

山东黄金 (600547.SH) 买入 (首次评级)

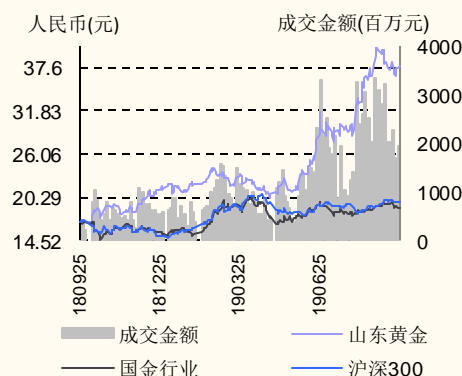
公司深度研究

市场价格 (人民币): 37.71 元

目标价格 (人民币): 46.12 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	2,032.10
流通港股 (百万股)	499.65
总市值 (百万元)	116,886.35
年内股价最高最低 (元)	40.40/36.55
沪深 300 指数	3901.08
上证指数	2985.34



黄金资源禀赋优异，金价上涨受益明显

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.612	0.396	0.698	1.122	1.330
每股净资产 (元)	8.79	9.77	10.62	12.03	13.71
每股经营性现金流 (元)	1.99	1.32	5.67	1.89	2.56
市盈率 (倍)	50.91	76.48	53.93	33.52	28.29
净利润增长率 (%)	-12.02%	-23.01%	146.97%	60.87%	18.50%
净资产收益率 (%)	6.97%	4.05%	9.20%	13.06%	13.58%
总股本 (百万股)	1,857.12	2,214.01	3,099.61	3,099.61	3,099.61

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内最纯正的上市黄金龙头企业。**公司是国内最纯正的黄金上市标的，黄金相关业务为公司贡献 99% 的营收以及 96% 的利润。山东黄金通过对黄金资源内探外购奠定了行业龙头地位。公司目前拥有黄金权益资源量 968 吨，权益储量 324 吨，位居全国第二；2018 年矿山金产量近 40 吨，位列全国第一。2017 年全国/山东黄金矿产金平均开采成本分别为 715/682 美元/盎司，公司因矿山品位高、采矿效率提升而具有明显的成本优势。
- **金价由黄金与信用货币的相对价值决定。**黄金是国际通用货币，金价是各国信用货币与黄金的兑换汇率。通过复盘我们发现金价由黄金与信用货币的相对价值决定。特别是美元与金价的相对关系，美元指数以及美债实际收益率与黄金价格呈现明显的负相关关系；而避险情绪短期会对金价造成扰动。
- **多重因素共振，金价有望进一步上涨。**当前时点，一方面，贸易摩擦、地缘局势紧张等因素导致避险情绪升温，黄金配置价值凸显；另一方面，美国 Markit 制造业 PMI 近十年来首次跌至荣枯线下方、长短端美债收益率倒挂等迹象暗示美国经济面临衰退风险，美联储或进入降息周期。而美国政府债务高增、货币超发导致美国主权风险攀升，美元占全球外汇储备份额下降暗示美国国力相对衰退，美元指数中枢或将进一步下移。同时，全球经济增长放缓，宽松周期再起，信用货币价值削弱，金价或将进入中长期的上涨通道。
- **产量有望持续增长，优质资产注入可期。**公司通过矿体合并、扩大采矿区域、增加勘探投入等方式增加原有矿山产量。同时，母公司山金集团计划逐步将金矿资产注入上市公司，公司可持续发展保障度较高。截止至 2018 年年末，山金集团拥有非上市黄金储量 763 吨，年产量将近 8.5 吨。根据公司 2019 年发布的公告，山金集团预计于 2020 年将部分矿山采矿权开始转移至山东黄金，对应金矿资源储量约 53.65 吨。

投资建议与估值

- 多重因素共振，金价料继续上涨，预计 2019-21 年金价为 1425/1500/1550 美元/盎司；已有矿山增产及资产注入带动产量上升，公司 2019-21 年矿山金产量有望达 40/48/52 吨。量价齐升带来业绩高增，预计公司 2019-21 年归母净利润为 21.6/34.8/41.2 亿元。考虑公司是资源禀赋优异的纯正的黄金龙头，叠加成本优势、长期增长保障度高等因素，给予一定的估值溢价。当前时点估值切换至 2020 年，公司合理 PE 为 41 倍，未来 6-12 个月目标价为 46.12 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 矿山金产量不及预期风险，金价大幅波动风险，限售股解禁风险。

张帅 分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)61038279
zhangshuai@gjzq.com.cn

曾智勤 联系人
zengzhiqin@gjzq.com.cn

内容目录

1.山东黄金：不断进取的黄金行业龙头公司	4
1.1 内探外购奠定行业龙头地位	4
1.2 矿山黄金贡献主要利润，业绩受金价影响较大	5
2.多重因素共振，金价有望进一步上涨	6
2.1 复盘：黄金与信用货币的相对价值决定金价，避险情绪造成短期扰动	6
2.2 避险情绪升温，黄金配置价值凸显	8
2.3 美联储料将进一步降息，美元指数中枢下移	8
2.4 世界经济增速放缓，全球进入降息潮	11
3.公司坐拥优质金矿资源，金价上行受益明显	13
3.1 金矿资源禀赋优异，开启海外布局征程	13
3.2 产量有望持续增长，成本优势明显	15
3.3 优质资产注入可期，持续发展保障度高	17
4.盈利预测与投资建议	18
4.1 盈利预测	18
4.2 估值及投资建议	19
5.风险提示	20

图表目录

图表 1：公司对黄金资源“内探外购”奠定行业龙头地位	4
图表 2：公司国内矿产金产量市占率不断提升	4
图表 3：公司黄金资源量位居全国第二（吨）	5
图表 4：公司黄金产量位列全国第一（吨）	5
图表 5：矿山金占公司将近 20%的营收	5
图表 6：矿山黄金贡献公司将近 95%的毛利润	5
图表 7：公司 1H19 营收受金价影响上升	6
图表 8：公司 1H19 归母净利润同增 8.6%	6
图表 9：黄金与信用货币关系	6
图表 10：布雷顿森林体系瓦解后金价走势复盘	7
图表 11：金价与美元指数呈负相关关系	7
图表 12：金价与美债实际收益率呈负相关关系	7
图表 13：年初以来中美贸易摩擦反复出现	8
图表 14：美国 8 月制造业 PMI 为近十年来首次低于 50	9
图表 15：美国 PCE 物价指数不振	9
图表 16：10 年期与 2 年期美债收益率倒挂往往预示着美国经济将步入衰退区间	9
图表 17：美债长短端收益率倒挂通常打开降息通道	10
图表 18：美国失业率上升往往带来美联储持续降息	10

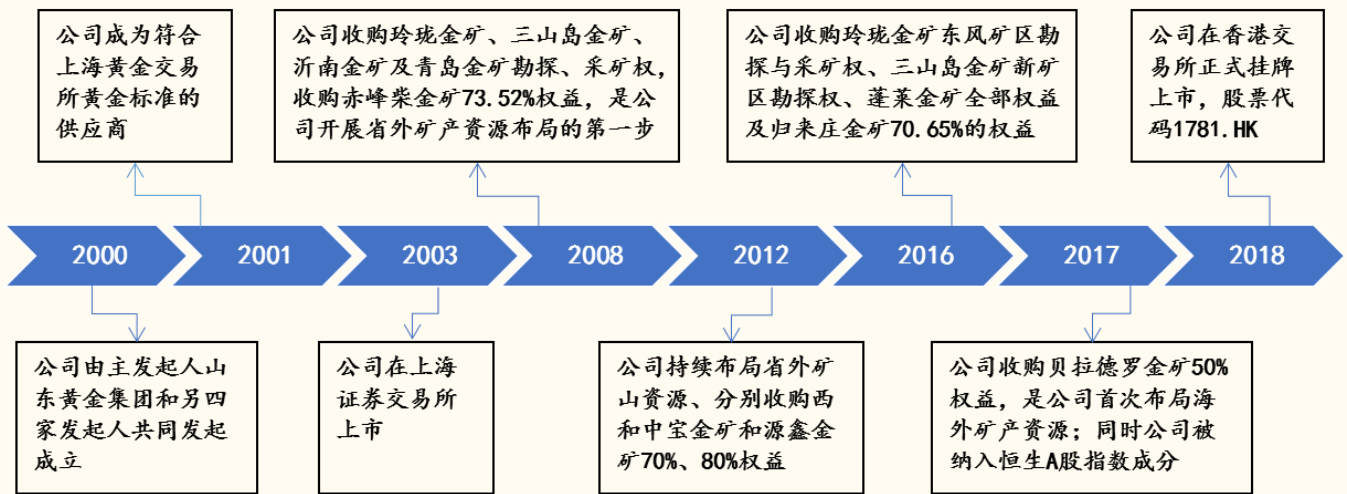
图表 19: 美国未偿还国债与 GDP 比值持续攀升.....	10
图表 20: 美国广义货币与 GDP 比值不断上升.....	10
图表 21: 美国 GDP 占全球比重下降.....	11
图表 22: 美元占全球外汇储备份额逐渐下降.....	11
图表 23: 80 年代以来美元指数中枢不断下移.....	11
图表 24: 主要经济体制造业 PMI 快速回落.....	12
图表 25: 全球制造业 PMI 已跌落至荣枯线下方.....	12
图表 26: 主要经济体 GDP 增速下滑.....	12
图表 27: IMF 预测全球 GDP 增速下滑.....	12
图表 28: 全球进入降息潮.....	13
图表 29: 公司国内 12 座矿山主要分布在胶东半岛.....	14
图表 30: 公司在国内拥有丰富黄金储量.....	14
图表 31: 贝拉德罗金矿历年产量情况 (吨).....	15
图表 32: Pascua-Lama 矿拥有丰富的金银铜资源.....	15
图表 33: 公司四大矿区黄金产量维持平稳.....	16
图表 34: 四大主力矿山通过扩大开采区域、矿体合并等方式维持高产.....	16
图表 35: 公司自产金现金成本低于国内平均水平.....	17
图表 36: 山东黄金毛利率高于其他主流黄金企业.....	17
图表 37: 公司国内金矿损失率情况.....	17
图表 38: 公司国内金矿贫化率情况.....	17
图表 39: 山金集团非上市部分矿产金情况.....	17
图表 40: 山东黄金集团黄金探矿增储情况.....	18
图表 41: 山东黄金集团黄金保有储量不断增加.....	18
图表 42: 山金集团预计于 2020 年将部分矿山采矿权开始转移至山东黄金.....	18
图表 43: 公司矿产金业务营收预测.....	19
图表 44: 山东黄金可比公司估值.....	19
图表 45: 公司约有 5 亿股股份于 10 月 21 日解禁, 占总股本 16.21%.....	20

