

2019年10月10日

黄金的魅力之二：A股黄金板块2019年中报综述及下半年前瞻

黄金绽放，硕果可期

本文基于A股7家黄金公司即山东黄金、中金黄金、湖南黄金、银泰资源、赤峰黄金、西部黄金、恒邦股份2019年中报数据，并综合产量、储量、资本运作、股权变化以及业绩弹性进行更新综述，并对黄金板块下半年运行情况进行展望。

■2019上半年金价上行，黄金公司矿产金增加，营业收入显著增长。上半年国内黄金均价为287.8元/g，同比+6.1%。主要黄金上市公司矿产金产量增加3.96吨，同比+7.4%，受益于量价齐升，A股7家黄金公司实现营业收入757.99亿元，同比+21%。营业成本增速与收入增速保持一致。黄金公司共实现营业收入685.31亿元，同比+21%，其中矿产金单位产生成本预计相对稳定，据我们测算，山东黄金矿产金单位成本同比-2.4%，银泰资源矿产金单位成本比2018年末下降16%，其他黄金公司矿产金成本预计保持平稳。黄金公司期间费用率下降，盈利能力改善，毛利及归母净利润提升。上半年黄金公司期间费用总计36.8亿，同比+1.23%；但期间费用率为4.86%，同比下降0.95Pct，黄金公司盈利能力继续增强。上半年黄金公司毛利总计72.69亿，同比+17.58%；归母净利润共计15.17亿，同比+6.73%。

■2019上半年黄金股基金持仓先抑后扬，机构配置偏好大市值黄金公司。2019Q1基金持仓总市值22.12亿，环比下降43%；Q2增至58.74亿元，环比+166%。

■2019上半年主要黄金公司储量及产量保持增长，产储量具有成长性。截至2019年中报，A股主要黄金上市公司黄金资源储量共计2050吨，比2018年末增加22吨，增加0.76%。黄金公司矿产金总量为57.29吨，同比增加3.96吨，同比+7.4%。

■2019上半年主要黄金公司在黄金资源收购兼并方面持续运作。同时，黄金公司质押风险较低，解禁压力较轻。

■2019年三季度黄金保值、避险属性进一步凸显，金价开启主升浪，三季度或是黄金公司业绩的重要释放期。Q3国内黄金均价334.92元/克，同比+25.65%，环比+15.26%，黄金公司出货平稳的情况下，业绩或显著增加。

■黄金中长期牛市已经确立，2019Q4金银价格短期调整后，有望迎来风险收益比更好的战略级买点。第一，考虑到2019Q4随着全球逆周期政策逐渐落地，经济本身有望出现向上修复的脉冲，再加上特朗普前期的极限施压对美国经济及股市的副作用开始出现，进一步施压的空间有限，中美贸易谈判有望达成阶段性成果，金银价格可能会进入短期调整。第二，全球经济放缓、货币超发和冲突上升大势所趋，金银已进入中长期牛市，短期调整过后有望迎来风险收益比更好的战略买点。

■在黄金的中长期牛市中，A股黄金公司均具有较强的业绩弹性和重估潜力。综合产储成长性、生产成本、资本运作和业绩弹性等因素，在我们可推荐的标的中，推荐标的依次为山东黄金、中金黄金、湖南黄金、赤峰黄金和西部黄金。其中，山东黄金兼具产储成长性和业绩弹性；中金黄金和西部黄金这类高成本企业具备较大的业绩弹性；湖南黄金和赤峰黄金业绩弹性和估值水平尚可。假设金价以315元/克为基准，山东黄金2019年归母净利润同比将增长100%以上，其他黄金公司2019年归母净利润也将明显增加。金价上涨40%时，山东黄金、湖南黄金、赤峰黄金PE估值水平平均已消化至20x以下，具备较大的重估潜力。中金黄金、西部黄金估值水平虽较高，但展示出较强的业绩弹性，归母净利润增幅明显。

■风险提示：1) 金价涨幅低于预期；2) 公司矿产金产量，资源注入低于预期。

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 领先大市-A

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	1.90	-3.58	-31.12
绝对收益	-0.92	-5.60	-20.20

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

黄金股的魅力 2019-01-10

内容目录

1. 2019 年上半年 A 股黄金公司整体综述	4
1.1. 金价进入上行区间：同比增加 6.1%	4
1.2. 产量提升明显：同比增加 7.4%	5
1.3. 收入显著增长：同比增加 21%	6
1.4. 成本同比提升：同比增加 21%	7
1.5. 期间费用率改善：同比下降 0.95 百分点.....	7
1.6. 归母净利大幅增加：同比增加 6.73%	9
1.7. 持仓先抑后扬：Q1 回落，Q2 提升.....	11
2. 五大维度对比上市公司	13
2.1. 储量及成长性.....	13
2.2. 产量及成长性.....	15
2.3. 资本运作情况.....	18
2.4. 股权质押、解禁情况及增持情况.....	20
2.5. 业绩弹性及估值测算	20
3. 2019 年下半年前瞻	22
4. 重点公司点评	23
4.1. 山东黄金：中报矿产金产量略超预期，好戏还在后头	23
4.2. 中金黄金：2019 年中报业绩回落，静待集团优质资产注入.....	23
4.3. 湖南黄金：钨锑拖累中报业绩，黄金业务继续扩张.....	23

图表目录

图 1: 2019 年 1 月~9 月黄金价格涨幅.....	4
图 2: 2018 年~2019 年 9 月金价走势.....	4
图 3: 2019 上半年美国实际利率持续下行	5
图 4: 2019 上半年美联储降息概率持续走高.....	5
图 5: A 股主要黄金上市公司 2019 年上半年增产矿产金 3.96 吨.....	5
图 6: 2019 年上半年黄金公司营业收入同比+21%.....	6
图 7: 2017~2019H1 山东黄金营业收入变化.....	6
图 8: 2017~2019H1 银泰资源营业收入变化.....	6
图 9: 2017~2019H1 中金黄金营业收入变化.....	6
图 10: 2017~2019H1 湖南黄金营业收入变化.....	6
图 11: 2019 年上半年黄金公司营业成本同比+21%.....	7
图 12: 2019 年上半年黄金公司期间费率下降.....	7
图 13: 2019 年上半年黄金公司期间费用同比+1.23%.....	8
图 14: 2019 年上半年黄金公司财务费用同比+6.7%.....	8
图 15: 2019 年上半年黄金公司管理费用同比+7%.....	8
图 16: 2019 年上半年黄金公司销售费用同比+18.15%.....	8
图 17: 2019 年上半年黄金公司期间费用毛利比下降，盈利能力增强..... 错误!未定义书签。	
图 18: 2019 年上半年黄金公司期间费率变化.....	8
图 19: 2019 年上半年黄金公司毛利同比+17.58%.....	9
图 20: 2019 年上半年黄金公司归母净利同比+6.73%.....	9
图 21: 2017~2019H1 山东黄金归母净利变化.....	10
图 22: 2019H1 山东黄金毛利结构	10
图 23: 2017~2019H1 银泰资源归母净利变化.....	10

图 24: 2019H1 银泰资源毛利结构	10
图 25: 2017~2019H1 中金黄金归母净利变化.....	10
图 26: 2019H1 中金黄金毛利结构	10
图 27: 2017~2019H1 湖南黄金归母净利变化.....	11
图 28: 2019H1 湖南黄金毛利结构	11
图 29: 2018Q3-2019Q2 黄金公司持仓量.....	11
图 30: 2019Q2 黄金公司持仓增加	12
图 31: A 股主要黄金上市公司 2019 年上半年增储 22.39 吨.....	13
图 32: A 股主要黄金上市公司 2019 年上半年增产矿产金 3.96 吨.....	15
图 33: 2015~2019H1 山东黄金矿产金产量.....	15
图 34: 2017~2019H1 银泰资源矿产金产量.....	16
图 35: 2015~2019H1 中金黄金矿产金产量.....	16
图 36: 2015~2019H1 湖南黄金矿产金产量.....	17
图 37: 黄金公司 2018-2020 年自产金 CAGR 预测.....	18
图 38: A 股黄金公司储量市值比 (吨/亿, 截至 09.30)	20
图 39: A 股黄金公司产量市值比 (吨/百亿, 截至 09.30)	20
图 40: 国内金价前三季度同比涨幅.....	22
表 1: A 股主要黄金上市公司资源量情况及 2019 年上半年增储情况.....	13
表 2: A 股主要黄金上市公司储量增长潜能.....	14
表 3: 主要黄金公司 2019 年矿产金产量规划和增产空间 (吨)	17
表 4: 黄金公司 2019-2020E 年自产金预测.....	17
表 5: A 股主要黄金公司集团情况、近年并购经验及资产负债情况.....	19
表 6: A 股代表性黄金企业股权质押、解禁以及股票增减持情况.....	20
表 7: A 股主要黄金公司业绩弹性及估值测算.....	21

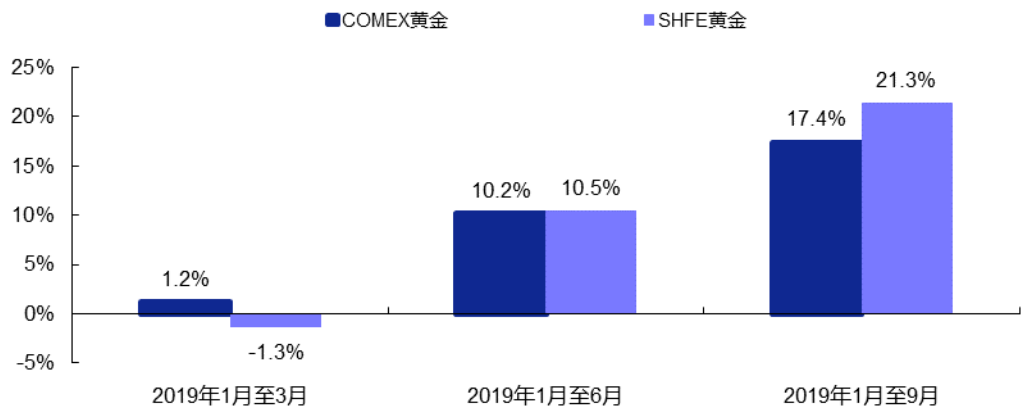
本文基于 A 股 7 家黄金公司即山东黄金、中金黄金、湖南黄金、银泰资源、赤峰黄金、西部黄金、恒邦股份 2019 年中报数据，并综合产量、储量、资本运作、股权变化以及业绩弹性进行更新综述，并对黄金板块下半年运行情况进行展望。

1. 2019 年上半年 A 股黄金公司整体综述

1.1. 金价进入上行区间：同比增加 6.1%

2019 年 1~6 月，Comex 黄金累计上涨 10.2%，Shfe 黄金累计上涨 10.5%。上半年国内黄金均价为 287.8 元/g，同比+6.1%。

图 1：2019 年 1 月~9 月黄金价格涨幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2019 年以来黄金价格逐步进入上涨通道，一是美国经济逐渐放缓，美联储宽松预期高企。2019 年上半年，美国 PMI、核心 CPI、新订单、就业等宏观广谱数据持续走弱，期限利差倒挂程度不断加深以及通胀预期持续下行显示美国经济放缓。2019 年 6 月底，美国 10 年期实际利率降至 3% 以下；据彭博预测，美联储降息的预期一路走强，6 月底美联储降息的概率从 1 月份的 20% 以下提升至 100%。二是全球央行竞相宽松，流动性开始增加。在美联储转鸽的背景下，全球央行开启竞相宽松模式，据我们统计，2019 年上半年，包括澳大利亚、俄罗斯、印度等国，全球共有 10 家央行降息 11 次，全球货币流动性不断宽松。三是美国与其贸易伙伴之间关系紧张，美国与伊朗之间的地缘政治出现危机，英国和欧洲围绕英国脱欧的不确定性以及其他政治和经济问题悬而未决，黄金避险属性凸显。

图 2：2018 年~2019 年 9 月金价走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3: 2019 上半年美国实际利率持续下行



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

*数据至 2019 年 7 月

图 4: 2019 上半年美联储降息概率持续走高



资料来源: Bloomberg, 安信证券研究中心

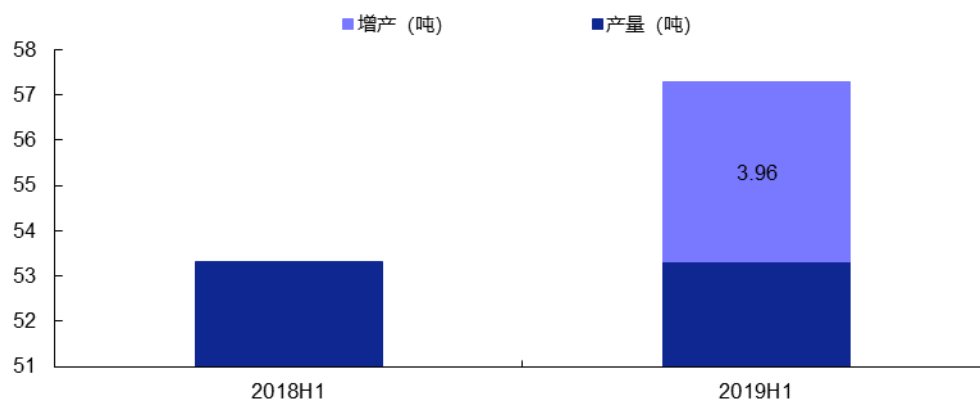
数据至 2019 年 7 月

1.2. 产量提升明显: 同比增加 7.4%

从产量来看,2019 年上半年,A 股主要黄金上市公司矿产金产量增加 3.96 吨,同比增 7.4%。根据 A 股主要黄金上市公司 2019 年中报披露情况统计,2019 上半年黄金公司矿产金总量为 57.29 吨,与 2018 年同比相比增加 3.96 吨,同比+7.4%。

