

分析师: 周建华

执业证书编号: S0730518120001

zhoujh-yjs@ccnew.com 021-50588666-8157

金价走强增厚收益, 公司投资机会显现

——山东黄金(600547)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)
市场数据(2018-12-07)

发布日期: 2018年12月10日

收盘价(元)	28.09
一年内最高/最低(元)	34.20/21.04
沪深300指数	3181.57
市净率(倍)	3.81
流通市值(亿元)	407.73

事件:

- 国际金价连续3个月回升, 自前期低位区间1200美元/盎司以来上涨约5.4%, 上周更是大涨2.13%, 金价走强趋势显现。

投资要点:

- **全球动荡氛围有利黄金价格上涨。**(1)英国脱欧存在“硬脱欧”的风险, 英国脱欧协议遭到部分保守党议员和工党的反对, 12月14日投票结果可能导致英国首相下台。(2)法国暴力骚乱严重打击马克龙的执政威信, 由上调燃油税引发的骚乱将放缓马克龙的改革步伐, 重挫其重塑欧盟的信心。(3)中美贸易拉锯战还在持续, 阿根廷G20会议两国谈判取得进展, 但华为副董事长孟晚舟被捕又为中美贸易谈判蒙上了一层阴影。(4)美联储加息的节奏放缓或致美元疲软, 美联储主席鲍威尔的最新谈话暗示2019年加息次数或少于2018年, 市场预期只有2次, 美元加息步入尾声。全球不稳定因素增加, 避险情绪升温, 美元走弱, 都有利于黄金价格走强。
- **公司作为国内黄金龙头, 充分享受金价上涨带来的收益。**(1)公司2017年实现总收入510.41亿, 归属母公司股东净利润11.37亿; 2018年前三季度实现总收入372.6亿, 归属母公司股东净利润7.7亿, 同比下滑13.92%, 其黄金主业比较平稳, 业绩下滑的主要原因是投资净收益和公允价值变动。(2)公司2017年全年矿产金产量35.88吨, 在全国排名第一, 根据公司规划到2020年黄金产量有望达到50吨。(3)公司不断深挖内潜, 走国际化之路, 2017年7月公司以9.6亿美元完成对世界黄金龙头巴里克旗下阿根廷最大金矿、南美第二大金矿贝拉德罗金矿50%股权的收购。该矿山2017年实现矿产金权益产量5.92吨, 占公司黄金总产量的18.1%。
- **公司黄金资源量潜力巨大。**(1)母公司山东黄金集团拥有约60.29吨黄金储量尚未完全注入上市公司。(2)2017年3月公司探获的“三山岛矿区西岭金矿”, 已备案金金属量382.58吨, 预计勘探结束后, 可提交金资源量550吨以上, 潜在经济价值1500亿元, 成为国内有史以来最大的单体金矿。(3)公司与国际黄金龙头巴里克深入合作, 将来有望对海外金矿进行联合开发, 发展空间广阔。
- **H股上市, 公司行业地位进一步巩固。**2018年9月公司登陆香港交易所, 每股H股发售价为14.7港元, 全球共发售3.2773亿股, 行使超额配售权额外发行29,159,500股, 募集资金总额约52.46亿港元。资金主要用于偿还贝拉德罗金矿收购贷款及补充营运资金, H股上市将有效降低公司

基础数据(2018-9-30)

每股净资产(元)	9.67
每股经营现金流(元)	0.83
毛利率(%)	9.78
净资产收益率-摊薄(%)	3.65
资产负债率(%)	54.11
总股本/流通股(万股)	218484.88/145150.07
B股/H股(万股)	0/32773

个股相对沪深300指数表现


资料来源: 贝格数据, 中原证券

相关报告
联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

财务费用和资产负债率，同时也为公司提供了一个国际化战略平台。

- **盈利预测与估值。**预计 2018-2020 年归属母公司股东净利润 10.8 亿元、16.5 亿元和 21.3 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.75 元和 0.96 元，对应 12 月 7 日收盘价 28.09 元/股的 PE 分别为 57.5 倍、37.6 倍和 29.2 倍，首次给予“增持”评级。

风险提示：（1）金价上涨不及预期，（2）黄金需求不及预期，（2）公司矿山品位大幅下降，开采成本大幅上升。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	50198.9	51041.3	52062.1	57268.3	62995.2
增长比率	30.1%	1.7%	2.0%	10.0%	10.0%
净利润(百万元)	1292.8	1137.4	1081.9	1654.0	2130.7
增长比率	120.2%	-12.0%	-4.9%	52.9%	28.8%
每股收益(元)	0.58	0.51	0.49	0.75	0.96
市盈率(倍)	48.1	54.7	57.5	37.6	29.2

资料来源：贝格数据，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

利润表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	50198.9	51041.3	52062.1	57268.3	62995.2	成长性					
减: 营业成本	45,799.1	46,412.4	47,116.2	51,827.8	57,010.6	营业收入增长率	30.1%	1.7%	2.0%	10.0%	10.0%
营业税费	180.6	240.7	146.8	212.5	236.1	营业利润增长率	98.3%	-2.8%	-9.4%	52.8%	29.5%
销售费用	34.4	31.2	38.1	38.7	42.4	净利润增长率	120.2%	-12.0%	-4.9%	52.9%	28.8%
管理费用	2,205.2	2,201.0	2,293.6	2,502.7	2,748.2	EBITDA 增长率	42.5%	22.5%	-3.9%	10.1%	6.1%
财务费用	324.7	500.0	821.6	457.1	67.2	EBIT 增长率	66.8%	5.5%	8.6%	18.3%	10.3%
资产减值损失	3.5	-2.9	6.5	2.4	2.0	NOPLAT 增长率	82.5%	0.7%	10.3%	18.3%	10.3%
加: 公允价值变动收益	25.4	-86.8	-233.4	-	-	投资资本增长率	46.2%	32.0%	3.8%	-24.1%	8.0%
投资和汇兑收益	21.7	62.3	89.6	57.9	69.9	净资产增长率	58.9%	5.0%	7.6%	8.1%	9.8%
营业利润	1,698.4	1,651.2	1,495.5	2,284.9	2,958.5	利润率					
加: 营业外净收支	-7.0	-22.6	-11.9	-13.8	-16.1	毛利率	8.8%	9.1%	9.5%	9.5%	9.5%
利润总额	1,691.5	1,628.6	1,483.6	2,271.1	2,942.4	营业利润率	3.4%	3.2%	2.9%	4.0%	4.7%
减: 所得税	382.6	435.2	370.9	567.8	735.6	净利润率	2.6%	2.2%	2.1%	2.9%	3.4%
净利润	1292.8	1137.4	1081.9	1654.0	2130.7	EBITDA/营业收入	7.1%	8.6%	8.1%	8.1%	7.8%
资产负债表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EBIT/营业收入	4.0%	4.2%	4.5%	4.8%	4.8%
货币资金	1,303.7	3,072.8	4,165.0	4,581.5	5,039.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	72	104	123	105	89
应收帐款	182.5	427.9	80.2	459.9	194.2	流动营业资本周转天数	-39	-39	-38	-43	-39
应收票据	4.1	19.1	1.9	19.0	6.6	流动资产周转天数	17	35	50	42	43
预付帐款	116.0	175.3	404.4	75.5	453.5	应收帐款周转天数	1	2	2	2	2
存货	1,370.0	3,102.2	2,758.9	678.2	3,526.0	存货周转天数	7	16	20	11	12
其他流动资产	76.9	111.8	76.5	88.4	92.2	总资产周转天数	183	249	286	245	217
可供出售金融资产	2.0	2.0	2.7	2.3	2.3	投资资本周转天数	109	148	168	137	112
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	371.5	399.2	399.2	399.2	399.2	ROE	8.3%	7.0%	6.1%	8.7%	10.2%
投资性房地产	234.5	226.7	226.7	226.7	226.7	ROA	4.6%	2.8%	2.7%	4.6%	5.7%
固定资产	11,108.8	18,431.7	17,261.8	16,091.8	14,921.9	ROIC	12.7%	8.7%	7.3%	8.3%	12.0%
在建工程	2,232.8	2,614.8	2,614.8	2,614.8	2,614.8	费用率					
无形资产	8,945.4	9,819.4	9,107.4	8,395.5	7,683.5	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	2,409.3	3,713.4	3,587.1	3,529.6	3,592.9	管理费用率	4.4%	4.3%	4.4%	4.4%	4.4%
资产总额	28,357.2	42,116.3	40,686.5	37,162.3	38,753.4	财务费用率	0.6%	1.0%	1.6%	0.8%	0.1%
短期债务	530.0	789.3	1,536.1	1,122.4	1,182.0	三费/营业收入	5.1%	5.4%	6.1%	5.2%	4.5%
应付帐款	2,079.8	2,816.2	1,420.9	3,309.7	2,138.5	偿债能力					
应付票据	515.9	388.9	597.3	437.8	709.9	资产负债率	42.4%	59.2%	54.6%	46.2%	43.4%
其他流动负债	4,114.7	6,679.2	6,342.4	6,407.2	6,465.5	负债权益比	73.5%	145.3%	120.2%	86.0%	76.5%
长期借款	88.0	6,857.6	6,707.2	-	-	流动比率	0.42	0.65	0.76	0.52	0.89
其他非流动负债	4,684.0	7,415.8	5,601.9	5,900.5	6,306.1	速动比率	0.23	0.36	0.48	0.46	0.55
负债总额	12,012.4	24,947.0	22,205.8	17,177.7	16,802.0	利息保障倍数	6.23	4.27	2.82	6.00	45.04
少数股东权益	825.6	844.9	874.2	922.7	997.2	分红指标					
股本	1,857.1	1,857.1	2,214.0	2,214.0	2,214.0	DPS(元)	0.08	0.03	0.07	0.09	0.11
留存收益	13,665.6	14,472.6	15,392.5	16,847.9	18,740.3	分红比率	14.4%	6.5%	15.0%	12.0%	11.2%
股东权益	16,344.8	17,169.3	18,480.7	19,984.6	21,951.4	股息收益率	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.4%
现金流量表	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	1,308.8	1,193.4	1,081.9	1,654.0	2,130.7	EPS(元)	0.58	0.51	0.49	0.75	0.96
加: 折旧和摊销	1,573.0	2,257.1	1,881.9	1,881.9	1,881.9	BVPS(元)	7.01	7.37	7.95	8.61	9.46
资产减值准备	3.5	-2.9	-	-	-	PE(X)	48.1	54.7	57.5	37.6	29.2
公允价值变动损失	-25.4	86.8	-233.4	-	-	PB(X)	4.0	3.8	3.5	3.3	3.0
财务费用	332.1	487.9	821.6	457.1	67.2	P/FCF	-14.3	25.9	84.4	122.3	90.7
投资收益	-21.7	-62.3	-89.6	-57.9	-69.9	P/S	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
少数股东损益	16.0	56.0	30.8	49.3	76.2	EV/EBITDA	15.3	13.7	16.5	13.4	12.5
营运资金的变动	314.0	2,006.2	-2,339.5	4,127.0	-3,475.4	CAGR(%)	9.2%	22.7%	22.8%	9.2%	22.7%
经营活动产生现金流量	2,724.0	3,698.7	1,153.7	8,111.4	610.6	PEG	5.2	2.4	2.5	4.1	1.3
投资活动产生现金流量	-1,682.6	-10,407.8	88.9	58.4	69.9	ROIC/WACC	1.2	0.9	0.7	0.8	1.2
融资活动产生现金流量	-384.4	7,967.0	-150.4	-7,753.3	-222.3	REP	2.4	2.9	3.9	4.0	2.5

资料来源: 贝格数据, 中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。