

山东黄金(600547.SH/01787.HK)

怀揣中国“心”，志在全球“金”

(注：下文如无特殊说明，货币单位均为人民币)

核心观点：

● 坐拥胶东半岛“现金奶牛”，怀揣中国核心黄金资产

山东黄金是国内第一大矿产金上市公司，拥有胶东半岛的焦家金矿、三山岛金矿、玲珑金矿和新城金矿四大主力金矿，储量大、品位高、易采选等条件赋予其强劲的盈利能力；08年开始公司先后收购甘肃西和中宝、福建政和源鑫和内蒙古赤峰柴矿，走向全国，实现国内年产金30吨左右。

● 收购海外优质资产，志为全球黄金龙头

17年公司收购了巴里克的贝拉德罗金矿50%权益，年产量15-20吨之间，综合储量、产量、品位和成本来看，该矿在全球大型黄金公司所拥有的金矿中处于中等水平，成为公司成功走向海外的第一步。截止19年上半年底，公司负债率50%，经营活动现金流18亿元，在金价持续走高的情况下，公司强劲的盈利水平为公司海外扩张的发展战略提供有力支持。

● 给予公司“增持”评级

预计19-21年公司EPS分别为0.60/0.88/0.88元/股，按照2019年10月11日收盘价计算，对应PE分别为57/39/39倍。结合可比公司2020年33倍和公司近3年52倍的PE估值均值，同时考虑到公司为国内黄金龙头，我们认为给予公司2020年40倍PE估值比较合理，对应公司A股合理价值35.20元/股，按照公司10月11日AH股的溢价比例，对应公司H股合理价值为19.87港币/股，给予公司A/H股“增持”评级。

● 风险提示

美联储货币政策的不确定性所带来的金价波动风险；阿根廷货币贬值和通胀对公司带来的汇率风险和成本压力；国内矿业环境趋紧和深部开采所带来的成本压力。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51,041	54,788	55,491	57,594	57,229
增长率(%)	1.7	7.3	1.3	3.8	-0.6
EBITDA(百万元)	4,413	4,738	6,079	7,419	7,577
净利润(百万元)	1,137	876	1,874	2,728	2,731
增长率(%)	-12.0	-23.0	114.0	45.5	0.1
EPS(元/股)	0.61	0.40	0.60	0.88	0.88
市盈率(P/E)	50.91	76.48	57.42	39.45	39.41
市净率(P/B)	3.55	3.10	3.30	3.07	2.87
EV/EBITDA	16.22	16.40	15.40	12.42	11.95

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

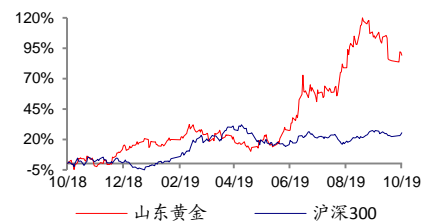
增持-A/增持-H

当前价格	34.72元/19.6港元
合理价值	35.20元/19.87港元
报告日期	2019-10-13

基本数据

股票代码	600547.SH	01787.HK
总股本(百万股)	3099.61	3099.61
流通股本(百万股)	2032.10	499.65
总市值(百万)	107,619元	60,752港元
一年内最高/低价	51.25-24.54元	22.50-14.46港元
30日日均成交量(百万股)	42.88	4.98
30日日均成交额(百万)	1,550元	97港元
近3个月涨跌幅(%)	18.95	34.25

相对市场表现



分析师：

巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006



SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003



SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

目录索引

一、中国黄金矿业龙头，坐拥胶东半岛核心矿产	5
1. 山东黄金实际控制人为山东省国资委	5
2. 扎根胶东，走向全国，完成首次出海	5
3. 坐拥胶东半岛核心资源，保证公司强劲的盈利水平	8
二、坚持黄金主业，志为全球黄金龙头	10
1. 国内优质“现金奶牛”，为海外并购打下良好基础	10
2. 志为全球黄金矿业龙头，迈出海外发展第一步	14
三、金价或高位运行，黄金迎配置价值	21
1. 金价与美元指数呈现负相关	21
2. 失业率仍处历史低位，通胀低位，美联储降息预期强	21
3. 全球资本回报率边际下行，黄金迎配置价值	23
四、投资建议与风险提示	23

图表索引

图 1: 山东黄金与控股股东之间的产权及控制关系.....	5
图 2: 山东黄金股权结构图 (截至 2019 年 6 月 30 日)	6
图 3: 山东黄金历史发展图	6
图 4: 2018 年山东黄金及国内其它上市矿业公司黄金权益储量 (吨)	7
图 5: 山东黄金及国内其它上市矿业公司黄金产量历史情况 (吨)	8
图 6: 山东黄金重要全资、非全资子公司总资产分布 (2018 年)	8
图 7: 山东黄金重要全资、非全资子公司净资产分布 (2018 年)	9
图 8: 山东黄金分业务营业收入及同比 (亿元)	9
图 9: 山东黄金分业务毛利润及同比变化 (亿元)	9
图 10: 山东黄金分业务毛利率情况	10
图 11: 山东黄金营业收入、归母净利润及净利率情况	10
图 12: 山东黄金重要矿山子公司净利润分布 (2018 年)	10
图 13: 2016 年以来 SHFE 黄金价格走势 (元/克)	11
图 14: 山东黄金重要矿山子公司净利润分布及同比变化 (万元, %)	11
图 15: 山东黄金 (莱州) 和山东黄金 (玲珑) 公司营业收入占比变化	12
图 16: 山东黄金 (莱州) 和山东黄金 (玲珑) 公司净利润占比变化	12
图 17: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金产量 (千克)	12
图 18: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金资源储量 (吨)	13
图 19: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金品位 (克/吨)	13
图 20: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金单位总成本 (元/克) ..	14
图 21: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金单位净利润 (元/克) ..	14
图 22: 收购前 MAG 股权结构	15
图 23: 收购后 MAG 股权结构	15
图 24: 贝拉德罗金矿历史产量 (千克, 100%权益)	15
图 25: 2017-2019 年分季度贝拉德罗金矿品位变化	15
图 26: 2017-2019 年贝拉德罗金矿单位运营成本和单位税费变化 (美元/盎司)	16
图 27: 2017-2019 年贝拉德罗金矿单位现金成本变化 (美元/盎司)	16
图 28: 2017-2019 年贝拉德罗金矿单位折旧变化 (美元/盎司)	16
图 29: 2017-2019 年贝拉德罗金矿单位总生产成本变化 (美元/盎司)	16
图 30: 2017-2018 年贝拉德罗金矿单位销售成本变化 (美元/盎司)	17
图 31: 2016-2018 年贝拉德罗金矿收入、净利润及净利率变化 (百万美元) ...	17
图 32: 2016 年以来伦敦黄金现货价格走势 (美元/盎司)	17
图 33: 全球主要黄金矿业公司部分金矿产量 (吨)	18
图 34: 全球主要黄金矿业公司部分金矿储量品位 (截至 2018 年 12 月 31 日, 克/ 吨)	18
图 35: 全球主要黄金矿业公司部分金矿资源储量 (截至 2018 年 12 月 31 日, 100% 权益, 吨)	18
图 36: 全球主要大型黄金矿业公司部分金矿单位现金成本 (2018 年)	19

图 37: 全球主要大型黄金矿业公司部分金矿单位总维持成本 (2018 年)	20
图 38: 1968-2019 年美元指数与伦敦现货黄金价格走势 (美元/盎司)	21
图 39: 2000-2018 年美国失业率和 CPI 同比变动走势 (%)	21
图 40: 2000-2018 年美国 ADP 就业人数与新增就业人数情况 (千人)	22
图 41: 2000-2018 年美国细分领域物价指数走势 (%)	22
图 42: 全球主要经济体 GDP 季度同比增速 (%)	23
图 43: 2010 年至今山东黄金 PE 估值走势	27
表 1: 山东黄金在产矿山资源储量情况 (截至 2018 年 12 月 31 日)	7
表 2: 国内、海外黄金价格假设	24
表 3: 山东黄金国内、海外矿产金销量假设 (千克)	24
表 4: 山东黄金国内、海外矿产金成本假设	24
表 5: 山东黄金分业务营业收入假设 (万元)	25
表 6: 山东黄金分业务营业成本假设 (万元)	25
表 7: 山东黄金分业务毛利假设 (万元)	26
表 8: 山东黄金及可比公司估值情况	26
表 9: 山东黄金 2019 年业绩弹性测算	27

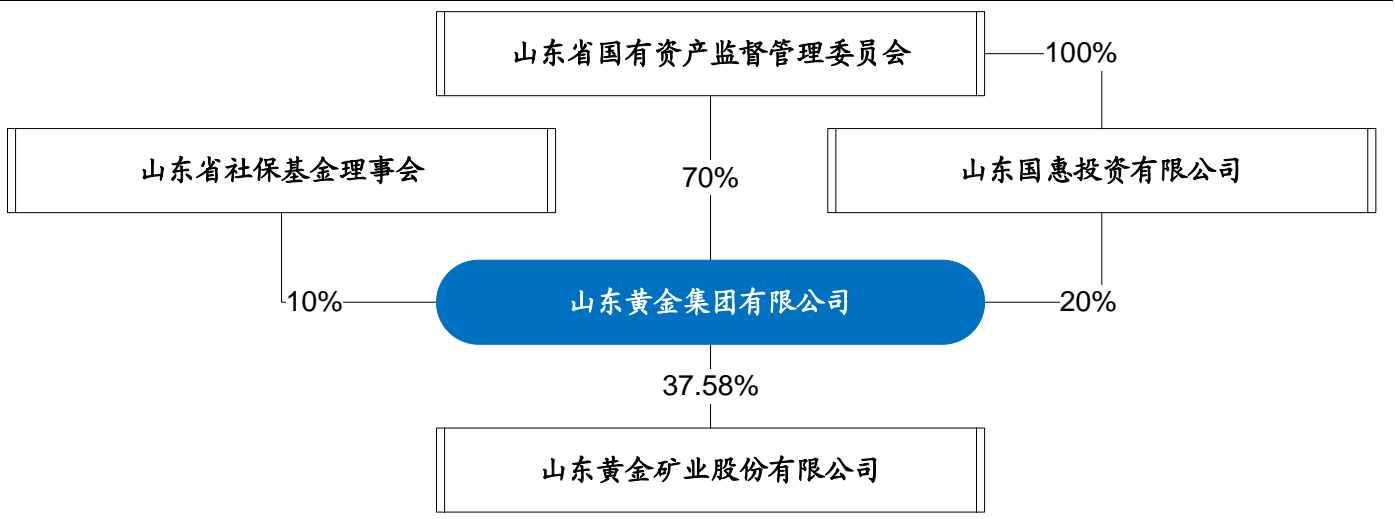
一、中国黄金矿业龙头，坐拥胶东半岛核心矿产

1. 山东黄金实际控制人为山东省国资委

2001年1月，山东黄金集团有限公司作为主要发起人设立山东黄金有限公司。2003年8月，山东黄金在上海证券交易所上市；2018年9月，山东黄金在香港联合证券交易所上市。

截至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。截至2018年12月，根据山东省人民政府《关于调整部分省属企业国有股东持股比例的通知》，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%股权调整至山东国惠投资有限公司。截至2019年9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: 山东黄金与控股股东之间的产权及控制关系



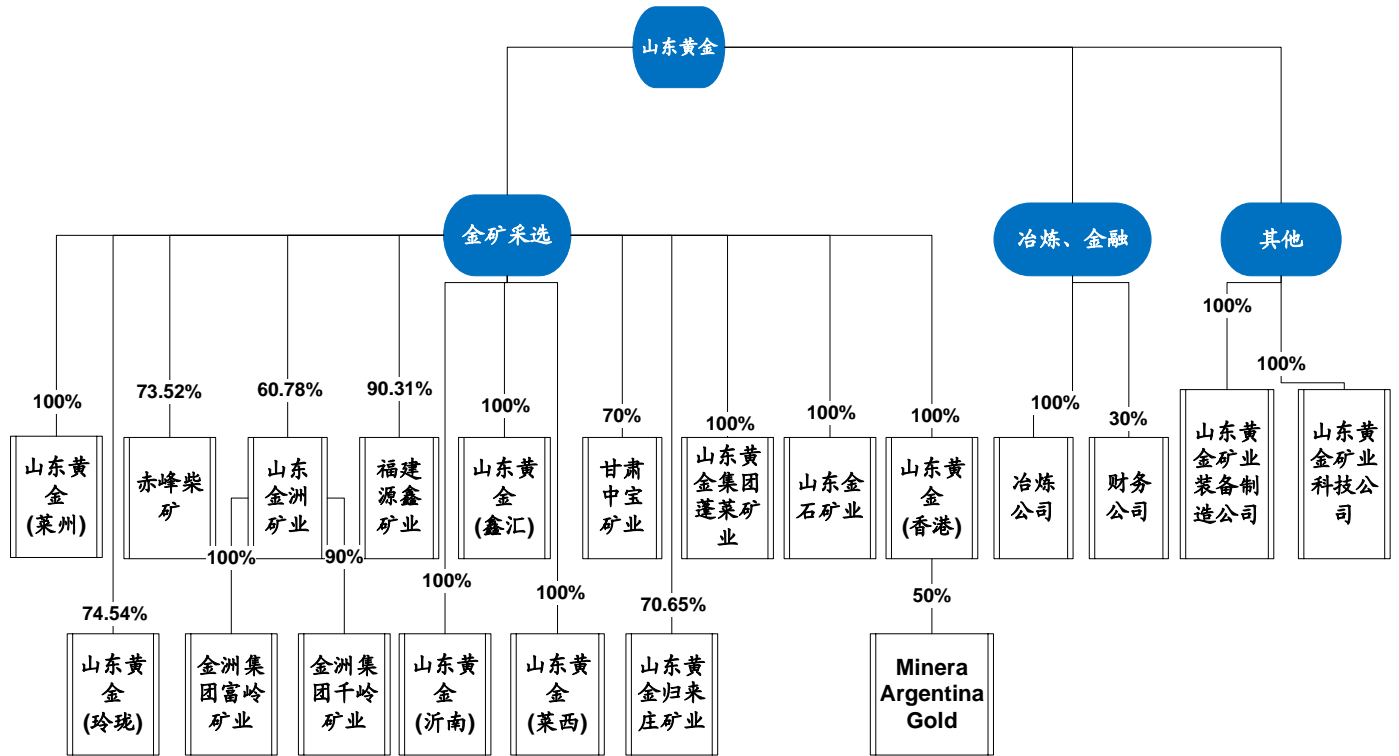
数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

