

2019年09月02日

山东黄金 (600547.SH)

## 中报矿产金产量略超预期，好戏还在后头

■公司公布2019年中报，业绩基本符合预期。公司2019H1实现营业收入约311.95亿元，同比+19.89%，归母净利润6.65亿元，同比+8.58%，EBITDA 25.94亿元，同比-1%。其中2019Q2单季度实现营业收入约205.74亿元，环比+93.7%，同比+73.58%，归母净利润2.99亿元，环比-18.31%，同比+12.7%。

■2019H1量价齐升带动营收和毛利增长，矿产金单位成本预计变动不大，但税费上升压缩利润。一是量价齐升，且矿产金产量略超预期。2019H1黄金均价为287.8元/g，同比+6.1%，公司矿产金产量约20.5吨，同比+5.77%，外购金销售数量亦有所增加。受益量价齐升，公司2019H1营业收入同比+19.89%，毛利润26.8亿，同比+10%。值得一提的是，此前公司2019年矿产金指引为37.9吨（同比-3.5%），但2019H1同比正增，达全年预计产量的54%。其中，贝拉德罗产金约4.66吨，同比-4.6%，主要是2019H1品位为0.75g/t，同比-22.7%；国内产金约15.8吨，同比+9.2%，主要受益于选矿量提升（同比+8.74%）。二是矿产金单位成本预计变化不大。我们的测算表明，2019H1矿产金单位成本同比-2.4%，但贝拉德罗受品位下降影响，2019H1单位销售成本约1190美元/盎司，同比+18.1%。三是营业税金及附加和期间费用同比均增加。2019H1营业税金及附加约2.6亿，同比+97.54%，与阿根廷新增出口关税有关。期间费用合计约13.8亿元，同比+9%，主要是职工薪酬增加导致管理费用上升。

■2019Q2业绩环比下滑主要受公允价值变动损失暂时性影响，贝拉德罗情况及财务费用存在积极变化。公司2019Q2营业收入达20.6亿元，环比大增94%，我们判断除价格因素外主要跟外购金销售增加有关。2019Q2毛利润约13.7亿元，环比+3.8%，同比+11%，主要是2019Q2黄金均价为290.4元/g，环比+1.8%，同比+7.9%。但2019Q2公允价值变动损失8420万，环比减少约1亿，拖累了整体业绩。

2019Q2的积极变化一是来自贝拉德罗。其2019Q2产金约2.41吨，环比+7.1%，单位销售成本约1186美元/盎司，环比-0.8%，EBITDA约0.43亿美元，环比+7.5%。二是单季度财务费用约1.27亿元，环比-28%。值得注意的是，2019Q2公司期间费用合计8.38亿元，环比虽略增4%，但相比2018Q4单季度11.2亿仍明显下降。考虑贝拉德罗VLF第6段扩产带来的提量降本效果，以及付息债务的下降，公司的成本费用仍有下降空间。

■公司矿产金业务具备出色的成长性，在A股可比上市公司中尤为突出。一是国内三山岛、东风矿区、新城金矿等主力矿山项目技改扩能，海外贝拉德罗扩产后远景产金量接近30吨，内生增长可期。二是控股股东山金集团曾公开表示，将根据条件择机向上市公司注入所拥有的

## 公司深度分析

证券研究报告

黄金

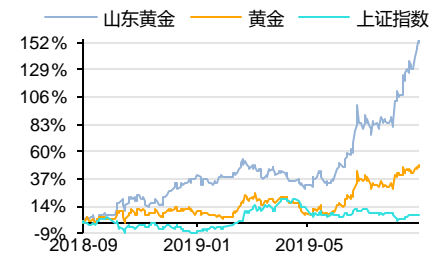
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6个月目标价：**50元**  
股价（2019-08-30）**39.88元**

### 交易数据

总市值(百万元)	123,612.51
流通市值(百万元)	81,040.19
总股本(百万股)	3,099.61
流通股本(百万股)	2,032.10
12个月价格区间	22.15/51.25元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	33.56	86.97	141.74
绝对收益	32.79	86.54	147.64

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

王政

报告联系人

wangzheng1@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：一季报业绩符合预期，降本降费仍有空间/齐丁	2019-04-29
山东黄金：产量总体平稳，国际化值得期待/齐丁	2019-03-29

黄金资产。据公司公告统计，山金集团控制的上市公司体外黄金资产拥有 677 吨黄金资源量，和约 8 吨矿产金年产量，上市公司有望持续获得集团优质黄金资产注入。三是公司牵手黄金巨头巴里克，已成功开启“走出去”进程，未来海外拓展潜力大。

■**投资建议：**维持“买入-A”投资评级，给予 6 个月目标价 50 元。考虑到美国 10-2 国债收益率已出现倒挂，美国经济后续大概率步入衰退，叠加联储已开启降息窗口，我们坚定看好美国实际利率下行及金价上行的中长期趋势。假设 2019~2021 年黄金均价分别为 315、370、400 元/g，我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 19.9、36.2、44.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.64、1.17、1.42 元。考虑到金价已开启中长期牛市，公司业绩弹性大，矿产金产量、储量成长性突出，给予 6 个月目标价 50 元，相当于 2020 年 43x PE。

■**风险提示：**美国经济表现持续好于预期；矿产金产量增长不及预期；矿产金生产成本上升超预期；阿根廷汇率及税费政策变化超预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	51,041.3	54,787.9	53,802.6	56,655.2	58,544.6
净利润	1,137.4	875.7	1,990.9	3,620.0	4,413.0
每股收益(元)	0.37	0.28	0.64	1.17	1.42
每股净资产(元)	5.27	6.98	7.40	7.52	7.60
<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)	108.7	141.2	62.1	34.1	28.0
市净率(倍)	7.6	5.7	5.4	5.3	5.2
净利润率	2.2%	1.6%	3.7%	6.4%	7.5%
净资产收益率	7.0%	4.0%	8.6%	15.3%	18.2%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	8.7%	6.1%	9.9%	17.9%	22.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

1. 公司公布 2019 年中报，业绩基本符合预期.....	5
2. 2019H1 量价齐升带动营收和毛利增长，矿产金单位成本预计变动不大，但税费上升压缩利润.....	6
2.1. 矿产金业务是公司核心业务.....	6
2.2. 2019H1 毛利增长主要受益于矿产金业务量价齐升，单位成本预计变化不大.....	6
2.2.1. 量价齐升，且矿产金产量略超预期.....	6
2.2.2. 2019H1 矿产金单位成本预计变化不大.....	7
2.3. 2019H1 营业税金及附加和期间费用同比均增加.....	7
3. 2019Q2 业绩受公允价值变动暂时性拖累，贝拉德罗情况及财务费用存在积极变化.....	9
3.1. 2019Q2 金价环比微涨带动毛利润增加，公允价值变动损失拖累净利表现.....	9
3.2. 2019Q2 的积极变化之一来自贝拉德罗.....	10
3.3. 2019Q2 的积极变化之二来自财务费用.....	11
4. 矿产金业务具备出色的成长性，在 A 股可比上市公司中尤为突出.....	13
4.1. 受益于国内矿以及贝拉德罗扩产，内生增长可期.....	13
4.1.1. 国内主力矿山扩产计划稳步推进.....	13
4.1.2. 贝拉德罗黄金产量有较大增长潜力.....	14
4.2. 集团层面优质黄金资产有望持续注入.....	15
4.3. 牵手黄金巨头巴里克，已成功开启“走出去”进程，未来海外拓展潜力大.....	17
5. 盈利预测和投资建议.....	20
6. 风险提示.....	21

## 图表目录

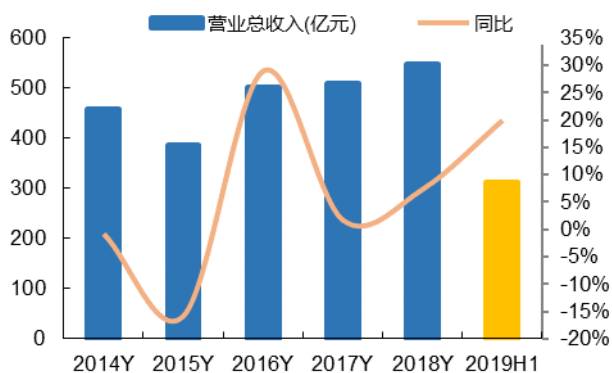
图 1: 公司 2019H1 营业收入同比+19.89%.....	5
图 2: 公司 2019Q2 营业收入环比+93.7%.....	5
图 3: 公司 2019H1 归母净利润同比+12.7%.....	5
图 4: 公司 2019Q2 归母净利润环比-18.31%.....	5
图 5: 公司 2019H1 EBITDA 同比-1%.....	5
图 6: 公司 2019H1 业务收入构成.....	6
图 7: 公司 2019H1 业务毛利润构成.....	6
图 8: 公司半年度毛利润和黄金均价.....	6
图 9: 公司 2019H1 矿产金产量约 20.5 吨，同比+5.77%.....	6
图 10: 贝拉德罗黄金产量（考虑 100%权益）.....	7
图 11: 贝拉德罗金矿入选品位及成本变化.....	7
图 12: 山东黄金单季度毛利润和黄金价格.....	9
图 13: 山金单季度公允价值变化及金价环比变化.....	9
图 14: 山东黄金公允价值变动、投资收益变化关系.....	10
图 15: 贝拉德罗产量规划（2019-2024）.....	11
图 16: 山东黄金单季度财务费用情况.....	11
图 17: 山东黄金付息债务规模变化（2016-2019H）.....	12
图 18: 山东黄金资产负债率及现金水平（亿元）.....	12
图 19: 山东黄金营业税金及附加和期间费用单季度变化情况.....	12
图 20: 中国贵金属资源分布图.....	13

