

山东黄金 (600547)
短期因素使得 Q3 业绩乏善可陈，中长期值得期待
评级: 买入

市场价格: 32.2

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

电话: 021-20315185

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师: 李翔

执业证书编号: S0740518110002

电话: 0755-22660869

Email: lixiang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3100
流通股本(百万股)	2196
市价(元)	32.20
市值(百万元)	92200
流通市值(百万元)	70700

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 2019.08.03 有色金属行业周报: 继续配置黄金的理由很充分, 降息、加税、配置低
- 2019.07.07 有色金属行业: 金价上涨趋势改变了么?
- 2019.06.12 有色金属行业 2019 年下半年策略报告: 有破有立

公司盈利预测及估值

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51041.30	54787.88	65897.08	73173.57	76820.21
增长率 yoy%	1.68%	7.34%	20.28%	11.04%	4.98%
净利润	1129.67	872.04	1522.40	2487.16	3017.11
增长率 yoy%	-12.62%	-22.81%	74.58%	63.37%	21.31%
每股收益(元)	0.364	0.281	0.491	0.802	0.973
每股现金流量	1.218	0.986	3.336	1.660	3.730
净资产收益率	6.92%	4.03%	6.65%	9.96%	10.97%
P/E	88.35	114.45	65.56	40.13	33.08
P/B	6.11	4.62	4.36	4.00	3.63

备注:

投资要点

- 【事件】:** 公司于 2019 年 10 月 29 日披 2019 年第三季度报告, 公司 2019 年前三季度实现营业收入 648.29 亿元, 同比增长 37.70%; 归属于上市公司股东的净利润 9.47 亿元, 同比增长 15.15%; 每股盈利 0.31 元。其中单 3 季度实现营业收入 255.10 亿元, 同比增长 77.85%, 环比增长 24.00%, 归属于上市公司股东的净利润 3.38 亿元, 同比增长 113.66%, 环比增长 13.061%; 每股盈利 0.11 元; Q3 业绩略低于市场预期。(注: 比率为经追溯调整后数据)
- Q3 金价环比明显上涨, 但盈利能力有所回落。** Q3 国内黄金现货均价 335 元/克, 环比增长 47 元/克, 增幅 16%, 但 Q3 公司毛利环比虽增厚 0.97 亿元, 而毛利率环比下滑 0.01pct 至 5.74%; 预计这与公司增加低品位金精矿或增大外购金采购等有关。综合来看, 前三季度公司毛利率同比下滑 1.33pct 至 6.43%, 盈利能力有所回落。
- Q3 利息费用增加抬升费用支出。** Q3 期间费用合计 9.45 亿元, 环比增长 2.36 亿元, 增幅 33%, 主要是财务费用 (+116%) 增加所致, 即由于公司借款增加增厚了利息费用。最终期间费用率环比提升 0.26pct, 其中财务费用率环比提升 0.46pct。但 Q1-Q3 整体期间费用率同比下滑 0.54pct 至 3.92%, 经营效率总体在提升。
- 公允价值变动净收益成为提振 Q3 经营业绩的主因。** 由于黄金价格的变动, 公司期货、租赁等业务带来的公允价值变动净收益 3.49 亿元, 最终使得营业利润 6.26 亿元, 环比增厚 1.79 亿元。
- 所得税实际税率明显提升或与会计政策内外差异等有关。** Q3 所得税率环比提升 17.24pct 至 42.08%, 这或与贝拉罗德金矿会计处理等有关, 后续实际所得税税率或将出现回落。公司最终实现归母净利润 3.38 亿元, 环比增长 0.39 亿元, 增幅 13.61%。
- 维持对金价长期上涨趋势不变的判断, 黄金龙头也将充分受益于此。** 最新数据显示, 美国后周期的消费、地产等经济数据仍在继续走低, 9 月零售销售环比下降 0.3%, 新屋销售年化月率为 -0.7%, 为缓解经济下行压力, 美联储年内或再次降息。美国经济自 18 年 Q4 见顶、5 月底以来美国的先行指标等均指向经济趋势回落, 持续降息或不可避免, 我们认为真实收益率下行趋势不改, 当前时点, 金价上涨处于经济回落的第一阶段——交易

国债收益率下行，金价中长期表现仍值得期待。

- **盈利预测与投资建议：**在金价 2019/2020/2021 年分别为 326/359/377 元/克的基准假设下，预计公司 2019/2020/2021 年归母净利润分别为 15.22/24.87/30.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.491/0.802/0.973 元，目前股价对应的 PE 估值水平则分别为 66/40/33X，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**宏观经济波动的风险；核心产品价格下行的风险；相关产业政策变动的风险；项目进展不及预期的风险。

