

推荐 (维持)

## 黄金专题报告四：

风险评级：中风险

A股主要金矿企业经营情况对比

2020年5月28日

许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

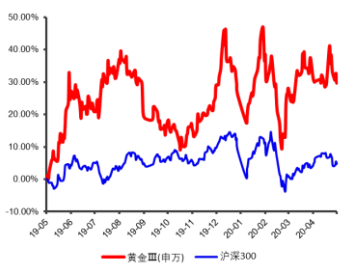
电话：0769-22110925

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：wind，东莞证券研究所

### 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》  
2020/2/18；

《黄金专题报告二：山东黄金（600547）资源禀赋优异 增储优势突出》2020/3/17；

《黄金专题报告三：银泰黄金（000975）合质金产能扩张，业绩有望受益于黄金量价齐升》2020/5/11

- **毛利润占比。**除赤峰黄金、紫金矿业外，其他黄金上市公司主要黄金产品的毛利润占比大于50%，其中山东黄金、西部黄金占比达90%以上。从毛利率看，银泰黄金的黄金产品毛利率最高，达68.29%，主要得益于公司旗下金矿品位较高。
- **黄金资源储量。**A股金矿企业黄金资源储量前三位依次为：紫金矿业、山东黄金、中金黄金。山东黄金拟收购加拿大金矿公司TMAC，其核心资源 Hope Bay 项目拥有证实+可信储量354.5万盎司（110.3吨）黄金，平均品位6.5 克/吨。恒邦股份获得江西铜业承诺，江西铜业及其控股股东旗下优质黄金资产将注入，此外，旗下辽上矿区矿床地质勘查工作达到勘探程度，拥有黄金保有储量 69.913吨。紫金矿业矿产金产量最大矿山巴布亚新几内亚波格拉金矿采矿权续约问题仍存疑问。
- **金矿品位。**矿山品位对开采成本及采选的效益有较大的影响，各金矿企业均拥有一个品位较高的金矿，而赤峰黄金、银泰黄金整体品位较高，中金黄金旗下金矿的品位差异较大。
- **矿产金产量。**2019年整体矿产金产量较2018年略有增加，2020年计划产量与2019年基本持平。2019年，紫金矿业和山东黄金矿产金产量远高于其他矿企业。
- **财务指标比较。**结合净利润同比增速及毛利率变动看，银泰黄金、山东黄金、紫金矿业整体业绩较优；银泰黄金、恒邦股份、山东黄金、紫金矿业营收及净利润质量较优；银泰黄金、紫金矿业盈利能力较优；银泰黄金、紫金矿业人均营收及人均净利润表现较优；湖南黄金、恒邦股份、山东黄金总资产周转率连续5年大于100%，并在最近5年均高于中位数；近6个季度（2018年Q4-2020年Q1），恒邦股份、西部黄金、紫金矿业有5个季度单季营收增速 $\geq 15\%$ ；近5年，山东黄金、赤峰黄金、中金黄金商誉占归母股东权益高于中位数，但比例较低，A股金矿企业商誉占比均低于30%，商誉泡沫风险较低；近5年，银泰黄金有5年毛利率 $\geq 20\%$ ，毛利指标方面，银泰黄金、赤峰黄金表现较优；近5年，A股金矿企业总体占比高于100%，其中银泰黄金该指标表现最优，5年均低于100%，且均低于中位数。
- **投资建议。**截止2020年5月27日，EV/EBITDA、PB、PE中位数低于伦敦金现货价格历史高位，若黄金价格继续攀升，估值仍有较大提升空间。通过对比13项经营情况指标，筛选出各项指标较优的金矿企业，银泰黄金、山东黄金、紫金矿业、赤峰黄金、恒邦股份、湖南黄金、中金黄金拥有较优指标数量分别为11、9、7、5、4、2、2。建议关注银泰黄金、山东黄金、赤峰黄金。
- **风险提示。**美国通缩加剧，黄金价格大幅下跌，行业政策风险。

## 目录

1. 资源禀赋情况 .....	4
1.1 黄金产品毛利润占比 .....	4
1.2 黄金资源储量 .....	4
1.3 金矿品位 .....	5
1.4 矿产金产量 .....	6
2. 财务分析 .....	7
2.1 整体业绩情况 .....	7
2.2 营收、营业利润质量 .....	8
2.3 盈利能力 .....	8
2.4 人均营收及人均净利润 .....	9
2.5 总资产周转率 .....	10
2.6 单季营收增速 .....	10
2.7 商誉 .....	11
2.8 毛利率 .....	11
2.9 维持性资本支出 .....	12
3. 投资建议 .....	12
3.1 估值 .....	12
3.2 投资建议 .....	13
4. 风险提示 .....	13