图 21: 我国黄金资源多以岩金为主.....	13
图 22: 贝拉德罗 VLF 各阶段作业示意图.....	14
图 23: 贝拉德罗 VLF 各阶段时间计划表.....	15
图 24: 山东黄金集团探矿权资源量及转让安排情况.....	16
图 25: 山东黄金集团黄金产量战略目标.....	17
图 26: 巴里克黄金旗下矿山历史上均实现大幅增储.....	18
图 27: Pascua-Lama 矿与贝拉德罗相距不远.....	19
图 28: 山东黄金 PE (TTM) .....	20
图 29: 山东黄金 PB.....	20
表 1: 山东黄金矿产金单位销售成本.....	7
表 2: 2019H1 公司营业税金及附加同比增加 (单位: 百万) .....	8
表 3: 2019H1 公司管理费用同比增加 (单位: 百万) .....	8
表 4: 贝拉德罗金矿核心数据变化 (按照 50%权益) .....	10
表 5: 山东黄金旗下矿山黄金资源量、储量情况 (2018 年底) .....	13
表 6: 山东黄金在建及拟建项目.....	14
表 7: 贝拉德罗采矿量规划.....	15
表 8: 山金集团 2018 年矿产金产量情况.....	16
表 9: 公司及控股股东和巴里克黄金合作情况.....	17

## 1. 公司公布 2019 年中报，业绩基本符合预期

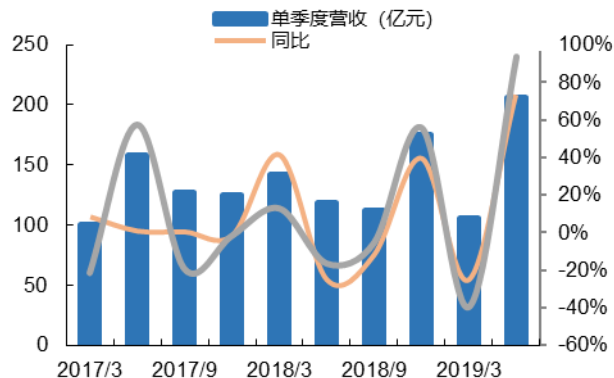
8 月 29 日晚间，公司公布 2019 年中报。公司 2019H1 实现营业收入约 311.95 亿元，同比+19.89%，归母净利润 6.65 亿元，同比+8.58%，EBITDA 25.94 亿元，同比-1%。其中 2019Q2 单季度实现营业收入约 205.74 亿元，环比+93.7%，同比+73.58%，归母净利润 2.99 亿元，环比-18.31%，同比+12.7%，基本符合我们此前预期。

图 1：公司 2019H1 营业收入同比+19.89%



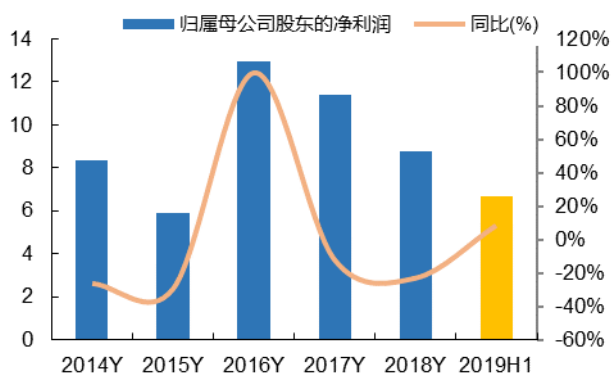
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 2：公司 2019Q2 营业收入环比+93.7%



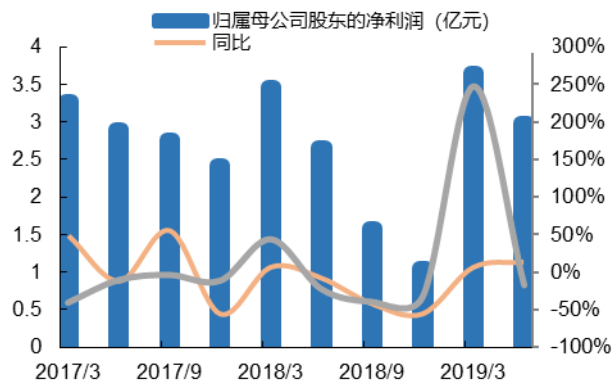
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 3：公司 2019H1 归母净利润同比+12.7%



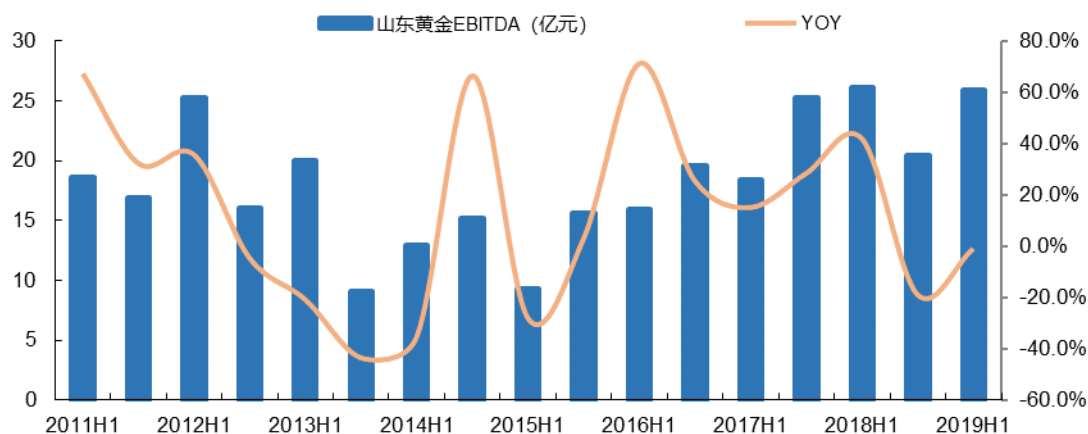
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 4：公司 2019Q2 归母净利润环比-18.31%



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 5：公司 2019H1 EBITDA 同比-1%



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

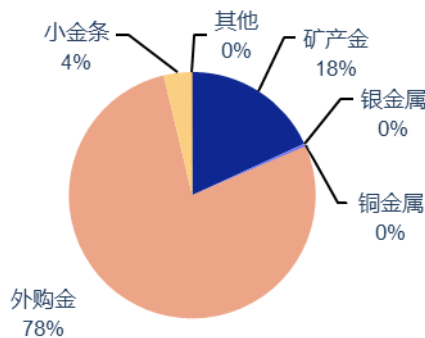


## 2. 2019H1 量价齐升带动营收和毛利增长，矿产金单位成本预计变动不大，但税费上升压缩利润

### 2.1. 矿产金业务是公司核心业务

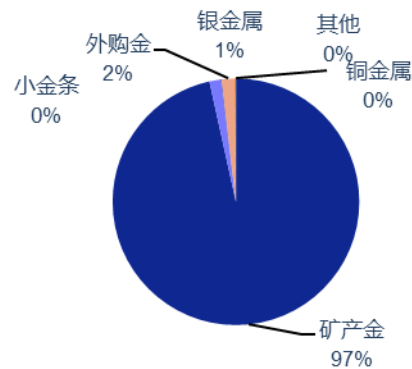
2019H1 公司实现营业收入 311.95 亿元，同比+19.89%，主要是受外购金+小金条业务营收增加所致。2019H1 外购金+小金条营业收入合计 253.5 亿元，占总营业收入 81%，盈利模式主要是赚取微薄加工费，因此整体毛利占比仅约 2%。2019H1 矿产金业务营业收入约 56.5 亿元，占总收入 18%，占总毛利约 97%。

图 6：公司 2019H1 业务收入构成



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 7：公司 2019H1 业务毛利润构成



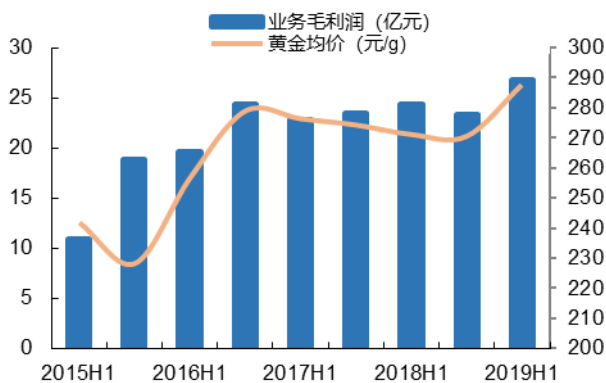
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

### 2.2. 2019H1 毛利增长主要受益于矿产金业务量价齐升，单位成本预计变化不大

#### 2.2.1. 量价齐升，且矿产金产量略超预期

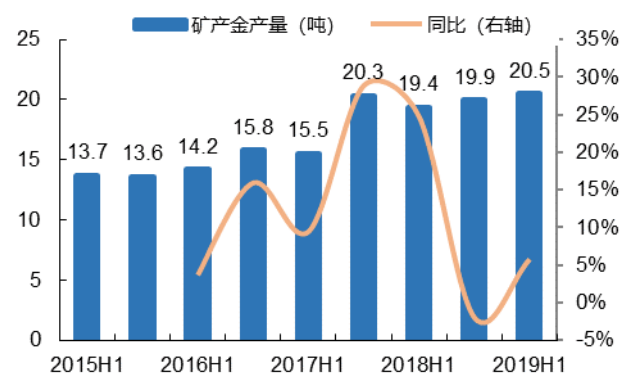
2019H1 黄金均价为 287.8 元/g，同比+6.1%，矿产金产量约 20.5 吨，同比+5.77%，外购金销售数量亦有所增加。受益量价齐升，公司 2019H1 营业收入同比+19.89%，毛利润 26.8 亿，同比+10%。