紫金矿业、山东黄金和银泰资源矿产金产量共增加 4.51 吨。紫金矿业增产 2.3 吨,主要源于波格拉金矿复产;山东黄金增产 1.12 吨,主要源于国内矿山选矿量提升;银泰资源增产 1.09 吨,主要源于青海大柴旦金矿投产及其他国内矿山增产。中金黄金、湖南黄金矿产金产量共减少 0.5 吨,主要受国家环保政策影响。

图 5: A 股主要黄金上市公司 2019 年上半年增产矿产金 3.96 吨



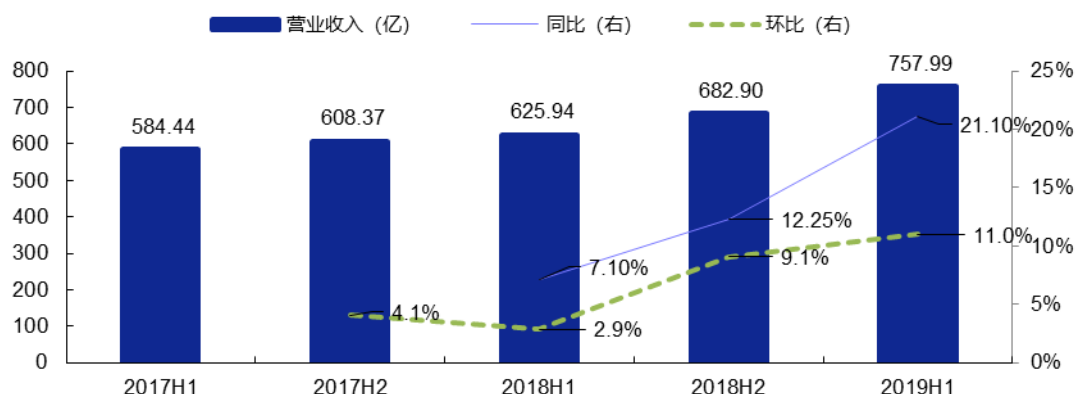
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

*赤峰黄金、西部黄金、恒邦股份未在中报中披露黄金产量。

1.3. 收入显著增长：同比增加 21%

受益于量价齐升，2019 年上半年 A 股黄金公司营业收入增长显著。2019 年上半年国内黄金均价 287.7 元/克，同比+6%，A 股 7 家黄金公司实现营业收入 757.99 亿元，同比+21%，环比+11%，收入增速加速提升，收入规模显著增加。

图 6：2019 年上半年黄金公司营业收入同比+21%

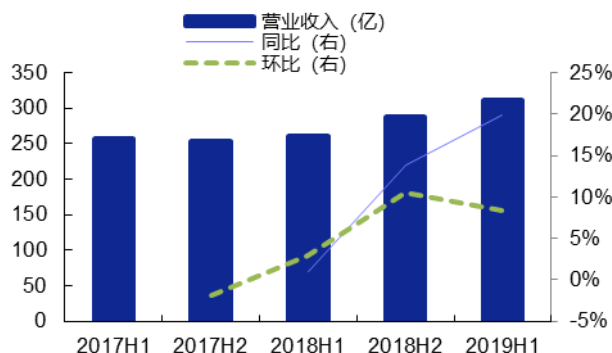


资料来源：Wind，安信证券研究中心

*样本公司为山东黄金、中金黄金、湖南黄金、银泰资源、赤峰黄金、西部黄金、恒邦股份。

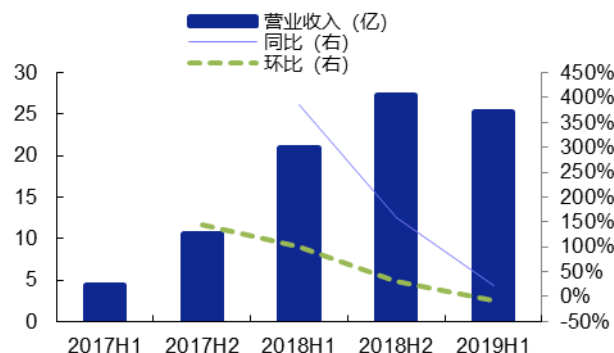
2019 上半年，山东黄金实现营业收入约 311.95 亿元，同比+19.89%；银泰资源实现营业收入约 25.28 亿元，同比+20.63%；中金黄金实现营业收入 167.1 亿元，同比+3.75%；湖南黄金营业收入 83.75 亿元，同比增长 27.58%。

图 7：2017~2019H1 山东黄金营业收入变化



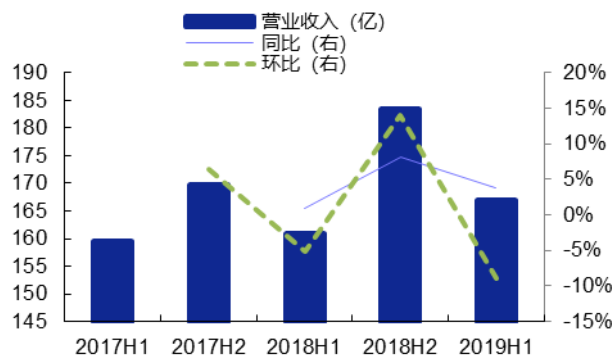
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 8：2017~2019H1 银泰资源营业收入变化



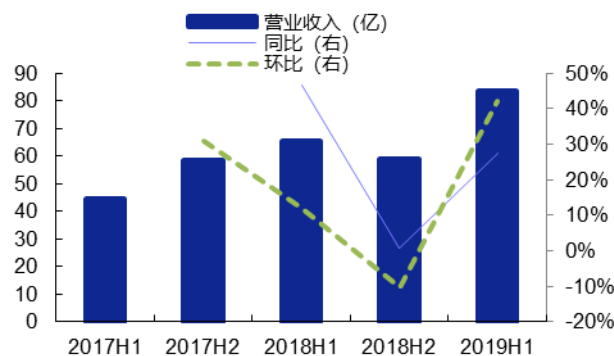
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：2017~2019H1 中金黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 10：2017~2019H1 湖南黄金营业收入变化



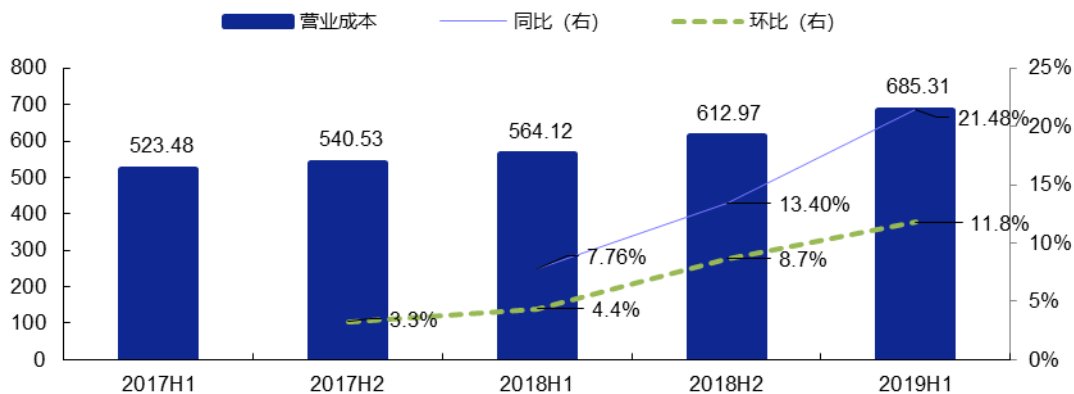
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 成本同比提升：同比增加 21%

2019 年上半年 A 股黄金公司营业成本增加。A 股 7 家黄金公司实现营业收入 685.31 亿元，同比+21%，环比+12%，基本与收入增速保持一致。

矿产金成本方面预计相对平稳。考虑到数据的可得性，我们测算了山东黄金和银泰资源的单位矿产金成本。山东黄金单位矿产金成本同比下降。2019H1 矿产金单位成本约 163 元/克，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%。

图 11：2019 年上半年黄金公司营业成本同比+21%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

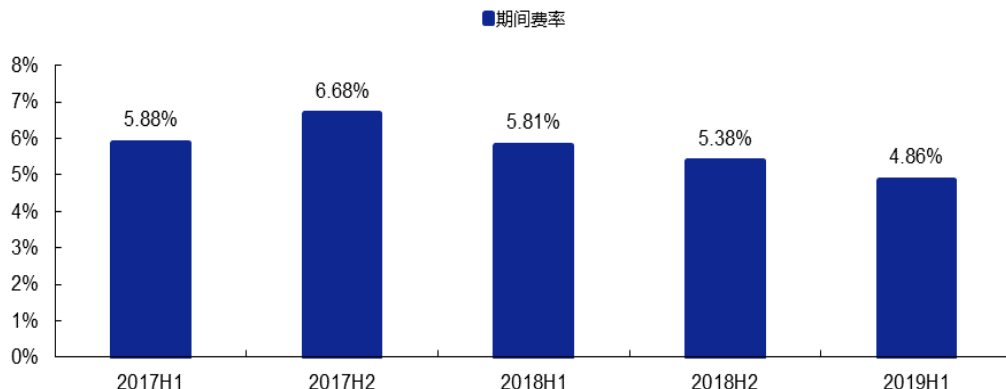
*样本公司为山东黄金、中金黄金、湖南黄金、银泰资源、赤峰黄金、西部黄金、恒邦股份。

银泰资源矿产金单位成本下降。2019H1 矿产金单位生产成本预计约 94.1 元/g，相较 2018 年 112.5 元/g 的成本水平有所下降。考虑到其他黄金公司生产相对平稳，金矿产量、品位相对稳定，预计成本保持平稳趋势。

1.5. 期间费用率改善：同比下降 0.95 百分点

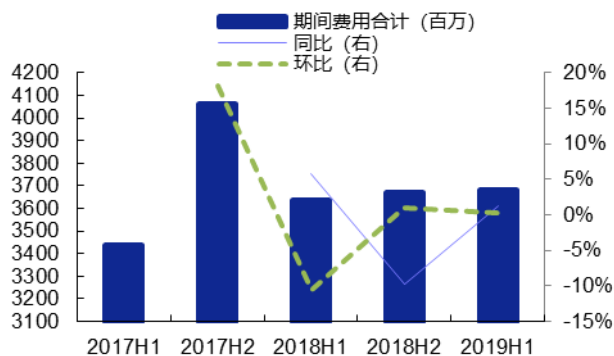
2019 年上半年黄金公司期间费用率呈下降趋势。黄金公司期间费率 4.86%，同比下降 0.95 Pct，环比下降 0.52 Pct；期间费用总计 36.8 亿，同比+1.23%；环比+0.3%。其中，销售费用总计 2.04 亿，同比+18.15%，环比+3.7%；管理费用总计 25.53 亿，同比+7%，环比+1.7%；财务费用总计 9.22 亿，同比+6.7%，环比-15.1%。

图 12：2019 年上半年黄金公司期间费率下降



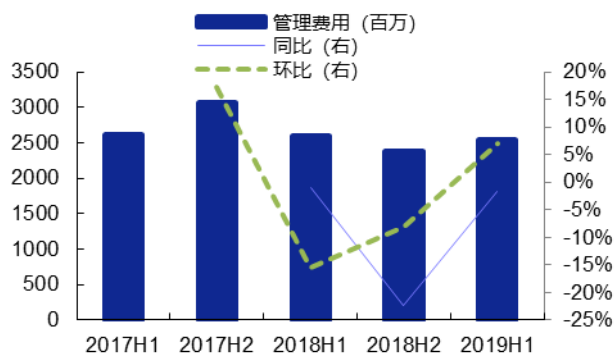
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 13: 2019 年上半年黄金公司期间费用同比+1.23%



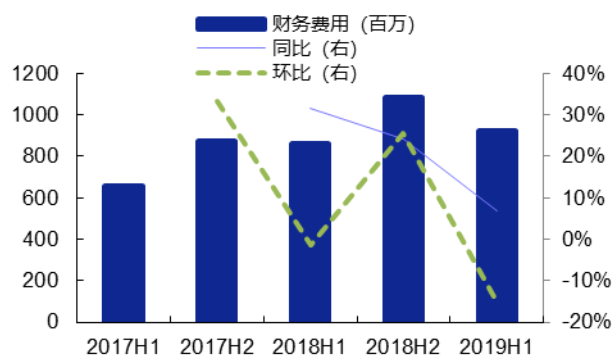
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 15: 2019 年上半年黄金公司管理费用同比+7%