1. 山东黄金：不断进取的黄金行业龙头公司

1.1 内探外购奠定行业龙头地位

山东黄金于 2000 年由山东黄金集团等五家企业发起设立，实际控制人为山东省国资委。公司以黄金开采为主业，拥有探矿、开采、选冶、加工及销售完整的产业链。秉持“资源为先”的经营理念，按照“内探外购”的原则，公司在国内控制及经营着 12 座优质矿山；在 2017 年收购了国际金业巨头巴里克黄金旗下贝拉德罗金矿 50% 的股权，开启了海外扩张的征程。

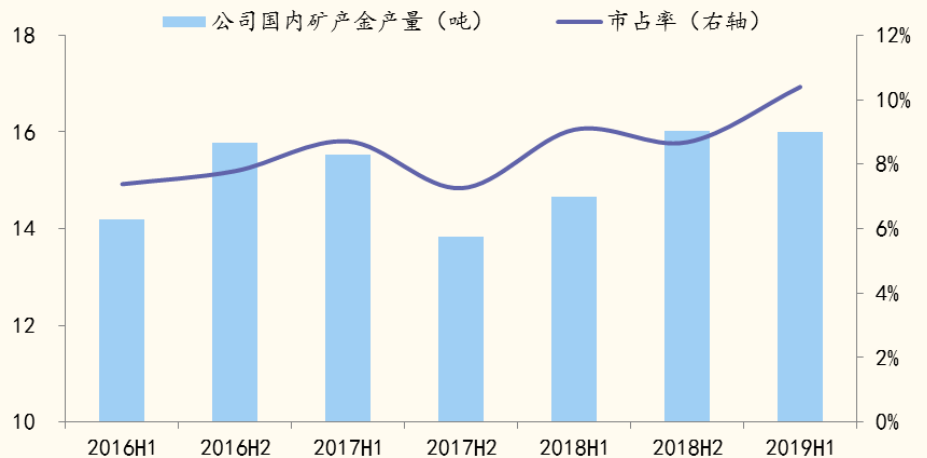
图表 1：公司对黄金资源“内探外购”奠定行业龙头地位



来源：山东黄金港股招股书，国金证券研究所

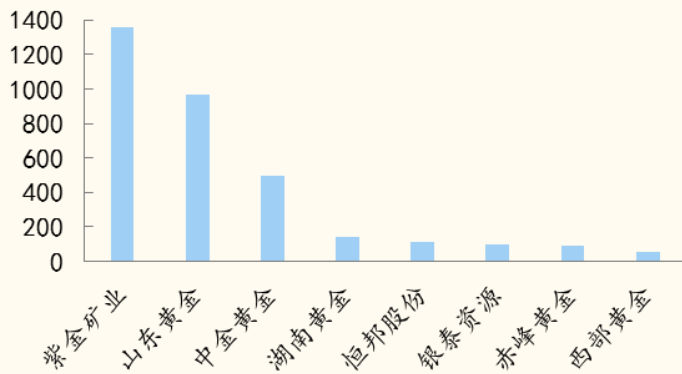
山东黄金是国内领先的黄金生产企业，拥有黄金权益资源量 968 吨，权益储量 324 吨，仅次于紫金矿业。公司 2018 年矿产金总产量约 40 吨，同比增长 10%，产量位居全国第一。同时，在全国黄金产量增速下滑的背景下，公司国内矿产金市占率连续提升，行业龙头地位愈加稳固。

图表 2：公司国内矿产金产量市占率不断提升



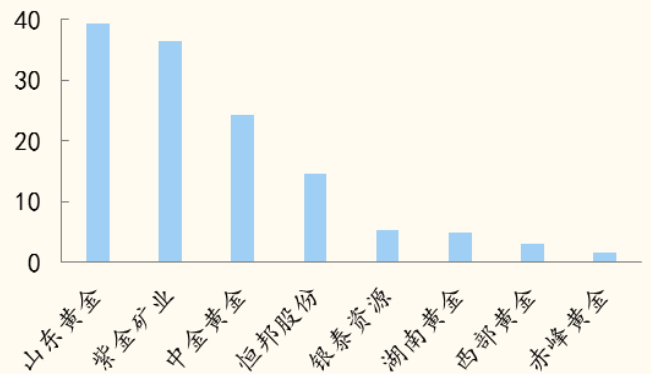
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：公司黄金资源量位居全国第二（吨）



来源：各公司 2018 年年报，国金证券研究所

图表 4：公司黄金产量位列全国第一（吨）



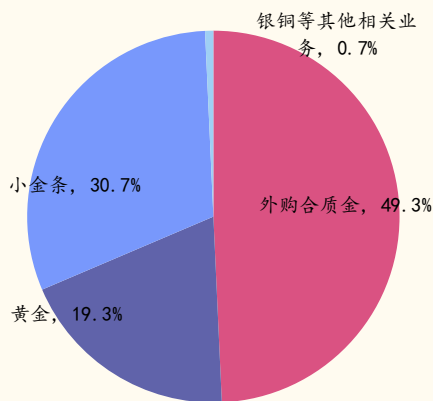
来源：各公司 2018 年年报，国金证券研究所

1.2 矿山黄金贡献主要利润，业绩受金价影响较大

公司主要营收来源是外购合质金，占比将近 50%，其次是小金条和矿山黄金，分别占 31%/19%。但矿山合金贡献了约 95%的毛利润，外购合质金与小金条毛利占比分别为 1%/0.5%。随着公司矿山黄金产量不断增加，其营收与毛利占比有望继续提升。

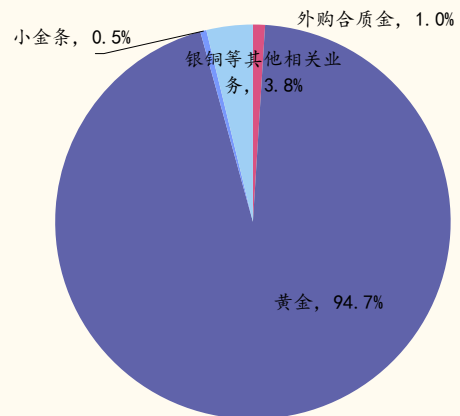
公司 2018/2019H1 实现营收 547.9/311.9 亿元，同比+7.3%/+19.9%；实现归母净利润 8.76/6.65 亿元，同比-23%/+8.6%。公司业绩受黄金价格波动影响较大，1H19 营收及归母净利润上升的主要原因是公司矿产金量价齐升。公司上半年矿产金产量 20.5 吨，同比+5.8%；实现售价 275 元/克，同比上涨 2%。

图表 5：矿山金占公司将近 20%的营收



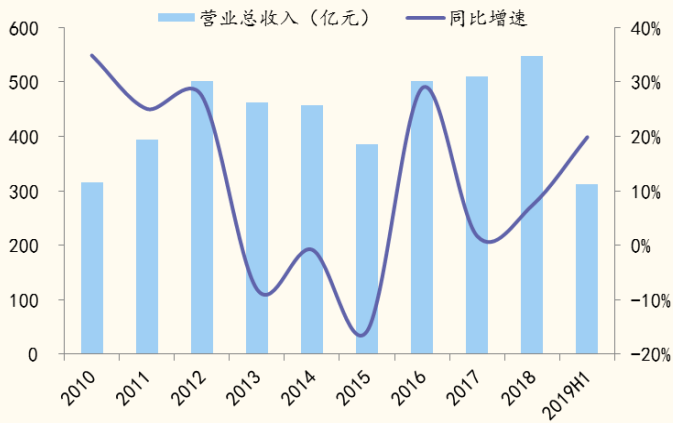
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：矿山黄金贡献公司将近 95%的毛利润



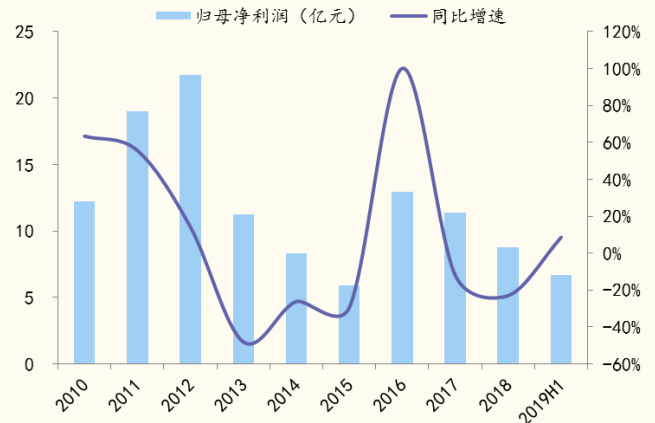
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司 1H19 营收受金价影响上升