图 8：公司半年度毛利润和黄金均价



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

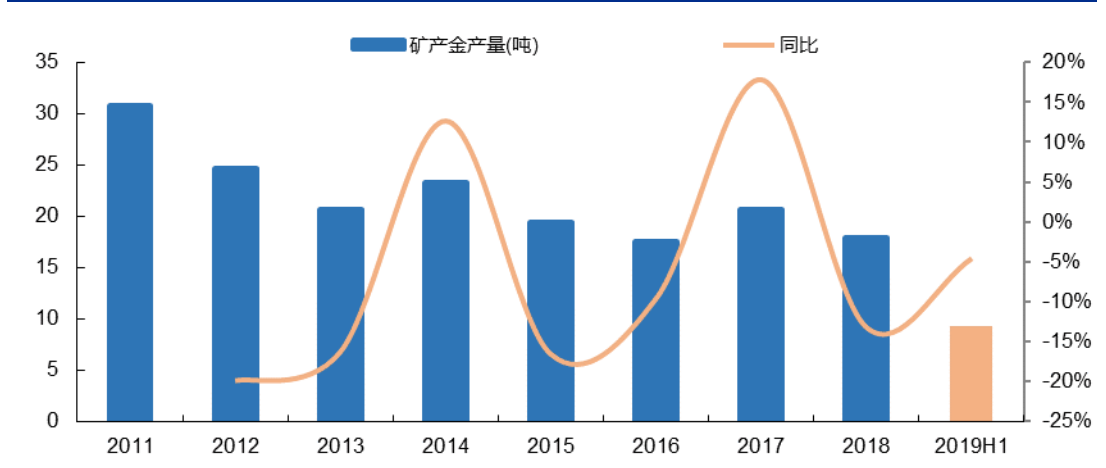
图 9：公司 2019H1 矿产金产量约 20.5 吨，同比+5.77%



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

**2019H1 矿产金产量略超预期。**值得一提的是，此前公司 2019 年矿产金产量指引为 37.9 吨（同比-3.5%），但 2019H1 同比正增，达全年预计量的 54%。其中，贝拉德罗产金约 4.66 吨，同比-4.6%，主要是 2019H1 品位为 0.75g/t，同比-22.7%；国内产金约 15.8 吨，同比+9.2%，主要受益于选矿量提升（同比+8.74%）。

图 10: 贝拉德罗黄金产量 (考虑 100%权益)



资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心

### 2.2.2. 2019H1 矿产金单位成本预计变化不大

公司半年报只披露产量, 但未披露销量, 但从过往来看矿产金业务产销近乎 100%。若假设 2019H1 产销量一致, 可通过财报倒推得 2019H1 矿产金单位成本约 150g/t, 与 2017-2018 年水平相当。

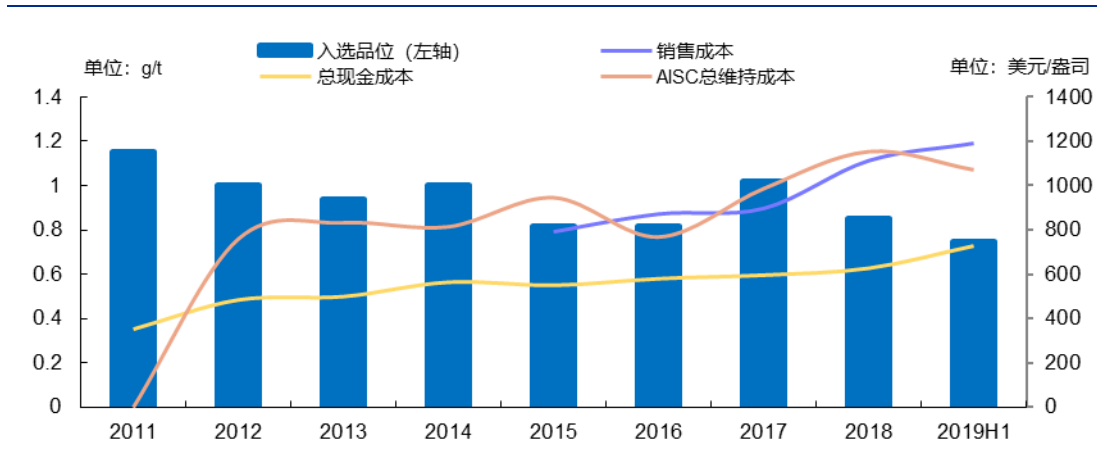
表 1: 山东黄金矿产金单位销售成本

项目	单位	2015	2016	2017	2018	2019H1(E)
矿产金产量	吨	27.31	29.98	35.88	39.32	20.5
矿产金销量	吨	26.97	31.13	35.53	39.35	20.5
产销率	%	99%	104%	99%	100%	100%
单位成本	元/g	132	132	152	154	150

资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

但贝拉德罗 2019H1 单位销售成本约 1190 美元/盎司, 同比+18.1%, 主要是 2019H1 入选品位为 0.75g/t, 同比-22.7%。

图 11: 贝拉德罗金矿入选品位及成本变化



资料来源: Barrick, 安信证券研究中心

## 2.3. 2019H1 营业税金及附加和期间费用同比均增加

2019H1 出口关税和管理费用增加。2019H1 营业税金及附加约 2.6 亿, 同比+97.54%, 与阿

根廷新增出口关税有关。期间费用合计约 13.8 亿元，同比+9%，主要是职工薪酬增加导致管理费用上升。

表 2：2019H1 公司营业税金及附加同比增加

项目	本期发生额 (百万)	上期发生额 (百万)
营业税	-	3.86
城市维护建设税	0.67	1.00
教育费附加	0.48	0.74
资源税	114.66	98.34
房产税	10.03	9.73
土地使用税	6.78	11.35
车船使用税	0.39	0.58
印花税	1.00	1.33
地方水利建设基金	0.21	0.07
<b>出口关税</b>	<b>120.06</b>	-
其他	6.29	4.93
<b>合计</b>	<b>260.58</b>	<b>131.91</b>

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

表 3：2019H1 公司管理费用同比增加

项目	本期发生额 (百万)	上期发生额 (百万)
<b>职工薪酬</b>	<b>473.84</b>	<b>347.81</b>
无形资产摊销	195.32	258.06
折旧费	55.11	53.42
修理费	42.53	32.03
宣传费	13.75	2.28
保险费	15.25	2.77
水电费	14.71	14.62
中介机构费	11.83	14.16
使用权资产折旧	8.34	0
其他	82.95	171.97
<b>合计</b>	<b>913.63</b>	<b>897.11</b>

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

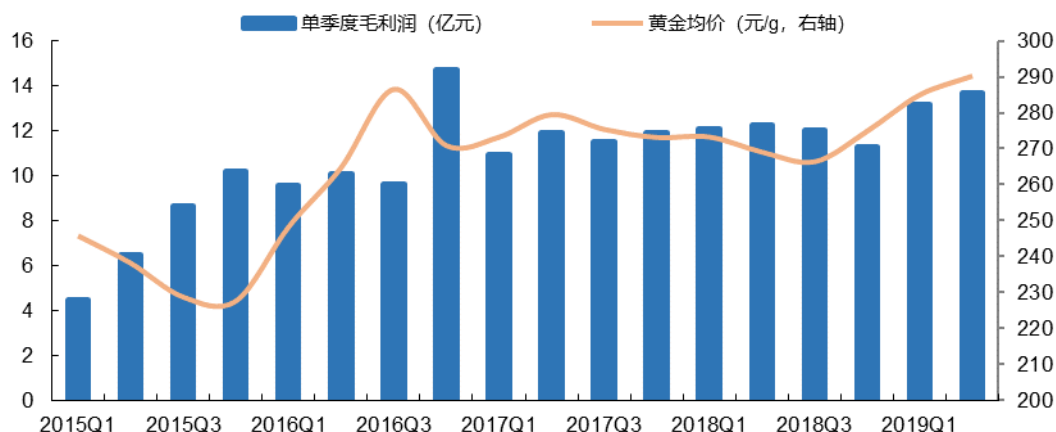


### 3. 2019Q2 业绩受公允价值变动暂时性拖累，贝拉德罗情况及财务费用存在积极变化

#### 3.1. 2019Q2 金价环比微涨带动毛利润增加，公允价值变动损失拖累净利表现

公司 2019Q2 营业收入达 20.6 亿元，环比大增 94%，我们判断除价格因素外主要跟外购金销售增加有关。公司 2019Q2 毛利润约 13.7 亿元，环比+3.8%，同比+11%，主要是 2019Q2 黄金均价为 290.4 元/g，环比+1.8%，同比+7.9%。

