

**推荐（首次）**

## 山东黄金（600547）

**风险评级：中风险**
**资源禀赋优异 增储优势突出**
**2020年3月17日**
**许建峰**
**SAC执业证书编号：**

S0340519010001

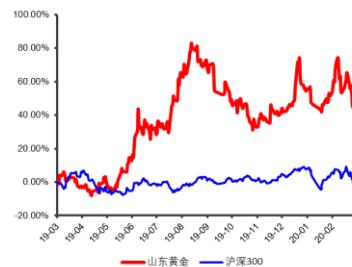
**电话：**0769-22110925

**邮箱：**xujianfeng@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

黄金	推荐
工业金属	未评级
稀有金属	未评级
新材料	未评级

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- 《黄金专题报告一：黄金价格的内在驱动逻辑及未来走势预判》；
- 《黄金动态点评：避险情绪升温推高黄金价格》
- 《新型冠状病毒肺炎疫情影响：悲观情绪扰动，金价与黄金股价背离，股价有望向上修复》
- 《黄金动态点评：全球疫情升级，美联储紧急降息，黄金等避险资金上涨》

- **矿产金产量居全国首位。**公司金矿资源优质，是国内唯一拥有两座（“焦家金矿”和“玲珑金矿”）累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司，焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年位列“中国黄金生产十大矿山”榜单。2019年上半年，公司黄金矿产金产量达20.51吨，居国内首位，同比增长5.77%。公司预计“十三五”末黄金产量（含矿产金）有望达到50吨，未来营收“量”的维度保障有力。
- **黄金资源禀赋优异。**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，其中90%以上集中分布在招远、莱州地区，并且该地区远景资源/储量可观。公司控制和经营矿山12座，其中9座在山东省内，截止2018年末，山东省内黄金权益资源量为798.6吨，权益储量为229吨，占公司总权益资源量、总权益储量比重分别为82.5%、70.7%。2017年香港子公司收购MineraArgentinaGoldS.R.L.50%股权，间接持有阿根廷的贝拉德罗金矿50%权益，该矿黄金资源量及储量丰富，巩固了公司的资源优势。截止2018年末，公司拥有黄金权益资源量968.24吨，黄金权益储量324.28吨，在国内上市黄金矿业公司中排名靠前。
- **黄金增储优势突出。**公司持续物色控股股东山东黄金集团的潜在优质资源，尤其是新探获的三山岛西岭矿区和焦家南吕—欣木矿区及位于河南省和海南省的资源。根据各自勘探报告，三山岛西岭矿区矿体的资源黄金含量约为12,300.2千盎司及焦家南吕—欣木矿区的资源黄金含量为4,280.5千盎司。而公司拥有向控股股东收购该等资源量的优先购买权，控股股东山东黄金集团优质的资源储备将成为公司未来增储、扩产的有利因素；此外，控股股东山东黄金集团在黄金资源勘探方面的深厚经验及技术储备，将为公司发现更多资源提供协同效应。
- **成本优势明显。**山东省是中国最大的黄金生产省份，黄金矿业发达，拥有完善的采矿基础设施，包括运输、电力、水、原材料、采矿设备及配套服务的供应。公司主要上述4个主要金矿及国内12个金矿中9个位于山东省内，金矿产量90%来自山东省。在成熟基础设施的支持下，公司在生产效率和采矿营运规模经济效益方面的能力得到提升。2017年公司中国矿山现金营运成本为682美元/盎司，低于同年中国行业平均现金成本715美元/盎司。
- **黄金价格仍具上升动能。**在疫情冲击下，全球经济衰退预期增加，股市波动加剧，美国长端国债（10年期、30年期）收益率创历史新低，长端国债利差呈收窄趋势，未来风险事件爆发频率或上升，英、美两国非常规紧急降息，全球央行宽松货币政策达成一致，随着疫情升温，货币、财政政策刺激有望加码，美国国债收益率仍有下行空间，市场避险情绪不断升温，资金流向避险资产，COMEX黄金非商业净多头持仓及世界主要黄金ETF持仓已超2016年峰值，黄金价格仍具上升动能。

- **投资建议。**公司聚焦黄金业务，矿产金产量居全国首位，黄金毛利占总毛利比例达 90%以上，旗下 9 座矿山位于黄金资源丰富的山东省内，收购国外优质金矿，开展海外扩张，对内积极探矿增储，大股东山东黄金集团将向上市公司注入资源，增产扩储潜力较大；此外公司生产升本具有优势，国内金矿品位较高，海外贝拉德罗金矿随着开采新矿区，品位及黄金产量均有望提升。因新冠肺炎疫情对需求端冲击，全球达成一致货币宽松政策，有望引导利率下行，同时稳定通缩预期，黄金价格有望走高。
- **风险提示。**黄金价格大幅下跌，汇率大幅波动，海外矿品位、产量持续下降，资产注入不及预期，矿山品位下滑，行业政策风险。

## 目录

1. 历史沿革.....	5
2. 黄金业务突出，产量优势不断巩固 .....	6
3. 资源禀赋优异，增储优势明显 .....	11
4. 成本优势突出 .....	18
5. 黄金价格仍具上升动能 .....	20
6. 盈利预测.....	29
7. 投资建议.....	30
8. 风险提示.....	31

## 插图目录

图 1：山东黄金历史沿革 .....	5
图 2：山东黄金股权结构 .....	6
图 3：山东黄金营收结构（%） .....	7
图 4：山东黄金毛利结构（%） .....	7
图 5：山东黄金毛利率（%） .....	7
图 6：山东黄金营业收入（亿元，%） .....	8
图 7：山东黄金扣非归母净利润（亿元，%） .....	8
图 8：上海黄金期货价格（元/克） .....	8
图 9：黄金矿产金占全国产量比例（%） .....	10
图 10：黄金矿产金产量及同比增速（吨） .....	10
图 11：山东黄金黄金产量（百万吨、千盎司） .....	10
图 12：2018 年主要上市矿业公司黄金权益储量量（吨） .....	13
图 13：山东黄金国内金矿分布 .....	13
图 14：2018 年山东黄金各金矿黄金资源量占比（%） .....	13
图 15：2018 年山东黄金各金矿黄金储量占比（%） .....	13
图 16：贝拉德罗矿金矿品位（克/吨） .....	14
图 17：贝拉德罗矿产金产量（吨） .....	14
图 18：山东黄金国内矿山采矿损失率、贫化率（%） .....	19
图 19：黄金价格与美国长端国债实际收益率负相关（美元/盎司，%） .....	20
图 20：黄金价格与美元指数负相关（美元/盎司） .....	21
图 21：美元指数与资金流动（百万美元） .....	21
图 22：新冠肺炎中国新增确诊（人/日） .....	22
图 23：新冠肺炎中国现有增确诊（人/日） .....	22
图 24：中国复工率地图（%） .....	22
图 25：六大发电集团日均耗煤量（万吨） .....	22
图 26：MICEX 布油期货收盘价（活跃合约）（美元/桶） .....	22
图 27：通缩预期导致黄金价格短期下跌（美元/盎司，%） .....	22
图 28：国外新冠肺炎确诊人数（人） .....	23
图 29：美国新冠肺炎确诊人数（人） .....	23
图 30：服务业 PMI.....	24
图 31：制造业 PMI.....	24
图 32：美国季度 GDP（不变价格）同比增速（%） .....	24
图 33：美国通胀低于目标水平（%） .....	24

图 34: 美国新增非农就业人数 (千人) .....	24
图 35: 美国工业产出及工业产能利用率 (%) .....	24
图 36: 美国失业率 (%) .....	25
图 37: 美国私人非农企业非管理人员平均周薪同比增速 (%) .....	25
图 38: 美国零售增速中枢回升 (%) .....	25
图 39: 美国消费者信心下降 .....	25
图 40: 美国住房销售增速 (%) .....	26
图 41: 房屋市场景气度略有回落 .....	26
图 42: 长短国债利差收窄 (%) .....	26
图 43: 降息 100bp 后, 2 年期国债收益率高于联邦基金利率上限 (%) .....	26
图 44: 美国国债收益率曲线扁平化 (%) .....	27
图 45: 10 年期国债实际收益率回升至正值 (%) .....	27
图 46: 布油价格有企稳迹象 (%) .....	27
图 47: 标普 500VIX 指数 .....	27
图 48: 随着货币扩张, 美国贫富差距拉大 (亿美元) .....	28
图 49: COMEX 黄金非商业持仓头寸 (张) .....	28
图 50: 黄金 ETF 持仓 (吨) .....	29

## 表格目录

表 1: 盈利质量比较: 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 (%) .....	9
表 2: 盈利质量比较: 经营活动产生的现金流量净额/归母净利润 (%) .....	9
表 3: 山东黄金矿山黄金金属资源量 (吨) .....	11
表 4: 山东黄金矿山黄金金属储量 (吨) .....	12
表 5: 贝拉德罗金矿资源量及储量 (百万吨、千盎司、年) .....	14
表 6: 公司扩产计划 .....	14
表 7: 山东黄金集团探矿权统计 (吨) .....	15
表 8: 山东黄金集团采矿权统计 (吨) .....	17
表 9: 公司国内矿山现金营运成本 (美元/盎司所产黄金) .....	18
表 10: 山东黄金国内金矿品位 (克/吨金, 千克) .....	19
表 11: 黄金价格预测 (¥元/克, 美元/盎司) .....	29
表 12: 矿产金销量/产量预测 (千克) .....	29
表 13: 盈利预测 (百万元) .....	30
表 14: 重点公司估值及盈利预测 (元, 倍) .....	30

