

山东黄金 (600547.SH)

行业龙头，乘势而起

实力雄厚，稳步扩张的行业龙头。公司集黄金“探、采、选、冶、销”等业务于一身，成立以来依托大股东山东黄金集团的雄厚背景，专注深耕主业，逐步发展壮大为国内黄金行业的龙头公司。2017年收购了位于南美洲的贝拉德罗金矿 50% 的权益，成功迈出海外扩张第一步，也为后续国际化战略的实施奠定了良好基础。2018年公司矿产金产量近 40 吨，位列国内上市公司首位，十三五末期矿产金年产量有望进一步提升 50 吨左右。

资源禀赋优异，成本优势突出。公司充分依托山东优异的资源禀赋（省内四大金矿连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”，构筑起坚实的业绩基础），并逐步向国内山东以外地区（内蒙甘肃和福建）及海外地区（阿根廷）布局，不断壮大资源储量和业务规模。截至 2018 年末，公司保有黄金权益资源量近千吨（金属量）、权益储量超 300 吨（金属量），进一步巩固了资源优势。与此同时，公司持续优化采矿技术和加强环节管理，巩固和增强自身成本优势，2017 年公司现金成本 681.6 美元/盎司，显著低于国内 715 美元/盎司行业平均水平。

金价有望持续偏强运行。全球主要经济体 PMI 指标同步走弱迹象明显，经济前景预期转差；美国疲弱的通胀数据强化了降息预期，美联储在 7 月议息会议上开启降息将成大概率事件，叠加早前全球多个国家央行已实施降息举措，全球流动性宽松预期不断增强；中美贸易摩擦、英国脱欧、美伊冲突等不确定事件有望助推国际避险情绪抬头，此外位于高位的美股大概率面临波动加大风险，从而增加避险资产的吸引力；2018 年以来全球央行购金热情高涨，全年净买入黄金量同比大增超 70%，我国央行也自 2018 年 12 月开启了新一轮黄金储备的增持，黄金资产愈发受到货币当局青睐；短期市场看多黄金情绪高涨，中长期金价有望受益于美国国债长端利率的进一步下行，预计黄金价格持续走强的概率较大。

盈利预测与投资建议：公司矿产金产量有望持续增长，将充分受益于黄金价格的上行，预计公司 2019-2020 年归母净利润为 19.3/29.4/37.2 亿元、对应 PE 分别为 47/31/24 倍，考虑到公司行业龙头地位，估值有一定溢价空间，首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示：黄金价格大幅下跌，汇率大幅波动，资产注入及海外并购进程不及预期，矿山品位下滑，安全生产风险。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	51,041	54,788	57,455	60,255	62,931
增长率 yoy (%)	1.7	7.3	4.9	4.9	4.4
归母净利润（百万元）	1,137	876	1,931	2,936	3,723
增长率 yoy (%)	-12.0	-23.0	120.5	52.1	26.8
EPS 最新摊薄（元/股）	0.51	0.40	0.87	1.33	1.68
净资产收益率 (%)	7.0	4.0	8.2	11.2	12.5
P/E (倍)	79.7	103.5	47.0	30.9	24.4
P/B (倍)	5.6	4.2	3.9	3.5	3.1

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（首次）

股票信息

行业	黄金
最新收盘价	41.92
总市值(百万元)	92,811.23
总股本(百万股)	2,214.01
其中自由流通股(%)	65.56
30 日日均成交量(百万股)	23.62

股价走势



作者

分析师 丁婷婷

执业证书编号：S0680512050001

邮箱：dingtingting@gszq.com

研究助理 孙宇翔

邮箱：sunyuxiang@gszq.com



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,909	6,584	8,545	9,433	12,528
现金	3,073	2,139	4,284	4,774	8,021
应收账款	127	571	161	607	195
其他应收款	301	0	316	15	331
预付账款	175	148	191	165	207
存货	3,102	3,353	3,201	3,498	3,381
其他流动资产	131	373	392	374	393
非流动资产	35,207	38,362	39,047	39,776	40,769
长期投资	399	1,037	1,703	2,371	3,040
固定投资	18,438	19,882	19,943	19,888	19,674
无形资产	9,822	10,156	10,270	10,513	10,958
其他非流动资产	6,548	7,286	7,131	7,004	7,097
资产总计	42,116	44,946	47,593	49,209	53,297
流动负债	10,674	14,245	15,603	14,894	15,778
短期借款	789	3,623	3,623	3,623	3,623
应付账款	1,767	1,949	1,824	2,032	1,928
其他流动负债	8,118	8,673	10,155	9,239	10,227
非流动负债	14,273	7,323	6,769	6,219	5,698
长期借款	10,152	2,779	2,225	1,674	1,153
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	22,372	21,113	21,476
少数股东权益	845	1,757	1,891	2,093	2,348
股本	1,857	2,214	3,100	3,100	3,100
资本公积	4,216	8,393	7,508	7,508	7,508
留存收益	10,256	11,042	12,744	15,382	18,709
归属母公司股东收益	16,324	21,620	23,330	26,003	29,474
负债和股东权益	42,116	44,946	47,593	49,209	53,297

现金流量表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动净现金流	3,699	2,927	5,881	4,923	7,968
净利润	1,193	937	2,065	3,139	3,977
折旧摊销	2,257	2,435	2,181	2,356	2,523
财务费用	500	792	562	488	395
投资损失	-62	47	19	29	24
营运资金变动	-202	-1,213	1,027	-1,107	1,027
其他经营现金流	12	-70	28	18	21
投资活动净现金流	-10,408	-3,765	-2,914	-3,132	-3,562
资本支出	3,802	3,627	20	61	324
长期投资	0	-600	-666	-670	-669
其他投资现金流	-6,606	-738	-3,559	-3,742	-3,907
筹资活动净现金流	7,967	356	-823	-1,301	-1,159
短期借款	259	2,834	0	0	0
长期借款	6,774	-7,373	-554	-550	-521
普通股增加	0	357	886	0	0
资本公积增加	1	4,177	-886	0	0
其他筹资现金流	933	362	-269	-750	-638
现金净增加额	1,244	-461	2,145	490	3,247

利润表 (百万元)

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	51,041	54,788	57,455	60,255	62,931
营业成本	46,412	50,017	50,786	51,910	53,304
营业税金及附加	241	364	373	380	384
营业费用	31	37	38	40	42
管理费用	2,201	1,747	2,442	2,531	2,612
财务费用	500	792	562	488	395
资产减值损失	-3	1	0	0	0
公允价值变动收益	-87	2	-28	-18	-21
投资净收益	62	-47	-19	-29	-24
营业利润	1,651	1,477	3,207	4,858	6,149
营业外收入	24	11	11	11	11
营业外支出	46	39	41	41	41
利润总额	1,629	1,449	3,177	4,829	6,119
所得税	435	512	1,112	1,690	2,142
净利润	1,193	937	2,065	3,139	3,977
少数股东收益	56	61	134	202	255
归属母公司净利润	1,137	876	1,931	2,936	3,723
EBITDA	4,603	4,248	5,575	7,342	8,723
EPS (元/股)	0.51	0.40	0.87	1.33	1.68

主要财务比率

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	1.7	7.3	4.9	4.9	4.4
营业利润 (%)	-2.8	-10.6	117.2	51.5	26.6
归属母公司净利润 (%)	-12.0	-23.0	120.5	52.1	26.8
盈利能力					
毛利率 (%)	9.1	8.7	11.6	13.8	15.3
净利率 (%)	2.2	1.6	3.4	4.9	5.9
ROE (%)	7.0	4.0	8.2	11.2	12.5
ROIC (%)	6.3	4.2	7.4	10.2	11.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.2	48.0	47.0	42.9	40.3
净负债比率 (%)	46.1	18.4	8.4	3.8	-8.4
流动比率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.8
速动比率	0.4	0.2	0.3	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.45	1.26	1.24	1.24	1.23
应收账款周转率	661.3	157.0	157.0	157.0	157.0
应付账款周转率	30.3	26.9	26.9	26.9	26.9
每股指标 (元/股)					
每股收益 (最新摊薄)	0.51	0.40	0.87	1.33	1.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.25	1.96	2.66	2.22	3.60
每股净资产 (最新摊薄)	7.37	9.77	10.54	11.74	13.31
估值指标 (倍)					
P/E	79.7	103.5	47.0	30.9	24.4
P/B	5.6	4.2	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	29.5	31.3	23.5	17.7	14.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

一、积极进取的黄金行业龙头	5
1、背景雄厚，稳扎稳打	5
2、深耕主业，积累优势	6
二、充分挖掘和发挥资源优势	8
1、立足山东，布局国内	8
2、进军海外，扩大战果	9
3、修炼内功，成本占优	11
4、增产可期，潜力巨大	12
三、金价有望持续上行	14
1、美国及全球经济增长前景边际转差	15
2、美联储降息及全球流动性宽松预期升温	17
3、避险情绪或进一步抬头	19
4、全球央行购金意愿增强	19
5、金价或将持续偏强运行	20
四、盈利预测与估值分析	21
1、盈利预测	21
2、估值分析	21
风险提示	22

图表目录

图表 1: 公司发展大事记	5
图表 2: 公司股权结构	6
图表 3: 冶炼业务板块占公司营收比例逐年下降	6
图表 4: 公司毛利润主要由黄金采选业务板块贡献	6
图表 5: 公司近年营业收入变化	7
图表 6: 公司近年归母净利润变化	7
图表 7: 公司矿产金产量占国内市场份额逐年攀升	7
图表 8: 国内主要黄金公司近年矿产金产量变化 (单位: 吨)	7
图表 9: 公司国内矿山分布示意图	8
图表 10: 四大矿山资源量在公司内占比超七成	8
图表 11: 四大矿山储量在公司内占比超六成	8
图表 12: 贝拉德罗金矿位置示意图	9
图表 13: 贝拉德罗金矿近年矿产金产量变化	9
图表 14: 贝拉德罗金矿资源量及储量信息 (权益基准)	9
图表 15: 截至 2018 年末公司旗下矿山资源量及储量信息 (权益基准)	10
图表 16: 公司近两年分矿山矿产金产量变化 (单位: 吨, 权益基准)	10
图表 17: 近年国内行业成本变化趋势 (单位: 美元/盎司)	11
图表 18: 公司成本变化趋势 (单位: 美元/盎司)	11
图表 19: 公司国内金矿开采损失率及贫化率情况 (截至 2017 年末)	12
图表 20: 公司旗下冶炼产能情况 (单位: 吨)	12
图表 21: 公司扩产项目梳理	13
图表 22: 黄金集团相关在建项目情况 (单位: 万元)	13