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司 1H19 归母净利润同增 8.6%



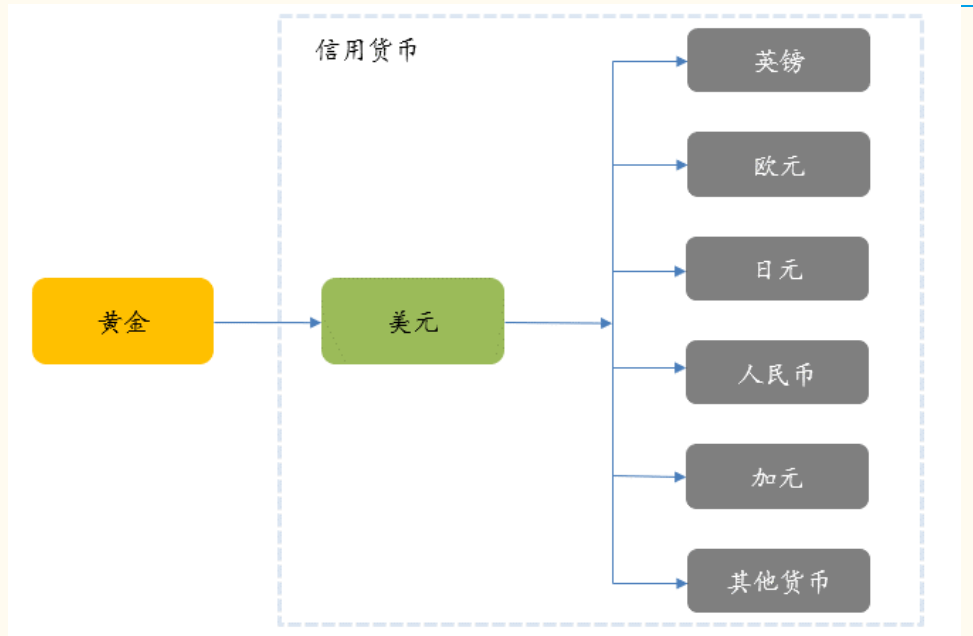
来源：公司公告，国金证券研究所

2. 多重因素共振，金价有望进一步上涨

2.1 复盘：黄金与信用货币的相对价值决定金价，避险情绪造成短期扰动

黄金是世界通用货币，金价是信用货币与黄金的兑换汇率。“金银天然不是货币，但货币天然金银”，金银因为质地均匀、足够稀少、价值大、易于分割等特点天然适合充当一般等价物，也就是货币。布雷顿森林体系瓦解后，黄金虽然逐渐淡出国际支付体系，但因其稀缺性、产量少、不易被操控等优势依然在国际货币体系中扮演重要的角色。因此，黄金就像是世界通用货币，金价是信用货币与黄金的兑换汇率。

图表 9：黄金与信用货币关系



来源：国金证券研究所

通过对布雷顿森林体系瓦解后金价走势的复盘，我们发现通过复盘我们发现金价由黄金与信用货币的相对价值决定。特别是美元与金价的相对关系，美

元指数以及美债实际收益率与黄金价格呈现明显的负相关关系；而避险情绪短期会对金价造成扰动。

当前时点，黄金价格有望进一步上涨。一方面，贸易摩擦、地缘局势紧张等因素导致避险情绪升温，黄金配置价值凸显；另一方面，美国经济面临衰退风险，美联储或将进入降息周期。美国主权风险攀升、美元地位下降或使得美元指数中枢继续下降。同时，全球经济增长放缓，宽松周期再起，信用货币价值削弱，金价或将进入中长期上涨通道。

图表 10：布雷顿森林体系瓦解后金价走势复盘



来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：金价与美元指数呈负相关关系



图表 12：金价与美债实际收益率呈负相关关系



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2.2 避险情绪升温，黄金配置价值凸显

年初以来，贸易摩擦反复出现、中东地区地缘政治局势紧张、英国面临无序脱欧，国际关系复杂多变，不确定性增加。恐慌情绪快速蔓延，黄金作为优质的避险资产受到追逐，金价反复受刺激上行。考虑美国贸易保护主义抬头，特朗普反复制造国际争端，我们认为外部不确定性仍有可能进一步上升，黄金作为优质的避险资产，配置价值凸显。

图表 13：年初以来中美贸易摩擦反复出现

时间	事件
2019/3/2	美国贸易代表办公室宣布继续推迟第三批 2000 亿美元清单关税率
2019/3/31	中国国务院公告自 2019 年 4 月 1 日起继续对原产于美国的汽车及零部件暂停加征关税
2019/5/9	美国政府宣布自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10%提高到 25%。
2019/5/13	中国国务院公告自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，分别实施 25%、20% 或 10%加征关税。
2019/5/15	美国政府将华为及其 70 个分支机构列入“实体清单”
2019/5/20	美国商务部对华为制裁延期 90 天
2019/6/29	中美两国元首就中美贸易摩擦再一次达成共识：1) 重启经贸磋商；2) 美方表示不再对中国出口产品加征新的关税
2019/8/15	美国政府宣布对从中国进口的约 3000 亿美元商品加征 10%关税
2019/8/19	美国政府延长对华为的暂缓令至 2019 年 11 月 19 日
2019/8/23	中国国务院公告：1) 对原产于美国的 5078 个税目、约 750 亿美元商品，加征 10%、5%不等关税；2) 自 2019 年 12 月 15 起，对原产于美国的汽车及零部件恢复加征 25%、5%关税。
2019/8/24	美国政府宣布对约 5500 亿美元中国输美商品加征关税税率
2019/9/5	中美双方代表通话，约定 10 月初在华盛顿举行第 13 轮中美经贸高级别磋商

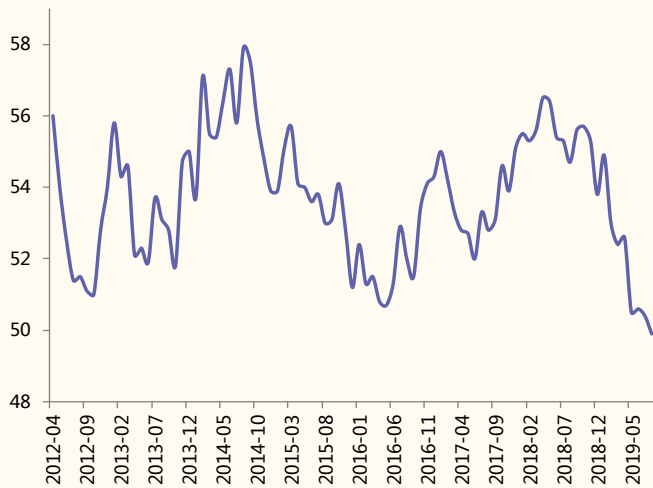
来源：环球财经网，新浪财经，财联社，国金证券研究所

2.3 美联储料将进一步降息，美元指数中枢下移

■ 美国经济呈现衰退迹象，美联储料进一步降息

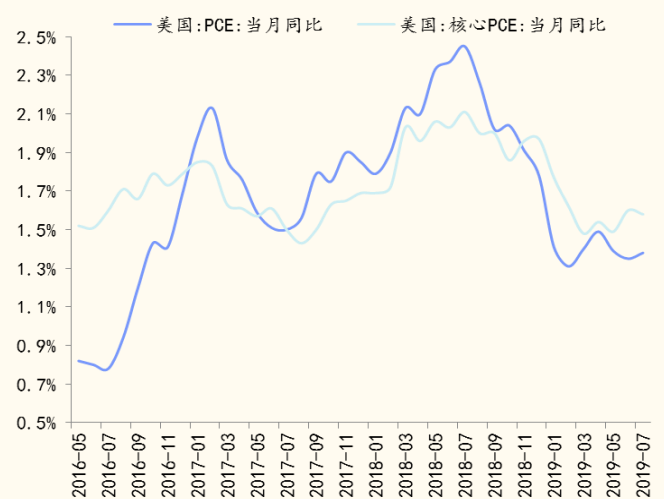
美国主要经济数据呈现恶化趋势。1) PMI 跌至荣枯线下方。作为经济增长的前瞻指标，美国 Markit 制造业 PMI 指数自去年 3 月份阶段性触顶后持续下跌，2019 年 8 月已跌至 49.9，为近十年来首次跌至荣枯线下方；2) PCE 物价指数走弱，低于目标值。美国去年下半年至今 PCE 数据持续走弱，今年整个上半年均低于美联储设定的 2%的目标。