注：数据截止2019年6月底

2. 扎根胶东，走向全国，完成首次出海

2001年至2016年，公司先后收购一系列山东省内、省外优质的金矿资源。2001年公司成立后获得了新城金矿，2003年公司IPO收购了焦家金矿，2006年增发收购玲珑金矿和三山岛金矿。2008年-2014年，公司开始走出胶东半岛，走向全国，收购了赤峰柴矿、福建源鑫金矿和甘肃中宝金矿等。2016年，山东黄金收购归来庄公司、蓬莱矿业以及东风、新城、新立等矿权。2017年4月，山东黄金通过山东黄金（香港）收购了巴里克子公司持有的Minera Argentina Gold S.R.L.50%股权，从而间接持有贝拉德罗金矿50%权益，该矿位于阿根廷，这是山东黄金第一次涉足海外矿产资源。

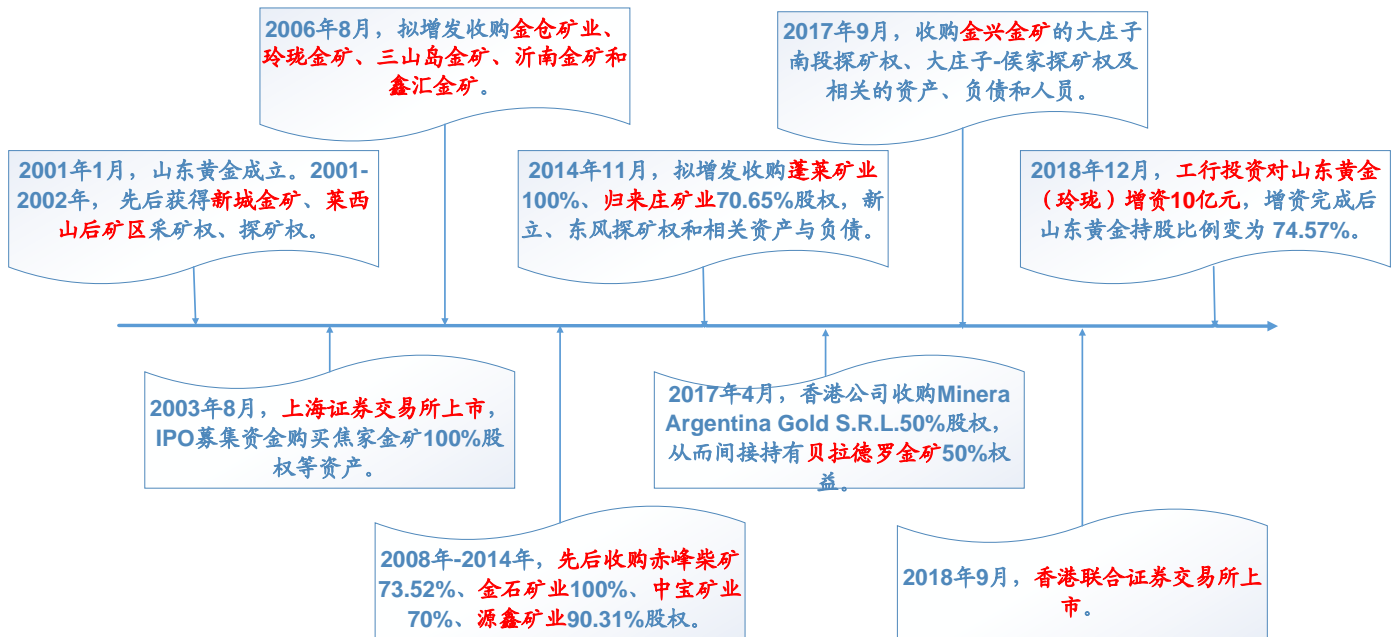
图 2：山东黄金股权结构图（截至2019年6月30日）



数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

注：Minera Argentina Gold持有贝拉德罗金矿100%权益，从而香港公司间接持有其50%权益。

图 3：山东黄金历史发展图



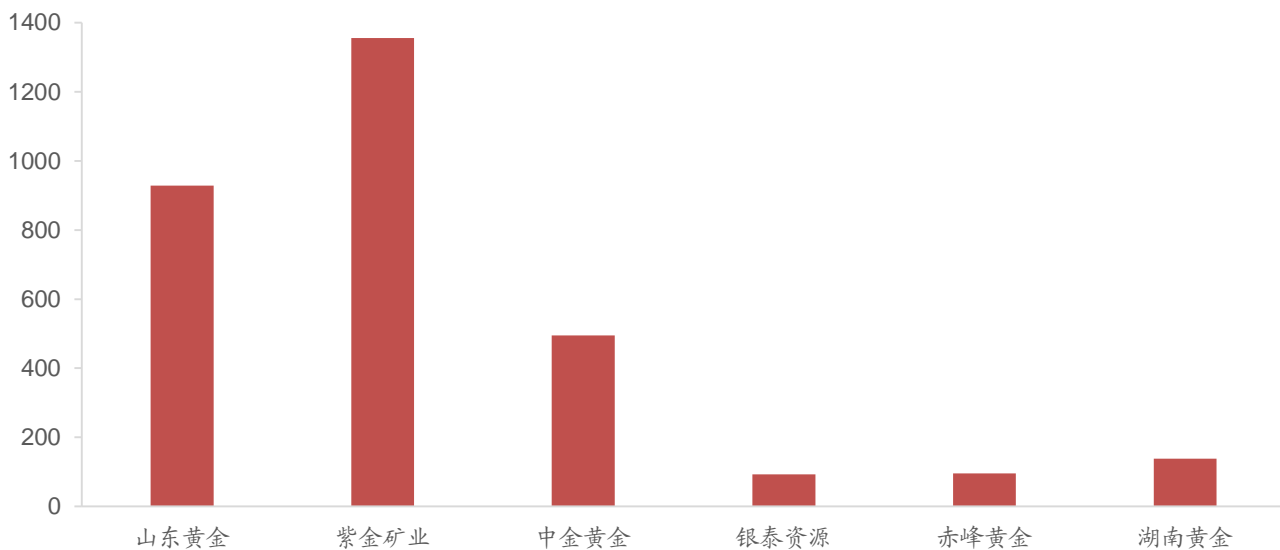
数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 1: 山东黄金在产矿山资源储量情况 (截至2018年12月31日)

公司	金矿	权益	黄金 (吨)	权益黄金 (吨)
山东黄金 (莱州)	焦家金矿	100%	101.96	101.96
	三山岛金矿	100%	209.58	209.58
山东黄金 (玲珑)	东风+玲珑+灵山	74.57%	157.26	117.27
直属矿区	新城金矿	100%	239.68	239.68
山东黄金归来庄矿业	归来庄金矿	70.65%	10.39	7.34
山东金洲矿业	金洲+千岭+富岭	60.78%	7.59	4.61
山东黄金 (莱西)	莱西金矿	100%	43.11	43.11
山东黄金 (鑫汇)	鑫汇金矿	100%		0.00
山东黄金集团蓬莱矿业	虎路线-齐家沟	100%	14.96	14.96
山东黄金 (沂南)	沂南金矿	100%	20.34	20.34
赤峰柴矿	赤峰柴矿	73.52%	7.31	5.37
福建源鑫矿业	东际矿区	90.31%	4.98	4.49
甘肃中宝矿业	四儿沟门金矿	70%	32.22	22.56
Minera Argentina Gold	贝拉德罗金矿	50%	274.33	137.17
总计			1123.71	928.44

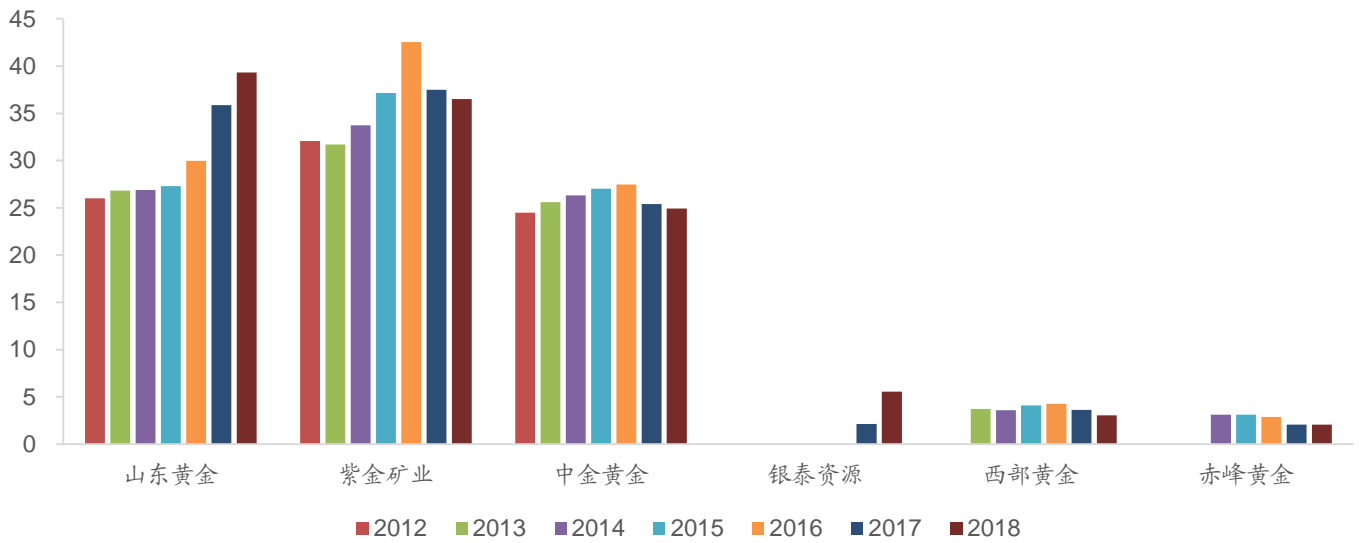
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 4: 2018年山东黄金及国内其它上市矿业公司黄金权益储量 (吨)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

图 5: 山东黄金及国内其它上市矿业公司黄金产量历史情况 (吨)

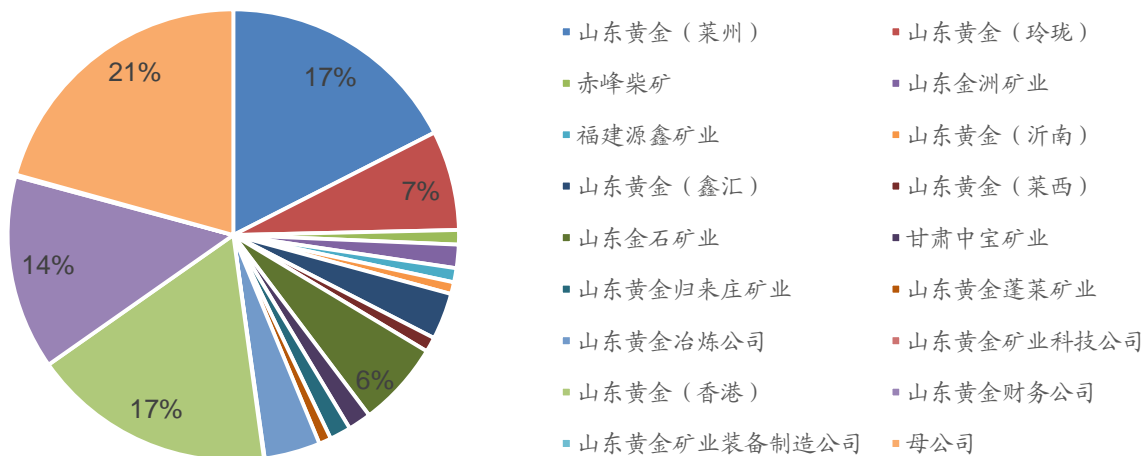


数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

3. 坐拥胶东半岛核心资源, 保证公司强劲的盈利水平

山东黄金的核心资产为焦家金矿、玲珑金矿、三山岛金矿、玲珑金矿和贝拉德罗金矿。从资产分布来看, 截至2018年12月31日, 山东黄金总资产主要分布在山东黄金(莱州)(占比17%)、山东黄金(玲珑)(占比7%)、山东黄金(香港)(占比17%)和母公司(占比21%); 净资产主要分布在山东黄金(莱州)(占比29%)、山东黄金(玲珑)(占比14%)和母公司(占比7%)。

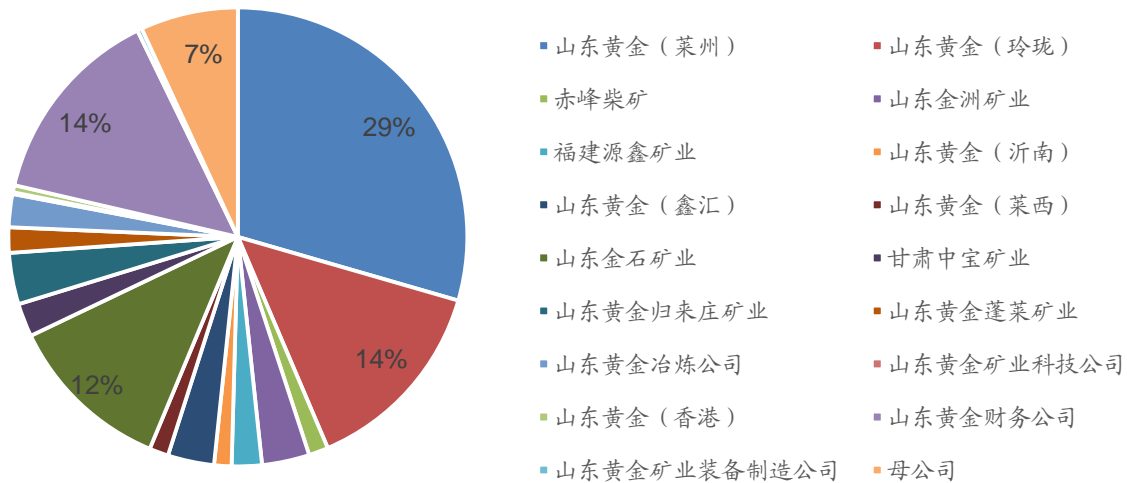
图 6: 山东黄金重要全资、非全资子公司总资产分布 (2018年)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 母公司总资产扣除了长期股权投资。