图表 23: 黄金集团相关拟建项目情况.....	14
图表 24: 黄金集团近年探矿增储量.....	14
图表 25: 黄金集团近年保有储量变化趋势.....	14
图表 26: 金价与 10 年期 TIPS 收益率负相关性较强.....	15
图表 27: 金价与美元指数呈现一定程度的负相关性.....	15
图表 28: 主要经济体制造业 PMI 大幅回落.....	15
图表 29: 主要经济体服务业 PMI 呈现走弱迹象.....	15
图表 30: 美国新屋销售数据转差.....	16
图表 31: 全美住宅建筑商指数低迷.....	16
图表 32: 美国国债市场出现长短利差倒挂现象.....	16
图表 33: 长短利差倒挂或为美国经济陷入衰退的前兆.....	16
图表 34: 美国零售销售增速中枢下移 (单位: %).....	17
图表 35: 美国新增非农移动平均数据呈恶化趋势 (单位: 千人).....	17
图表 36: 美国 PCE 数据走弱 (单位: %).....	17
图表 37: 美国 2019 年预测通货膨胀率大幅下滑 (单位: %).....	17
图表 38: 市场普遍预计 7 月美联储议息会议将宣布降息.....	18
图表 39: 2019 年以来部分央行降息举措.....	18
图表 40: 美股高位波动风险或将增加.....	19
图表 41: 避险情绪抬升往往是金价短期上行的重要动力.....	19
图表 42: 全球央行黄金净买入量大幅增加.....	19
图表 43: 我国央行近半年以来连续增持黄金资产.....	19
图表 44: COMEX 非商业持仓头寸变化 (单位: 张).....	20
图表 45: COMEX 非商业多头净头寸与金价走势 (单位: 张, 美元/盎司).....	20
图表 46: 全球主要黄金 ETF 持仓量变化 (单位: 吨).....	20
图表 47: 分业务盈利预测 (单位: 百万元).....	21
图表 48: 可比公司估值.....	21
图表 49: 2015 年 12 月至今主要黄金公司股价随金价相对走势.....	22
图表 50: 公司股价在金价走强时体现出较高弹性.....	22

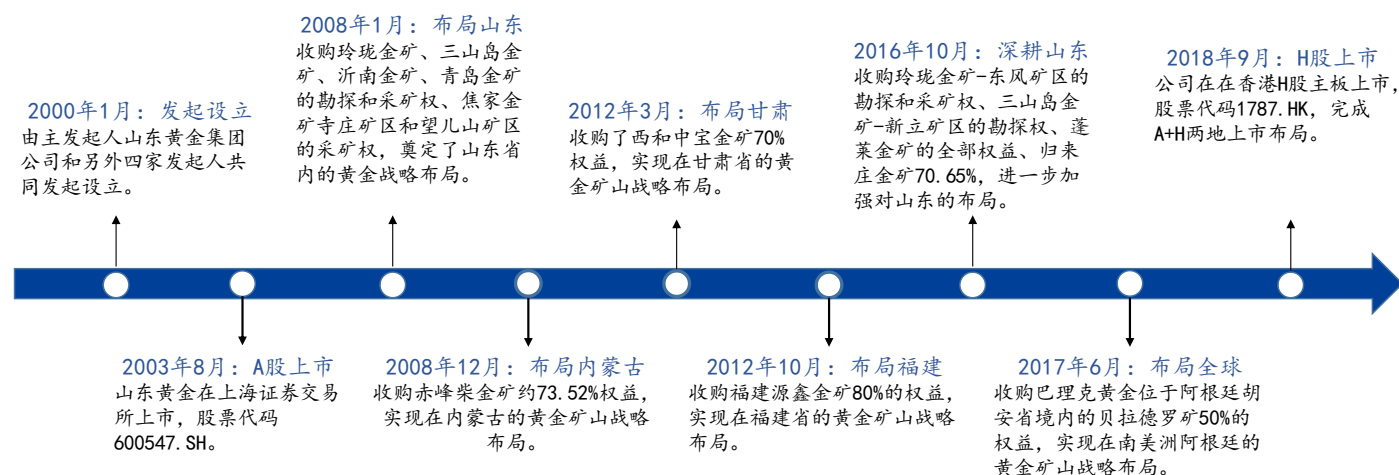
一、积极进取的黄金行业龙头

1、背景雄厚，稳扎稳打

山东黄金矿业股份有限公司（以下简称“山东黄金”、“本公司”或“公司”）由山东黄金集团有限公司、山东招金集团公司、山东莱州黄金（集团）有限公司、济南玉泉发展有限公司（原名济南玉泉发展中心）、山东金洲矿业集团有限公司（原乳山市金矿）五家法人单位于2000年共同发起设立，经营范围涵盖黄金地质探矿、开采、选冶；贵金属、有色金属制品、黄金珠宝首饰提纯、加工、生产、销售，黄金矿山专用设备及物资、建筑材料的生产、销售等领域。

公司于2003年在A股上市，股票代码600547.SH。公司早期经营重点主要位于国内，截至2016年末，公司收购了位于山东、内蒙古、甘肃、福建等地的12座矿山，国内扩张稳步实施。2017年6月，公司收购了巴理克黄金位于阿根廷胡安省境内的贝拉德罗金矿50%的权益，成功迈出全球布局的第一步。2018年9月，公司在港交所上市，股票代码1787.HK，完成A+H布局，为后续公司战略实施及融资安排奠定了坚实的基础。

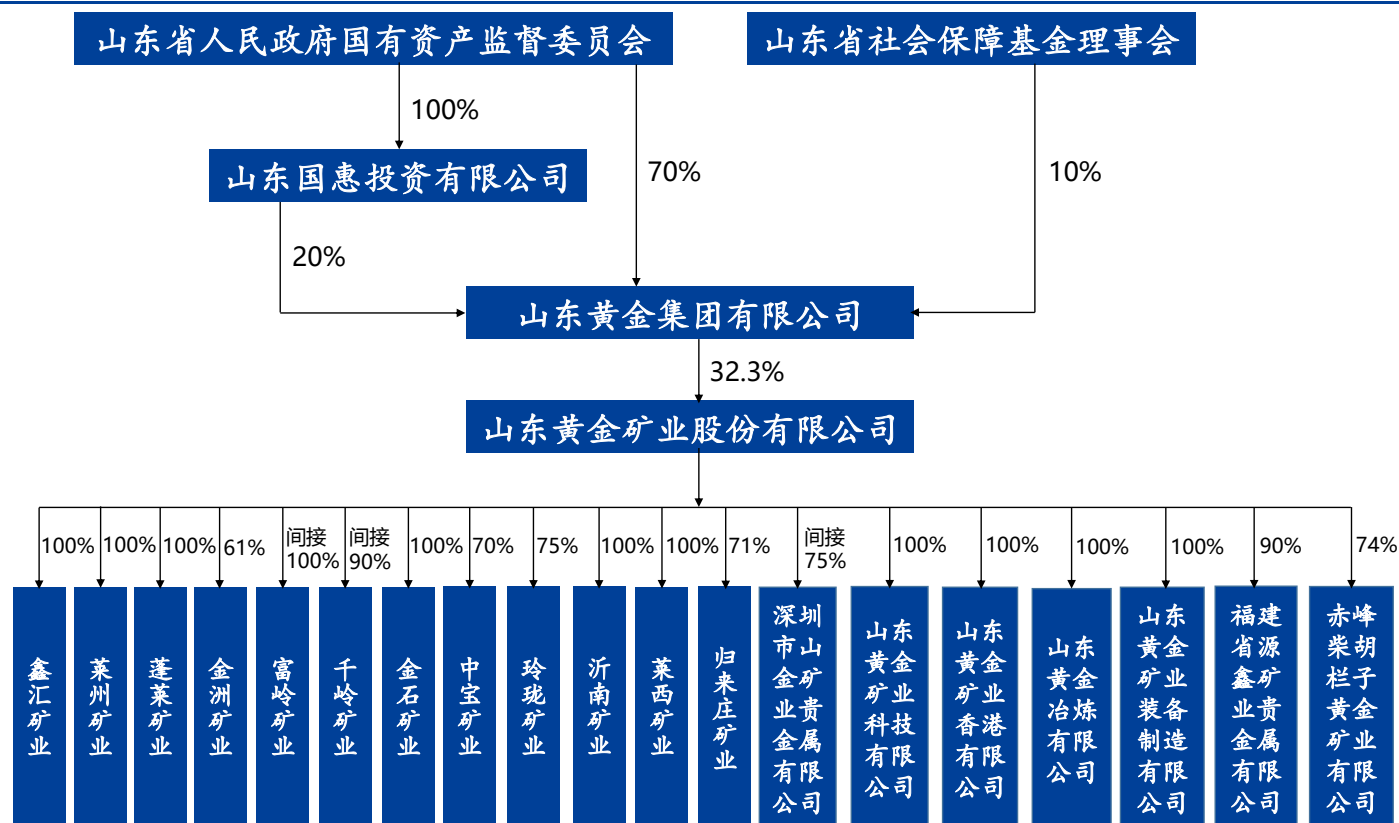
图表1：公司发展大事记



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司的控股股东山东黄金集团有限公司（以下简称“黄金集团”）是由山东省国资委控制的大型国有企业集团，拥有逾40年的黄金开采行业运营经验和优质丰富的资源储备。雄厚的股东背景使公司在资源获取及融资支持上都处于有利地位，并为公司的快速发展提供了强大助力。

图表 2: 公司股权结构

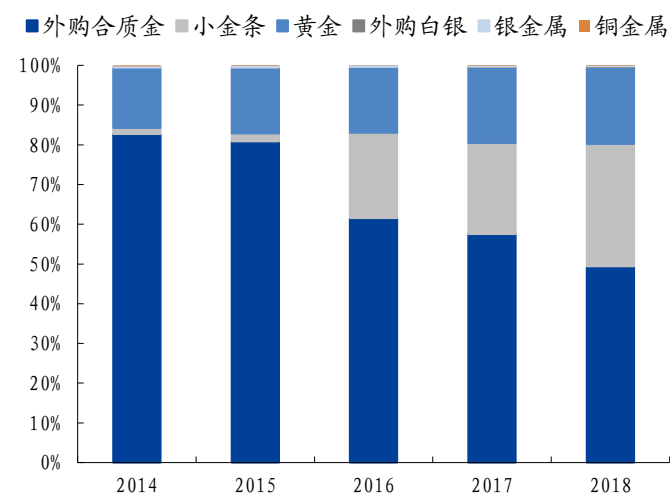


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2、深耕主业，积累优势

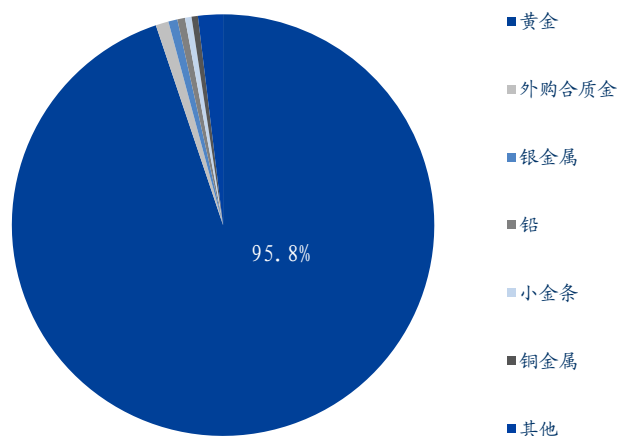
公司业务涉及黄金“探、采、选、冶、销”等领域。分业务看，黄金冶炼加工（特别是外购合质金的冶炼）对公司营收的贡献最大，占比在 2018 年达 49.28%，但呈逐年下降趋势；而黄金采选则是公司利润的主要来源（2018 年该业务板块贡献毛利润 45.25 亿元，占公司总毛利润比重高达 95.84%），也是公司未来重点经营发展的业务方向。