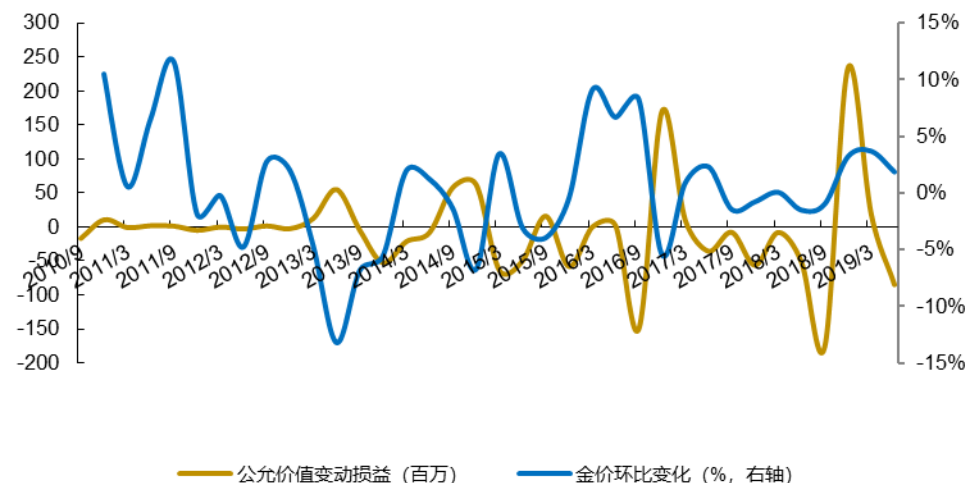
图 12：山东黄金单季度毛利润和黄金价格



资料来源：Wind，安信证券研究中心

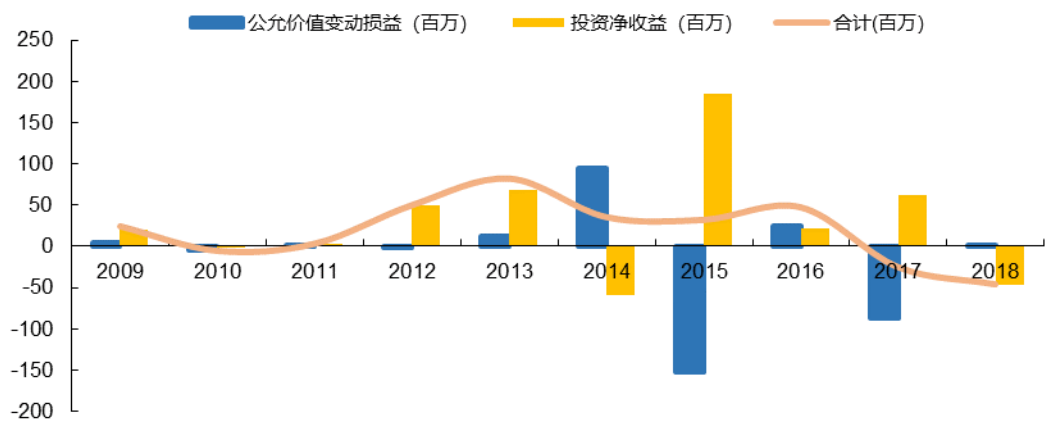
**2019Q2 公允价值变动损失 8420 万，环比减少约 1 亿，暂时拖累了整体业绩。**从科目上看，公司的公允价值损益变化源自金融负债的公允价值变动，我们预计这跟公司开展黄金租赁业务有关。理论上，公司将黄金租赁业务产生的应付款作为以公允价值计量，且其变动计入当期损益的金融负债，金价上涨将产生公允价值损失。但历史上金价变化和公司公允价值损益变化的相关性并不稳定，我们猜想是公司在开展黄金租赁的同时还会进行套保操作。且值得注意的是，从年度角度回溯历史，公司公允价值变动和投资收益具备一定的反向关系，两项目相加后每年的波动并不大。

图 13：山金单季度公允价值变化及金价环比变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 14: 山东黄金公允价值变动、投资收益变化关系



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3.2. 2019Q2 的积极变化之一来自贝拉德罗

**2019Q2 产量、成本、利润均略超预期。**贝拉德罗 2019Q2 产金约 2.41 吨, 环比+7.1%, 单位销售成本约 1186 美元/盎司, 环比-0.8%, EBITDA 约 0.43 亿美元, 环比+7.5%, 实现矿山利润 0.12 亿美元, 环比+20%, 产量、成本、利润均略超预期。根据巴里克公告, 该矿正在做矿山优化, 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, 矿产金产量有较大上升空间, 单位成本也相应有所下降空间。

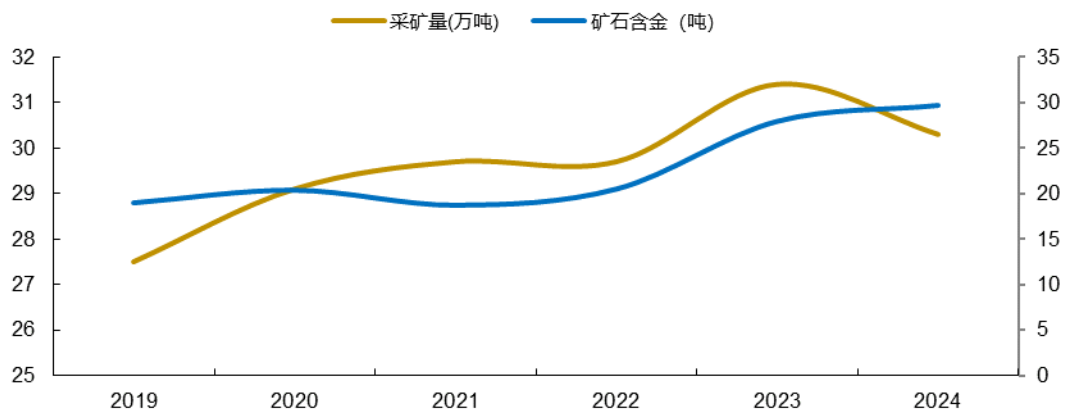
表 4: 贝拉德罗金矿核心数据变化 (按照 50%权益)

项目	单位	2018Q2	2019Q1	2019Q2	环比	同比
采矿量	万吨	924.2	884.8	818.4	-7.5%	-11.4%
入选品位	g/t	0.88	0.75	0.75	0.0%	-14.8%
黄金产量	吨	2.51	2.25	2.41	7.1%	-3.8%
黄金销量	吨	2.64	2.19	2.38	8.8%	-9.8%
利润	百万美元	27	10	12	20.0%	-55.6%
EBITDA	百万美元	61	40	43	7.5%	-29.5%
单位销售成本	美元/盎司	984	1195	1186	-0.8%	20.5%
单位总现金成本	美元/盎司	534	713	746	4.6%	39.7%
AISC (单位总维持成本)	美元/盎司	946	1,100	1,046	-4.9%	10.6%

资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心

**巴里克黄金拟投资 3400 万美元延长贝拉德罗开采年限。**据 Mining.com 近日报道, 巴里克黄金首席执行官 Mark Bristow 上周末宣布, 该公司计划向其位于阿根廷西部的 Veladero 金矿投资 3400 万美元, 将该矿的开采年限延长至 2028 年。巴里克目前正在审核 Veladero 的地质模型, 并评估扩大其资源版图的可能性。

图 15: 贝拉德罗产量规划 (2019-2024)

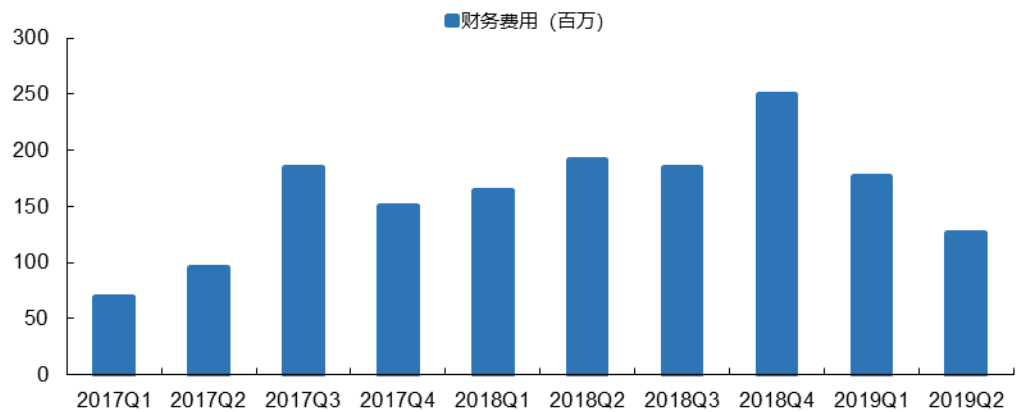


资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心

### 3.3. 2019Q2 的积极变化之二来自财务费用

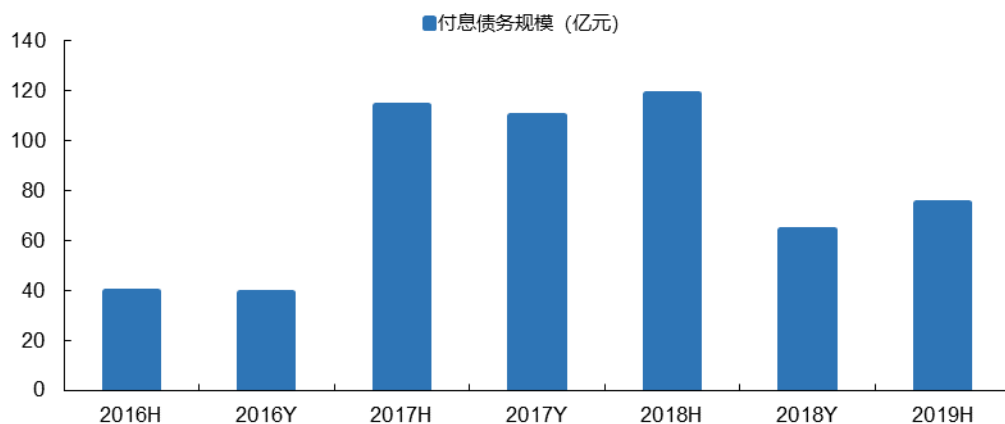
2019Q2 财务费用下降, 随着付息债务收缩预计未来仍将继续下降。公司 2019Q2 单季度财务费用约 1.27 亿元, 环比-28%。我们观察到, 2019 年以来公司的付息债务明显下降, 主要是 2018 年公司港股成功上市后对部分并购贷款进行了偿还。而且长期借款项从 2019 年 3 月底 20.5 亿降为 3200 万, 主要是因为部分贷款预计在一年内偿还, 因此转移到一年内到期的非流动负债。截至 2019 年 6 月底, 公司资产负债率为 49.91%, 为历史较低水平, 在手现金约 31.23 亿, 为历史较高水平, 因此, 未来公司付息债务和财务费用还有进一步下降的可能性。