## 1. 历史沿革

**公司简介。**山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”、“公司”或“本公司”）在中国及香港上市，是中国运营的最大的黄金公司。公司从事黄金勘探、开采、选矿、冶炼和销售。公司控制及经营位于山东省、内蒙古、福建省、甘肃省的 12 处中国矿山，并拥有阿根廷的贝拉德罗矿的 50%权益。

公司实施规模化经营和技术创新双轮驱动运营模式。矿山企业的生产装备水平和机械化程度，牢牢占据在国内矿业界领先地位，并下无轨采掘设备始终处于世界先进水平。公司所属矿山拥有多项全国之最：全国累计产金过百吨企业—焦家金矿和玲珑金矿；国内首家启动建设“国际一流示范矿山”企业—三山岛金矿；全国首座数字化矿山“焦家金矿”；国内首家被评为“国家环境友好企业”的矿业企业—新城金矿；位居全国矿产金交易量前列的山东黄金冶炼公司等。公司所属深井采矿实验室、充填实验室和选治实验室三个实验室于 2018 年成功申获山东省工程实验室，为公司的技术创新发展逐步起到关键支撑作用。

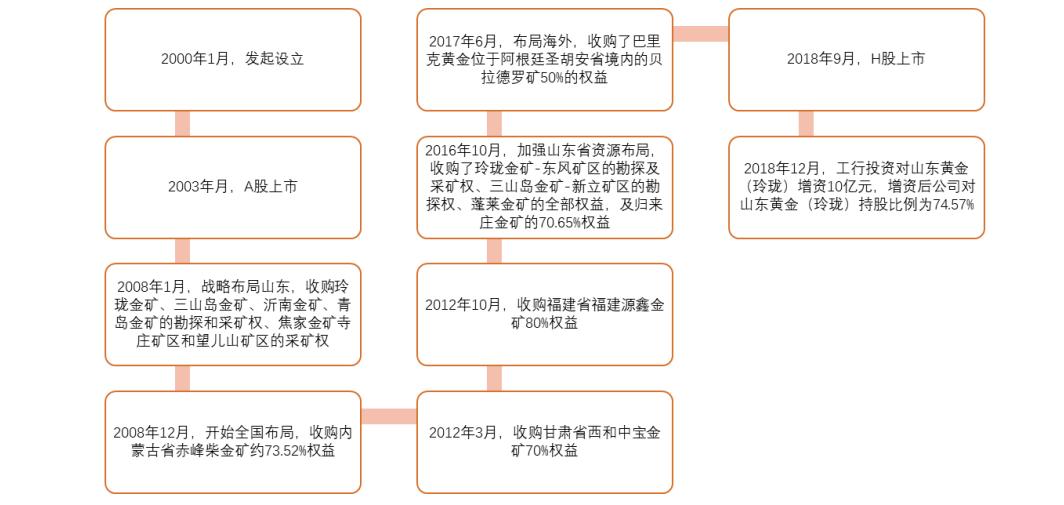
**发起设立。**2000 年 1 月，公司由山东黄金集团有限公司、山东招金集团有限公司、山东莱州黄金（集团）有限公司、济南玉泉发展中心（后更名为济南玉泉发展有限公司）及乳山市金矿（后更名为山东金洲矿业集团有限公司）五家法人单位共同发起，以新城金矿为主体设立。

**金矿布局。**2008 年 1 月，公司收购玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿及青岛金矿鑫汇矿区的勘探及采矿权，焦家金矿寺庄矿区及望儿山矿区的采矿权，完成了山东省内黄金矿的战略布局；2008 年 12 月至 2012 年为全国布局期，公司分别收购了内蒙古省的赤峰柴金矿 73.52% 权益、甘肃省的西和中宝金矿 70% 权益、福建省的福建源鑫金矿 80% 权益；2016 年 10 月，公司加强山东省内金矿资源，收购了玲珑金矿-东风矿区的勘探及采矿权、三山岛金矿-新立矿区的勘探权、蓬莱金矿的全部权益，及归来庄金矿的 70.65% 权益；2017 年，公司首次布局海外，收购了巴里克黄金位于阿根廷圣胡安省境内的贝拉德罗矿 50% 的权益。

**资本布局。**2003 年 8 月，公司在上海证券交易所发行上市，股票代码 600547.SH；2018 年 9 月，公司在香港联合证券交易所挂牌上市，代码 1787.HK，实现 A+H 两地资本布局。

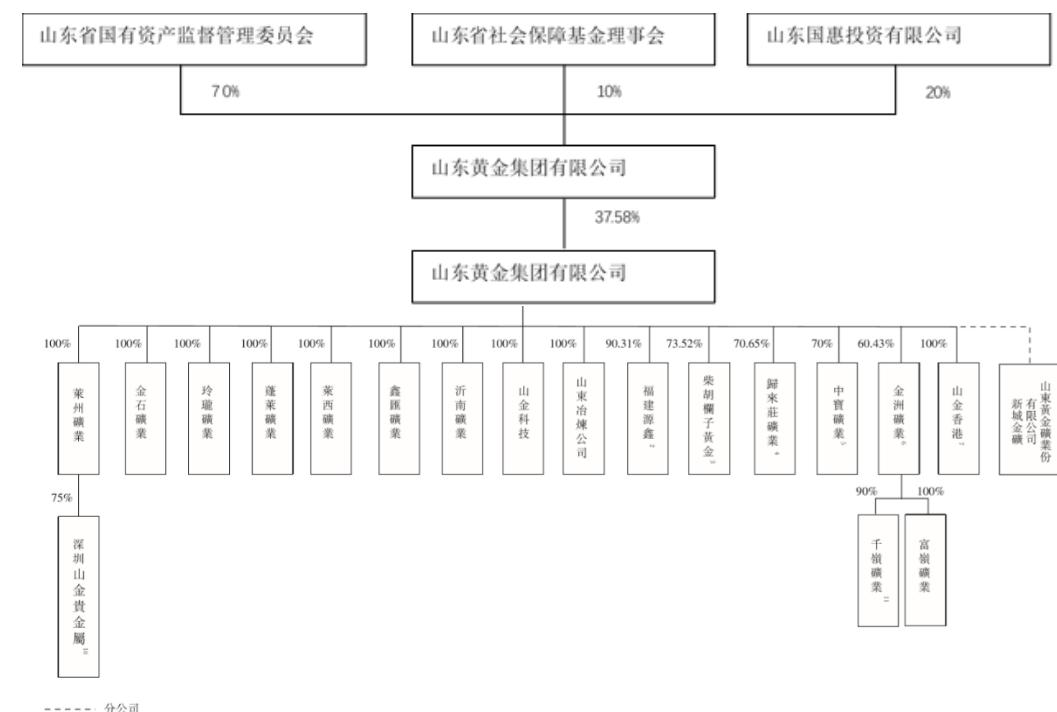
**股权结构。**2016 年 12 月，山东省国资委将山东黄金集团有限公司 30% 的股权划转至山东省社会保障基金理事会；2018 年 12 月，山东省社会保障基金理事会将其持有的山东黄金集团有限公司的 20% 股权划至山东国惠投资有限公司；截至 2019 年 6 月，山东黄金集团有限公司为山东黄金的控股股东，持股比例为 37.58%；山东省国资委直接和间接持有山东黄金集团有限公司 100% 的股权，为山东黄金的实际控制人。

图1：山东黄金历史沿革



数据来源：H股招股书，公司年报，东莞证券研究所

图2：山东黄金股权结构



数据来源：山东黄金集团第十期超短期融资券募集说明书，H股招股书，东莞证券研究所

注：数据截止2019年6月30日

## 2. 黄金业务突出，产量优势不断巩固

**黄金业务贡献主要毛利润。**公司从事黄金勘探、开采、选矿、冶炼和销售等业务，从营收结构看，外购合质金收入对公司营收贡献最大，2018年占比为49%，2019年上半年回升至78%；对营收贡献第二位的是黄金，近5年占比约19%。公司黄金业务毛利率近5年均在40%以上，而合质金、小金条的毛利率低于1%。从毛利润结构看，黄金贡献主要毛利润，近5年占比均在90%以上，而营收贡献最大的外购合质金的毛利润占比仅有约1%。

图3：山东黄金营收结构（%）



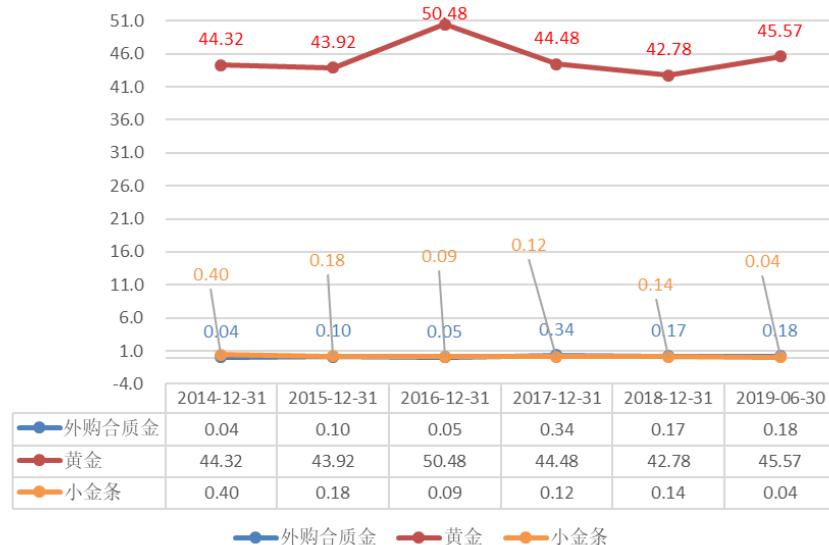
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图4：山东黄金毛利结构（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

