石品位分化有关。境内选矿处理量+8.7%至 757 万吨、选冶回收率 91.9%，矿石品位 2.21g/t；而境外选矿处理量-8.98%至 624 万吨、回收率 75.2%及品位 0.75g/t。公司境外产量贡献来自贝拉德罗（H1 共 9.02 吨产量权益归属公司约 4.1 吨）。
- **管理研发费用增加及税金增加拖累公司利润：**结合研发费用后的公司 H1 三费+9.02%至 13.823 亿，较去年同期增加 1.14 亿元，其中管理研发费用因职工薪酬增加及研发投入加大而出现 1.65 亿的同比增加，是三费上涨的主因；但财务费用因子公司借款利息减少而下降 0.533 万。此外公司 H1 获得 2.28 亿的联合营企业长期股权投资收益。税金方面，公司 H1 税金增加 1.29 亿至 2.61 亿元，主要因阿根廷出口关税 1.2 亿元的计入。
- **贝拉德罗生产成本难有效下降：**根据 MF 及 GPG 分析，巴里克 19Q2 的股东现金成本已经升至 1281 美元/盎司，较 18Q4 增长近 9.4%；考虑去年同期贝拉德罗销售成本已达 1352 美元/盎司，尽管其选冶回收率有提升，但入堆品位及堆浸处理量双降意味贝拉德罗成本或维持 1350 美元/盎司高位。
- **公司产业链拓展，矿产金产量亦有增长预期：**公司收购山金金控 100%股权的交割手续正在办理，交割完成后有利于公司黄金产业链业务延伸及协同效应发挥。此外，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 2020 年黄金年产量有望达到 50 吨，较 18 年提升约 28%。
- **金价上涨带动公司 19 年盈利释放：**国内基础金价年内涨幅已达 26.6%，考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的持续及央行购金行为的延续，年内金价上破 1600 美元可待。我们拟合了黄金价格与公司股价的变动关系，发现金价+1%将提振公司股价+2.59%；此外金价+1%将带动公司毛利增加约 1.85 亿。考虑到 7-8 月现货黄金均价已达 329 元/克，保守预计 H2 现货黄金均价较 H1 每克+42 元，意味着公司 H2 矿产金或有额外约 8 亿收入增加，下半年公司矿产金收入或同比增 12%至 65 亿左右（含税计）。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 586.2 亿元、635.4 亿元、683.7 亿元；EPS 分别为 0.5 元、0.83 元和 1.15 元，对应 PE 分别为 79.7、47.9 和 34.8，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**金属价格下跌风险；产量不及预期风险；增发风险。

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万）	51,041.3	54,787.8	58,617.0	63,537.0	68,367.0
增长率（%）	1.68%	7.34%	6.99%	8.39%	7.60%
净利润（百万元）	1,193.39	937.08	1,612.18	2,640.42	3,612.42
增长率（%）	-8.82%	-21.48%	72.04%	63.78%	36.81%
每股收益（元）	6.97%	4.05%	6.80%	11.08%	14.84%
PE	0.61	0.45	0.50	0.83	1.15
PB	65.38	88.62	79.71	47.93	34.81

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2019 年 09 月 02 日

推荐/维持

山东黄金

公司报告

公司简介：

公司为中国黄金行业的龙头企业。生产经营主体为新城金矿、焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、平度鑫汇金矿等多座国内外知名的大中型矿山，此外公司拥有国内首家万吨级选冶规模选厂。

交易数据

52 周股价区间（元）	39.88-22.44
总市值（亿元）	1236.13
流通市值（亿元）	810.4
总股本/流通 A 股（万股）	309961/203210
流通 B 股/H 股（万股）	/49965
52 周日均换手率	1.79