图 16: 山东黄金单季度财务费用情况



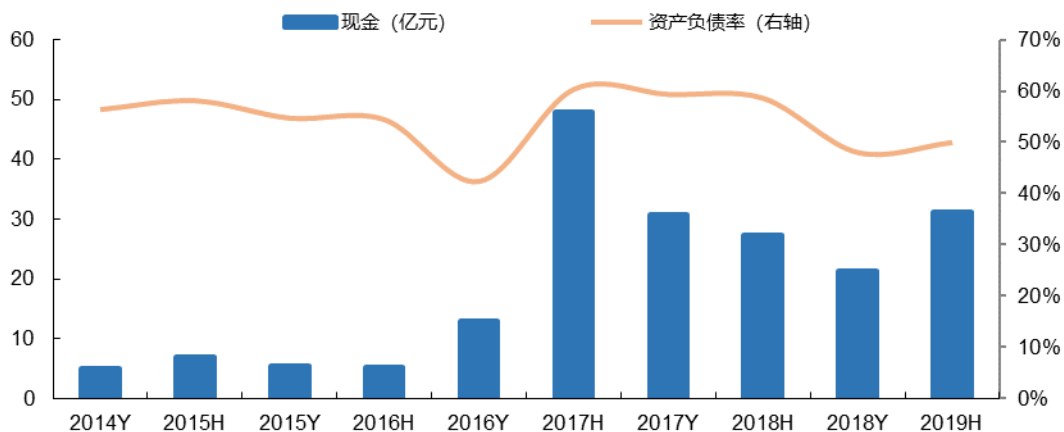
资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

图 17: 山东黄金付息债务规模变化 (2016-2019H)



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

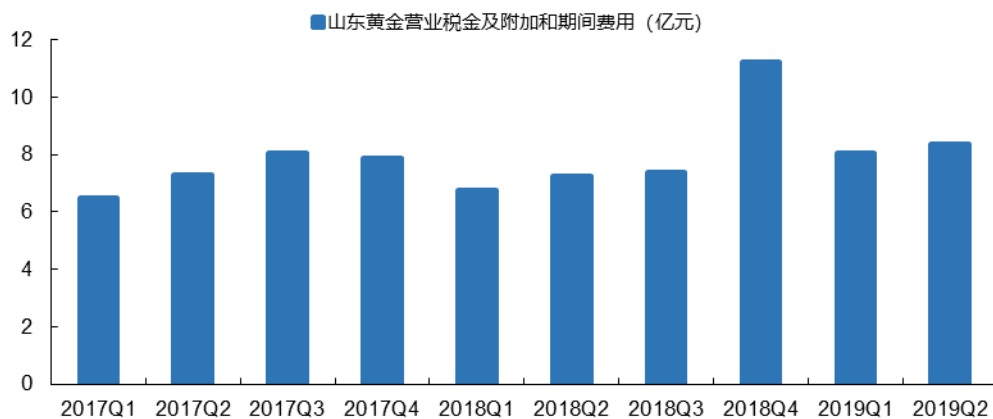
图 18: 山东黄金资产负债率及现金水平 (亿元)



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

此外还值得注意的是,2019Q2 公司期间费用合计 8.38 亿元,环比虽略增 4%,但相比 2018Q4 单季度 11.2 亿仍明显下降。考虑贝拉德罗 VLF 第 6 段扩产带来的提量降本,以及付息债务规模的下降,公司的成本费用仍有下降空间。

图 19: 山东黄金营业税金及附加和期间费用单季度变化情况



资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

## 4. 矿产金业务具备出色的成长性，在 A 股可比上市公司中尤为突出

### 4.1. 受益于国内矿以及贝拉德罗扩产，内生增长可期

#### 4.1.1. 国内主力矿山扩产计划稳步推进

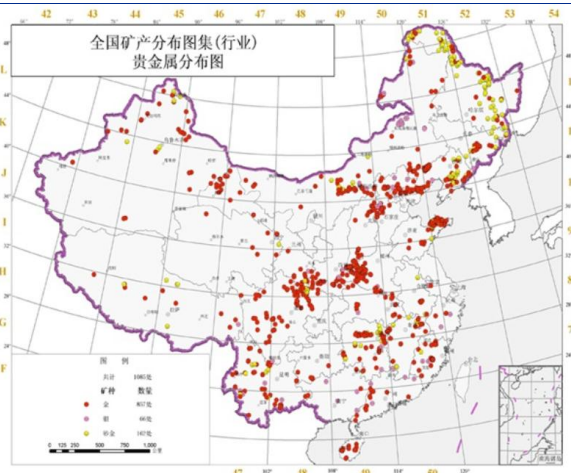
公司拥有国内最好的岩金资源。截至 2018 年底，公司国内拥有 12 座矿山，海外拥有贝拉德罗矿山 50% 股权，保有黄金总资源量 1123.6 吨，黄金权益资源量约 968 吨，黄金储量约 411 吨，权益储量约 324 吨。与澳洲、南非、美国相比，我国黄金资源并不算非常丰富，其中岩金矿占到 65% 左右，砂金矿占 10%，且分布较为集中，其中山东是黄金资源和产金大省，集中了国内最为优质的岩金资源。就资源储量而言，胶东半岛金矿集中了全国 1/4 的黄金资源储量，而其中 90% 以上又集中分布在招远、莱州地区。

表 5：山东黄金旗下矿山黄金资源量、储量情况（2018 年底）

金矿	权益 (%)	资源量 (吨)	储量 (吨)	黄金品位 (g/t)	可采年限
三山岛金矿	100.00%	209.6	73.1	2.80	13
焦家金矿	100.00%	101.9	29.0	3.10	4
新城金矿	100.00%	239.7	81.2	3.10	11
玲珑金矿	100.00%	157.2	14.3	3.10	4
归来庄金矿	70.56%	10.4	3.3	7.60	2
金洲金矿	60.43%	7.6	3.0	2.60	5
青岛金矿	100.00%	43.1	20.7	3.70	9
蓬莱金矿	100.00%	15.0	6.8	5.00	5
沂南金矿	100.00%	20.3	0.2	2.30	
赤峰柴金矿	73.52%	7.3	5.5	5.20	3
福建源鑫金矿	90.31%	5.0	2.6	3.80	3
西河中宝金矿	70.00%	32.2	13.6	2.40	20+
国内合计		849.3	253.3		
贝拉德罗	50.00%	274.3	157.9	0.80	7
合计		1123.6	411.2		
权益合计		968.3	324.3		

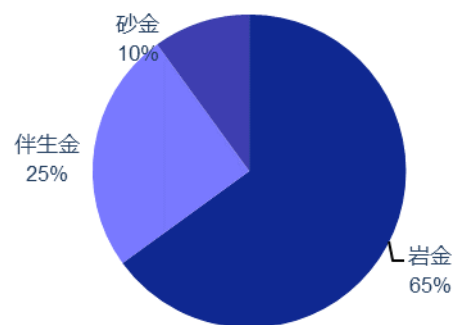
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 20：中国贵金属资源分布图



资料来源：中国黄金年鉴，安信证券研究中心

图 21：我国黄金资源多以岩金为主



资料来源：《我国黄金矿产资源与地质勘查形势的初步分析》，安信证券研究中心

主力金矿稳步推进扩建计划。受益于丰厚的资源储备，公司主力矿山三山岛、焦家、玲珑金矿以及新城金矿均有相应的改扩建计划，赋予公司持续的产量增长潜力。



表 6: 山东黄金在建及拟建项目

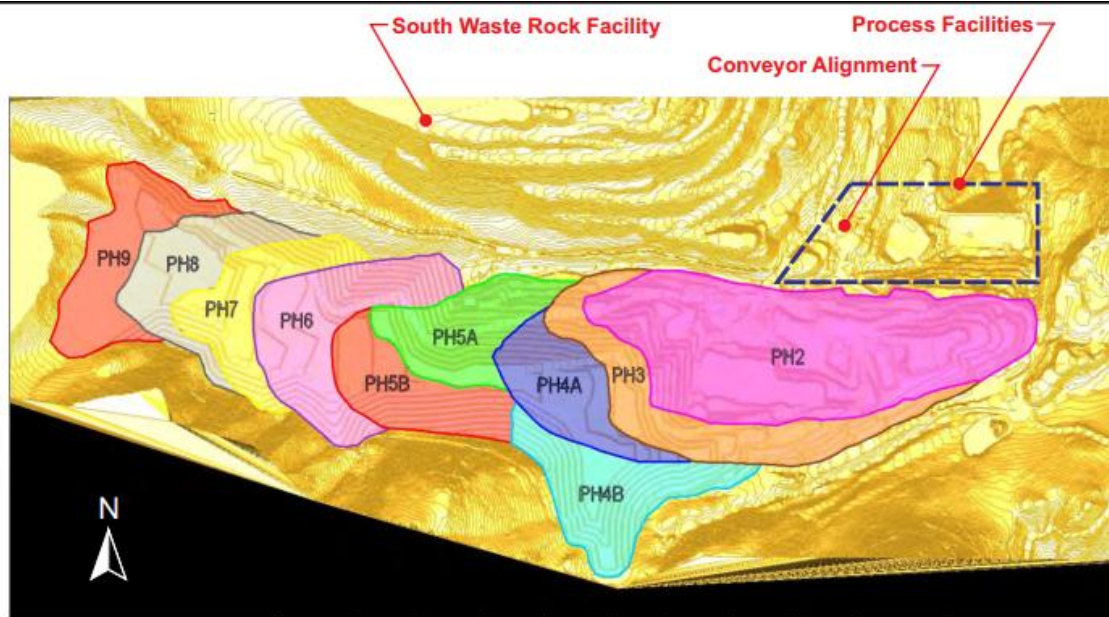
项目名称	项目类型	计划总投资 (亿元)	项目进展安排
三山岛金矿 8000t/d 探建结合工程项目	在建	14.9	2011 年 11 月-2021 年 9 月
焦家金矿采选 6000t/d 扩建工程项目	在建	5.8	2009 年 3 月-2019 年 12 月
三山岛扩界扩能工程 (15000t/d)	拟建	106.7	基建期为 7 年
玲珑金矿东风矿区扩界扩能工程 (4000t/d)	拟建	12.98	基建期为 6 年
新城金矿采选 6000t/d	拟建	19.96	基建期为 6 年