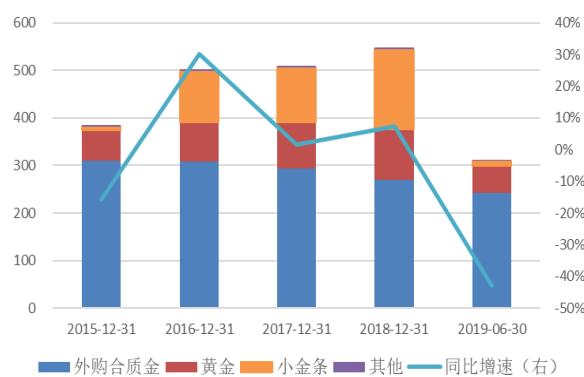
图5：山东黄金毛利率（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**黄金价格走高，推动公司净利润增长。**2018年公司扣非归母净利润均为负增长，主要受当年黄金价格下跌、并购贝拉德罗金矿增加融资费用等因素的影响；2019年上半年由于黄金价格回升，公司扣非归母净利润同比增加。黄金贡献公司主要毛利润，并且黄金价格对公司净利润影响较大，2019年以来国际黄金价格趋势向上，随着2020年黄金价格持续走高，盈利规模有望继续提升。

图6：山东黄金营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图7：山东黄金扣非归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图8：上海黄金期货价格（元/克）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

**盈利质量较优。**2015年-2019年前三季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为385.8亿元、517.8亿元、531.3亿元、577.9亿元、649.2亿元，占同期营收比例分别为100.0%、103.2%、104.1%、105.5%、100.0%，均大于100%；公司经营活动产生的现金流量净额分别为20.8亿元、27.2亿元、37亿元、29.3亿元、36.9亿元，占归母净利润比例分别为354.6%、210.7%、325.2%、334.3%、389.4%，在2倍以上，公司盈利质量较优。

**表1：盈利质量比较：销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 (%)**

	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/9/30
银泰黄金	95.9%	169.0%	108.9%	110.5%	115.6%
湖南黄金	110.5%	100.6%	91.7%	101.8%	102.1%
恒邦股份	105.5%	108.2%	106.3%	110.6%	106.9%
荣华实业	100.0%	100.0%	98.5%	103.0%	100.0%
*ST金泰	101.2%	122.6%	100.9%	55.1%	49.7%
中金黄金	100.6%	105.2%	99.7%	105.5%	106.6%
<b>山东黄金</b>	<b>100.0%</b>	<b>103.2%</b>	<b>104.1%</b>	<b>105.5%</b>	<b>100.0%</b>
*ST刚泰	120.5%	120.8%	110.8%	98.5%	195.9%
园城黄金	76.4%	102.7%	106.3%	100.0%	93.3%
赤峰黄金	105.7%	103.6%	115.1%	129.0%	107.6%
西部黄金	101.8%	100.3%	98.9%	104.5%	98.5%
紫金矿业	107.4%	106.6%	105.7%	104.0%	103.8%

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

**表2：盈利质量比较：经营活动产生的现金流量净额/归母净利润 (%)**

	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/9/30
银泰黄金	89.0%	154.2%	283.0%	173.6%	144.5%
湖南黄金	2447.7%	324.5%	158.4%	288.1%	363.2%
恒邦股份	485.5%	127.8%	192.6%	285.2%	-16.0%
荣华实业	1212.1%	38.1%	1265.9%	28.7%	295.4%
*ST金泰	2640.1%	-49.1%	52.9%	60.1%	28.3%
中金黄金	-1746.4%	273.2%	216.4%	1234.0%	963.8%

山东黄金	354.6%	210.7%	325.2%	334.3%	389.4%
*ST刚泰	-146.8%	-299.2%	-291.2%	17.8%	-57.3%
园城黄金	124.7%	179.5%	241.1%	-75.3%	-1042.2%
赤峰黄金	73.0%	21.0%	-137.8%	-290.9%	424.2%
西部黄金	179.6%	201.8%	1023.3%	544.6%	-604.9%
紫金矿业	620.3%	467.5%	278.4%	250.0%	201.5%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**矿产金产量居全国首位。**公司金矿资源优质，是国内唯一拥有两座（“焦家金矿”和“玲珑金矿”）累计产金突破百吨的矿山企业的上市公司，焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿连续多年位列“中国黄金生产十大矿山”榜单。

受环保政策趋严，行业供给侧改革，行业整合加剧等影响，2019年上半年，国内黄金矿产金产量为153.89吨，同比下降4.78%。在全国矿产金整体下滑趋势下，公司通过不断推进科技创新、优化产业结构、加强生产管理，实现逆势增长，上半年黄金矿产金产量达20.51吨，居国内首位，同比增长5.77%。公司矿产金产量不断扩大，占全国总产量比例逐年攀升，公司预计“十三五”末黄金产量（含矿产金）有望达到50吨，未来营收“量”的维度保障有力。

图9：黄金矿产金占全国产量比例（%）

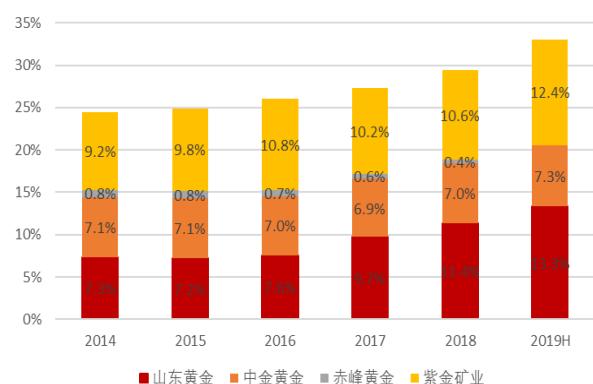


图10：黄金矿产金产量及同比增速（吨）



资料来源：公司年报、半年报，东莞证券研究所

注：不含赤峰黄金 2019年上半年数据

资料来源：公司年报、半年报，东莞证券研究所

图11：山东黄金黄金产量（百万吨、千盎司）

	2017年			2018年		
	矿石开采量 (百万吨)	矿石处理量 (百万吨)	黄金产量 (千盎司)	矿石开采量 (百万吨)	矿石处理量 (百万吨)	黄金产量 (千盎司)
<b>山东省</b>						
三山岛金矿	3.4	3.6	209.1	3.6	3.8	224.1
焦家金矿	3.4	3.4	233.8	3.6	3.5	232.5
新城金矿	2.0	2.0	139.7	1.5	2.0	135.7
玲珑金矿	1.6	2.0	130.6	1.9	1.7	143.4
归来庄金矿	0.4	0.4	55.0	0.2	0.2	38.7
金洲金矿	0.4	0.4	36.6	0.4	0.5	36.5
青岛金矿 <sup>(3)</sup>	0.6	0.6	36.3	0.8	0.8	52.4
蓬莱金矿	0.3	0.3	26.7	0.5	0.4	25.7
沂南金矿	0.5	0.5	12.4	0.5	0.5	16.1
<b>其他省份</b>						
赤峰柴金矿	0.3	0.4	29.0	0.4	0.5	36.4
福建源鑫金矿	0.3	0.2	21.4	0.3	0.3	26.5
西和中宝金矿	0.1	0.2	14.5	0.2	0.2	17.9
小计 <sup>(1)</sup>	13.4	14.0	944.9	13.7	14.2	986.0
本公司应占 <sup>(2)</sup>	11.7	13.0	926.5	13.4	13.8	942.5
<b>阿根廷</b>						
贝拉德罗金矿 <sup>(4)</sup>	16.3	7.7	208.8	15.7	13.5	278.4
<b>总计</b>	29.7	21.6	1,153.7	29.4	27.7	1264.4

数据来源：公司年报，东莞证券研究所

注：1、包含各中国境内矿山100%的矿石开采量、矿石处理量及黄金产量。

2、包含公司全资拥有中国境内矿山（即三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿、青岛金矿、蓬莱金矿及沂南金矿）100%的矿石开采量、矿石处理量及黄金产量，以及归来庄金矿70.65%，金洲金矿60.78%，赤峰柴金矿73.52%，福建源鑫金矿90.31%及西和中宝金矿70%的矿石开采量、矿石处理量及黄金产量。

3、青岛金矿（包括鑫汇金矿和莱西金矿）

4、包括贝拉德罗金矿50%的矿石开采量、矿石处理量及黄金产量，截至2018年12月31日，公司拥有贝拉德罗金矿的50%权益。

5、1 盎司等于 31.1 克。

### 3. 资源禀赋优异，增储优势明显

3.1 资源禀赋优异，黄金权益资源量丰富。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，其中 90%以上集中分布在招远、莱州地区，并且该地区远景资源/储量可观。公司控制和经营矿山 12 座，其中 9 座在山东省内，截止 2018 年末，山东省内黄金权益资源量为 798.6 吨，权益储量为 229 吨，占公司总权益资源量、总权益储量比重分别为 82.5%、70.7%。

表 3：山东黄金矿山黄金金属资源量（吨）

金矿	矿产资源量（百万吨）	资源量	
		黄金金属量（100%基准） (吨)	黄金金属量（权益基准） (吨)