## 插图目录

图 1：A 股主要金矿企业 2019、2018 年金矿品位（克/吨） .....	6
--	---

## 表格目录

表 1：A 股主要金矿企业黄金产品毛利润占比（百万元，%） .....	4
表 2：A 股主要金矿企业黄金储量（吨） .....	4
表 3：A 股主要金矿企业 2019、2018 年金矿品位（克/吨） .....	5
表 4：A 股主要金矿企业矿产金产量（吨） .....	6
表 5：A 股主要金矿企业营业收入（百万元） .....	7
表 6：A 股主要金矿企业归母净利润（百万元） .....	7
表 7：A 股主要金矿企业毛利率（%） .....	7
表 8：销售商品提供劳务收到的现金/营业收入（%） .....	8
表 9：经营活动产生的现金流量净额/净利润（%） .....	8
表 10：A 股主要金矿企业净资产收益率(加权)（%） .....	8
表 11：A 股主要金矿企业总资产收益率（%） .....	9
表 12：人均营业收入（万元） .....	9
表 13：人均归母净利润（万元） .....	10

表 14：总资产周转率（%） .....	10
表 15：单季营业收入同比增速（%） .....	10
表 16：商誉占归母股东权益比例（%） .....	11
表 17：销售毛利率（%） .....	11
表 18：维持性资本支出占净利润比例（%） .....	12
表 19：2020/5/27、2011/9/6 估值对比（倍） .....	12
表 20：经营情况指标较优的 A 股金矿企业（倍） .....	13

## 1. 资源禀赋情况

### 1.1 黄金产品毛利润占比

除赤峰黄金、紫金矿业外，其他黄金上市公司主要黄金产品的毛利润占比大于 50%，其中山东黄金、西部黄金占比达 90% 以上。黄金产品毛利润占比越大，公司业绩受黄金价格影响越大。从毛利率看，银泰黄金的黄金产品毛利率最高，达 68.29%，主要得益于公司旗下金矿品位较高。

表 1：A 股主要金矿企业黄金产品毛利润占比（百万元，%）

	毛利润	主要黄金产品	主要黄金产品毛利润	占比 (%)	主要黄金产品毛利率 (%)
银泰黄金	1,554.93	合质金	1,181.58	76%	68.29%
湖南黄金	1,148.68	黄金	779.40	68%	6.36%
恒邦股份	1,576.05	黄金	1,231.54	78%	11.24%
中金黄金	3,584.04	黄金	1,972.11	55%	6.49%
山东黄金	6,045.04	黄金	5,484.32	91%	44.38%
赤峰黄金	1,220.52	黄金	367.37	30%	44.13%
西部黄金	338.25	标准金	324.66	96%	8.54%
紫金矿业	15,515.35	矿山产金	4,865.08	31%	41.82%

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：由于未公布 2019 年年报，中金黄金数据为 2018 年。

### 1.2 黄金资源储量

A 股金矿企业黄金资源储量前三位依次为：紫金矿业、山东黄金、中金黄金。

紫金矿业在国内外均有金矿布局，其中位于巴布亚新几内亚波格拉金矿矿产金产量最大，2019 年该矿矿产金产量为 8.827 吨（为权益产量，紫金矿业持有该矿山 47.5% 权益），占总产量 21.62%。2020 年 4 月 24 日，波格拉金矿采矿权延期申请遭到巴方政府拒绝，能否续期仍存疑问。

目前山东黄金拥有金矿 13 座，其中 9 座在黄金资源丰富的山东省内，1 座海外金矿，位于阿根廷，拥有 50% 权益。2020 年 5 月 26 日，山东黄金发布公告，拟计划投资 2.1 亿加元，在加拿大设立子公司，旨在完成对 TMAC Resources Inc.（特麦克资源公司）100% 股权的收购。特麦克核心资产是位于加拿大 Nunavut 省东北部的霍普湾（Hope Bay）项目 100% 权益。截至 2019 年末，依据加拿大 NI 43-101 标准，Hope Bay 项目拥有证实+可信储量 354.5 万盎司（110.3 吨）黄金，平均品位 6.5 克/吨；拥有探明+控制资源量 517.3 万盎司（160.9 吨）黄金，平均品位 7.4 克/吨，推断资源量 212.7 万盎司（66.2 吨）黄金，平均品位 6.1 克/吨。