资料来源: 公司财报, 安信证券研究中心

#### 4.1.2. 贝拉德罗黄金产量有较大增长潜力

贝拉德罗远景产量接近 30 吨。贝拉德罗正在推进 VLF(Valley-Leach-Facility) 第五阶段扩产, 据巴里克公告, 第六阶段将于 2020 年开始启动。公司披露的技术报告对 2019-2024 年做了采矿量规划, 其中可以看出, 2019 年为采矿量较低, 且剥采比高于未来水平, 采出矿石含金量及黄金品位则较未来水平明显较低。而随着第六阶段工程的推进, 2022 年左右贝拉德罗采矿量、品位均显著提升, 到 2024 年采出矿石含金量有望达到 29.7 吨, 且因剥采比的下降和品位上升, 预计成本也有降低, 后续效益改善可观。

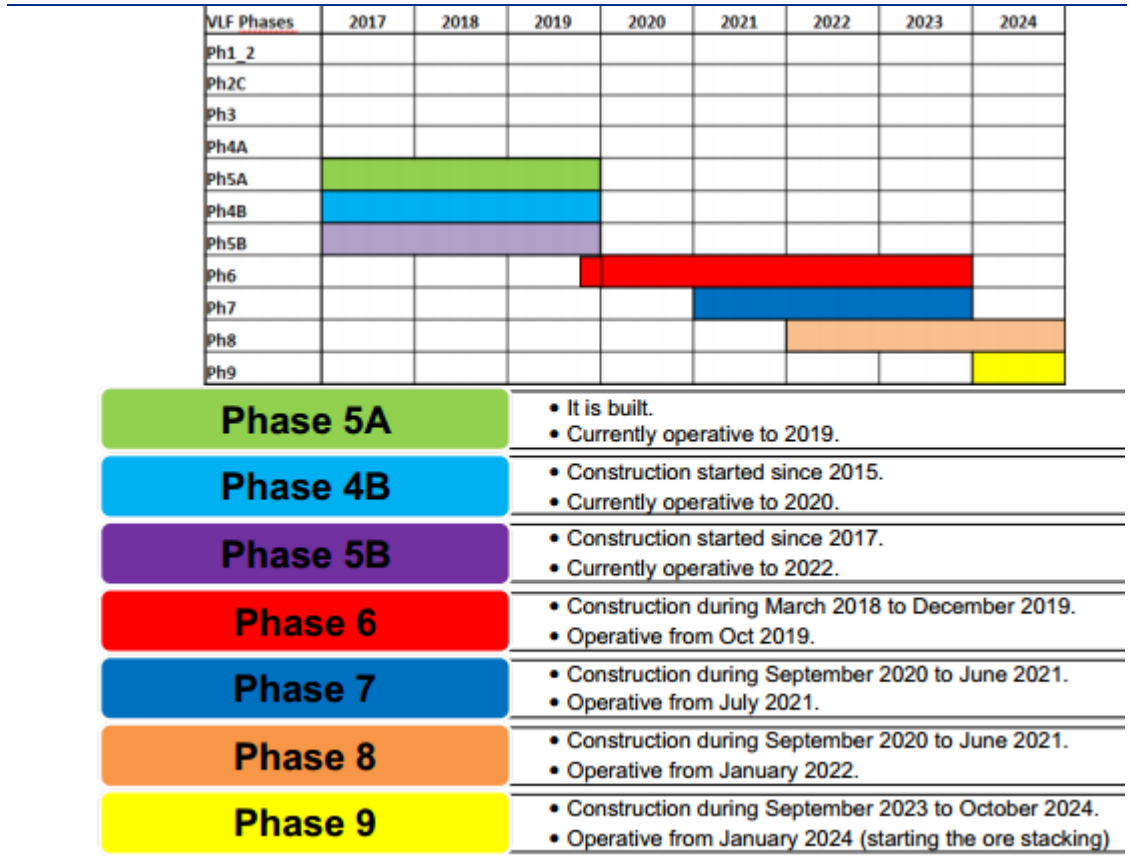
图 22: 贝拉德罗 VLF 各阶段作业示意图



资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心



图 23: 贝拉德罗 VLF 各阶段时间计划表



资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心

表 7: 贝拉德罗采矿量规划

	采矿量(百万吨)	黄金品位(g/t)	白银品位 (g/t)	含金量 (吨)	含银量 (吨)	剥采比
2019	27.5	0.69	15.2	18.975	418	1.8
2020	29.1	0.7	18.6	20.37	541.26	1.6
2021	29.7	0.63	10	18.711	297	1.1
2022	29.7	0.69	13.4	20.493	397.98	1
2023	31.4	0.89	14.8	27.946	464.72	0.2
2024	30.3	0.98	11.9	29.694	360.57	0.1

资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心

#### 4.2. 集团层面优质黄金资产有望持续注入

山金集团承诺将择机向上市公司注入所持黄金资产。据中国证券报报道, 2016 年 9 月, 山金集团董事长在深圳的业绩路演中公开表示, 黄金主业一直坚持由上市公司山东黄金统一管理, 山东黄金集团目前拥有的金矿资产, 在投资者认可、具备注入上市公司条件的情况下将积极注入上市公司; 目前不具备注入条件的暂时由上市公司托管避免同业竞争。2017 年 3 月山金集团下属子公司探获大型金矿——三山岛西岭金矿, 公司公告称, 根据公司与山东黄金之间的避免同业竞争承诺, 在西岭探矿权完成全部勘探工作、具备转让条件时, 公司将按照承诺敦促山东黄金地质矿产勘查有限公司将西岭探矿权按照程序注入山东黄金。

山金集团在上市公司体外还拥有 677 吨黄金储量。据公司半年报显示, 截至 2019 年 6 月 30 日, 控股股东山东黄金集团 (上市公司体外) 共拥有 30 出位于中国境内的金矿探矿权, 按中国矿业权评估准则初步探明后报有关部门备案的黄金资源量共计约 676.7 吨。截止 2019 年 6 月 30 日, 16 处位于中国境内的金矿采矿权, 已探明黄金资源量总计约 56.7 吨。

图 24：山东黄金集团探矿权资源量及转让安排情况

序号	矿权名称	黄金资源量 (吨)	转让至公司的预测时间	序号	矿权名称	黄金资源量 (吨)	转让至公司的预测时间
1	山东省莱州市焦家矿区深部及外围金矿北部勘探	11.43	计划2020年开始启动转让	16	山东省蓬莱市土屋金矿区深部金矿详查	0.57	计划2020年开始启动转让
2	山东省莱州市焦家矿区深部及外围金矿南部详查	0.972		17	山东省蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探	0.83	2023年底前决定是否转让
3	山东省莱州市三山岛金矿区西部外围勘探	尚未探明	正在办理注销	18	山东省蓬莱市黑炭沟金矿深部及外围详查	1.48	计划2020年开始启动转让
4	山东省莱州市东季-南吕地区金矿普查	85.54		19	海南省乐东县抱伦金矿详查	10.04	计划2020年开始启动转让
5	山东省莱州市红布矿区深部及外围金矿勘探	19.37	计划2020年开始启动转让	20	内蒙古呼伦贝尔鄂伦春自治旗伊山林场金矿详查	尚未探明	2023年底前决定是否转让
6	山东省莱州市马塘二矿区深部及外围金矿勘探	尚未探明	计划2020年开始启动转让	21	福建省政和县香炉坪矿区香炉坪矿区银(金)矿详查	0.86	2023年底前决定是否转让
7	山东省莱州市仓上一潘家屋子地区金矿勘探	地质报告2019.3呈交	不适用	22	福建省政和县大药坑矿区金矿外围地质详查	尚未探明	计划2020年开始启动转让
8	山东省莱州市留村金矿中深部详查	2	2023年底前决定是否转让	23	福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	尚未探明	计划2020年开始启动转让
9	山东省莱州市赵家金矿详查	尚未探明	2023年底前决定是否转让	24	青海省都兰县阿斯哈(可热)地区金矿普查	2.27	2023年底前决定是否转让
10	山东省莱州市上马家金矿详查	0.22	2023年底前决定是否转让	25	青海省都兰县瓦勒尔金矿详查	2.78	2023年底前决定是否转让
11	山东省莱州市西岭村金矿勘探	382.58	计划2020年开始启动转让	26	青海省都兰县达里格塘地区金矿普查	尚未探明	2023年底前决定是否转让
12	山东省莱州市南吕-欣木地区金矿勘探	133.14	计划2020年开始启动转让	27	青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94	2023年底前决定是否转让
13	山东省莱州市大尹家矿区金矿详查	尚未探明	2023年底前决定是否转让	28	青海省都兰县按纳格金矿普查	1.67	2023年底前决定是否转让
14	山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	3.86	计划2020年开始启动转让	29	青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56	2023年底前决定是否转让
15	山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.6	计划2020年开始启动转让	30	青海省大柴旦行委红灯沟西金矿普查	尚未探明	2023年底前决定是否转让

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

山金集团在上市公司体外的黄金资产可年产矿金约 8 吨。据公司公告，2018 年山金集团矿产金产量约 47.8 吨，而上市公司 18 年产金约 39.32 吨，意味着上市公司体外黄金资产年产金约 8.4 吨，主要是山金青岛公司、海南山金、嵩县山金、金创集团等。上市公司作为集团旗下黄金资源经营平台，有望持续获得资产注入。

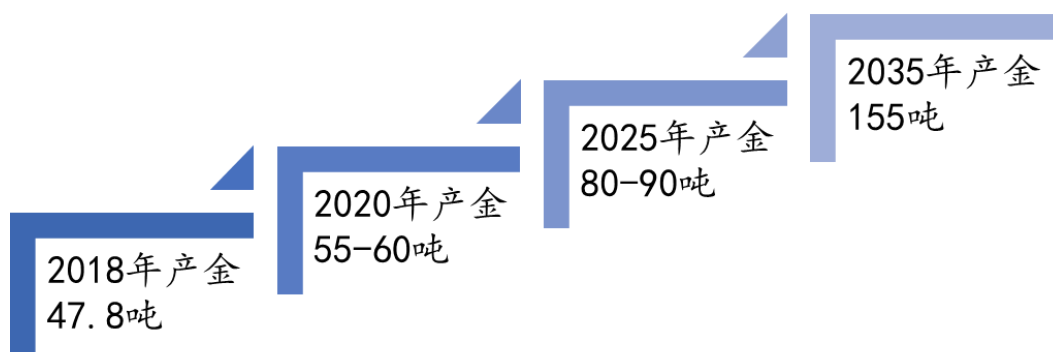
表 8：山金集团 2018 年矿产金产量情况

矿山企业名称	矿产金产量 (吨)	产量占比 (%)
三山岛金矿	6.97	14.6%
焦家金矿	7.23	15.1%
玲珑金矿	4.46	9.3%
新城金矿	4.22	8.8%
沂南金矿	0.50	1.1%
金洲公司	1.13	2.4%
归来庄矿业	1.20	2.5%
蓬莱矿业	0.80	1.7%
柴矿公司	1.13	2.4%
福建源鑫	0.93	1.9%
西和中宝	0.56	1.2%
贝拉德罗	8.66	18.1%
青岛公司	4.36	9.1%
天承公司	0.72	1.5%
金创集团	1.62	3.4%
海南山金	1.34	2.8%
嵩县山金	1.42	3.0%
青海山金	0.51	1.1%
上市公司合计	39.32	0.8%
上市公司体外	8.44	17.7%
集团合计	47.76	100.0%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

山金集团计划 **2035 年实现年产黄金 155 吨**。据山金集团债券募集说明书披露，山金集团战略目标为争做国际一流，勇闯世界前十。即到 **2020 年，年产黄金 55-60 吨**，营业收入 1,000 亿元，上市市值过千亿，利润总额 30 亿元，领先国内黄金生产企业，迈入全球黄金矿业综合实力前十强。“十三五”以后，山金集团要立足当前谋划未来，按照“两步走”战略推进集团发展步伐：第一步、在完成“十三五”规划的基础上，继续紧盯国内外同行不松懈，对内加强管理、降低成本，提高产能、效率和效益，对外则按照积极稳妥的既定方针，加大资源并购力度，力争在 **2025 年实现生产黄金 80-90 吨**，进入世界前五强，实现利润总额 100 亿元。第二步、认真对“十四五”（2020 至 2025 年）规划进行审视，在此基础上再奋斗十年，争取在 2035 年末，实现资源全球布局、品牌知名度和美誉度大幅度提升，企业管理水平、科技研发能力、社会和谐程度、企业文化氛围等成为全球同行业的楷模，**达到年产黄金 155 吨**，利润总额 200 亿元，进入世界同行业前三强。

图 25：山东黄金集团黄金产量战略目标



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 4.3. 牵手黄金巨头巴里克，已成功开启“走出去”进程，未来海外拓展潜力大

除共同经营贝拉德罗外，公司控股股东山金集团和巴里克黄金先后签署了战略合作协议及交叉投资协议。巴里克黄金是全球最大的黄金公司，截至 2018 年底，巴里克拥有证实及可能（P+P）黄金储量 1931 吨，指示及推断（M+I+I）黄金储量 3804 吨，2018 年巴里克黄金产金约 141 吨，且随着 2019 年 1 月与兰德黄金的合并，巴里克黄金已稳居全球黄金产量第一的宝座。

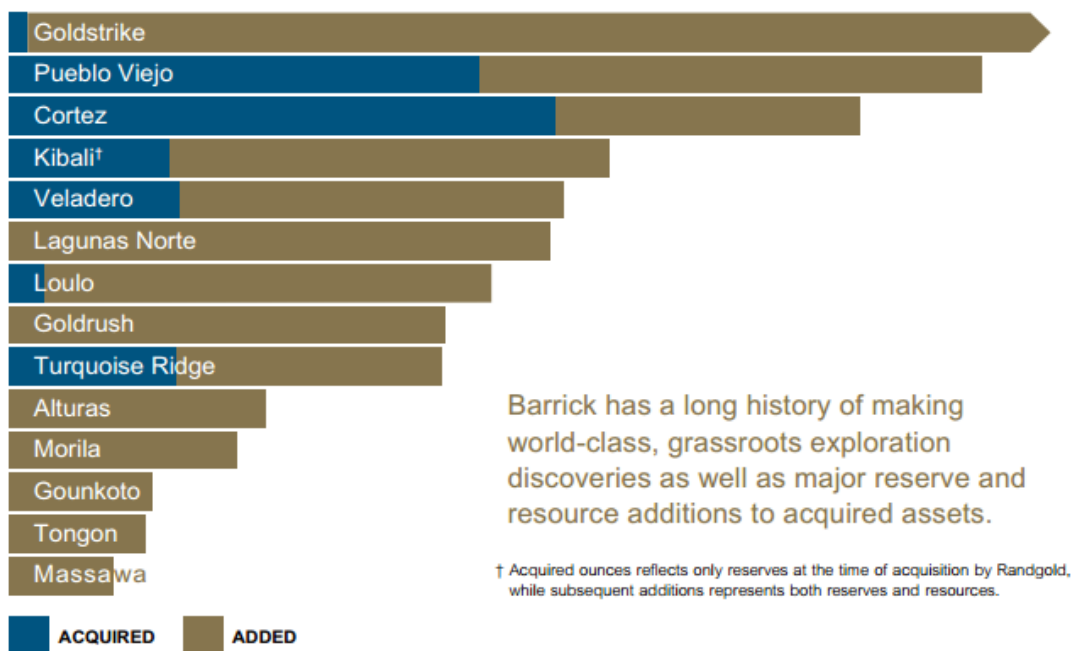
表 9：公司及控股股东和巴里克黄金合作情况

时间	事件	内容
2017 年 4 月	山东黄金收购贝拉德罗	由山东黄金在香港设立的山东黄金香港公司作为交易主体，以 9.6 亿美元获得该阿根廷贝拉德罗金矿的 50% 权益
2018 年 7 月	山东黄金集团与巴里克黄金签署《战略合作推进协议》	探讨对巴里克黄金公司的拉玛项目开展进一步的研究和评估；双方互相分享采矿技术、信息技术、信息管理及数字创新等方面的经验和做法，协助山东黄金建设国际化一流示范矿山；健全完善沟通机制，推动双方管理、技术团队共享知识等更多资源；积极创造更多的并购机会，在各自收购或出售潜在资产时优先考虑与对方合作
2018 年 9 月	山金集团与巴里克黄金达成交叉投资协议	山东黄金集团将收购巴里克不超过 3 亿美元的股份，而巴里克将在公开市场上对山东黄金控制的一家上市公司进行同等数额的股权投资

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 26: 巴里克黄金旗下矿山历史上均实现大幅增储

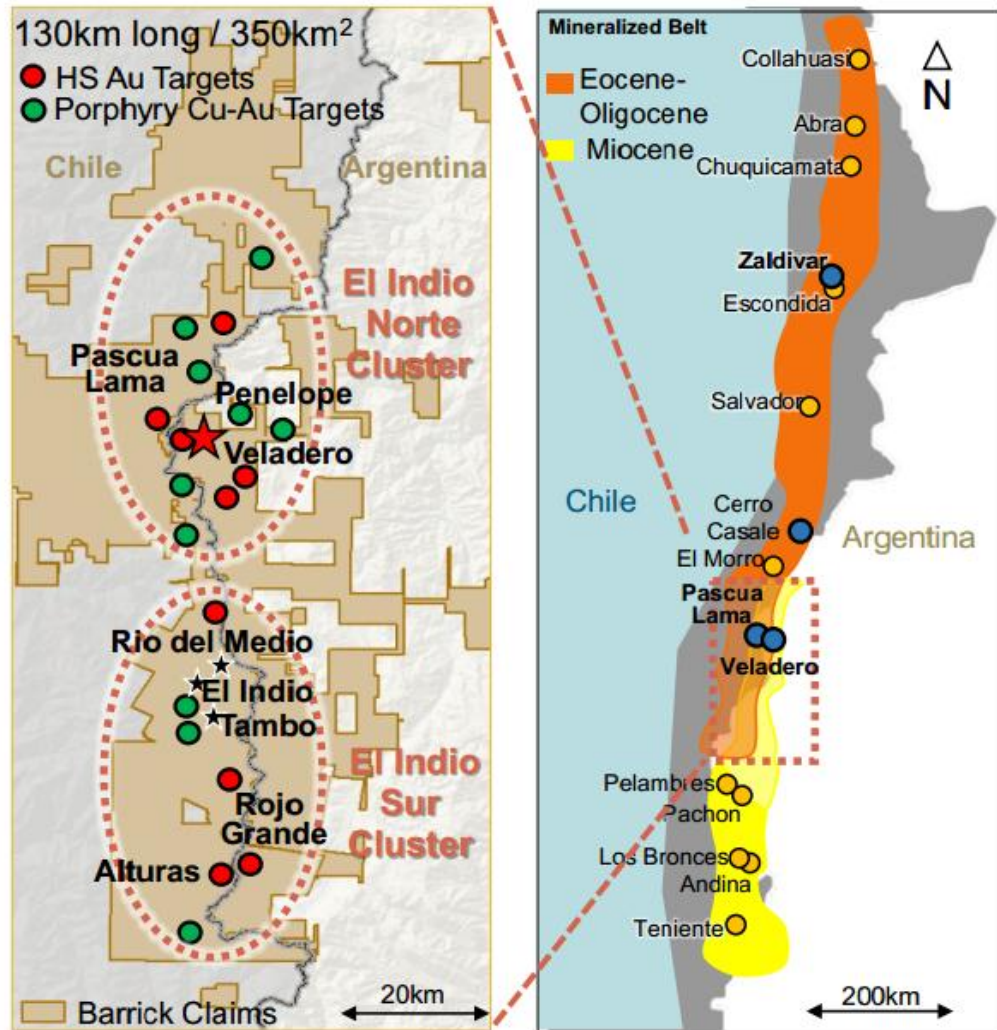
# Geology Driven Focus with a track record of exploration success.