图表 14: 美国 8 月制造业 PMI 为近十年来首次低于 50



来源: Wind, 国金证券研究所

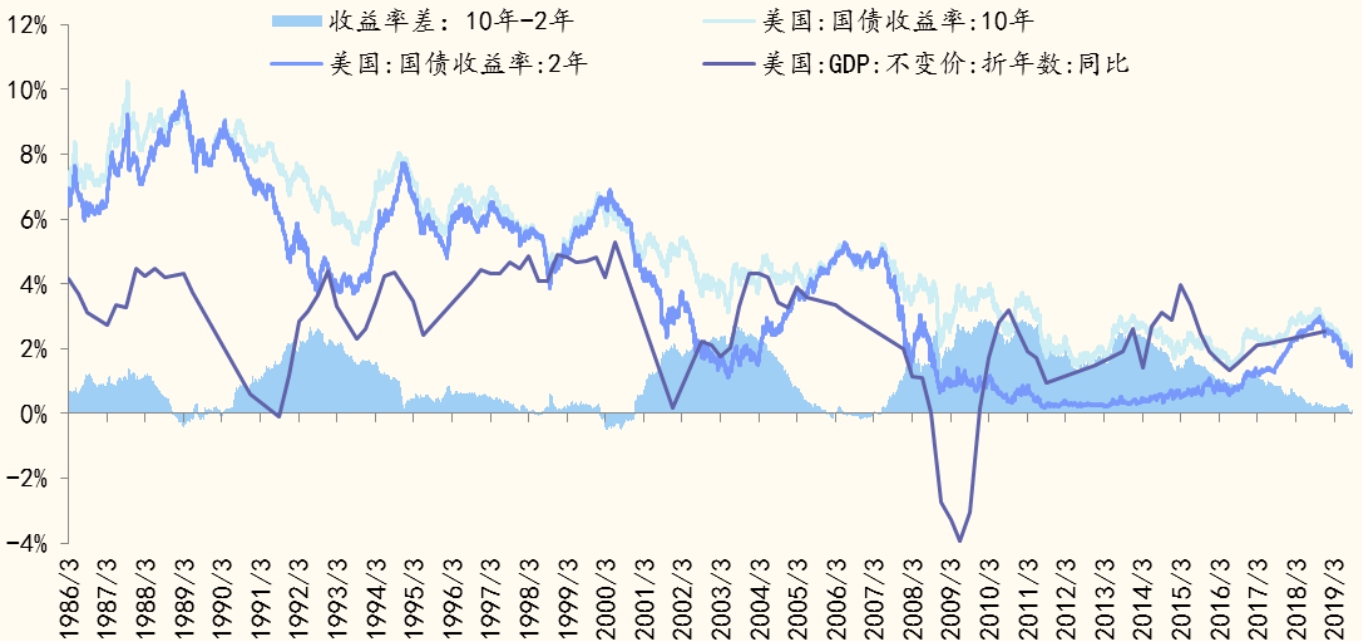
图表 15: 美国 PCE 物价指数不振



来源: Wind, 国金证券研究所

美债收益率倒挂或预示美国经济将见顶回落。美国 10 年期与 2 年期国债收益率利差自 2014 年以来持续收窄。8 月 14 日, 两者利差甚至自 2007 年以来首次出现倒挂。1986-2018 年期间, 10 年期与 2 年期美国国债分别于 1988/1998/2000/2006 出现倒挂现象, 美国经济于 1990/2001/2008 发生大幅衰退。本次美债收益率倒挂同样反映了投资者对美国经济前景的担忧, 预示着美国经济衰退概率上升。

图表 16: 10 年期与 2 年期美债收益率倒挂往往预示着美国经济将步入衰退区间

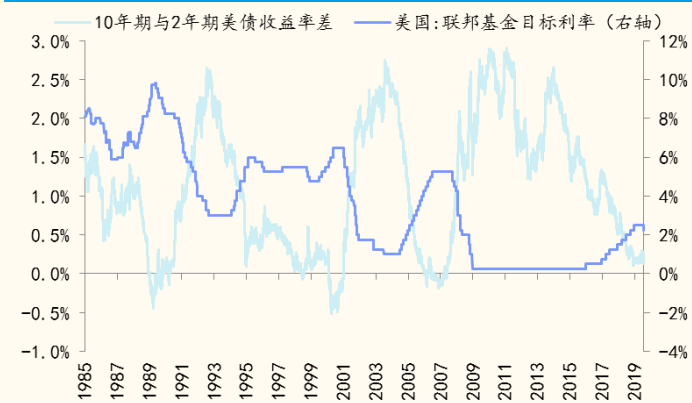


来源: Wind, 国金证券研究所

美联储或将进一步降息。从历史上看, 10 年期与 2 年期美债收益率倒挂通常打开美联储降息通道以维持经济扩张; 而美国失业率上升往往会带来美联储

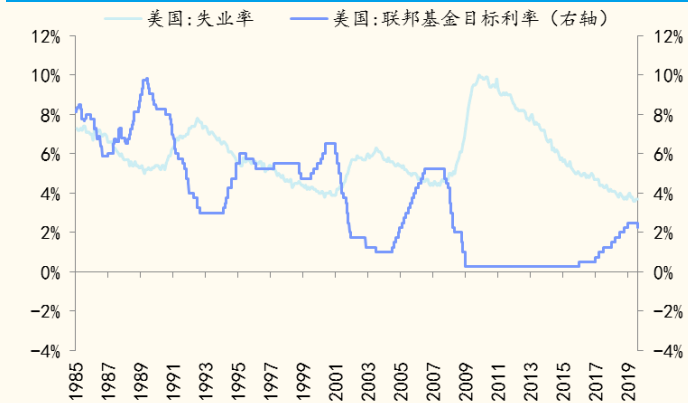
的持续降息。美联储于7月下调联邦基金目标利率 25BP 至 2.00%-2.25%，这是自 2008 年以来首次降息，9 月美联储再次宣布降息 25BP，将联邦基金目标利率下调至 1.75%-2.00%。考虑目前美国失业率在历史底部，下行空间有限，一旦美国经济增速放缓，失业率或将抬升，美联储料将持续进行降息。

图表 17: 美债长短端收益率倒挂通常打开降息通道



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 美国失业率上升往往带来美联储持续降息

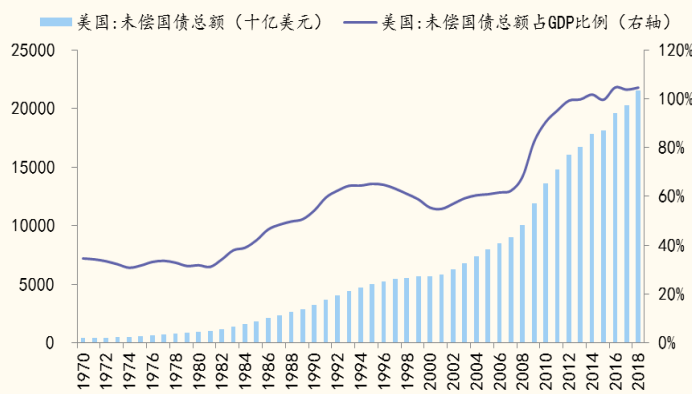


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 长远看，美国主权债务风险上升，美元地位下降，美元指数中枢料下移

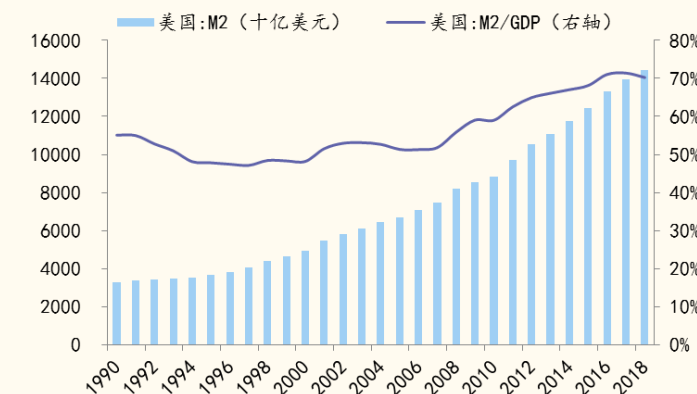
美国主权信用风险迅速上升，外国投资者信心下降。美国未偿国债金额自 70 年代以来持续攀升，占 GDP 比值已超过 100%。债务比例不断上升的背景下，美国大量超发货币，M2/GDP 不断上升。截止至 2018 年，美国 M2 总额为 14.5 万亿美元，与 GDP 比重达 70.2%，较 10 年前提升 14pct。

图表 19: 美国未偿还国债与 GDP 比值持续攀升



来源: Wind, 国金证券研究所

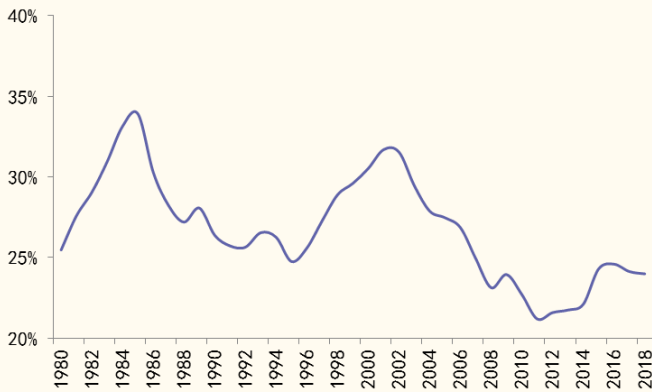
图表 20: 美国广义货币与 GDP 比值不断上升



来源: Wind, 国金证券研究所

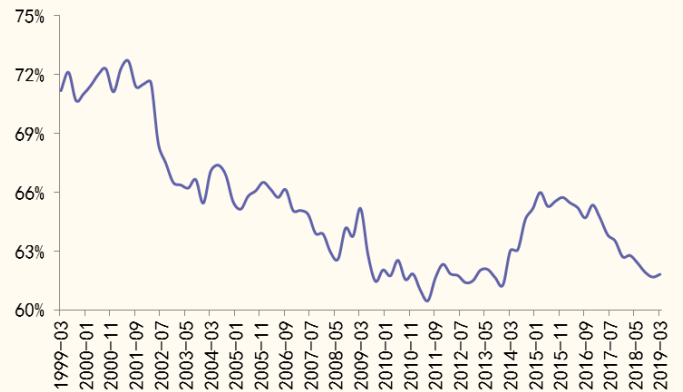
美国国力相对下降，美元地位降低，美元指数中枢料将继续下行。由于中国等新兴经济体的迅速崛起，美国 GDP 占全球比重持续下降，从 1985 年的高点 33.9% 回落至 2018 年的 24%。国力相对下降导致美元的国际地位逐渐被削弱，美元占外汇储备的份额从 2001 年的 72.7% 下降至 2018 年的 61.8%。我们认为，随着中国国力的快速上升、人民币国际化进程的快速推进，叠加美国主权风险不断累积，美元地位还将进一步下降，美元指数中枢料将继续降低。