表 2：A 股主要金矿企业黄金储量（吨）

	100% 权益基准	按公司持有权益
银泰黄金	99.2	71.1
湖南黄金	140.9	/

恒邦股份	112.0	/
中金黄金	496.4	/
山东黄金	1123.6	968.2
赤峰黄金	102.6	/
西部黄金	/	/
紫金矿业	1886.9	/

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

注：1、银泰黄金资源量统计口径为探矿权+采矿权；2、中金黄金为2018年数据；3、赤峰黄金资源储量含万象矿业所辖 Sepon 铜金矿，统计口径为资源量。

### 1.3 金矿品位

矿山品位对开采成本及采选的效益有较大的影响，各金矿企业均拥有一个品位较高的金矿，而赤峰黄金、银泰黄金整体品位较高，中金黄金旗下金矿的品位差异较大。

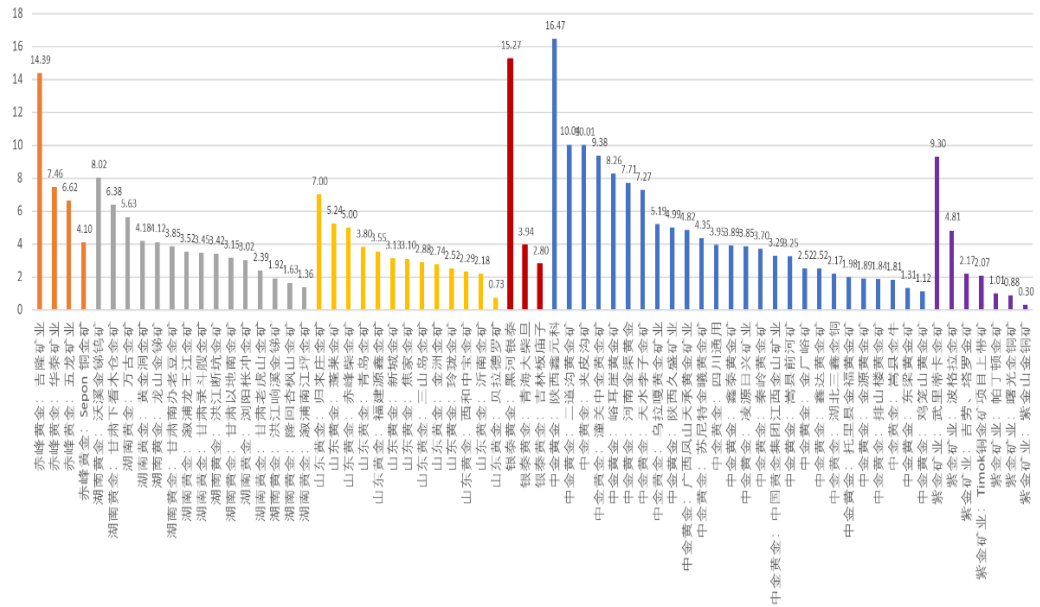
表 3：A 股主要金矿企业 2019、2018 年金矿品位（克/吨）

数据年份	矿山	品位	数据年份	矿山	品位
2019	赤峰黄金：吉隆矿业	14.39	2019	银泰黄金：吉林板庙子	2.80
2019	赤峰黄金：华泰矿业	7.46	2018	中金黄金：陕西鑫元科	16.47
2019	赤峰黄金：五龙矿业	6.62	2018	中金黄金：二道沟黄金矿	10.04
2019	赤峰黄金：Sepon 铜金矿	4.10	2018	中金黄金：夹皮沟矿	10.01
2018	湖南黄金：沃溪金锑钨矿	8.02	2018	中金黄金：潼关中金黄金矿	9.38
2018	湖南黄金：甘肃下看木仓金矿	6.38	2018	中金黄金：峪耳崖黄金矿	8.26
2018	湖南黄金：万古金矿	5.63	2018	中金黄金：河南金渠黄金	7.71
2018	湖南黄金：黄金洞金矿	4.18	2018	中金黄金：天水李子金矿	7.27
2018	湖南黄金：龙山金锑矿	4.12	2018	中金黄金：乌拉嘎黄金矿业	5.19
2018	湖南黄金：甘肃南办老豆金矿	3.85	2018	中金黄金：陕西久盛矿业	4.99
2018	湖南黄金：溆浦龙王江金矿	3.52	2018	中金黄金：广西凤山天承黄金矿业	4.82
2018	湖南黄金：甘肃录斗艘金矿	3.45	2018	中金黄金：苏尼特金曦黄金矿	4.35
2018	湖南黄金：洪江断坑金矿	3.42	2018	中金黄金：四川通用	3.95
2018	湖南黄金：甘肃以地南金矿	3.15	2018	中金黄金：鑫泰黄金矿	3.89
2018	湖南黄金：浏阳枞冲金矿	3.02	2018	中金黄金：凌源日兴矿业	3.85
2018	湖南黄金：甘肃老虎山金矿	2.39	2018	中金黄金：秦岭黄金矿	3.70
2018	湖南黄金：洪江响溪金锑矿	1.92	2018	中金黄金：中国黄金集团江西金山矿业	3.29
2018	湖南黄金：隆回杏枫山金矿	1.63	2018	中金黄金：嵩县前河矿	3.25
2018	湖南黄金：溆浦南江坪金矿	1.36	2018	中金黄金：金厂峪矿	2.52
2019	山东黄金：归来庄金矿	7.00	2018	中金黄金：鑫达黄金矿	2.52