三山岛金矿	70.10	209.55	209.55
焦家金矿	33.30	101.95	101.95
新城金矿	77.20	239.66	239.66
玲珑金矿	56.50	157.24	157.24
归来庄金矿	2.60	10.39	7.34
金洲金矿	2.60	7.59	4.51
青岛金矿	9.00	43.10	43.10
蓬莱金矿	2.20	14.96	14.96
沂南金矿	18.60	20.34	20.34
<b>山东省小计</b>	<b>272.00</b>	<b>804.84</b>	<b>798.60</b>
赤峰柴金矿	1.40	7.31	5.38
福建源鑫金矿	1.20	4.98	4.51
西和中宝金矿	14.10	32.22	22.55
<b>其他省小计</b>	<b>16.70</b>	<b>44.50</b>	<b>32.42</b>
贝拉德罗矿	213.40	274.30	137.15
<b>总计</b>	<b>502.10</b>	<b>1,123.64</b>	<b>968.24</b>

资料来源：Wind，东莞证券研究所

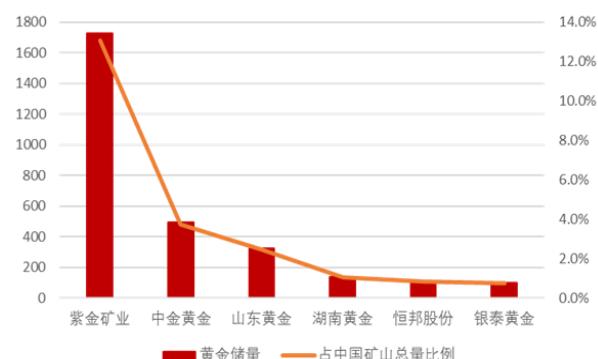
表 4：山东黄金矿山黄金金属储量（吨）

金矿	储量			
	矿产储量（百万吨）	黄金金属量（100%基准）(吨)	黄金金属量（权益基准）(吨)	矿山服务年限
三山岛金矿	26.30	73.09	73.09	13
焦家金矿	9.30	29.05	29.05	4
新城金矿	26.00	81.20	81.20	11
玲珑金矿	4.80	14.34	14.34	4
归来庄金矿	0.50	3.33	2.36	2
金洲金矿	1.10	3.02	1.74	5
青岛金矿	5.60	20.65	20.65	9
蓬莱金矿	1.30	6.81	6.81	5
沂南金矿	0.10	0.22	0.22	/
<b>山东省小计</b>	<b>75.00</b>	<b>231.70</b>	<b>229.49</b>	<b>/</b>
赤峰柴金矿	1.00	5.47	4.04	3
福建源鑫金矿	0.70	2.58	2.33	3
西和中宝金矿	6.00	13.56	9.49	20+
<b>其他省小计</b>	<b>7.70</b>	<b>21.61</b>	<b>15.86</b>	<b>/</b>
贝拉德罗矿	106.60	157.86	78.93	7
<b>总计</b>	<b>189.30</b>	<b>411.20</b>	<b>324.28</b>	<b>/</b>

资料来源：Wind，东莞证券研究所

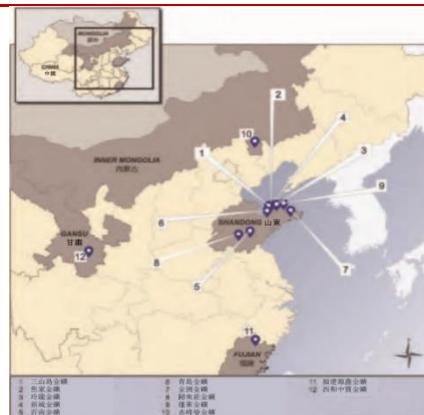
公司牢固树立“资源为先”理念，按照“内探外购”原则，对内不断加大探矿力度，对外积极开展资源并购，于2017年香港子公司收购MineraArgentinaGoldS.R.L.50%股权，间接持有阿根廷的贝拉德罗金矿50%权益，该矿黄金资源量及储量丰富，巩固了公司的资源优势。截止2018年末，公司拥有黄金权益资源量968.24吨，黄金权益储量324.28吨，在国内上市黄金矿业公司中排名靠前。

图12：2018年主要上市矿业公司黄金权益储量  
(吨)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

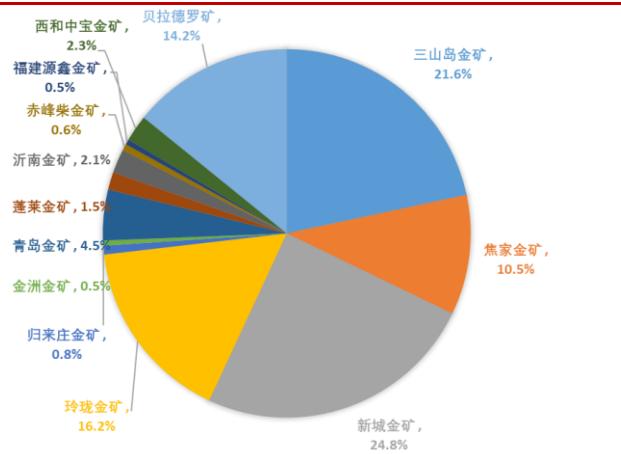
图13：山东黄金国内金矿分布



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

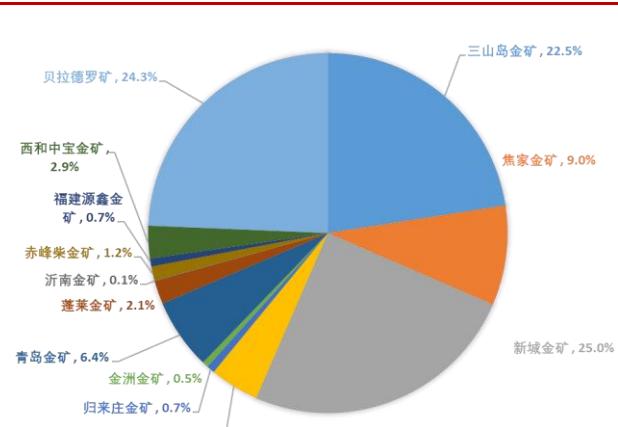
公司拥有三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿和（阿根廷）贝拉德罗金矿五座核心金矿。截止 2018 年末，上述 5 个金矿权益资源量分别为 209.55 吨、101.95 吨、239.66 吨、157.24 吨、137.15 吨，合计占比公司总权益资源量比例为 87.3%，权益储量分别为 73 吨、29 吨、81 吨、79 吨，合计占公司总权益储量比重为 85.2%。

图14：2018年山东黄金各金矿黄金资源量占比  
(%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

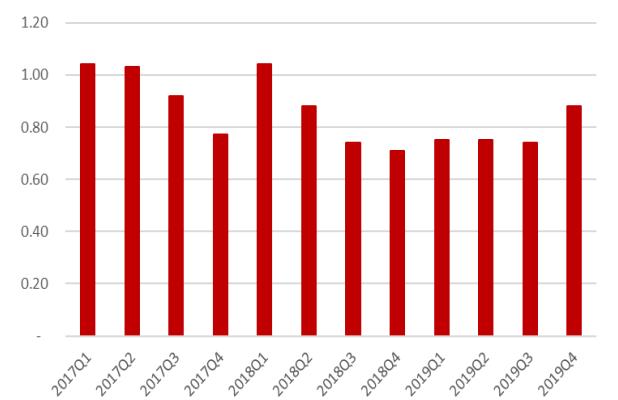
图15：2018年山东黄金各金矿黄金储量占比 (%)



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

阿根廷贝拉德罗金矿是一座大型露天矿，2005 年投产，采用堆浸法回收金和银。贝拉德罗金矿一直处于生产状态，是一座成熟的在产矿山。截止 2018 年末，贝拉德罗金矿黄金金属资源量（按 50% 权益基准）为 137.15 吨，黄金金属储量（按 50% 权益基准）为 78.93 吨。由于该矿山品位出现较大下降，2017-2019 年矿产金产量逐年下降，2019 年产量为 17.04 吨，较 2017 年-14.5%。现有矿区开采已接近尾声，预计转入新矿区后品位和产量将有提升。

图16：贝拉德罗矿金矿品位（克/吨）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图17：贝拉德罗矿产金产量（吨）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

表 5：贝拉德罗金矿资源量及储量（百万吨、千盎司、年）

资源量						
探明 百万吨	控制 百万吨	探明及控制 百万吨	推断 百万吨	总计 百万吨	黄金金属量 (100%基准) (千盎司)	黄金金属量 (权益基准) (千盎司)
18.9	158.7	177.6	35.9	213.4	8820	4410
储量						
证实 百万吨	可信 百万吨	总计 百万吨	黄金金属量 (100%基准) (千盎司)	黄金金属量 (权益基准) (千盎司)	矿山服务年限	
15.5	91.1	106.6	5076	2538	7	

资料来源：公司财报，东莞证券研究所

**3.2 未来增产可期。**内部：公司深挖内潜，充分挖掘现有企业产能，预计到“十三五”末，公司黄金产量有望达到 50 吨以上。山东省内加大在三山岛金矿西山分矿深部、焦家金矿寺庄矿区深部等重点靶区的探矿工作，山东省外力争在福建省政和县源鑫矿业有限公司、赤峰柴胡栏子黄金矿业有限公司、西和县中宝矿业有限公司等矿山深部和外围取得新的探矿突破，有望为公司带来矿产金产量提升。

表 6：公司扩产计划

为延长三山岛金矿的矿山服务年限，拟将三山岛矿区及新立矿区的采矿许可与三项勘探许可合并为一个矿区，将能扩大采矿区域，并增加三山岛金矿的储量及产量。预计于二零一八年半年前完成合并过程。

三山岛矿区 将继续进行采矿及勘探活动，专注于深部采矿及海底采矿，增加三山岛金矿的资源量及储量。

根据 AAI 报告，截至二零一八年三月三十一日，三项勘探许可覆盖的勘探区拥有约 2,211 千盎司储量及 6,322 千盎司资源量。

寺庄矿区 为延长寺庄矿区的矿山服务年限，计划扩大寺庄矿区的边界和产量项目；计划改造井巷及建设新井巷，预计在二零二零年十二月完工。扩展计划将使寺庄矿区的矿山产量由 2,300 吨／日增至 3,000 吨／日，公司正在获取可使扩大产能的许可证。

计划在二零一七年三月收购的前上杨家矿区进行勘探活动。根据 AAI 报告，截至二零一八年三月三十一日，该勘探许可证所覆盖的矿区探矿权的资源量为 1,947 千盎司。一旦完成勘探活动，计划将勘探许可证转为采矿许可证。

新城金矿

计划参加更多探矿活动以增加新城金矿的资源量及储量。于 2017 年 11 月与控股股东订立协议收购新城金矿外围及深部区域的勘探许可证，根据 AAI 报告，截至 2018 年 3 月 31 日，该勘探许可证所覆盖的新城金矿外围及深部区域勘探权的储量及资源量分别为 410 千盎司和 1,171 千盎司。预期于 2019 年上半年之前完成转让程序。

玲珑金矿

为延长矿山服务年期，计划深入开采及勘探玲珑金矿，以增加矿产储量。2017 年 11 月公司与控股股东订立协议以收购一项勘探玲珑金矿深部地下区域的权利。根据 AAI 报告，截至 2018 年 3 月 31 日，该探矿许可覆盖的玲珑金矿深部分别拥有储量及资源量 10 千盎司及 89 千盎司。预计在 2019 年上半年之前完成转让程序。

资料来源：H 股招股书，东莞券研究所

**海外：**公司将继续深化国际化运营力度，寻找海外优质资产产矿山，紧盯金、铜、锌（铅）、银等矿种，积极推进非洲、南美等地区优质项目并购。2017 年 4 月，控股股东山东黄金集团与巴克里《战略合作协议》，山东黄金集团未来可能与巴克里合作开发阿根廷和智利的 Pascua-Lama 矿，对阿根廷埃尔印第奥金矿带进行投资。2018 年 9 月，公司控股股东黄金集团与巴里克黄金公司于签署《相互战略投资协议》加深双方战略合作，双方相互参股 3 亿美元（巴克里投资山东黄金股票），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。公司积极探索在世界其他地方开发金矿的机会，凭借与巴里克黄金公司的合营经验，将寻求与其他环球黄金矿业公司的战略合作机会，从而提升公司在全球市场的地位。

**控股股东：**公司持续物色控股股东山东黄金集团的潜在优质资源，尤其是新探获的三山岛西岭矿区和焦家南吕—欣木矿区及位于河南省和海南省的资源。根据各自勘探报告，三山岛西岭矿区矿体的资源黄金含量约为 12,300.2 千盎司及焦家南吕—欣木矿区的资源黄金含量为 4,280.5 千盎司。而公司拥有向控股股东收购该等资源量的优先购买权，控股股东山东黄金集团优质的资源储备将成为公司未来增储、扩产的有利因素；此外，控股股东山东黄金集团在黄金资源勘探方面的深厚经验及技术储备，将为公司发现更多资源提供协同效应。

截止 2019 年 6 月 30 日，控股股东山东黄金集团共拥有 30 处属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。

公司将继续在全国寻找及收购高黄金品位及丰富储量的优质金矿资源，尤其是山东省莱州及招远地区、河南省、内蒙古自治区及福建省，实现扩储增产。

**表 7：山东黄金集团探矿权统计（吨）**

矿权名称	日期的金金属量（吨）	根据最近评估	矿权勘查情况	转让至公司的预测时间

山东省莱州市焦家矿区深部及外围金矿北部勘探	11.43	有关扩界扩能的相关材料已呈交予有关当局	预期于2020年开始启动转让程序
山东省莱州市焦家矿区深部及外围金矿南部详查	0.972		
山东省莱州市三山岛金矿区西部外围勘探	尚未探明	详查报告已于2015年1月呈交	正在办理注销
山东省莱州市东季-南吕地区金矿普查	85.54		待转为采矿权及取得其他许可证后于2023年底前决定是否转让
山东省莱州市红布矿区深部及外围金矿勘探	19.37	正在勘探	预期于2020年开始启动转让程序
山东省莱州市马塘二矿区深部及外围金矿勘探	尚未探明	普查报告已于2019年4月呈交	预期于2020年开始启动转让程序
山东省莱州市仓上-潘家屋子地区金矿勘探	/	地质报告于2019年3月呈交	由于最近评估的资源并不重大,于2023年底之前根据当时的探矿结果,决定是否转让相关矿权
山东省莱州市留村金矿中深部详查	2	资源储量报告已于2016年4月呈交	由于最近评估的资源并不重大,于2023年底之前根据当时的探矿结果,决定是否转让相关矿权
山东省莱州市赵家金矿详查	尚未探明	地质报告已于2019年3月呈交	由于最近评估的资源并不重大,于2023年底之前根据当时的探矿结果,决定是否转让相关矿权
山东省莱州市上马家金矿详查	0.22	普查报告已于2017年11月呈交	由于最近评估的资源并不重大,于2023年底之前根据当时的探矿结果,决定是否转让相关矿权
山东省莱州市西岭村金矿勘探	382.58	详查报告已于2016年12月呈交	预期于2020年开始启动转让程序
山东省莱州市南吕-欣木地区金矿勘探	133.14	勘探报告已经备案	预期于2020年开始启动转让程序
山东省莱州市大尹家矿区金矿详查	尚未探明	总结报告已于2017年11月呈交	由于最近评估的资源并不重大,于2023年底之前根据当时的探矿结果,决定是否转让相关矿权
山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	3.86	详查报告已于2017年7月呈交	预期于2020年开始启动转让程序
山东省蓬莱市上岚子矿区金矿勘探	3.6	详查报告已于2015年1月呈交	预期于2020年开始启动转让程序
山东省蓬莱市土屋金矿区深部金矿详查	0.57	详查报告已于2013年4月呈交	预期于2020年开始启动转让程序
山东省蓬莱市齐沟一分矿区深部及外围金矿勘探	0.83	资源储量报告已于2016年5月呈交	由于最近评估的资源并不重大,于2023年底之前根据当时的探矿结果,决定是否转让相关矿权
山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	1.48	正编制详查报告	预期于2020年开始启动转让程序
海南省乐东县抱伦金矿详查	10.04	详查报告已于2017年3月呈交	预期于2020年开始启动转让程序

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	2013 年度编写地质总结报告	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
福建省政和县香炉坪矿区香炉坪矿区银（金）矿详查	0.86	详查报告已于 2013 年 7 月呈交	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
福建省政和县大药坑矿区金矿外围地质详查	尚未探明	不适用	预期于 2020 年开始启动转让程序
福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	尚未探明	不适用	预期于 2020 年开始启动转让程序
青海省都兰县阿斯哈（可热）地区金矿普查	2.27	普查报告已于 2017 年 12 月呈交	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
青海省都兰县瓦勒尕金矿详查	2.78	普查报告已于 2017 年 12 月呈交	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
青海省都兰县达里吉格塘地区金矿普查	尚未探明	正在实施普查实物工作量	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
青海省都兰县果洛龙洼金矿详查	12.94	详查报告已于 2010 年 3 月呈交	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
青海省都兰县按纳格金矿普查	1.67	普查报告已于 2017 年 12 月呈交	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
青海省大柴旦行委胜利沟金矿详查	0.56	普查报告已于 2012 年 12 月呈交	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
青海省大柴旦行委红灯沟西金矿普查	尚未探明	普查报告已于 2017 年 9 月呈交	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
合计	676.7		

资料来源：公司财报，东莞证券研究所

**表 8：山东黄金集团采矿权统计（吨）**

矿权名称	根据最近评估日期的 金金属量（吨）	矿场开发 状况	转让至公司的预测时间
山东天承矿业有限公司红布矿区	1.58	处于商业生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东天承矿业有限公司东季矿区	1.49	处于商业生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东盛大矿业股份有限公司司马塘矿区	0.75	处于商业生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东盛大矿业股份有限公司司马塘二矿区	0.92	处于商业生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序

山东黄金金创集团有限公司 司燕山矿区	4.64	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东黄金金创集团有限公司 司奄口矿区	6.32	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东金创股份有限公司上 口王李金矿区	3.94	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东金创股份有限公司黑 金顶矿区	1.71	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东金创股份有限公司黑 岚沟矿区	7.39	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
山东金创股份有限公司齐 沟一分矿	1.8	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
青岛金星矿业股份有限公 司	5.49	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
海南山金矿业有限公司乐 东县抱伦金矿	6.24	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
嵩县山金矿业有限公司	9.83	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
福建省政和县宏坤矿业有 限公司大药坑金矿	1.55	处于商业 生产阶段	预期于 2020 年开始启动转让程序
青海山金矿业有限公司都 兰县果洛龙洼金矿	2.15	处于商业 生产阶段	由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据 当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
福建省政和县香炉坪矿业 有限公司香炉坪银矿	金:0.126 银:11.12		由于最近评估的资源并不重大，于 2023 年底之前根据 当时的探矿结果，决定是否转让相关矿权
合计	56.7		

资料来源：公司财报，东莞证券研究所

#### 4. 成本优势突出

**现金营运成本低于中国平均水平。**根据 AAI 报告，公司中国境内的四座主要矿山（三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿），主要矿石类型为破碎蚀变岩和石英脉型矿石，该类矿床规模大，矿体连续性好，平均黄金品位较高。境外矿山方面，贝拉德罗矿为超大型露天矿，营运成本相对较低。