图 7: 山东黄金重要全资、非全资子公司净资产分布 (2018年)

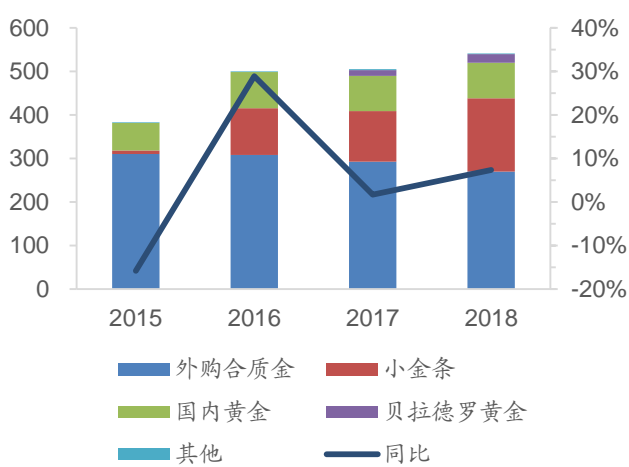


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 母公司净资产扣除了长期股权投资。

2018年, 公司外购合质金和小金条业务创造营业收入438亿元, 占总数的81%; 而毛利润的主要来源为矿产金, 其中国内黄金业务创造毛利润41亿元, 占总数的85%, 国内黄金和贝拉德罗黄金业务创造毛利润45亿元, 占总数的95%。而且公司国内黄金业务的毛利率多年来保持在40%以上。2016-2018年公司分别实现归母净利润12.93、11.37、8.76亿元, 分别实现经营活动净现金流29、37、27亿元, 均超过净利润一倍以上。2019年上半年, 受益金价上涨, 公司实现营收312亿元, 归母净利6.65亿元, 实现销售商品现金流入315亿元, 与营收基本持平, 实现经营活动现金净流入18.31亿元。随着下半年黄金均价持续走高, 盈利水平有望进一步得到提升。

图 8: 山东黄金分业务营业收入及同比 (亿元)



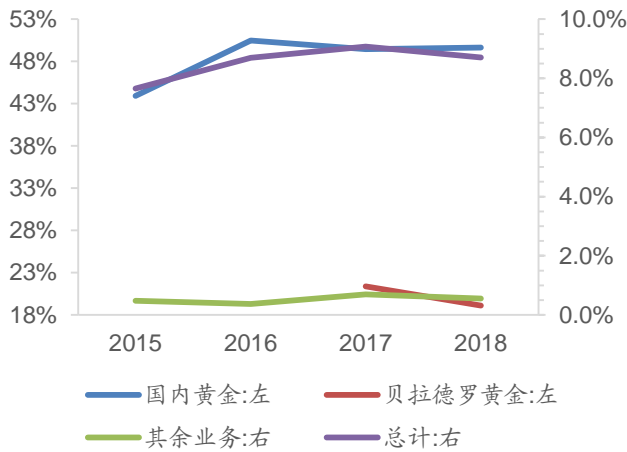
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 9: 山东黄金分业务毛利润及同比变化 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

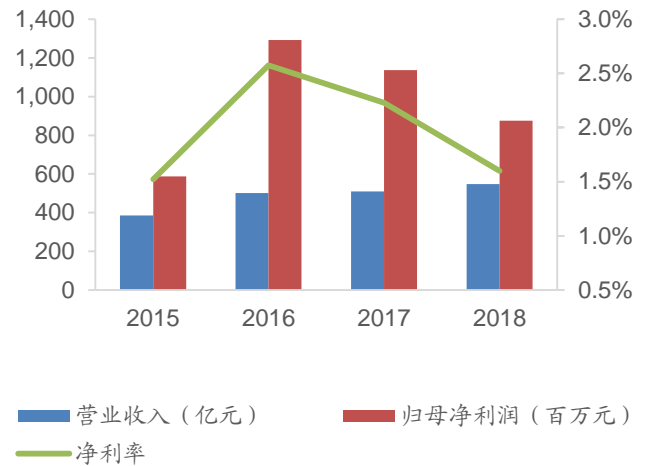
图 10: 山东黄金分业务毛利率情况



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 其余业务包括外购合质金、小金条和其他业务

图 11: 山东黄金营业收入、归母净利润及净利率情况



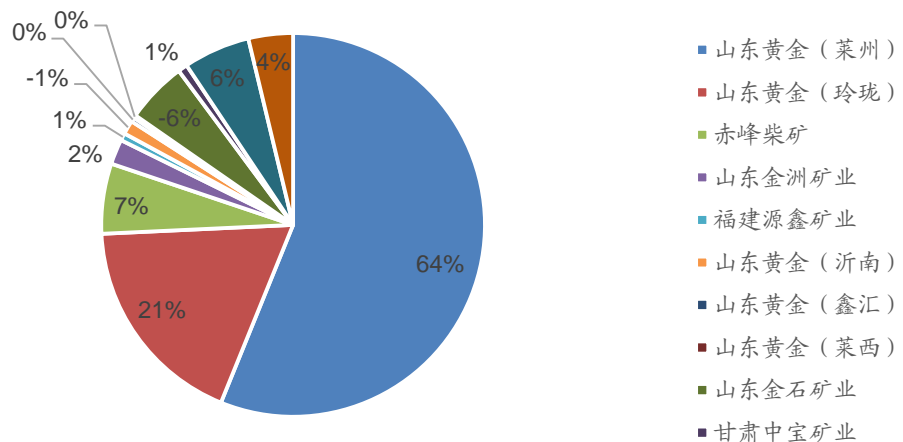
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

二、坚持黄金主业，志为全球黄金龙头

1. 国内优质“现金奶牛”，为海外并购打下良好基础

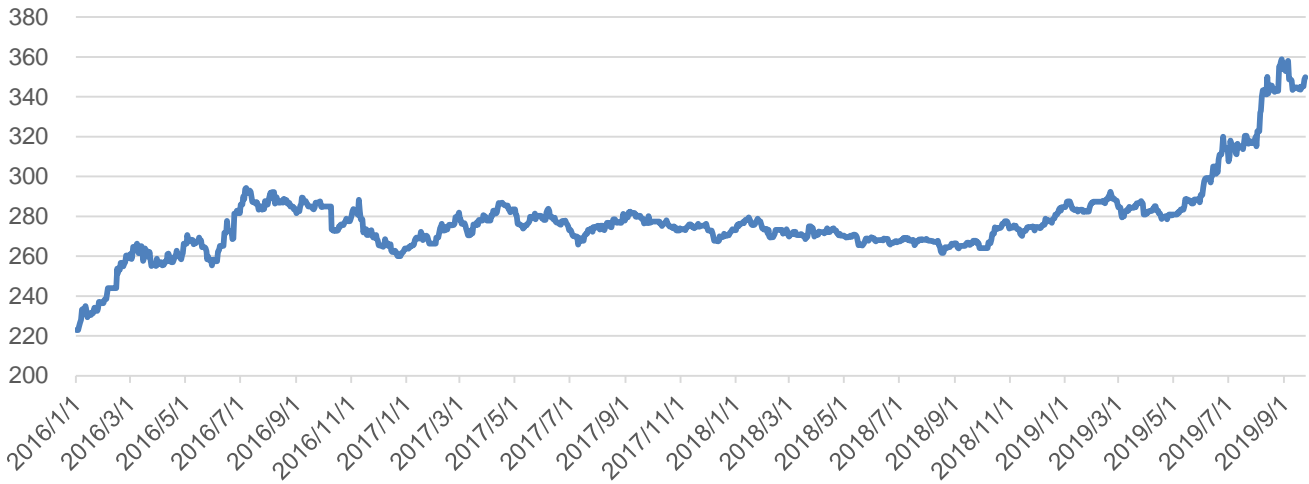
国内优质“现金奶牛”，盈利能力强。受益金价高位运行，公司国内的金矿基本都能实现盈利，成为“现金奶牛”。2018年，按照子公司的净利润先后顺序排名分别为：山东黄金（莱州）（7.89亿元）、山东黄金（玲珑）（2.55亿元）、赤峰柴矿（8305万元）、山东黄金归来庄矿业（7888万元）、山东黄金蓬莱矿业（5275万元）、山东金洲矿业（2972万元）等；而其中山东黄金（莱州）和山东黄金（玲珑）多年来业绩贡献突出，2018年分别实现净利润7.89亿元和2.55亿元，占国内金矿净利润合计数的64%和21%。

图 12: 山东黄金重要矿山子公司净利润分布（2018年）



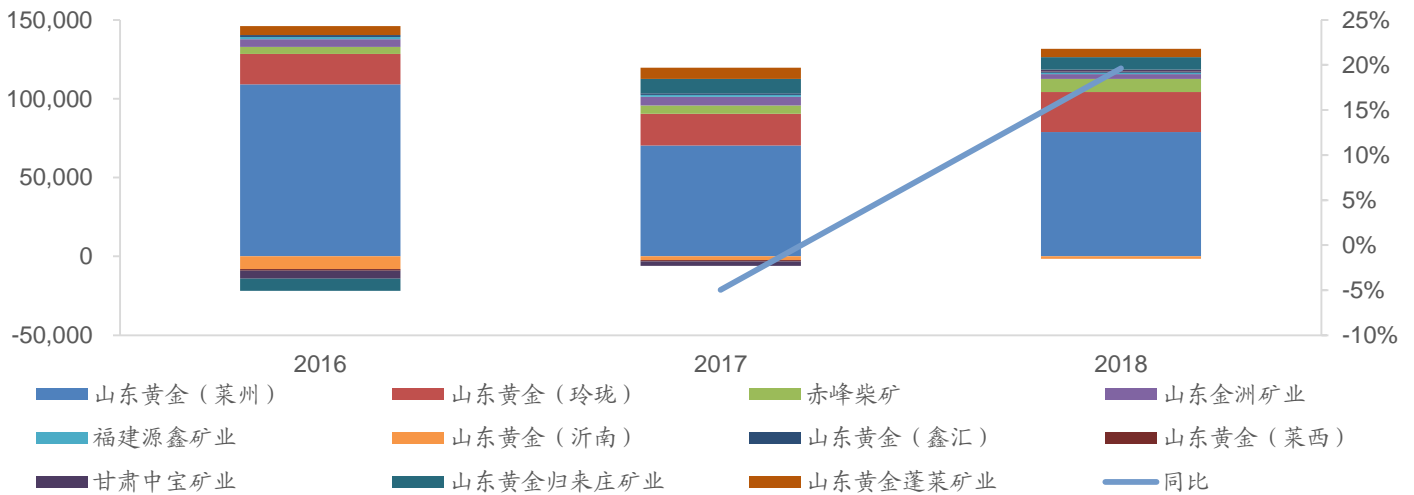
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 13: 2016年以来SHFE黄金价格走势 (元/克)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图 14: 山东黄金重要矿山子公司净利润分布及同比变化 (万元, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 2016年山东黄金 (莱州) 包含焦家精炼厂 (2016年7月起名称变更为山东黄金冶炼有限公司) 的数据; 以上同比变化为合计同比。

图 15: 山东黄金(莱州)和山东黄金(玲珑)公司营业收入占比变化

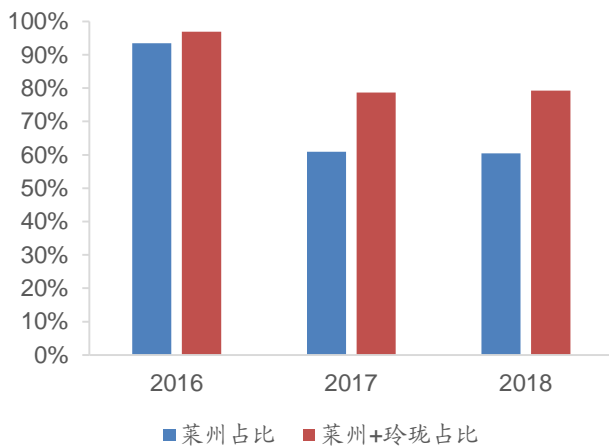
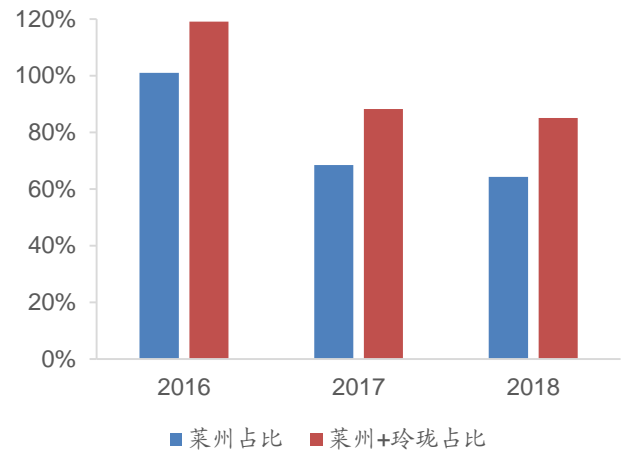