2019	山东黄金：蓬莱金矿	5.24	2018	中金黄金：湖北三鑫金铜	2.17
2019	山东黄金：赤峰柴金矿	5.00	2018	中金黄金：托里县金福黄金矿	1.98
2019	山东黄金：青岛金矿	3.80	2018	中金黄金：金源黄金矿	1.89
2019	山东黄金：福建源鑫金矿	3.55	2018	中金黄金：排山楼黄金矿	1.84
2019	山东黄金：新城金矿	3.13	2018	中金黄金：嵩县金牛	1.81
2019	山东黄金：焦家金矿	3.10	2018	中金黄金：东梁黄金矿	1.31
2019	山东黄金：三山岛金矿	2.88	2018	中金黄金：鸡笼山黄金矿	1.12
2019	山东黄金：金洲金矿	2.74	2019	紫金矿业：武里蒂卡金矿	9.30

2019	山东黄金：玲珑金矿	2.52	2019	紫金矿业：波格拉金矿	4.81
2019	山东黄金：西和中宝金矿	2.29	2019	紫金矿业：吉劳、塔罗金矿	2.17
2019	山东黄金：沂南金矿	2.18	2019	紫金矿业：Timok 铜金矿项目上带矿	2.07
2019	山东黄金：贝拉德罗矿	0.73	2019	紫金矿业：帕丁顿金矿	1.01
2019	银泰黄金：黑河银泰	15.27	2019	紫金矿业：曙光金铜矿	0.88
2019	银泰黄金：青海大柴旦	3.94	2019	紫金矿业：紫金山金铜矿	0.30

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

图 1：A 股主要金矿企业 2019、2018 年金矿品位（克/吨）



数据来源：公司公告，东莞证券研究所

注：中金黄金、湖南黄金数据为2018年，其余金矿企业数据为2019年。

#### 1.4 矿产金产量

从前面的毛利润结构可知，黄金产品占比较大，因此，从量的维度，矿产金产量对黄金企业的毛利润有较大影响。2019 年整体矿产金产量较 2018 年略有增加，2020 年计划产量与 2019 年基本持平。2019 年，紫金矿业和山东黄金矿产金产量远高于其他矿企业。

表 4：A 股主要金矿企业矿产金产量（吨）

	主要黄金产品	2018 年矿产金产量	2019 年矿产金产量	2020 年计划产量
银泰黄金	合质金（含银）	5.57	5.81	/
湖南黄金	黄金	4.86	4.87	/
恒邦股份	有色金属冶炼（黄金）	/	/	/
中金黄金	矿产金	24.36	/	/
山东黄金	黄金	39.32	40.12	不低于 39.586
赤峰黄金	黄金	1.51	2.07	/
西部黄金	标准金	/	3.75	3.705
紫金矿业	矿山产金	36.5	40.8	44

资料来源：公司年报，东莞证券研究所

注：1、中金黄金为2018年数据；2、西部黄金为推算值。

## 2. 财务分析

### 2.1 整体业绩情况

受益于黄金价格上涨，2019年、2020年Q1，银泰黄金、中金黄金、山东黄金、西部黄金、紫金矿业净利润保持较快增长。除西部黄金外，其他金矿企业2019年毛利率较去年基本持平。结合净利润同比增速及毛利率变动看，银泰黄金、山东黄金、紫金矿业整体业绩较优。