图表 21: 美国 GDP 占全球比重下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 美元占全球外汇储备份额逐渐下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 23: 80 年代以来美元指数中枢不断下移



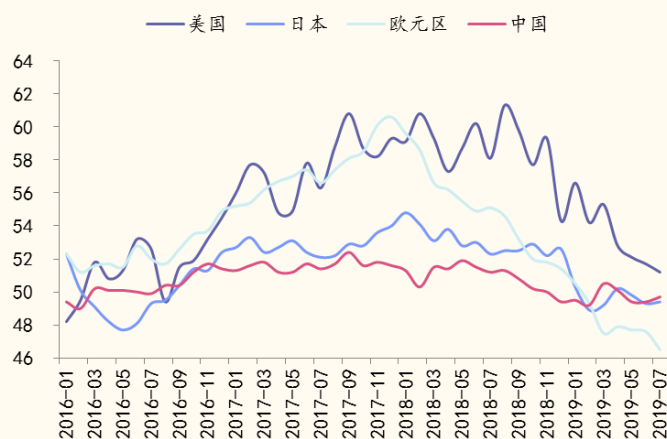
来源: Wind, 国金证券研究所

2.4 世界经济增速放缓，全球进入降息潮

经济先行指标制造业 PMI 回落。全球制造业 PMI 自 2017 年见顶后快速回落，2019 年 7 月已回落至 49.3，自 2012 年年底以来首次回落至 50 以下；2019 年 8 月为 49.5，继续在荣枯线下方。中国、欧元区以及等主流经济体制制造业 PMI 全部进入下行区间并跌破荣枯线。

全球经济增速放缓，IMF 下调 GDP 增速预测。根据 IMF 对全球经济增长的最新预测，受企业与家庭长期支出增长抑制影响，投资和耐用消费品需求预期将持续低迷，预计 2019 年全球经济增长为 3.2%，较 2018 年下降 0.53pct，预计 2020 年小幅回升至 3.5%。该预测较 4 月预测数值分别下降 0.1%，预示全球经济增长较为乏力。欧央行也在 9 月份将欧元区 2019 年、2020 年的经济增速分别下调至 1.1%/1.2%，较前一次预测值下降 0.1%/0.4%。

图表 24：主要经济体制造业 PMI 快速回落



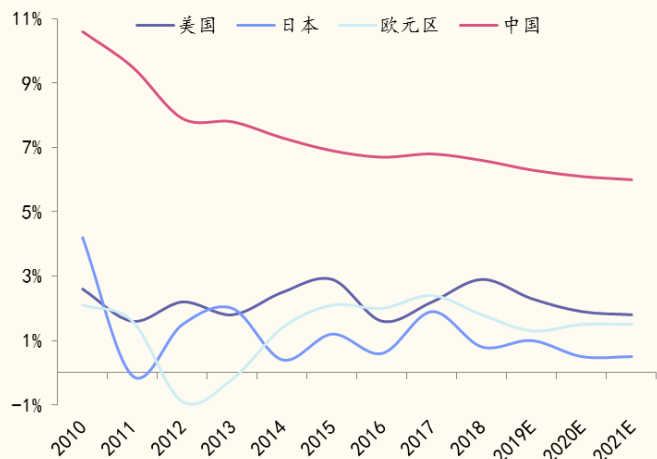
来源：Wind，国金证券研究所

图表 25：全球制造业 PMI 已跌落至荣枯线下方



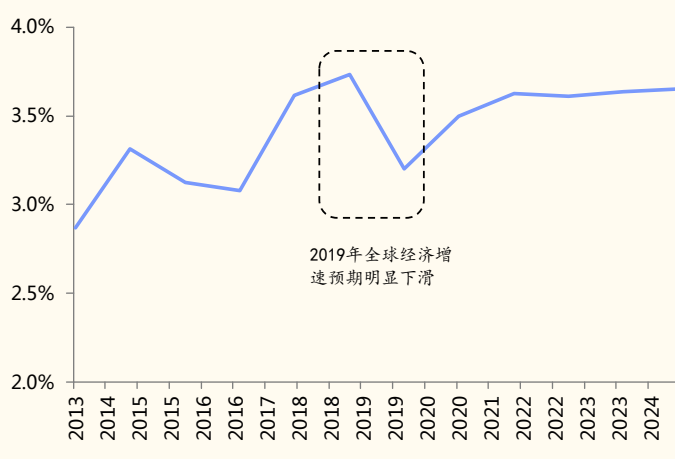
来源：Wind，国金证券研究所

图表 26：主要经济体 GDP 增速下滑



来源：IMF，国金证券研究所

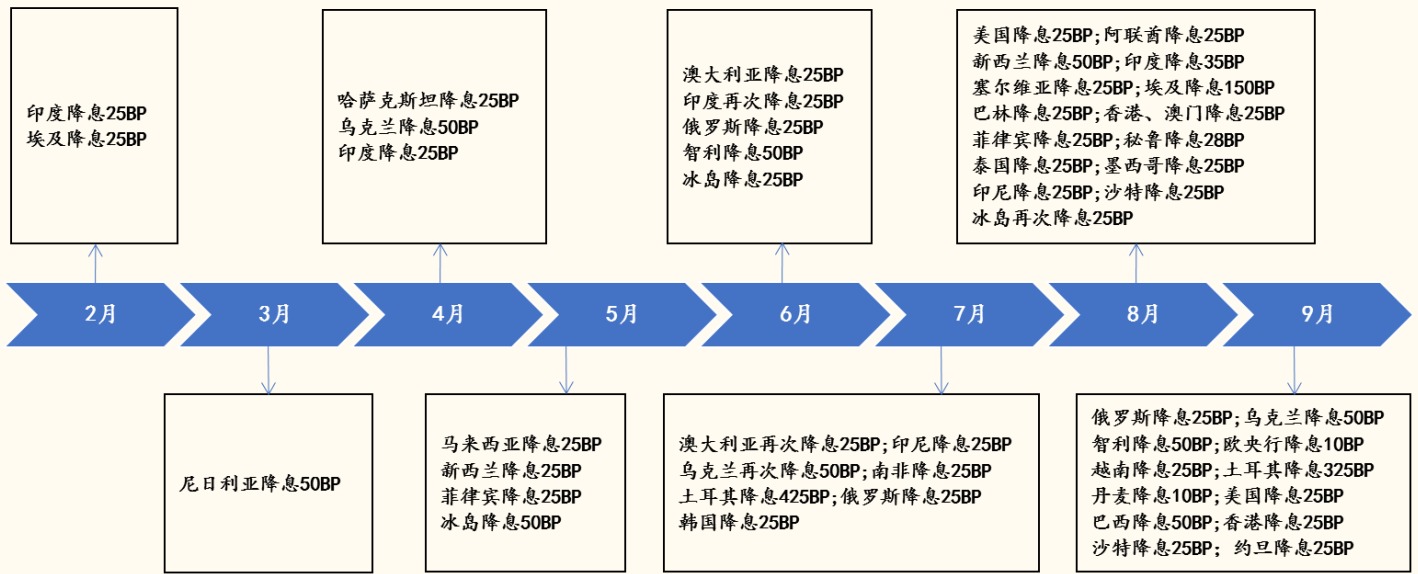
图表 27：IMF 预测全球 GDP 增速下滑



来源：IMF，国金证券研究所

降息潮愈演愈烈，全球进入宽松周期。受经济增速下滑、通胀不及预期等因素的影响，各大经济体纷纷进行降息。年初以来，已有包括美国、澳大利亚、新西兰等超过 30 个经济体宣布降息，其中印度降息 4 次，澳大利亚、乌克兰等多个国家降息 3 次。欧央行下调今明两年经济增长预期，在降息的同时重启 QE，宽松程度超市场预期。

图表 28：全球进入降息潮



来源：Wind，财联社，国金证券研究所

3.公司坐拥优质金矿资源，金价上行受益明显

3.1 金矿资源禀赋优异，开启海外布局征程

■ 国内：立足胶东半岛，权益储量达 245 吨

根据公司公告，山东是黄金资源和产金大省，胶东半岛金矿集中了全国 1/4 的黄金资源储量。公司在国内拥有 12 座矿山，其中 9 座位于胶东半岛，剩余 3 座分别位于内蒙古、福建以及甘肃。其中位于胶东半岛的三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿连续多年位列“中国黄金生产十大矿山”。公司在国内拥有权益黄金资源量 831 吨，权益储量 245 吨。

