



中信证券研究部



敖翀
首席周期行业
分析师

S1010515020001

核心观点

2020 年预期开启的集团资产注入若完成将使公司资源储量增长至 1588 吨；且随着国内/海外扩建项目完工，预计公司 2020/2023 年黄金产量将达到 50/67 吨，成为世界十大黄金企业之一。公司成本和规模优势明显，给予公司 2020 年 1.5 倍市值储量比估值，对应市值 1452 亿元，上调目标价至 46.80 元，维持“买入”评级。

2020 年预期开启新一轮集团资产注入，如果资产注入完成，公司资源储量将增长至 1588 吨。公司 2019 年中报显示，大股东将从 2020 年开始逐步将 53.65 吨采矿权和 566 吨探矿权注入公司，届时公司资源储量将增长至近 1588 吨，位列世界第八。按集团预测进行测算，此轮资产注入后非上市板块仍有 712 吨资源储量，公司资源储量有可能继续增加。

国内外主力矿山在建项目众多，产量有望大幅跃升。国内矿山 2019 年 H1 产金 15.85 吨，居国内首位。随着四大主力矿山扩建项目完工，我们预计公司 2023 年现有国内矿山黄金产量可达 45.1 吨，远期产量可达 60 吨以上。随着海外矿山 2020 年将开始第六阶段工程，支撑贝拉德罗产量逐步提升。叠加集团拟注入资产，我们预计 2020 年公司黄金年产量约 50 吨，2023 年公司年产黄金 67 吨，成为世界十大黄金企业之一。

金价仍有未兑现的上行逻辑，这轮上涨周期或可突破 1800 美元/盎司。基于 1) 全球宏观经济增速下滑，中美贸易争端、英国脱欧等因素触发避险情绪；2) 全球进入降息周期，带动美债实际收益率和美元指数走低；3) 美国主权信用风险显现，现有货币体系的信任值下降。我们认为金价仍有未兑现的上行逻辑，预计 2019-2020 年黄金均价有望达到 1400/1500 美元/盎司，这轮上涨周期金价或可突破 1800 美元/盎司。

黄金成本国内领先、世界一流，金价上行周期中盈利弹性充分释放。据测算 2019 年 H1 公司国内矿山现金成本降至 127 元/克，位于全球成本曲线前 20%分位。公司整体平均黄金现金成本长期处于国内领先，对比全球大型黄金生产企业，仍具备相对成本优势。如果集团资产注入完成，受益于规模效应，公司克金成本有望持续保持低位。

风险因素：黄金价格波动风险，公司黄金产量增长不及预期，资产注入不及预期。

投资建议：公司黄金产量快速增长，叠加金价上行周期，量价齐升将显著增厚公司的业绩。因上调金价预测和黄金产量，我们上调公司 2019-2021 年归母净利润预测为 22.1/34.1/39.1 亿元（原预测 20.1/25.8/30.0 亿元），对应 EPS 预测分别为 0.71/1.10/1.26 元（原预测 0.65/0.83/0.97 元），目前股价 36.81 元，对应 2019/20/21 年 PE 为 52/34/29 倍；给予公司 2020 年 1.5 倍市值储量比，对应市值 1452 亿元，上调目标价至 46.8 元，维持“买入”评级。

山东黄金	600547
评级	买入（维持）
当前价	36.81 元
目标价	46.80 元
总股本	3,100 百万股
流通股本	2,532 百万股
52 周最高/最低价	40.75/15.84 元
近 1 月绝对涨幅	-2.10%
近 6 月绝对涨幅	57.25%
近 12 月绝对涨幅	126.70%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51,041	54,788	66,287	75,153	80,262
营业收入增长率	1.7%	7.3%	21.0%	13.4%	6.8%
净利润(百万元)	1,137	876	2,206	3,406	3,912
净利润增长率	-12.0%	-23.0%	151.9%	54.4%	14.9%
每股收益 EPS(元)	0.61	0.45	0.71	1.10	1.26
毛利率%	9.1%	8.7%	10.5%	11.9%	12.4%
净资产收益率 ROE%	6.97%	4.05%	9.43%	12.87%	13.10%
每股净资产(元)	5.3	7.0	7.5	8.5	9.6
PE(倍)	60.3	81.8	51.7	33.5	29.2
PB(倍)	7.0	5.3	4.9	4.3	3.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 9 月 18 日收盘价

目录

估值及投资评级.....	1
相对估值法.....	1
绝对估值法.....	2
公司概况：成长性显著的国内黄金龙头.....	2
行业分析：金价仍有未兑现的上行逻辑.....	3
经济下滑风险加大，避险作用凸显.....	3
全球进入降息周期.....	5
全球货币量高增长，美国主权信用风险显现.....	6
消费平稳增长与供应增速低迷.....	7
2020 年黄金均价有望上行至 1500 美元/盎司.....	8
山东黄金：快速扩张的黄金龙头.....	8
亮点一：集团资产注入预期支撑公司储量增至 1588 吨，位列世界第八.....	8
亮点二：国内矿山在建项目众多，5 年内产量有望达到 45 吨.....	12
亮点三：贝拉德罗将开启下一轮产量释放期，远景权益黄金产量近 15 吨.....	15
亮点四：矿山成本控制优异，国内领先、世界一流.....	19
风险因素.....	21
盈利预测及关键假设.....	22
关键假设.....	22
盈利预测与估值.....	22
弹性测算.....	23

插图目录

图 1：山东黄金近五年的市值储量比.....	1
图 2：山东黄金近五年的金价/市值储量比	1
图 3：山东黄金营业收入及增速.....	2
图 4：山东黄金归母净利润及增速	2
图 5：公司营业收入构成.....	3
图 6：公司主营业务毛利润占比.....	3
图 7：公司经营性现金流净额.....	3
图 8：公司销售毛利率与销售净利率水平	3
图 9：IMF 再次下调全球 GDP 增长预测.....	4
图 10：全球 PMI 数据进入下行区间	4
图 11：美国失业率已触底将逐步上升	4
图 12：美国长短期国债收益率倒挂	4
图 13：2019 年各国开启降息潮.....	5
图 14：美联储点阵图表明 2019 年仍有一次降息.....	5
图 15：期货市场预期的 2019 年 12 月基准利率的概率	5
图 16：黄金价格和全球主要国家 M1 的关系	6
图 17：黄金价格和全球主要国家 M2 的关系	6
图 18：美国未偿国债与 GDP 的比值超过 100%	6
图 19：外国投资者持有美元国债的比例处于下降通道.....	6
图 20：全球黄金需求预测.....	7
图 21：全球矿产金产量预测	7
图 22：未来黄金价格展望.....	8
图 23：山东黄金国内金矿分布.....	9
图 24：2011 年至今山东黄金资源储量趋势	10
图 25：全球十大黄金资源储量公司	12
图 26：山东黄金集团黄金资源储量构成	12
图 27：2017-2019 年上半年公司国内矿山黄金产量.....	13
图 28：2019 年 H1 国内黄金企业产量排名（国内矿山）	13
图 29：2016 年至今山东黄金国内矿山产量及占比.....	13
图 30：山东黄金现有国内矿山黄金产量	14
图 31：贝拉德罗金矿选矿处理量及品位	15
图 32：贝拉德罗金矿产量情况.....	15
图 33：贝拉德罗金矿 2019 年业绩展望	16
图 34：巴里克黄金的并购史	17
图 35：巴里克黄金旗下矿山储量均实现较大提升.....	18
图 36：公司未来黄金产量预测.....	19
图 37：2018 年全球十二大矿产金生产企业.....	19
图 38：全球黄金矿山成本曲线.....	20
图 39：国内各黄金公司平均现金成本.....	21
图 40：2019 年 H1 全球大型黄金生产企业的矿产金产量和维持成本.....	21
图 41：公司矿产金的盈利弹性分析	23

表格目录

表 1：绝对估值法敏感性分析.....	2
表 2：山东黄金国内金矿概况.....	9
表 3：贝拉德罗金矿资源量及储量情况.....	10
表 4：大股东山东黄金集团 2010-2020 年增储情况.....	10
表 5：山东黄金集团拟于 2020 年开始启动转让程序的金矿资源储量.....	11
表 6：公司现有国内矿山增产计划.....	13
表 7：山东黄金集团其他子公司 2018 年-2019 年 H1 矿产金产量.....	14
表 8：贝拉德罗金矿半年业绩对比.....	15
表 9：贝拉德罗金矿季度业绩对比.....	16
表 10：贝拉德罗金矿 2019 年业绩展望.....	16
表 11：贝拉德罗金矿产量规划.....	17
表 12：山东黄金国内金矿 2016-2019 年 H1 成本变化.....	19
表 13：贝拉德罗金矿 2015-2019 年成本变化.....	20
表 14：山东黄金集团其他子公司 2016-2018 年金矿成本.....	20
表 15：山东黄金主要业务盈利预测关键假设.....	22
表 16：山东黄金盈利预测与估值情况.....	23
表 17：山东黄金业绩弹性（净利润）测算.....	23

■ 估值及投资评级

公司 2020 年目标价 46.8 元。公司主营业务是黄金采选冶炼，考虑到金价持续创新高，公司的资源属性更能决定其业绩释放能力，选取市值储量比更能评估公司核心资产的实际价值，结合 DCF 现金流模型，得到公司**股价合理范围 43.7-49.2 元**。给予公司 2020 年 1.5 倍市值储量比，**对应未来一年目标价 46.80 元**，维持“买入”评级。

相对估值法

市值储量比估值：公司主营黄金采选和冶炼业务，黄金业务营收和毛利润分别占公司整体营收和毛利润的 99%和 95%，其黄金资源储量决定公司在金价高位背景下的实际资产价值，市值储量比对公司估值极为重要。

一方面，公司近五年的市值储量比的高点（2016 年 7 月 11 日）为 1.435 亿/吨，目前黄金价格为五年内高位区间且高于近五年市值储量比高点时的金价（294 元/克），公司合理的市值储量比应大于 1.435 亿/吨。

另一方面，在金价上涨过程中，股价上涨的相对幅度往往高于金价，带动金价/市值储量比迅速走低，但近五年金价/市值储量比的极限为 200（2015 年 6 月 17 日和 2016 年 7 月 11 日）。按预测的 2020 年黄金均价 345 元/克计算，市值储量比的上限为 1.725 亿/吨。

我们给予公司 1.4-1.725 亿/吨市值储量比估值，按公司权益黄金资源储量 968 吨计算，对应市值 1355 亿-1670 亿，**对应公司股价区间 43.70-53.80 元**。鉴于公司的优质黄金资源、对成本控制能力，产量增长料将支撑公司未来的业绩增量，我们给予公司 2020 年 1.5 倍市值储量比，对应市值 1452 亿元，**对应目标价 46.80 元**。

图 1：山东黄金近五年的市值储量比



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：储量使用年报公布的权益资源储量

图 2：山东黄金近五年的金价/市值储量比



资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：金价单位为元/克，市值储量比的单位为亿/吨

绝对估值法

折现现金流（DCF）：采用的现金流为企业自由现金流。假设公司 2022 年期末之后增长率为 2.0%。对于其他参数，假设公司 β 值为 0.6；无风险利率为 2.5%，假设股票风险溢价 6.5%；公司债务成本为 6.0%；随着公司业务不断扩展，预期债务比例增加到 40%，公司适用的所得税税率为 25%。计算得到公司 WACC 约为 5.64%。再根据盈利预测模型，在 1.75%-2.25% 的永续增长率下，估计**公司合理价值区间在 41.60-53.80 元**；按照中值 6.2% 的 WACC 和 2.0% 的永续增长率条件，**给予公司每股价值 46.90 元。**

表 1：绝对估值法敏感性分析

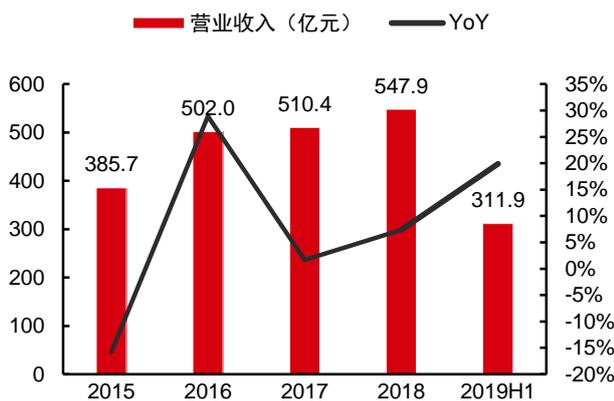
WACC						
TV		5.68%	5.93%	6.18%	6.43%	6.68%
	1.50%	48.37	45.11	42.25	39.71	37.44
	1.75%	51.28	47.61	44.40	41.59	39.09
	2.00%	54.66	50.47	46.86	43.71	40.94
	2.25%	58.62	53.79	49.68	46.12	43.03
	2.50%	63.33	57.69	52.94	48.89	45.40

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 公司概况：成长性显著的国内黄金龙头

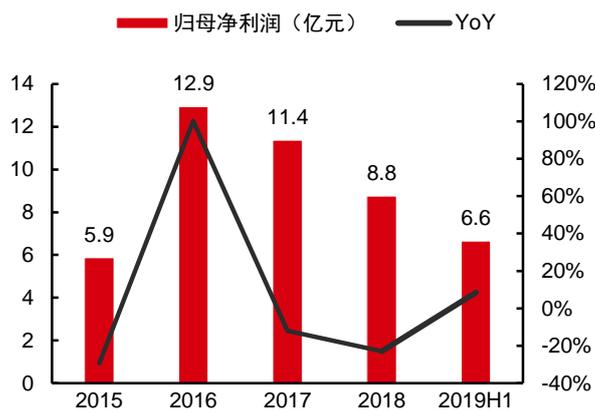
营业收入与净利润：2019 年 H1 公司营收 311.9 亿元，同比增长 19.89%；2019 年 H1 经营净现金流 18.3 亿元，同比增长 1.57%。2019 年 H1 归母净利润 6.65 亿元，同比增长 8.58%，归母扣非净利润 6.64 亿元，同比增长 9.03%。

图 3：山东黄金营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

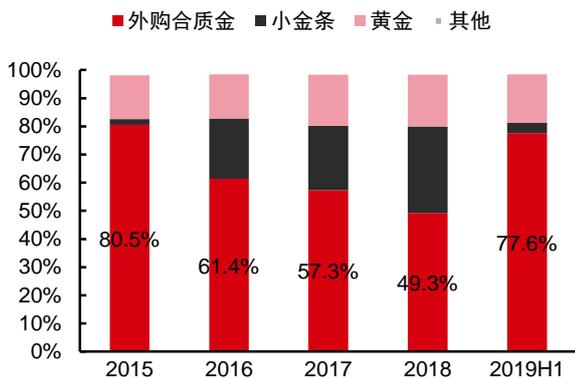
图 4：山东黄金归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

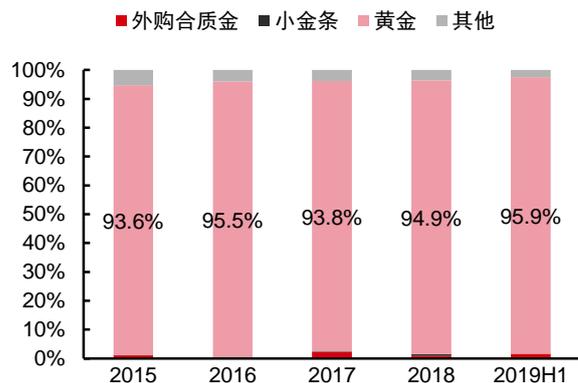
矿产黄金贡献公司主要利润来源。公司营业收入主要来自外购合质金业务，2019 年半年报显示营收占比为 77.6%，黄金业务占比为 18.1%。公司主要利润来源为黄金业务，毛利润占比超过 90%，2019 年上半年占比为 95.9%。随着公司黄金产量逐渐增加，预计黄金业务的营收和利润占比将持续提升。

图 5：公司营业收入构成



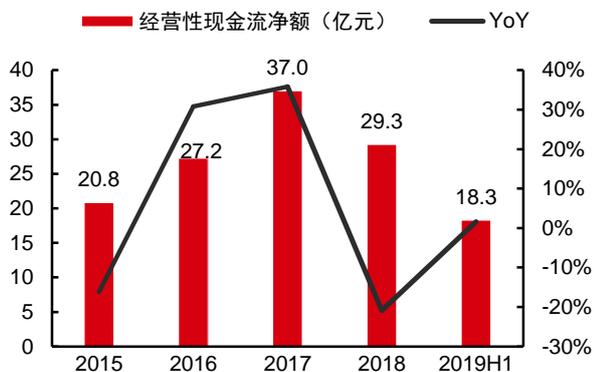
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 6：公司主营业务毛利润占比



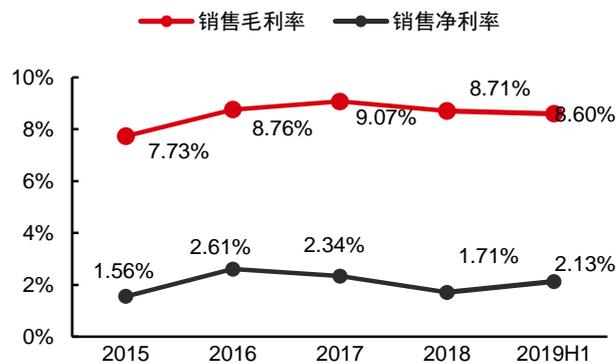
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 7：公司经营性现金流净额



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 8：公司销售毛利率与销售净利率水平



资料来源：公司公告，中信证券研究部

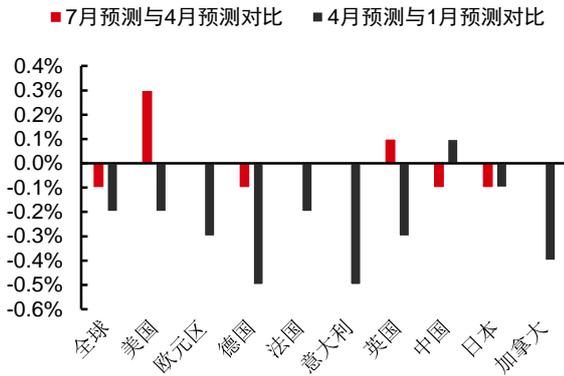
■ 行业分析：金价仍有未兑现的上行逻辑

基于 1) 黄金作为避险资产属性强化；2) 全球进入降息周期；3) 美国主权信用风险显现，货币体系不稳定因素；4) 上游矿产金产量增速低迷。金价仍有未兑现的上行逻辑，预计 2019-2020 年黄金均价有望达到 1400/1500 美元/盎司，2019 年年底金价高点有望突破 1600 美元/盎司，这轮上涨周期金价可达 1800 美元/盎司，仍有至少 20% 的上涨空间。

经济下滑风险加大，避险作用凸显

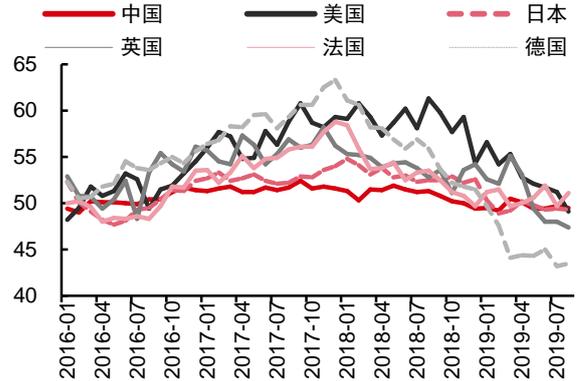
IMF 再次下调世界经济增长预测。7 月 23 日，国际货币基金组织 (IMF) 发布了最新《世界经济展望报告》(WEO)。在此报告中，IMF 再次调降了对 2019 年和 2020 年世界经济增长的预期，预计 2019 年和 2020 年全球经济增长 3.2% 和 3.5%，这是 IMF 过去一年内第三次下调对 2019 年的增速预期，相比去年 10 月、今年 1 月和今年 4 月的预测分别降低 0.5%/0.2%/0.1%。

图 9：IMF 再次下调全球 GDP 增长预测



资料来源：IMF 预测，中信证券研究部

图 10：全球 PMI 数据进入下行区间

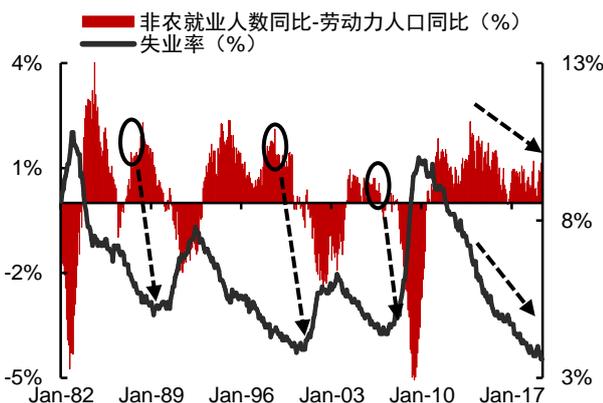


资料来源：Wind，中信证券研究部

美国新增就业低于预期，PMI 下滑至低于荣枯线。美国 8 月新增就业岗位 13 万个低于市场预期，失业率维持 3.7%。美国 8 月 Markit 制造业 PMI 49.9，为 2007 年 3 月以来首次低于荣枯线。美国 8 月 ISM 制造业 PMI 下滑至 49.1，低于荣枯线，再创 2016 年 1 月以来的新低。美国两项制造业数据持续走弱并创下新低，反映美国经济疲弱态势或将持续。

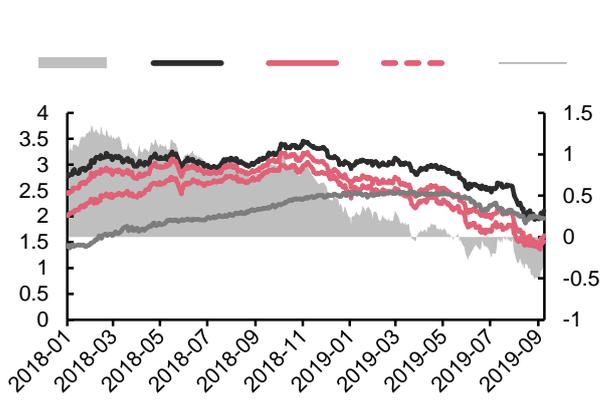
美国长短期国债收益率持续倒挂，利率料将进一步下滑。美国三次经济衰退前都存在长短期国债收益率倒挂，且倒挂的时间预示了经济衰退的幅度，目前，长短期国债收益率倒挂近两个月，美国经济有见顶下行的压力。截至 8 月底，美国 30 年/10 年期国债下破 2%/1.5% 关键点位，美联储预计将继续放宽货币政策，在此过程中预计国债利率将进一步下滑。

图 11：美国失业率已触底将逐步上升



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：美国长短期国债收益率倒挂

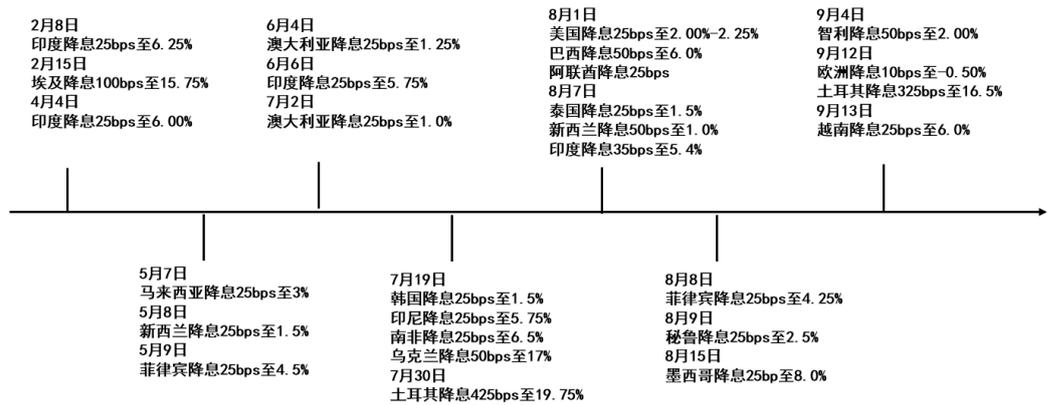


资料来源：Wind，中信证券研究部

全球进入降息周期

欧洲央行宣布降息并重启 QE。自印度 2019 年 2 月 8 日首次降息以来，已经降息三次，也打开了全球的降息大潮。进入 7 月，全球各国央行降息趋势加速。8 月 12 日，欧洲央行宣布，下调隔夜存款利率 10 个基点至-0.5%，预期-0.5%，前值-0.4%，此为欧洲央行自 2016 年以来的首次降息。欧洲央行同时宣布从 11 月 1 日开始重启量化宽松，每月购买 200 亿欧元债券。欧洲央行并调整了前瞻性指引，预期欧元区关键利率将“保持或低于当前水平”。

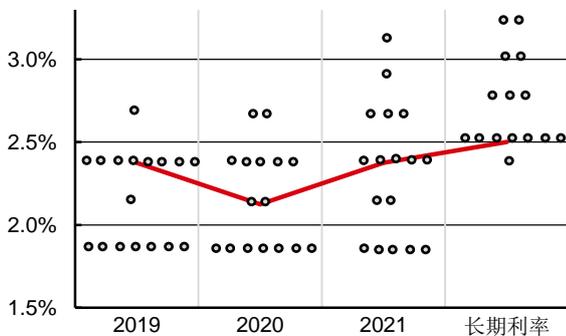
图 13: 2019 年各国开启降息潮



资料来源: 各国央行, 中信证券研究部

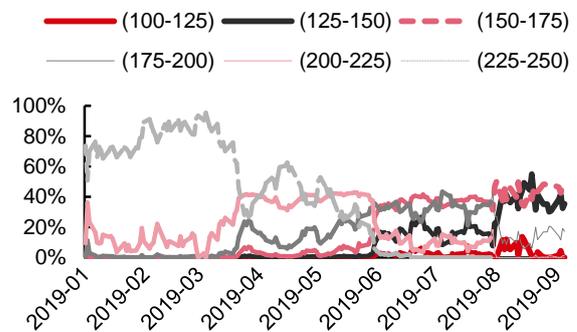
美联储 9 月第二次降息，年内大概率仍有 1 次降息。8 月 1 日，美联储降息 25 基点，开启 10 年来的首次降息周期。9 月 18 日，美联储宣布下调联邦基金利率 25 个基点至 1.75%-2.00%。这是 2008 年 12 月以来美联储的第二次降息。将超额准备金率从 2019 年 9 月 19 日起下调 30 个 bp 至 1.80%。比 7 月份内容，美联储在 9 月份的会议声明中认为家庭支出增加，同时认为外部仍有风险。认为经济发展“仍然存在不确定性”。同时继续表达“密切关注经济信息、采取适当行动”以维持经济发展的意愿。截至 9 月 18 日，期货市场预测的年底前降息超过 25bps 的概率为 58%。

图 14: 美联储点阵图表明 2019 年仍有一次降息



资料来源: Fed, 中信证券研究部

图 15: 期货市场预期的 2019 年 12 月基准利率的概率

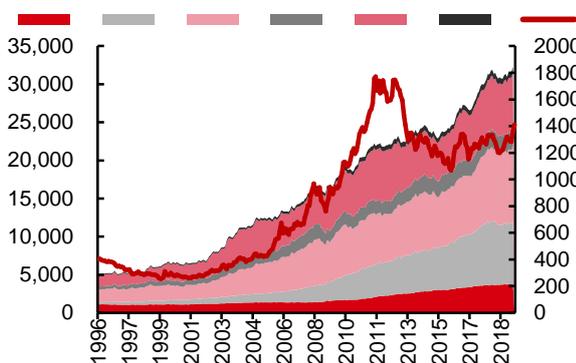


资料来源: CME Group, 中信证券研究部

全球货币量高增长，美国主权信用风险显现

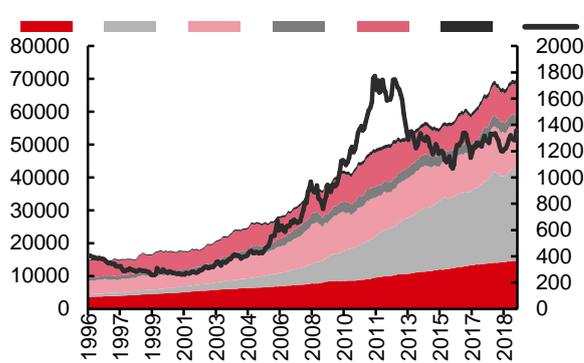
黄金价格与世界主要经济体的 M1 和 M2 的相关系数分别为 0.81/0.82，黄金价格低于线性回归价格。从 1996 年至今，黄金价格与全球 M1 和全球 M2 的相关系数分别为 0.81/0.82，具备强的相关性。随着货币供给量的增加，黄金价格大概率跟随上涨。随着次贷危机后，全球主要经济体的几轮 QE 政策的执行，货币供给量大幅增加，黄金价格的增长落后于货币总量的提升。截至 2019 年 6 月 30 日，全球主要经济体的 M1/M2 总量分别为 32.3 万亿美元和 70.3 万亿美元，对应的黄金线性回归价格为 1654 美元/盎司和 1635 美元/盎司。

图 16：黄金价格和全球主要国家 M1 的关系（单位：十亿美元）



资料来源：Wind、各国央行、中信证券研究部

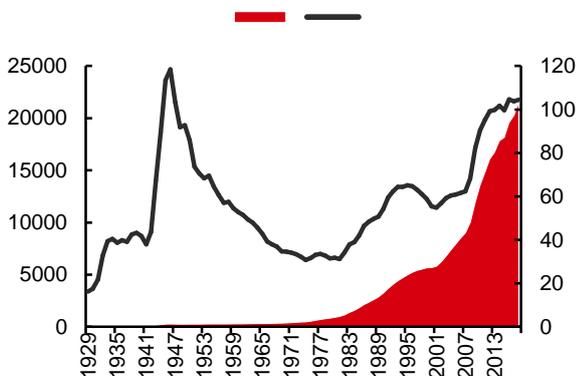
图 17：黄金价格和全球主要国家 M2 的关系（单位：十亿美元）



资料来源：Wind、各国央行、中信证券研究部

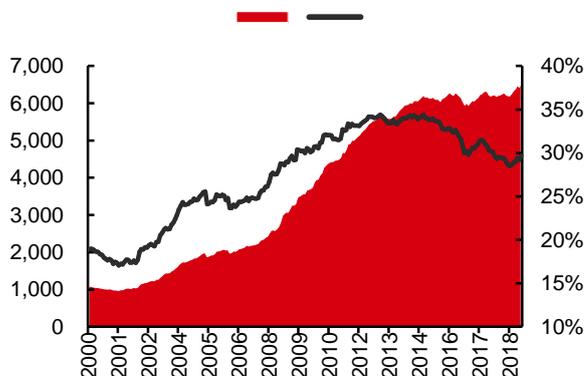
美国未偿国债占 GDP 比例超 100%，黄金的储备吸引力提升。次贷危机后，美国未偿国债占 GDP 的比例迅速从 60% 提升至 100% 左右，接近历史极值。随着美国国债市场的风险累积，美国国债对外国投资者的吸引力下降，外国投资者持有美国国债比例从 2014 年的 34.3% 下降至目前的 29.7%。随着美联储降息，美元走弱，美债本身风险因素增加。预期美债的国际份额占比将持续下降，黄金的储备吸引力提升。

图 18：美国未偿国债与 GDP 的比值超过 100%



资料来源：Wind、美国财政部、中信证券研究部

图 19：外国投资者持有美元国债国债的比例处于下降通道

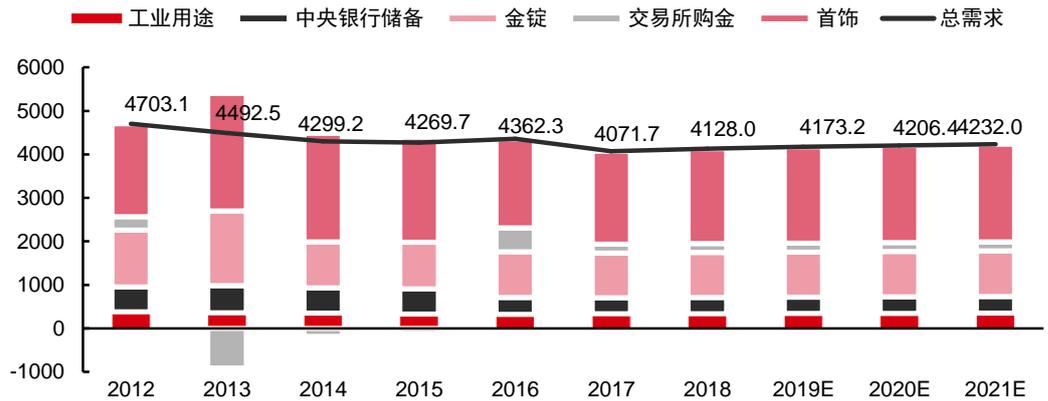


资料来源：Wind、美国财政部、中信证券研究部

消费平稳增长与供应增速低迷

金饰消费回暖叠加央行购金储备，黄金需求量保持平稳增长。根据 Frost & Sullivan Research 数据，2011-2017 年黄金需求量呈现下降趋势，2018 年随着中印两国金饰需求回暖和全球央行黄金储备持续增加，全球黄金需求增长至 4128 吨，同比增长 1.4%，预计 2019-2021 年全球黄金需求量保持平稳增长，2021 年增至 4232 吨，2019-2021 年 CAGR 为 0.8%。

图 20：全球黄金需求预测（单位：吨）



资料来源：Frost & Sullivan Research（含预测），中信证券研究部

预计 2018-2020 年全球矿产金产量增速仅为 0.8%。根据 Frost & Sullivan Research 数据，2012-2018 年全球矿产金产量 CAGR 为 2.0%，但产量增速逐年下滑，2018 年增长率仅 0.5%。在全球黄金矿山资源周期效应、品位下行及中国矿山环保限产等因素影响下，Frost & Sullivan Research 预计 2018-2021 年全球矿产金产量增速维持低迷；2019 年预计增长 0.7% 至 3309.1 吨，2018-2021 年 CAGR 为 0.8%。

图 21：全球矿产金产量预测

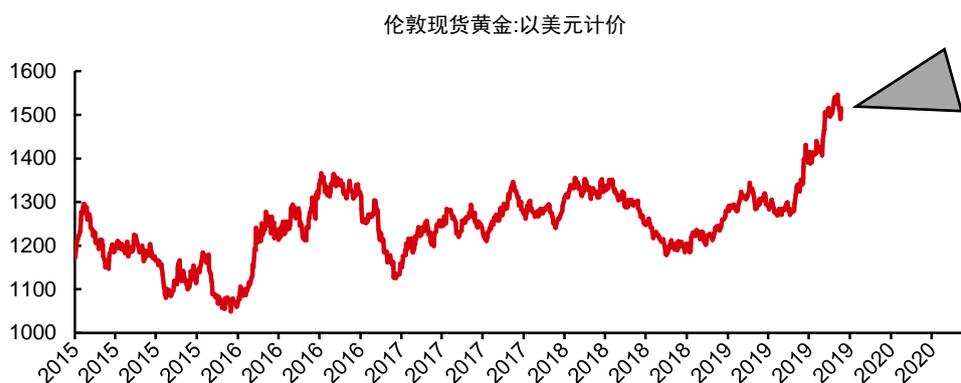


资料来源：Frost & Sullivan Research（含预测），中信证券研究部

2020 年黄金均价有望上行至 1500 美元/盎司

价格展望：我们认为：基于 1) 全球宏观经济增速下滑，中美贸易争端、英国脱欧、沙特石油事件等因素触发避险情绪上升，黄金作为避险资产属性强化；2) 全球进入降息周期，带动美债实际收益率和美元指数走低，黄金长周期向上趋势确定；3) 美国主权信用风险显现，货币体系不稳定因素助力金价长周期向上；4) 黄金实物需求保持稳定增长，上游矿产金产量增速低迷。预计金价将持续走高，2019-2020 年黄金均价有望达到 1400/1500 美元/盎司，2019 年年底前金价高点有望突破 1600 美元/盎司，这轮上涨周期金价或可达 1800 美元/盎司。

图 22：未来黄金价格展望



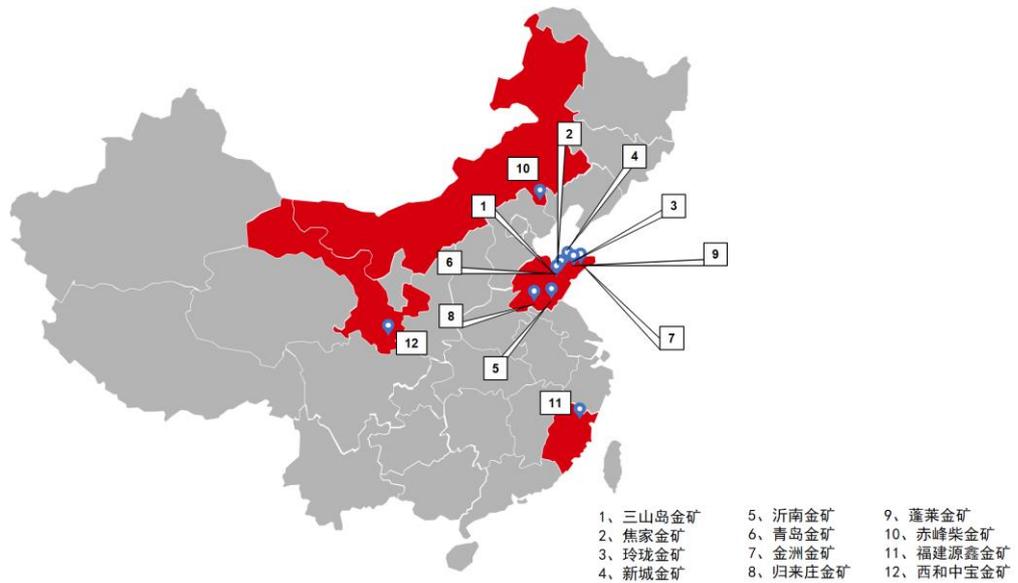
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 山东黄金：快速扩张的黄金龙头

亮点一：集团资产注入预期支撑公司储量增至 1588 吨，位列世界第八

公司目前在国内拥有 12 座矿山，其中 9 座位于山东省，四大主力矿山三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿、玲珑金矿均位列国内十大金矿之列。公司在山东地区的其他 5 座矿山为归来庄金矿、金州金矿、青岛金矿、蓬莱金矿和沂南金矿，其他省份矿山为内蒙古赤峰柴胡栏子金矿、福建源鑫金矿、甘肃西和中宝金矿。

图 23：山东黄金国内金矿分布



资料来源：公司公告，中信证券研究部

公司国内金矿资源储量 850 吨。截至 2018 年 12 月 31 日，公司国内 12 座矿山金资源量总计 849.4 吨，储量总计 253.4 吨，其中公司应占分别为 831.2 吨/245.4 吨。

表 2：山东黄金国内金矿概况

金矿	权益占比(%)	资源量/吨	储量/吨	品位(克/吨)	可开采年限/年
山东省					
三山岛金矿	100	209.6	73.1	0.99	13
焦家金矿	100	102.0	29.1	1.24	4
新城金矿	100	239.7	81.2	1.01	11
玲珑金矿	100	157.3	14.3	1.37	4
归来庄金矿	70.56	10.4	3.3	2.7	2
金洲金矿	60.43	7.6	3.0	1.19-2.99	5
青岛金矿	100	43.1	20.7	1.38	9
蓬莱金矿	100	15.0	6.8	1.33	5
沂南金矿	100	20.3	0.2	1.71	-
其他省					
赤峰柴金矿	73.52	7.3	5.5	1.34	3
福建源鑫金矿	90.31	5.0	2.6	1.4	3
西和中宝金矿	70	32.2	2.6	2.15	>20
国内总计		849.4	253.4		
其中：本集团应占		831.2	245.4		

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：储量、品位截至 2018 年 12 月 31 日

公司海外矿山资源储量 137.2 吨。2017 年公司收购了巴里克黄金旗下的贝拉德罗（Veladero）金矿 50% 的权益，与巴里克对该矿实施共同经营。根据巴里克黄金公告，截至 2018 年 12 月 31 日，贝拉德罗金矿拥有矿石资源量 2.13 亿吨（探明+控制），平均品位 0.54g/t，对应含金量 137.2 吨，矿石储量 1.07 亿吨，平均品位 0.75g/t，对应含金量 78.9 吨。

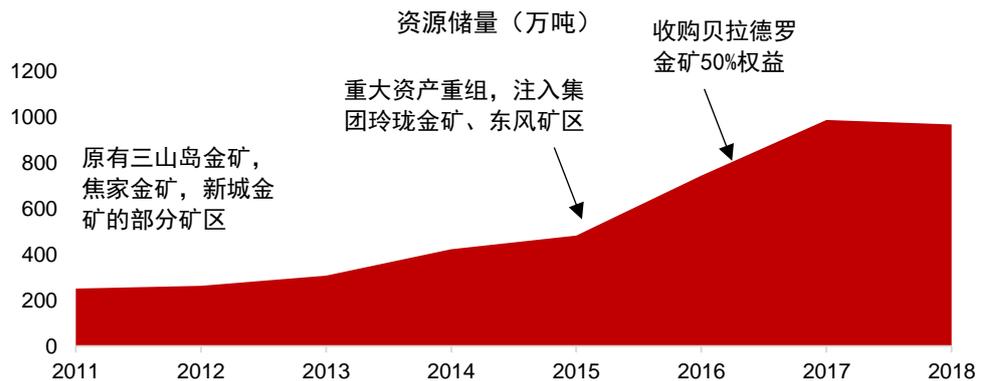
表 3：贝拉德罗金矿资源量及储量情况

	矿石量/万吨	金品位 (g/t)	含金量 (吨)
资源量			
探明	1890	0.5	11.2
控制	15870	0.58	109.6
探明+控制	17760	0.58	122.6
推断	3590	0.48	20.5
总计	21340	0.54	137.2
储量			
探明	1550.8	0.66	10.2
控制	9160.8	0.76	68.8
总计	10657.6	0.75	78.9

资料来源：公司公告，中信证券研究部 注：以山东黄金权益为基础，储量、品位截至 2018 年 12 月 31 日

集团资产注入是山东黄金增加资源储量的重要方式。从 2011 年至今公司主要通过勘探、外购和集团公司资产注入扩大资源储量。2016 年 10 月 20 日，公司重大资产重组，注入集团玲珑金矿、东风矿区等共计 292.22 吨资源储量。

图 24：2011 年至今山东黄金资源储量趋势



资料来源：公司公告，中信证券研究部

大股东山东黄金集团不断增储，支撑公司未来黄金增产预期。近年来，通过地质探矿和矿山并购，山金集团（公司的大股东）黄金储量迅速增长。2017 年初，山金集团探获一个世界级的巨型单体金矿床——“三山岛矿区西岭金矿”，目前已备案黄金金属量 382.5 吨，平均品位 4.52g/t，集团预计两年后可累计提交金资源量 550 吨以上。截至 2019 年 Q1，山金集团黄金资源储量（采矿权+探矿权）达到 1746 吨。山金集团雄厚的资源储量和增储能力为公司未来产量扩张和持续经营提供支撑。

表 4：大股东山东黄金集团 2010-2020 年增储情况

	矿石量/万吨	品位 (g/t)	黄金增储量/吨
2010	6889	3.29	227
2011	4324	3.21	146
2012	5183	2.82	146
2013	3500	2.77	97
2014	1520	3.19	48.7

	矿石量/万吨	品位 (g/t)	黄金增储量/吨
2015	1658	3.62	66.4
2016	2117	3.57	75.6
2017	4909	4.43	217.4
2018	2503	3.32	83.2
2019E	-	-	100+
2020E	-	-	100+
截至 2018 年资源量			1731
预计 2020 年资源量			2300

资料来源：山金集团（含预测），中信证券研究部

公司目前资源储量合计 968 吨，2020 年开始将逐步增长至 1588 吨。根据公司 2018 年年报，截至 2018 年底，公司金矿资源储量 968 吨。大股东山东黄金集团拟从 2020 年起将合计 620 吨黄金资源储量的探矿权和采矿权逐步注入公司，如果上述资产注入完成，公司黄金资源储量料将增长至 1588 吨，集团优质资产的注入有望巩固公司矿产金的资源优势。

表 5：山东黄金集团拟于 2020 年开始启动转让程序的金矿资源储量

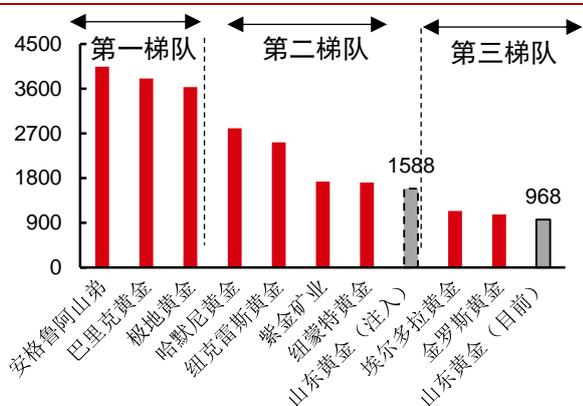
类型	矿权名称	矿权持有人	最近评估日期的金金属量（吨）
探矿权	山东省莱州市焦家矿区深部及外围金矿北部勘探	山东黄金集团有限公司	11.43
	山东省莱州市红布矿区深部及外围金矿勘探	山东天承矿业有限公司	19.37
	山东省莱州市马塘二矿区深部及外围金矿勘探	山东天承矿业有限公司	尚未探明
	山东省莱州市西岭村金矿勘探	山东黄金地质矿产勘查有限公司	382.58
	山东省莱州市南吕-欣木地区金矿勘探	山东莱州鲁地金矿有限公司	133.14
	山东省蓬莱市磁山矿区金矿勘探	山东黄金金创集团有限公司	3.86
	山东省蓬莱市上夙子矿区金矿勘探	山东黄金金创集团有限公司	3.6
	山东省蓬莱市土屋金矿区深部金矿详查	山东黄金金创集团有限公司	0.57
	山东省蓬莱市黑岚沟金矿深部及外围详查	山东金创股份有限公司	1.48
	海南省乐东县抱伦金矿详查	海南山金矿业有限公司	10.04
	福建省政和县大药坑矿区金矿外围地质详查	福建省政和县宏坤矿业有限公司	尚未探明
	福建省政和县大药坑矿区金矿深部详查	福建省政和县宏坤矿业有限公司	尚未探明
	合计		566.07
	采矿权	山东天承矿业有限公司红布矿区	山东天承矿业有限公司
山东天承矿业有限公司东季矿区		山东天承矿业有限公司	1.49
山东盛大矿业股份有限公司马塘矿区		山东盛大矿业股份有限公司	0.75
山东盛大矿业股份有限公司马塘二矿区		山东盛大矿业股份有限公司	0.92
山东黄金金创集团有限公司燕山矿区		山东黄金金创集团有限公司	4.64
山东黄金金创集团有限公司庵口矿区		山东黄金金创集团有限公司	6.32
山东金创股份有限公司上口王李金矿区		山东金创股份有限公司	3.94
山东金创股份有限公司黑金顶矿区		山东金创股份有限公司	1.71
山东金创股份有限公司黑岚沟矿区		山东金创股份有限公司	7.39
山东金创股份有限公司齐沟一分矿		山东金创股份有限公司	1.8
青岛金星矿业股份有限公司		青岛金星矿业股份有限公司	5.49

类型	矿权名称	矿权持有人	最近评估日期的金金属量（吨）
	海南山金矿业有限公司乐东县抱伦金矿	海南山金矿业有限公司	6.24
	嵩县山金矿业有限公司	嵩县山金矿业有限公司	9.83
	福建省政和县宏坤矿业有限公司大药坑金矿	福建省政和县宏坤矿业有限公司	1.55
	合计		53.65

资料来源：公司公告，中信证券研究部

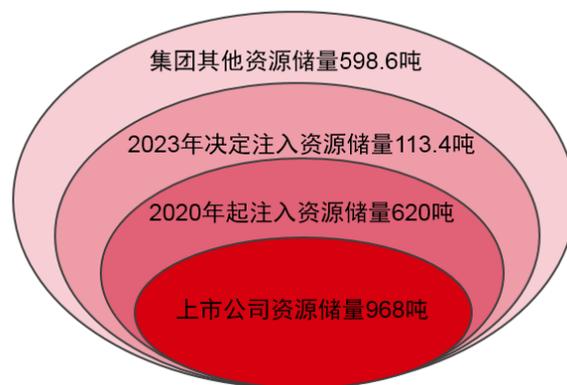
如果拟于 2020 年开始的资产注入完成，公司将成为全球第八大资源储量的公司。如果拟于 2020 年开始的资产注入完成，公司的黄金资源储量将达到 1588 吨，位列全球第八，进入第二梯队。此外，以集团预计的 2020 年资源量为基准，非上市黄金资产部分仍有 712 吨资源储量。如果集团资产注入的长期趋势不变，公司的资源储量有望继续增加。

图 25：全球十大黄金资源储量公司（单位：吨）



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

图 26：山东黄金集团黄金资源储量构成

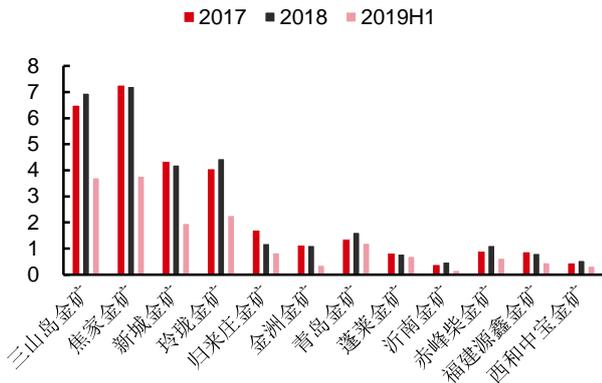


资料来源：山金集团超短期融资券募集说明书，中信证券研究部注：以山金集团预计的 2020 年黄金资源量为基准

亮点二：国内矿山在建项目众多，5 年内产量有望达到 45 吨

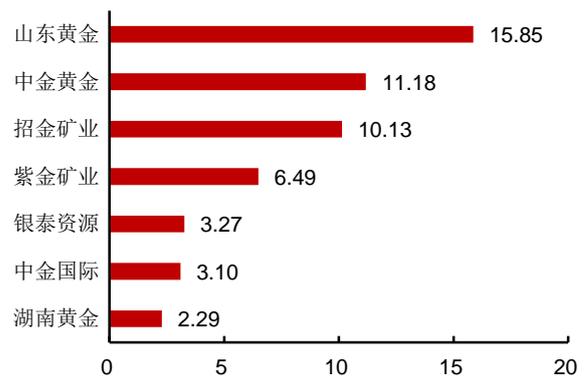
公司 2019 年上半年黄金产量居国内矿山首位。2019 年上半年公司生产黄金 20.5 吨，同比增长 5.7%，其中国内矿山产量 15.85 吨，三山岛、焦家、新城和玲珑四大矿山的半年产量在 2 吨以上。按照 2019 年上半年国内金矿总产量 235 吨计算，公司国内矿山金产量占比为 8.8%，位居首位。

图 27：2017-2019 年上半年公司国内矿山黄金产量（单位：吨）



资料来源：山金集团超短期融资券募集说明书，中信证券研究部

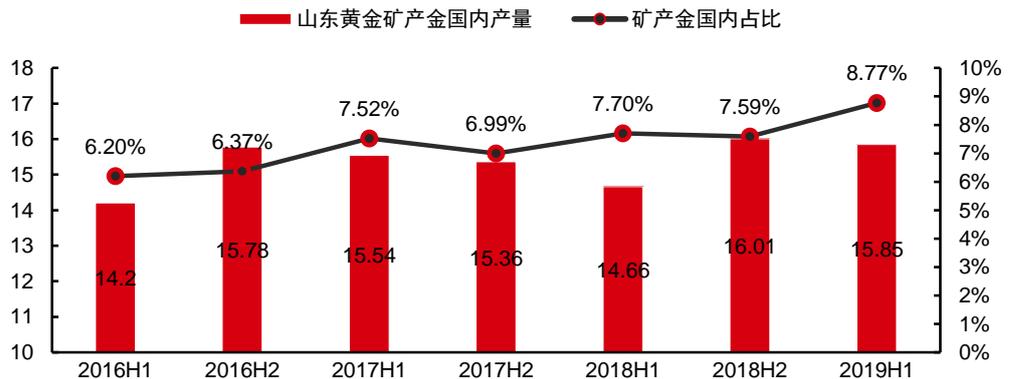
图 28：2019 年 H1 国内黄金企业产量排名（国内矿山）（单位：吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部

公司在国内矿产金产量的占比逐年提高。在国内矿产黄金下滑的背景下，公司充分挖掘现有企业产能，矿产金产量整体为上升趋势，2019 年上半年取得历史同期最大矿产金产量，对应在国内矿产金的比例也提升至 8.77%。

图 29：2016 年至今山东黄金国内矿山产量及占比



资料来源：公司公告，中国黄金协会，中信证券研究部

公司现有国内矿山未来增长主要来自四大主力矿山的增产计划。包括：1) 扩大三山岛金矿采矿区域即采选产能 8000 吨/天；2) 扩大焦家金矿采选产能 6000 吨/天；3) 对玲珑金矿进行深部开采；4) 扩大新城金矿加工产能，由 6500 吨/天增至 8000 吨/天。

表 6：公司现有国内矿山增产计划

金矿	2018 年设计采选产能	2023 年设计采选产能	2023 年黄金产量 E	远期设计采选产能	远期黄金产量 E	说明
单位	吨/日	吨/日	吨	吨/日	吨	
三山岛金矿	8000	16000	13.94	31000	27.01	三山岛金矿采选 8000 吨/日扩建工程，2021 年 9 月完工；三山岛扩界产能 15000/日工程，拟建设 7 年
焦家金矿	8000	14000	12.65	14000	12.65	焦家金矿采选 6000 吨/日扩建工程，2019 年底完工
新城金矿	6500	8000	5.19	14000	9.09	新城金矿加工产能 1500 吨/日扩建工程，2022 年完成；新城金矿采选 6000 吨/日扩建工程，拟建设 6 年

金矿	2018年设计 采选产能	2023年设计 采选产能	2023年黄 金产量 E	远期设计 采选产能	远期黄 金产量 E	说明
玲珑金矿	4450	4450	4.46	4450	4.46	东风矿区扩建产能 4000/日工程，拟建设 6 年
归来庄金矿	2000	2000	1.20	2000	1.20	
金洲金矿	1500	1500	1.14	1500	1.14	
青岛金矿	2000	3300	2.69	3300	2.69	鑫汇金矿 1300 吨/日扩建工程，2021 年 4 月完工
蓬莱金矿	1000	1000	0.80	1500	1.20	蓬莱金矿采矿产能 500/日扩建，计划阶段，无明确计划
沂南金矿	1550	1550	0.50	1550	0.50	
赤峰柴金矿	1250	1250	1.13	1250	1.13	
福建源鑫金矿	800	800	0.82	800	0.82	
西和中宝金矿	450	450	0.56	450	0.56	
合计	37500	54300	45.09	75800	62.45	

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测（产量数据）

预计现有国内矿山 5 年内产量到达 45.1 吨，远期产量可达 62.5 吨。随着现有在建矿山产能逐步完成，未来 5 年公司黄金产量将逐步上升，我们预计 2023 年国内矿山黄金产量可达 45.1 吨。叠加远期矿山改扩建计划的完成，我们预计远期公司国内矿山产量可达 62.5 吨。

图 30：山东黄金现有国内矿山黄金产量（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：以 2018 年矿产黄金产量为基准。

受益于集团资产注入，公司国内黄金产量也有望直接增长。2019 年 H1 大股东山金集团除公司外矿金产量 4.13 吨，占集团整体黄金产量约 16.7%，未来如果完成相关资产注入，公司矿产金产量将获得每年约 8 吨的直接增长。

表 7：山东黄金集团其他子公司 2018 年-2019 年 H1 矿产金产量

	2018	占比	2019H1	占比
青岛公司	2.73	5.71%	1.37	5.56%
天承公司	0.72	1.50%	0.38	1.53%
金创集团	1.62	3.39%	0.83	3.35%
海南山金	1.34	2.80%	0.40	1.60%
嵩县山金	1.42	2.96%	0.77	3.14%
其他	0.62	1.30%	0.39	1.58%

	2018	占比	2019H1	占比
合计	8.44	17.67%	4.13	16.76%

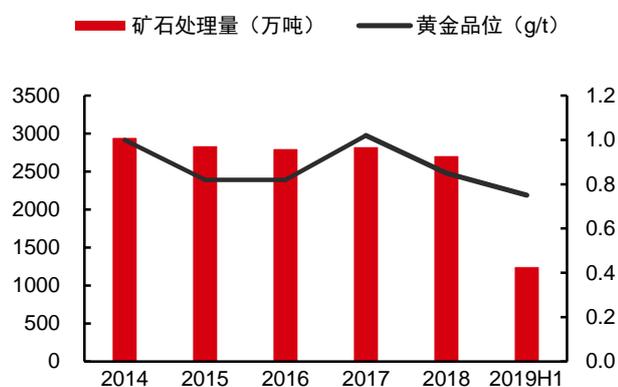
资料来源：山金集团超短期融资券募集说明书，中信证券研究部 注：占比为该矿山产量占山东黄金集团总产量

亮点三：贝拉德罗将开启下一轮产量释放期，远景权益黄金产量近 15 吨

贝拉德罗金矿开采成熟，未来可为公司持续贡献黄金产量。贝拉德罗金矿自 2005 年以来持续开采，2005-2018 年间生产黄金 272.3 吨，历史入选矿石金平均品位 1.05g/t。2019 年上半年入选矿石金平均品位 0.75g/t。

2019 年 H1 贝拉德罗金矿为公司贡献黄金产量 4.66 吨。2019 年 H1 贝拉德罗金矿黄金产量 9.32 吨，同比减少 4.6%，按照 50%的权益，公司拥有的黄金产量为 4.66 吨。2019 年贝拉德罗金矿指导产量 14.30-15.56 吨，有望为公司贡献黄金产量 7.15-7.78 吨。

图 31：贝拉德罗金矿选矿处理量及品位



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 32：贝拉德罗金矿产量情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

贝拉德罗金矿季度业绩同比下降，环比提高。巴里克黄金二季度报告显示，贝拉德罗金矿品位下降，抬升矿产金的现金成本和总成本，叠加阿根廷的 18 年 9 月执行的关税，业绩同比大幅下降。季度环比来看收入、EBITDA 和利润同比上升，主要原因一是在品位下降的条件下，通过提高矿石的回收率来提升矿产金产量，环比上升 7.1%；二是在现金同比环比上升 4.6%的情况下，通过减小资本性的开支使得总成本环比-0.8%。

表 8：贝拉德罗金矿半年业绩对比

类型	指标	2018H1	2018H2	2019H1	同比	环比
生产数据	采矿量 (万吨)	1934.4	1630.2	1703.2	-12.00%	4.5%
	平均品位(克/吨)	0.91	0.63	0.66	-0.25	3.0%
	矿产金产量 (吨)	4.89	4.05	4.66	-4.60%	15.1%
成本数据	平均金价 (美元/盎司)	1318	1220	1307	-0.80%	7.1%
	单位现金成本 (美元/盎司)	554	719	730	31.80%	1.5%
	单位总成本 (美元/盎司)	1008	1238	1190	18.10%	-3.8%
财务数据	收入 (亿人民币)	14.93	10.84	13.45	-9.90%	24.0%
	EBITDA (亿人民币)	8.24	4.01	5.84	-29.10%	45.6%
	利润 (亿人民币)	3.66	0.07	1.55	-57.70%	2100%

资料来源：巴里克黄金公告，中信证券研究部 注：以山东黄金权益为基础

表 9：贝拉德罗金矿季度业绩对比

类型	指标	2018Q2	2019Q1	2019Q2	同比	环比
生产数据	采矿量（万吨）	924.2	884.8	818.4	-11.4%	-7.5%
	利用的矿石量（万吨）	367.9	359.9	371.2	0.9%	3.1%
	平均品位(克/吨)	0.79	0.7	0.63	-16.0%	-7.0%
	矿产金产量（吨）	2.51	2.25	2.41	-3.8%	7.1%
成本数据	平均金价（美元/盎司）	1306.0	1303.8	1309.4	0.3%	0.4%
	单位现金成本（美元/盎司）	534	713	746	39.7%	4.6%
	单位总成本（美元/盎司）	984	1195	1186	20.5%	-0.8%
财务数据	收入（亿人民币）	7.82	6.41	7.04	-9.9%	9.9%
	EBITDA（亿人民币）	4.3	2.82	3.03	-29.5%	7.5%
	利润（亿人民币）	1.9	0.7	0.84	-55.6%	20.0%

资料来源：巴里克黄金公告，中信证券研究部 注：以山东黄金权益为基础

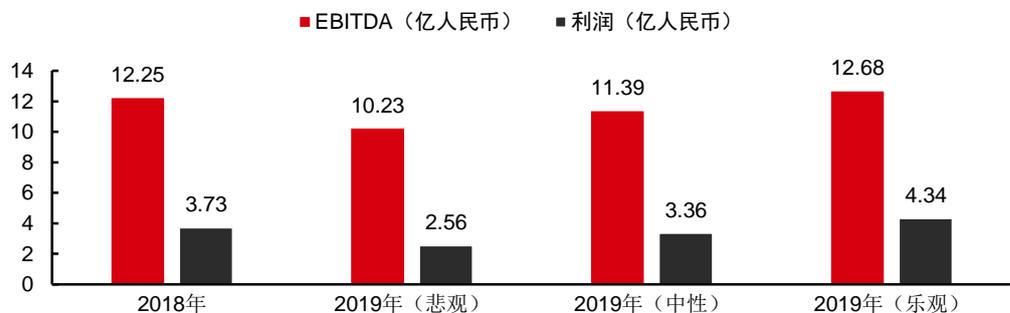
贝拉德罗金矿二季度业绩同比下降不构成担忧。一方面二季度的业绩在金价基本持平的条件下，利润环比一季度增加 20%，显示出公司对于成本的控制能力；另一方面在悲观/中性/乐观的三种假设下，受益于金价的上涨，贝拉德罗金矿给山东黄金 2019 年全年的利润的贡献分别为 2.56/3.36/4.34 亿元，对比 2018 年全年 3.73 亿元的利润，仍能给公司提供稳定的利润。

表 10：贝拉德罗金矿 2019 年业绩展望

指标	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2 (悲观)	2019H2 (中性)	2019H3 (乐观)
矿产金产量（吨）	4.73	3.92	4.51	3	3.5	4
平均金价（美元/盎司）	1318	1220	1307	1450	1480	1510
单位现金成本（美元/盎司）	554	719	730	800	775	750
单位总成本（美元/盎司）	1008	1238	1190	1300	1250	1200
收入（亿人民币）	14.93	10.84	13.45	9.79	11.66	13.59
EBITDA（亿人民币）	8.24	4.01	5.84	4.39	5.55	6.84
利润（亿人民币）	3.66	0.07	1.55	1.01	1.81	2.79

资料来源：巴里克黄金公告，中信证券研究部测算 注：以山东黄金权益为基础

图 33：贝拉德罗金矿 2019 年业绩展望



资料来源：巴里克黄金公告，中信证券研究部测算 注：以山东黄金权益为基础

贝拉德罗为公司贡献远景权益产量接近 15 吨。根据巴里克黄金的技术报告，对 2019-2024 年贝拉德罗金矿的黄金产量做了采矿量规划，2019 年的采矿量和品位都较低，使得矿产金较少；随着第六阶段工程的推进，2020 年开始贝拉德罗采矿量、品位均逐步提升，预计 2024 年贝拉德罗金矿黄金产量 29.7 吨，为公司贡献 14.85 吨黄金产量。

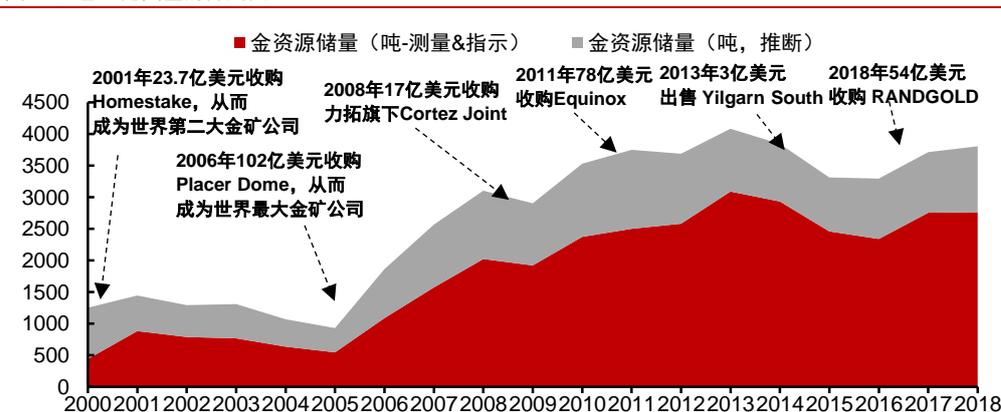
表 11：贝拉德罗金矿产量规划

	采矿量 (百万吨)	黄金品位 (克/吨)	白银品位 (克/吨)	含金量 (吨)	含银量 (吨)
2019	27.5	0.69	15.2	18.98	418
2020	29.1	0.7	18.6	20.37	541
2021	29.7	0.63	10	18.71	297
2022	29.7	0.69	13.4	20.49	398
2023	31.4	0.89	14.8	27.95	465
2024	30.3	0.98	11.9	29.69	361

资料来源：巴里克黄金公告，中信证券研究部

巴里克黄金通过外延并购为全球最大的黄金矿业公司。巴里克黄金成立于 1983 年，1994 年收购加拿大矿业公司——Lac Minerals，从而成为当时全球第三大金矿公司。随后数十年时间，通过外延并购，巴里克黄金成为全球最大的黄金矿业公司。

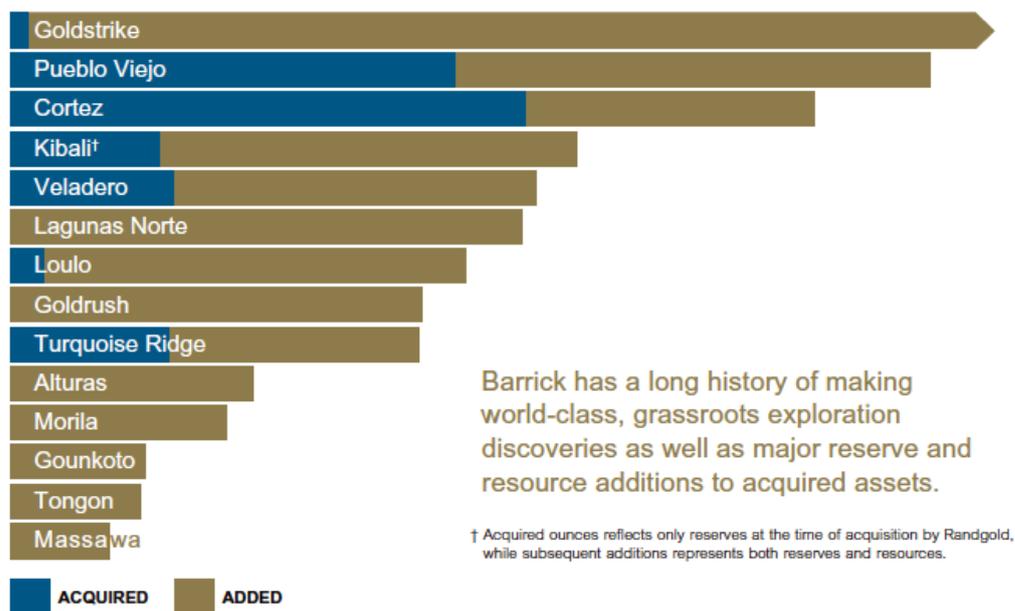
图 34：巴里克黄金的并购史



资料来源：巴里克黄金，Bloomberg，中信证券研究部

巴里克黄金通过自身的勘探和开发将并购的资产资源储量不断扩大。巴里克黄金一方面通过并购资产取得资源储量的增加，另一方面公司擅长资源勘探和开发，具备使拥有的金矿成为世界级金矿的能力。

图 35：巴里克黄金旗下矿山储量均实现较大提升

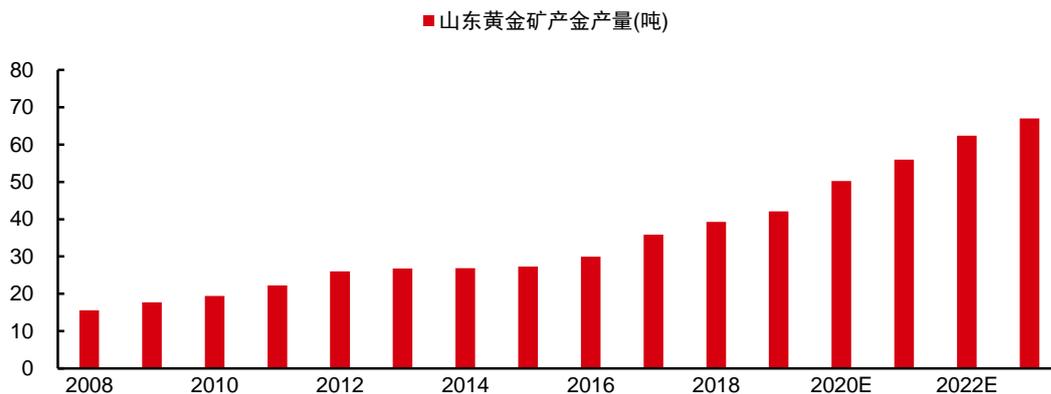


资料来源：巴里克黄金

与国际黄金巨头形成良好合作，开启国际化战略布局。公司公告显示公司大股东山东黄金集团未来会继续与巴里克黄金深化合作，第一步是双方共同经营开发贝拉德罗金矿，共同优化和提高该矿的价值；第二步是共同开发阿根廷与智利边境的 Pascua-Lama 矿，该矿自 2013 年以来一直处于关停状态；第三步则是共同开发智利和阿根廷边界的 El Indio 金矿带项目。公司在全球范围内寻求收购优质的成熟矿山，以实现增储增产和利润的快速增厚。

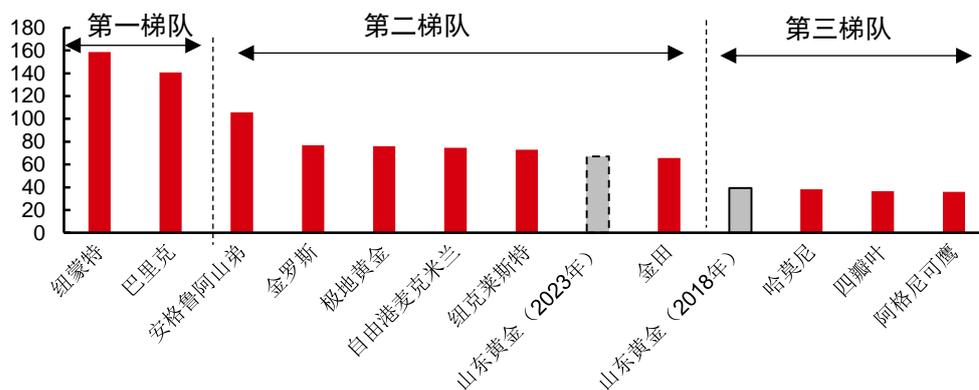
公司黄金产量未来稳定快速增长，我们预计十三五末达到 50 吨，2023 年产量近 70 吨。2018 年，受益于贝拉德罗金矿全年产量并表，公司黄金产量 39.32 吨，同比增幅约 10%。在国内主力矿山不断增产、海外矿山进一步开发以及山金集团优质资产注入的预期下，我们预计公司未来五年矿产金产量仍然保持快速增长态势；预计 2020 年公司矿产金产量可达 50 吨，2023 年矿产金产量可达 67 吨，按 2018 年全球各公司黄金产量测算，届时公司进入第二梯队成为全球第八大黄金生产企业。

图 36：公司未来黄金产量预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测（2019-2023 年）

图 37：2018 年全球十大矿产生产企业（单位：吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

亮点四：矿山成本控制优异，国内领先、世界一流

国内矿山吨矿处理成本下降，克金现金成本降低至 127 元/克。根据公司公告测算，2016-2019 年 H1 公司国内矿山的吨矿处理成本持续下降至 266 元/吨，在入选品位基本不变的情况下，对应公司的克金现金成本降低至 127 元/克。

表 12：山东黄金国内金矿 2016-2019 年 H1 成本变化

	2016	2017	2018	2019H1
入选品位 (克/吨)	2.36	2.22	2.28	2.21
处理量 (万吨/年)	1335	1395	1429	757
吨矿处理成本 (元/吨)	309	291	289	266
矿产金产量	29.98	30.9	30.67	15.85
克金现金成本 (元/克)	137	131	135	127

资料来源：公司公告，中信证券研究部测算

贝拉德罗金矿现金成本上升，维持性成本环比改善。根据巴里克黄金公告，2015-2019年贝拉德罗金矿现金成本持续上升，预计2019年的现金成本为770-820美元/盎司。2019年H1贝拉德罗金矿的全部维持成本为1072美元/盎司，环比有所改善。

表 13：贝拉德罗金矿 2015-2019 年成本变化

	2015	2016	2017	2018	2019H1	2019E
现金成本（美元/盎司）	552	582	598	629	730	770-820
全部维持成本（美元/盎司）	946	769	987	1154	1072	1150-1250

资料来源：巴里克黄金公告（含预测），中信证券研究部

非上市板块资产成本迅速下降，如果注入完成将为公司带来利润贡献。根据山金集团债券募集说明书和公司公告测算，2016-2018年山东黄金集团非上市板块受益于吨矿处理成本的持续下降，克金成本也持续下降。截至2018年克金成本约为305元/克，预计后续非上市板块的注入将给公司带来直接利润贡献。

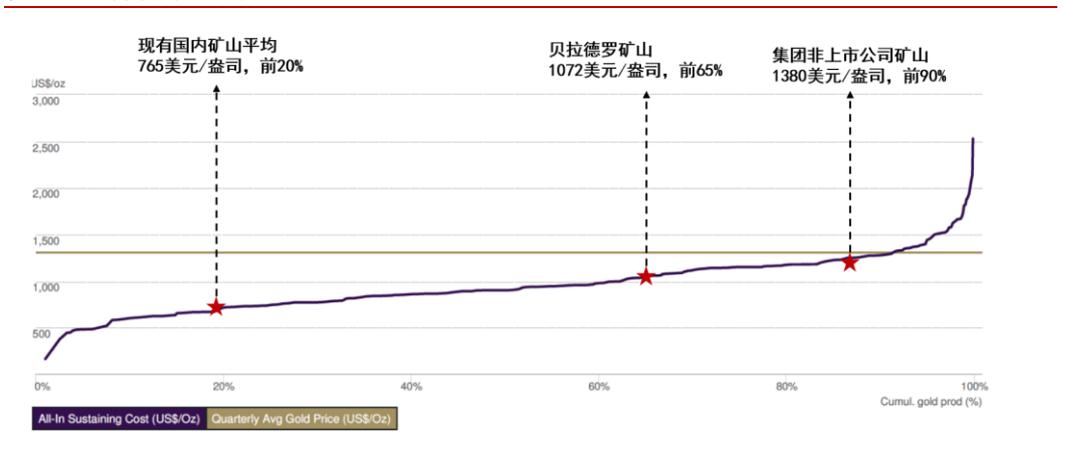
表 14：山东黄金集团其他子公司 2016-2018 年金矿成本

	2016 年	2017 年	2018 年
营业成本（亿元）	24.88	28.12	25.76
入选品位（克/吨）	1.74	1.44	1.63
处理量（万吨/年）	408	559	517
吨矿处理成本（元/吨）	609	503	499
矿产金产量（吨）	7.10	8.05	8.44
克金现金成本（元/克）	350	349	305

资料来源：山金集团超短期融资券募集说明书，公司公告，中信证券研究部测算

公司矿山成本领先，其中现有国内矿山位于成本曲线前 20%分位。根据国际黄金协会的数据，截至2019年6月30日，全球黄金矿山的平均维持性成本为950美元/盎司。根据公司半年报测算，2019年上半年公司国内矿山平均维持性成本765美元/盎司，位于全球维持性成本的前20%，极具成本优势。贝拉德罗矿山平均维持性成本1072美元/盎司，位于成本曲线前65%成本分位。

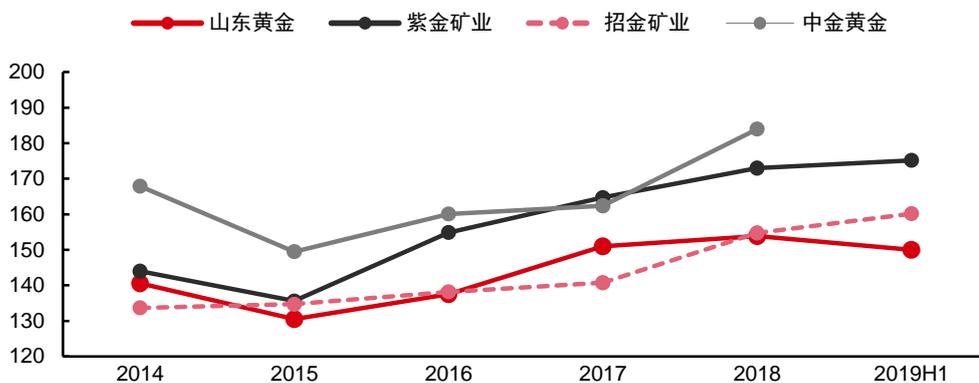
图 38：全球黄金矿山成本曲线



资料来源：公司公告，国际黄金协会，中信证券研究部 注：截至2019年6月30日

公司 2019 年 H1 的平均黄金现金成本 150 元/克，长期处于国内领先。2015 年至今，国内各黄金公司的平均成本处于上升趋势，其中山东黄金的成本长期处在国内领先。根据公司公告测算，受益于国内矿山的吨矿处理成本下降，2019 年 H1 山东黄金平均现金成本降低至约 150 元/克。

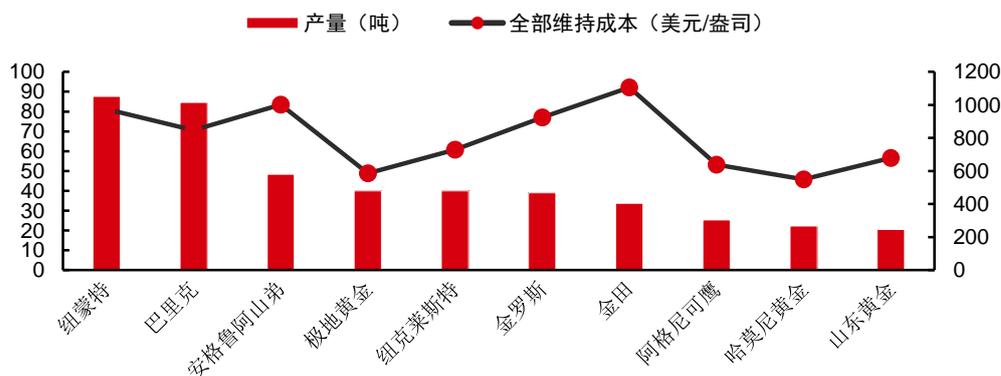
图 39：国内各黄金公司平均现金成本（单位：元/克）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算

对比全球大型黄金生产企业，山东黄金仍具备相对成本优势。2019 年 H1 山东黄金矿产金产量 20.5 吨。对比其他半年产量大于 20 吨的大型黄金公司，近半数公司的全部维持成本超过 900 美元/盎司，山东黄金的全部维持成本仅为约 905 美元/盎司，在全球大型黄金矿业公司中仍具备成本优势。

图 40：2019 年 H1 全球大型黄金生产企业的矿产金产量和维持成本



资料来源：各公司公告，中信证券研究部测算（山东黄金的成本数据）

■ 风险因素

黄金价格波动风险，公司黄金产量增长不及预期，资产注入不及预期。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

1. 黄金价格：2019-2021 年黄金价格 315/345/360 元/克；
2. 黄金产量：2019 年 H1 公司黄金产量略超预期，随着未来主力矿山增产，预计 2019-2021 年公司黄金产量为 42/46/48 吨。（因资产注入将稀释股份，暂不考虑资产注入）

公司为国内黄金龙头，四大矿山均具扩产计划，贝拉德罗金矿开启新阶段工程，我们预计未来黄金产量将保持较快增长。全球经济运行风险叠加流动性宽松周期带来黄金配置机会，预计 2019 年金价持续上行，年内高点有望突破 1600 美元/盎司。基于以上分析我们预判：公司 2019-2021 年营业收入分别为 663 亿/752 亿/803 亿元，公司盈利显著增长得益于黄金产量的快速增长与金价上行。

表 15：山东黄金主要业务盈利预测关键假设

		2018	2019E	2020E	2021E
金价	(元/克)	274	315	345	360
黄金					
数量	吨	39	42	46	48
收入	百万元	10578	13021	15676	16969
成本	百万元	6053	6306	6973	7306
毛利	百万元	4525	6715	8703	9663
毛利率	%	42.78%	51.57%	55.52%	56.94%
外购合质金					
数量	吨	99	157	160	163
收入	百万元	26998	48968	54705	58225
成本	百万元	26953	48897	54631	58150
毛利	百万元	45	71	73	75
毛利率	%	0.17%	0.15%	0.13%	0.13%
小金条					
数量	吨	71	14	15	15
收入	百万元	16824	3899	4356	4636
成本	百万元	16800	3895	4351	4632
毛利	百万元	24	4	4	4
毛利率	%	0.14%	0.11%	0.10%	0.10%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

盈利预测与估值

公司主营业务为黄金采选冶炼，参考 A 股从事黄金采选的公司作为估值参考。上述假设下，预测公司 2019-2021 年归母净利润为 22.1 亿/34.1 亿/39.1 亿元，对应 EPS 分别为 0.71/1.1/1.26 元。考虑到金价持续创新高，公司的资源属性更能决定公司的业绩释放能力，选取市值储量比更能评估公司核心资产的持续经营价值。给予公司 2020 年 1.5 倍市值储量比，对应市值 1452 亿元，上调目标价至 46.8 元，维持“买入”评级。

表 16：山东黄金盈利预测与估值情况

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	51,041	54,788	66,287	75,153	80,262
增长率 YoY%	1.7%	7.3%	21.0%	13.4%	6.8%
净利润(百万元)	1,137	876	2,206	3,406	3,912
增长率 YoY%	-12.0%	-23.0%	151.9%	54.4%	14.9%
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.61	0.45	0.71	1.10	1.26
毛利率%	9.1%	8.7%	10.5%	11.9%	12.4%
净资产收益率 ROE%	6.97%	4.05%	9.43%	12.87%	13.10%
每股净资产(元)	5.3	7.0	7.5	8.5	9.6
PE	61.1	82.9	51.7	33.5	29.2
PB	7.1	5.3	4.9	4.3	3.8

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 9 月 18 日收盘价

弹性测算

公司作为国内黄金行业龙头，矿产金产量大且业务纯正，业绩随金价上涨弹性大。根据我们测算，按照 40 吨的产量基数，金价每上涨 10 元/克，公司净利润增长约 2.5 亿元。预计公司未来黄金产量继续保持增长，量价齐升将带动公司业绩快速扩张。

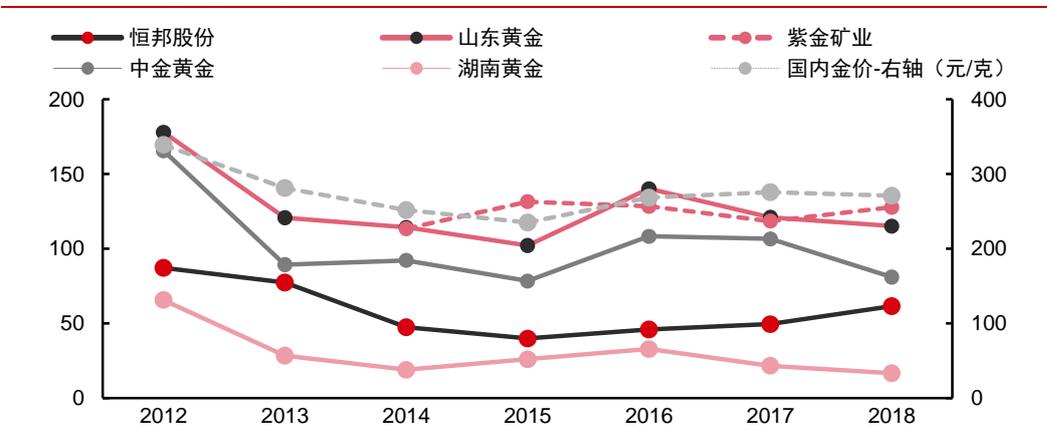
表 17：山东黄金业绩弹性（净利润）测算（单位：亿元）

产量（吨）	金价（元/克）						
	280	300	320	340	360	380	400
38	9.75	14.59	19.43	24.27	29.11	33.94	38.77
40	11.2	16.3	21.39	26.5	31.6	36.7	41.8
42	12.66	18.01	23.36	28.71	34.06	39.41	44.76
45	14.84	20.57	26.29	32.01	37.73	43.44	49.15
50	18.47	24.84	31.21	37.58	43.95	50.32	56.69

资料来源：中信证券研究部测算

受益于较高的矿产金产量，公司的盈利弹性在国内处于第一梯队。山东黄金与国内金矿采选为主的公司相比，盈利弹性具备一定优势，处在国内的第一梯队。在金价持续上涨的过程中业绩释放更具弹性。

图 41：公司矿产金的盈利弹性分析（单位：百万元/吨）



资料来源：各公司公告，中信证券研究部预测

利润表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	51,041	54,788	66,287	75,153	80,262
营业成本	46,412	50,017	59,307	66,175	70,315
毛利率	9.07%	8.71%	10.53%	11.95%	12.39%
营业税金及附加	241	364	597	676	722
销售费用	31	37	44	49	53
营业费用率	0.06%	0.07%	0.07%	0.06%	0.07%
管理费用	2,201	1,747	2,121	2,405	2,568
管理费用率	4.31%	3.19%	3.20%	3.20%	3.20%
财务费用	500	792	617	578	569
财务费用率	0.98%	1.44%	0.93%	0.77%	0.71%
投资收益	62	-47	0	0	0
营业利润	1,651	1,477	3,136	4,832	5,565
营业利润率	3.23%	2.70%	4.73%	6.43%	6.93%
营业外收入	24	11	20	20	20
营业外支出	46	39	40	40	40
利润总额	1,629	1,449	3,116	4,812	5,545
所得税	435	512	779	1,203	1,386
所得税率	26.72%	35.33%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	56	61	131	203	247
归属于母公司股东的净利润	1,137	876	2,206	3,406	3,912
净利率	2.23%	1.60%	3.33%	4.53%	4.87%

现金流量表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,629	1,449	3,116	4,812	5,545
所得税支出	-435	-512	-779	-1,203	-1,386
折旧和摊销	2,257	2,435	3,180	3,696	4,313
营运资金的变化	-202	-1,213	-138	-162	-103
其他经营现金流	450	768	696	619	635
经营现金流合计	3,699	2,927	6,075	7,763	9,004
资本支出	-3,802	-3,627	-5,481	-6,120	-6,878
投资收益	62	-47	0	0	0
其他投资现金流	-6,668	-92	492	667	333
投资现金流合计	-10,408	-3,765	-4,989	-5,453	-6,545
权益变化	0	5,619	-221	0	0
负债变化	16,145	18,805	-87	-168	265
股利支出	-74	-221	-221	-331	-511
其他融资现金流	-8,104	-23,846	-617	-578	-569
融资现金流合计	7,967	356	-1,146	-1,077	-814
现金及现金等价物净增加额	1,258	-482	512	1,858	1,912

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,073	2,139	2,651	4,509	6,421
存货	3,102	3,353	3,973	4,431	4,711
应收票据及应收账款	146	572	308	449	563
其他流动资产	588	521	635	737	726
流动资产	6,909	6,584	7,567	10,126	12,421
固定资产	18,438	19,882	20,925	22,531	24,496
长期股权投资	399	1,037	1,037	1,037	1,037
无形资产	9,819	10,146	10,653	11,186	11,745
其他长期资产	6,551	7,296	8,048	8,333	8,374
非流动资产	35,207	38,362	40,663	43,087	45,652
资产总计	42,116	44,946	48,230	53,212	58,073
短期借款	789	3,623	4,596	4,427	4,693
应付票据及应付账款	2,156	2,580	2,722	3,175	3,409
其他流动负债	7,729	8,042	8,233	8,319	8,365
流动负债	10,674	14,245	16,694	18,398	19,611
长期借款	6,858	2,091	32	32	32
其他长期负债	7,416	5,233	6,233	6,233	6,233
非流动性负债	14,273	7,323	6,264	6,264	6,264
负债合计	24,947	21,569	22,959	24,663	25,875
股本	1,857	2,214	3,100	3,100	3,100
资本公积	4,216	8,393	7,286	7,286	7,286
归属于母公司所有者权益合计	16,324	21,620	23,383	26,459	29,860
少数股东权益	845	1,757	1,888	2,091	2,337
股东权益合计	17,169	23,377	25,271	28,549	32,197
负债股东权益总计	42,116	44,946	48,230	53,212	58,073

主要财务指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
增长率（%）					
营业收入	1.7%	7.3%	21.0%	13.4%	6.8%
营业利润	-2.8%	-10.6%	112.4%	54.1%	15.2%
净利润	-12.0%	-23.0%	151.9%	54.4%	14.9%
利润率（%）					
毛利率	9.1%	8.7%	10.5%	11.9%	12.4%
EBITDA Margin	8.4%	8.3%	10.2%	11.8%	12.7%
净利率	2.2%	1.6%	3.3%	4.5%	4.9%
回报率（%）					
净资产收益率	7.0%	4.1%	9.4%	12.9%	13.1%
总资产收益率	2.7%	1.9%	4.6%	6.6%	6.9%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中所提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，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中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。