山东省是中国最大的黄金生产省份，黄金矿业发达，拥有完善的采矿基础设施，包括运输、电力、水、原材料、采矿设备及配套服务的供应。公司主要上述 4 个主要金矿及国内 12 个金矿中 9 个位于山东省内，金矿产量 90% 来自山东省。在成熟基础设施的支持下，公司在生产效率和采矿营运规模经济效益方面的能力得到提升。2017 年公司中国矿山现金营运成本为 682 美元/盎司，低于同年中国行业平均现金成本 715 美元/盎司。

表 9：公司国内矿山现金营运成本（美元/盎司所产黄金）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
中国行业平均现 金成本	681	711	715			

山东黄金国内矿 山现金成本	668.2	677.5	681.6	597.9	594.6	514.2
------------------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：H股招股书，东莞证券研究所

公司不断通过科技创新，提高矿石入选品位，降低采矿损失率及矿石贫化。根据 AAI 报告及弗若斯特沙利文报告，公司中国矿山储量的加权平均金品位为 3.06 克/吨，比在中国及/或香港上市并于中国营运的黄金生产企业更高。

**表 10：山东黄金国内金矿品位（克/吨金，千克）**

	品位（证实可信）（克/吨金）	黄金金属储量（千克）
<b>山东省：</b>		
三山岛金矿	2.7	71,230
焦家金矿	3.1	29,620
新城金矿	3.1	81,820
玲珑金矿	3.1	17,150
归来庄金矿	7.6	2,430
金州金矿	2.6	2,950
青岛金矿	3.6	20,910
蓬莱金矿	5.2	6,680
沂南金矿	2.3	400
<b>其他省份：</b>		
赤峰柴金矿	5.2	4,690
福建鑫源金矿	3.8	3,250
西和中宝金矿	2.4	13,910
<b>公司权益合计</b>	<b>3.1</b>	<b>247,350</b>

资料来源：H股招股书，东莞证券研究所

注：数据截止 2018 年 3 月 31 日

公司努力提高采矿过程中的自动化及智能控制水平、内部开发选矿及冶炼技术、投资采购世界级进口选矿设备。根据 AAI 报告，于往绩记录期，公司中国矿山加权平均贫化率及平均采矿损失率分别为约 7.7% 及约 5.6%。根据弗若斯特沙利文报告，2017 年行业平均贫化率及平均采矿损失率分别为 11.4% 及 5.8%，公司平均贫化率及平均损失率均为中国同行业最低水平之一。

**图18：山东黄金国内矿山采矿损失率、贫化率（%）**

礦權	平均			礦山 服務年限
	礦石產量 (噸/天)	平均採礦損失 (%)	平均貧化率 (%)	
三山島金礦(8份許可證)	11,718	8.9	4.4	13
焦家金礦(4份許可證)	9,807	4.9	5.0	4
玲瓏金礦(6份許可證)	5,958	1.8	17.0	4
新城金礦(3份許可證)	5,962	4.8	4.8	11
沂南金礦(4份許可證)	1,209	4.2	4.7	—
青島公司(5份許可證)	1,628	4.6	9.7	9
山東金洲礦業集團(8份許可證)	1,147	3.7	19.3	5
歸來莊礦業公司(2份許可證)	1,016	2.9	6.9	2
蓬萊礦業公司(7份許可證)	896	5.3	12.8	5
赤峰柴礦(4份許可證)	1,169	9.5	12.9	3
福建源鑫(2份許可證)	851	9.4	7.1	4
西和中寶(3份許可證) <sup>2</sup>	449	6.8	10.7	20+

数据来源：公司年报，东莞证券研究所

注：1、产量摘自2015年至2018年第一季度的实际数字并假设每年为330个工作日

2、西和中宝矿为新矿，所列产量根据2017年产量计算

## 5. 黃金价格仍具上升动能

### 5.1 黄金价格与无风险美元资产实际收益率负相关

黄金作为全球性、抗通胀、不产生孳息的金融资产，其对标的是无风险美元资产，而无风险美元资产实际收益率则为持有黄金的机会成本，因此，中长期看，黄金价格走势与美国长端国债（无风险美元资产代表）实际收益率负相关。从实际收益率衍生，实际收益率=名义收益率-通胀率，则黄金价格与名义利率负相关，与通胀率正相关，而公式右侧受美国经济基本面边际变化影响。自 2019 年 11 月后，10 年期美国国债实际收益率持续下行，黄金价格重回上升轨道；2020 年 1 月 27 日，10 年期美国国债实际收益率降至负值，黄金持有成本为零，投资价值凸显。

图19：黄金价格与美国长端国债实际收益率负相关（美元/盎司，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

美国经济周期影响着全球资金流动，当美国进入繁荣周期，美元资产回报率提升，资金流入美国，美元对其他货币升值，美元指数上升；当美国经济衰退，美元资产回报率下降，资金流出美国，美元遭抛售，美元指数下跌，因此延伸得出传导关系“美国经济繁荣-美元资产回报上升（黄金持有成本上升，黄金需求下降）-资金流入美国-美元指数上涨”，美元指数涨跌体现的是全球资金对美元资产的需求，美元指数与黄金价格负相关。

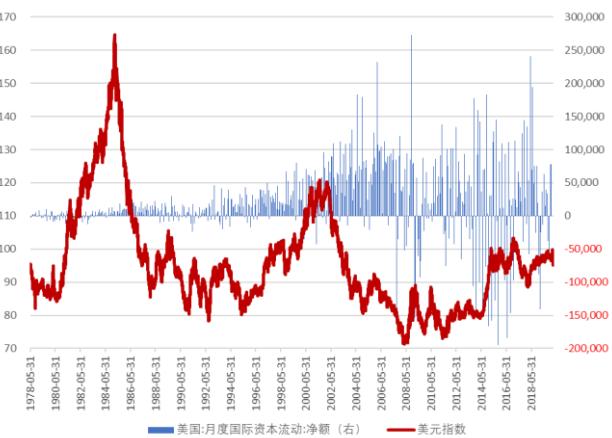
图20：黄金价格与美元指数负相关（美元/盎司）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：美元指数 1973 年 3 月=100

图21：美元指数与资金流动（百万美元）



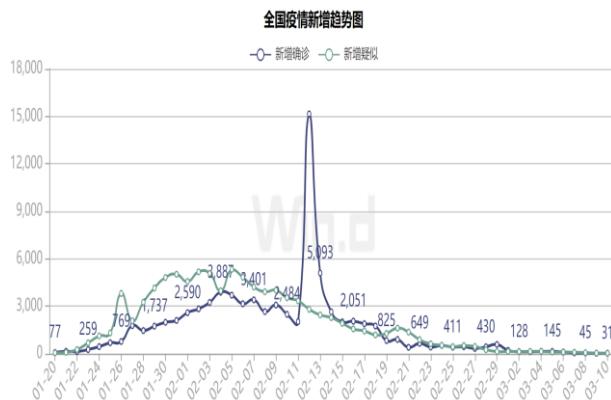
资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 5.2 新冠肺炎全球升级加剧美国经济衰退预期

**新冠肺炎对美国经济给供需两端带来冲击。供给端：**冲击将带来通胀率上升，但随着中国新增确诊人数逐步下降，企业复工率上升，通胀率上升冲击将是短暂的。3月10日，中国新增确诊人数仅为31人，较最高峰新增确诊5093人，有大幅下降；广东、浙江、江苏、山东规模以上工业复工率分别>95%（截止3月6日）、99.8%（截止2月25日）、99%（截止3月5日）、99.7%（截止3月4日），中国中小企业复工率达到52%（截止3月5日）；中国六大发电集团日均耗煤量3月后快速上升，向去年同期水平回归，

中国复工复产势头良好。

图22：新冠肺炎中国新增确诊（人/日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图24：中国复工率地图（%）



资料来源：21世纪经济报，东莞证券研究所

图23：新冠肺炎中国现有增确诊（人/日）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图25：六大发电集团日均耗煤量（万吨）

六大发电集团日均耗煤量(万吨)



资料来源：21世纪经济报，Wind，东莞证券研究所

3月6日，OPEC+新一轮减产协议谈判破裂，沙特和俄罗斯展开原油降价战，沙特石油公司沙特阿美宣布将4月所有美国石油销售价格下调7美元/桶，将亚洲石油销售价格下调4-6美元/桶，并下调欧洲石油销售价格；3月7日，沙特宣布将从4月份开始增加原油产量。原油供给量升价降的预期导致油价在原来全球经济疲软带来油价下行趋势上加速下滑，3月6日-3月11日，ICE布油大幅下跌28.31%至35.84美元/桶。原油大幅下行将给美国带来通缩预期，抵消了新冠肺炎对供给端的通胀效应；短期内，油价下滑产生的通缩预期对黄金的跌价效应大于国债收益率下行产生的涨价效应。

图26： MICEX布油期货收盘价（活跃合约）（美元/桶）

图27：通缩预期导致黄金价格短期下跌（美元/盎司，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：21世纪经济报，Wind，东莞证券研究所

**需求端冲击：**当前新冠肺炎在全球正处于加速上升期，随着确诊人数的增加，部分国家或采控制居民出行及群聚，将导致餐饮、旅游、娱乐等产业收入下降。目前美国暂未出现行业大规模停业现象，但美国篮球联赛（NBA）、冰球联赛（NHL）等体育赛事因新冠疫情宣布停赛，对第三产业冲击初现端倪。中国在疫情上升期的2月，PMI大幅下降，美国或重复中国轨迹，市场对美国经济的衰退预期升温。3月4日，美联储紧急降息50个基点，拉开了货币、财政政策逆周期调节力度升级序幕，3月16日美联储再次将联邦基金目标利率区间降至0%-0.25%，美国10年期国债收益率随即下行，预计随着QE规模扩大及更多的财政刺激政策出台，通缩预期将得到稳定，为黄金价格继续上涨提供动力。

图28：国外新冠肺炎确诊人数（人）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

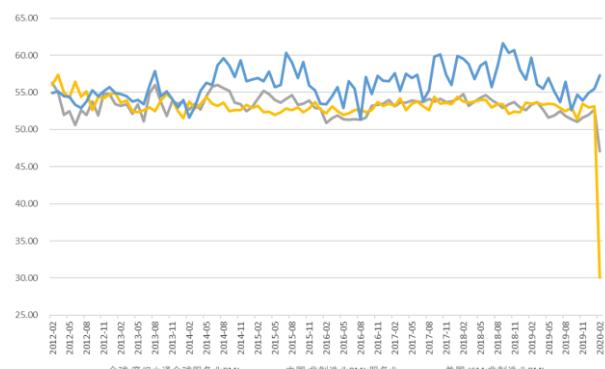
图29：美国新冠肺炎确诊人数（人）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**美国经济现状：**短期企稳，未来或被疫情打破。2019年美国不变价格GDP季度同

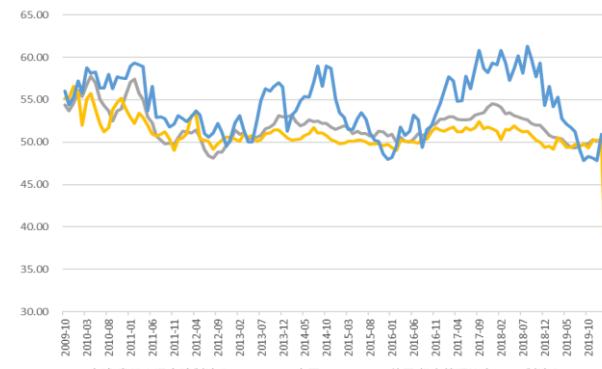
比增速震荡下行，2019年第四季度略有回升；美联储为应对经济增速下行，于2019年进行三次降息，2020年1、2月美国制造业PMI站稳荣枯线，服务业PMI明显回升；PPI在2020年1、2月触底企稳，核心PCE仍低于2%的政策目标；非农新增就业人数于2019年下半年后呈上升趋势，失业率持续下降，低于美国国会预算办公室测算的潜在GDP失业率水平，未来失业率或有向上收敛风险；私人非农企业非管理人员平均周薪同比增速在2019年呈小幅下滑趋势，但2020年1、2月有所回升；2019年工业部门产能利用率持续下降，截止2020年1月未见反弹迹象。总体看，美国制造业仍有衰退风险，2020年1、2月服务业景气度边际改善，美国经济短期企稳，但疫情对需求端的冲击或打破这种状态。

**图30：服务业PMI**


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**图32：美国季度GDP（不变价格）同比增速（%）**


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**图34：美国新增非农就业人数（千人）**
**图31：制造业PMI**


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**图33：美国通胀低于目标水平（%）**


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**图35：美国工业产出及工业产能利用率（%）**



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图36：美国失业率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：工业总体产出指数 2012 年=100

图37：美国私人非农企业非管理人员平均周薪同比增速（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

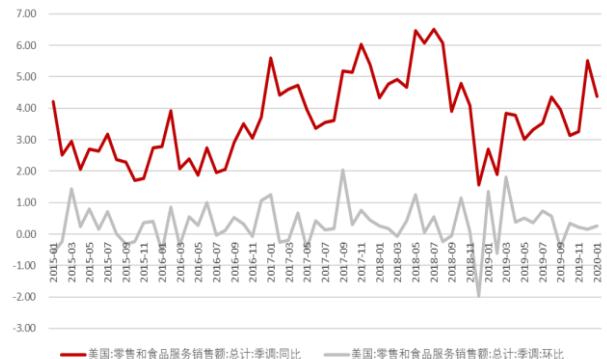
注：“潜在 GDP 预测:自然失业率:短期” 最后更新时间为 2020 年 2 月 17 日

**美国经济未来：增长动能或减弱。** 截止 2020 年 1 月，零售消费同比增速震荡回升，受疫情升级影响，3 月消费者信心指数显著下滑，零售消费未来或触顶回落；同样，截止 2020 年 1 月，美国成屋库存呈下降趋势，但 2 月住房市场景气度率有下降，美国经济未来增长动能或减弱。参照中国 2 月经济轨迹，新冠肺炎疫情升级或导致消费需求锐减，部分行业关停，导致经济增长动能显著减弱。

资料来源：Wind，东莞证券研究所

图38：美国零售增速中枢回升（%）

图39：美国消费者信心下降



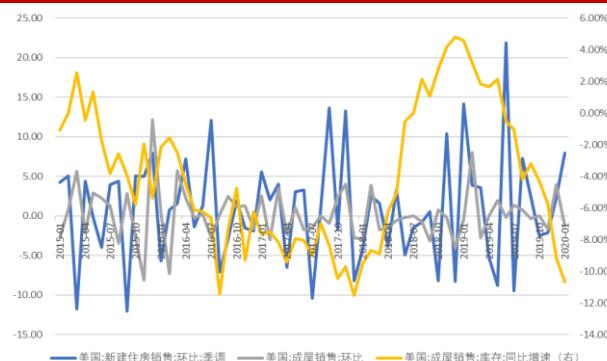
资料来源：Wind, 东莞证券研究所



资料来源：Wind, 东莞证券研究所

注：数据更新日期为2020年3月14日，1966年2季=100

**图40：美国住房销售增速 (%)**

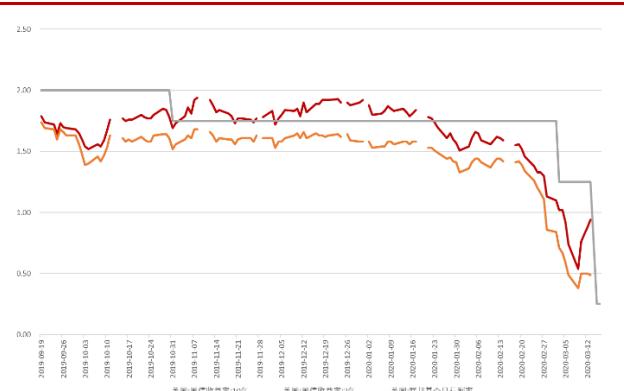


资料来源：Wind, 东莞证券研究所

**未来国债收益率下降仍有空间。**美国10年期、20年期国债到期收益率创历史新高，长短期国债利差（10年期-2年期）呈收窄趋势；此外与2008年金融危机期间紧急降息后的利率曲线比较，当前利率曲线非常扁平，或预示美国经济步入衰退。虽然近期，随着国债收益率回升及通缩预期强烈，黄金价格回落，但在3月16日凌晨美联储降息100bp后，10年期国债收益率回到基准利率上方，未来国债收益率下降仍有空间。

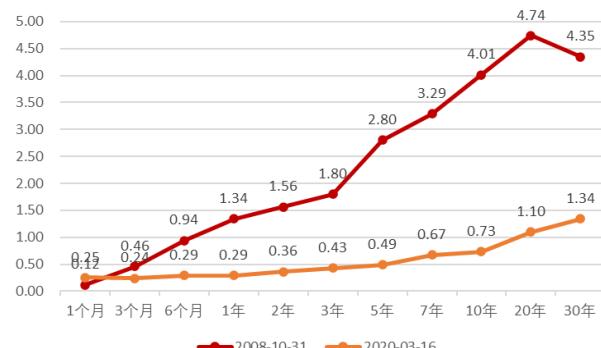
资料来源：Wind, 东莞证券研究所

**图43：降息100bp后，2年期国债收益率高于联邦基金利率上限 (%)**



资料来源：Wind, 东莞证券研究所

资料来源：Wind, 东莞证券研究所

**图44：美国国债收益率曲线扁平化 (%)**


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**图45：10年期国债实际收益率回升至正值 (%)**


资料来源：Wind，东莞证券研究所

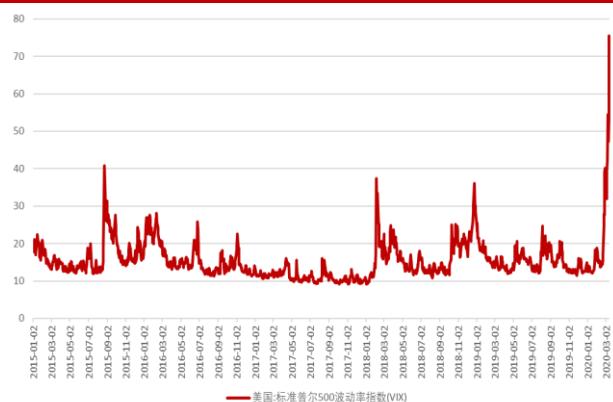
注：国债实际收益率数据截止 3 月 13 日，黄金价格数据截止 3 月 16 日

3月13日，美国总统特朗普宣布“国家紧急状态”以应对新冠肺炎疫情，并表示下周将提供多达50万份新冠病毒测试盒，同时还将有数百万份新冠病毒测试紧随其后。随美国政府重视程度上升，将有更多美国民众接受筛查，新冠肺炎新增确诊数量或迎来大幅上升，届时恐慌情绪将再次升温，股再现高波动，资金或从风险资产流向黄金、国债等避险资产。