图表 3: 冶炼业务板块占公司营收比例逐年下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

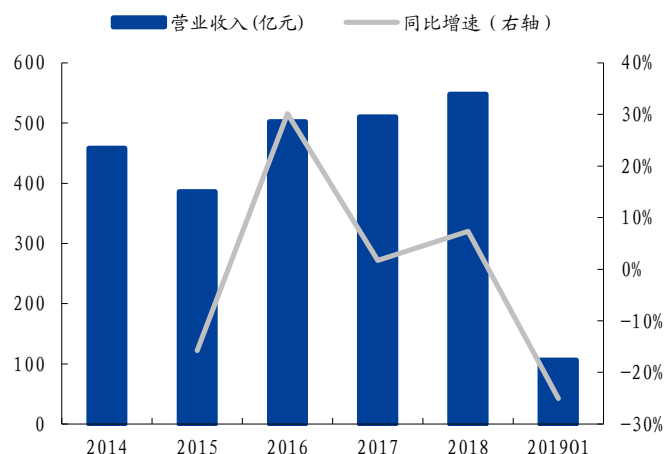
图表 4: 公司毛利润主要由黄金采选业务板块贡献



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

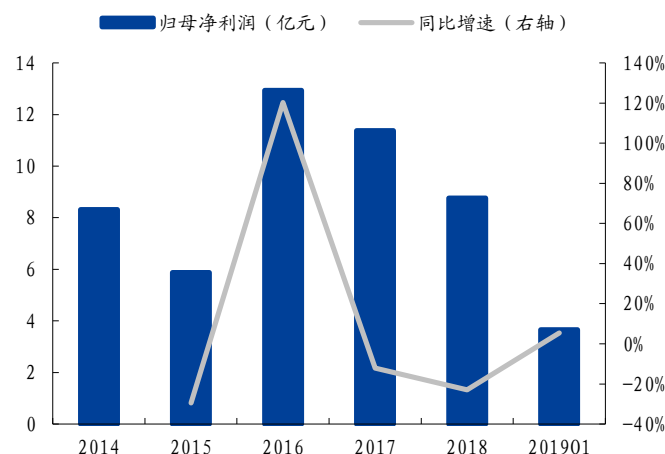
公司 2018 年实现营业收入 547.88 亿元，同比增长 7.34%（主要受自产金和小金条收入增加带动）；实现归属于母公司所有者净利润 8.76 亿元，同比减少 22.96%（主要受黄金价格下跌以及并购贝拉德罗金矿增加融资费用等因素拖累）；2019Q1 公司归母净利润达同比增速转正，业绩已显示出回暖迹象。

图表 5: 公司近年营业收入变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

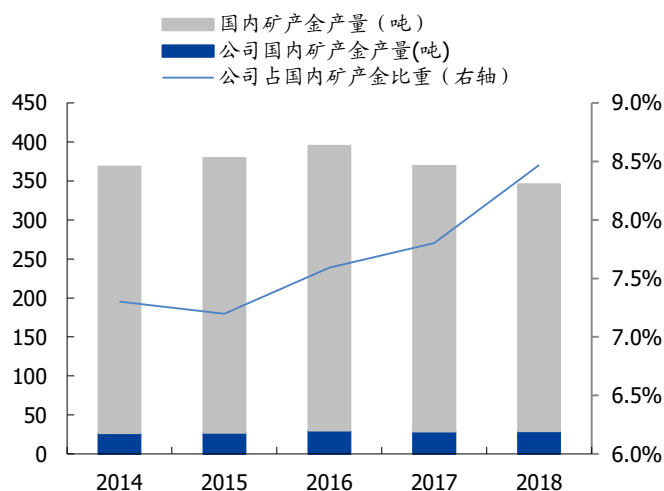
图表 6: 公司近年归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

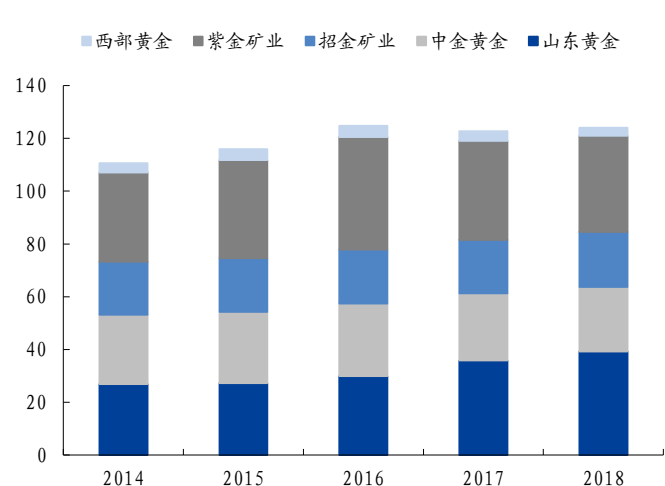
受国内环保政策趋严、矿山品位下滑、行业整合加剧等因素影响，国内黄金矿山企业生产压力普遍增加。2018 年全国矿产金产量达 345.97 吨，同比下滑 6.3%；与此同时，公司矿产金产量却实现了逆势增长，达到 29.3 吨，占国内矿产金总产量比重至 8.5%，较 2017 年提升了 0.7 个百分点。在将海外矿山产量纳入考虑范围后，公司 2018 年矿产金产量达 39.32 吨，同比增长 9.57%，位列国内上市公司第一，相较可比公司显示出较强的业务把控及可持续增长能力。

图表 7: 公司矿产金产量占国内市场份额逐年攀升



资料来源: 中国黄金协会, 公司公告, 国盛证券研究所

图表 8: 国内主要黄金公司近年矿产金产量变化 (单位: 吨)



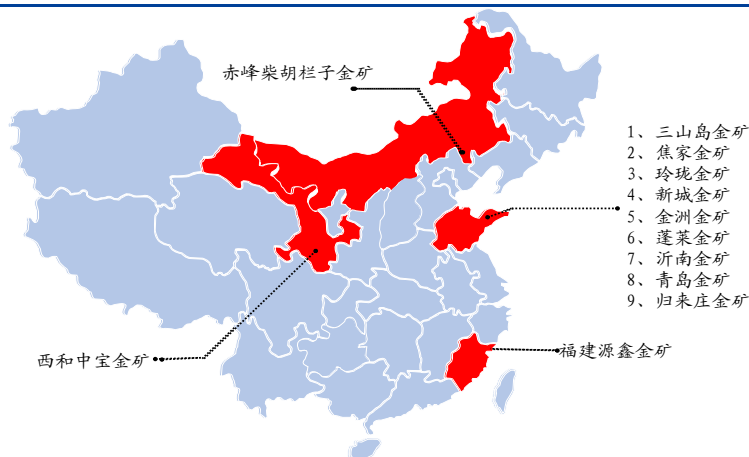
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

二、充分挖掘和发挥资源优势

1、立足山东，布局国内

公司控制及经营 12 座国内矿山（合计权益资源量 831 吨，储量 245 吨），其中 9 座位于山东省并集中于胶西北莱州和招远地区，另外 3 座分别位于福建、甘肃和内蒙古等省区。

图表 9：公司国内矿山分布示意图

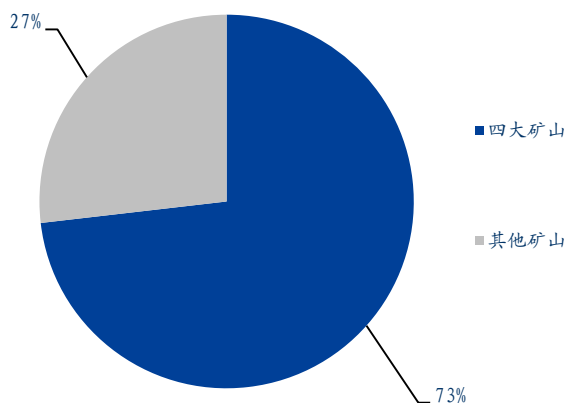


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司的四座主要矿山（三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿，以下简称“四大矿山”）连续多年上榜“中国黄金生产十大矿山”，其中焦家金矿和玲珑金矿累计产金已突破百吨，而公司也是截至目前国内唯一拥有两座累计产金突破百吨的上市公司。

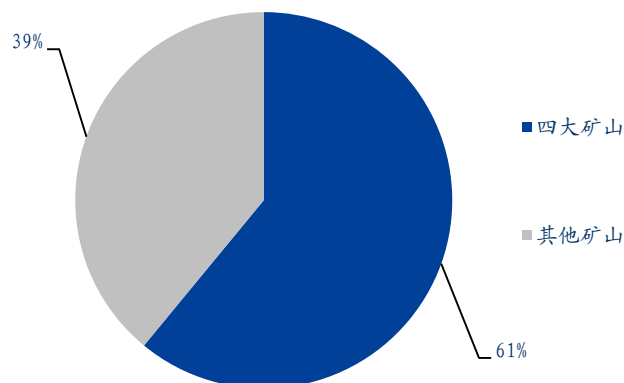
2018 年四大矿山黄金资源量合计 708.4 吨，占公司总权益资源量的 73%；储量合计 198 吨，占公司总权益储量的 61%；产金量合计 22.9 吨，占公司黄金总权益产量的 58%。公司充分依托山东优异的资源禀赋，以四大矿山为代表的核心资产为公司构筑起坚实的业绩基础，为公司开拓新业务领域提供了充足“弹药”。