图 16: 山东黄金(莱州)和山东黄金(玲珑)公司净利润占比变化



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

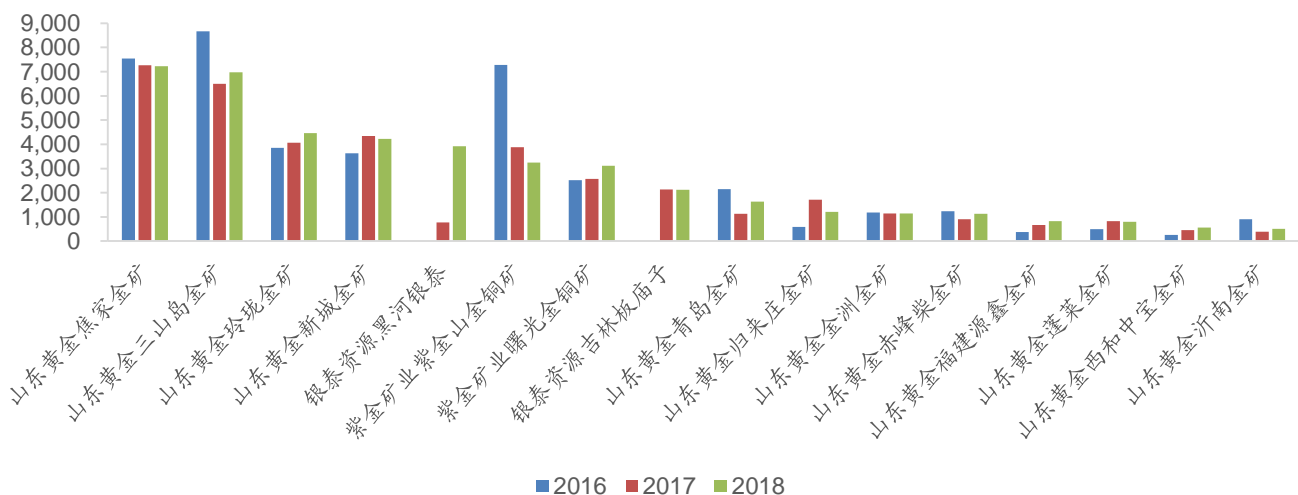
注: 除数为莱州、玲珑、赤峰柴矿、源鑫矿业、归来庄矿业、中宝矿业和金洲矿业的营业收入之和。

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 除数为所有合并报表的在产矿山子公司的净利润之和。

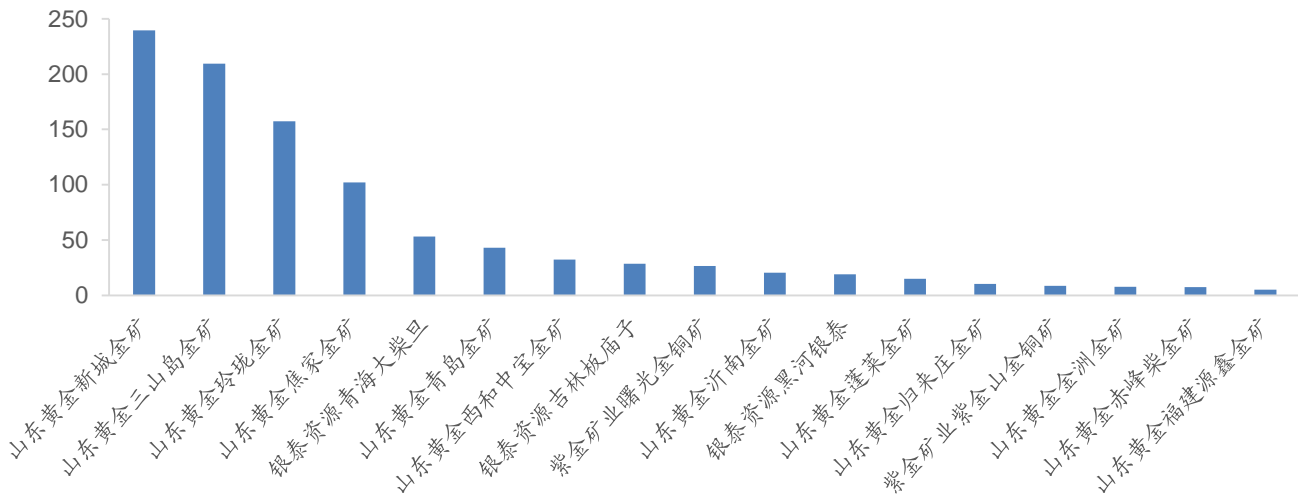
山东黄金国内矿山产量、储量大, 品位高。山东黄金母公司拥有新城金矿, 山东黄金(莱州)公司拥有三山岛金矿和焦家金矿, 山东黄金(玲珑)公司拥有玲珑金矿, 这四座金矿在山东黄金、紫金矿业和银泰资源等A股上市黄金矿企的矿山中, 产量和储量位于前列。而蓬莱金矿、赤峰柴矿、青岛金矿(莱西和鑫汇)、归来庄金矿等矿山的品位很高, 拉低了采选成本, 使得除莱州公司和玲珑公司外, 其它矿山子公司的业绩能够全面开花。

图 17: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金产量(千克)



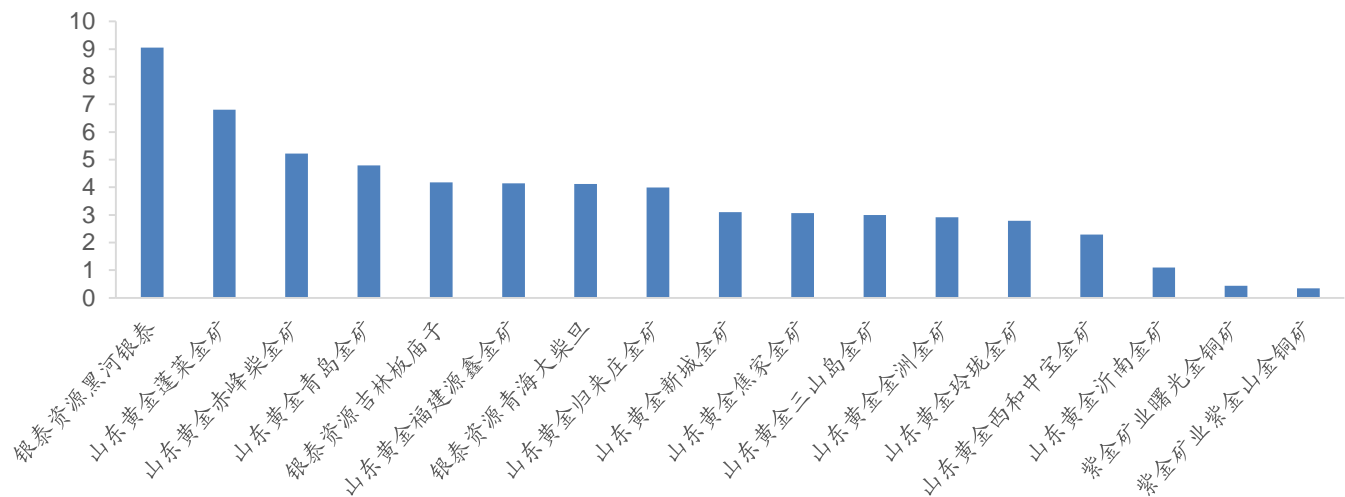
数据来源: Wind、各公司年报、广发证券发展研究中心

图 18: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金资源储量 (吨)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

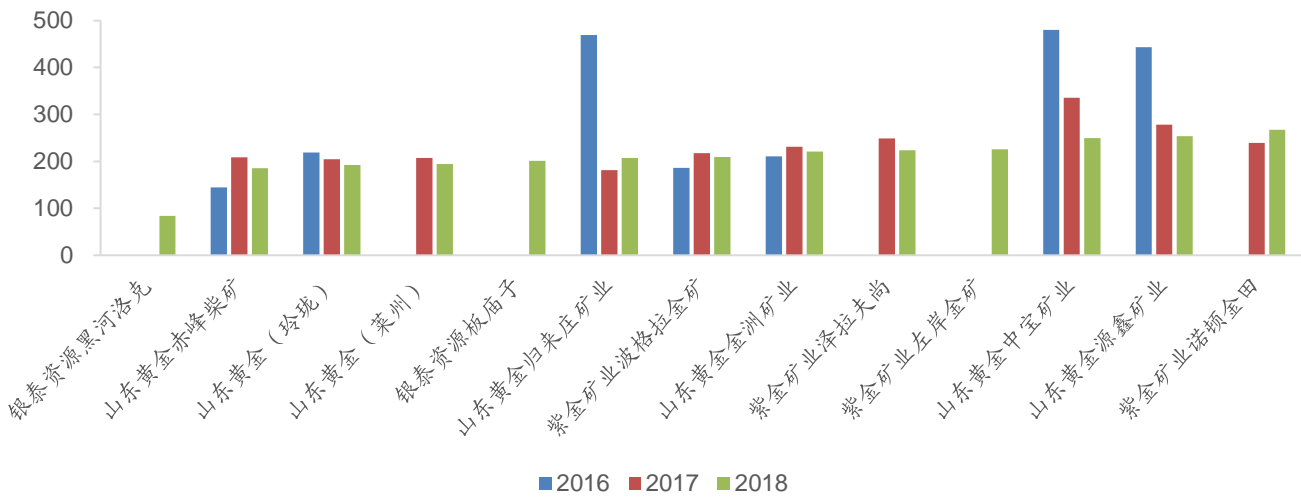
图 19: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金品位 (克/吨)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

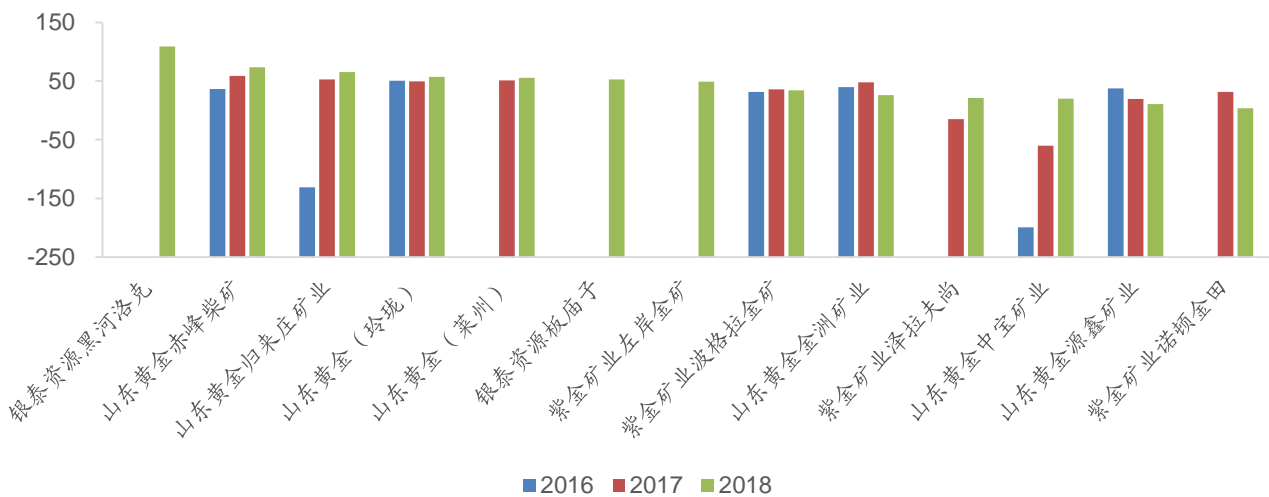
低成本黄金矿山，造就核心竞争力。2018年，山东黄金（莱州）、山东黄金（玲珑）、赤峰柴矿和归来庄矿业的净利润贡献占比高达90%，根据各个上市公司披露的财务数据，我们对各家上市公司金矿的单位总成本（含费用）和单位净利润进行了测算，山东黄金（莱州）、山东黄金（玲珑）、赤峰柴矿和归来庄矿业等位居几家大型黄金企业上市公司前列，低成本造就了山东黄金的核心竞争力。

图 20: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金单位总成本 (元/克)



数据来源: Wind、各公司年报、广发证券发展研究中心

图 21: 山东黄金及国内其它上市矿业公司各矿山矿产金单位净利润 (元/克)



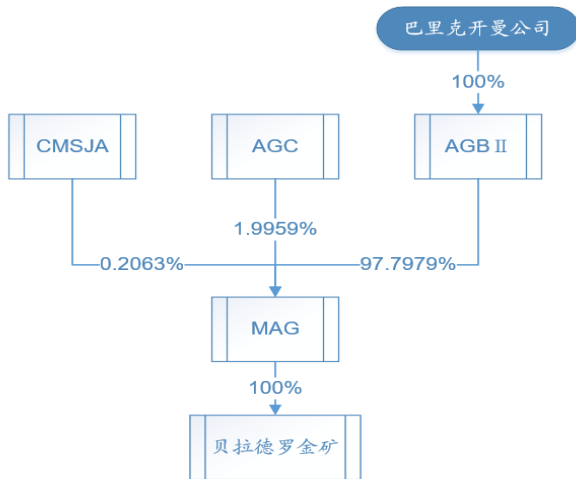
数据来源: Wind、各公司年报、广发证券发展研究中心

2. 志为全球黄金矿业龙头，迈出海外发展第一步

2.1 与巴里克黄金合作，收购贝拉德罗金矿50%权益

2017年4月，山东黄金通过其在香港的全资子公司山东黄金（香港）收购了巴里克开曼公司的AGB II 50%股权，认购了Minera Argentina Gold S.R.L.新发行的2.15%股权，并购买了巴里克持有的Minera Argentina Gold S.R.L.的50%贷款。Minera Argentina Gold S.R.L.拥有贝拉德罗金矿项目，山东黄金（香港）从而直接和间接持有贝拉德罗金矿50%权益，与巴里克黄金合作开发该矿山。

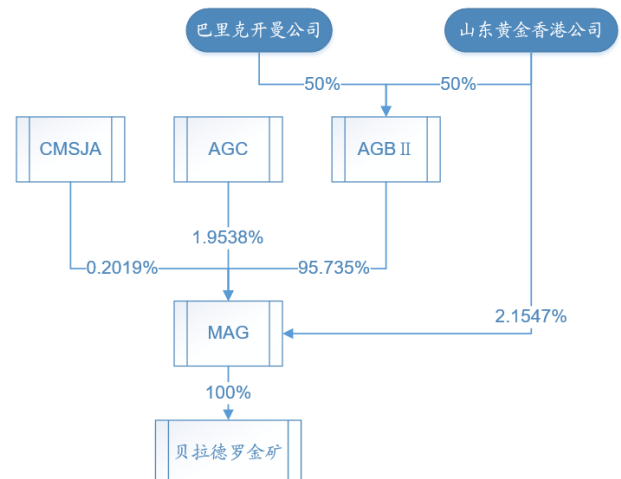
图 22: 收购前MAG股权结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: MAG指Minera Argentina Gold S.R.L.