美国总统特朗普同时宣布，美国将购买大量原油用于用作战略储备用途，并且近期布伦特原油期货价格有企稳迹象，因此预计通缩预期将稳定，对黄金价格影响边际减弱。

**图46：布油价格有企稳迹象 (%)**


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**图47：标普500VIX指数**


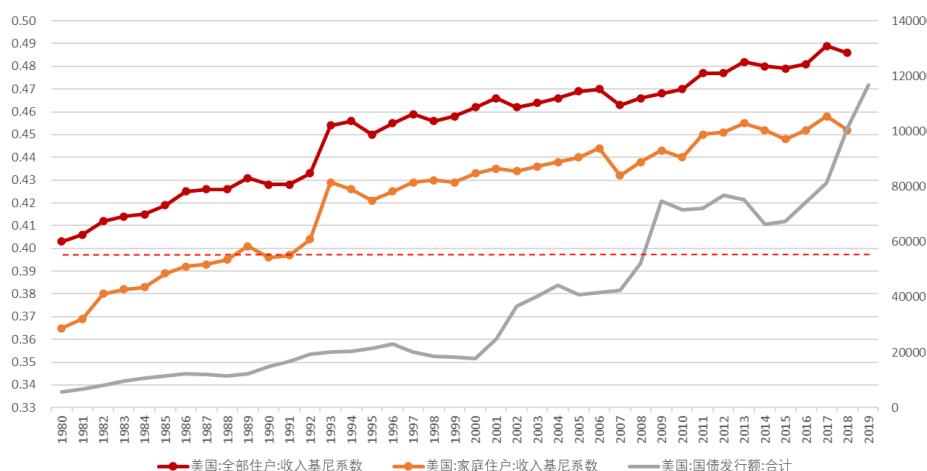
资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 5.3 风险事件发生频率或上升

在过往应对经济危机过程中，货币供应不断增加，导致资产价格膨胀，占有更多资产的富裕阶层在通胀中名义财富增速更高，而占有较少资产的阶层名义财富增速则相对降低，美国社会贫富差距在资产价格膨胀过程中被逐渐拉大。截止2018年末，美国全部住户、家庭住户基尼系数分别为0.49、0.45，处于收差距较大状态。贫富差距扩大容易激发社会矛盾，国外部分国家民粹主义政客上台执政是社会矛盾激化的表象。此外，中东问题依然复杂，地缘冲突仍可能爆发。世界向多极格局发展，全球化与反全球化碰撞，欧美、中美贸易摩擦只短期缓和，矛盾暂时转移至新冠疫情上，贸易问题未来仍有

升级可能。风险事件冲击对黄金价格将形成短暂的向上脉冲，风险事件发生频率上升或推动黄金价格震荡上行。

图48：随着货币扩张，美国贫富差距拉大（亿美元）



数据来源：Wind, 东莞证券研究所

#### 5.4 黄金价格有望继续走强

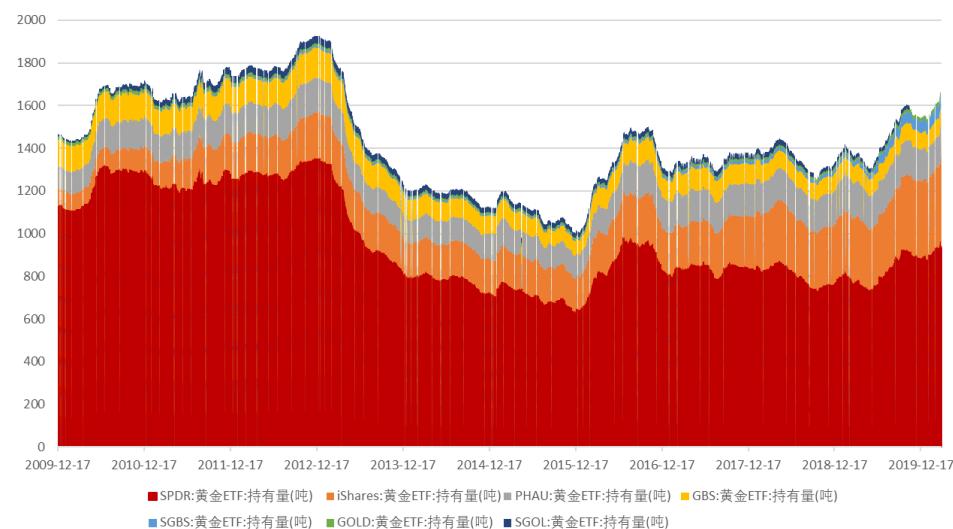
在疫情冲击下，全球经济衰退预期增加，股市波动加剧，美国长端国债（10 年期、30 年期）收益率创历史新低，长端国债利差呈收窄趋势，未来风险事件爆发频率或上升，英、美两国非常规紧急降息，全球央行宽松货币政策达成一致，随着疫情升温，货币、财政政策刺激有望加码，美国国债收益率仍有下行空间，市场避险情绪不断升温，资金流向避险资产，COMEX 黄金非商业净多头持仓及世界主要黄金 ETF 持仓已超 2016 年峰值，黄金价格仍具上升动能。

图49：COMEX黄金非商业持仓头寸（张）



数据来源：Wind, 东莞证券研究所

图50：黄金ETF持仓（吨）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 6. 盈利预测

**价格假设：**截止 2020 年 3 月 13 日，SHFE 黄金价格为 ¥356.40 元/克，年初至今上涨了 2.85%，我们预计 2020 年、2021 年 SHFE 黄金均价分别为 ¥370 元/克、¥408 元/克；而伦敦黄金现货 1 月涨幅为 4.73%，3 月第二周大幅回落，截止 2020 年 3 月 13 日，价格为 1529.71 美元/盎司，我们预计 2020 年、2021 年伦敦黄金现货均价分别为 1601 美元/盎司、1843 美元/盎司。

表 11：黄金价格预测（¥元/克，美元/盎司）

	单位	2017	2018	2019	2020E	2021E
SHFE 黄金	¥元/克	278	274	315	370	408
伦敦黄金现货	美元/盎司	1,258	1,269	1,393	1,601	1,843

资料来源：Wind，东莞证券研究所

**销量假设：**根据黄金企业的特点，假设公司矿产金基本实现即产即销，因此公司矿产金销量等于产量。贝拉德罗矿产金产量按 50% 权益计算。

表 12：矿产金销量/产量预测（千克）

产销量	单位	2017	2018	2019E	2020E	2021E
国内矿产金	千克	29,183	30,637	32,500	32,500	32,500
贝拉德罗（50%权益）	千克	6,345	8,709	8,520	8,520	8,520
合计	千克	35,528	39,346	41,020	41,020	41,020

资料来源：公司财报，巴克里财报，东莞证券研究所

注：2019 年国内矿产金产量为预测值、贝拉德罗为真实值

预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.50 元、0.42 元、0.53 元，3 月 16 日收盘价对应 PE 分别为 63 倍、75 倍、60 倍。

**表 13：盈利预测（百万元）**

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	54788	75059.39	87819.49	96601.44
营业总成本	52956	72940.16	85862.07	94161.13
营业成本	50,017	69805.23	81672.12	89839.34
营业税金及附加	364	498.16	582.85	641.13
销售费用	37	170.71	129.70	181.19
管理费用	1747	1722.71	2407.71	2432.80
财务费用	792	758.13	1077.89	1080.70
其他经营收益	(45)	201.90	0.00	0.00
公允价值变动净收益	2	196.48	0.00	0.00
投资净收益	(47)	(22.34)	0.00	0.00
营业利润	1787	2321.14	1957.41	2440.31
加 营业外收入	11	7.20	9.29	8.24
减 营业外支出	39	18.96	28.97	23.97
利润总额	1759	2309.38	1937.73	2424.58
减 所得税	512	577.34	484.43	606.15
净利润	1247	1732.03	1453.30	1818.44
减 少数股东损益	61	173.20	145.33	181.84
归母公司所有者的净利润	1186	1558.83	1307.97	1636.59
基本每股收益(元)	0.38	0.50	0.42	0.53
PE (倍)	83	63	75	60

资料来源：公司财报，东莞证券研究所

## 7. 投资建议

公司聚焦黄金业务，矿产金产量居全国首位，黄金毛利占总毛利比例达 90%以上，旗下 9 座矿山位于黄金资源丰富的山东省内，收购国外优质金矿，开展海外扩张，对内积极探矿增储，大股东山东黄金集团将向上市公司注入资源，增产扩储潜力较大；此外公司生产升本具有优势，国内金矿品位较高，海外贝拉德罗金矿随着开采新矿区，品位及黄金产量均有望提升。因新冠肺炎疫情对需求端冲击，全球达成一致货币宽松政策，有望引导利率下行，同时稳定通缩预期，黄金价格有望走高。

**表 14：重点公司估值及盈利预测（元， 倍）**

简称	公司代码	业务类型	EPS (元)			PE (X)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
紫金矿业	601899.SH	铜、金、锌矿	0.16	0.20	0.26	22.75	18.20	14.00
中金黄金	600489.SH	金矿	0.09	0.17	0.20	85.22	45.12	38.35
银泰黄金	000975.SZ	金、银铅锌矿	0.47	0.62	0.68	27.19	20.61	18.79
湖南黄金	002155.SZ	金锑、钨矿	0.13	0.24	0.46	55.85	30.25	15.78
恒邦股份	002237.SZ	金、银、铜矿	0.34	0.55	0.69	35.85	22.16	17.67
均值			0.24	0.36	0.46	45.37	27.27	20.92
山东黄金	600547.SH	金矿	0.50	0.42	0.53	63.36	75.43	59.77

资料来源：东莞证券研究所

注：湖南黄金、恒邦股份 2019 年 EPS 为真实值

## 8. 风险提示

黄金价格大幅下跌，汇率大幅波动，海外矿品位、产量持续下降，资产注入不及预期，矿山品位下滑，行业政策风险。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)