图表 10：四大矿山资源量在公司内占比超七成



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 11：四大矿山储量在公司内占比超六成



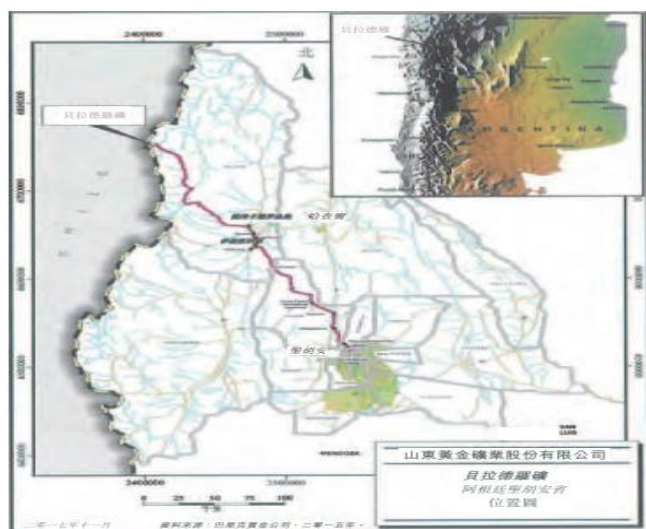
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2、进军海外，扩大战果

2017年6月30日，公司完成了对贝拉德罗金矿50%权益的收购（交易对手为巴里克黄金），成功迈出了海外金矿并购的第一步。贝拉德罗矿是阿根廷最大以及南美洲第二大金矿，为露天类型，位于阿根廷中西部的安第斯山脉高原地区，在阿根廷-智利边境以东六公里处，矿区海拔为3,800-4,800米。贝拉德罗2018年矿产金产量达17.32吨（按照50%的权益计算，归属于公司的矿产金产量为约为8.7吨），近几年随着露天矿开采的继续推进直至转为地下生产，贝拉德罗矿产金产量会经历一段小幅下行的时期，根据巴理克年报中的产量指引，2019年矿产金总产量预计为14.93吨。

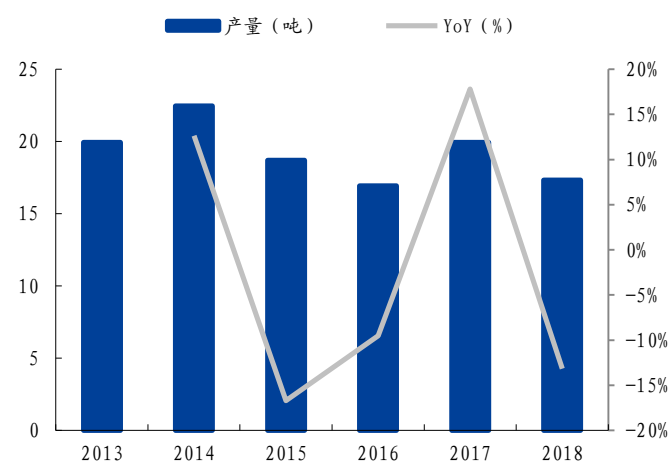
截至2018年末，贝拉德罗已探明和控制的矿石资源量达177.6百万吨，总计213.4百万吨，权益黄金资源量137.15吨，权益黄金储量达79吨。按照目前的黄金产量水平，贝拉德罗矿的可开采年限为7年。

图表 12：贝拉德罗金矿位置示意图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 13：贝拉德罗金矿近年矿产金产量变化



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 14：贝拉德罗金矿资源量及储量信息（权益基准）

资源量		储量	
探明（百万吨）	18.9	证实（百万吨）	15.5
控制（百万吨）	158.7	可信（百万吨）	91.1
探明及控制（百万吨）	177.6	矿产储量总计（百万吨）	106.6
推断（百万吨）	35.9	黄金金属量（吨）	79
总计（百万吨）	213.4	储量估算品位（g/t）	0.74
品位（g/t）	0.64	矿山服务年限（年）	7年
黄金金属量（吨）	137.15		

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

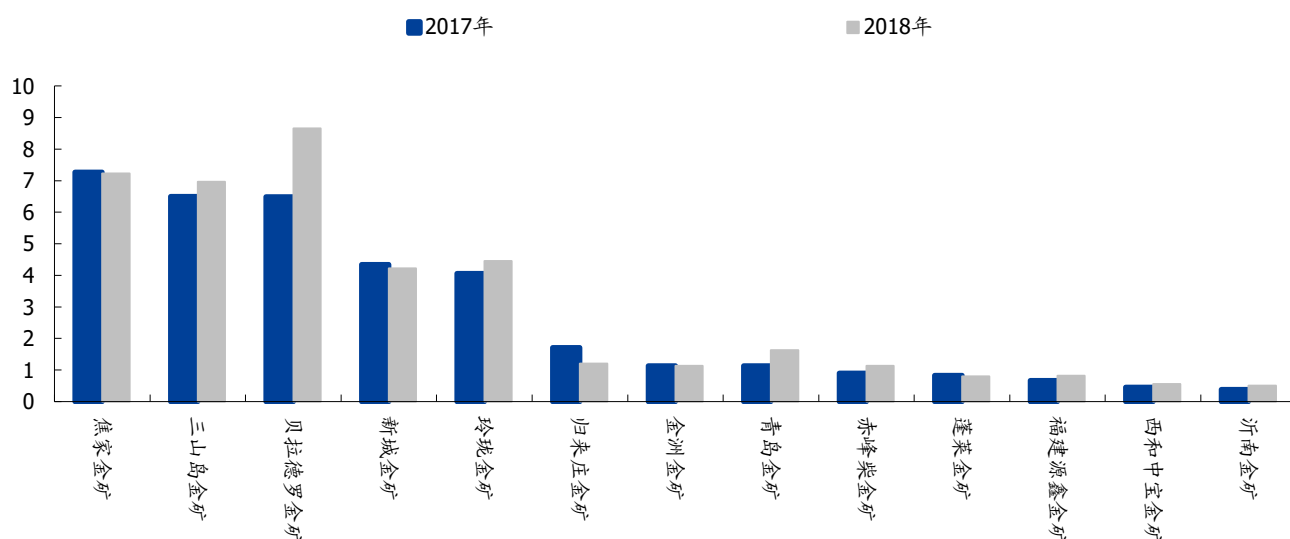
在完成了对贝拉德罗金矿的收购之后，公司进一步增厚的黄金资源储备（截至2018年末，公司黄金资源量合计968.24吨，储量合计324吨），并增加了客观的矿产金产量，进一步巩固的行业龙头地位。

图表 15: 截至 2018 年末公司旗下矿山资源量及储量信息 (权益基准)

金矿	资源量		储量		服务年限 (年)
	矿产资源量 (百万吨)	黄金金属量 (吨)	矿产储量 (百万吨)	黄金金属量 (吨)	
三山岛金矿	70.1	209.55	26.3	73	13
焦家金矿	33.3	101.95	9.3	29	4
新城金矿	77.2	239.66	26.0	81	11
玲珑金矿	56.5	157.24	4.8	14	4
归来庄金矿	2.6	7.34	0.5	2	2
金洲金矿	2.6	4.51	1.1	2	5
青岛金矿	9.0	43.10	5.6	21	9
蓬莱金矿	2.2	14.96	1.3	7	5
沂南金矿	18.6	20.34	0.1	0	-
山东省	272.0	798.60	75.0	229	-
赤峰柴金矿	1.4	5.38	1.0	4	3
福建源鑫金矿	1.2	4.51	0.7	2	3
西和中宝金矿	14.1	22.55	6.0	9	20+
其他省份	16.7	32.42	7.7	16	-
中国小计	288.7	831.11	82.7	245	-
贝拉德罗矿	213.4	137.15	106.6	79	7
总计	502.1	968.24	189.3	324	-

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 公司近两年分矿山矿产金产量变化 (单位: 吨, 权益基准)

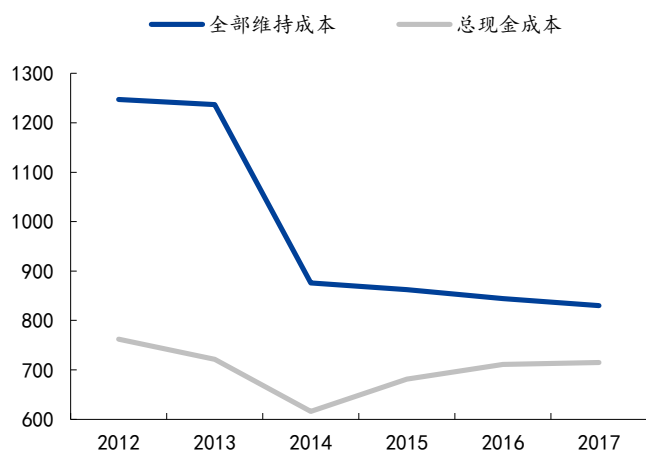


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3、修炼内功，成本占优

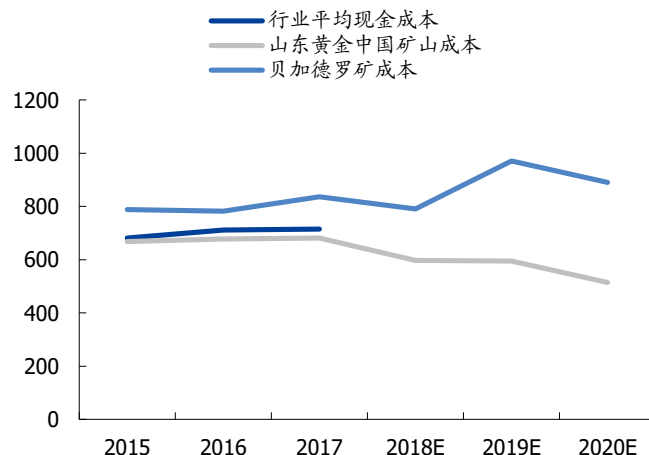
得益于公司的资源优势以及自身的成本控制举措，公司的营运成本为国内同行业公司最低者之一。2017年，行业平均现金成本达715美元/盎司，公司的中国矿山部分成本为681.6美元/盎司，低于行业平均水平。2017年，贝拉德罗矿的现金成本为每盎司836美元，明显高于国内矿山，其主要受低品位及开采难度原因影响。

图表 17: 近年国内行业成本变化趋势 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 18: 公司成本变化趋势 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司国内矿山维持较低现金营运成本的主要原因包括矿山的地质优势、先进的基础设施、技术等。

资源禀赋方面，国内三山岛金矿、焦家金矿、新城金矿和玲珑金矿的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，单位矿石经营成本相对较低。

此外，公司不断优化采矿技术和提升开采过程的自动化与智能控制水平，从而持续提高采矿效率及保持较低的矿石贫化率和采矿损失率。截至2017年末，国内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%，同年行业平均贫化率及平均采矿损失率分别为11.4%及5.8%，公司指标显著低于行业平均水平。

在选矿过程中，公司采用自主研发的成熟先进的选矿方法及技术和国际知名厂商的进口设备，截至2017年末，公司该年选矿回收率一般达到94%以上，高于国内83.1%的行业平均水平（据弗若斯特沙利文报告）。