图表 1: 财务简报

	2018Q1-3	2019Q1-3	同比	2019Q2	2019Q3	环比	Q3指标变动原因
营业收入	470.79	648.29	38%	205.74	255.10	24%	Q3国内黄金现货均价335元/克, 环比增长47元/克, 增幅16%
营业成本	434.25	606.58	40%	192.07	240.47	25%	外购金成本增加
毛利	36.54	41.70	14%	13.67	14.64	7%	预计这与公司增加低品位金精矿或增大外购金采购等有关
毛利率	7.76%	6.43%	-1.33%	6.64%	5.74%	-0.91%	
销售费用	0.44	1.47	238%	0.11	0.37	241%	子公司期货中间商销售费用增加
销售费用率	0.09%	0.23%	0.13%	0.05%	0.14%	0.09%	
管理费用	14.35	14.88	4%	4.59	5.30	16%	
管理费用率	3.05%	2.30%	-0.75%	2.23%	2.08%	-0.15%	
研发费用		2.50		1.10	1.02		
研发费用率		0.39%		0.53%	0.40%	-0.14%	
财务费用	6.20	6.55	6%	1.27	2.74	116%	公司借款增加增厚了利息费用
财务费用率	1.32%	1.01%	-0.31%	0.62%	1.07%	0.46%	
期间费用	21.02	25.43	21%	7.09	9.45	33%	
期间费用率	4.47%	3.92%	-0.54%	3.45%	3.70%	0.26%	
公允价值变动收益	-1.77	1.96	#N/A	-0.84	2.65	#N/A	由于黄金价格的变动, 公司期货、租赁等业务带来的公允价值变
营业利润	12.642	15.360	22%	4.47	6.26	40%	
利润总额	12.64	15.27	21%	4.45	6.20	39%	
所得税	3.77	4.76	26%	1.11	2.61	136%	
所得税率	29.80%	31.20%	1.40%	24.84%	42.08%	17.24%	或与贝拉罗德金矿会计处理等有关
归母净利润	8.22	9.47	15%	2.99	3.38	13%	
EPS	0.27	0.31	15%	0.10	0.11	13%	

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司财务报表及预测

报表预测						
利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	50198.85	51041.30	54787.88	65897.08	73173.57	76820.21
减: 营业成本	45799.12	46412.37	50016.50	59387.72	64976.41	67865.21
营业税金及附加	180.60	240.66	363.62	437.35	485.64	509.85
营业费用	34.44	31.15	37.23	44.78	49.72	52.20
管理费用	2205.21	2200.98	1746.74	2487.06	2761.69	2899.32
财务费用	324.66	499.97	791.54	1293.42	1254.74	1089.69
资产减值损失	3.54	-2.86	0.57	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	21.73	62.31	-46.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	25.43	-86.83	1.57	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	-322.57	0.00	0.00	0.00
营业利润	1698.43	1634.50	1464.01	2246.76	3645.37	4403.94
加: 其他非经营损益	-6.98	-22.55	-27.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	1691.45	1611.95	1436.40	2246.76	3645.37	4403.94
减: 所得税	382.64	426.32	503.01	600.41	974.17	1176.88
净利润	1308.81	1185.63	933.39	1646.35	2671.20	3227.06
减: 少数股东损益	16.03	55.97	61.34	123.95	184.04	209.95
归属母公司股东净利润	1292.78	1129.67	872.04	1522.40	2487.16	3017.11
资产负债表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1303.65	3072.76	2139.23	658.97	2464.50	13554.37
应收和预付款项	302.52	628.53	923.70	289.73	1050.81	354.06
存货	1369.97	3102.22	3352.93	1010.24	3763.52	1222.48
其他流动资产	76.89	105.21	168.44	168.44	168.44	168.44
长期股权投资	371.46	399.21	1037.14	1037.14	1037.14	1037.14
投资性房地产	234.47	226.68	216.57	186.91	157.25	127.59
固定资产和在建工程	13415.08	21094.48	23041.20	19229.88	15418.55	11607.22
无形资产和开发支出	8947.71	9821.82	10155.92	11440.65	9966.74	8492.83
其他非流动资产	2335.46	3665.38	3910.84	773.49	752.60	752.60
资产总计	28357.21	42116.29	44945.97	34795.46	34779.56	37316.73
短期借款	530.00	789.30	3623.35	2736.77	80.78	80.78
应付和预收款项	1987.30	2282.95	2580.34	3543.90	3997.94	3798.59
长期借款	88.00	6857.57	2090.96	2778.82	2778.82	2778.82
其他负债	9407.07	15017.19	13274.29	960.10	879.33	879.33
负债合计	12012.37	24947.01	21568.94	10019.60	7736.87	7537.51
归属母公司股东权益	15519.26	16324.34	21620.22	22895.11	24977.89	27504.47
少数股东权益	825.58	844.94	1756.80	1880.75	2064.80	2274.74
股东权益合计	16344.84	17169.28	23377.03	24775.86	27042.69	29779.22
负债和股东权益合计	28357.21	42116.29	44945.97	34795.46	34779.56	37316.73
现金流量表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营性现金净流量	2725.53	3775.03	3056.51	10339.72	5144.25	11560.25
投资性现金净流量	-1682.59	-10407.77	-3765.47	-6438.73	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-384.39	7966.99	356.24	-1475.48	-3338.72	-470.38
现金流量净额	658.56	1320.44	-331.28	2425.51	1805.53	11089.87

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。