图 23: 收购后MAG股权结构

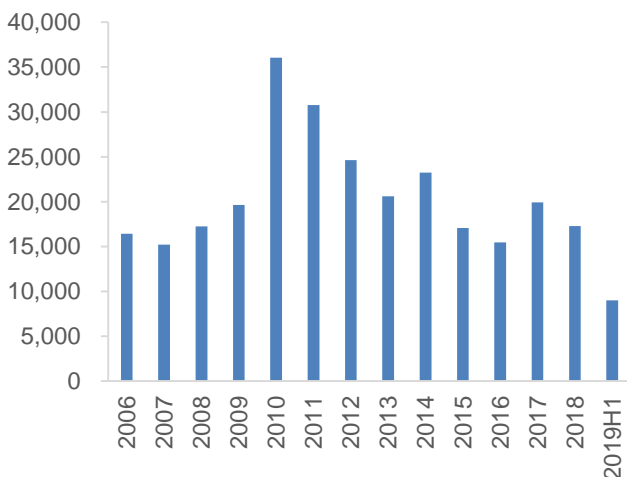


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: MAG指Minera Argentina Gold S.R.L.; $50% \times 95.735% + 2.1547% = 50\%$ 。

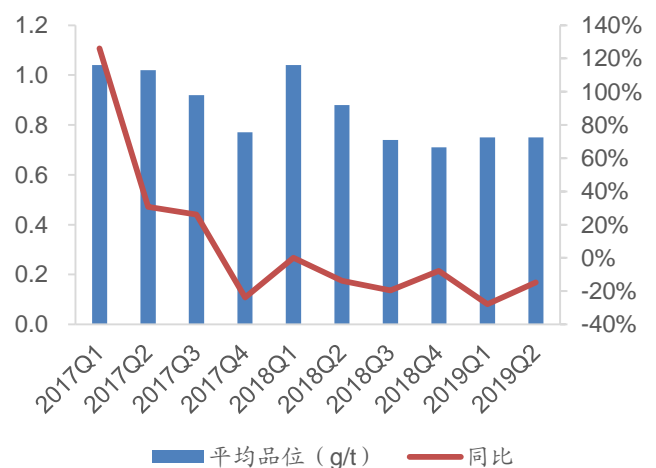
大型海外金矿，处于开采转折期。据巴里克黄金年报，贝拉德罗金矿有多年的采矿历史，近四年来，其产量维持在15至20吨之间，超过紫金山金铜矿在2010年达到的16吨的最高产量；2018年，主要由于三四季度品位的大幅下滑，其100%权益的产量同比降13%至17.3吨。按巴里克年报，由于该矿品位持续地下滑，2019年，其100%权益矿产金产量预计在143至156吨之间，同比降幅在17%至8%之间，该矿正处于开采转折期，现有矿区的开采已经接近尾声，后续将转入新采区，预计后续品位和产量将有提升。

图 24: 贝拉德罗金矿历史产量 (千克, 100%权益)



数据来源: 巴里克及山东黄金年报、广发证券发展研究中心

图 25: 2017-2019年分季度贝拉德罗金矿品位变化

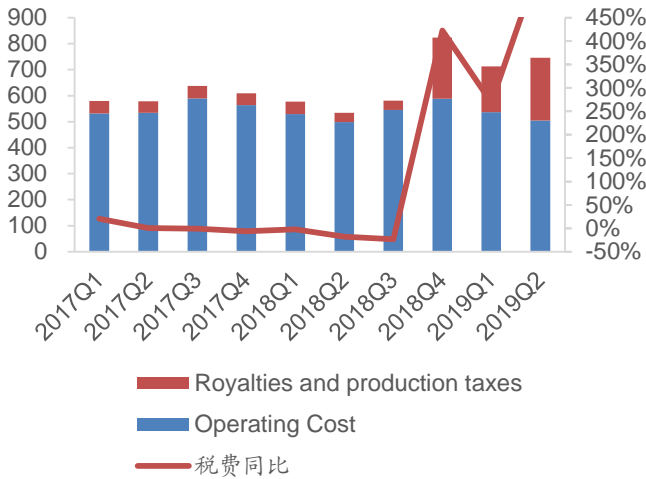


数据来源: 巴里克公司官网、广发证券发展研究中心

出口税提升，现金成本增加。据巴里克年报和阿根廷政府通报，阿根廷在2018年9月提升了出口税，有效期至2020年12月31日。由于出口税的增加，2018年第四季度，贝拉德罗金矿的单位矿权使用费和生产税同比大增422%至235美元/盎司，环比大增553%；从而使得其单位现金成本同比增35%至823美元/盎司，环比增42%。

2018年，贝拉德罗金矿全年的单位现金成本达到629美元/盎司，同比增5.2%。按巴里克年报，由于出口税的提升，2019年，其矿产金的单位现金成本预计在770至820美元/盎司之间，同比增22%至30%。

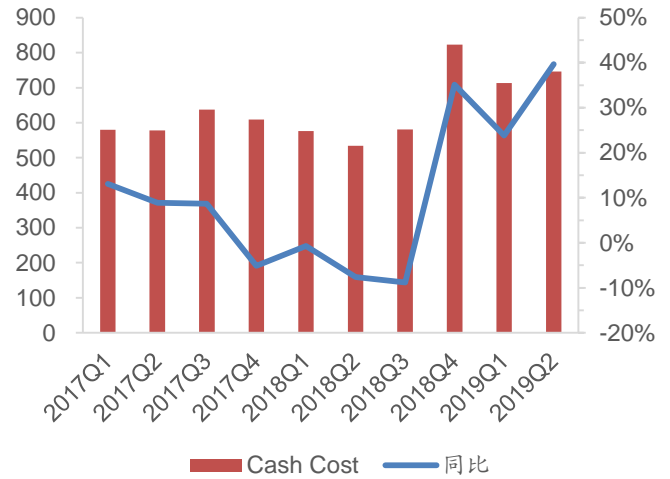
图 26: 2017-2019年贝拉德罗金矿单位运营成本和单位税费变化(美元/盎司)



数据来源: 巴里克公司官网、广发证券发展研究中心

注: 税费指Royalties and production taxes; 现金成本为Royalties and production taxes和Operating Cost之和。

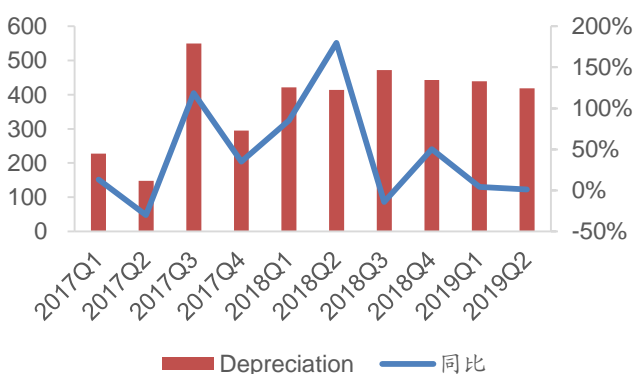
图 27: 2017-2019年贝拉德罗金矿单位现金成本变化(美元/盎司)



数据来源: 巴里克公司官网、广发证券发展研究中心

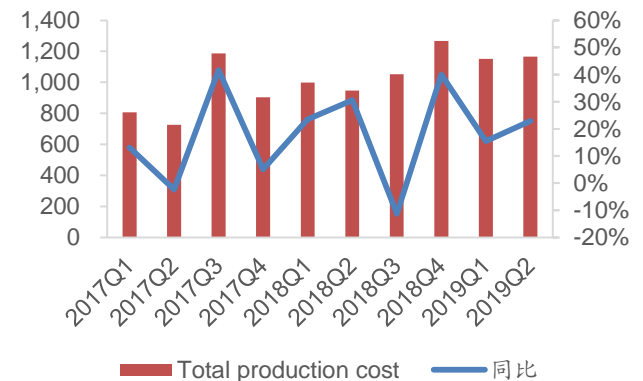
产量下降，成本提升。2018年开始，由于入选品位的下降，产量下滑，单位折旧和现金成本均出现增加，贝拉德罗金矿的单位总生产成本和单位销售成本同比增加，其中单位销售成本为1112美元/盎司，同比增24%。2018年，由于产量的下降和成本的提升，考虑100%权益，贝拉德罗金矿收入同比降7%至7.32亿美元；净利润同比降54%至1.6亿元；净利率同比减少15个百分点至14.5%。据巴里克年报，由于单位折旧的增加，2019年，其矿产金的单位销售成本预计在1250至1350美元/盎司之间，同比增12%至21%。

图 28: 2017-2019年贝拉德罗金矿单位折旧变化(美元/盎司)



数据来源: 巴里克公司官网、广发证券发展研究中心

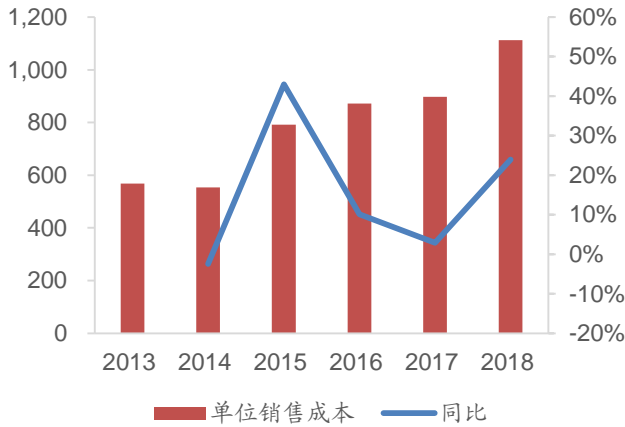
图 29: 2017-2019年贝拉德罗金矿单位总生产成本变化(美元/盎司)



数据来源: 巴里克公司官网、广发证券发展研究中心

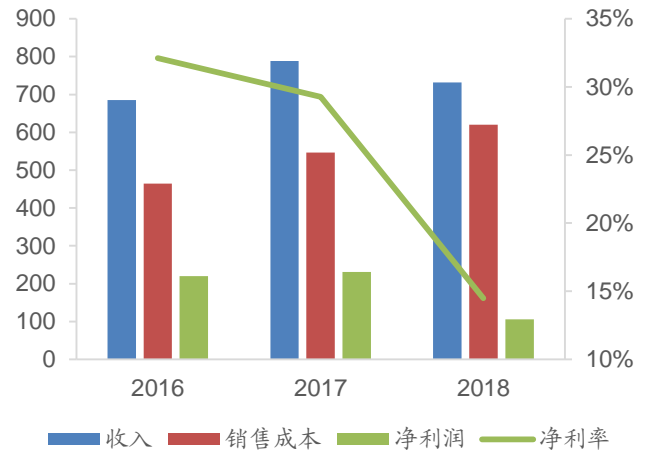
注: 总生产成本为折旧和现金成本之和。

图 30: 2017-2018年贝拉德罗金矿单位销售成本变化 (美元/盎司)



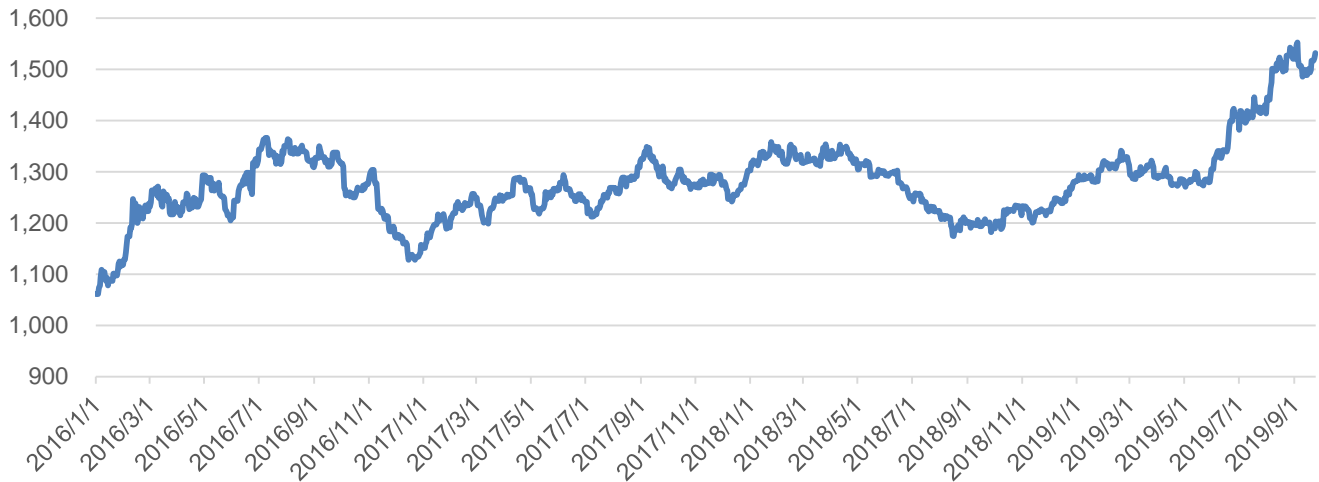
数据来源: 巴里克公司年报、广发证券发展研究中心

图 31: 2016-2018年贝拉德罗金矿收入、净利润及净利率变化 (百万美元)



数据来源: 巴里克公司年报、广发证券发展研究中心

图 32: 2016年以来伦敦黄金现货价格走势 (美元/盎司)

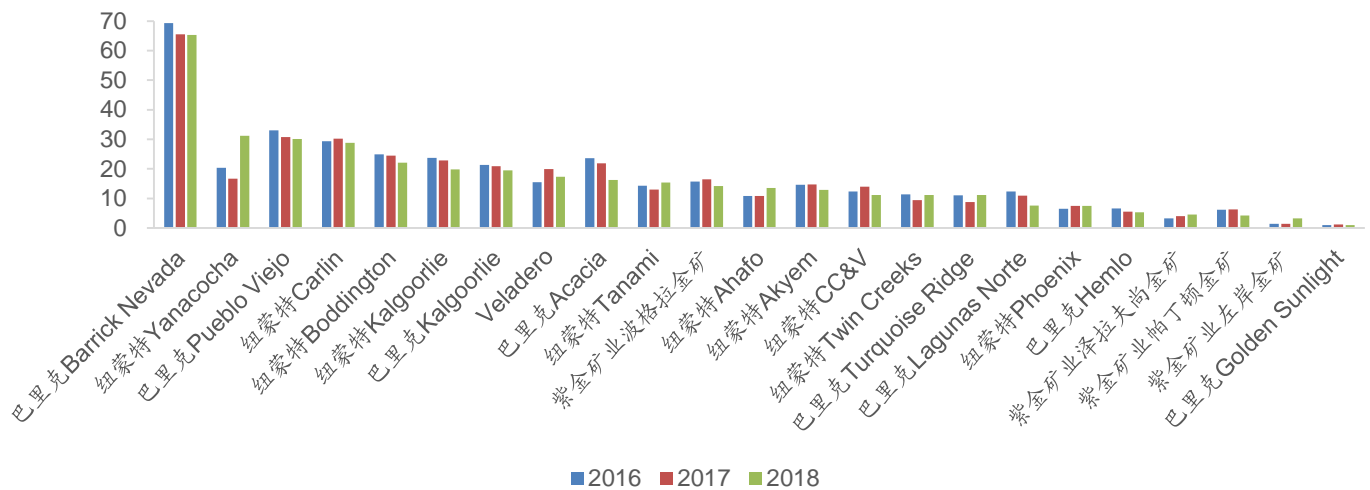


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2.2 贝矿综合实力中上，资源整合和国际化管理或显效益

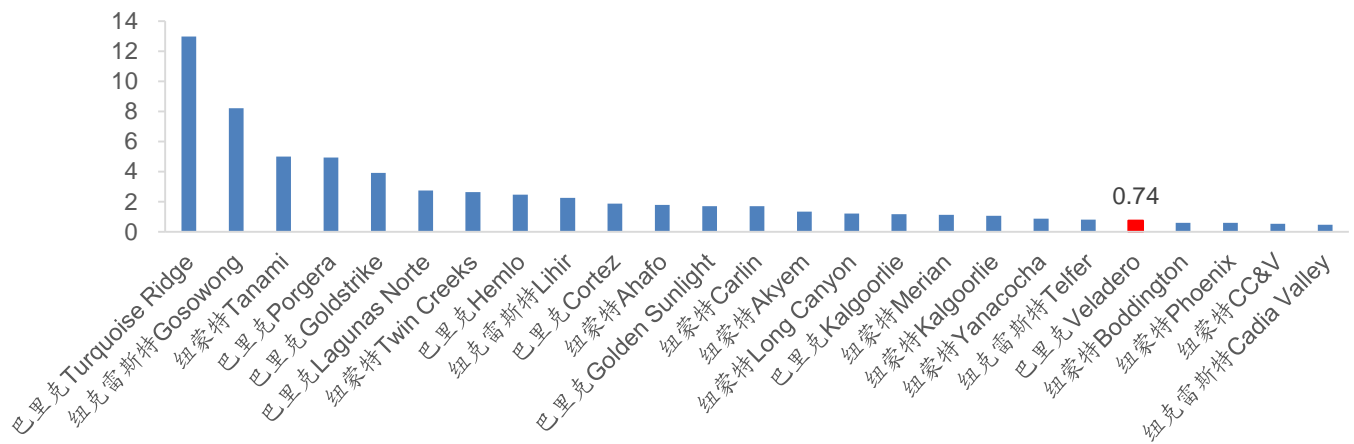
黄金产、储量位于国际中上水平。对标紫金矿业海外金矿和巴里克、纽蒙特各金矿，贝拉德罗金矿的产量位于中上水平。截至2018年12月31日，贝拉德罗金矿的黄金储量品位为0.74克/吨，对比巴里克、纽蒙特和纽克雷斯特新国外大型黄金矿企的矿山黄金品位，该矿品位位于中下水平；其金矿的资源储量为274吨，对比巴里克、纽蒙特和纽克雷斯特新国外大型黄金矿企的矿山黄金资源储量，其资源储量位于中位水平。

图 33: 全球主要黄金矿业公司部分金矿产量 (吨)



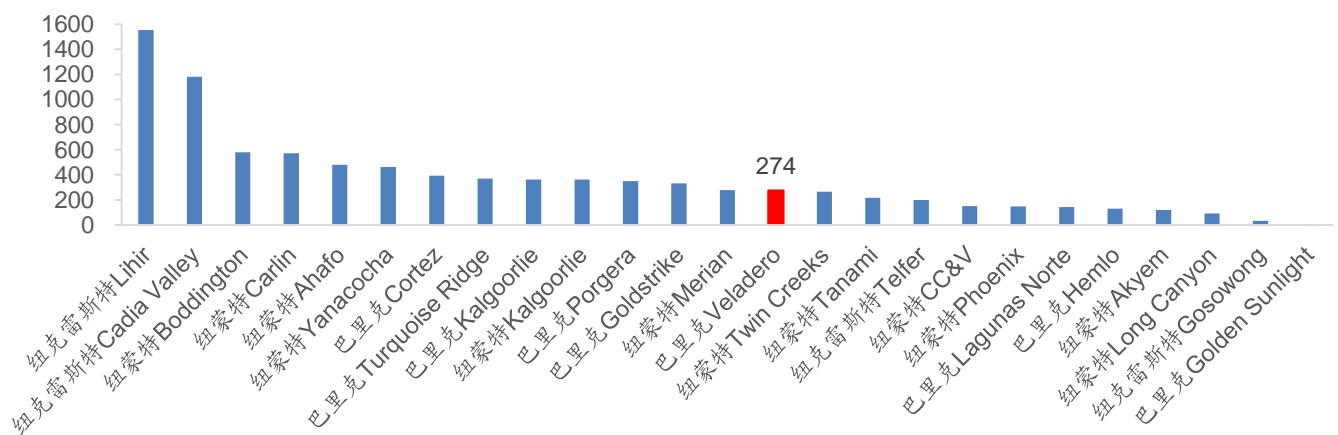
数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

图 34: 全球主要黄金矿业公司部分金矿储量品位 (截至2018年12月31日, 克/吨)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

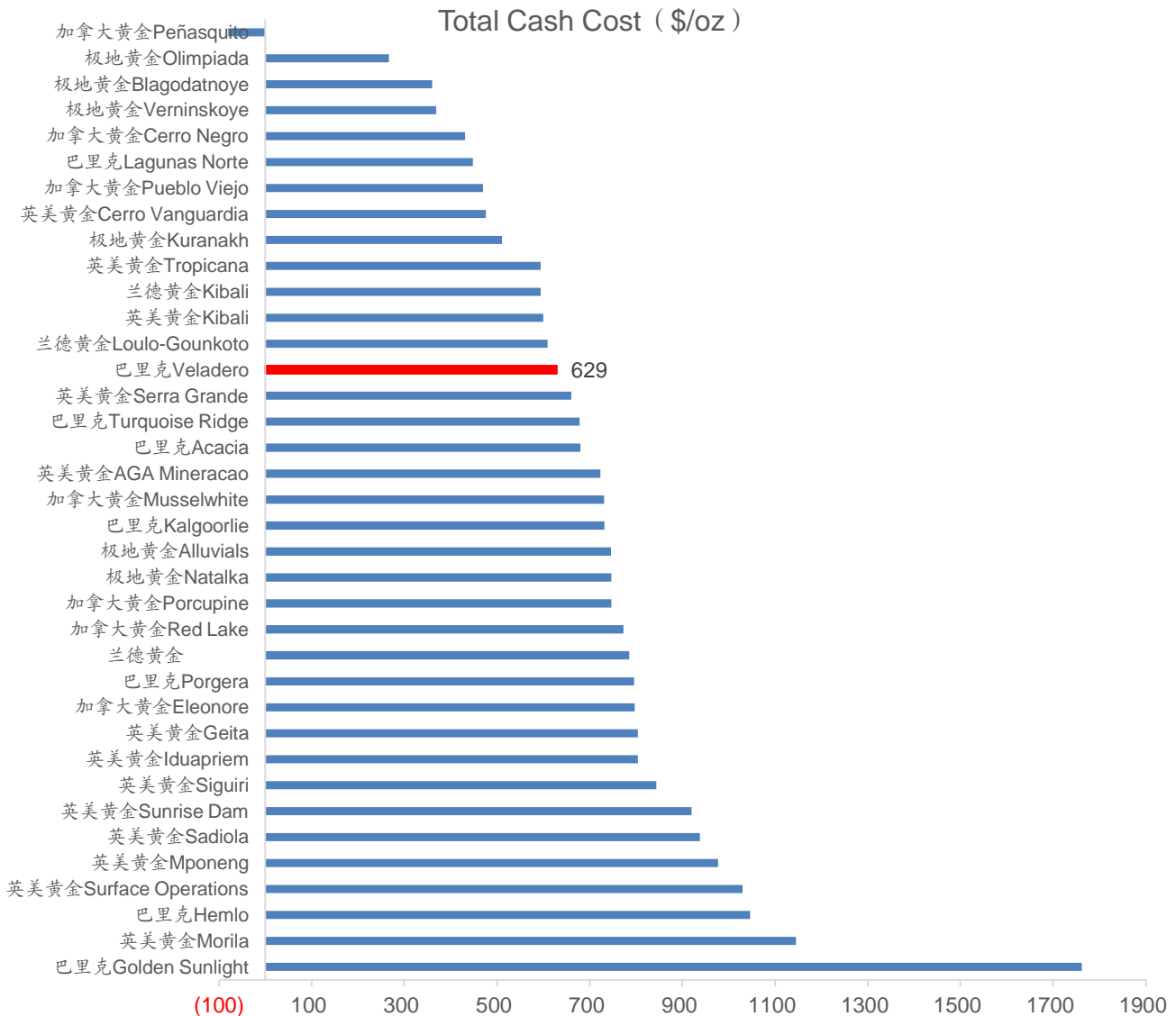
图 35: 全球主要黄金矿业公司部分金矿资源储量 (截至2018年12月31日, 100%权益, 吨)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

现金成本中低，总维持成本有望企稳。2018年，贝拉德罗金矿的单位现金成本为629美元/盎司，单位总维持成本为1154美元/盎司；对比巴里克、英美黄金（anglogold ashanti）、极地黄金（polyus gold）、加拿大黄金（goldcorp）、兰德黄金等国外大型黄金矿企的单位现金成本，该矿单位现金成本位于较低位置；对比巴里克、纽蒙特、英美黄金、极地黄金、加拿大黄金、金田（goldfields）、西班牙伊（Sibanye Stillwater）、金罗斯（Kinross gold）、纽克雷斯特等国外大型黄金矿企的单位总维持成本，其处于较高位置，主要由于2018年第四季度现金成本的大幅增加和更高的资本支出。据巴里克年报披露，该矿将步入新采区的开采，若过渡顺利，预计2019年其单位总维持成本位于1150-1250美元/盎司，有望企稳。从图29中的19年前两个季度的数据来看，成本已经较四季度有所回落并趋于稳定。

图 36: 全球主要大型黄金矿业公司部分金矿单位现金成本（2018年）

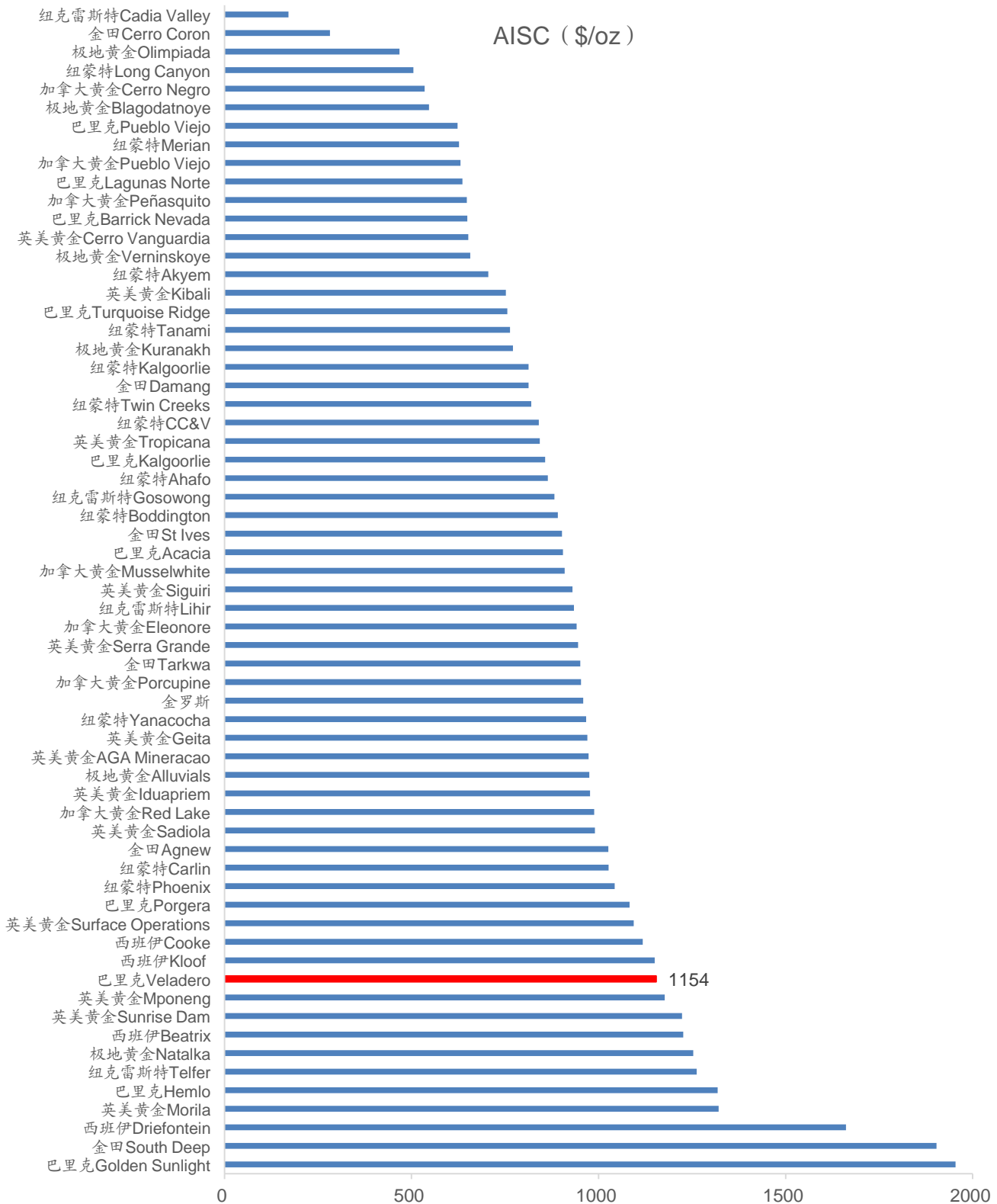


数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

图 37: 全球主要大型黄金矿业公司部分金矿单位总维持成本 (2018年)



数据来源: 各公司年报、广发证券发展研究中心

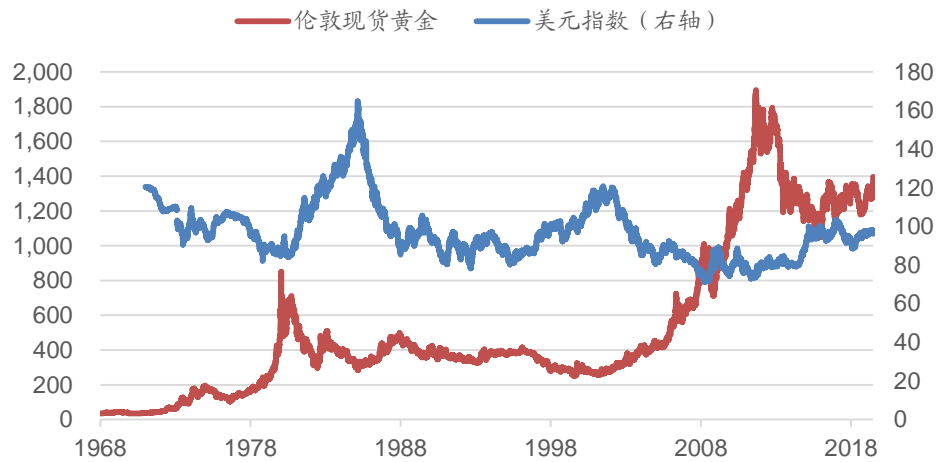
三、金价或高位运行，黄金迎配置价值

1. 金价与美元指数呈现负相关

20世纪70年代布雷顿森林体系解体后，美元与黄金脱钩，黄金定价体系发生变化，但仍是各国央行储备资产，具备准货币属性，因此其定价仍取决于金融属性。

按照购买力平价理论，当美元升值时，单位美元所能兑换的商品在增加，而黄金具备内在价值，单位黄金所能兑换的商品数量不变，则黄金相对美元也在贬值，因此金价与美元存在负相关关系。

图 38: 1968-2019年美元指数与伦敦现货黄金价格走势（美元/盎司）

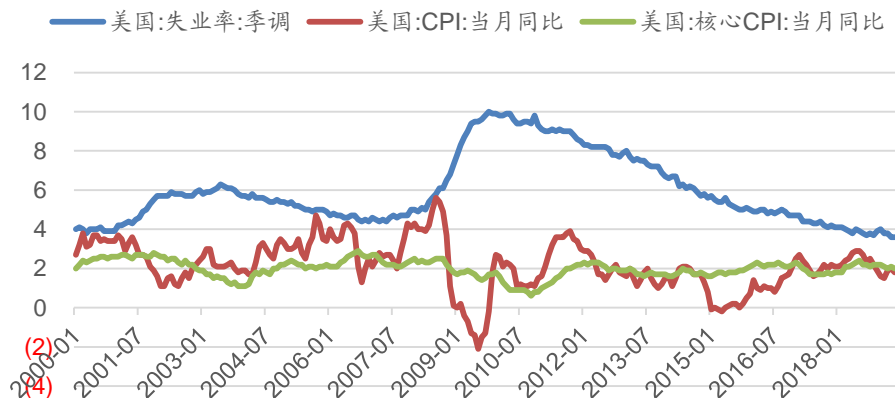


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

2. 失业率仍处历史低位，通胀低位，美联储降息预期强

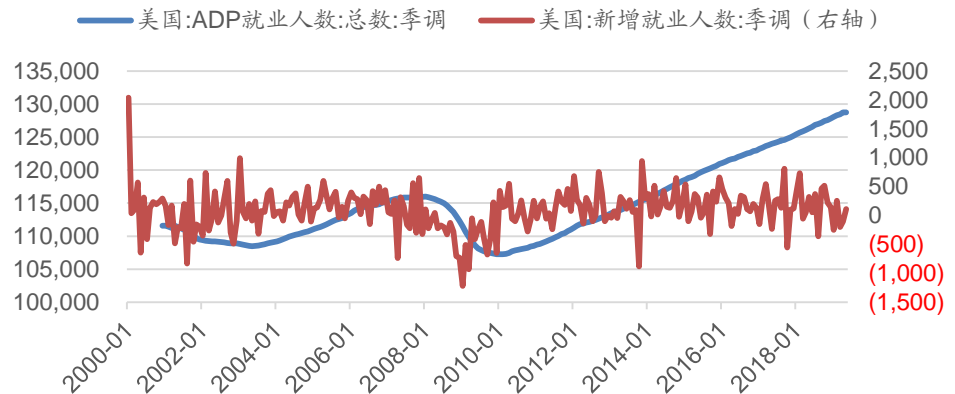
美联储的货币政策主要盯住两项指标：通胀和失业率。从就业水平来看，美国失业率持续下降，新增就业人数持续保持净增加水平，2009年以来就业人数持续增加，并创出历史新高，从新增就业数据来看，步入2019年以来，新增就业数据明显疲乏。

图 39: 2000-2018年美国失业率和CPI同比变动走势（%）



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

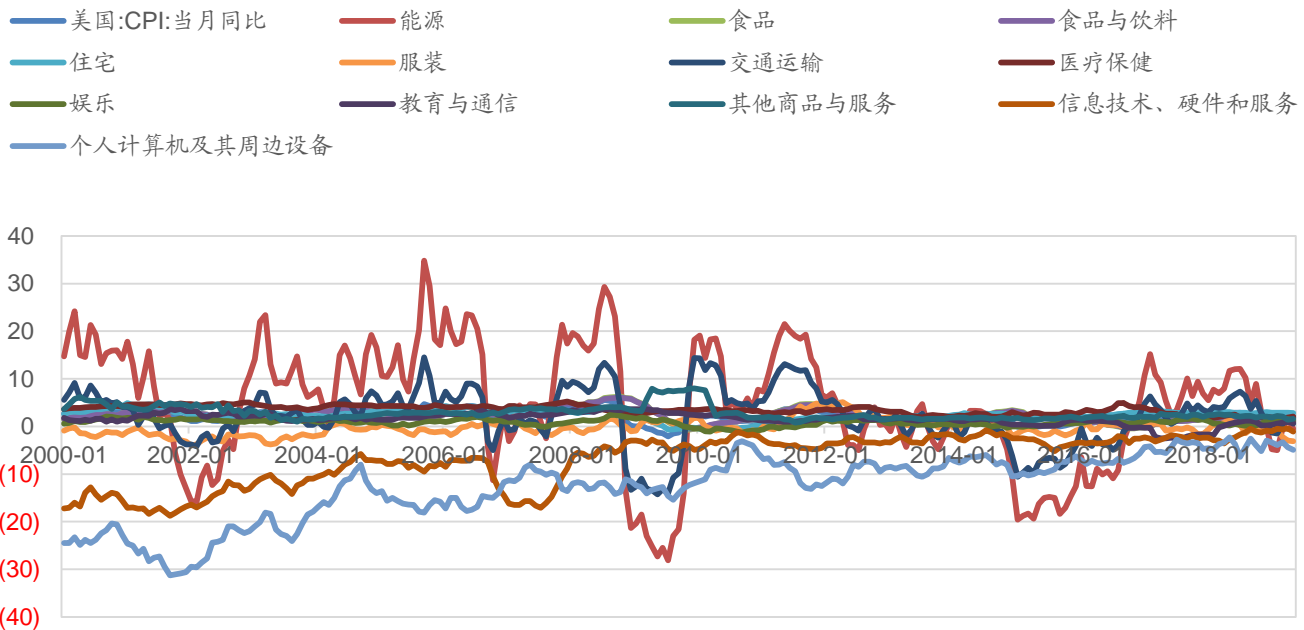
图 40: 2000-2018年美国ADP就业人数与新增就业人数情况 (千人)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

从通胀水平来看, 美联储自2015年以来持续加息, 而伴随的也是通胀水平的上升, 显示美联储相机抉择的操作思路。2018年以来原油价格出现快速下跌, 受此影响CPI分项中的能源和运输指数持续下跌, 同时从趋势上来看, 信息技术及计算机设备等领域的物价指数在不断收缩, 美国CPI水平持续处于低位, 美联储启动降息周期的预期增强; 但近期国际原油以及铁矿石等大宗商品价格持续走高, 美国通胀水平或出现企稳回升, 从而影响美联储降息预期及步伐。

图 41: 2000-2018年美国细分领域物价指数走势 (%)

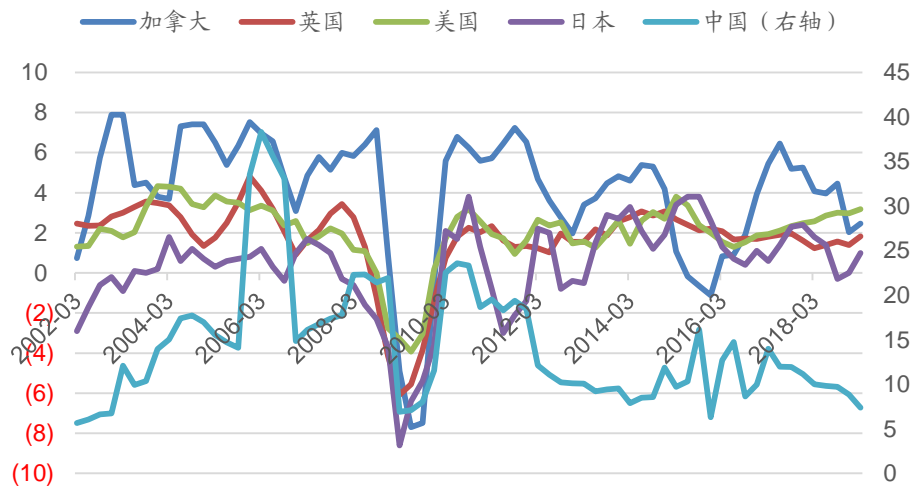


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3.全球资本回报率边际下行，黄金迎配置价值

美元指数主要由欧元、日元等发达经济体的一篮子货币组成，如果美国经济增速相对较强，则支撑美元指数上行，从全球主要经济体2019年季度的经济增速数据来看，美国经济仍保持强劲，但边际上开始有所收缩，对比日本和英国经济增速来看呈现走弱迹象，但欧元区经济增速较美国经济仍相对较弱。中期来看，美国减税红利逐步消失、特朗普的制造业回流计划仍需时日、美国挑起的全球范围贸易争端对美国经济通胀压力较大，美国经济增速已经触顶并预期下行，美元或强势不再；但同时我们也应该注意全球贸易争端或对欧日英等经济体产生不利影响，美国作为全球经济龙头如果边际上出现下滑迹象，也会对其他经济体产生溢出效应，综合来看美联储退出加息并启动降息的预期逐步实现，支撑金价上行并将高位运行，而其他经济体与美国经济阶段性的走强或走弱将使得金价高位运行，在全球资本回报率预期边际下行的情况下，黄金迎配置价值。

图 42: 全球主要经济体GDP季度同比增速 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

四、投资建议与风险提示

价格假设方面: 截至2019年10月7日, SHFE黄金价格为345元/克, 伦敦黄金现货价格为1507美元/盎司, 年初至今SHFE黄金均价为307元/克, 伦敦黄金现货均价为1366美元/盎司, 由于下半年金价快速上涨, 因此我们预计2019年全年SHFE黄金均价为320元/克, 伦敦黄金现货均价为1400美元/盎司, 全球经济下行压力带来资本回报率边际下行, 黄金配置需求拉动或带来金价上行机遇, 黄金均价有望持续高位运行, 因此我们预计2020-2021年SHFE黄金均价为350元/克, 伦敦黄金现货均价为1530美元/盎司。

表 2: 国内、海外黄金价格假设

价格假设	单位	2017	2018	2019E	2020E	2021E
SHFE 黄金	元/克	278	274	320	350	350
伦敦黄金现货	美元/盎司	1,300	1,270	1,400	1,530	1,530

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: SHFE 黄金和以美元计量的伦敦黄金现货价格为全年均价。

销量假设方面: 预计公司胶东半岛地区的技改项目完成后, 公司19-21年产量较18年增长10%左右, 达到33吨/年; 海外贝拉德罗金矿由于步入过渡期品位下滑, 预计产量小幅下降至8.5吨/年(50%权益); 同时, 据公司历年年报产销量数据, 公司基本实现即产即销(黄金企业的普遍特点), 因此假设公司销量等于产量。

表 3: 山东黄金国内、海外矿产金销量假设(千克)

销量假设	2017	2018	2019E	2020E	2021E
国内矿产金	29,183	30,637	33,229	33,229	33,229
贝拉德罗矿产金	6,345	8,709	8,574	8,574	8,574
合计	35,528	39,346	41,803	41,803	41,803

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

注: 贝拉德罗金矿数据为 50%权益

成本假设方面: 国内胶东半岛金矿逐步向深部开采, 成本或小幅上涨, 预计国内矿产金成本整体小幅涨至140元/克; 海外贝拉德罗金矿由于处于开采过渡期, 预计成本仍将小幅上涨至1195美元/盎司。

表 4: 山东黄金国内、海外矿产金成本假设

成本假设	2017	2018	2019E	2020E	2021E
国内矿产金(元/克)	139	135	140	140	140
贝拉德罗矿产金(美元/盎司)	897	1,112	1,195	1,195	1,195

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

注: 贝拉德罗金矿成本为完全成本, 数据来自巴里克年报。

综上所述，预计19-21年公司矿产金产量达到41.8吨，实现营收555/576/572亿元，实现毛利61/74/74亿元，19-21年分别实现归母净利润18.74/27.28/27.31亿元，实现EPS分别为0.60/0.88/0.88元/股，按照2019年10月11日收盘价计算，对应PE分别为57/39/39倍。

表 5: 山东黄金分业务营业收入假设 (万元)

营业收入	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外购合质金	2,926,265	2,699,980	2,813,123	2,756,551	2,784,837
小金条	1,165,689	1,682,439	1,424,064	1,553,251	1,488,658
国内黄金	802,808	820,248	1,009,055	1,120,755	1,120,755
贝拉德罗黄金	172,970	237,574	265,428	290,871	290,871
银金属	8,319	6,753	7,536	7,144	7,340
外购白银	3,489	8,707	6,098	7,403	6,750
铜金属	7,073	6,100	6,587	6,343	6,465
铅	4,652	3,104	3,878	3,491	3,685
铁砂	2,284	1,664	1,974	1,819	1,897
锌金属	524	225	374	299	337
建筑材料		5	3	4	3
其他业务	10,030	11,382	10,706	11,044	10,875
其他收入	26	607	317	462	389
合计	5,104,130	5,478,788	5,549,142	5,759,439	5,722,862

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

表 6: 山东黄金分业务营业成本假设 (万元)

营业收入	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外购合质金	2,916,392	2,695,314	2,805,853	2,750,584	2,778,218
小金条	1,164,280	1,680,007	1,422,143	1,551,075	1,486,609
国内黄金	405,740	413,095	455,702	461,488	461,488
贝拉德罗黄金	136,001	192,186	233,880	233,880	233,880
银金属	3,403	3,464	3,434	3,449	3,441
外购白银	1,363	4,503	2,933	3,718	3,325
铜金属	5,176	3,814	4,495	4,154	4,325
铅	324	259	292	276	284
铁砂	2,129	1,659	1,894	1,777	1,835
锌金属	145	20	82	51	67
建筑材料		8	4	6	5
其他业务	5,837	7,309	6,573	6,941	6,757
其他收入	446	13	230	121	175
合计	4,641,237	5,001,650	4,937,515	5,017,519	4,980,409

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

表 7: 山东黄金分业务毛利假设 (万元)

营业收入	2017	2018	2019E	2020E	2021E
外购合质金	9,873	4,666	7,270	5,968	6,619
小金条	1,409	2,432	1,920	2,176	2,048
国内黄金	397,068	407,153	553,353	659,268	659,268
贝拉德罗黄金	36,968	45,388	31,548	56,991	56,991
银金属	4,916	3,288	4,102	3,695	3,899
外购白银	2,127	4,204	3,166	3,685	3,425
铜金属	1,898	2,286	2,092	2,189	2,140
铅	4,328	2,845	3,586	3,215	3,401
铁砂	155	5	80	43	61
锌金属	379	204	292	248	270
建筑材料	0	-2	-1	-2	-2
其他业务	4,193	4,073	4,133	4,103	4,118
其他收入	-420	595	87	341	214
合计	462,893	477,138	611,627	741,920	742,453

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

公司主营矿产金、冶炼金、精炼金等业务,我们选择A股4家主营业务为黄金的上市公司作为对标:紫金矿业、中金黄金、银泰资源、湖南黄金,截至2019年10月11日收盘,4家公司对应Wind一致预期的2020年PE分别为14/66/23/28倍,均值为33倍。从公司历史估值水平来看,公司最近3年的PE估值均值为52倍。

表 8: 山东黄金及可比公司估值情况

公司	公司代码	业务类型	市值	归母净利润 (亿元)			PE 估值水平		
			(亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
紫金矿业	601899.SH	铜、金、锌矿	718	40.94	42.97	50.77	18.04	17.50	14.15
中金黄金	600489.SH	金矿	308	1.96	3.57	4.68	142.70	87.19	65.74
银泰资源	000975.SZ	金、银铅锌矿	277	6.63	10.24	12.12	30.02	25.40	22.82
湖南黄金	002155.SZ	金铋、钨矿	106	2.70	2.84	3.72	35.52	36.14	28.49
均值	-	-	352	13.06	14.90	17.82	56.57	41.56	32.80
山东黄金	600547.SH	金矿	991	8.76	19.13	27.04	47.91	54.58	36.65

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 上述预测值除山东黄金外,均来自 Wind 一致预期(市值统计截止 2019.10.11 收盘)。

表 9: 山东黄金2019年业绩弹性测算

价格弹性测算	基准价格降 20%	基准价格降 15%	基准价格降 10%	基准 价格	基准价格涨 10%	基准价格涨 15%	基准价格涨 20%
SHFE 黄金 (元/克)	256	272	288	320	352	368	384
伦敦黄金现货 (美元/盎司)	1,120	1,190	1,260	1,400	1,540	1,610	1,680
归母净利润 (亿元)	0.67	5.18	9.70	18.74	27.78	32.30	36.82
EPS (元/股)	0.02	0.17	0.31	0.60	0.90	1.04	1.19
PE	1,736	204	112	58	39	33	29

数据来源: Wind、公司年报、广发证券发展研究中心

注: PE 按照 2019 年 10 月 11 日收盘价计算。

图 43: 2010年至今山东黄金PE估值走势



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: PE均按照当年的盈利数据测算, 19年按照当年预测值测算。

考虑到公司胶东半岛的核心黄金资源造就了优质的“现金奶牛”，海外贝拉德罗金矿过渡期后将步入稳定经营阶段，且与全球黄金巨头巴里克持续加强战略合作，公司海外收购有望稳步推进；在金价高位运行的情况下，公司2020年业绩有望继续快速增长；考虑到公司作为国内黄金行业龙头，且是纯正的黄金标的，我们认为公司应该享受一定的估值溢价，结合公司近3年52倍的PE估值均值和2020年可比公司33倍的PE估值均值，我们认为取以上两者之间的中间值，给予公司2020年40倍PE估值比较合理，对应公司A股合理价值35.20元/股，按照公司10月11日AH股的溢价比例，对应公司H股合理价值为19.87港币/股，给予公司A/H股“增持”评级。

风险提示:

- 1.公司收购贝拉德罗金矿之后，该矿进入了开采过渡期，新矿区能否按时并顺利实现投产尚具备不确定性。
- 2.2016年以来，阿根廷比索持续贬值，阿根廷国内通胀愈发严重，由于贝拉德罗矿主要采购当地原料，比索贬值可以带来成本下降，但是通胀的大幅上升可能导致物价飞涨，从而带来成本大幅提升，为贝拉德罗矿的盈利带来较大不确定性。
- 3.作为全球经济的主要引擎之一，美国经济前景面临较大的不确定性，美联储货币政策也难以判断，在此背景下，黄金价格或具有较大的波动幅度。
- 4.金属价格从上一轮周期反弹至今后，全球矿业公司的盈利水平也得到了明显提升，在财政收入压力下，各国对矿业的重视程度也在提升，全球各国的矿业政策也面临较大的不确定性，随之海外并购风险也在提升。
- 5.随着胶东地区金矿逐步向深部开采，成本提升的压力也逐步提升，同时国内环保和安监政策持续趋严，也将在一定程度上造成成本的抬升，影响企业的盈利水平。

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产	6,909	6,584	7,557	9,086	10,679	
货币资金	3,073	2,139	3,433	4,885	6,508	
应收及预付	321	720	510	526	522	
存货	3,102	3,353	3,186	3,238	3,214	
其他流动资产	413	372	427	437	435	
非流动资产	35,207	38,362	46,337	46,877	47,281	
长期股权投资	399	1,037	3,337	3,337	3,337	
固定资产	18,438	19,882	19,750	19,502	19,138	
在建工程	2,657	3,159	3,661	4,163	4,665	
无形资产	9,819	10,146	10,452	10,738	11,004	
其他长期资产	3,894	4,138	9,138	9,138	9,138	
资产总计	42,116	44,946	53,894	55,963	57,961	
流动负债	10,674	14,245	13,992	14,062	14,033	
短期借款	789	3,623	3,623	3,623	3,623	
应付及预收	2,283	2,580	2,338	2,376	2,358	
其他流动负债	7,601	8,042	8,031	8,063	8,052	
非流动负债	14,273	7,323	14,636	14,636	14,636	
长期借款	6,858	2,091	2,091	2,091	2,091	
应付债券	3,294	688	8,000	8,000	8,000	
其他非流动负债	4,121	4,545	4,545	4,545	4,545	
负债合计	24,947	21,569	28,627	28,698	28,669	
股本	1,857	2,214	2,214	2,214	2,214	
资本公积	4,216	8,393	8,393	8,393	8,393	
留存收益	10,256	11,042	12,695	14,423	16,153	
归属母公司股东权益	16,324	21,620	23,299	25,026	26,757	
少数股东权益	845	1,757	1,968	2,239	2,535	
负债和股东权益	42,116	44,946	53,894	55,963	57,961	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
营业收入	51,041	54,788	55,491	57,594	57,229	
营业成本	46,412	50,017	49,375	50,175	49,804	
营业税金及附加	241	364	464	481	478	
销售费用	31	37	38	39	39	
管理费用	1,891	1,747	1,769	1,836	1,825	
研发费用	310	321	325	337	335	
财务费用	500	792	659	646	631	
资产减值损失	-3	1	0	0	0	
公允价值变动收益	-87	2	-100	-100	-100	
投资净收益	62	-47	39	39	39	
营业利润	1,651	1,477	2,811	4,028	4,066	
营业外收支	-23	-28	-30	-30	-30	
利润总额	1,629	1,449	2,781	3,998	4,036	
所得税	435	512	695	1,000	1,009	
净利润	1,193	937	2,086	2,999	3,027	
少数股东损益	56	61	211	271	296	
归属母公司净利润	1,137	876	1,874	2,728	2,731	
EBITDA	4,413	4,738	6,079	7,419	7,577	
EPS (元)	0.61	0.40	0.60	0.88	0.88	

		单位: 百万元				
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	3,699	2,927	5,473	6,446	6,617	
净利润	1,193	937	2,086	2,999	3,027	
折旧摊销	2,257	2,435	2,558	2,694	2,830	
营运资金变动	-160	-1,213	68	-7	0	
其它	408	768	761	761	761	
投资活动现金流	-10,408	-3,765	-10,625	-3,325	-3,325	
资本支出	-3,797	-3,626	-3,264	-3,264	-3,264	
投资变动	-6,414	-600	-7,300	0	0	
其他	-197	461	-61	-61	-61	
筹资活动现金流	7,967	356	6,447	-1,670	-1,670	
银行借款	7,145	-4,945	0	0	0	
股权融资	0	5,619	0	0	0	
其他	822	-318	6,447	-1,670	-1,670	
现金净增加额	1,258	-482	1,294	1,452	1,623	
期初现金余额	1,154	2,398	2,139	3,433	4,885	
期末现金余额	2,398	1,938	3,433	4,885	6,508	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	1.7	7.3	1.3	3.8	-0.6
营业利润增长	-2.8	-10.6	90.4	43.3	0.9
归母净利润增长	-12.0	-23.0	114.0	45.5	0.1
获利能力					
毛利率	9.1	8.7	11.0	12.9	13.0
净利率	2.3	1.7	3.8	5.2	5.3
ROE	7.0	4.1	8.0	10.9	10.2
ROIC	5.1	4.4	6.3	8.3	8.3
偿债能力(%)					
资产负债率	59.2	48.0	53.1	51.3	49.5
净负债比率	39.7	28.7	37.5	36.1	34.8
流动比率	0.65	0.46	0.54	0.65	0.76
速动比率	0.34	0.22	0.30	0.41	0.52
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.26	1.12	1.05	1.00
应收账款周转率	575.00	152.75	152.75	152.75	152.75
存货周转率	20.76	15.50	15.50	15.50	15.50
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.40	0.60	0.88	0.88
每股经营现金流	1.99	1.32	2.47	2.91	2.99
每股净资产	8.79	9.77	10.52	11.30	12.09
估值比率					
P/E	50.91	76.48	57.42	39.45	39.41
P/B	3.55	3.10	3.30	3.07	2.87
EV/EBITDA	16.22	16.40	15.40	12.42	11.95

广发有色行业研究小组

- 巨国贤**：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验，带领有色金属研究团队荣获四届（2013年、2014年、2016年、2017年）新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 赵鑫**：联席首席分析师，CFA，上海交通大学材料学硕士，2年国际铜业公司工作经验，7年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名。
- 娄永刚**：资深分析师，中南大学冶金学硕士，8年行业管理协调工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 宫帅**：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验，2016年加入广发证券发展研究中心。2016年、2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。
- 黄礼恒**：资深分析师，中国地质大学（北京）地质学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳分析师第一名、水晶球第一名、金牛第一名、最受保险信赖分析师评选第一名团队成员。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持**：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有**：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出**：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。