图表 29：公司国内 12 座矿山主要分布在胶东半岛



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 30：公司在国内拥有丰富黄金储量

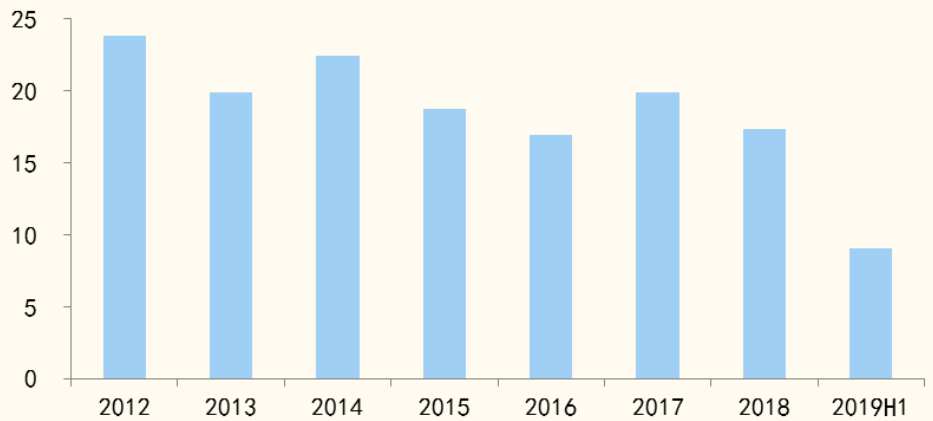
金矿	权益	权益资源量	权益储量	品位	矿山服务年限
单位	%	吨	吨	克/吨	年
三山岛金矿	100%	209.55	73.09	2.9	13
焦家金矿	100%	101.95	29.05	3	4
新城金矿	100%	239.66	81.20	3.1	11
玲珑金矿	100%	157.24	14.34	3.3	4
归来庄金矿	71%	7.34	2.36	5.1	2
金洲金矿	60%	4.51	1.74	2.9	5
青岛金矿	100%	43.10	20.65	4	9
蓬莱金矿	100%	14.96	6.81	5.8	5
沂南金矿	100%	20.34	0.22	1.3	—
山东省小计		798.60	229.49	3.1	—
赤峰柴金矿	74%	5.38	4.04	5.8	3
福建源鑫金矿	90%	4.51	2.33	4.2	3
西和中宝金矿	70%	22.55	9.49	2.5	20+
其他省份小计		32.42	15.86	3	—
国内合计		831.11	245.35	3.1	—

资料来源：公司年报，国金证券研究所

■ 国外：收购贝拉德罗金矿，完成海外布局第一步

公司于 2017 年收购贝拉德罗金矿 50%的股权，完成了海外资源战略布局的第一步。贝拉德罗金矿是南美洲第二大金矿，黄金资源量约为 274 吨，储量 158 吨，2018/2019H1 黄金产量 17.32/9.02 吨。

图表 31: 贝拉德罗金矿历年产量情况 (吨)



来源: 巴里克公告, 国金证券研究所

收购贝拉德罗助力公司打开海外投资窗口。根据山东黄金集团与巴里克黄金公司签订《战略合作协议》，公司在收购贝拉德罗金矿后，首先是共同优化和提高金矿的价值，之后山东黄金集团或将成为巴里克的重要合作伙伴对位于阿根廷与智利边境的 Pascua-Lama 矿进行开发。同时，山东黄金集团还可能对埃尔印第奥金矿带的项目进行投资。

图表 32: Pascua-Lama 矿拥有丰富的金银铜资源

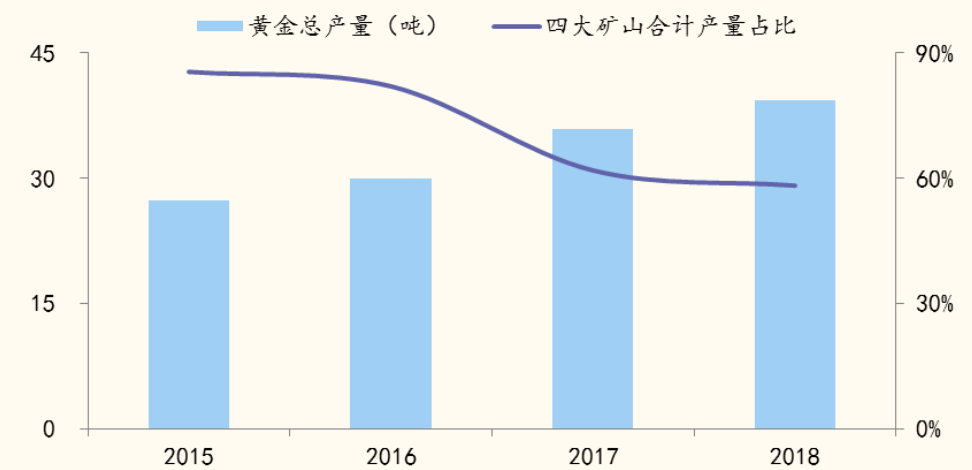
	确定 (measured)			标示 (indicated)			确定+标示 金属量 (吨)	推测 (inferred)		
	矿石量 (千吨)	品位 (gm/t)	金属量 (吨)	矿石量 (千吨)	品位 (gm/t)	金属量 (吨)		矿石量 (千吨)	品位 (gm/t)	金属量 (吨)
金	42809	1.86	72.69	391734	1.49	532.49	605.18	15400	1.74	24.47
银	42809	57.21	2232.44	391734	52.22	18645.99	20878.43	15400	17.83	250.33
铜	42809	0.101	43408.79	391734	0.082	319601.18	363009.97	15400	0.049	7484.27

来源: 巴里克公告, 国金证券研究所

3.2 产量有望持续增长, 成本优势明显

四大矿区稳定的产量确保公司矿山金维持高产。公司约有 60%的黄金产自四大矿区。虽然随着矿区的不断开采矿体品位有所下降，但四大矿区通过矿体合并、扩大采矿区域、增加勘探投入等方式维持稳定的开采量。其中：三山岛矿区与玲珑金矿扩大开采区域；焦家金矿产量提升 700 吨/天至 3000 吨/天；新城矿区加工产能由 6500 吨/日提升至 8000 吨/日。按照公司规划，至 2020 年自产金将达 50 吨/年。

图表 33：公司四大矿区黄金产量维持平稳



来源：公司公告，国金证券研究所

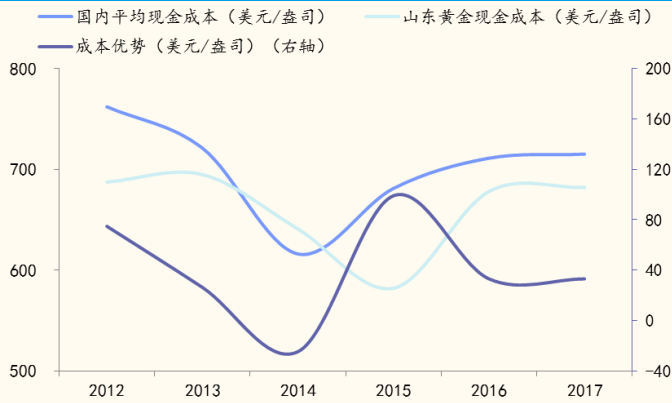
图表 34：四大主力矿山通过扩大开采区域、矿体合并等方式维持高产

矿山	未来规划目标	进度
三山岛金矿	拟将三山岛矿区和新立矿区采矿许可与三项勘探许可合并一个矿区从而增大采矿区域，提高金矿储量与产量	截止 2018 年底已取得山东省国土资源厅初审意见，现已报送自然资源部
焦家金矿	延长寺庄矿区矿山服务年限，扩大寺庄矿区边界和产量项目，同时改造/新建井巷，预计寺庄矿区矿山产量有 2300 吨/日增至 3000 吨/日；同时开展杨家矿区的勘探活动，完成勘探后将勘探许可证转为采矿许可证	寺庄矿区扩建计划预计至 2020 年 12 月完工，截止 2019 年 6 月，分矿 15 中端北翼探矿工程采掘会战进尺 186 余米
新城金矿	计划参加更多探矿活动以增加新城金矿资源量及储量，并于 2017 年 11 月与山金集团订立协议收购金城外围及深部区域勘探许可证，计划扩展开采及加工设施并预计至 2022 年完成，扩展计划有望将新城金矿设计加工产能由 6500 吨/日提升至 8000 吨/日	扩展开采及加工设施并预计至 2022 年完成
玲珑金矿	计划深入开采及勘探玲珑金矿，于 2017 年 11 月与山金集团收购一项勘探玲珑金矿深度地下区域的权利，预计至 2019 年完成转让；同时，公司计划在东风矿区开始建设开采设备。	采矿设备预计至 2020 年完成建设工程并开始开采

来源：公司公告，国金证券研究所

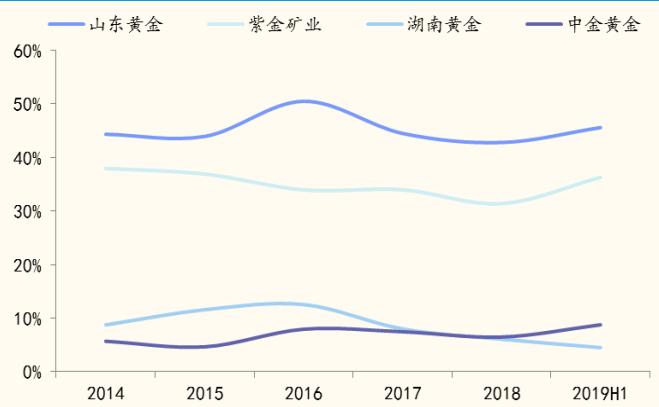
公司主要矿山品位较高，开采成本优势明显。公司国内四大矿山类型主要为破碎蚀变岩和石英脉型矿石，矿床规模大及矿体高连续性为各大矿区提供产能扩增基础，较高平均品位使单位体积岩矿能开采出更多黄金，成本优势显著。2017 年中国自产金平均开采成本为 715 美元/盎司，公司国内平均成本仅为 681.6 美元/盎司。另外，公司持续推进自动化与智能控制，不断提高采矿效率以及降低损失率/贫化率。公司国内矿山平均损失率和贫化率为行业最低之一。