表 5：A 股主要金矿企业营业收入（百万元）

	2018	2019	yoy	2019Q1	2020Q1	yoy
银泰黄金	4,826.24	5,148.95	7%	1,128.30	1,938.92	72%
湖南黄金	12,460.91	13,829.22	11%	4,561.00	3,756.94	-18%
恒邦股份	21,200.96	28,536.08	35%	5,855.54	6,384.82	9%
中金黄金	34,452.38	38,963.45	13%	7,900.66	7,317.69	-7%
山东黄金	54,787.88	62,630.70	14%	10,621.09	13,965.73	31%
赤峰黄金	2,153.12	6,068.46	182%	1,468.35	1,219.98	-17%
西部黄金	1,001.78	3,862.90	286%	240.01	680.17	183%
紫金矿业	105,994.25	136,097.98	28%	29,041.94	36,161.86	25%

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 6：A 股主要金矿企业归母净利润（百万元）

	2018	2019	yoy	2019Q1	2020Q1	yoy
银泰黄金	662.57	864.17	30%	170.31	274.29	61%
湖南黄金	270.41	159.79	-41%	46.92	-38.24	-181%
恒邦股份	405.77	305.54	-25%	108.97	89.37	-18%
中金黄金	195.95	190.33	-3%	32.55	159.59	390%
山东黄金	875.73	1,289.47	47%	365.75	563.31	54%
赤峰黄金	-133.05	188.01	-241%	59.53	8.57	-86%
西部黄金	9.72	41.07	323%	-18.20	-54.31	198%
紫金矿业	4,093.77	4,283.96	5%	874.48	1,040.01	19%

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 7：A 股主要金矿企业毛利率（%）

	2018	2019	变动	2019Q1	2020Q1	变动
银泰黄金	29.7%	30.2%	0.5%	29.8%	24.5%	-5.3%
湖南黄金	9.9%	8.3%	-1.6%	5.8%	3.5%	-2.3%
恒邦股份	7.0%	5.5%	-1.5%	6.7%	1.3%	-5.4%
中金黄金	10.4%	11.1%	0.7%	10.6%	12.3%	1.7%
山东黄金	8.7%	9.7%	0.9%	12.4%	12.5%	0.1%
赤峰黄金	19.5%	20.1%	0.6%	14.0%	24.8%	10.8%
西部黄金	24.9%	8.8%	-16.1%	14.7%	3.1%	-11.5%
紫金矿业	12.6%	11.4%	-1.2%	12.8%	10.9%	-2.0%

资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.2 营收、营业利润质量

“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”、“经营活动产生的现金流量净额/净利润”分别衡量营业收入、净利润质量的指标，近年 5 年比例 $\geq 100\%$ 的为优。从“销售商品提供劳务收到的现金/营业收入”指标看，银泰黄金（2018 年进入黄金采选业务）、恒邦股份、山东黄金、紫金矿业营业收入质量最优。从“经营活动产生的现金流量净额/净利润”看，除中金黄金、赤峰黄金外，其余金矿企业该指标近年 5 年比例 $\geq 100\%$ 。综上，银泰黄金、恒邦股份、山东黄金、紫金矿业营收及净利润质量较优。

表 8：销售商品提供劳务收到的现金/营业收入（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年比例 $\geq 100\%$ 的次数
银泰黄金	95.89	169.04	108.94	110.46	112.04	4
湖南黄金	110.47	100.57	91.70	101.78	97.20	3
恒邦股份	105.48	108.22	106.32	110.57	105.50	5
中金黄金	100.56	105.23	99.73	105.46	104.33	4
山东黄金	100.01	103.15	104.09	105.48	100.23	5
赤峰黄金	105.73	103.57	115.10	128.97	95.13	4
西部黄金	101.81	100.31	98.86	104.51	100.19	4
紫金矿业	107.36	106.57	105.69	104.01	105.32	5

资料来源：wind，东莞证券研究所

表 9：经营活动产生的现金流量净额/净利润（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年比例 $\geq 100\%$ 的次数
银泰黄金	67.95	114.82	212.42	149.30	119.97	4
湖南黄金	4,118.71	374.38	163.23	300.57	533.75	5
恒邦股份	538.31	127.23	194.88	295.27	177.74	5
中金黄金	-1,026.97	207.84	116.07	642.45	310.39	4
山东黄金	346.14	208.12	309.93	312.37	294.08	5
赤峰黄金	71.27	20.05	-133.96	/	206.87	1
西部黄金	179.56	201.76	1,023.27	544.63	364.94	5
紫金矿业	764.84	509.80	300.67	218.53	210.74	5

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：分母小于等于 0 时，该指标不计算

## 2.3 盈利能力

从净资产收益率(加权)看，银泰黄金和紫金矿业近 5 年呈稳步上升趋势；近 5 年中，紫金矿业有 5 年大于中位数，银泰黄金、赤峰黄金有 4 年大于中位数。从总资产收益率看，银泰黄金、中金黄金、紫金矿业近 5 年呈上升趋势；近 5 年中，银泰黄金有 5 年大于中位数，赤峰黄金有 4 年大于中位数。因此，银泰黄金、紫金矿业盈利能力较优。

表 10：A 股主要金矿企业净资产收益率(加权)（%）

	2015	2016	2017	2018	2019
银泰黄金	6.63	5.93	8.22	7.95	9.97



湖南黄金	0.85	3.94	6.82	5.78	3.27
恒邦股份	5.04	5.39	9.02	8.70	6.77
中金黄金	0.86	3.03	2.18	1.47	1.39
山东黄金	6.23	10.36	7.12	4.92	5.49
赤峰黄金	15.63	13.94	10.51	-5.05	6.62
西部黄金	3.94	7.66	1.29	0.58	2.42
紫金矿业	6.01	6.66	11.10	11.70	11.38
中位数	5.53	6.29	7.67	5.35	6.06

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：净资产收益率（加权）=归属母公司股东净利润 / 加权平均归属母公司股东的权益\*100%

表 11：A 股主要金矿企业总资产收益率（%）

	2015	2016	2017	2018	2019
银泰黄金	6.59	6.02	8.41	9.57	8.47
湖南黄金	0.28	2.01	4.39	3.76	2.27
恒邦股份	1.42	1.63	2.72	2.81	1.87
中金黄金	0.46	1.26	1.41	0.98	1.80
山东黄金	2.66	5.13	3.39	2.15	2.76
赤峰黄金	9.62	9.27	6.50	-1.81	2.70
西部黄金	2.50	4.84	0.84	0.38	1.55
紫金矿业	1.69	1.95	3.64	4.63	4.28
中位数	2.10	3.42	3.51	2.48	2.49

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：总资产收益率=净利润(含少数股东损益)\*2 / (期初总资产+期末总资产)\*100%

## 2.4 人均营收及人均净利润

近 5 年，银泰黄金、恒邦股份、中金黄金、山东黄金、紫金矿业的人均营业收入大于 100 万元，其中银泰黄金、恒邦股份、山东黄金、紫金矿业连续 5 年人均营业收入大于中位数；银泰黄金、紫金矿业分别有 5 年、4 年的人均归母净利润大于 10 万元，并且两者连续 5 年的人均归母净利润大于中位数。综上，银泰黄金、紫金矿业人均营收及人均净利润表现较优。

表 12：人均营业收入（万元）

	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年人均营收 ≥ 100 万次数
银泰黄金	182.26	197.88	390.16	332.16	336.97	5
湖南黄金	66.09	116.33	165.03	191.38	257.91	4
恒邦股份	264.77	301.70	363.43	383.94	523.60	5
中金黄金	126.57	139.97	122.11	143.61	162.41	5
山东黄金	301.52	340.59	355.00	341.74	388.19	5
赤峰黄金	43.39	93.13	112.33	60.72	153.40	2
西部黄金	53.79	62.26	80.59	58.76	232.70	1
紫金矿业	390.85	452.00	523.18	551.31	681.75	5
中位数	154.42	168.93	260.01	261.77	297.44	

资料来源：wind，东莞证券研究所

**表 13：人均归母净利润（万元）**

	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年人均净利润≥10 万次数
银泰黄金	61.82	57.05	85.60	45.60	56.56	5
湖南黄金	0.28	2.43	4.83	4.15	2.98	0
恒邦股份	3.38	3.74	6.72	7.35	5.61	0
中金黄金	0.29	1.30	1.08	0.82	0.79	0
山东黄金	4.59	8.77	7.91	5.46	7.99	0
赤峰黄金	6.31	14.16	11.91	-3.75	4.75	2
西部黄金	3.23	7.08	1.26	0.57	2.47	0
紫金矿业	8.71	10.55	19.41	21.29	21.46	4
中位数	3.99	7.92	7.32	4.81	5.18	

资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.5 总资产周转率

湖南黄金、恒邦股份、山东黄金总资产周转率连续 5 年大于 100%，并在最近 5 年均高于中位数。银泰黄金、赤峰黄金总资产周转率偏低，或产能未完全释放导致。

**表 14：总资产周转率（%）**

	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年总资产周转率≥100%的次数
银泰黄金	15%	16%	29%	60%	46%	0
湖南黄金	109%	111%	154%	181%	202%	5
恒邦股份	123%	131%	149%	152%	184%	5
中金黄金	115%	103%	85%	90%	100%	2
山东黄金	170%	197%	145%	126%	121%	5
赤峰黄金	65%	58%	60%	34%	78%	0
西部黄金	42%	43%	54%	39%	145%	1
紫金矿业	93%	91%	106%	105%	115%	3
中位数	101%	97%	96%	97%	118%	

资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.6 单季营收增速

黄金价格从 2018 年 Q4 进入上升通道，此后企业单季营业收入同比增速中位数显著提升。近 6 个季度（2018 年 Q4-2020 年 Q1），恒邦股份、西部黄金、紫金矿业有 5 个季度单季营收增速≥15%，山东黄金、赤峰黄金有 4 个季度单季营收增速≥15%；其中，山东黄金、赤峰黄金有 4 个季度单季增速≥15%，西部黄金则有 4 个季度单季增速≥15%。综合看，山东黄金、赤峰黄金在单季营收增速表现较优。

**表 15：单季营业收入同比增速（%）**

	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	近 6 个季度营 速≥15%次数
银泰黄金	15%	16%	29%	60%	46%	15%	15%	15%	5
湖南黄金	109%	111%	154%	181%	202%	109%	111%	154%	5
恒邦股份	123%	131%	149%	152%	184%	123%	131%	149%	5
中金黄金	115%	103%	85%	90%	100%	115%	103%	85%	2
山东黄金	170%	197%	145%	126%	121%	170%	197%	145%	5
赤峰黄金	65%	58%	60%	34%	78%	65%	58%	60%	4
西部黄金	42%	43%	54%	39%	145%	42%	43%	54%	4
紫金矿业	93%	91%	106%	105%	115%	93%	91%	106%	5
中位数	101%	97%	96%	97%	118%	101%	97%	96%	

银泰黄金	276%	207%	114%	33%	12%	-15%	11%	72%	3
湖南黄金	14%	-10%	17%	50%	8%	-4%	-11%	-18%	2
恒邦股份	9%	-26%	96%	27%	23%	69%	26%	9%	5
中金黄金	15%	-5%	24%	13%	-3%	12%	30%	-7%	2
山东黄金	-25%	-12%	40%	-25%	74%	127%	-113%	31%	4
赤峰黄金	-13%	-36%	-20%	210%	125%	217%	178%	-17%	4
西部黄金	-6%	-61%	-5%	49%	348%	832%	199%	183%	5
紫金矿业	41%	8%	-8%	27%	42%	31%	16%	25%	5
中位数	11%	-11%	20%	30%	32%	50%	21%	17%	

资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.7 商誉

近 5 年，山东黄金、赤峰黄金、中金黄金商誉占归母股东权益高于中位数，但比例较低，A 股金矿企业商誉占比均低于 30%，商誉泡沫风险较低。

表 16：商誉占归母股东权益比例（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年 $\leq 30\%$ 次数
银泰黄金	0%	0%	0%	5%	5%	5
湖南黄金	2%	1%	1%	1%	1%	5
恒邦股份	0%	0%	0%	0%	0%	5
中金黄金	7%	5%	5%	5%	5%	5
山东黄金	17%	11%	17%	13%	12%	5
赤峰黄金	23%	20%	18%	14%	12%	5
西部黄金	0%	0%	0%	0%	0%	5
紫金矿业	2%	2%	1%	1%	1%	5
中位数	2%	2%	1%	3%	3%	

资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.8 毛利率

近 5 年，银泰黄金有 5 年毛利率  $\geq 20\%$ ，赤峰黄金、西部黄金有 4 年毛利率  $\geq 20\%$ ，其中银泰黄金、赤峰黄金近 5 年毛利率均高于中位数，西部黄金则有 4 年毛利率高于中位数。从毛利率指标看，银泰黄金、赤峰黄金表现较优。

表 17：销售毛利率（%）

	2015	2016	2017	2018	2019	近 5 年销售毛利率 $\geq 20\%$ 次数
银泰黄金	78.00	77.27	52.50	29.67	30.20	5

湖南黄金	13.31	15.76	12.25	9.87	8.31	0
恒邦股份	6.16	6.78	7.24	7.02	5.52	0
中金黄金	6.86	8.51	11.42	10.40	11.08	0
山东黄金	7.73	8.76	9.07	8.71	9.65	0
赤峰黄金	33.51	34.78	24.52	19.50	20.11	4
西部黄金	27.99	37.58	28.61	24.86	8.76	4
紫金矿业	8.47	11.50	13.94	12.59	11.40	0
中位数	10.89	13.63	13.09	11.50	10.37	

资料来源：wind，东莞证券研究所

## 2.9 维持性资本支出

维持性资本支出衡量企业维持现有营收规模须从净利润中扣除的资本性支出，维持性资本支出占净利润比例越小，维持成本越低。近 5 年，A 股金矿企业总体占比高于 100%，其中银泰黄金该指标表现最优，5 年均低于 100%、低于中位数，且 2019 年较 2018 年下降；而赤峰黄金有 3 年维持性资本支出占净利润比例低于中位数。

表 18：维持性资本支出占净利润比例（%）

	2015	2016	2017	2018	2019
银泰黄金	35%	45%	31%	71%	58%
湖南黄金	1288%	202%	98%	111%	195%
恒邦股份	210%	183%	114%	137%	195%
中金黄金	837%	340%	315%	460%	
山东黄金	221%	122%	191%	263%	189%
赤峰黄金	65%	49%	55%		548%
西部黄金	218%	101%	519%	1253%	317%
紫金矿业	249%	261%	140%	96%	116%
中位数	220%	152%	127%	137%	195%

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：1、维持性资本支出=固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失；

2、赤峰黄金2018年净利润为负值，因此不计算；

3、截止报告日，中金黄金未公布2019年年报，因此不计算。

## 3. 投资建议

### 3.1 估值

伦敦金现货价格于 2011 年 9 月 6 日创下历史高点，截止 2020 年 5 月 27 日，EV/EBITDA、PB 中位数低于 2011 年 9 月 6 日的值，若黄金价格继续攀升，估值仍有较大提升空间；PE 中位数高于 2011 年 9 月 6 日的值，随着金价上升，净利润增加，PE 将下降并向 2011 年 9 月 6 日的值靠近。

表 19：2020/5/27、2011/9/6 估值对比（倍）

企业倍数 (EV/EBITDA)	市净率 PB	市盈率 PE(TTM)	企业倍数 (EV/EBITDA)	市净率 PB	市盈率 PE(TTM)

	2020/5/27			2011/9/6		
银泰黄金	17.79	3.29	31.71	108.27	5.11	-471.65
湖南黄金	16.38	1.88	123.86	25.45	8.06	41.16
恒邦股份	12.41	2.59	43.05	30.02	7.43	48.67
中金黄金	28.67	2.74	132.97	21.04	9.76	37.68
山东黄金	21.75	4.71	75.29	29.44	14.16	40.08
赤峰黄金	9.64	4.48	113.88	346.31	-26.31	71.57
西部黄金	40.28	5.24	1,750.30			
紫金矿业	9.35	2.16	21.67	11.34	5.03	22.10
中位数	17.09	3.01	94.59	29.44	7.43	40.08

资料来源：wind，东莞证券研究所

注：1、企业价值收益比=EV / 息税折旧摊销前利润，EV为企业价值(剔除货币资金)，息税折旧摊销前利润(EBITDA)是根据选定交易日向前最近一期年报(LYR)财务数据计算，中金黄金去2018年年报，其余企业取2019年年报；

2、PB为（指定交易日期的收盘价×截至当日公司总股本）/ 归属母公司股东的权益，归属母公司股东的权益取最近一期报告数据。

### 3.2 投资建议

通过对比 13 项经营情况指标，筛选出各项指标较优的金矿企业，银泰黄金、山东黄金、紫金矿业、赤峰黄金、恒邦股份、湖南黄金、中金黄金拥有较优指标数量分别为 11、9、7、5、4、2、2。建议关注银泰黄金、山东黄金、赤峰黄金。

表 20：经营情况指标较优的 A 股金矿企业（倍）

指标	指标较优矿企
毛利润占比	银泰黄金、山东黄金、
金矿品位	银泰黄金、赤峰黄金、山东黄金、紫金矿业
增储能力	山东黄金、赤峰黄金、银泰黄金、恒邦股份
矿产金产量	山东黄金、紫金矿业、中金黄金、银泰黄金
整体业绩	银泰黄金、山东黄金、紫金矿业
营收、营业利润质量	银泰黄金、恒邦股份、山东黄金、紫金矿业
盈利能力	银泰黄金、紫金矿业
人均营收及人均净利润	银泰黄金、紫金矿业
总资产周转率	湖南黄金、恒邦股份、山东黄金
单季营收增速	山东黄金、赤峰黄金
商誉占归母股东权益比例	整体较优
毛利率	银泰黄金、赤峰黄金
维持性资本支出	银泰黄金

资料来源：东莞证券研究所

## 4. 风险提示

美国通缩加剧，黄金价格大幅下跌，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，不受本公司相关业务部门、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