资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心

拟共同探索 **Pascua-Lama 矿** 以及 **El Indio Gold Belt** 等项目, 前景可观。巴里克黄金擅长资源勘探和开发, 从最开始内华达的 **Goldstrike** 开始, 巴里克黄金通过不断勘探和开发, 不断扩充资源的储量和产量, 和巴里克就矿业项目合作有望为公司带来宝贵的海外黄金项目开发经验。此番和巴里克合作的 **Pascua-Lama** 及 **El Indio Gold Belt** 项目位于阿根廷和智利边境, 蕴含世界一流的黄金矿藏, 有较大的开采潜力, 并有望与同在阿根廷的贝拉德罗项目形成协同效应。

图 27: Pascua-Lama 矿与贝拉德罗相距不远



资料来源: Barrick 公告, 安信证券研究中心

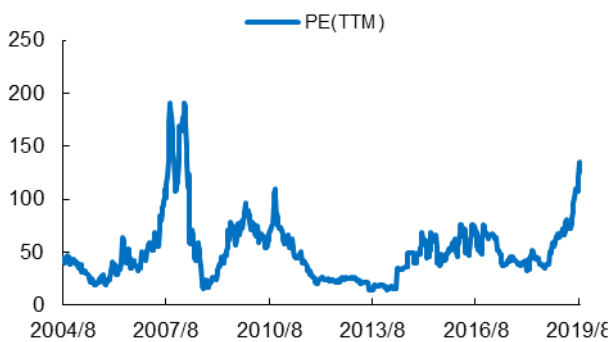


## 5. 盈利预测和投资建议

截至 2019 年 8 月 30 日，美国 10 年期国债收益率与 2 年期利差收敛至 0，10-2 国债利差倒挂为认为是预测美国经济衰退的重要指标，再叠加 PMI、耐用品订单数据今年以来持续走弱，美国经济步入衰退为大概率。在此背景下，我们坚定看好美国实际利率下行及金价上行的中长期趋势。

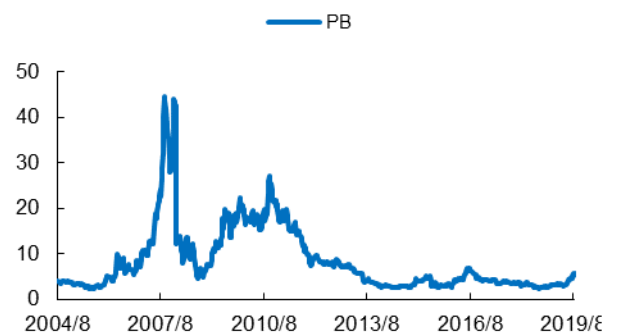
假设 2019~2021 年黄金均价分别为 315、370、400 元/g，我们预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 19.9、36.2、44.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.64、1.17、1.42 元，给予 6 个月目标价 50 元，相当于 2020 年 43xPE。

图 28：山东黄金 PE (TTM)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 29：山东黄金 PB



资料来源：Wind，安信证券研究中心



## 6. 风险提示

### 1) 美国经济表现持续好于预期

美国经济表现若持续好于预期可能会带来美国名义利率以及实际利率上行，金价存在持续的下行风险，中长期涨价预期会受到压制，进而压低公司利润预期和估值水平。

### 2) 矿产金产量增长不及预期

公司矿产金业务对业绩影响较为关键，毛利润占整体业务的 97%。矿产金产量增长不及预期对公司业绩增长预期无疑将产生较大影响。

### 3) 矿产金生产成本上升超预期

基于公司过往矿产金成本变化情况，我们在盈利预测中给予了公司矿产金成本一定的上升幅度。但品位、环保成本、人工成本、辅料成本的变化均会影响矿产金成本，如出现超预期上升将对公司业绩产生不利影响。

### 4) 阿根廷汇率及税费政策变化超预期

公司位于阿根廷境内的贝拉德罗金矿 2018 年产金约 9 吨 (50%权益)，占公司总产金量约 23%，其盈利情况对公司整体业绩影响不容忽视。阿根廷近期汇率波动较大，公司有部分外汇敞口，存在一定风险，此外阿根廷的税费政策变化也会对贝拉德罗盈利情况产生较大影响。

## 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	53,802.6	56,655.2	58,544.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	46,412.4	50,016.5	47,500.1	48,214.9	48,990.3	营业收入增长率	1.7%	7.3%	-1.8%	5.3%	3.3%
营业税费	240.7	363.6	538.0	339.9	351.3	营业利润增长率	-2.8%	-10.6%	102.4%	74.6%	21.5%
销售费用	31.2	37.2	36.6	38.5	39.8	净利润增长率	-12.0%	-23.0%	127.3%	81.8%	21.9%
管理费用	2,201.0	1,746.7	1,829.3	1,982.9	2,049.1	EBITDA 增长率	22.5%	14.4%	24.9%	34.8%	12.3%
财务费用	500.0	791.5	609.3	512.2	414.1	EBIT 增长率	5.5%	20.8%	51.0%	55.9%	17.1%
资产减值损失	-2.9	0.6	0.6	0.6	0.6	NOPLAT 增长率	0.7%	-6.9%	77.9%	64.7%	17.9%
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%	-8.9%	-4.1%	-0.9%
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%	6.3%	2.6%	2.3%
<b>营业利润</b>	1,651.2	1,476.6	2,988.3	5,216.3	6,338.2	<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%	11.7%	14.9%	16.3%
<b>利润总额</b>	1,628.6	1,449.0	2,976.4	5,195.6	6,326.9	营业利润率	3.2%	2.7%	5.6%	9.2%	10.8%
减:所得税	435.2	511.9	833.4	1,298.9	1,581.7	净利润率	2.2%	1.6%	3.7%	6.4%	7.5%
<b>净利润</b>	1,137.4	875.7	1,990.9	3,620.0	4,413.0	EBITDA/营业收入	8.6%	9.1%	11.6%	14.9%	16.2%
						EBIT/营业收入	4.2%	4.7%	7.2%	10.7%	12.1%
<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	131	119	109
货币资金	3,072.8	2,139.2	3,456.1	4,292.4	4,276.2	流动营业资本周转天数	-39	-40	-41	-39	-37
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	35	44	49	54	55
应收账款	427.9	774.9	783.9	809.6	826.6	应收帐款周转天数	2	4	5	5	5
应收票据	19.1	0.5	2.7	2.8	2.9	存货周转天数	16	21	22	21	21
预付帐款	175.3	148.3	285.0	289.3	293.9	总资产周转天数	249	286	300	284	270
存货	3,102.2	3,352.9	3,325.0	3,375.0	3,429.3	投资资本周转天数	148	165	168	149	141
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%	8.6%	15.3%	18.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	2.1%	4.8%	8.8%	10.9%
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%	9.9%	17.9%	22.0%
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	19,124.9	18,227.2	17,279.4	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%	3.4%	3.5%	3.5%
无形资产	9,821.8	10,155.9	9,514.8	9,241.5	8,965.8	财务费用率	1.0%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	5.4%	4.7%	4.6%	4.5%	4.3%
<b>资产总额</b>	42,116.3	44,946.0	44,765.5	44,510.9	43,347.3	<b>偿债能力</b>					
短期债务	789.3	3,623.4	2,623.4	1,823.4	1,023.4	资产负债率	59.2%	48.0%	40.2%	38.8%	38.1%
应付帐款	2,816.2	2,872.7	2,933.3	2,963.5	2,996.4	负债权益比	145.3%	92.3%	72.9%	68.1%	63.7%
应付票据	388.9	631.6	600.9	609.9	619.7	流动比率	0.65	0.46	0.60	0.71	0.76
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.36	0.23	0.35	0.44	0.47
长期借款	6,857.6	2,091.0	109.2	109.2	109.2	利息保障倍数	4.27	3.26	6.39	11.85	17.15
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	18,103.9	17,351.8	16,600.1	DPS(元)	0.07	0.07	0.00	-	0.00
少数股东权益	844.9	1,756.8	1,909.0	2,185.6	2,517.8	分红比率	19.6%	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,857.1	2,214.0	3,099.6	3,099.6	3,099.6	股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	14,472.6	19,435.1	19,851.9	20,222.8	20,478.7						
<b>股东权益</b>	17,169.3	23,377.0	24,844.3	25,491.9	26,080.0						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.37	0.28	0.64	1.17	1.42
净利润	1,193.4	937.1	1,990.9	3,620.0	4,413.0	BVPS(元)	5.27	6.98	7.40	7.52	7.60
加:折旧和摊销	2,257.1	2,435.1	2,353.6	2,353.6	2,353.6	PE(X)	108.7	141.2	62.1	34.1	28.0
资产减值准备	-2.9	2.1	0.6	0.6	0.6	PB(X)	7.6	5.7	5.4	5.3	5.2
公允价值变动损失	86.8	-1.6	25.4	20.0	20.0	P/FCF	51.6	-20.3	-632.7	31.2	25.7
财务费用	487.9	699.0	609.3	512.2	414.1	P/S	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1
投资损失	-62.3	46.7	30.0	30.0	30.0	EV/EBITDA	15.0	14.3	20.0	14.6	13.0
少数股东损益	56.0	61.3	152.2	276.7	332.2	CAGR(%)	48.4%	71.7%	17.9%	48.4%	71.7%
营运资金的变动	2,005.7	-1,007.5	-868.0	-32.3	-27.7	PEG	2.2	2.0	3.5	0.7	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,698.7	2,927.2	4,293.9	6,780.7	7,535.7	ROIC/WACC	1.4	1.0	1.6	2.9	3.5
<b>投资活动产生现金流量</b>	-10,407.8	-3,765.5	161.1	-50.0	-50.0	REP	2.0	2.8	3.3	1.9	1.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	7,967.0	356.2	-2,290.0	-3,364.5	-414.1						

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
	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
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@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