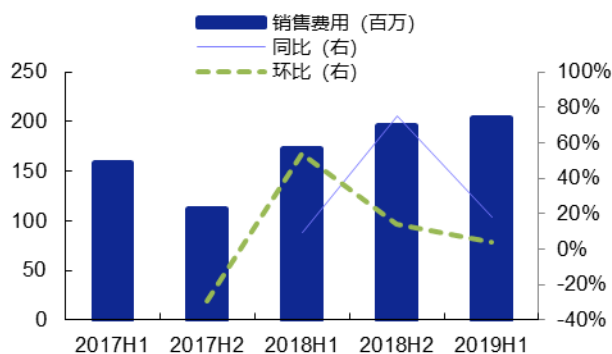
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 14: 2019 年上半年黄金公司财务费用同比+6.7%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

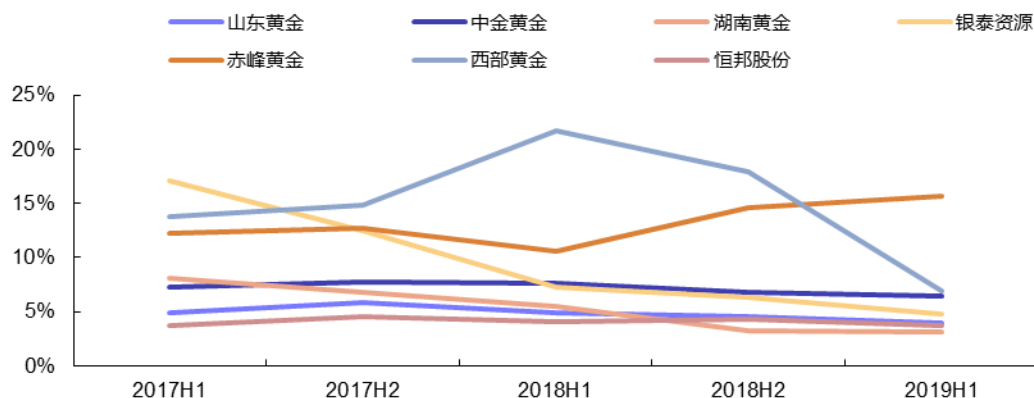
图 16: 2019 年上半年黄金公司销售费用同比+18.15%



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2019 年上半年, 山东黄金、中金黄金、湖南黄金、恒邦股份期间费率保持稳定, 西部黄金、银泰资源费率下降, 赤峰黄金费率上行。西部黄金期间费率同比下降 14.8 Pct, 但期间费用绝对数同比+6%, 费率下行主要系公司外购金和自产金的销量较上年同期增加, 同时销售价格较上年同期上涨, 营收大幅增加所致。

图 17: 2019 年上半年黄金公司期间费率变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

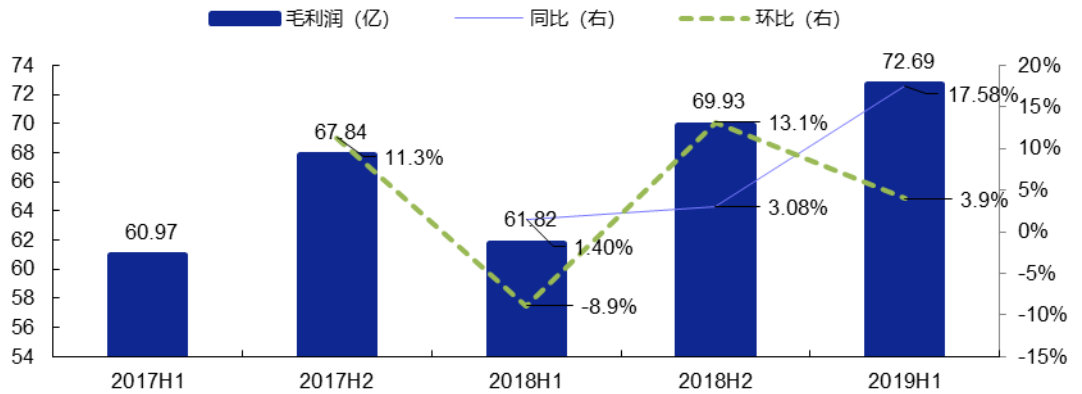
银泰资源期间费用同比减少 21%, 期间费率同比减少 2.5Pct, 主要系 2019 年二季度青海大柴旦投产停工损失减少, 管理费用下降 17%; 上半年借款减少, 财务费用下降 44.18%。

赤峰黄金期间费用同比增加 293%，期间费率同比增加 5.1Pct，主要由于其控股子公司 LXML 纳入合并，销售费用同比+1497%，管理费用同比+283%；以及因 2018 年 11 月 30 日完成 MMG Laos 收购，2019 年上半年融资金额较大及汇兑损益增加导致财务费+274%。

1.6. 归母净利大幅增加：同比增加 6.73%

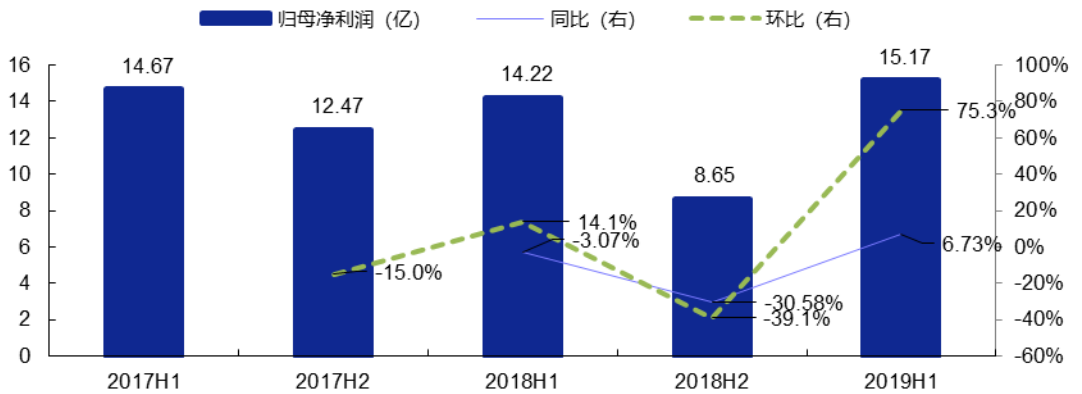
受益于黄金价格上涨，2019 年上半年黄金公司盈利能力显著增强。2019 年上半年，黄金公司毛利总计 72.69 亿，同比+17.58%，环比+3.9%。归母净利润共计 15.17 亿，同比+6.73%，环比+75.3%。

图 18：2019 年上半年黄金公司毛利同比+17.58%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

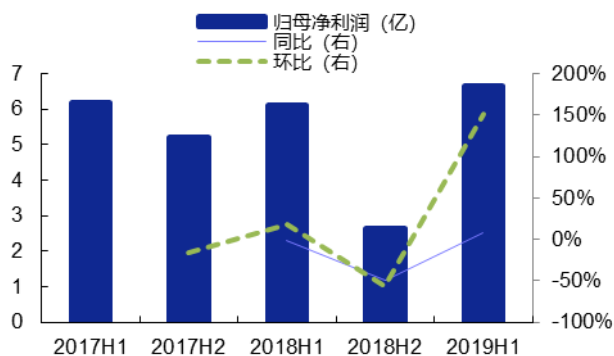
图 19：2019 年上半年黄金公司归母净利同比+6.73%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

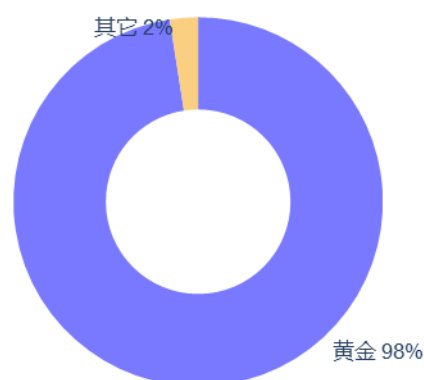
2019 上半年，山东黄金实现归母净利润 6.65 亿元，同比+8.58%，Q2 归母净利润 2.99 亿元，环比-18.31%，同比+12.7%。

图 20: 2017~2019H1 山东黄金归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

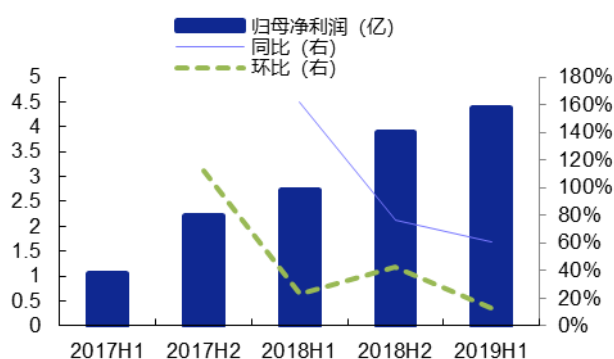
图 21: 2019H1 山东黄金毛利结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

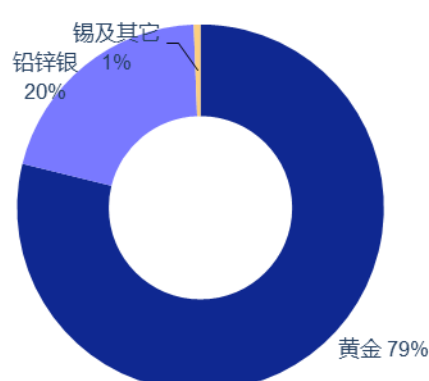
2019 上半年, 银泰资源实现归母净利润 4.38 亿元, 同比+60.65%。其中 2019Q2 单季度实现归母净利 2.68 亿元, 同比+71.33%, 环比+57.12%。

图 22: 2017~2019H1 银泰资源归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

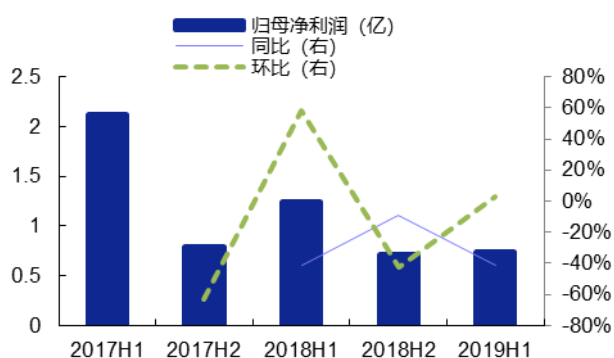
图 23: 2019H1 银泰资源毛利结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

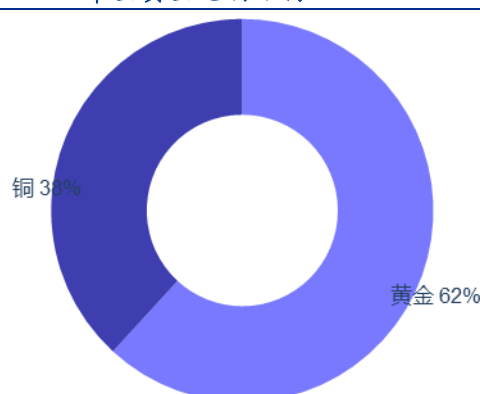
2019 上半年, 中金黄金实现归母净利润 0.73 亿元, 同比-41.08%, 公司业绩同比回落。一是黄金产量下降; 二是中原冶炼厂少数股东权益占比提升导致归母净利下降。

图 24: 2017~2019H1 中金黄金归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

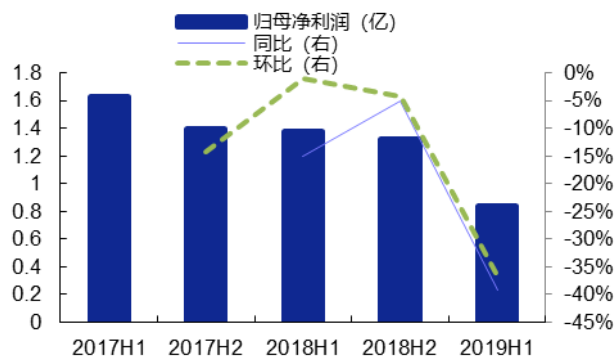
图 25: 2019H1 中金黄金毛利结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

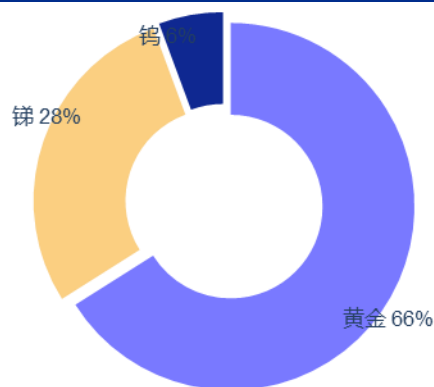
2019 上半年, 湖南黄金实现归母净利润 8,404 万元, 同比下降 39.17%, 上半年黄金、锑和钨业务毛利占比分别为 65%、27%和 6%, 黄金业务占比进一步提升。上半年业绩下滑主要归因于锑和钨价的下跌。

图 26: 2017~2019H1 湖南黄金归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 27: 2019H1 湖南黄金毛利结构



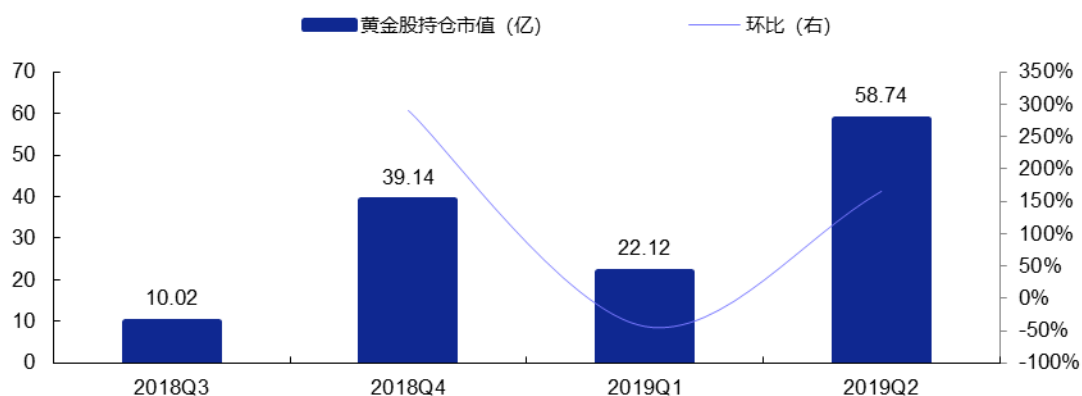
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

1.7. 持仓先抑后扬: Q1 回落, Q2 提升

我们基于 112 家基金公司披露的十大重仓股, 梳理了黄金股 2019 年上半年基金持仓情况。

2019 年上半年黄金股持仓先抑后扬。2019 年一季度黄金均价 286.5 元/克, 环比+3.6%, 黄金涨幅低于预期, 黄金股未走出相对收益, 基金持仓市值 22.12 亿, 环比下降 43%。2019 年二季度均价 290.6 元/克, 环比+1.9%, 黄金价格开启上涨趋势, 基金持仓市值也显著增加至 58.74 亿元, 环比+166%。

图 28: 2018Q3-2019Q2 黄金公司持仓量



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

2019 上半年机构配置偏好市值较大的黄金公司。从持股总市值来看, 2019Q2 机构持仓市值居前的股票分别为山东黄金 (32 亿)、紫金矿业 (16 亿)、中金黄金 (8.9 亿)、银泰资源 (6.6 亿)、湖南黄金 (3.2 亿)、赤峰黄金 (1.21 亿)、恒邦股份 (1.43 亿)。从机构加仓力度来看, 山东黄金加仓市值 13.1 亿, 紫金矿业加仓市值 6.3 亿, 银泰资源加仓市值 3.8 亿, 中金黄金加仓市值 2.8 亿; 赤峰黄金、湖南黄金、恒邦股份各加仓约 1 亿。

图 29：2019Q2 黄金公司持仓增加

序号	公司名称	持仓股数 (万股)	持股总市值 (亿元)	加仓股数 (万股)	加仓市值 (亿元)
1	山东黄金	7988.3	32.89	3616.1	13.1
2	紫金矿业	42501.7	16.02	17880.8	6.3
3	银泰资源	5012.2	6.61	3211.6	3.8
4	中金黄金	8705.7	8.94	2999.7	2.8
5	赤峰黄金	1977.6	1.21	1977.6	1.0
6	湖南黄金	3219.9	3.24	1116.1	1.0
7	恒邦股份	854.9	1.43	759.9	1.0

资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 五大维度对比上市公司

2.1. 储量及成长性

从资源量排序来看，紫金矿业、山东黄金、中金黄金资源量较大。根据公司最新披露情况，紫金矿业按权益保有金金属资源量（333 及以上类别）为 1728 吨，居上市公司之首。山东黄金资源量为 1123 吨，中金黄金为 509 吨。湖南黄金、恒邦股份、银泰资源、赤峰黄金、西部黄金资源量依次为 138.6 吨、112 吨、105.6 吨、60 吨和 53.1 吨。

从增储情况来看，2019 年上半年，A 股主要黄金上市公司黄金资源储量共计增储 22 吨，增加 0.76%。根据 A 股主要黄金上市公司 2019 年中报披露情况统计，截至 2019 年 6 月 30 日，A 股主要黄金上市公司黄金资源储量共计 2050 吨，相比于 2018 年末增加 22 吨，增加 0.76%。其中，中金黄金增加储量 13 吨，银泰资源增储 5 吨，赤峰黄金增储 4 吨，上述三家公司黄金增量主要来自现有矿区深部及周边的探矿增储。需要注意的是部分公司未在中报中披露资源量情况，相关储量数据沿用 2018 年底披露的数据。同时，每个公司包括每个矿山披露的资源量/储量标准有所不同，但限于数据的可得性，表 1 中的数据并未做精确区分。

表 1: A 股主要黄金上市公司资源量情况及 2019 年上半年增储情况

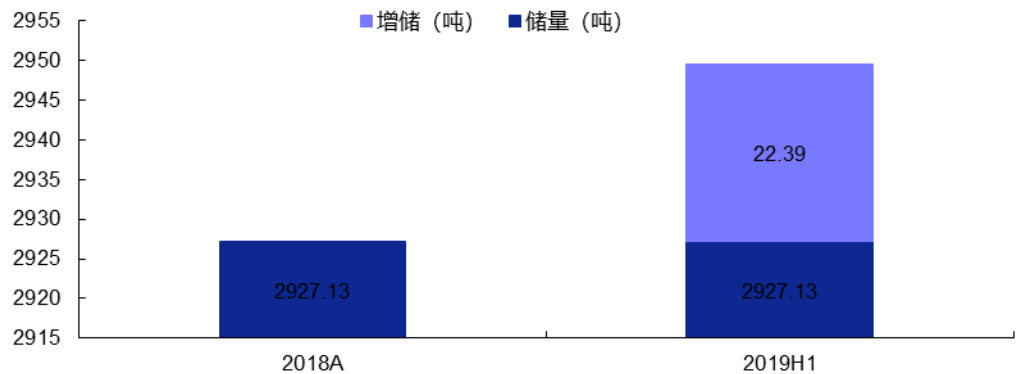
公司名称	主力矿山及区域	资源量 (2018A, 吨)	资源量 (2019H1, 吨)	增储 (吨)
紫金矿业	波格拉金矿 (巴新)、泽拉夫尚 (塔吉克斯坦)、金田黄金 (澳洲) 紫金山 (福建)	1728	-	-
山东黄金	三山岛 (山东)、焦家金矿 (山东)、新城金矿 (山东)、玲珑金矿 (山东)、贝拉德罗 (阿根廷)	1123.7	-	-
中金黄金	排山楼 (辽宁)、苏尼特金矿 (内蒙古)、夹皮沟矿业 (吉林省)	496.4	509	13
湖南黄金	沃溪金锑钨矿 (湖南)、龙山金锑矿 (湖南)、黄金洞金矿 (湖南)、万古金矿 (湖南)	138.6	-	-
恒邦股份	烟台 (山东)	112	112	0
银泰资源	东安金矿 (黑龙江)、白山矿 (吉林白山)、滩间山 (青海大柴旦)	100.8	105.6	5
赤峰黄金	吉隆矿业 (内蒙古)、五龙金矿 (辽宁)、Sepon 铜金矿 (老挝)	55.75	60	4
西部黄金	哈图 (新疆)、伊犁 (新疆)、哈密 (新疆)	53.1	-	-

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*紫金矿业、山东黄金、湖南黄金、西部黄金未在 2019 年中报披露资源量，相关数据沿用 2018 年报披露的数据。

*每个公司包括每个矿山披露的资源量/储量标准有所不同，但限于数据的可得性，表中的数据并未做精确区分。

图 30: A 股主要黄金上市公司 2019 年上半年增储 22.39 吨



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

表 2: A 股主要黄金上市公司储量增长潜能

公司名称	增储情况	
	内生增储	集团资源
山东黄金	持续整合探矿权，胶东半岛金矿增储潜力大，亦具备较大增储潜力	集团还拥有 677 吨黄金储量
中金黄金	现有矿山勘探增储	中金黄金集团拥有黄金资源量 1907 吨（包含中金黄金和中金黄金国际的资源量），根据承诺，国内黄金资源有望持续注入中金黄金
湖南黄金	公司矿山边采边勘，近两年年均增长 5-6 吨	
恒邦股份	持续勘探	
赤峰黄金	近两年增储约 6 吨	暂无
西部黄金	2018 年通过勘探新增金金属量 738 千克	暂无

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从增储潜力来看，山东黄金、中金黄金增储潜能较大。山东黄金在内生增储及集团注入两方面都有较强潜能。一方面，山东黄金国内主力矿山基本都在岩金资源最为丰富的胶东半岛，深部及周边找矿潜力大，海外的阿根廷贝拉德罗金矿也与阿根廷及智利著名的 EL Indio 黄金矿带毗邻，同样具有较大增储潜力。另一方面，据集团公告，上市公司体外仍有 600 吨以上黄金储量，未来有望持续注入上市公司。

中金黄金集团有望持续为中金黄金提供资源支持。中国黄金集团在全国范围内约有 48 家矿山企业，其中 42 家以黄金生产为主。截至 2017 年底，集团保有黄金资源量 1907 吨（包含中金黄金和中金黄金国际的资源量）。据集团公告，根据集团作出的非竞争承诺，公司为集团境内黄金资源业务的唯一上市平台，未来集团境内大量的黄金资源有望持续注入上市公司，公司有望获得较为持续的资源增厚。

银泰资源拟更名“银泰黄金”。据公司公告，近期公司拟更名“银泰黄金”，将黄金业务作为公司发展的重要方向。

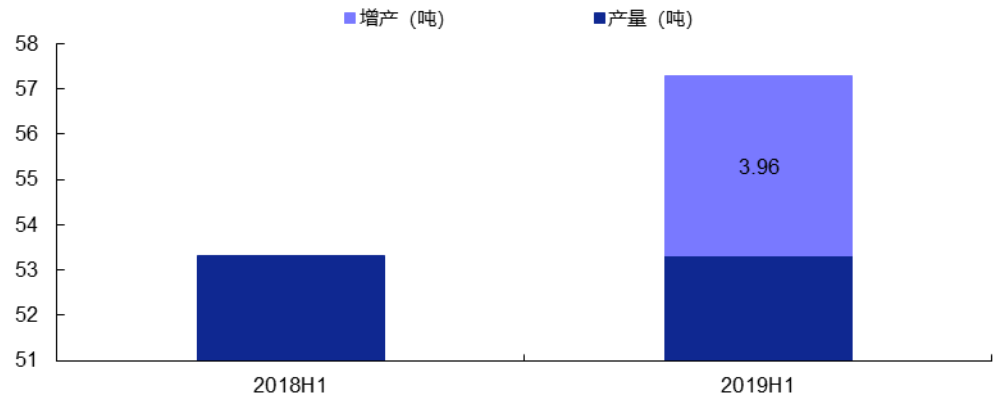
2.2. 产量及成长性

从产量排序来看，山东黄金、紫金矿业、中金黄金产量较大。2019 上半年，山东黄金矿产金产量 20.51 吨，同比+5.78%，为国内上市公司最大；其次为紫金矿业矿产金产量 19.1 吨，同比+13.2%；中金黄金矿产金 11.18 吨，同比-4.53%。银泰资源、湖南黄金矿产金分别为 4.21 吨和 2.29 吨。

从增产情况来看，2019 年上半年，A 股主要黄金上市公司矿产金产量增加 3.96 吨，同比增 7.4%。根据 A 股主要黄金上市公司 2019 年中报披露情况统计，2019 上半年黄金公司矿产金总量为 57.29 吨，与 2018 年同比相比增加 3.96 吨，同比+7.4%。

紫金矿业、山东黄金和银泰资源矿产金产量共增加 4.51 吨。紫金矿业增产 2.3 吨，主要源于波格拉金矿复产；山东黄金增产 1.12 吨，主要源于国内矿山选矿量提升；银泰资源增产 1.09 吨，主要源于青海大柴旦金矿投产及其他国内矿山增产。中金黄金、湖南黄金矿产金产量共减少约 0.55 吨，主要受国家环保政策影响。

图 31：A 股主要黄金上市公司 2019 年上半年增产矿产金 3.96 吨

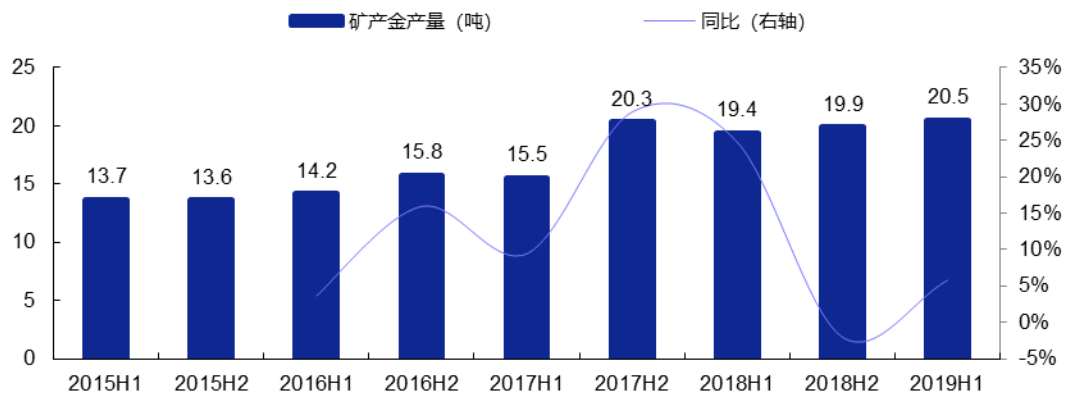


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*赤峰黄金、西部黄金、恒邦股份未在中报中披露黄金产量。

山东黄金矿产金产量略超预期。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%）。

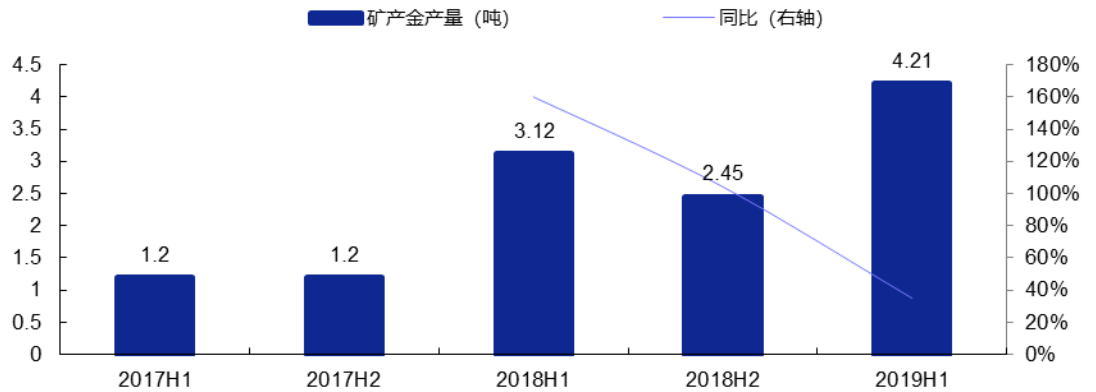
图 32：2015~2019H1 山东黄金矿产金产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

受益于新矿投产，银泰资源产销量快速增长。公司黄金销量约为 3.26 吨，同比+24.57%。一是黑河洛克 2019H1 销售黄金 1.76 吨，同比增加 0.33 吨；二是青海大柴旦于 2019 年 4 月 26 日正式投产，2019Q2 销售黄金 0.4 吨；吉林板庙子 2019H1 销售黄金 1.1 吨，与去年基本持平。

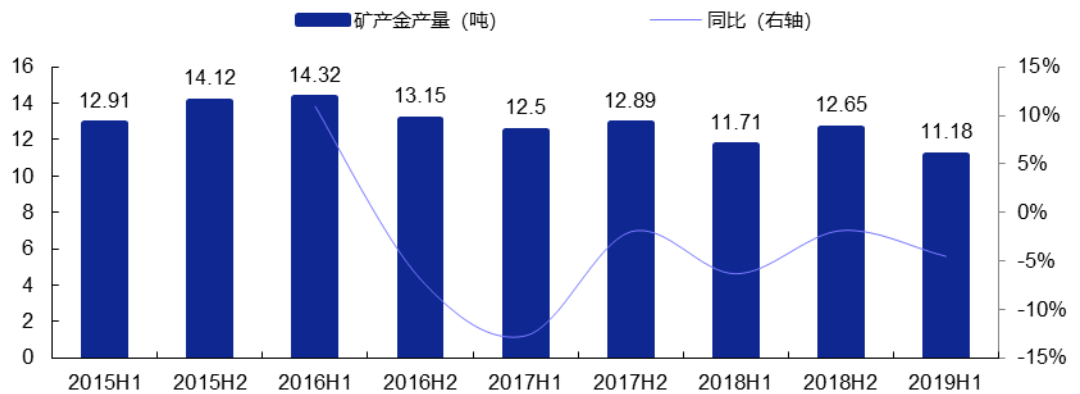
图 33：2017~2019H1 银泰资源矿产金产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

受环保影响，中金黄金矿产金产量下降。2019 年上半年公司积极响应国家的环保政策，部分矿山进行整改，导致黄金产量有所减少，生产矿产金 11.18 吨、精炼金 33.10 吨、冶炼金 17.90 吨，同比-4.53%、-10.65%、-13.66%。

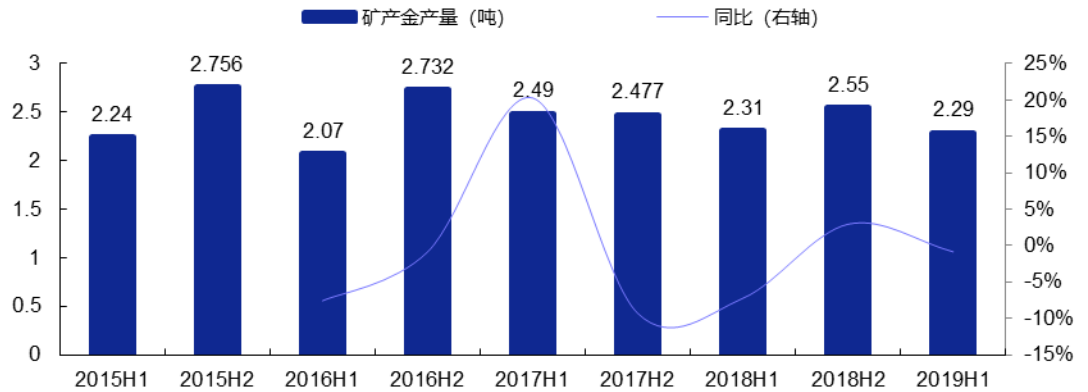
图 34：2015~2019H1 中金黄金矿产金产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

湖南黄金矿产金产量下行。据公告，上半年公司生产黄金 27.0 吨（自产+加工），同比增长 32.30%，其中自产金 2.29 吨，同比下降 1.04%。

图 35: 2015~2019H1 湖南黄金矿产金产量



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

从产量成长性来看, 山东黄金、赤峰黄金具备较好的矿产金产量成长性。

山东黄金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。

赤峰黄金 2019 年预计产金 1.9 吨, 同比+18.75%。随着国内矿山工程建设完毕后产金量逐步稳定, 满产后有望达到 2-3 吨, 海外收购老挝 Sepon 铜金矿之后从 2021 年开始产金, 满产后有望达到 4-5 吨。

湖南黄金主要通过矿山提质扩能工程提升黄金产量。据公告, 黄金洞矿业采选 1600t/d 提质扩能工程与大万矿业采选 1400t/d 提质扩能工程的主要系统均已投入运行, 正在进行配套完善工作, 年采选规模有望达到 100 万吨, 产能达产后矿金产量有望增加约 20%。

表 3: 主要黄金公司 2019 年矿产金产量规划和增产空间 (吨)

	2018	2019E	同比	产量规划和增产空间
山东黄金	39.3	39	-0.81%	通过合并矿区和现有矿山增产提高产量; 若集团注入也有望大幅提高产量
中金黄金	24.4	22.4	-8.21%	现有矿山增长空间有限, 增量大概率来自集团资产注入
湖南黄金	4.8	5.2	8.11%	黄金洞矿业旗下矿山扩产提质工程逐渐完工并达产, 满产后有望达到 3 吨
西部黄金	3.0	3	0.00%	环保压力放松, 矿山恢复正常生产; 哈图深部采矿&选厂技改项目提高产能
赤峰黄金	1.6	1.9	18.75%	国内矿山工程建设完毕后产金量逐步稳定, 满产后有望达到 2-3 吨, 海外收购老挝 Sepon 铜金矿之后从 2021 年开始产金, 满产后有望达到 4-5 吨

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

*产量预测中不考虑资产注入的情况

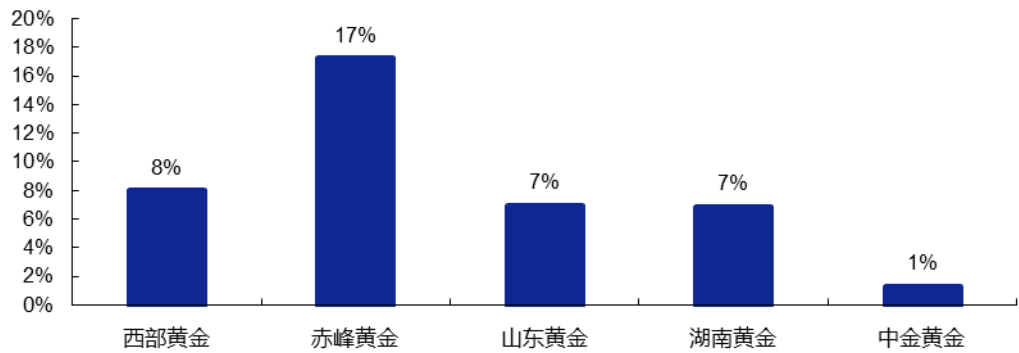
表 4: 黄金公司 2019-2020E 年自产金预测

	2017	2018	2019E	2020E	CAGR
山东黄金	35.9	39.3	39	45.0	7%
中金黄金	25.4	24.4	22.4	25.0	1%
湖南黄金	5.0	4.9	5.2	5.6	7%
赤峰黄金	2.1	1.5	1.9	2.1	17%
西部黄金	3.6	3.0	3.0	3.5	8%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

*产量预测中不考虑资产注入的情况

图 36: 黄金公司 2018-2020 年自产金 CAGR 预测



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心预测

2.3. 资本运作情况

2019 上半年, A 股主要黄金公司在黄金资源收购兼并方面持续运作, 上半年, 山东黄金积极考察和尽调海外黄金资产。据山东黄金中报公告, 2019 上半年积极参与全球资源配置, 完成多个项目的初步考察或尽职调查工作, 为公司矿产资源综合开发与利用、实现可持续发展提供强劲支撑。**中金黄金积极考察国内项目。**据中金黄金中报, 公司控股股东承诺的优质资产注入、公司通过市场并购黄金资源、将为公司可持续发展提供资源保障。

银泰资源收购优质铅锌资源猪拱塘铅锌矿。2019 年 9 月, 拟购买白果镇铅锌矿采矿权及猪拱塘铅锌矿探矿权。猪拱塘铅锌矿为国内稀有大型优质多金属矿山。一是铅锌储量大, 品位高。截至 2018 年 4 月 25 日, 猪拱塘铅锌矿已探明 (332+333) 铅锌金属资源量 275.82 万吨, 铅平均品位 2.38%, 锌平均品位更是高达 7.56%, 属于超大型铅锌矿。二是伴生银、金、镓、铋、锗、硒等矿产, 综合开发价值高。三是矿体集中, 便于开采。主矿体长 1640m, 平均厚度 11.01m, 铅锌资源量 181.92 万吨, 占总资源量的 65.96%, 便于大规模低成本开采。据银泰资源公告, 上半年公司一直在积极寻找合适的金矿项目, 进一步提高贵金属业务的利润, 公司将继续推进贵金属行业做大做强的战略目标。

从资本运作经验来看, 山东黄金、中金黄金及银泰资源并购经验较为丰富, 赤峰黄金正在积极走出去。从绝对数量来看, 山东黄金、中金黄金的矿业收并购案例较多, 但多以国内探矿权整合和集团资产注入为主, 值得注意的是山东黄金近年开启了“走出去”战略, 于 2017 年完成了对阿根廷贝拉德罗金矿的收购。银泰资源近年完成了对埃尔拉多三大金矿的收购, 交易金额高达 6 亿美金, 2019 年 9 月, 拟以发行股份及支付现金的方式购买董赢、柏光辉合计所持的贵州鼎盛鑫 83.75% 的股权, 标的资产预估值为 42 亿, 其中现金对价为 12 亿元左右。经过多次收购, 银泰资源已经积累了较为丰富的矿业并购经验。赤峰黄金也在践行“走出去”战略, 2018 年底从五矿手下收购了老挝 Sepon 铜金矿。西部黄金、湖南黄金近些年收并购运作较少。

从融资潜能来看, 资产负债率较低的企业融资潜能大, 融资渠道更为丰富。银泰资源的资产负债率最低, 截至 2019Q2, 资产负债率为 12%。山东黄金资产负债率为 49.91%, 同比下降 8.6 个百分点, 主要系港股上市募资 6.14 亿美元, 负债规模降低, 公司未来进一步举债的空间被打开。中金黄金资产负债率为 49.85%, 同比下降 9.7 个百分点, 主要系旗下中原冶炼厂债转股完成, 资产负债率降低, 公司举债潜能也进一步增强。湖南黄金、西部黄金的资产负债率均在 40% 以下, 且近年无太大资本开支, 现金压力不大。

表 5: A 股主要黄金公司集团情况、近年并购经验及资产负债情况

公司名称	企业属性	实控人	实控人持股比	集团情况	近年并购经验	资产负债率
山东黄金	国企	山东省国资委	37.58% (2019.06.30)	山东黄金集团有 7 座矿山, 2018 年资源量为 677 吨, 产金 8.4 吨	2014 年发行股份收购集团黄金资产, 交易价格 50.4 亿元 2017 年公司联手世界黄金巨头巴里克黄金, 以 9.6 亿美元成功收购贝拉德罗项目 50% 权益	截至 2019Q2, 资产负债率为 50%
中金黄金	央企	国务院国资委	50.34% (2019.06.30)	中国黄金集团黄金资产遍布全国, 目前基本形成 15 个大型生产基地, 约 48 户矿山企业, 42 户亿黄金生产为主; 截至 2017 年底, 集团拥有黄金资源 1907 吨, 2017 年矿产金产量达到 42.42 吨	2015 年完成对集团下属资产凌源日兴 100% 股权的收购, 交易金额 3.7 亿元 2018 年 11 月公告, 拟发行股份收购内蒙古矿业 90% 股权, 资产 100% 股权估值为 50 亿元	截至 2019Q2, 资产负债率为 50%
银泰资源	民企	沈国军	19.85% (2019.06.30)	中国银泰集团由沈国军于 1997 年在北京创立, 是一家多元化实业发展与投资集团, 下辖银泰商业集团、银泰置地集团、银泰资源集团、银泰文旅集团、银泰投资与金融集团、银泰健康集团、银泰公益基金, 拥有多家境内外上市公司和 100 多家控股、参股公司	2013 年完成重大资产重组, 收购玉龙矿业铅锌银矿, 2018 年 1 月埃尔多拉多三大黄金资产正式并入上市公司, 交易金额 6 亿美金, 2019 年 9 月, 拟购买白果镇铅锌矿采矿权及猪拱塘铅锌矿探矿权	截至 2019Q2, 资产负债率为 12%
恒邦股份	国企	江西省国资委	29.99% (2019.06.30)	江西铜业拥有黄金资源量 289 吨, 2018 年产金 25.58 吨 (矿产金约 6 吨)		截至 2019Q2, 资产负债率为 71%
湖南黄金	国企	湖南省国资委	39.91% (2019.06.30)	湖南黄金集团主营有色金属矿山设计、勘探、采选冶, 采矿业务集中在湖南黄金股份, 金矿资产已全部注入上市公司	2015 年并入集团黄金洞矿业 100% 股权, 交易金额 14.95 亿元	截至 2019Q2, 资产负债率为 29%
西部黄金	国企	新疆国资委	66.81% (2019.06.30)	新疆有色集团主要产品包括镍、铜、黄金、稀贵金属和硫酸等, 截至 2015 年底, 拥有铜、镍、金及铁的权益资源量分别为 92.87 万吨、59.7 万吨、61.31 吨、5693 万吨, 旗下拥有西部黄金、新鑫矿业两家上市公司, 黄金业务已全部注入上市公司	2017 年拟收购锰业资产, 后失败	截至 2019Q2, 资产负债率为 40%
赤峰黄金	民企	赵美光	30.27% (2019.06.30)	赵美光在采矿和冶金行业拥有三十年工作经验, 除赤峰黄金外还拥有新三板上市公司瀚丰矿业 (833180.OC), 瀚丰矿业 2017 年产铜 310 吨、铅 1.56 万吨、锌 6.69 万吨	2012 年收购吉隆矿业 100% 股权, 交易金额 15.94 亿元 2013 年收购五龙金矿 100% 股权, 交易金额 6.26 亿元 2014 年收购雄风稀贵 100% 股权, 交易金额 9.06 亿元 2015 年收购广源科技 55% 股权, 交易金额 1.22 亿元 2018 年收购 MMG Laos 100% 股权, 交易金额 17.79 亿元	截至 2019Q2, 资产负债率为 62%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.4. 股权质押、解禁情况及增持情况

黄金公司整体质押风险较低。山东黄金股权质押比例为 14.38%，大股东质押比例 31.25%，主要为山金集团与工商银行设立合伙企业，合伙企业以股权或债权等方式将所筹资金投放到集团公司或所属企业，结合实控人为国资委，在强大的政府信用背书下，公司质押风险较低。银泰资源股权质押率 32.85%，大股东质押比例 55.73%；赤峰黄金股权质押比例为 30.11%，大股东质押比例为 64.98%。随着监管部门对股权质押问题的重视以及黄金价格持续上涨，股权质押风险有所缓解。

2019 年黄金公司解禁压力较轻。山东黄金在 2019 年 10 月 21 日，解禁定向增发机构配股 5.02 亿股，占总股本 16.21%。2020 年 10 月 20 日，解禁定向增发机构配股 0.65 亿股，占总股本 2.11%。银泰资源 2021 年 1 月 25 日解禁 5.4 亿股（占现有总股本 27.18%），主要是大股东和战略投资者股份。

表 6：A 股代表性黄金企业股权质押、解禁以及股票增减持情况

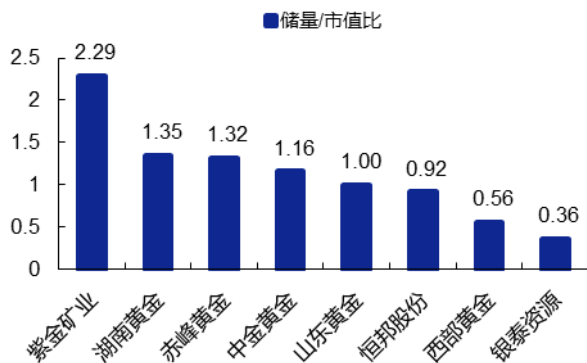
	股权质押比例	大股东质押比例	近期解禁情况	近期增减持情况
山东黄金	14.38%	31.25%	1、2019 年 10 月 21 日，解禁定向增发机构配股 5.02 亿股，占总股本 16.21%。 2、2020 年 10 月 20 日，解禁定向增发机构配股 0.65 亿股，占总股本 2.11%。	暂无
中金黄金	0.00%	0.00%	暂无	暂无
银泰资源	32.85%	55.73%	2021 年 1 月 25 日解禁 5.4 亿股（占现有总股本 27.18%），主要是大股东和战投	2019 年 4 月拟通过集中竞价回购 3 千万股，至 2019 年 7 月 3 日，已回购 2540 万股，占总股本 1.28%。
西部黄金	0.00%	0.00%	暂无	暂无
湖南黄金	0.25%	0.00%	暂无	目前暂无
赤峰黄金	30.11%	64.98%	暂无	暂无
恒邦股份	15.92%	0.00%	暂无	暂无

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.5. 业绩弹性及估值测算

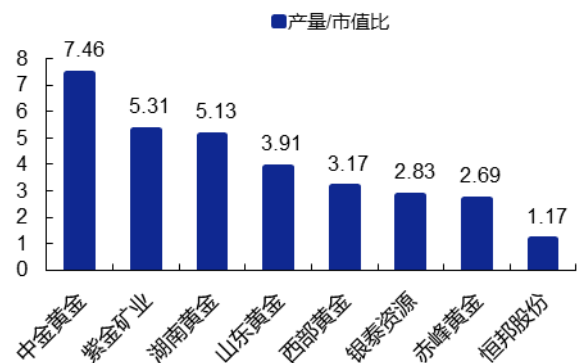
从储量市值比来看，湖南黄金、赤峰黄金居前，该比值反映的是资源的厚度，影响的是公司远期估值。从产量市值比来看，中金黄金、湖南黄金居前，这一比值本质衡量的是即期业绩弹性所带来的估值消化快慢。这两项简单指标一定程度上可以作为筛选标的的参考，但忽略了公司业务构成的差别对业绩弹性和稳态估值的影响。

图 37：A 股黄金公司储量市值比（吨/亿，截至 09.30）



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

图 38：A 股黄金公司产量市值比（吨/百亿，截至 09.30）



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

从业绩弹性角度来看，假设金价以 315 元/克为基准，金价上涨 40%时，中金黄金、西部黄金估值水平虽高于其他公司，但展示出较强的业绩弹性，归母净利润增幅明显。除中金黄金和西部黄金外，山东黄金、湖南黄金、赤峰黄金 PE 估值水平均已消化至 20 倍以下，具备较大的重估潜力。

表 7: A 股主要黄金公司业绩弹性及估值测算

公司	当前市值 (0930)	矿产金产 量(2019E)	不同金价下归母净利润测算 (亿元, 2019E)					不同金价假设下 PE(2019E)					
			单位	亿元	吨	基准	10%	20%	30%	40%	基准	10%	20%
				315	346.5	378	409.5	441	315	346.5	378	409.5	441
山东黄金	969	39	20	27	35	43	50	49	35	28	23	19	
中金黄金*	300	22.36	2	3	5	6	7	143	90	66	53	43	
西部黄金	95	3.00	2	2	3	3	4	60	44	35	29	24	
湖南黄金	103	5.26	3	5	5	7	8	35	19	22	15	13	
赤峰黄金**	69	1.86	2	3	3	4	4	30	25	22	19	17	

资料来源: Wind, 公司公告, 安信证券研究中心

*暂未考虑乌奴铜矿注入

**：暂未考虑 Sepon 铜金矿业贡献

综合来看，A 股黄金公司各有千秋，均具有较强的业绩弹性和重估潜力。其中，山东黄金兼具产储成长性和业绩弹性；中金黄金和西部黄金这类高成本企业具备较大的业绩弹性；湖南黄金和赤峰黄金业绩弹性和估值水平尚可。

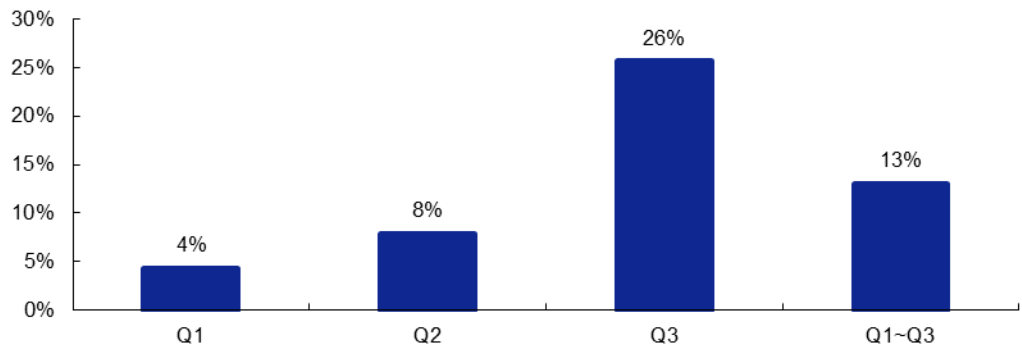
3. 2019 年下半年前瞻

2019 年三季度金价走出主升浪。一是美联储降息开始兑现。7 月 30 日，美联储降息 25 个基点，下调联邦基金利率至 2.00%-2.25%，为 2009 年以来首次降息。9 月 18 日，美联储继续将联邦基金利率目标区间下调 25 个基点到 1.75%至 2%。市场对美国长期经济增长的信心不足导致期限利差倒挂程度进一步上升，8 月底，10 年期美债实际利率一度跌至负区间，黄金的保值属性进一步增强。二是中美贸易摩擦加剧。8 月 15 日，特朗普宣布对剩余 3000 亿美元中国进口商品征收 10%关税，8 月 15 日，中国宣布对美国约 750 亿美元商品加征 10%、5%不等关税。三是英国硬脱欧风险增加叠加美国与伊朗地缘政治危机加剧。

三季度黄金的保值避险属性进一步凸显，金价开启主升浪。三季度国内黄金均价 334.92 元/克，同比+25.65%，环比+15.26%；前三季度，国内黄金均价 304.64 元/克，同比+13%。

三季度或是黄金公司业绩的重要释放期。三季度国内黄金价格同比环比大幅上行，黄金公司出货平稳的情况下，业绩或显著增加。

图 39：国内金价前三季度同比涨幅



资料来源：Wind，安信证券研究中心

进入 2019 年四季度，前期刺激金价的主要因素都有不同程度缓和，黄金上涨动能或将减弱。一是美国经济数据边际好转，联储继续降息概率不大。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值为 51，好于前值和预期；第二季度核心 PCE 物价指数年化季率终值由 1.7%上修至 1.9%；8 月核心 PCE 物价指数年率录得 1.8%，好于前值。二是中美贸易摩擦迎来缓和契机。9 月底，特朗普宣布，将把 2500 亿美元中国输美商品上调的关税时间从 10 月 1 日推迟到 10 月 15 日。10 月 7 日最后一周，中美全面经济对话中方牵头人刘鹤将率团赴华盛顿，举行第 13 轮中美经贸高级别磋商。三是英国脱欧节奏推迟，欧央行降息并重启 QE，进一步刺激经济。

短期看，考虑到未来一段时间风险冲突系统性下降，经济前景否极泰来，通胀预期将进入回升修复期，美联储在两次降息后鹰派态度明显，我们认为，美国实际利率将出现回升趋势，金价上行动能减弱。中长期看，全球经济放缓、中美修昔底德陷阱均难以避免，美国实际利率下降的长期趋势不改，金价已开启牛市。

据我们测算，假设 2019 年黄金均价达到 315 元/克，山东黄金 2019 年归母净利润预计将同比增长 100%以上，西部黄金、中金黄金、湖南黄金及赤峰黄金 2019 年归母净利润也将明显增加。

4. 重点公司点评

4.1. 山东黄金：中报矿产金产量略超预期，好戏还在后头

4.2. 中金黄金：2019年中报业绩回落，静待集团优质资产注入

4.3. 湖南黄金：钨锑拖累中报业绩，黄金业务继续扩张

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

公司深度分析

证券研究报告

黄金

投资评级 买入-A

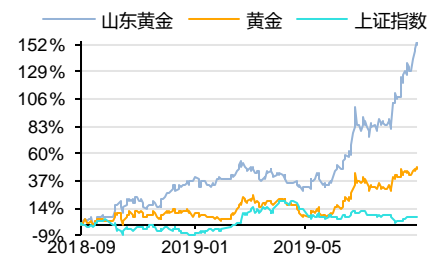
维持评级

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

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
主营业务收入	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

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
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

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	51,041.3	54,787.9	53,802.6	56,655.2	58,544.6	成长性					
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%
营业利润	1,651.2	1,476.6	2,988.3	5,216.3	6,338.2	利润率					
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%
利润总额	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%
净利润	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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	104	126	131	119	109
						流动营业资本周转天数	-39	-40	-41	-39	-37
						流动资产周转天数	35	44	49	54	55
						应收帐款周转天数	2	4	5	5	5
						存货周转天数	16	21	22	21	21
						总资产周转天数	249	286	300	284	270
						投资资本周转天数	148	165	168	149	141
						投资回报率					
						ROE	7.0%	4.0%	8.6%	15.3%	18.2%
						ROA	2.8%	2.1%	4.8%	8.8%	10.9%
						ROIC	8.7%	6.1%	9.9%	17.9%	22.0%
						费用率					
						销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
						管理费用率	4.3%	3.2%	3.4%	3.5%	3.5%
						财务费用率	1.0%	1.4%	1.1%	0.9%	0.7%
						三费/营业收入	5.4%	4.7%	4.6%	4.5%	4.3%
						偿债能力					
						资产负债率	59.2%	48.0%	40.2%	38.8%	38.1%
						负债权益比	145.3%	92.3%	72.9%	68.1%	63.7%
						流动比率	0.65	0.46	0.60	0.71	0.76
						速动比率	0.36	0.23	0.35	0.44	0.47
						利息保障倍数	4.27	3.26	6.39	11.85	17.15
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	0.07	0.00	-	0.00
						分红比率	19.6%	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%
						股息收益率	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.37	0.28	0.64	1.17	1.42
						BVPS(元)	5.27	6.98	7.40	7.52	7.60
						PE(X)	108.7	141.2	62.1	34.1	28.0
						PB(X)	7.6	5.7	5.4	5.3	5.2
						P/FCF	51.6	-20.3	-632.7	31.2	25.7
						P/S	2.4	2.3	2.3	2.2	2.1
						EV/EBITDA	15.0	14.3	20.0	14.6	13.0
						CAGR(%)	48.4%	71.7%	17.9%	48.4%	71.7%
						PEG	2.2	2.0	3.5	0.7	0.4
						ROIC/WACC	1.4	1.0	1.6	2.9	3.5
						REP	2.0	2.8	3.3	1.9	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2019年08月20日

中金黄金 (600489.SH)

2019H1 业绩回落，静待集团优质资产注入

■公司公布 2019 年半年报，业绩同比回落。2019 年 8 月 19 日，公司公布 2019 年半年报。实现营业收入 167.1 亿元，同比+3.75%；归母净利润 0.73 亿元，同比-41.08%；扣非归母净利润 0.61 亿元，同比-43.94%；基本每股收益 0.02 元/股，同比-50%，公司业绩同比回落。

■2019 年上半年业绩回落，主要受黄金产量下降，少数股东权益占比提升及销售费用增加影响。2019H1 黄金均价约为 287.8 元/g，同比+6.1%，但公司归母净利润同比减少 41.08%。一是黄金产量下降。2019 年上半年公司积极响应国家的环保政策，部分矿山进行整改，导致黄金产量有所减少，生产矿产金 11.18 吨、精炼金 33.10 吨、冶炼金 17.90 吨，同比-4.53%、-10.65%、-13.66%；二是中原冶炼厂少数股东权益占比提升导致归母净利润下降。中原冶炼厂是公司重要的赢利点，中原冶炼厂债转股后，少数股东权益占比由上期 30%提升至本期 60.98%。2019 年上半年，中原冶炼厂实现净利润 1.95 亿元，占公司净利润总额 73.1%，其中归属于少数股东的损益为 1.19 亿元，同比+171%，导致公司归母净利占比由上期 48%降至本期 28%，少数股东权益占比提升后，公司归母净利下降明显。三是销售费用增加。本期销售费用 0.93 亿，同比+63.61%，主要系中原冶炼厂铁路专用线运输费用增加所致。

■2019 年 3 月中原冶炼厂整体搬迁升级改造二期已完成竣工验收。新增电解铜产能 15 万吨，总产能达 35 万吨。2019 上半年生产矿山铜 9,380 吨、电解铜 143,984 吨，与上年同期比较分别增加了 7.12%、1.62%。公司营收能力进一步提高。

■公司黄金资源增储潜力大，集团优质资产注入预期强。一是 2019 年上半年公司继续推进增储，新增金金属量 12.6 吨。二是中国黄金集团实力雄厚，上市公司有望获得持续的资源增厚。中国黄金集团在全国范围内约有 48 家矿山企业，其中 42 家以黄金生产为主。截至 2017 年底，集团保有黄金资源量 1907 吨（包含中金黄金和中金黄金国际的资源量）。据集团公告，根据集团作出的非竞争承诺，公司为集团境内黄金资源业务的唯一上市平台，未来集团境内大量的黄金资源有望持续注入上市公司，公司有望获得较为持续的资源增厚。

■拟发行股份购买中原冶炼厂剩余 60.98%股权，交易完成后公司将完全控股中原冶炼厂。中原冶炼厂 60.98%股权交易作价 47 亿元，本次发行股份的价格为 6.66 元/股，预计发行 7.07 亿股取得中原冶炼厂 60.98%股权。我们根据 2019 上半年中原冶炼厂业绩测算，此次收购对价约 20 倍，不存在因并购重组交易而导致即期每股收益被摊薄的情况。

■拟置入大股东优质铜钼资产，估值优势明显，显著增厚业绩。据公司公告，公司拟作价 38 亿元收购大股东旗下内蒙古矿业 90%股权。本次发行股份的价格为 6.66 元/股，预计发行 4.85 亿股及 5.7 亿现金取得股权。一是大股东铜钼资产优质，产量较大。截至储量核实基准日 2018 年 6 月 30 日，该矿山铜金属储量 233 万吨，平均品位 0.144%；钼金属量 55 万吨，平均品位 0.034%。目前该公司金属铜年产能约 8 万吨。2018 年产铜 6.4 万吨，钼 0.7 万吨。二是此次收购有业绩承诺，估值优势明显。内蒙古矿业于 2019 年、2020 年和 2021 年承诺净利润不低于 7.46 亿、7.34 亿和 6.91 亿元，据我们测算，按 2019 年业绩承诺计算，年化 PE 不足 6 倍，若收购完成，将显著增厚公司业绩。

■投资建议：“买入-A”投资评级，6 个月目标价 12 元。考虑到全球央行边际宽

公司快报

证券研究报告

黄金

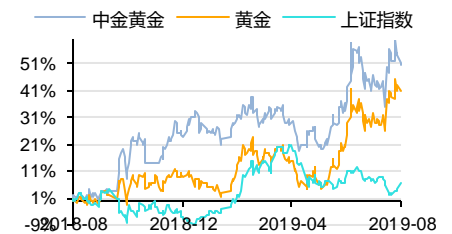
投资评级 买入-A
维持评级

6 个月目标价：12 元
股价 (2019-08-20) 9.84 元

交易数据

总市值 (百万元)	33,959.19
流通市值 (百万元)	33,959.19
总股本 (百万股)	3,451.14
流通股本 (百万股)	3,451.14
12 个月价格区间	6.54/10.45 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.64	22.76	45.08
绝对收益	3.24	22.78	53.1

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

中金黄金：2018 及 2019Q1 业绩回落，拟置入 2019-04-30 优质铜矿资产/齐丁

松，黄金价格有望走强，在 2019-2021 年黄金均价为 303、330、360 元的假设下，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.04 元、0.08 元和 0.14 元。考虑到公司矿产金业绩弹性大，集团资产一旦注入将显著增厚 EPS，给予 6 个月目标价 12 元，相当于公司未注入铜矿资产假设下 2020 年市净率 2.4 倍。

■风险提示：1) 公司黄金产量低于预期；2) 美联储降息低于预期，金价下行；3) 集团资产注入低于预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	32,928.2	34,452.4	36,507.7	43,945.3	47,104.3
净利润	291.3	195.9	139.6	270.4	477.9
每股收益(元)	0.08	0.06	0.04	0.08	0.14
每股净资产(元)	3.90	3.95	4.04	4.13	4.28

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	116.6	173.3	243.3	125.6	71.1
市净率(倍)	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
净利润率	0.9%	0.6%	0.4%	0.6%	1.0%
净资产收益率	3.5%	1.9%	2.5%	2.6%	4.4%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.5%	3.4%	4.3%	4.6%	6.7%

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
营业收入	32,928.2	34,452.4	36,507.7	43,945.3	47,104.3	成长性					
减:营业成本	29,166.6	30,868.3	32,829.9	39,933.3	42,330.6	营业收入增长率	-15.4%	4.6%	6.0%	20.4%	7.2%
营业税费	289.3	302.8	292.1	351.6	376.8	营业利润增长率	-3.8%	-18.3%	48.1%	7.0%	64.1%
销售费用	90.6	139.3	200.8	175.8	188.4	净利润增长率	-19.6%	-32.7%	-28.8%	93.7%	76.7%
管理费用	1,754.6	1,637.8	1,533.3	1,977.5	2,119.7	EBITDA 增长率	-0.8%	5.6%	3.3%	-4.1%	20.5%
财务费用	629.5	710.4	572.0	583.6	586.4	EBIT 增长率	-6.5%	12.3%	8.0%	-7.5%	39.1%
资产减值损失	325.5	48.9	70.4	43.4	42.0	NOPLAT 增长率	14.3%	-16.5%	19.9%	4.9%	38.3%
加:公允价值变动收益	-77.0	-82.0	10.0	10.0	10.0	投资资本增长率	8.7%	-5.3%	-2.0%	-3.8%	-2.3%
投资和汇兑收益	98.8	112.6	13.1	9.7	6.9	净资产增长率	2.4%	23.5%	3.6%	2.8%	4.9%
营业利润	695.3	567.9	841.1	899.8	1,476.3	利润率					
加:营业外净收支	-2.1	-12.5	-148.8	-148.8	-148.8	毛利率	11.4%	10.4%	10.1%	9.1%	10.1%
利润总额	693.3	555.3	692.3	751.1	1,327.5	营业利润率	2.1%	1.6%	2.3%	2.0%	3.1%
减:所得税	150.3	179.0	193.8	210.3	371.7	净利润率	0.9%	0.6%	0.4%	0.6%	1.0%
净利润	291.3	195.9	139.6	270.4	477.9	EBITDA/营业收入	8.2%	8.3%	8.1%	6.5%	7.2%
						EBIT/营业收入	4.0%	4.3%	4.4%	3.4%	4.4%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	137	132	121	92	79
货币资金	3,282.8	3,640.7	5,258.1	6,707.2	8,228.9	流动营业资本周转天数	54	59	56	54	53
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	166	159	164	157	163
应收帐款	614.7	666.9	1,277.8	1,450.2	1,554.4	应收帐款周转天数	8	7	10	11	11
应收票据	33.7	272.7	182.5	219.7	235.5	存货周转天数	107	103	96	81	79
预付帐款	1,248.8	781.3	1,313.2	1,597.3	1,693.2	总资产周转天数	422	400	384	329	315
存货	10,016.3	9,705.0	9,849.0	9,983.3	10,582.7	投资资本周转天数	266	258	234	189	171
其他流动资产	141.3	79.3	262.1	262.1	262.1	投资回报率					
可供出售金融资产	144.7	144.7	144.7	144.7	144.7	ROE	3.5%	1.9%	2.5%	2.6%	4.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.4%	1.0%	1.3%	1.3%	2.3%
长期股权投资	792.8	808.3	821.7	821.7	821.7	ROIC	4.5%	3.4%	4.3%	4.6%	6.7%
投资性房地产	32.1	30.3	-	-	-	费用率					
固定资产	12,379.7	12,845.8	11,759.3	10,815.4	9,863.9	销售费用率	0.3%	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%
在建工程	2,386.0	1,906.9	2,113.2	2,113.2	2,113.2	管理费用率	5.3%	4.8%	4.2%	4.5%	4.5%
无形资产	3,935.0	3,832.1	3,490.7	3,295.5	3,100.3	财务费用率	1.9%	2.1%	1.6%	1.3%	1.2%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	7.5%	7.2%	6.3%	6.2%	6.1%
资产总额	38,515.8	38,052.5	39,736.9	40,675.0	41,865.3	偿债能力					
短期债务	7,336.1	6,762.9	8,479.2	8,479.2	8,479.2	资产负债率	59.4%	49.2%	46.9%	46.7%	45.9%
应付帐款	3,677.3	2,665.1	2,559.5	2,914.6	3,034.5	负债权益比	146.2%	96.9%	93.2%	92.4%	89.0%
应付票据	312.9	219.5	574.9	574.9	574.9	流动比率	0.96	1.04	1.22	1.32	1.46
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.33	0.37	0.56	0.67	0.77
长期借款	5,752.5	3,070.4	2,947.1	2,947.1	2,947.1	利息保障倍数	2.10	2.09	2.80	2.54	3.52
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	22,872.9	18,727.4	18,652.5	19,022.8	19,209.5	DPS(元)	0.03	0.02	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	2,187.0	5,702.8	6,061.7	6,332.1	6,810.0	分红比率	35.5%	35.2%	0.0%	0.0%	0.2%
股本	3,451.1	3,451.1	3,451.1	3,451.1	3,451.1	股息收益率	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	9,982.7	10,143.3	10,467.9	10,738.3	11,216.2						
股东权益	15,642.9	19,325.1	20,019.2	20,587.0	21,590.5						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	543.0	376.4	139.6	270.4	477.9	EPS(元)	0.08	0.06	0.04	0.08	0.14
加:折旧和摊销	1,705.8	1,718.7	1,351.4	1,351.4	1,351.4	BVPS(元)	3.90	3.95	4.04	4.13	4.28
资产减值准备	325.5	48.9	70.4	43.4	42.0	PE(X)	116.6	173.3	243.3	125.6	71.1
公允价值变动损失	77.0	82.0	10.0	10.0	10.0	PB(X)	2.5	2.5	2.4	2.4	2.3
财务费用	690.4	708.1	572.0	583.6	586.4	P/FCF	91.1	-10.4	-341.5	29.5	34.1
投资损失	-98.8	-112.6	-13.1	-9.7	-5.9	P/S	1.0	1.0	0.9	0.8	0.7
少数股东损益	251.7	180.4	358.9	270.4	477.9	EV/EBITDA	17.0	14.0	14.7	14.9	12.1
营运资金的变动	-3,471.6	-334.0	-965.6	-257.8	-628.6	CAGR(%)	-0.1%	36.4%	1.5%	-0.1%	36.4%
经营活动产生现金流量	630.2	2,418.0	1,523.5	2,261.6	2,311.1	PEG	-850.1	4.8	159.3	-915.7	2.0
投资活动产生现金流量	-1,130.5	-1,039.4	-743.8	-0.3	-4.1	ROIC/WACC	0.8	0.6	0.8	0.9	1.2
融资活动产生现金流量	778.7	-1,130.2	-1,499.9	-1,666.3	-2,054.3	REP	2.2	2.6	2.3	2.2	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2019年08月23日

湖南黄金 (002155.SZ)

钨铋拖累中报业绩，黄金业务继续扩张

■上半年受铋和钨价格下跌拖累，中报业绩下滑。公司发布2019年中报，实现营业收入83.75亿元，同比增长27.58%；归母净利润8,404万元，同比下降39.17%；扣非净利润8,392万元，同比下降36.04%；实现每股收益0.0699元。上半年黄金、铋和钨业务毛利占比分别为65%、27%和6%，黄金业务占比进一步提升。上半年业绩下滑主要归因于铋和钨价的下跌，上半年黄金均价287.96元/克，同比上涨6.1%；铋锭均价4.53万元/吨，同比下跌15.2%；仲钨酸铵均价13.60万元，同比下跌14.9%。

■黄金矿山提质扩能工程投入运营，矿产金产量有望提升。据公告，上半年公司生产黄金27.0吨（自产+加工），同比增长32.30%，其中自产金2.29吨，同比下降1.04%；黄金销售收入76.01亿元，同比增长32.83%；毛利率4.51%，下降0.69个百分点，收入增加主要归因于外购非标金业务增长及黄金价格上升，毛利率下降归因于高毛利自产金量同比减少以及低毛利非标金业务增加。未来黄金板块业绩有望进一步增长，一是自产金增加，据公告，黄金洞矿业采选1600t/d提质扩能工程与大万矿业采选1400t/d提质扩能工程的主要系统均已投入运行，正在进行配套完善工作，年采选规模有望达到100万吨，产能达产后矿产金产量有望增加约20%。二是精炼金扩能，据公告，公司100t黄金精炼深加工、加工贸易项目于6月15日举行了单机联机运行调试启动仪式，正在推进土建及等配套完善工作，预计9月底试车运行。

■受铋和钨需求疲软，价格下跌导致毛利率大幅下滑拖累公司整体业绩。据公告，上半年公司生产铋品1.95万吨，同比增长17.03%；生产钨品1,185标吨，同比增长1.04%，尽管公司铋和钨品的产量增长，但受到价格下跌的影响，公司铋品和钨品的销售收入同比分别下滑10.45%和7.75%；铋品中精铋、含量铋、氧化铋、乙二醇铋毛利率分别降低10.1、10.23、5.75、0.83个百分点，钨品毛利率降低4.72个百分点。据行业协会及SMM消息，目前铋和钨价均已接近行业平均成本线，价格下行空间不大，且随着宏观经济企稳，铋和钨行业有望需求回暖价格回升，公司铋钨板块业绩有望好转。

■公司现金流状况改善，财务状况良好，2019年上半年生产计划基本达标。公司上半年负债率29.16%，经营现金流净额1.43亿元，同比增加19.60%；投资现金流净额-2.64亿元，同比减少148.02%；筹资现金流净额832.56万元，同比增加103.90%，具有良好的财务保障能力。据公司2019年经营计划，实现销售收入160亿元、黄金生产53.1吨、铋品生产3.93吨、钨品生产2500标吨，上半年已分别达标52.34%、50.85%、49.61%、47.40%，基本完成半年度任务。

■投资建议：维持买入-A投资评级，6个月目标价11.2元。考虑到全球央行边际宽松，黄金价格有望持续走强，假设2019~2021年金价分别为303、330和360元/克，我们预计公司2019~2021年EPS分别为0.21、0.37和0.50，业绩增长主要来自于黄金洞矿业公司旗下金矿提质改造工程逐步扩产，考虑到公司持续稳健经营，业绩有望逐渐释放，维持6个月目标价11.2元，相当于2020年动态市盈率30x。

■风险提示：1) 黄金价格大幅下行；2) 公司自产黄金增长不及预期；3) 铋和钨需求回暖不及预期。

公司快报

证券研究报告

黄金

投资评级 买入-A

维持评级

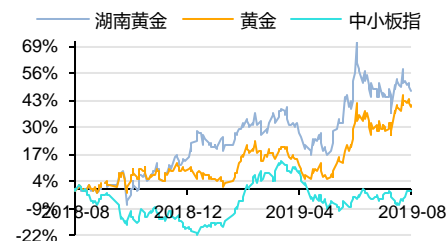
6个月目标价：11.2元

股价(2019-08-23) 9.45元

交易数据

总市值(百万元)	11,359.27
流通市值(百万元)	11,358.22
总股本(百万股)	1,202.04
流通股本(百万股)	1,201.93
12个月价格区间	5.94/10.94元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.01	21.51	45.14
绝对收益	0.64	26.73	47.62

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

湖南黄金：2018年业绩符合预期，矿产金有望稳步增长/齐丁 2019-03-26

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	10,325.8	12,460.9	16,499.5	19,661.2	23,385.2
净利润	302.2	270.4	248.5	446.8	605.6
每股收益(元)	0.25	0.22	0.21	0.37	0.50
每股净资产(元)	3.79	4.02	4.23	4.60	5.10
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	37.6	42.0	45.7	25.4	18.8
市净率(倍)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
净利润率	2.9%	2.2%	1.5%	2.3%	2.6%
净资产收益率	6.3%	5.3%	4.7%	7.8%	9.6%
股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	9.1%	7.8%	7.2%	11.9%	14.3%

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
营业收入	10,325.8	12,460.9	16,499.5	19,661.2	23,385.2	成长性					
减:营业成本	9,061.2	11,230.5	15,253.3	18,129.8	21,613.3	营业收入增长率	52.3%	20.7%	32.4%	19.2%	18.9%
营业税费	51.8	64.0	82.5	98.3	116.9	营业利润增长率	146.8%	-5.3%	-12.9%	80.8%	35.8%
销售费用	33.1	36.4	38.2	40.5	43.3	净利润增长率	113.0%	-10.5%	-8.1%	79.8%	35.5%
管理费用	682.7	474.1	483.6	493.3	503.2	EBITDA 增长率	61.7%	31.2%	-5.3%	32.3%	19.9%
财务费用	44.5	47.3	53.9	53.0	53.5	EBIT 增长率	111.4%	45.2%	-4.9%	42.8%	24.3%
资产减值损失	72.4	31.6	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	108.9%	-13.1%	-4.1%	69.2%	32.9%
加:公允价值变动收益	-	-1.0	-	-	-	投资资本增长率	1.7%	3.4%	3.3%	10.1%	9.5%
投资和汇兑收益	10.7	8.9	9.6	9.6	9.6	净资产增长率	6.2%	6.2%	4.8%	8.7%	10.8%
营业利润	376.7	356.8	310.7	561.7	762.7	利润率					
加:营业外净收支	-16.5	-5.2	-5.0	-5.0	-5.0	毛利率	12.2%	9.9%	7.6%	7.8%	7.6%
利润总额	360.1	351.6	305.7	556.7	757.7	营业利润率	3.6%	2.9%	1.9%	2.9%	3.3%
减:所得税	66.9	92.4	64.2	116.9	159.1	净利润率	2.9%	2.2%	1.5%	2.3%	2.6%
净利润	302.2	270.4	248.5	446.8	605.6	EBITDA/营业收入	6.2%	6.7%	4.8%	5.4%	5.4%
						EBIT/营业收入	4.2%	5.1%	3.6%	4.4%	4.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	83	78	65	58	53
						流动资产周转天数	14	8	7	10	11
货币资金	427.3	407.3	14.4	50.8	229.0	流动资产周转天数	70	54	39	38	39
交易性金融资产	27.4	15.5	15.5	15.5	15.5	应收账款周转天数	8	6	7	9	9
应收账款	238.6	208.1	425.7	507.3	603.3	存货周转天数	22	18	14	14	14
应收票据	281.9	197.5	363.0	432.5	514.5	总资产周转天数	233	199	160	148	136
预付账款	133.5	153.6	228.8	271.9	324.2	投资资本周转天数	132	112	87	78	72
存货	629.8	584.9	686.4	815.8	972.6	投资回报率					
其他流动资产	323.0	126.6	150.0	150.0	150.0	ROE	6.3%	5.3%	4.7%	7.8%	9.6%
可供出售金融资产	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	ROA	4.3%	3.8%	3.1%	5.2%	6.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	9.1%	7.8%	7.2%	11.9%	14.3%
长期股权投资	24.4	17.2	17.2	17.2	17.2	费用率					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
固定资产	2,493.8	2,888.6	3,059.0	3,314.3	3,551.6	管理费用率	6.6%	3.8%	2.9%	2.5%	2.2%
在建工程	364.2	312.5	450.0	450.0	450.0	财务费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%
无形资产	626.9	605.9	1,016.6	1,016.6	1,016.6	三费/营业收入	7.4%	4.5%	3.5%	3.0%	2.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	偿债能力					
资产总额	6,886.3	6,887.4	7,799.0	8,414.5	9,217.0	资产负债率	32.7%	28.5%	23.0%	23.0%	22.9%
短期债务	83.2	255.0	255.0	255.0	255.0	负债权益比	48.5%	39.8%	33.1%	32.9%	32.3%
应付账款	352.4	310.9	610.1	725.2	864.5	流动比率	1.24	0.95	1.13	1.24	1.42
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	0.86	0.62	0.72	0.79	0.93
其他流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	9.78	13.37	11.16	16.20	19.95
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.04	-	-	-
负债总额	2,250.0	1,962.4	1,706.6	1,843.8	2,009.2	分红比率	0.0%	17.8%	0.0%	0.0%	0.0%
少数股东权益	75.4	92.7	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0						
留存收益	3,341.8	3,612.2	3,860.8	4,307.6	4,913.1						
股东权益	4,636.3	4,925.0	5,160.8	5,607.6	6,213.2						

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	293.3	259.2	248.5	446.8	605.6	EPS(元)	0.25	0.22	0.21	0.37	0.50
加:折旧和摊销	253.9	284.3	194.6	194.6	194.6	BVPS(元)	3.79	4.02	4.23	4.60	5.10
资产减值准备	72.4	31.6	50.0	50.0	50.0	PE(X)	37.6	42.0	45.7	25.4	18.8
公允价值变动损失	-	1.0	-	-	-	PB(X)	2.5	2.4	2.2	2.1	1.9
财务费用	41.3	51.8	53.9	53.0	53.5	P/FCF	46.5	816.3	-8.7	2,287.6	77.5
投资损失	-10.7	-8.9	-9.6	-9.6	-9.6	P/S	1.1	0.9	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	-9.0	-11.2	-7.0	-7.0	-7.0	EV/EBITDA	17.0	10.2	13.0	9.8	8.0
营运资金的变动	29.5	334.1	-339.2	-186.5	-221.6	CAGR(%)	14.5%	32.2%	25.2%	14.5%	32.2%
经营活动产生现金流量	478.7	779.1	191.3	541.3	665.6	PEG	2.6	1.3	1.8	1.8	0.6
投资活动产生现金流量	-449.3	-467.4	9.6	9.6	9.6	ROIC/WACC	1.3	1.1	1.0	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	99.2	-334.8	711.8	-298.0	-377.2	REP	2.2	2.0	2.5	1.4	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 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 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。

■ 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	陈盈怡		
	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	huzhen@essence.com.cn
	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