图表 35: 公司自产金现金成本低于国内平均水平



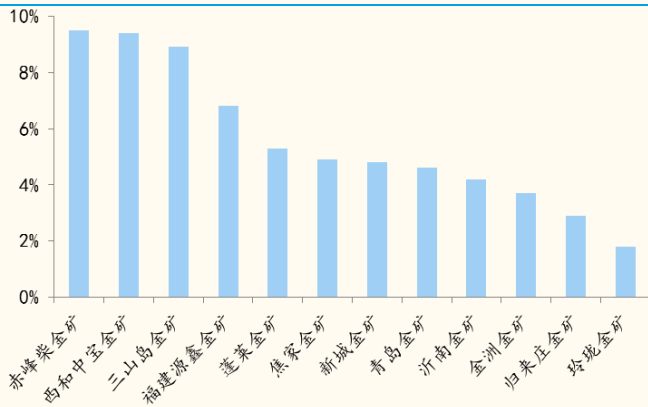
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 36: 山东黄金毛利率高于其他主流黄金企业



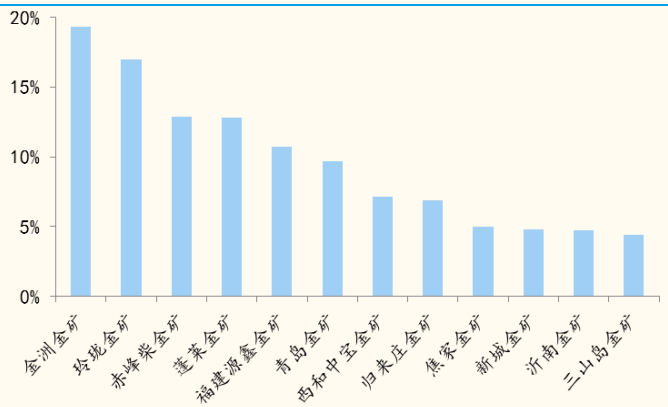
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 公司国内金矿损失率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: 公司国内金矿贫化率情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

3.3 优质资产注入可期, 持续发展保障度高

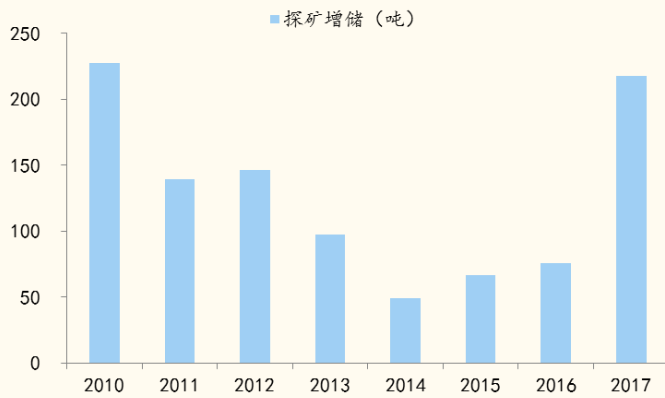
控股集团未来或将向公司注入优质资产。公司第一大股东为山东黄金集团, 实际控制人为山东省国资委。国资背景助力山金集团不断获取优质矿山资源, 截至 2018 年底, 山金集团保有黄金储量为 1731 吨, 同比增长 1.85%, 较 2016 年增长 23.91%, 其中非上市黄金储量仍有 762.76 吨, 非上市矿山黄金产量为 8.44 吨。山东黄金集团承诺在时机成熟时将逐步转移矿区开采权至山东黄金, 优质资产注入为公司持续发展提供较高保障。

图表 39: 山金集团非上市部分矿产金情况

年份	2015	2016	2017	2018
山金集团矿产金	36.03	37.08	43.93	47.76
山东黄金矿产金	30.05	29.98	35.88	39.32
非上市部分矿产金	5.98	7.1	8.05	8.44

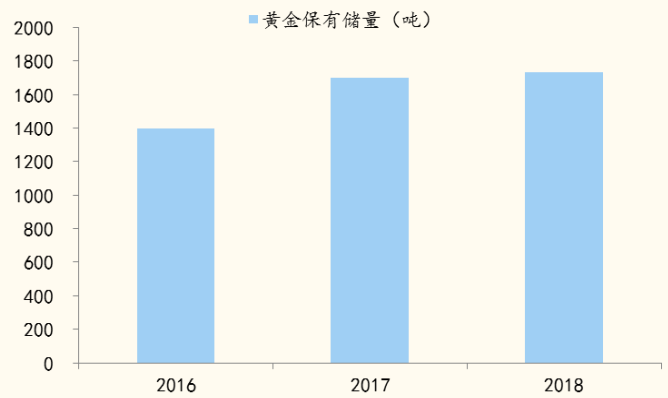
来源: 山金集团超短期融资券募集说明书, 国金证券研究所

图表 40: 山东黄金集团黄金探矿增储情况



来源: 山东黄金集团公告, 国金证券研究所

图表 41: 山东黄金集团黄金保有储量不断增加



来源: 山东黄金集团公告, 国金证券研究所

图表 42: 山东黄金集团预计于 2020 年将部分矿山采矿权开始转移至山东黄金

矿山/矿权名称	矿权人	矿山资源储量 (吨)
山东天承矿业有限公司红布矿区	山东天承矿业有限公司	1.58
山东天承矿业有限公司东季矿区	山东天承矿业有限公司	1.49
山东盛大矿业股份有限公司马塘矿区	山东盛大矿业股份有限公司	0.75
山东盛大矿业股份有限公司马塘二矿区	山东盛大矿业股份有限公司	0.92
山东黄金金创集团有限公司燕山矿区	山东黄金金创集团有限公司	4.64
山东黄金金创集团有限公司奄口矿区	山东黄金金创集团有限公司	6.32
山东金创股份有限公司上口王李金矿区	山东金创股份有限公司	3.94
山东金创股份有限公司黑金顶矿区	山东金创股份有限公司	1.71
山东金创股份有限公司黑炭沟矿区	山东金创股份有限公司	7.39
山东金创股份有限公司齐沟一分矿	山东金创股份有限公司	1.8
青岛金星矿业股份有限公司	青岛金星矿业股份有限公司	5.49
海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	海南山金矿业有限公司	6.24
嵩县山金矿业有限公司	嵩县山金矿业有限公司	9.83
福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	福建省政和县宏坤矿业有限公司	1.55
合计		53.65

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

■ 核心假设

- 1) **2019-2021 年黄金均价为 1425/1500/1550 美元/盎司。**2019 年前三季度伦敦金均价约为 1400 美元/盎司, 19Q3 末约为 1500 美元/盎司, 假定 19Q4 维持 1500 美元/盎司, 则 2019 年黄金均价为 1425 美元/盎司; 2020/2021 年金价中枢料将较 2019 年抬升, 预计 2019-2021 年黄金均价为 1425/1500/1550 美元/盎司;
- 2) **2019-2021 年人民币汇率保持 6.85 CNY/USD。**由于影响人民币汇率的因素较多, 在此不做预测。假定 2019-2021 年人民币汇率与 2019 年前三季度均值相等, 即 6.85 CNY/USD。
- 3) **2019-2021 年公司矿山金产量分别为 40/48/52 吨。**公司 2019H1 矿山金产量为 20.5 吨, 预计全年 40 吨左右; 公司公告披露“十三五”末黄金产量达 50 吨, 我们保守预计至 2020 年矿产金产量达到 48 吨, 2021 年同比

增长 4 吨，且产销率 100%。即公司 2019-2021 年矿山金销量分别为 40/48/52 吨。

4) 公司未来三年金矿品位相对稳定。

■ 营收与利润

- 1) 预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 594/658/707 亿元，分别同比增长 8.5%/10.8%/7.4%。
- 2) 预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 21.6/34.8/41.2 亿元，分别同比增长 147%/61%/19%；对应 EPS 为 0.69/1.12/1.33 元。

图表 43：公司矿产金业务营收预测

		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
矿山金业务							
产量	吨	29.98	35.88	39.32	40.00	48.00	52.00
收入	百万元	8,322	9,758	10,578	12,553	15,857	17,751
YOY	%	0.00%	17.26%	8.41%	18.67%	26.32%	11.94%
成本	百万元	4,121	5,417	6,053	6,080	7,440	8,008
毛利	百万元	4,201	4,340	4,525	6,473	8,417	9,743
毛利率	%	50.48%	44.48%	42.78%	51.57%	53.08%	54.89%
均价	元/克	267	275	269	314	330	341
成本	元/克	137	151	154	152	155	154
合计							
营收	百万元	50,199	51,041	54,788	59,439	65,844	70,712
YOY	%	0.00%	1.68%	7.34%	8.49%	10.78%	7.39%
成本	百万元	45,799	46,412	50,017	52,666	57,062	60,515
毛利	百万元	4,400	4,629	4,771	6,773	8,783	10,197
毛利率	%	8.76%	9.07%	8.71%	11.40%	13.34%	14.42%