在后续的黄金冶炼业务环节，公司有山东和深圳两大冶炼厂，2017年两大冶炼厂总产量为128.4吨。公司自产的矿产金中84%以上进行自主冶炼，受益于垂直整合业务所产生的成本优势，冶炼回收率总体达到99.9%以上。

图表 19: 公司国内金矿开采损失率及贫化率情况 (截至 2017 年末)

金矿	平均开采损失率 (%)	平均贫化率 (%)
三山岛金矿	8.90%	4.40%
焦家金矿	4.90%	5.00%
新城金矿	4.80%	4.80%
玲珑金矿	1.80%	17%
归来庄金矿	2.90%	6.90%
金洲金矿	3.70%	19.30%
青岛金矿	4.60%	9.70%
蓬莱金矿	5.30%	12.80%
沂南金矿	4.20%	4.70%
赤峰柴金矿	9.50%	12.90%
福建源鑫金矿	9.40%	7.10%
西和中宝金矿	6.80%	10.70%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 20: 公司旗下冶炼产能情况 (单位: 吨)

	2015			2016		2017		2018Q1	
	设计产能	产量	利用率	产量	利用率	产量	利用率	产量	利用率
山东冶炼厂	104.7	72.3	69.10%	91.9	87.70%	65	62.10%	16.9	64.60%
深圳冶炼厂	60	100.5	167.50%	67.5	112.60%	63.4	105.70%	27.1	180.67%
总计	164.7	172.8	104.90%	159.4	96.80%	128.4	78%	44	106.90%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4、增产可期，潜力巨大

根据公司发展战略，预计到“十三五”末，公司黄金产量有望达到 50 吨以上，其未来增长潜力主要来源于以下几个方面：

公司自身的持续勘探以及一系列扩能工程。公司几大优质矿区有着较大的资源潜力——在山东省内，公司位于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，并取得显著成效，预计有较大的增产可能。在山东省外，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。

图表 21: 公司扩产项目梳理

矿区	增产计划	增产预计	(预计)完工时间
三山岛矿区	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	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	2018 年下半年
寺庄矿区	1、扩大寺庄矿区的边界和产量项目, 改造井巷及建设新井巷,	扩展计划使寺庄矿山产量由 2300 吨/日增至 3000 吨/日	2020 年 12 月
	2、前陈上杨矿区勘探活动结束后转为采矿许可证,	勘探许可证所覆盖的矿区探矿权资源量为 1947 千盎司	-
新城金矿	参加更多的探矿活动以增加新城金矿的资源量和储量	扩展计划使新城金矿设计加工产能由 6500 吨/日增至 8000 吨/日	-
玲珑金矿	1、深入开采及勘探玲珑金矿以增加储量	2017 年收购的探矿权所覆盖的矿区分别拥有储量和资源量 1000 盎司和 89 千盎司	-
	2、计划在东风矿区开始建设采矿建筑物		2020 年

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

黄金集团优质资产的注入。公司大股东山东黄金集团持有多个处于初期发展阶段的优质金矿资源, 且探矿增储量也在不断加大, 截至 2018 年年末, 黄金集团保有储量达 1731 吨。与此同时, 公司拥有向大股东收购资源的优先购买权, 截至目前, 集团方面新探获的三山岛西岭矿区、焦家南吕-欣木矿区及位于河南、海南等省份的资源是公司关注和评估的重点(根据相关勘探报告, 三山岛西岭矿区矿体的黄金资源量约为 12,300 千盎司, 焦家南吕-欣木矿区的黄金资源量为 4,280 千盎司), 黄金集团优质资源的注入将为公司持续发展提供保障。此外, 黄金集团也在同步加大公司对其下属金矿扩建改造工程及各类矿产资源的整合力度, 截至 2018 年末, 集团共有 3 项在建工程和 3 项拟建工程, 项目建成后也将拓展公司成长空间。

图表 22: 黄金集团相关在建项目情况 (单位: 万元)

序号	项目名称	审批情况	总投资	项目进展安排 (项目起始时间)	2018 年末 已投资	2019 年 投资计划
1	三山岛金矿 8000t/d 探建结合工程项目	环审[2010]248 号; 发改产业[2011]2485 号;	149,000	2011.11-2021.9	191,549	2,620
2	焦家金矿采选 6000t/d 扩建工程项目	环审[2008]153 号; 发改产业[2009]831 号	58,095	2009.3-2019.12	142,263	2,090
3	白音呼布矿业股份有限公司花脑特银多金属矿 2000t/d 采选工程	环评: 锡署环审字[2016]24 号核准; 内经信投规字[2017]139 号	59,100.12	2017.10-2021.4	57,627	13,657
合计	-	-	266,195.12	-	391,439	18,367

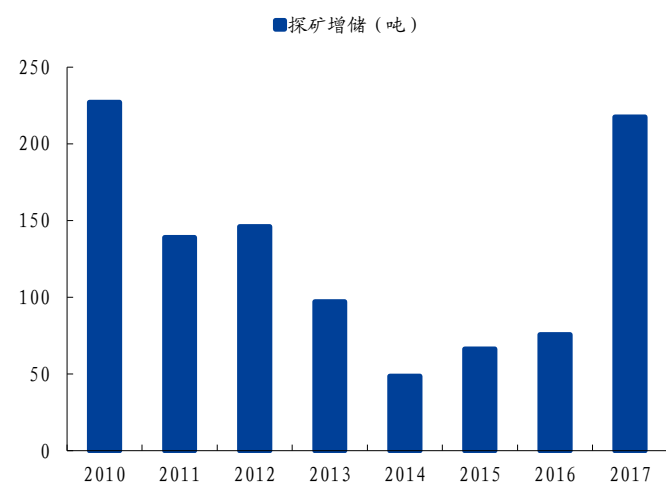
资料来源: 公司公告, 《山东黄金集团超短期融资券募集说明书》, 国盛证券研究所

图表 23: 黄金集团相关拟建项目情况

序号	项目名称	项目计划	审批情况
1	山东黄金矿业(莱州)有限公司三山岛金矿矿产资源开发利用(扩界扩能)工程	拟设计采矿生产规模为 15000t/d, 设计生产能力为 15000t/d, 基建井巷工程量为 253 万立方米, 基建期为 7 年	通过专家审查
2	玲珑金矿东风矿区扩界扩能工程	设计生产能力为 4000t/d, 基建井巷工程量为 37.50 万立方米, 批复总投资 12.98 亿元, 设计基建期为 6 年	2016 年 10 月批复
3	新城金矿采选 6000 t/d 扩建工程项目	设计生产能力为 6000t/d, 基建井巷工程量为 97.11 万立方米, 批复总投资 19.96 亿元, 设计基建期为 6 年	2017 年 10 月批复

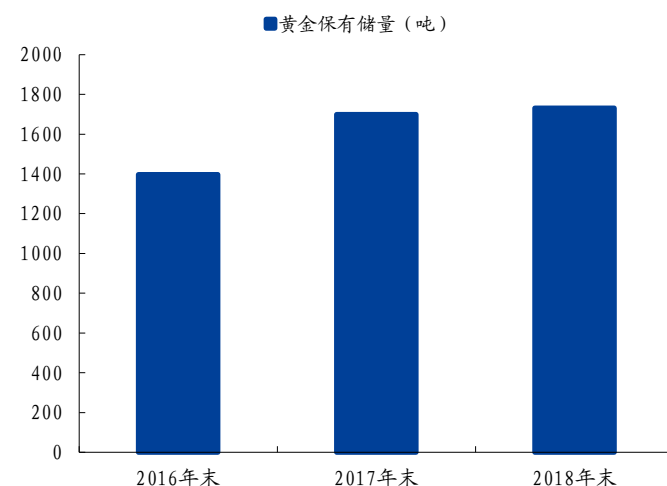
资料来源: 公司公告、《山东黄金集团超短期融资券募集说明书》, 国盛证券研究所

图表 24: 黄金集团近年探矿增储量



资料来源: 《黄金集团超短期融资券募集说明书》, 国盛证券研究所

图表 25: 黄金集团近年保有储量变化趋势



资料来源: 《黄金集团超短期融资券募集说明书》, 国盛证券研究所

推进海外并购并寻求国际合作。公司近年来积极走出国门, 对世界各地知名金矿带的其他矿业公司进行收购、投资及合作以持续获得海外优质资源。期间公司深化与巴里克黄金公司的战略合作, 2018 年 9 月双方签署《相互战略投资协议》, 并约定自协议签订后 12 个月以内, 双方一次或多次在公开证券交易场所购买对方挂牌上市的股票, 投资额不超过 3 亿美元(双方基本对等), 此外双方也达成了共同开发阿根廷与智利边境的 Pascua-Lama 矿和埃尔印第奥金矿项目的合作意向, 公司国际化战略的稳步推进也将进一步增强公司在全球获取优质黄金资源的能力。

三、金价有望持续上行

中长期看, 金价与美国长端国债实际收益率及美元指数呈一定程度的负相关关系, 尤其是前者(金价与美国 10 年期 TIPS 收益率的负相关度可达-80%以上水平), 显示当以美元为代表的信用货币生息功能减弱时黄金资产的吸引力则相应增强。实际利率可由名义

利率扣减通胀预期得到，而这些因素则与全球及美国经济基本面及货币政策预期具有一定的关联性。

图表 26: 金价与 10 年期 TIPS 收益率负相关性较强



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 27: 金价与美元指数呈现一定程度的负相关性

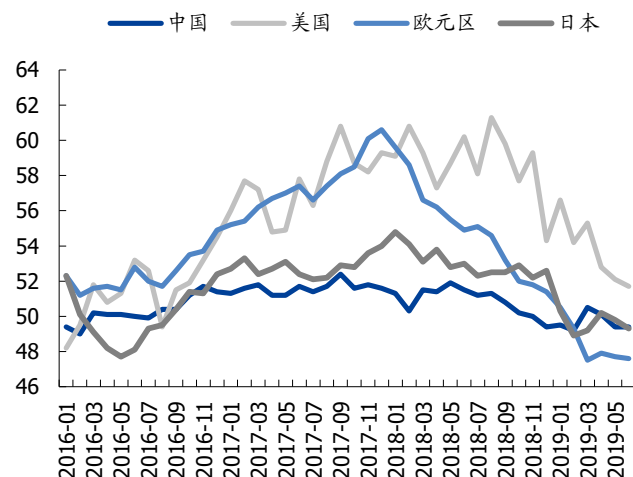


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1、美国及全球经济增长前景边际转差

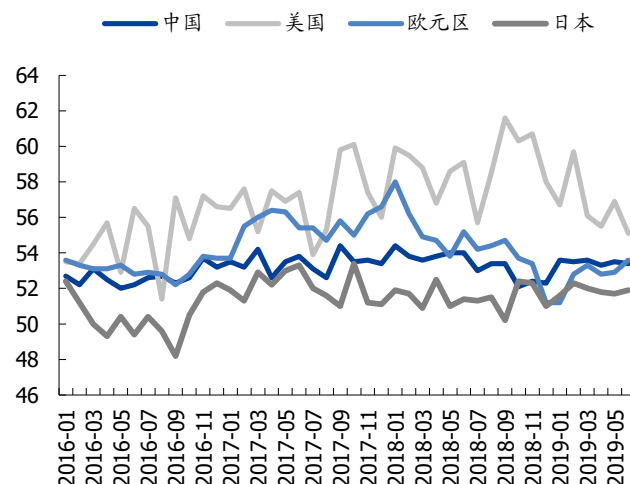
IMF 在 7 月最新发布的全球经济展望报告中分别下调了 2019 及 2020 年全球经济增长预期各 0.1 个百分点，此前经合组织、世界银行也调低了 2019 年全球经济增长预期。领先指标的走势也印证了世界经济前景边际转差的预期，2018 年下半年以来全球主要经济体 PMI 呈现出同步走弱的态势，全球经济下行压力增大。

图表 28: 主要经济体制造业 PMI 大幅回落



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

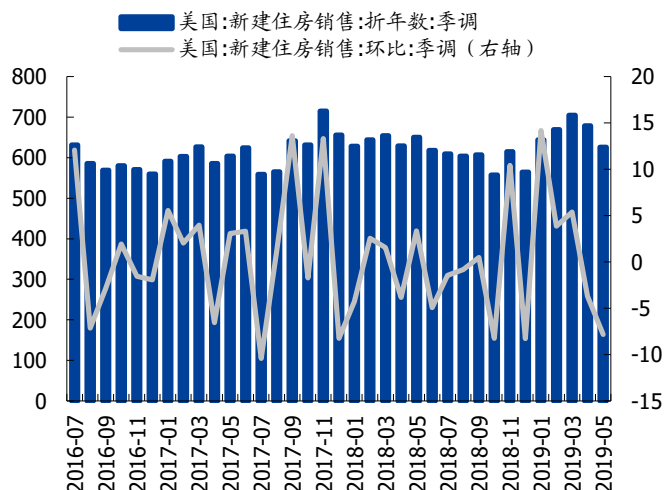
图表 29: 主要经济体服务业 PMI 呈现走弱迹象



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

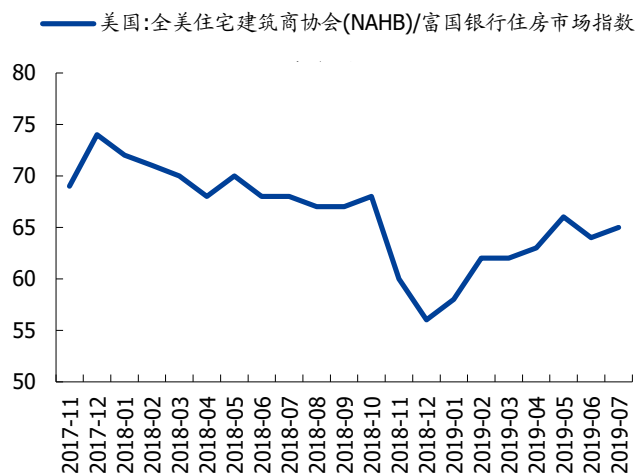
虽然美国 2019Q1 经济增速维持在较高水平并超出市场预期，但分项数据显示库存投资是重要贡献因素，而消费和企业固定资产投资意愿疲弱，房地产市场下行压力较大。另外，国债市场去年底以来均观测到不同期限品种长短利差倒挂现象，或预示美国经济将步入衰退。虽然零售和就业数据暂未大幅持续走弱，但移动平均数据显示其中枢下移，隐忧已现。总体而言，受特朗普减税政策对经济刺激边际效应逐步衰减以及趋于恶化的国际贸易环境等因素叠加影响，美国经济增速已大概率步入触顶回落通道之中。

图表 30: 美国新屋销售数据转差



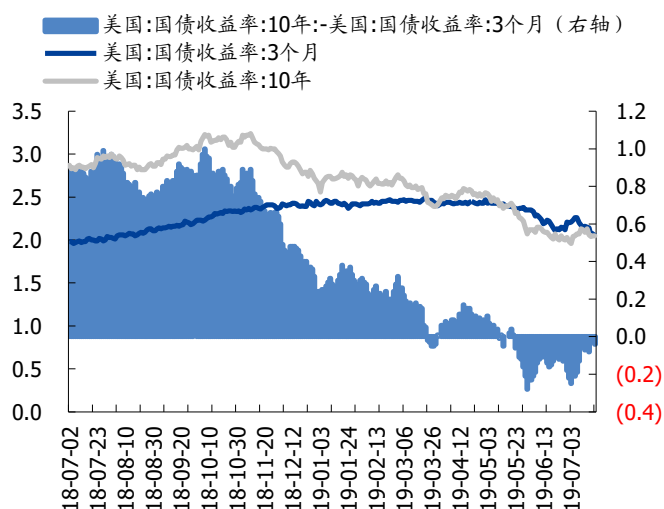
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 31: 全美住宅建筑商指数低迷



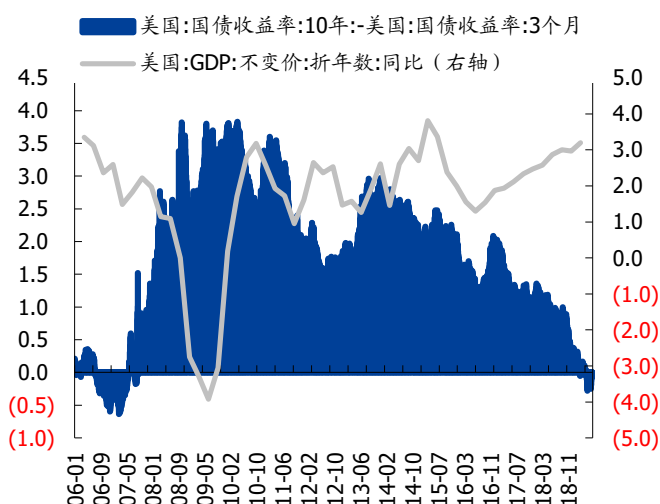
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 32: 美国国债市场出现长短利差倒挂现象



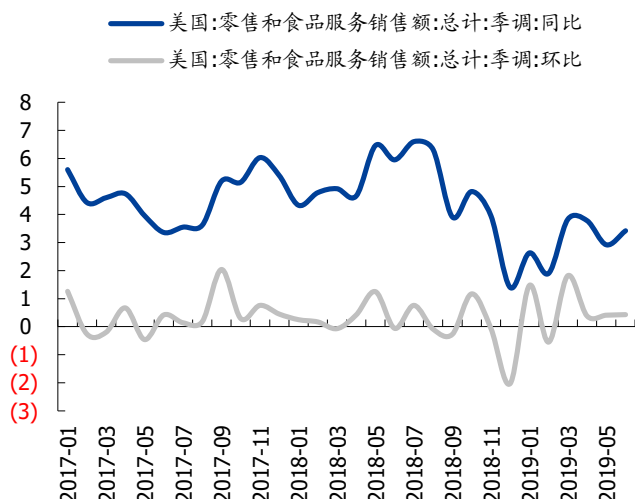
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 33: 长短利差倒挂或为美国经济陷入衰退的前兆



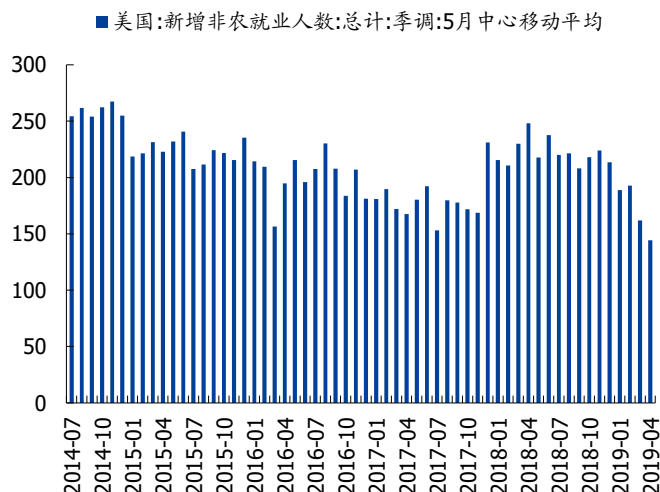
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 34: 美国零售销售增速中枢下移 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 35: 美国新增非农移动平均数据呈恶化趋势 (单位: 千人)

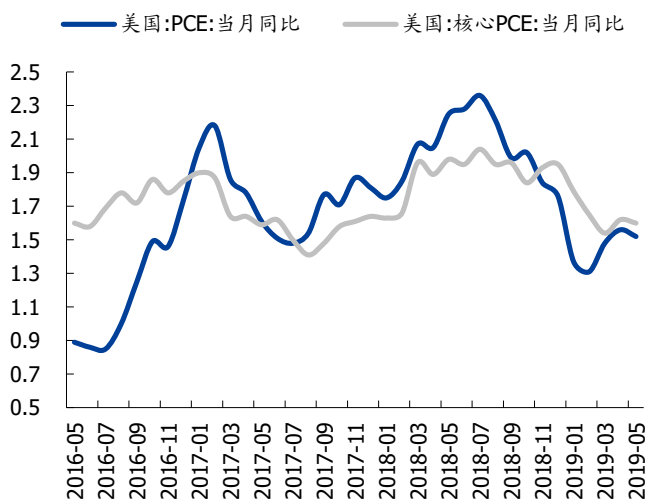


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、美联储降息及全球流动性宽松预期升温

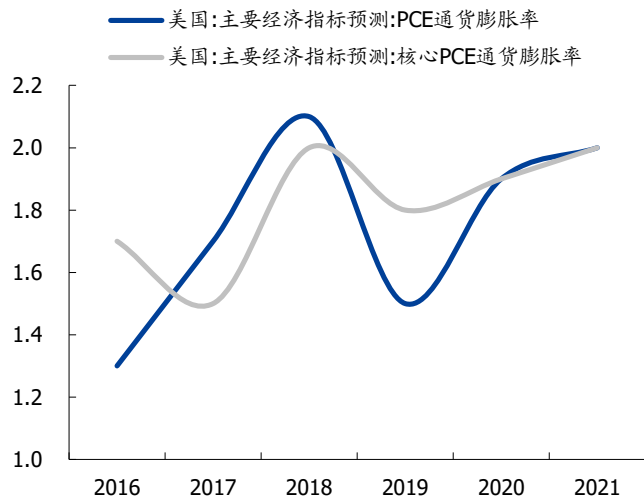
自 2018 年下半年至今,美国通胀数据大幅走弱并偏离美联储目标值,引发市场担忧,降息预期不断升温,而美联储官员近期频频发表的鸽派言论似乎印证了市场的降息预期。据 CME 美联储观察,目前市场预计美联储在 7 月议息会议宣布降息的概率为 100%,区别仅在于降息 25bp 还是 50bp (降息力度判断)。

图表 36: 美国 PCE 数据走弱 (单位: %)



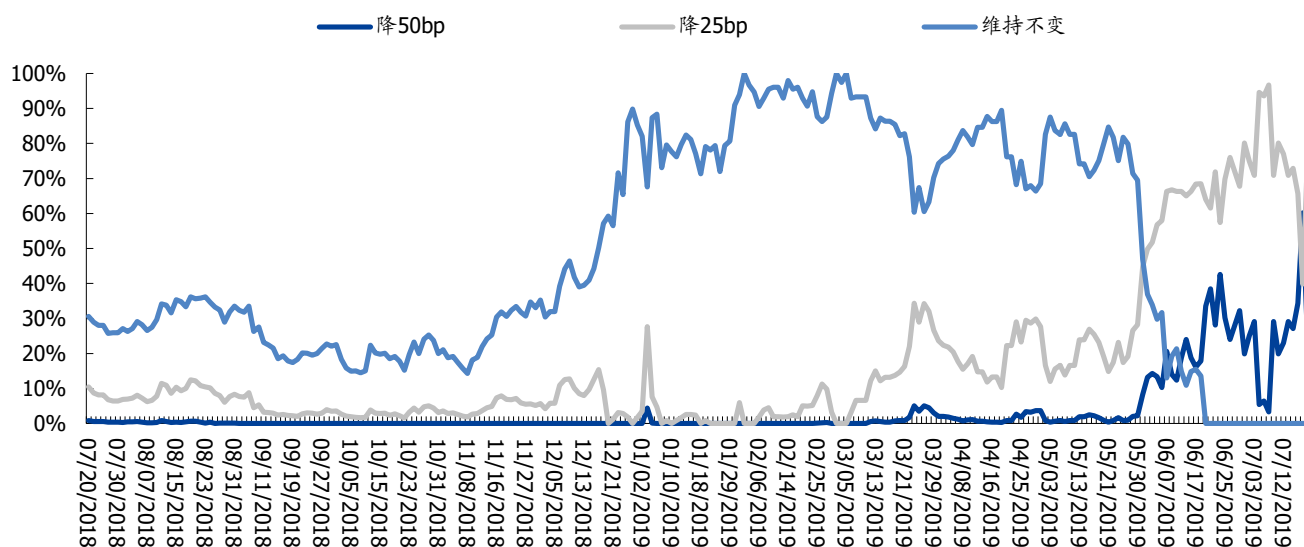
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 37: 美国 2019 年预测通货膨胀率大幅下滑 (单位: %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 市场普遍预计 7 月美联储议息会议将宣布降息



资料来源: CME, 国盛证券研究所

自 2018 年末至今, 全球多个国家央行已宣布降息, 全球流动性宽松预期升温, 从而对黄金等贵金属价格形成利好。

图表 39: 2019 年以来部分央行降息举措

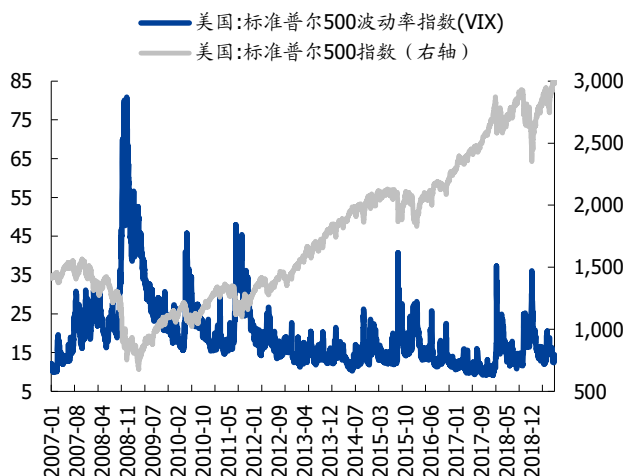
时间	国别	具体举措
2019-02-07	印度	降息 25BP
2019-02-14	埃及	降息 100BP
2019-02-26	吉尔吉斯斯坦	降息 25BP
2019-03-13	格鲁吉亚	降息 25BP
2019-03-19	牙买加	降息 25BP
2019-03-22	巴拉圭	降息 25BP
2019-03-26	尼日利亚	降息 50BP
2019-04-15	哈萨克斯坦	降息 25BP
2019-04-25	乌克兰	下调利率至 17.5%
2019-04-26	阿塞拜疆	降息 25BP
2019-05-07	马来西亚	降息 25BP
2019-05-08	新西兰	降息 25BP
2019-05-09	菲律宾	降息 25BP
2019-06-04	澳大利亚	降息 25BP
2019-07-18	韩国	降息 25BP
2019-07-18	印度尼西亚	降息 25BP
2019-07-18	乌克兰	将主要利率下调至 17%
2019-07-18	南非	降息 25BP

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3、避险情绪或进一步抬头

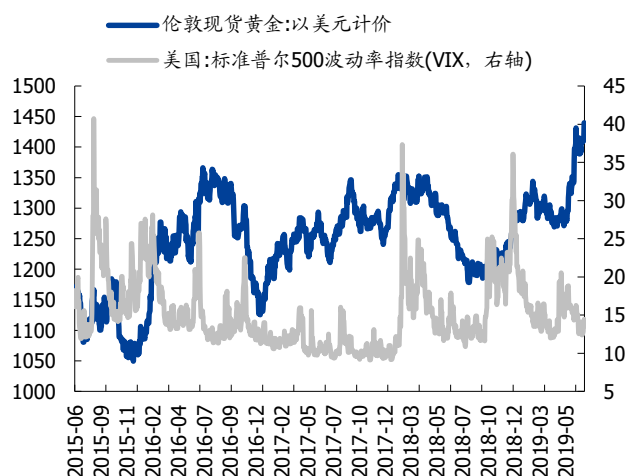
受中美贸易摩擦局势走向未定、英国脱欧问题悬而未决等事件影响，叠加近期美伊矛盾加剧等地缘政治事件扰动，国际避险情绪有望进一步升温。此外，虽然美国三大股指位于历史高位水平，但考虑到美国经济动能大概率边际衰减以及不容乐观的国际贸易局势，美股或愈发呈现高波动特征，若重演 2018 年底的振荡行情，恐慌指数的抬升也将大概率刺激金价的进一步上行。

图表 40: 美股高位波动风险或将增加



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 41: 避险情绪抬升往往是金价短期上行的重要动力

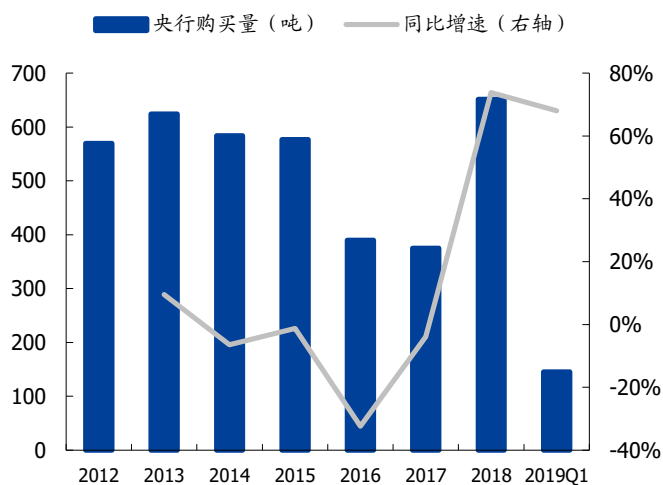


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4、全球央行购金意愿增强

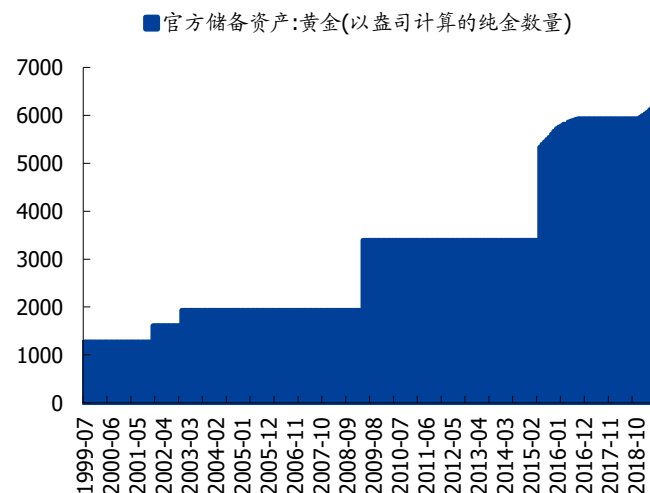
据世界黄金协会统计数据，2018 年全球黄金总需求同比增长 4.45% 至 4345.1 吨，其中央行购金成为亮点。据统计，2018 全球央行净买入黄金量超 650 吨(同比大幅增长 73%)，而这一趋势在 2019Q1 仍在延续；另据我国央行披露的数据，自 2018 年 12 月至今，我国央行已连续 7 个月增持黄金储备，累计购入量超 270 万盎司，全球央行对黄金资产的青睐可见一斑，这或也将对金价形成支撑。

图表 42: 全球央行黄金净买入量大幅增加



资料来源: WGC, 国盛证券研究所

图表 43: 我国央行近半年以来连续增持黄金资产

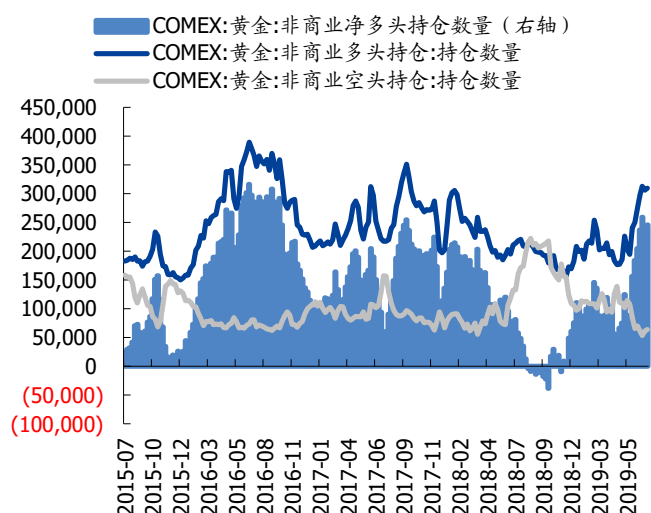


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5、金价或将持续偏强运行

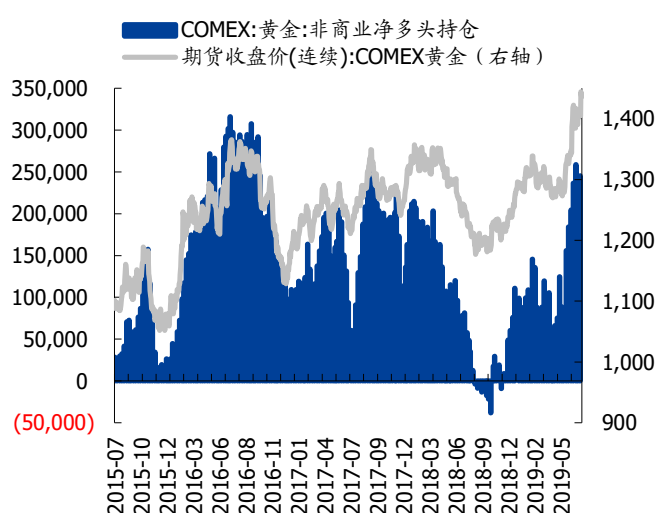
在美国经济增速边际趋缓以及美联储开启新一轮降息渐成大概率事件的背景下，美国国债长端名义利率持续下行的可能性不断增加，从而带动实际利率一并下降，从而利好黄金价格。短期来看，全球主要黄金ETF持仓量、COMEX非商业净多头持仓数量等数据已超过或接近2016年前后的高位水平，显示近期市场看多情绪高涨，预计金价将大概率偏强振荡向上运行。

图表 44: COMEX 非商业持仓头寸变化 (单位: 张)



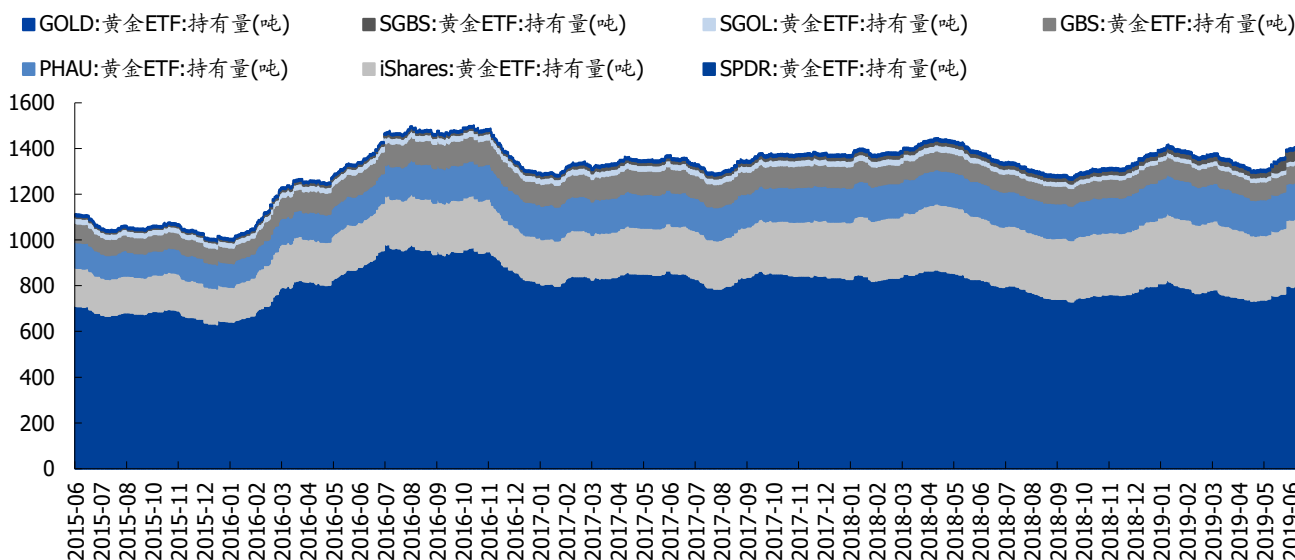
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 45: COMEX 非商业多头净头寸与金价走势 (单位: 张, 美元/盎司)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 46: 全球主要黄金 ETF 持仓量变化 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值分析

1、盈利预测

假设 2019-2021 年国际黄金价格均价分别为 1350/1375/1400 美元/盎司，美元兑人民币汇率维持在 6.85 的水平；根据公司业务经营规划，假设 2019-2021 年权益黄金产量分别为 38/43/47 吨，其他业务在现有基础上平稳增长，三费率维持较为平稳的水平。

图表 47：分业务盈利预测（单位：百万元）

	2018A	2019E	2010E	2021E
黄金	10578.22	12361.03	14259.12	16015.24
外购金	26999.80	27539.80	28090.59	28652.40
小金条	16824.39	17160.88	17504.09	17854.18
其他业务	385.47	393.18	401.04	409.07
总计	54,787.88	57,454.88	60,254.85	62930.89

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

据此，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 575/603/629 亿元，其中来自黄金采选业务的营收分别为 124/143/160 亿元，2019-2021 年归母净利分别为 19.3/29.4/37.2 亿元。

2、估值分析

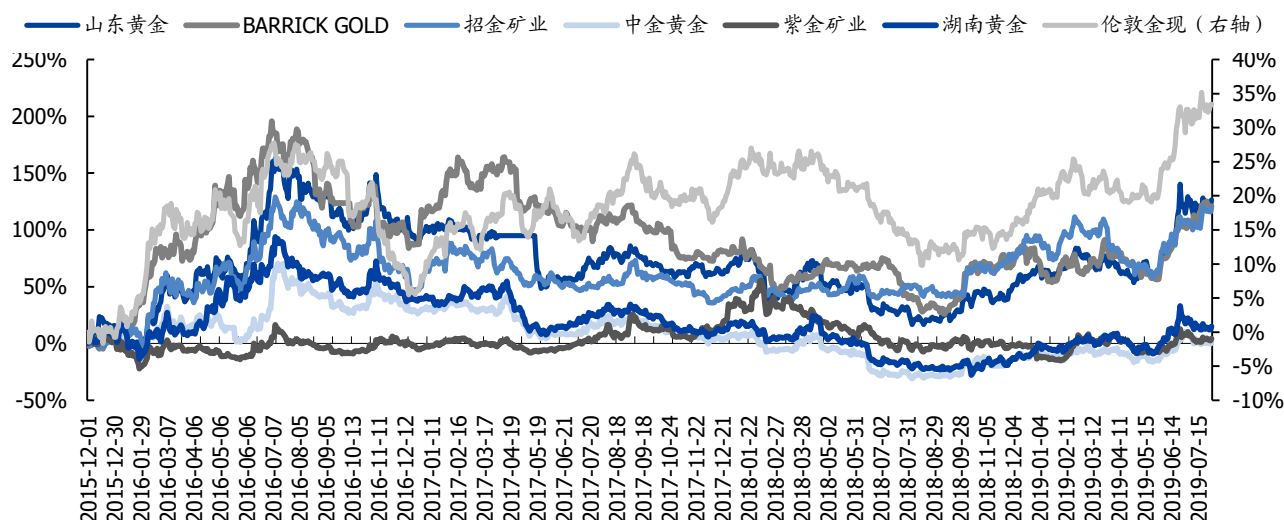
A 股可比公司主要有中金黄金、紫金矿业、湖南黄金等，行业平均估值为 43 倍。回顾以往金价走强过程中黄金股票表现，以巴里克、山东黄金等为代表的国内外龙头标的往往体现出超越其他公司的价格弹性及上涨动能（例如 2015.12-2016.07 期间金价涨幅近 30%，巴里克、山东黄金股价涨幅分别超过 190%和 150%）。考虑山东黄金为质地纯粹的国内黄金行业龙头，且未来具有一定的成长性，给予公司目标价 47.5 元，对应 55 倍估值，首次覆盖予以“增持”评级。

图表 48：可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	EPS				PE			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
600489.SH	中金黄金	9.29	0.06	0.11	0.12	0.16	151	79	70	55
601899.SH	紫金矿业	3.57	0.18	0.21	0.25	0.29	19	17	14	12
002155.SZ	湖南黄金	9.26	0.23	0.28	0.35	0.46	35	33	26	20
								43	37	29
600547.SH	山东黄金	40.95	0.40	0.87	1.33	1.68	76	47	31	24

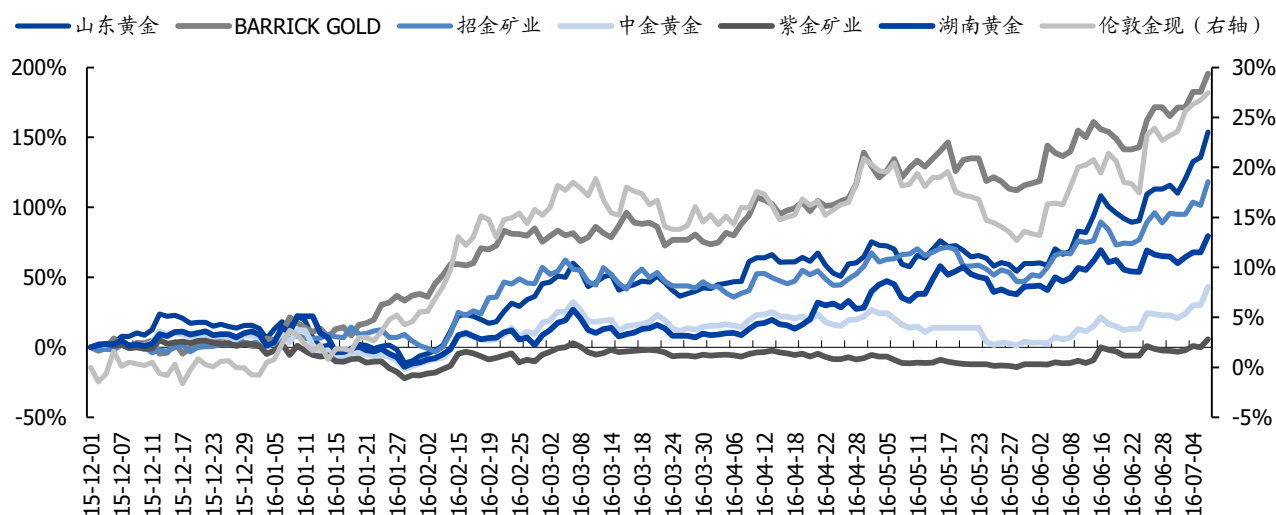
资料来源：Wind，国盛证券研究所（备注：基于 7 月 29 日收盘数据）

图表 49: 2015 年 12 月至今主要黄金公司股价随金价相对走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 50: 公司股价在金价走强时体现出较高弹性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

黄金价格大幅下跌, 公司黄金采选业务收入有可能受影响而减少;
汇率大幅波动, 公司海外矿山收入可能会产生波动;
资产注入及海外并购进程不及预期, 公司业务规模或受到影响;
矿山品位下滑、安全生产风险等, 公司矿产金产量及业务正常开展或受负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街 35 号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 101 层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com