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

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

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	6909	6584	7001	7501	8087	营业收入	51041	54788	58617	63537	68367
货币资金	3073	2139	2289	2481	2669	营业成本	46412	50017	52490	55244	59402
应收账款	127	571	611	662	713	营业税金及附加	241	364	389	422	454
其他应收款	301	204	218	236	254	营业费用	31	37	59	64	103
预付款项	175	148	120	90	58	管理费用	2201	1747	2638	3050	3623
存货	3102	3353	3519	3703	3982	财务费用	500	792	539	665	602
其他流动资产	105	168	233	316	398	资产减值损失	-2.86	0.57	0.57	0.57	0.57
非流动资产合计	35207	38362	35875	33404	31001	公允价值变动收益	-86.83	1.57	1.57	1.57	1.57
长期股权投资	399	1037	1037	1037	1037	投资净收益	62.31	-46.67	13.78	14.00	15.00
固定资产	18432	19872	19924	19126	17924	营业利润	1651	1477	2518	4108	4200
无形资产	9819	10146	9131	8218	7396	营业外收入	23.87	11.38	17.63	17.63	17.63
其他非流动资产	798	753	753	753	753	营业外支出	46.42	38.99	42.71	42.71	2.00
资产总计	42116	44946	42876	40905	39088	利润总额	1629	1449	2493	4083	4215
流动负债合计	10674	14245	10814	8365	5818	所得税	435	512	881	1442	603
短期借款	789	3623	6584	3937	1118	净利润	1193	937	1612	2640	3612
应付账款	1767	1949	2017	2123	2283	少数股东损益	56	61	61	61	61
预收款项	127	0	59	122	191	归属母公司净利润	1137	876	1551	2579	3551
一年内到期的非流	39	42	42	42	42	EBITDA	3708	4287	5539	7245	7205
非流动负债合计	14273	7323	7428	7378	7403	EPS（元）	0.61	0.45	0.50	0.83	1.15
长期借款	6858	2091	2091	2091	2091	主要财务比率					
应付债券	3294	688	688	688	688		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	24947	21569	18242	15743	13221	成长能力					
少数股东权益	845	1757	1818	1879	1941	营业收入增长	1.68%	7.34%	6.99%	8.39%	7.60%
实收资本（或股本）	1857	2214	3100	3100	3100	营业利润增长	-2.78%	-10.57%	70.53%	63.14%	2.23%
资本公积	4216	8393	8393	8393	8393	归属于母公司净利	77.09%	66.30%	77.09%	66.30%	37.69%
未分配利润	9704	10477	9881	8890	7525	获利能力					
归属母公司股东权	16324	21620	22816	23283	23926	毛利率(%)	9.07%	8.71%	10.45%	13.05%	13.11%
负债和所有者权益	42116	44946	42876	40905	39088	净利率(%)	2.34%	1.71%	2.75%	4.16%	5.28%
现金流量表						总资产净利润(%)		2.70%	1.95%	3.62%	6.31%
单位：百万元						ROE(%)	6.97%	4.05%	6.80%	11.08%	14.84%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	偿债能力					
经营活动现金流	3699	2927	4398	5652	6476	资产负债率(%)	59%	48%	43%	38%	34%
净利润	1193	937	1612	2640	3612	流动比率	0.65	0.46	0.65	0.90	1.39
折旧摊销	1557	2019	2482	2472	2403	速动比率	0.36	0.23	0.32	0.45	0.71
财务费用	500	792	539	665	602	营运能力					
应付账款的变化	0	-444	-40	-51	-50	总资产周转率	1.45	1.26	1.33	1.52	1.71
预收账款的变化	0	-127	59	64	68	应收账款周转率	661	157	99	100	99
投资活动现金流	-10408	-3765	19	15	16	应付账款周转率	33.29	29.49	29.56	30.69	31.04
公允价值变动收益	-87	2	2	2	2	每股指标（元）					
长期股权投资减少	0	-626	-1	0	0	每股收益(最新摊)	0.61	0.45	0.50	0.83	1.15
投资收益	62	-47	14	14	15	每股净现金流(最)	0.68	-0.22	0.05	0.06	0.06
筹资活动现金流	7967	356	-4267	-5475	-6303	每股净资产(最新)	8.79	9.77	7.36	7.51	7.72
应付债券增加	0	-2607	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	-4767	0	0	0	P/E	65.38	88.62	79.71	47.93	34.81
普通股增加	0	357	886	0	0	P/B	4.54	4.08	5.42	5.31	5.17
资本公积增加	1	4177	0	0	0	EV/EBITDA	22.11	21.60	20.01	17.65	17.33
现金净增加额	1258	-482	150	192	189						

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。