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 估值及投资建议

我们选取紫金矿业和中金黄金等国内主要黄金企业作为公司的可比公司。根据 Wind 一致预期，可比公司 2019 年平均估值约为 45 倍。考虑公司是国内最纯正的黄金龙头企业，资源禀赋明显优于同行企业，且 2020 年预期产量增长 20%，叠加中长期母公司资产注入预期高涨，我们给予公司 20% 的估值溢价。考虑当前时点估值切换至 2020 年，公司合理 PE 为 41 倍，给予未来 6-12 个月 46.12 元的目标价，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 44：山东黄金可比公司估值

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	盈利预测		PE	
			2019E	2020E	2019E	2020E
601899.SH	紫金矿业	740	44.24	52.94	16.73	13.98
600489.SH	中金黄金	323	3.56	4.85	90.69	66.66
002155.SZ	湖南黄金	113	2.84	3.72	39.79	30.40
000975.SZ	银泰资源	315	10.24	12.12	30.76	25.98
平均估值					44.49	34.25

来源：Wind，国金证券研究所

5.风险提示

- **矿山金产量不及预期风险：**根据公告，公司“十三五”末矿山金产量将达50吨，如果产量不及预期，公司利润将受到负面影响。
- **金价大幅波动风险：**金价走势影响因素较多，全球宏观经济情况、美联储货币政策以及地缘政治局势等等都会影响黄金价格。黄金相关业务为公司贡献99%的营收以及96%利润，如果黄金价格大幅波动，公司业绩确定性将降低。
- **限售股解禁风险：**公司约有5亿股股份于10月21日解禁，占解禁后流通股19.82%，占总股本16.21%，可能会造成股价承压。

图表 45：公司约有 5 亿股股份于 10 月 21 日解禁，占总股本 16.21%

股东名称	本次解禁股份数量 (万股)	解禁股份占解禁前流通股	解禁股份占解禁后流通股	解禁股份占总股本
山东省国有资产投资控股有限公司	3,548.95	1.75%	1.40%	1.14%
前海开源基金	7,344.13	3.61%	2.90%	2.37%
山东黄金地质矿产勘查有限公司	13,919.43	6.85%	5.49%	4.49%
山金金控资本管理有限公司	2,937.06	1.45%	1.16%	0.95%
烟台市金茂矿业有限公司	979.02	0.48%	0.39%	0.32%
山东黄金矿业股份有限公司	1,630.39	0.80%	0.64%	0.53%
山东黄金集团有限公司	9,814.23	4.83%	3.87%	3.17%
山东黄金有色矿业集团有限公司	10,070.50	4.96%	3.97%	3.25%
合计	50,243.71	24.73%	19.82%	16.21%

来源：Wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	50,199	51,041	54,788	59,439	65,844	70,712	货币资金	1,304	3,073	2,139	3,412	3,557	4,416
增长率		1.7%	7.3%	8.5%	10.8%	7.4%	应收账款	187	453	775	586	629	673
主营业务成本	-45,799	-46,412	-50,017	-52,666	-57,062	-60,515	存货	1,370	3,102	3,353	3,391	3,627	3,813
%销售收入	91.2%	90.9%	91.3%	88.6%	86.7%	85.6%	其他流动资产	193	281	317	338	356	382
毛利	4,400	4,629	4,771	6,773	8,783	10,197	流动资产	3,053	6,909	6,584	7,726	8,169	9,284
%销售收入	8.8%	9.1%	8.7%	11.4%	13.3%	14.4%	%总资产	10.8%	16.4%	14.6%	16.6%	17.1%	18.7%
营业税金及附加	-181	-241	-364	-392	-435	-467	长期投资	608	628	1,256	1,272	1,267	1,273
%销售收入	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	13,415	21,094	23,041	23,563	24,488	25,564
销售费用	-34	-31	-37	-36	-40	-42	%总资产	47.3%	50.1%	51.3%	50.7%	51.4%	51.5%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	10,701	12,564	12,956	12,752	12,552	12,355
管理费用	-2,205	-2,201	-1,747	-2,378	-2,634	-2,828	非流动资产	25,304	35,207	38,362	38,787	39,507	40,393
%销售收入	4.4%	4.3%	3.2%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	89.2%	83.6%	85.4%	83.4%	82.9%	81.3%
研发费用	0	0	-321	-297	-329	-354	资产总计	28,357	42,116	44,946	46,513	47,676	49,677
%销售收入	0.0%	0.0%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	短期借款	552	828	3,665	3,033	2,996	2,723
息税前利润 (EBIT)	1,979	2,156	2,303	3,671	5,345	6,506	应付款项	2,894	3,632	3,598	3,867	4,163	4,418
%销售收入	3.9%	4.2%	4.2%	6.2%	8.1%	9.2%	其他流动负债	3,795	6,214	6,982	7,475	5,637	3,723
财务费用	-325	-500	-792	-562	-473	-812	流动负债	7,240	10,674	14,245	14,375	12,797	10,863
%销售收入	0.6%	1.0%	1.4%	0.9%	0.7%	1.1%	长期贷款	88	6,858	2,091	591	591	591
资产减值损失	-4	3	-1	-1	-2	-2	其他长期负债	4,684	7,416	5,233	6,181	5,677	5,750
公允价值变动收益	25	-87	2	-67	-20	48	负债	12,012	24,947	21,569	21,147	19,065	17,204
投资收益	22	62	-47	20	27	32	普通股股东权益	15,519	16,324	21,620	23,514	26,639	30,364
%税前利润	1.3%	3.8%	n.a	0.7%	0.5%	0.6%	其中：股本	1,857	1,857	2,214	2,214	2,214	2,214
营业利润	1,698	1,651	1,477	3,061	4,877	5,772	未分配利润	8,979	9,704	10,477	12,374	15,499	19,224
营业利润率	3.4%	3.2%	2.7%	5.1%	7.4%	8.2%	少数股东权益	826	845	1,757	1,852	1,972	2,109
营业外收支	-7	-23	-28	-10	-13	-15	负债股东权益合计	28,357	42,116	44,946	46,513	47,676	49,677
税前利润	1,691	1,629	1,449	3,051	4,864	5,757	比率分析						
利润率	3.4%	3.2%	2.6%	5.1%	7.4%	8.1%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-383	-435	-512	-793	-1,265	-1,497	每股指标						
所得税率	22.6%	26.7%	35.3%	26.0%	26.0%	26.0%	每股收益	0.696	0.612	0.396	0.698	1.122	1.330
净利润	1,309	1,193	937	2,258	3,599	4,260	每股净资产	8.357	8.790	9.765	10.621	12.032	13.714
少数股东损益	16	56	61	95	120	137	每股经营现金净流	1.467	1.992	1.321	5.670	1.890	2.560
归属于母公司的净利润	1,293	1,137	876	2,163	3,479	4,123	每股股利	0.100	0.080	0.040	0.120	0.160	0.180
净利率	2.6%	2.2%	1.6%	3.6%	5.3%	5.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	8.33%	6.97%	4.05%	9.20%	13.06%	13.58%
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	总资产收益率	4.56%	2.70%	1.95%	4.65%	7.30%	8.30%
净利润	1,309	1,193	937	2,258	3,599	4,260	投入资本收益率	7.09%	5.00%	4.44%	7.92%	10.72%	11.89%
少数股东损益	16	56	61	95	120	137	增长率						
非现金支出	1,577	2,254	2,436	2,405	2,479	2,624	主营业务收入增长率	30.14%	1.68%	7.34%	8.49%	10.78%	7.39%
非经营收益	234	411	766	471	-148	629	EBIT增长率	65.02%	8.92%	6.80%	59.40%	45.63%	21.70%
营运资金变动	-396	-160	-1,213	420	-1,746	-1,845	净利润增长率	120.22%	-12.02%	-23.01%	146.97%	60.87%	18.50%
经营活动现金净流	2,724	3,699	2,926	5,554	4,185	5,668	总资产增长率	25.04%	48.52%	6.72%	3.49%	2.50%	4.20%
资本开支	-1,963	-3,797	-3,626	-2,779	-3,215	-3,517	资产管理能力						
投资	61	-6,414	-600	-84	-15	42	应收账款周转天数	0.2	0.6	2.3	2.1	2.0	2.0
其他	219	-197	461	20	27	32	存货周转天数	8.0	17.6	23.6	23.5	23.2	23.0
投资活动现金净流	-1,683	-10,408	-3,765	-2,843	-3,204	-3,443	应付账款周转天数	9.7	12.1	13.6	13.5	13.3	13.3
股权募资	1,644	0	5,619	0	0	0	固定资产周转天数	80.8	131.8	132.5	109.8	93.2	82.0
债权募资	450	7,145	-4,945	-620	-36	-274	偿债能力						
其他	-2,478	808	-297	-818	-800	-1,093	净负债/股东权益	16.07%	46.06%	18.41%	7.49%	6.00%	1.80%
筹资活动现金净流	-384	7,953	378	-1,439	-836	-1,367	EBIT利息保障倍数	6.1	4.3	2.9	6.5	11.3	8.0
现金净流量	657	1,244	-462	1,273	145	859	资产负债率	42.36%	59.23%	47.99%	45.47%	39.99%	34.63%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	13	17	19	44
增持	1	14	14	18	28
中性	0	1	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.57	1.50	1.53	1.45

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH