

有色金属

2020 年 04 月 01 日

山东黄金 (600547)

——2019 年报点评：矿产金产量小幅增长，金价持续长牛，维持买入评级

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2020 年 03 月 31 日

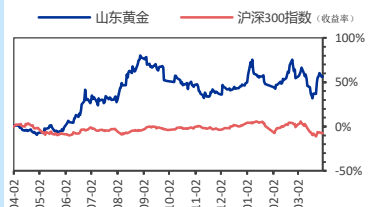
收盘价 (元)	34.34
一年内最高/最低 (元)	52/27.8
市净率	4.8
息率 (分红/股价)	-
流通 A 股市值 (百万元)	75428
上证指数/深证成指	2750.30/9962.31

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	7.17
资产负债率%	58.71
总股本/流通 A 股 (百万)	3100/2196
流通 B 股/H 股 (百万)	-/500

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

研究支持

郦悦轩 A0230518120002
liy@swsresearch.com

联系人

郦悦轩
(8621)23297818×7425
liy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2019 年公司实现扣非归母净利润同比增长 46.26%，略低于预期。**披露业绩快报，2019 年上市公司实现营业收入 626.30 亿元，同比上涨 11.33%；实现归属于上市公司股东净利润 12.89 亿元，同比增长 25.91%，对应基本每股收益 0.42 元，其中 2019 年实现归属于上市公司股东扣非净利润 12.97 亿元，同比增长 46.26%，略低于我们预期的 14.91 亿元。
- **矿产金产量小幅增长但入选品味下降，收购金控公司增加财务费用和资产减值损失。**2019 年三季度和四季度 SHFE 金价均价分别达到 337 和 340 元/克，较 2019 年上半年 287 元/克有显著增长；产量方面，2019 年实现矿产金产量 40.12 吨，同比增长 2.03%（其中四季度单季矿产金产量 10.2 吨，比三季度单季 9.2 吨增加了 1 吨），产量和价格双双走高令公司矿产金部分毛利扩张 2019 年 Q4 单季度毛利润达到 18.72 亿元，较 2019Q3/Q2/Q1 的 14.89/13.67/13.17 亿元均有显著提升。不过我们推算出公司 2019 年全年矿产金现金成本或达到 170 元/克，与 2019 年上半年半年报中披露的 153 元/克有明显提升，主要由于金价走高后，公司矿山入选品味有所降低，成本出现超预期抬升，这是导致净利润略低于预期的原因之一。另外 2019 年 Q3，公司收购山金金控 100% 股权，2019 年 Q3 和 Q4 的单季度财务费用平均比 2019 年 Q1 和 Q2 的单季度财务费用多出 1.5 亿元，另外年末涉及对山金金控投资的部分金融资产做了资产减值计提，金额大约 1.15 亿元，财务费用以及资产减值损失的增加是山东黄金 2019 年净利润略低于预期的另一个原因。
- **COMEX 黄金震荡中走强，美联储稳定流动性冲击后静待名义利率下行继续推高金价。**3 月份以来，COMEX 黄金出现高位波动，但相较于其余风险资产，COMEX 黄金仍展现出较强的抗跌属性（2 月 19 日至 3 月 29 日，COMEX 黄金上涨 3.44%，大幅跑赢风险资产）。我们认为当前美联储通过无限 QE 兜底金融资产价格下跌和负债减记，伴随经济数据持续低于预期的催化，美债长端收益率仍将稳步下行（预计会突破前期 0.6% 的低点）；同时，由于供给收缩的幅度远大于需求下行且油价当前位置易涨难跌，通胀预期进一步恶化（美国通胀预期水平已经从 1.6% 调整至当前 0.8% 左右）概率较小，反而发生滞胀风险的预期正悄悄走强。以上名义利率下行同时通胀走高的滞胀格局对金价中期走强是极其有利的。在美联储没有推出负利率政策之前，我们暂时维持 1800 美元/盎司的 COMEX 金价假设（对应国内沪金 415 元/克左右）。
- **下调盈利预测，维持买入评级！**由于山东黄金矿产金生产成本有所上调同时山金金控对上市公司存在费用拖累，因此我们下调 2019-2021 年净利润至 12.87/26.73/34.51 亿元（原为 25.67/33.56/36.12）亿元，对应当前股价的动态 PE 分别为 82/40/31 倍。考虑到未来金价长牛预期仍然强烈，我们仍维持买入评级！

财务数据及盈利预测

	2018	19Q1-Q3	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	54,788	64,942	62,600	71,641	84,560
同比增长率 (%)	7.3	37.9	14.3	14.4	18.0
归母净利润 (百万元)	876	947	1,287	2,673	3,451
同比增长率 (%)	-23.0	15.2	47.0	107.7	29.1
每股收益 (元/股)	0.40	0.31	0.42	0.86	1.11
毛利率 (%)	8.7	6.4	9.6	13.1	13.6
ROE (%)	4.1	4.3	5.5	10.2	11.5
市盈率	87		82	40	31

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元，百万股	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	51,041	54,788	62,600	71,641	84,560
其中：营业收入	51,041	54,788	62,600	71,641	84,560
减：营业成本	46,412	50,017	56,585	62,273	73,083
减：税金及附加	241	364	554	609	719
主营业务利润	4,388	4,408	5,461	8,759	10,758
减：销售费用	31	37	119	136	161
减：管理费用	1,891	1,747	2,035	2,436	2,960
减：研发费用	310	321	332	430	592
减：财务费用	500	792	842	1,047	956
经营性利润	1,656	1,511	2,133	4,710	6,089
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	0	2	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-3	1	0	0	0
加：投资收益及其他	62	-47	-47	-120	-150
营业利润	1,651	1,477	2,138	4,502	5,803
加：营业外净收入	-23	-28	-25	-25	-26
利润总额	1,629	1,449	2,113	4,477	5,777
减：所得税	435	512	696	1,480	1,908
净利润	1,193	937	1,417	2,997	3,868
少数股东损益	56	61	130	324	418
归属于母公司所有者的净利润	1,137	876	1,287	2,673	3,451
全面摊薄总股本	1,857	2,214	3,100	3,100	3,100
每股收益（元）	0.61	0.45	0.42	0.86	1.11

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhysec.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhysec.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。