

高弹性黄金标的，静待四季度业绩释放

投资要点

- **业绩总结：**公司2019年前三季度实现营收648.29亿元（同比+37.70%），归母净利9.47亿元（同比+15.15%），扣非净利9.34亿元（同比+13.73%）；2019Q3单季度实现营收255.36亿元（同比+77.86%，环比+24.12%），归母净利3.38亿元（同比+133.62%，环比+13.06%），扣非净利2.70亿元（同比+68.25%，环比-10%）。
- **Q3单季度业绩略低于预期。**年初至今，黄金价格表现优异，尤其在三季度金价保持在高位。2019Q1/Q2/Q3 Comex 黄金均价分别为1305/1312/1481美元/盎司，SHFE 黄金均价为287/293/337元/克，沪金Q3单季度环比+15%，但是公司Q3单季度扣非净利环比还有所下滑，金价上涨带来的单位利润增厚并未充分释放。
- **Q4单季度利润会集中释放。**年初公司披露主要经营计划是2019年自产黄金37.87吨，今年上半年生产20.51吨，完成计划的54%，全年基本能完成生产计划。公司基于对黄金价格的乐观判断，Q3产品结构有所调整，外购金销售量大幅度增加，Q4矿产金的销售量会有所增加，利润有望集中释放。
- **核心资产阿根廷贝拉德罗金矿：**贝矿全年生产计划是23-25万盎司，折合吨数6.52-7.09吨（50%权益）。根据巴理克黄金公司Q3生产报告显示，贝矿单季度产金5.8万盎司（约1.64吨），前三季度产金20.3万盎司（约5.75吨），所以Q4的生产压力相对较小。贝矿2019年矿山产量同比减少主要是由于品位下滑所致，预计单位生产在310-330元/克，提升明显。
- **全球制造业疲软，美联储10月份大概率会第三次降息。**全球主要经济体制造业持续低迷：美国9月Markit制造业PMI虽好于市场预期，但是耐用品订单月率环比下滑反映出制造业疲软；欧元区10月Markit制造业PMI初值45.7，处2013年以来低位；日韩地区的数据也同样处于萎缩区间。CME FedWatch Tool最新数据显示，美联储10月再次降息25个Bp的概率已经达到95%以上。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.49元、0.78元、0.97元，对应的PE分别为65倍、41倍和33倍。考虑到全球开启降息周期，金价长周期上行，公司作为国内最大的黄金矿山企业，对于金价上涨公司业绩有高弹性，维持“买入”评级。
- **风险提示：**矿产金产量或不及预期；美国经济超预期导致黄金价格下跌。

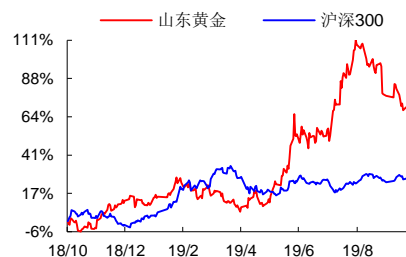
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	54787.88	95865.92	105168.52	110775.87
增长率	7.34%	74.98%	9.70%	5.33%
归属母公司净利润（百万元）	875.73	1523.96	2428.82	3020.60
增长率	-23.01%	74.02%	59.38%	24.36%
每股收益EPS（元）	0.28	0.49	0.78	0.97
净资产收益率ROE	4.01%	6.75%	9.71%	10.78%
PE	114	65	41	33
PB	4.62	4.31	3.90	3.49

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：刘孟峦
 执业证号：S1250519060005
 电话：15210216914
 邮箱：lml@swsc.com.cn
 联系人：杨耀洪
 电话：18659008657
 邮箱：yyhong@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.00
流通A股(亿股)	21.96
52周内股价区间(元)	25.16-51.25
总市值(亿元)	998.07
总资产(亿元)	582.65
每股净资产(元)	7.17

相关研究

1. 山东黄金（600547）：高弹性黄金标的，业绩将在下半年充分释放（2019-08-30）
2. 山东黄金（600547）：矿金产量符合预期，高弹性标的2019年业绩可期（2019-04-01）

关键假设：

假设 1：2019-2021 年，矿产金销量分别为 37.87 吨、38.87 吨和 39.87 吨；

假设 2：2019-2021 年，黄金均价分别为 320 元/克、350 元/克和 367.5 元/克；

假设 3：2019-2021 年，平均单位生产成本约为 168 元/克；其中，国内矿产金单位生产成本约为 135 元/克，阿根廷贝拉德罗单位生产成本约为 320 元/克。

假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司主营业务销量及毛利率

		2018A	2019E	2020E	2021E
矿产金	销量 (Kg)	39,345.7	37,870.0	38,870.0	39,870.0
	销售单价 (元/克)	268.9	320.0	350.0	367.5
	毛利率	42.78%	47.43%	52.18%	54.67%
外购金	销量 (Kg)	99,356.5	200,000.0	200,000.0	200,000.0
	销售单价 (元/吨)	271.7	320.0	350.0	367.5
	毛利率	0.17%	0.14%	0.13%	0.12%
小金条	销量 (Kg)	71,692.5	70,000.0	70,000.0	70,000.0
	销售单价 (元/吨)	234.7	276.8	302.8	317.9
	毛利率	0.14%	0.12%	0.11%	0.10%
合 计	收入 (亿元)	547.9	958.7	1,051.7	1,107.8
	增速	7.34%	74.98%	9.70%	5.33%
	综合毛利率	8.71%	6.28%	7.01%	7.48%

数据来源：公司公告，西南证券

附图：巴里克黄金公司报告摘录

图 1：Veladero2019 年预计产金 23-25 万盎司（折合吨数 6.52-7.09 吨，50%权益）

GOLD PRODUCTION AND COSTS				
	2019 forecast production (000s ozs)	2019 forecast cost of sales ⁶ (\$/oz)	2019 forecast total cash costs ⁷ (\$/oz)	2019 forecast all-in sustaining costs ⁷ (\$/oz)
Carlin ^{17,18}	960 - 1,020	1,020 - 1,080	740 - 790	955 - 995
Cortez ¹⁷	760 - 810	810 - 850	530 - 580	670 - 710
Turquoise Ridge/Twin Creeks ¹⁷	330 - 370	655 - 705	550 - 600	680 - 730
Phoenix ¹⁷	50 - 70	1,290 - 1,330	940 - 990	1,120 - 1,150
Long Canyon ¹⁷	40 - 50	720 - 750	300 - 350	920 - 950
Pueblo Viejo (60%)	550 - 600	780 - 830	465 - 510	610 - 650
Loulo-Gounkoto (80%)	520 - 570	880 - 930	575 - 625	810 - 850
Kibali (45%)	330 - 350	1,150 - 1,200	555 - 605	670 - 730
Kalgoorlie (50%)	260 - 280	920 - 970	740 - 790	1,010 - 1,050
Tongon (89.7%)	250 - 270	1,300 - 1,350	710 - 760	780 - 820
Porgera (47.5%)	240 - 260	980 - 1,030	800 - 850	985 - 1,025
Veladero (50%)	230 - 250	1,250 - 1,350	770 - 820	1,150 - 1,250
Hemlo	200 - 220	890 - 940	765 - 815	1,100 - 1,200
Acacia (63.9%)	320 - 350	920 - 970	665 - 710	860 - 920
Other Sites ¹⁹	120 - 160	1,155 - 1,240	895 - 945	1,055 - 1,115
Total Attributable to Barrick ^{20,21,22}	5,100 - 5,600	910 - 970	650 - 700	870 - 920

数据来源：Barrick Gold Corporation Q2 Production Results，西南证券整理

图 2：Veladero2019 年 Q3 单季度产金 5.8 万盎司（折合吨数 1.64 吨，50%权益）

	Three months ended September 30, 2019	
	Production	Sales
Gold (equity ounces (000s))		
Carlin ³ (61.5%)	278	272
Cortez (61.5%)	126	126
Turquoise Ridge ⁴ (61.5%)	82	96
Phoenix (61.5%)	25	19
Long Canyon (61.5%)	24	24
Nevada Gold Mines (61.5%)	535	537
Loulo-Gounkoto (80%)	153	155
Pueblo Viejo (60%)	139	136
Kibali (45%)	91	89
Porgera (47.5%)	75	75
Tongon (89.7%)	62	66
Tanzania ⁵ (63.9%)	53	59
Veladero (50%)	58	59
Kalgoorlie (50%)	58	58
Hemlo	49	50
Lagunas Norte	33	33
Total Gold	1,306	1,317

数据来源：Barrick Gold Corporation Q3 Production Results，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	54787.88	95865.92	105168.52	110775.87	净利润	937.08	1693.28	2698.69	3356.22
营业成本	50016.50	89845.35	97796.85	102491.48	折旧与摊销	2435.05	2857.44	2992.64	3152.08
营业税金及附加	363.62	575.20	631.01	664.66	财务费用	791.54	900.00	800.00	800.00
销售费用	37.23	239.66	252.40	254.78	资产减值损失	0.57	20.00	2.00	2.00
管理费用	1746.74	1900.00	1800.00	1800.00	经营营运资本变动	117.91	4812.63	1073.50	506.76
财务费用	791.54	900.00	800.00	800.00	其他	-1354.98	-220.27	-20.39	-22.76
资产减值损失	0.57	20.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	2927.17	10063.09	7546.44	7794.30
投资收益	-46.67	0.00	20.00	20.00	资本支出	-3523.78	-3600.00	-3600.00	-3600.00
公允价值变动损益	1.57	200.00	0.00	0.00	其他	-241.69	200.00	20.00	20.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3765.47	-3400.00	-3580.00	-3580.00
营业利润	1476.58	2265.71	3606.26	4482.96	短期借款	2834.05	1703.68	-2236.18	-2853.56
其他非经营损益	-27.61	-8.00	-8.00	-8.00	长期借款	-4766.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	1448.97	2257.71	3598.26	4474.96	股权融资	4533.65	0.00	0.00	0.00
所得税	511.89	564.43	899.56	1118.74	支付股利	-73.47	0.00	0.00	0.00
净利润	937.08	1693.28	2698.69	3356.22	其他	-2171.39	-919.41	-800.00	-800.00
少数股东损益	61.34	169.33	269.87	335.62	筹资活动现金流净额	356.24	784.27	-3036.18	-3653.56
归属母公司股东净利润	875.73	1523.96	2428.82	3020.60	现金流量净额	-460.62	7447.36	930.26	560.74
资产负债表（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2139.23	9586.59	10516.85	11077.59	成长能力				
应收和预付款项	923.70	1301.85	1520.75	1612.07	销售收入增长率	7.34%	74.98%	9.70%	5.33%
存货	3352.93	5461.46	6245.87	6494.87	营业利润增长率	-10.57%	53.44%	59.17%	24.31%
其他流动资产	168.44	241.60	278.57	296.53	净利润增长率	-21.48%	80.70%	59.38%	24.36%
长期股权投资	1037.14	1037.14	1037.14	1037.14	EBITDA 增长率	6.69%	28.07%	22.84%	14.00%
投资性房地产	216.57	216.57	216.57	216.57	获利能力				
固定资产和在建工程	22991.31	24437.28	25748.06	26899.39	毛利率	8.71%	6.28%	7.01%	7.48%
无形资产和开发支出	12914.56	12215.32	11516.08	10816.84	三费率	4.70%	3.17%	2.71%	2.58%
其他非流动资产	1202.09	1197.91	1193.73	1189.55	净利率	1.71%	1.77%	2.57%	3.03%
资产总计	44945.97	55695.73	58273.62	59640.56	ROE	4.01%	6.75%	9.71%	10.78%
短期借款	3623.35	5327.03	3090.86	237.29	ROA	2.08%	3.04%	4.63%	5.63%
应付和预收款项	3044.55	5207.52	5777.94	6051.30	ROIC	4.94%	7.72%	10.65%	12.57%
长期借款	2090.96	2090.96	2090.96	2090.96	EBITDA/销售收入	8.58%	6.28%	7.04%	7.61%
其他负债	12810.08	17977.41	19522.36	20113.29	营运能力				
负债合计	21568.94	30602.92	30482.12	28492.84	总资产周转率	1.26	1.91	1.85	1.88
股本	2214.01	3099.61	3099.61	3099.61	固定资产周转率	2.86	4.84	5.30	5.50
资本公积	8393.13	8393.13	8393.13	8393.13	应收账款周转率	157.04	165.45	159.46	144.31
留存收益	11041.97	11680.33	14109.15	17129.75	存货周转率	15.49	20.38	16.70	16.08
归属母公司股东权益	21620.22	23166.68	25595.50	28616.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.48%	—	—	—
少数股东权益	1756.80	1926.13	2196.00	2531.62	资本结构				
股东权益合计	23377.03	25092.81	27791.50	31147.72	资产负债率	47.99%	54.95%	52.31%	47.77%
负债和股东权益合计	44945.97	55695.73	58273.62	59640.56	带息债务/总负债	29.68%	26.49%	19.26%	10.59%
					流动比率	0.46	0.71	0.80	0.92
					速动比率	0.23	0.48	0.53	0.61
					股利支付率	8.39%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.28	0.49	0.78	0.97
					每股净资产	6.98	7.47	8.26	9.23
					每股经营现金	0.94	3.25	2.43	2.51
					每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	4703.16	6023.16	7398.90	8435.04					
PE	113.97	65.49	41.09	33.04					
PB	4.62	4.31	3.90	3.49					
PS	1.82	1.04	0.95	0.90					
EV/EBITDA	15.69	16.02	12.62	10.66					
股息率	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn