

2020 年 05 月 11 日

A 股黄金板块 2019 年报及 2020 年一季报综述及下半年前瞻

盈利弹性和资本运作渐入佳境

本文基于 A 股 5 家黄金公司即紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金、中金黄金、湖南黄金 2019 年报及 2020 年一季报数据，并综合产量、储量、资本运作、股权变化以及业绩弹性进行更新综述，并对黄金板块 2020 年下半年运行情况进行展望。

■2019 年至 2020 年一季度，金价进入上行区间，黄金公司业绩显著增厚。至 2020 年 3 月 31 日，伦敦金价收于 1608 美元/盎司，金交所现货金价收于 364.3 元/g，与 2019 年初相比上涨 25.4%、27.4%。黄金公司矿产金产量增加，单位生产成本稳定。2019 年全国矿产金产量为 314.37 吨，同比-9.13%，在行业普遍缩量的情况下，赤峰黄金矿产金同比+35.9%，紫金矿业矿产金同比+11.8%，山东黄金矿产金同比+2.03%，湖南黄金矿产金同比+0.12%。各公司矿产金生产成本平稳。黄金公司营收增幅明显，营业成本增速与收入增速保持一致，期间费用增幅可控。2019 年 5 家黄金公司营收同比增长均在 10% 以上，营业成本与收入增速相匹配。紫金矿业归母净利同比+4.65%，山东黄金同比+47.24%，赤峰黄金同比由负转正，归母净利显著增厚。中金黄金同比-2.86%，湖南黄金同比-240%。

■2019 年黄金股基金持仓先扬后抑，2019Q4 至 2020Q1 黄金股增仓明显。2019Q1 黄金股未走出相对收益，基金持仓市值 22.12 亿，环比下降 43%。2019Q2 黄金价格开启上涨趋势，基金持仓市值也显著增加至 58.74 亿元，环比+166%。2019Q3-Q4 黄金股未走出相对收益，至 2020Q4 黄金股基金持仓为 15 亿。2020Q1 黄金价格+5.48%，黄金股基金持仓市值显著增加至 36 亿，环比+140%。

■2019 年至 2020 年一季度，主要黄金公司在黄金资源收购兼并方面表现活跃，强化产量及储量成长性。2019 年 12 月 2 日紫金矿业收购大陆黄金，提升黄金行业话语权。2020 年 5 月 8 日山东黄金公告拟收购特麦克 100% 股权，巩固全球大型黄金生产企业的地位。2019 年中金黄金积极考察国内黄金项目，集团注入优质铜钼资产。2020 年 4 月 30 日，赤峰黄金拟剥离非矿业务，坚定聚焦黄金矿山主业。据我们测算，以 2019 年为基数，并只考虑内生增长的前提下，未来三年 2020~2022 年山东黄金、紫金矿业、赤峰黄金、中金黄金、湖南黄金的矿产金产量 CAGR 分别为 3.5%、7.9%、84.5%、0.0%、2.0%。

■在黄金中长期牛市中，A 股黄金公司均具有较强的业绩弹性和估值潜力。综合产储成长性、生产成本、资本运作和业绩弹性等因素，在我们可推荐的标的中，推荐标的依次为赤峰黄金、紫金矿业、山东黄金、中金黄金、湖南黄金。其中，赤峰黄金逐渐剥离非矿业务，黄金业务占比上升，矿产金产量成长性最强，业绩弹性最大。山东黄金黄金业务最纯粹，市值储量比、市值产量比有优势，集团注入和外延注入潜力较大。紫金矿业市值储量比、市值产量比最有优势，矿产金成长性较强。中金黄金成本较高具备较大的业绩弹性；湖南黄金业绩弹性和估值水平尚可。同时，黄金公司质押风险较低，解禁压力较轻。

■随着疫情压制逐步解除，实际利率有望进入深度负值区间，本轮金价有望创出历史新高，黄金板块配置价值日益凸显。2020 年 1 月疫情爆发以来，以美联储为主的全球央行释放了大量流动性，从美联储 4 月议息会的表态来看，预计其宽松政策将维持较长时间，直至经济出现恢复。我们认为，随着疫情逐渐消退、复工逐渐开启、先前大幅下跌的货币乘数逐渐回升，再叠加原油开始减产，通胀预期有望回升，在名义利率维持低位的背景下，实际利率将进入深度负值区间，金价有望创出历史新高，黄金股业绩弹性和资本运作潜力有望充分展现。

■风险提示：1) 金价低于预期；2) 公司矿产金产量，资源注入低于预期；3) 公司资本运作不及预期；4) 新冠疫情持续时间超预期。

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票	目标价	评级
600988 赤峰黄金	12.00	买入-A
601899 紫金矿业	5.80	买入-A
600547 山东黄金	50.00	买入-A
600489 中金黄金	11.00	买入-A
002155 湖南黄金	8.00	增持-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-5.26	-10.92	-24.51
绝对收益	-0.10	-9.71	-18.26

齐丁 分析师
SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政 报告联系人
wangzheng1@essence.com.cn

王建润 报告联系人
wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

黄金股的魅力 2019-01-10

黄金绽放，硕果可期 2019-10-10

内容目录

1. 2019 年及 2020 年一季度 A 股黄金公司整体综述	5
1.1. 金价进入上行区间	5
1.2. 收入：上市公司营业收入增幅明显	7
1.3. 成本：营业成本增幅与收入增幅匹配	9
1.4. 期间费用增幅可控	11
1.5. 归母净利显著增加	12
2. 基金持仓：2019Q4 回落，2020Q1 提升	14
3. A 股黄金上市公司的五大维度对比（基于截至 2020 年 4 月 30 日的最新公开披露数据）	15
3.1. 储量及成长性	15
3.2. 产量及成长性	17
3.3. 成本	20
3.4. 资本运作情况	21
3.5. 股权质押、解禁情况及增持情况	23
3.6. 业绩弹性及估值测算	23
4. 黄金板块配置价值日益凸显	25
5. 重点公司点评	27
5.1. 赤峰黄金：发展战略和业绩成长性迎来重大拐点	27
5.2. 紫金矿业：2019 年扣非净利大增，疫情不改有色核心资产价值	27
5.3. 紫金矿业：2020Q1 业绩增长强劲，波格拉事件可能激发金矿扩产雄心	27
5.4. 山东黄金：受益于金价上涨，一季报业绩迎来开门红	27
5.5. 湖南黄金：2019 年受锑钨拖累业绩，2020 年经营计划值得期待	27

图表目录

图 1: 2019 年至 2020 年 5 月 6 日金价累计上行 33%.....	5
图 2: 2019 年至 2020 年 5 月 6 日金价走势	5
图 3: 2019 年以来全球央行降息情况一览	6
图 4: 美国实际利率持续下行进入负值区间.....	6
图 5: 2017~2019H1 紫金矿业营业收入变化.....	7
图 6: 2017~2020Q1 紫金矿业营业收入变化	7
图 7: 2017~2019H1 山东黄金营业收入变化.....	7
图 8: 2017~2020Q1 山东黄金营业收入变化	7
图 9: 2017~2019H1 赤峰黄金营业收入变化.....	7
图 10: 2017~2020Q1 赤峰黄金营业收入变化	7
图 11: 2017~2019H1 中金黄金营业收入变化.....	8
图 12: 2017~2020Q1 中金黄金营业收入变化	8
图 13: 2017~2019H1 湖南黄金营业收入变化.....	8
图 14: 2017~2020Q1 湖南黄金营业收入变化	8
图 15: 2017~2019H1 紫金矿业营业成本变化.....	9
图 16: 2017~2020Q1 紫金矿业营业成本变化	9
图 17: 2017~2019H1 山东黄金营业成本变化.....	9
图 18: 2017~2020Q1 山东黄金营业成本变化	9
图 19: 2017~2019H1 赤峰黄金营业成本变化.....	9
图 20: 2017~2020Q1 赤峰黄金营业成本变化	9
图 21: 2017~2019H1 中金黄金营业成本变化.....	10
图 22: 2017~2020Q1 中金黄金营业成本变化	10
图 23: 2017~2019H1 湖南黄金营业成本变化.....	10
图 24: 2017~2020Q1 湖南黄金营业成本变化	10
图 25: 2017Q1~2020Q1 黄金公司期间费率变化.....	11
图 26: 2017~2019 年紫金矿业归母净利润变化.....	12
图 27: 2019 年紫金矿业毛利结构	12
图 28: 2017~2019 年山东黄金归母净利润变化	12
图 29: 2019 年山东黄金毛利结构	12
图 30: 2017~2019 年赤峰黄金归母净利润变化.....	13
图 31: 2019 年赤峰黄金毛利结构	13
图 32: 2017~2019 年中金黄金归母净利润变化.....	13
图 33: 2018 年中金黄金毛利结构	13
图 34: 2017~2019 年湖南黄金归母净利润变化.....	13
图 35: 2019 年湖南黄金毛利结构	13
图 36: 2018Q3~2020Q1 黄金公司持仓量.....	14
图 37: 2020Q1 黄金公司持仓增加	14
图 38: 2019 年 A 股主要黄金上市公司矿产金产量	17
图 39: 2005~2019 年山东黄金矿产金产量.....	17
图 40: 2015~2019 年赤峰黄金矿产金产量.....	18
图 41: 2000~2019 年紫金矿业矿产金产量.....	18
图 42: 2015~2019 年湖南黄金矿产金产量.....	19

图 43: 2019 年全球金矿生产 AISC 成本小幅提升	20
图 44: A 股黄金公司市权益值储量比 (亿/吨)	23
图 45: A 股黄金公司市值权益产量比 (亿/吨)	23
图 46: 2020 年 A 股主要黄金公司业绩弹性测算.....	24
图 47: 2020 年 3 月以来美联储资产负债表大幅扩张.....	26
图 48: 随着通胀预期回升, 名义利率维持低位, 实际利率有望降至深度负值区间.....	26
图 49: -1 至-2 的实际利率基本对应 2000 美元/盎司以上的金价.....	26
表 1: 2019 年 A 股主要黄金上市公司资源量情况	15
表 2: A 股主要黄金上市公司储量增长潜能.....	16
表 3: 2020~2022 年 A 股黄金公司产量预期 (只考虑内生增长)	19
表 4: A 股黄金公司矿产金单位销售成本.....	20
表 5: 2019 年黄金公司资本运作及融资潜能.....	22
表 6: A 股代表性黄金企业股权质押、解禁以及股票增减持情况	23
表 7: A 股主要黄金公司业绩及估值测算.....	23
表 8: 美联储已经实施的资产购买计划或信贷计划一览.....	25

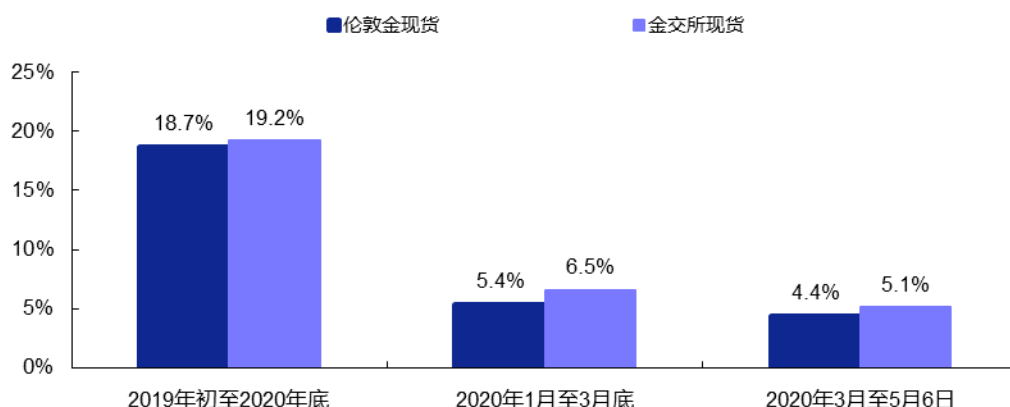
本文基于 A 股 5 家黄金公司即紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金、中金黄金、湖南黄金 2019 年报及 2020 年一季度数据，并综合产量、储量、资本运作、股权变化以及业绩弹性进行更新综述，并对黄金板块 2020 年下半年运行情况进行展望。

1. 2019 年及 2020 年一季度 A 股黄金公司整体综述

1.1. 金价进入上行区间

2019 年伦敦金价累计上涨 18.7%，金交所现货金价累计上涨 19.2%；2020 年初至 2020 年 3 月 31 日，伦敦金价收于 1608 美元/盎司，金交所现货金价收于 364.3 元/g，与年初累计相比分别上涨 5.36%、6.54%；2020 年 3 月 31 日至 2020 年 5 月 6 日，伦敦金价收于 1691 美元/盎司，金交所现货金价收于 380.3 元/g，比 2019 年初累计上涨 33%、32%。

图 1：2019 年至 2020 年 5 月 6 日金价累计上行 33%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：2019 年至 2020 年 5 月 6 日金价走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2019 年以来黄金价格逐步进入上涨通道，一是美国经济逐渐放缓，美联储宽松政策逐步落地。2019 年上半年，美国 PMI、核心 CPI、新订单、就业等宏观广谱数据持续走弱，期限利差倒挂程度不断加深以及通胀预期持续下行显示美国经济放缓。2019 年 6 月底，美国 10 年期实际利率降至 3% 以下，美联储宽松预期不断高企。进入 2019 年下半年，7 月 31 日、9 月 18 日、10 月 31 日美联储议息会连续三次将联邦基金利率由 2.25%-2.5% 调降至 1.5%-1.75%，连续下调 75BP。一是为对抗疲软的全球经济增长所带来美国经济下行的风险，二是应对中美贸易摩擦带来的不确定性，三是尽快达到美联储 2% 的通胀目标。

二是全球央行竞相宽松，流动性开始释放。在美联储转鸽的背景下，全球央行开启竞相宽松模式，据我们统计，2019 年以来全球主要经济体开始持续降息。2020 年新冠疫情爆发以来全球各国央行竞相宽松。据我们统计，2020 年 1 月 19 日以来，共有 20 个重要的海外经济体持续降息。其中，美国联邦基金目标利率降至 0~0.25%，其它新兴经济体如南非、印度、巴西、土耳其、埃及等国降息幅度多在 50BP 以上。

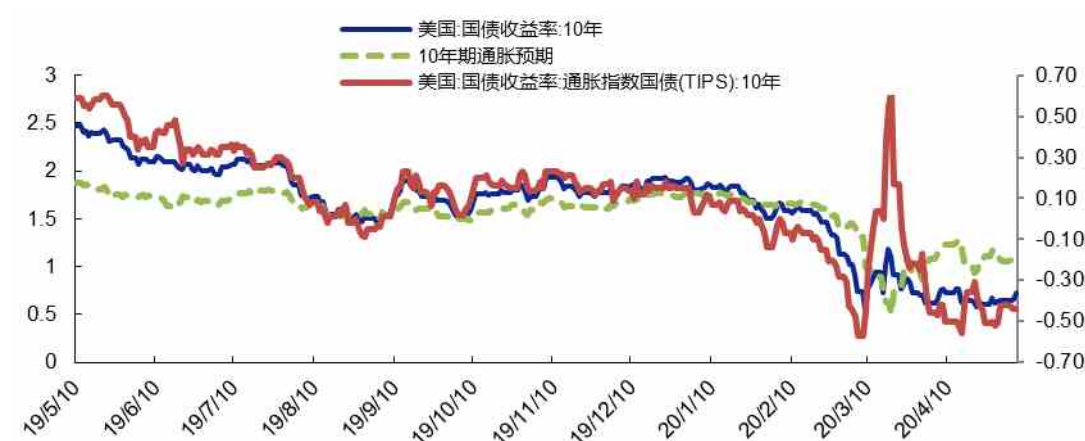
三是美国与其贸易伙伴之间关系紧张，美国与伊朗之间的地缘政治出现危机，英国和欧洲围绕英国脱欧的不确定性以及 2020 年初新冠疫情对全球经济造成重大冲击等一系列经济及政治问题悬而未决，黄金避险属性凸显。

图 3：2019 年以来全球央行降息情况一览

国家及地区	美国联邦基金目标利率	中国香港贴现窗基本利率(%)	韩国：基准利率	泰国：隔夜利率	马来西亚：隔夜利率	菲律宾：隔夜借款利率	印尼：基准利率	印度：基准回购利率	南非：再回购利率	俄罗斯：再融资利率	澳大利亚：隔夜利率	新西兰：基准利率	巴西：隔夜利率	冰岛：隔夜贷款贴现利率	挪威银行同业存款利率	乌克兰：贴现利率	土耳其：隔夜利率	埃及：贴现利率	智利：隔夜利率	墨西哥：基准利率
2020年1月19日以来																				
降息次数	2	2	1	2	2	3	2	1	2	2	2	1	2	3	1	3	3	1	2	1
降息幅度 (BP)	150	114	50	50	50	125	50	75	200	75	50	75	75	125	50	550	250	300	125	25
2019年以来																				
降息次数	5	5	3	4	3	6	6	6	4	7	5	3	6	8	4	8	8	5	6	5
降息幅度 (BP)	200	164	75	75	50	175	125	185	225	200	100	125	225	225	50	950	1100	650	250	100

资料来源：各国央行，安信证券研究中心

图 4：美国实际利率持续下行进入负值区间

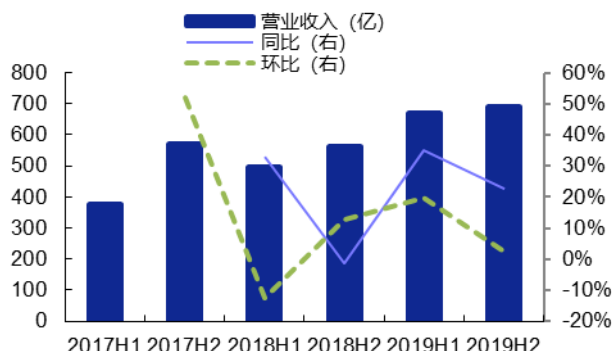


资料来源：wind，安信证券研究中心

1.2. 收入：上市公司营业收入增幅明显

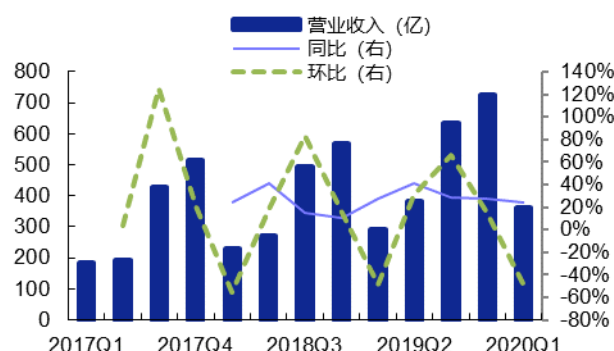
2019 年，紫金矿业实现营业收入约 1361 亿元，同比增长 28%；2020 年 Q1 实现营业收入约 361.6 亿元，同比增长 20%。

图 5：2017~2019H1 紫金矿业营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

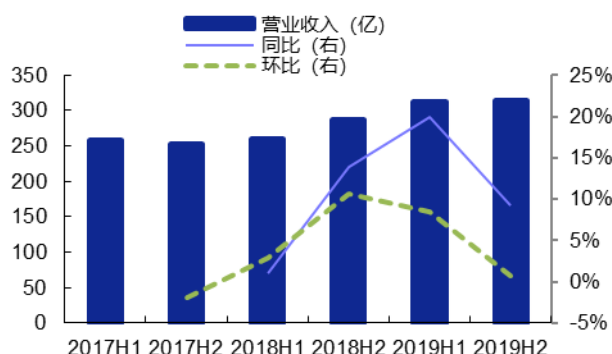
图 6：2017~2020Q1 紫金矿业营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

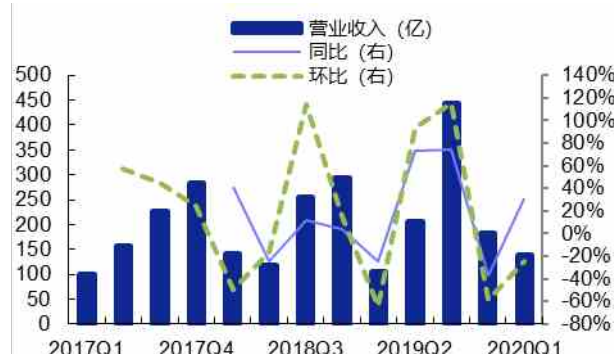
2019 年，山东黄金实现营业收入约 626 亿元，同比增长 14%；2020 年 Q1 实现营业收入约 139.7 亿元，同比增长 30%。

图 7：2017~2019H1 山东黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

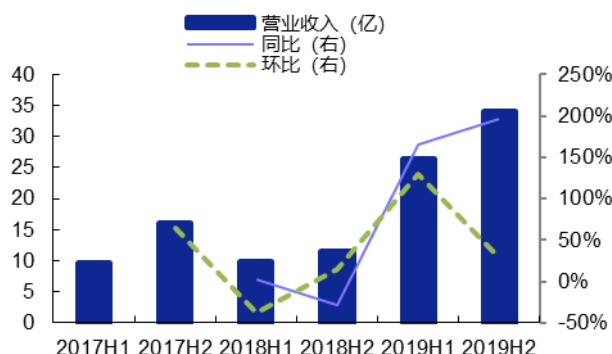
图 8：2017~2020Q1 山东黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019 年，赤峰黄金实现营业收入约 61 亿元，同比增长 182%；2020 年 Q1 实现营业收入约 12.2 亿元，同比下降 20%。

图 9：2017~2019H1 赤峰黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

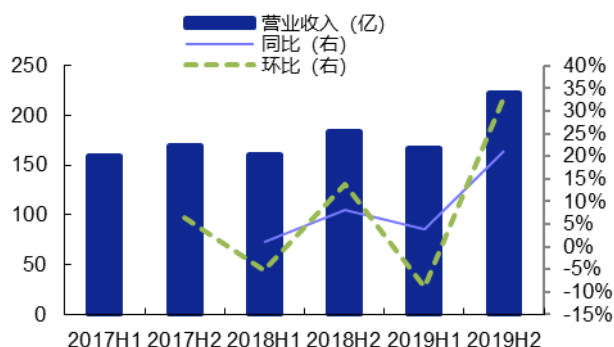
图 10：2017~2020Q1 赤峰黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019 年，中金黄金实现营业收入约 390 亿元，同比增长 13%；2020 年 Q1 实现营业收入约 73.2 亿元，同比下降 10%。

图 11：2017~2019H1 中金黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

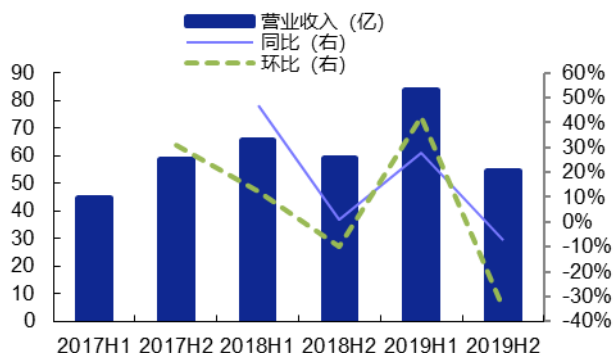
图 12：2017~2020Q1 中金黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

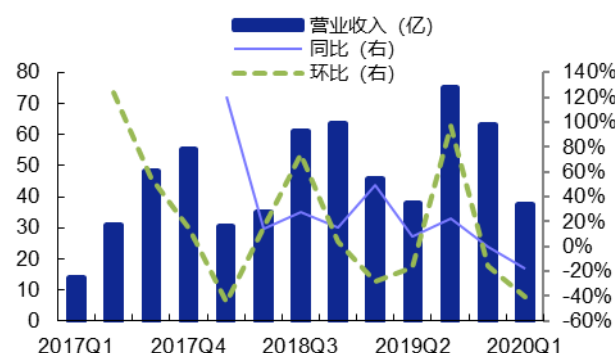
2019 年，湖南黄金实现营业收入约 138 亿元，同比增长 11%；2020 年 Q1 实现营业收入约 37.6 亿元，同比下降 20%。

图 13：2017~2019H1 湖南黄金营业收入变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 14：2017~2020Q1 湖南黄金营业收入变化

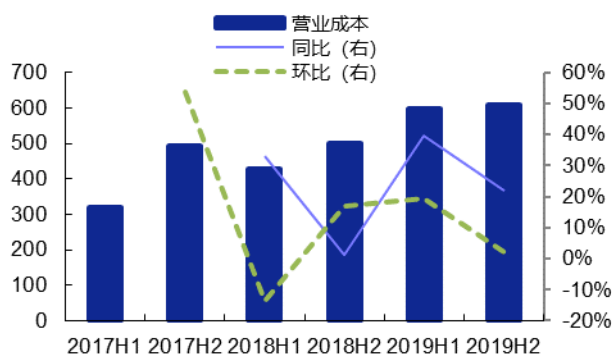


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 成本：营业成本增幅与收入增幅匹配

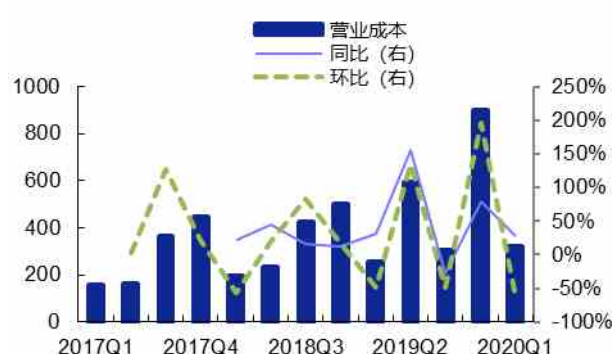
2019 年，紫金矿业营业成本约 1205.83 亿元，同比增长 30.15%；2020 年 Q1 实现营业收入约 322.37 亿元，同比增长 27%。

图 15：2017~2019H1 紫金矿业营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

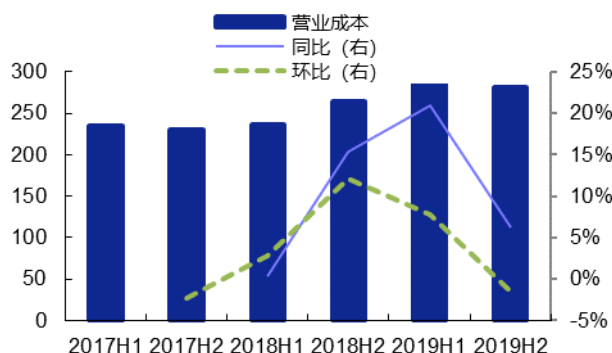
图 16：2017~2020Q1 紫金矿业营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019 年，山东黄金营业成本约 565.86 亿元，同比增长 13.13%；2020 年 Q1 实现营业收入约 122.21 亿元，同比增长 31.35%。

图 17：2017~2019H1 山东黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

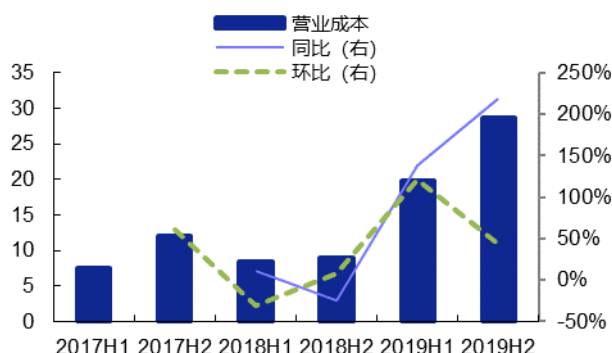
图 18：2017~2020Q1 山东黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019 年，赤峰黄金营业成本约 48.48 亿元，同比增长 179.71%；2020 年 Q1 营业成本约 9.18 亿元，同比下降 27.34%。

图 19：2017~2019H1 赤峰黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 20：2017~2020Q1 赤峰黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019 年，中金黄金营业成本约 346.47 亿元，同比增长 12.24%；2020 年 Q1 实现营业收入

约 64.17 亿元，同比下降 9.12%。

图 21：2017~2019H1 中金黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 22：2017~2020Q1 中金黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

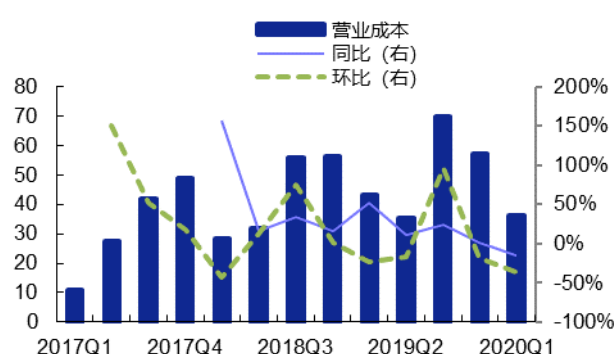
2019 年，湖南黄金营业成本约 126.81 亿元，同比增长 12.91%；2020 年 Q1 营业成本约 36.24 亿元，同比下降 15.63%。

图 23：2017~2019H1 湖南黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 24：2017~2020Q1 湖南黄金营业成本变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.4. 期间费用增幅可控

紫金矿业期间费用小幅增加。2019 年紫金矿业销售费用下降明显，其余费用和营业税金及附加均有所增加。2019 年公司销售费用同比下降 35%，主要是部分运输费用计入营业成本，运输费用同比下降约 3.5 亿。管理费用、研发费用、营业税金及附加均有所增加，整体增幅和收入增幅接近。

山东黄金期间费用 2019 年均有所增长，这与山金金控并表以及公司营业收入增长有关，增长较平稳。

图 25：2017Q1~2020Q1 黄金公司期间费率变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

赤峰黄金期间费用率同比下降 3.66pct。2019 年总费用率为 11.35%，同比下降 3.66pct。分项目来看，其中销售费用和管理费用同比分别增长，主要原因为子公司 LXML 全年纳入合并。从费用率来说，销售费用率提高 0.51pct，而管理费用率下降 3.31pct。财务费用率提高 0.07pct，主要受收购项目融资金额较大，利息支出较高及汇兑损益所致。

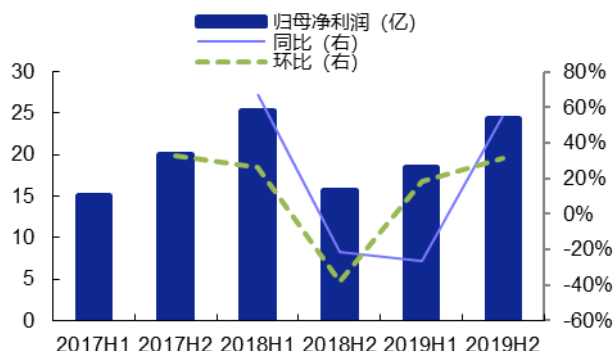
湖南黄金期间费用率小幅上升。2019 年湖南黄金销售、管理、研发和财务费用同比分别上升 3.53%、6.83%、-3.33%和 13.87%。

1.5. 归母净利润显著增加

受益于黄金价格上涨，2019 年黄金公司盈利能力显著增强。

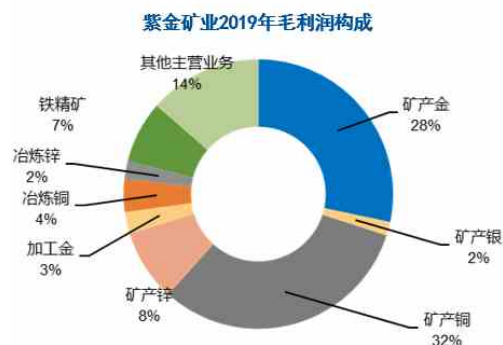
2019 年，紫金矿业实现归母净利润 42.84 亿元，同比增加 4.65%。其中矿产金毛利结构占比为 28%，矿产银毛利结构占比 2%。2020 年一季度，实现归母净利润 10.4 亿元，同比增加 18.93%。

图 26：2017~2019 年紫金矿业归母净利润变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

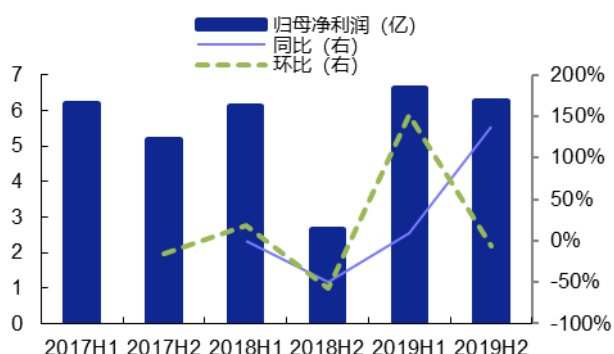
图 27：2019 年紫金矿业毛利结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

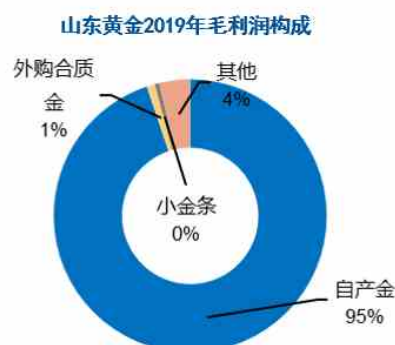
2019 年，山东黄金实现归母净利润 12.89 亿元，同比增加 47.24%。自产金毛利结构占比为 95%。2020 年一季度，实现归母净利润 5.63 亿元，同比增加 54.02%。

图 28：2017~2019 年山东黄金归母净利润变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

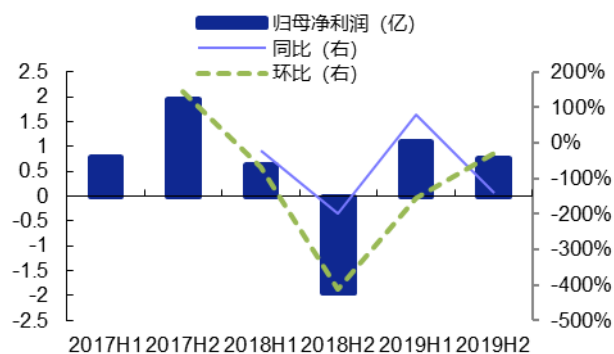
图 29：2019 年山东黄金毛利结构



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

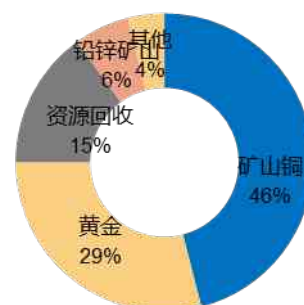
2019 年，赤峰黄金实现归母净利润 1.88 亿元，同比转正，矿产金毛利结构占比为 29%。2020 年一季度，实现归母净利润 0.09 亿元，同比下降 85%。

图 30: 2017~2019 年赤峰黄金归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

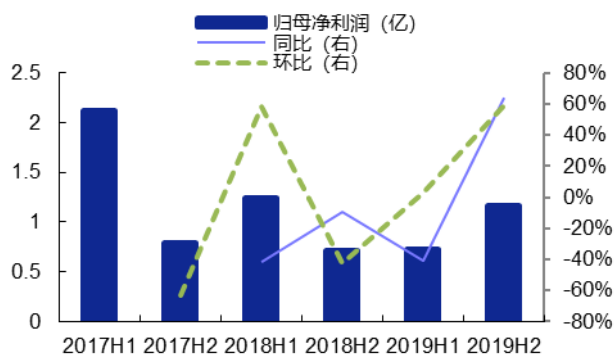
图 31: 2019 年赤峰黄金毛利结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

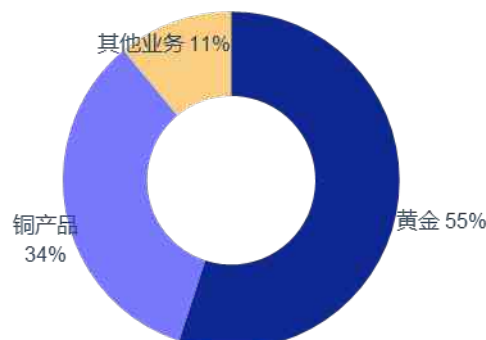
2019 年, 中金黄金实现归母净利润 1.9 亿元, 同比下降 2.86%; 2020 年一季度, 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 390.3%。

图 32: 2017~2019 年中金黄金归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

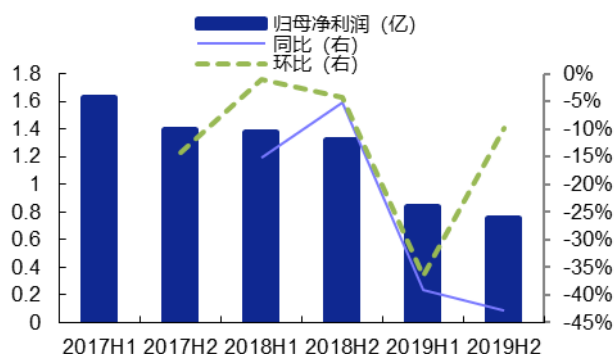
图 33: 2018 年中金黄金毛利结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

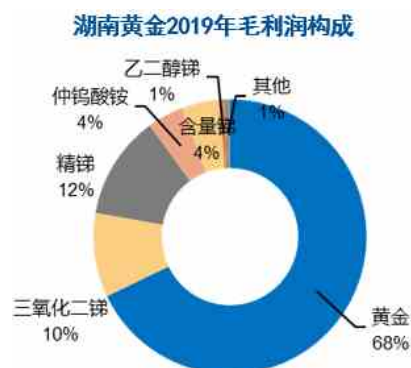
2019 年, 湖南黄金实现归母净利润 1.6 亿元, 同比下降 240.91%, 黄金毛利结构占比为 68%。
2020 年一季度, 实现归母净利润 -0.38 亿元, 同比下降 181.50%。

图 34: 2017~2019 年湖南黄金归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 35: 2019 年湖南黄金毛利结构



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

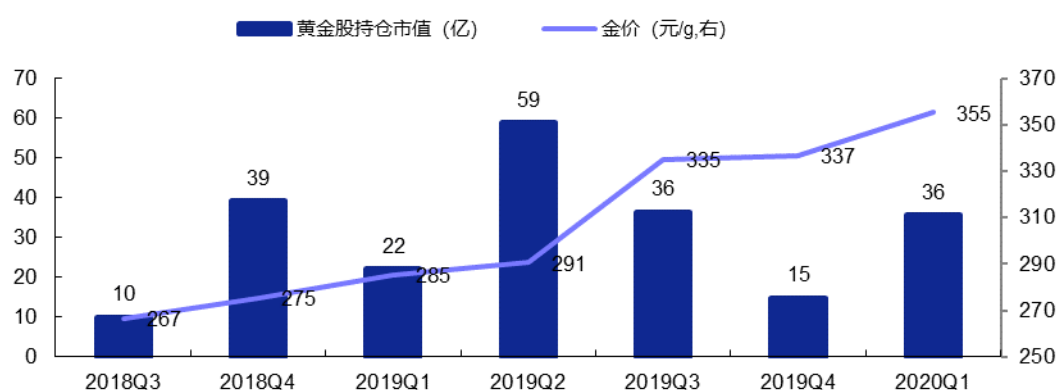
2. 基金持仓：2019Q4 回落，2020Q1 提升

我们基于 136 家基金公司披露的十大重仓股，梳理了黄金股 2019 年及 2020 年一季度基金持仓情况。

2019 年黄金股持仓先扬后抑。2019Q1 黄金均价 286.5 元/克，环比+3.6%，黄金涨幅低于预期，黄金股未走出相对收益，基金持仓市值 22.12 亿，环比下降 43%。2019Q2 黄金均价 290.6 元/克，环比+1.9%，黄金价格开启上涨趋势，基金持仓市值也显著增加至 58.74 亿元，环比+166%。2019Q3-Q4 黄金价格开始横盘，黄金股未走出相对收益，基金持仓开始减少，至 2020Q1，黄金股基金持仓为 15 亿。

2019Q4 至 2020Q1 黄金股增仓明显。2019Q4~2020Q1 黄金价格+5.48%，黄金股基金持仓市值由 15 亿显著增加至 36 亿，环比+140%。

图 36：2018Q3-2020Q1 黄金公司持仓量



资料来源：Wind，安信证券研究中心

机构配置偏好市值较大的黄金公司。从持股总市值来看，2020Q1 机构持仓市值分别为紫金矿业 (57.2 亿)、山东黄金 (22.9 亿)、赤峰黄金 (3.4 亿)、中金黄金 (2.8 亿)、湖南黄金 (1 亿)。从机构加仓力度来看，紫金矿业加仓市值 10.1 亿，山东黄金加仓市值 14 亿，赤峰黄金加仓市值 2.8 亿，中金黄金加仓市值 1.4 亿，湖南黄金加仓 0.2 亿。

图 37：2020Q1 黄金公司持仓增加

序号	公司	持股数量 (亿股)	持股总 市值(亿)	持股占流 通股比(%)	加仓股数 (亿)	加仓市值 (亿)
1	紫金矿业	15.5	57.2	8.1	2.4	10.1
2	山东黄金	0.7	22.9	3.0	0.4	14.0
3	赤峰黄金	0.4	3.4	2.9	0.4	2.8
4	中金黄金	0.4	2.8	1.0	0.2	1.4
5	湖南黄金	0.1	1.0	1.1	0.0	0.2

资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. A 股黄金上市公司的五大维度对比（基于截至 2020 年 4 月 30 日的最新公开披露数据）

3.1. 储量及成长性

从资源量排序来看，紫金矿业、山东黄金、中金黄金资源量较大。根据公司 2019 年披露情况，紫金矿业按权益保有金金属权益资源量为 2130 吨，居上市公司之首。山东黄金权益资源量为 884 吨，中金黄金为 465 吨（2018 年数据）。湖南黄金、赤峰黄金资源量依次为 141 吨、134 吨。

表 1：2019 年 A 股主要黄金上市公司资源量情况

公司名称	主力矿山及区域	资源量（吨）	权益资源量（吨）
紫金矿业	波格拉金矿（巴新）、泽拉夫尚（塔吉克斯坦）、金田黄金（澳洲）紫金山（福建）	2130	2130
山东黄金	三山岛（山东）、焦家金矿（山东）、新城金矿（山东）、玲珑金矿（山东）、贝拉德罗（阿根廷）	1102	884
中金黄金	排山楼（辽宁）、苏尼特金矿（内蒙古）、夹皮沟矿业（吉林省）	496	465
湖南黄金	沃溪金锑钨矿（湖南）、龙山金锑矿（湖南）、黄金洞金矿（湖南）、万金矿（湖南）	141	141
赤峰黄金	吉隆矿业（内蒙古）、五龙金矿（辽宁）、Sepon 铜金矿（老挝）	144	134

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

*每个公司包括每个矿山披露的资源量/储量标准有所不同，但限于数据的可得性，表中的数据并未做精确区分。

从增储潜力来看，紫金矿业、山东黄金、中金黄金、赤峰黄金增储潜能较大。

紫金矿业外延并购能力强。紫金矿业现有黄金资源量约 2130 吨，远高于国内同行水平，客观上具备较大的挖潜增产空间；同时公司并购能力较强且持续在考察海内外优质黄金项目。

山东黄金在内生增储、集团注入及外延并购三方面都有较强潜能。一是山东黄金国内主力矿山基本都在岩金资源最为丰富的胶东半岛，深部及周边找矿潜力大，海外的阿根廷贝拉德罗金矿也与阿根廷及智利著名的 EL indio 黄金矿带毗邻，同样具有较大增储潜力。二是集团注入潜力大。据集团公告，明确承诺将持有的剩余黄金资产逐步注入上市公司，其中集团的 14 宗采矿权以及 12 宗探矿权预计将在 2020 年开启转让程序，我们预计集团体内上市公司体外黄金资产目前黄金产量约 8 吨，此外集团持有的世界级金矿——三山岛西岭——备案储量高达 382 吨，潜在经济价值多达 1500 多亿元，集团也明确承诺择机注入。三是公司跟巴里克黄金的深度合作，拟共同探索 Pascua-Lama 矿以及 El Indio Gold Belt 等项目，前景可观，同时也为公司在国际矿业并购方面奠定了一定知名度和基础。

中金黄金集团有望持续为中金黄金提供资源支持。中国黄金集团在全国范围内约有 48 家矿山企业，其中 42 家以黄金生产为主。截至 2017 年底，集团保有黄金资源量 1907 吨（包含中金黄金和中金黄金国际的资源量）。据集团公告，根据集团作出的非竞争承诺，公司为集团境内黄金资源业务的唯一上市平台，未来集团境内大量的黄金资源有望持续注入上市公司，公司有望获得较为持续的资源增厚。

赤峰黄金 Sepon 探矿成果显著，未来仍具备较大增储潜力。2019 年公司积极推进矿区黄金开采业务重启，并取得显著找矿成果，根据最新符合 JORC 标准资源储量报告，截至 2019 年末，万象矿业拥有金矿资源量约 102.6 吨，平均品位 4.1 克/吨，相对于前期 39.44 吨的资源量，增幅高达 160%，为公司未来黄金扩产奠定坚实的资源基础。同时，据公告，该资源量估算仅包含 Discovery 矿区、Nalou 矿区以及 Discovery 矿床深部，而在此之外仍具有较多的金矿靶区。我们预计，在进一步进行勘探工作后，Sepon 金矿仍具备较大增储潜力。

表 2：A 股主要黄金上市公司储量增长潜能

公司名称	增储情况	
	内生增储	集团资源
紫金矿业	现有矿山勘探增储	外延并购能力强
山东黄金	持续整合探矿权，胶东半岛金矿增储潜力大，贝拉德罗亦具备较大增储潜力	集团承诺注入产能约 8 吨
中金黄金	现有矿山勘探增储	集团承诺注入产能约 5 吨
湖南黄金	现有矿山勘探增储	
赤峰黄金	SEPON 矿山勘探增储	

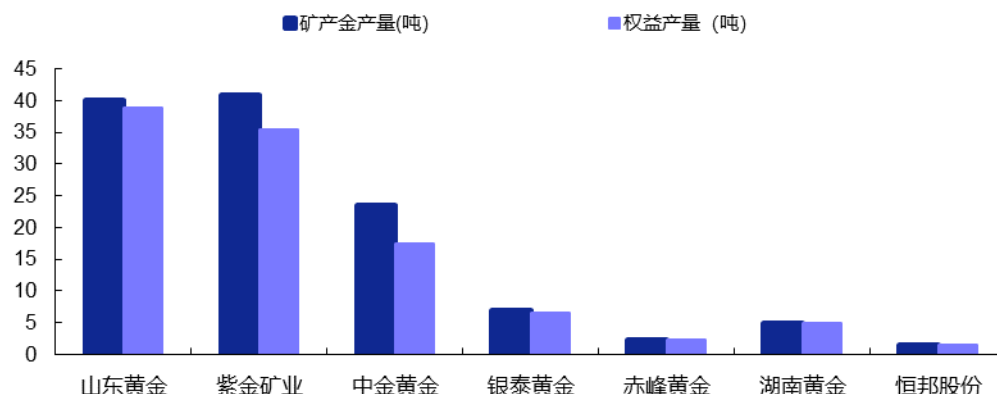
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 产量及成长性

从产量排序来看，山东黄金、紫金矿业、中金黄金产量较大，湖南黄金、赤峰黄金次之。值得注意的是，2019 年全国矿产金产量为 314.37 吨，同比-9.13%，在行业普遍缩量的情况下，国内黄金上市公司矿产金产量同比增长尤为可贵。

2019 年，山东黄金矿产金权益产量 38.8 吨，为国内上市公司最大；其次为紫金矿业矿产金权益产量 35.4 吨；中金黄金权益矿产金 17.5 吨（预计）；湖南黄金、赤峰黄金权益矿产金分别为 4.87 吨和 2.06 吨。

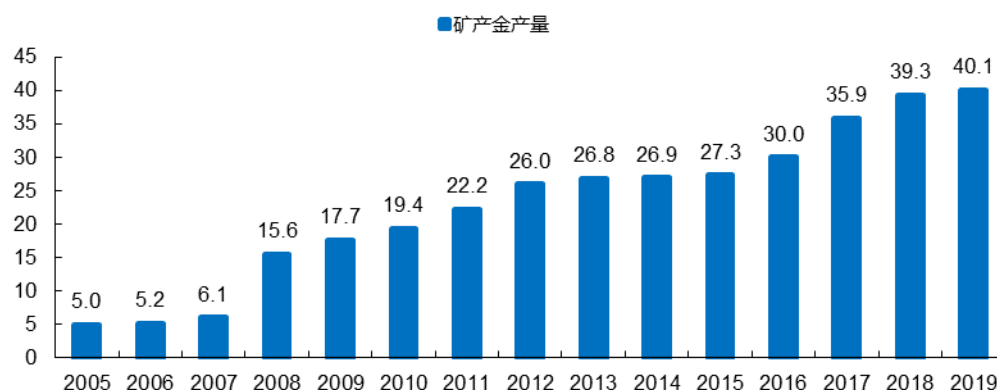
图 38：2019 年 A 股主要黄金上市公司矿产金产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

山东黄金矿产金产量增长超预期。2019 年公司矿产金产量约 40.12 吨，同比+2.03%，高于年初经营目标（37.87 吨），其中 2019H1 产金约 20.51 吨，2019H2 产金约 19.61 吨，2019 年国内产金约 31.58 吨，同比+3%，主要是蓬莱金矿、三山岛、焦家金矿等产金量有所增加。2019 年贝拉德罗产金约 8.54 吨，同比-1.4%，主要是入选品位从 2018 年的 0.85g/t 下降至 0.79g/t。此外，2019 年公司矿产金销量约 39.7 吨，稍低于产量。截至 3 月 20 日，山东黄金集团一季度累计生产黄金 11.587 吨，完成年度计划的 25.05%。

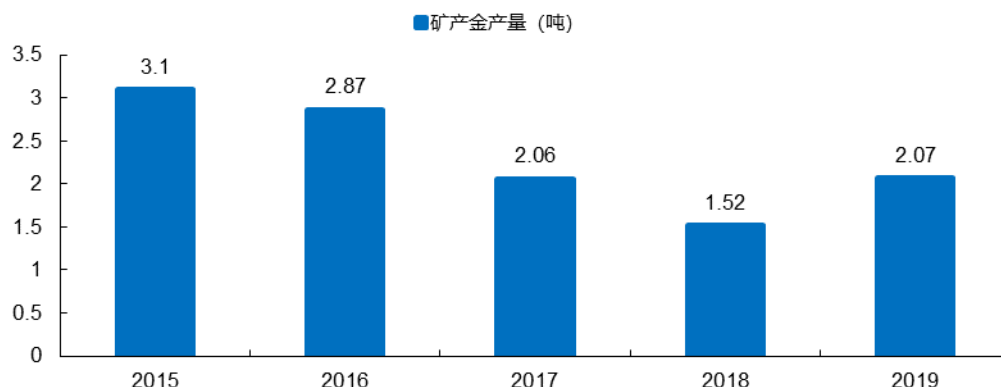
图 39：2005~2019 年山东黄金矿产金产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

赤峰黄金矿产金产量大幅增长。2019 年实现矿产金 2.07 吨，同比增长 35.9%。主要是扩张国内现有黄金矿采选规模。

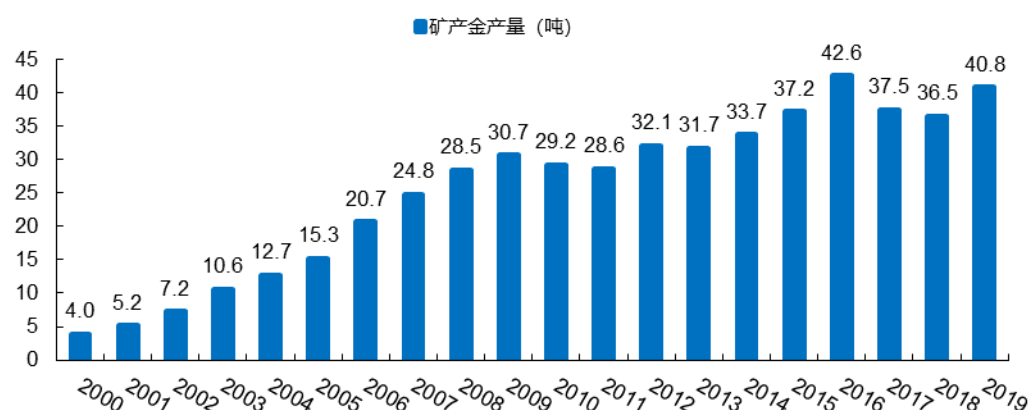
图 40：2015~2019 年赤峰黄金矿产金产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

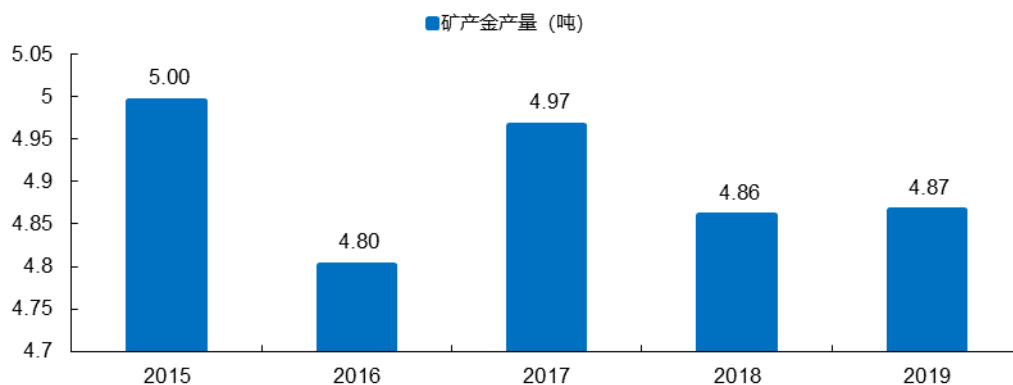
紫金矿业矿产金产量略超预期。2019 年公司矿产金产量 40.8 吨，同比+11.8%，矿产金超额完成目标。**2019 年波格拉及诺顿金田产金量恢复明显，中塔项目增产可观。**地震冲击过后，巴新波格拉金矿 2019 年产金量已恢复至 8.8 吨，甚至超过 2017 年水平。诺顿金田此前受剥离难度和品位影响 2018 年产量下降明显，直到 2019 年上半年，诺顿金田的产量和盈利水平依然偏低，截至 2019 年底诺顿金田全年产金约 5.75 吨，实现净利润 3.1 亿元，经营情况已明显好转。中塔泽拉夫尚吉劳，2019 年产金量达 5.7 吨，同比大增 34%，且超出年初公司预期，说明 10000t/d 选矿项目进展较为顺利。此外，贵州水银洞项目产金量亦有明显增加，福建紫金山金铜矿则因黄金资源衰竭，产金量如期下滑。

图 41：2000~2019 年紫金矿业矿产金产量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2019 年湖南黄金产量相对平稳。2019 年公司矿产金 4.87 吨、同比增长 0.12%。

图 42：2015~2019 年湖南黄金矿产金产量


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

从产量成长性来看，紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金都具备较好的产量成长性。

紫金矿业多项目齐头并进，保障矿产金产量持续增长。公司《2020-2022 年工作指导意见》显示，2020-2022 年矿产金产量目标为 44 吨、42~47 吨、49~54 吨，年复合增长率达到 6.3%~9.8%，除了哥伦比亚武里蒂卡金矿的投产外（预计达产可年产金 7.8 吨），公司正在加快实施陇南紫金、山西紫金、贵州紫金的黄金增产计划，同时还在实施澳大利亚诺顿金田黄金公司低品位金矿和难处理金矿的技改扩能，以及 Timok 铜金矿的建设。公司年报称，武里蒂卡金矿 2020 年一季度完成交割试生产，Timok 铜金矿预计 2021Q2 投产，陇南紫金的李坝金矿 1 万吨/日采选工程于 2019 年 12 月已取得环评批复

山东黄金矿产金业务具备出色的成长性，在 A 股可比上市公司中尤为突出。一是现有矿山的技改扩产工程稳步推进。目前贝拉德罗正在推进技术改造，根据可研 2024 年产金量有望达到 29.7 吨，相当于在目前产量的基础上增加 74%；国内方面，公司也在积极开展新城金矿深部、玲珑金矿东风矿区等重点工程。二是山金集团明确承诺将持有的剩余黄金资产逐步注入上市公司，其中集团的 14 宗采矿权以及 12 宗探矿权预计将在 2020 年开启转让程序，我们预计集团体内，上市公司体外黄金资产目前黄金产量约 8 吨。三是公司跟巴里克黄金的深度合作，拟共同探索 Pascua-Lama 矿以及 El Indio Gold Belt 等项目，前景可观。

赤峰黄金依托 Sepon 矿进入高速发展期。预计 2020-2022 年矿产金产量分别为 4.2 吨、10.0 吨和 13.0 吨，未来三年产量复合增速有望达到 84%。国内方面，2019 年 2.1 吨，未来主要依托五龙黄金扩产，2022 年目标达到 5 吨产能；海外方面，2018 年收购老挝 Sepon 铜金矿，从 2020 年 6 月以后开始产矿产金，预计 2020-2022 年产量为 2 吨、8-10 吨、8-10 吨。

湖南黄金矿山提质扩能工程投入运营，未来矿产金产量有望提升。据公告，黄金洞矿业采选 1600t/d 提质扩能工程与大万矿业采选 1400t/d 提质扩能工程的系统均已投入运行，日处理量已经达到设计产能，年采选规模有望达到 100 万吨，产能达产后矿金产量有望持续增加至 5.2 吨。

表 3：2020~2022 年 A 股黄金公司产量预期（只考虑内生增长）

产量：吨	2019	2020E	2021E	2022E	三年 CAGR	备注
山东黄金	40.1	40	42	44.5	3.5%	1) 增量主要来自贝拉德罗技改增产，新城矿区和玲珑金矿东风矿区扩产 2) 山金集团有明确的资产注入计划和外延计划，存不确定性，本预测暂未考虑
紫金矿业	40.8	40.4	43.9	51.3	8.0%	1) 增量主要来自武里蒂卡金矿、陇南紫金以及 Timok 铜金矿的投产 2) 山西紫金、贵州紫金以及诺顿金田的扩产值得期待
中金黄金	23	23	23	23	0.0%	1) 集团有资产注入预期，存不确定性，本预测暂未考虑
赤峰黄金	2.1	4.5	10	13	84.5%	1) 增量主要来自老挝 Sepon 矿投产
湖南黄金	4.9	5	5.1	5.2	2.0%	1) 增量主要来自现有矿山提质增效

资料来源：公司公告，安信证券研究中心预测

3.3. 成本

介于数据可得性，本部分主要对成本数据进行披露的黄金公司进行分析。

2019 年紫金矿业矿产金成本微降。2019 年公司矿产金单位生产成本为 172.69 元/g，同比去年微降 0.2%，矿产金业务成本管控情况较好，部分受益于诺顿金田和波格拉金矿生产经营的好转。

表 4：A 股黄金公司矿产金单位销售成本

	单位	2018	2019	同比
紫金矿业	元/g	172.99	172.69	-0.2%
山东黄金	元/g	154	173	+12.5%
湖南黄金	元/g	140	139	-0.4%
赤峰黄金	元/g	168	152	-25.31%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

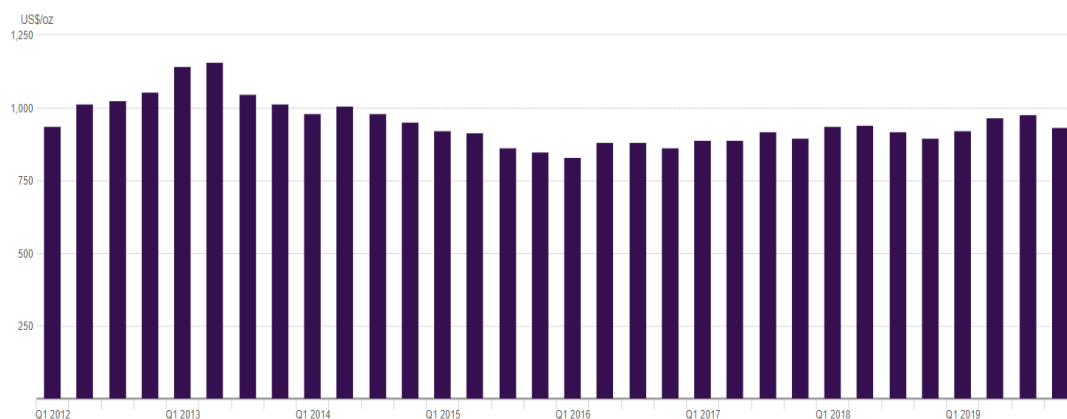
2019 年山东黄金销售成本上升。据年报测算，公司 2019 年矿产金单位生产成本约 173 元/g，同比+12.5%，其中 2019 年贝拉德罗单位矿产金成本约 1188 美元/盎司，同比+6.83%，我们认为这可能和入选品位降低有关（0.85g/t → 0.79g/t），而国内矿产金单位成本有比较明显的上升。

湖南黄金销售成本平稳。2019 年湖南黄金原矿选矿量、入选品味及黄金产量比较稳定，生产成本也相当平稳。

赤峰黄金销售成本大幅下降。主要是“建大矿、上规模”扩张国内现有黄金矿山，提高选矿量摊低生产成本。

据 Metals Focus Gold Mine Cost Service，2019 年全球金矿 AISC 成本约 960 美元/盎司，比 2018 年小幅提升。

图 43：2019 年全球金矿生产 AISC 成本小幅提升



资料来源：Metals Focus Gold Mine Cost Service，安信证券研究中心

3.4. 资本运作情况

2019 年至 2020 年一季度，A 股主要黄金公司在黄金资源收购兼并方面持续运作。

2019 年 12 月 2 日，紫金矿业收购大陆黄金，提升黄金行业话语权。公司已签署《安排协议》，将通过境外全资子公司金山香港设立的子公司，以现金方式向大陆黄金现有全部已发行股份和待稀释股份发出协议收购。交易金额约为人民币 70.3 亿元。同时，公司认购大陆黄金的可转换债券，金额 5,000 万美元，主要用于矿山建设。大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚武里蒂卡金矿项目 100%权益。武里蒂卡金矿项目探明+控制+推断矿石量 3789 万吨，金金属量 352.71 吨，平均品位 9.3 克/吨。除此之外，公司还有 13 宗采矿权，7 宗探矿权。收购之后，公司黄金资源储量和矿产金产量均将增加 20%，巩固龙头地位。

2020 年 5 月 8 日，山东黄金公告拟收购特麦克 100%股权，巩固全球大型黄金生产企业的地位。交易投资总额约 11.53 亿元人民币。特麦克拥有加拿大霍普湾金矿 100%权益，霍普湾金矿现拥有黄金储量 110.3 吨@6.5g/t，2019 年产金 4.3 吨。这是山东黄金继收购阿根廷贝拉德罗金矿之后又一次国际化并购的重要战略举措，有助于进一步提升公司黄金产量规模和效益水平，进一步巩固全球大型黄金生产企业的地位。

2019 年中金黄金积极考察国内黄金项目，集团注入优质铜钼资产。据 2019 年中报，公司通过市场并购黄金资源、将为公司可持续发展提供资源保障。2018 年 12 月，公司拟收购集团内蒙古矿业 90%股权，旗下内蒙古自治区新巴尔虎右旗乌努格吐山铜钼矿采矿许可证批准的范围内保有资源储量为：铜金属量 233.42 万吨、平均品位 0.144%，钼金属量 55 万吨、平均品位 0.034%，核定核定生产规模为 2,475 万吨/年。2020 年 3 月 30 日，内蒙古矿业 90%股权过户。

2020 年 4 月 30 日，赤峰黄金拟剥离非矿业务，坚定聚焦黄金矿山主业。赤峰黄金拟向大股东旗下北京瀚丰联合科技有限公司出售其持有的郴州雄风环保 100%股权及安徽广源科技 55%的股权。这体现出 2019 年底换届之后，以王建华董事长为核心的新一任领导班子聚焦黄金矿山主业的战略决心和执行力。

从资本运作经验来看，紫金矿业、山东黄金、中金黄金并购经验较为丰富，赤峰黄金正在积极走出去。从绝对数量来看，山东黄金、中金黄金的矿业收并购案例较多，但多以国内探矿权整合和集团资产注入为主；紫金矿业具有丰富的海外运营经验，值得注意的是山东黄金、赤峰黄金也在践行“走出去”战略。

从融资潜能来看，资产负债率较低，持股人持股比例较高的企业融资潜能大，融资渠道更为丰富。至 2020 年一季度，紫金矿业资产负债率为 58.06%，实控人持股比例为 23.97%；山东黄金资产负债率为 55.91%，实控人持股比例为 38.52%。

中金黄金资产负债率为 52.43%，且实控人持股比例为 50.34%，相对其他公司最高，随着系旗下中原冶炼厂债转股完成，资产负债率降低，公司举债潜能也进一步增强。

赤峰黄金资产负债率为 50.86%，实控人持股比例为 30.42%；湖南黄金的资产负债率仅为 28.31%，且近年无太大资本开支，具备一定的融资潜能。

表 5：黄金公司资本运作及融资潜能

公司	时间	标的	对价	详情	实控人持股比例	资产负债率
山东黄金	2020 年 5 月 8 日	特麦克资源	约 11.53 亿元	<ul style="list-style-type: none"> 5 月 8 日晚，山东黄金公告拟收购特麦克 100% 股权，交易投资总额约 11.53 亿元人民币。 特麦克拥有加拿大霍普湾金矿 100% 权益，霍普湾金矿现拥有黄金储量 110.3 吨 @6.5g/t，2019 年产金 4.3 吨。 	38.52%	55.91%
紫金矿业	2019 年 12 月 2 日	大陆黄金	约 70.3 亿元。同时，认购大陆黄金的可转换债券，金额 5,000 万美元，主要用于矿山建设。	<ul style="list-style-type: none"> 大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚武里蒂卡金矿项目 100% 权益。武里蒂卡金矿项目探明+控制+推断矿石量 3789 万吨，金金属量 352.71 吨，平均品位 9.3 克/吨。 除此之外，公司还有 13 宗采矿权，7 宗探矿权。收购之后，公司黄金资源储量和矿产金产量均将增加 20%，巩固龙头地位。 	23.97%	58.06%
中金黄金	2018 年 11 月 24 日	内蒙古矿业 90% 股权，中原冶炼厂 60.98% 股权	约 85 亿元	<ul style="list-style-type: none"> 对价 80 亿收购内蒙古矿业 90% 股权、中原冶炼厂 60.98% 股权。 2020 年 3 月 30 日，内蒙古矿业 90% 股权过户。 2020 年 4 月 3 日，中原冶炼厂 60.98% 股权过户。 	50.34%	52.43%
赤峰黄金	2020 年 4 月 30 日	雄风环保 100% 股权及安徽广源科技 55% 股权		<ul style="list-style-type: none"> 4 月 30 日，公司发布公告，拟向大股东旗下北京瀚丰联合科技有限公司出售其持有的郴州雄风环保 100% 股权及安徽广源科技 55% 的股权。 	30.42%	50.86%
湖南黄金		暂无		暂无。	39.91%	28.31%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.5. 股权质押、解禁情况及增持情况

黄金公司整体质押风险较低。山东黄金股权质押比例为 14.2%，大股东质押比例 31%，主要为山金集团与工商银行设立合伙企业，合伙企业以股权或债权等方式将所筹资金投放到集团公司或所属企业，结合实控人为国资委，在强大的政府信用背书下，公司质押风险较低。

赤峰黄金股权质押率为 21.3%，实控人质押比例 72%。随着监管部门对股权质押问题的重视以及黄金价格持续上涨，股权质押风险大幅下降。

2020 年黄金公司解禁压力较轻。山东黄金、紫金矿业在 2020 年 5-6 月有部分解禁，主要为定向增发机构配售股份，整体压力不大。

表 6：A 股代表性黄金企业股权质押、解禁以及股票增减持情况

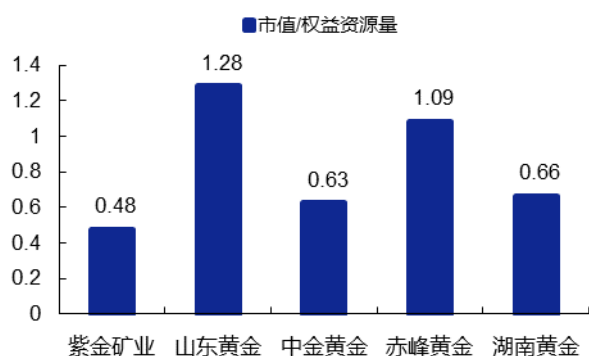
公司	股权质押比例	实控人质押比例	最近解禁日期	解禁数量（亿股）	解禁类型
山东黄金	14.2%	31%	2020-05-15	1.54	定向增发机构配售股份
紫金矿业	0.0%	0%	2020-06-08	4.19	定向增发机构配售股份
中金黄金	0.0%		无		
赤峰黄金	21.3%	72%	2021-01-25	1.09	股权分置对价股份
湖南黄金	0.0%		无		

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.6. 业绩弹性及估值测算

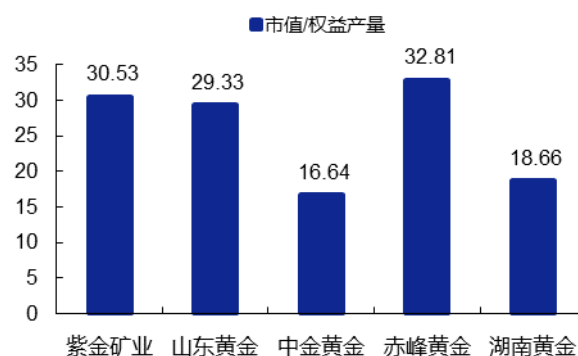
从市值权益储量比来看，紫金矿业、湖南黄金、中金黄金居前该比值反映的是资源的厚度，影响的是公司远期估值。从市值权益产量比来看，紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金居前，这一比值本质衡量的是即期业绩弹性所带来的估值消化快慢。这两项简单指标一定程度上可以作为筛选标的的参考，但忽略了公司业务构成的差别对业绩弹性和稳态估值的影响。

图 44：A 股黄金公司市权益值储量比（亿/吨）



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心，截至 2020.05.08

图 45：A 股黄金公司市权益产量比（亿/吨）



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心，截至 2020.05.08

表 7：A 股主要黄金公司业绩及估值测算

公司	当前市值 (0508)	金矿权益产量(吨)			归母净利（亿）			PE		
单位	亿元	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
金价（元/g）		370	400	400	370	400	400	370	400	400
紫金矿业	1018	33.33	35.24	41.92	37.35	74.72	117.37	27.25	13.62	8.67
山东黄金	1135	38.71	40.71	43.21	24.08	32.97	39.10	47.15	34.43	29.04
中金黄金	291	23.50	23.50	23.50	14.60	16.63	16.79	19.95	17.52	17.35
赤峰黄金	145	4.43	10.35	11.71	4.89	11.34	13.53	29.71	12.82	10.75
湖南黄金	94	5.02	5.12	5.19	3.76	5.01	5.08	24.96	18.71	18.47

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

从业绩弹性角度来看，中金黄金展示出较强的业绩弹性，金价上涨过程中归母净利润增幅明显。紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金、湖南黄金均有较强的业绩弹性。

图 46：2020 年 A 股主要黄金公司业绩弹性测算

			紫金矿业	山东黄金	中金黄金	赤峰黄金	湖南黄金
市值 (5/08)	伦敦金	沪金	1017.6	1135.4	291.3	145.4	93.8
不同金价	1700	383	40.5	27.5	16.3	5.3	4.2
下归母净	1800	405	46.1	33.6	19.2	6.1	5.1
利润测算	2000	450	57.4	45.8	25.1	7.6	6.8
(亿元，	2200	495	68.6	58.0	31.0	9.1	8.5
2020E)	2500	563	85.5	76.3	39.9	11.3	11.0
	1700	383	25.1	41.3	25.6	27.4	22.1
不同金价	1800	405	22.1	33.8	21.7	24.0	18.5
假设下PE	2000	450	17.7	24.8	16.6	19.2	13.8
(2020E)	2200	495	14.8	19.6	13.4	16.1	11.1
	2500	563	11.9	14.9	10.4	12.9	8.5

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

综合来看，A 股黄金公司各有千秋，均具有较强的业绩弹性和重估潜力。其中，紫金矿业、山东黄金、赤峰黄金兼具产储成长性和业绩弹性；中金黄金这类高成本企业具备较大的业绩弹性；湖南黄金业绩弹性和估值水平尚可。

4. 黄金板块配置价值日益凸显

3 月以来美联储提供了大量的流动性安排以对冲可能发生的流动性短缺。美国的货币政策工具包括 QE、央行货币互换和针对一级交易商、存款类金融机构、外国银行、小微企业和市政债的各类流动性安排。3 月 23 日更是宣布了无限量 QE 措施，持续向市场注入巨量的流动性，以应对新冠疫情的冲击。

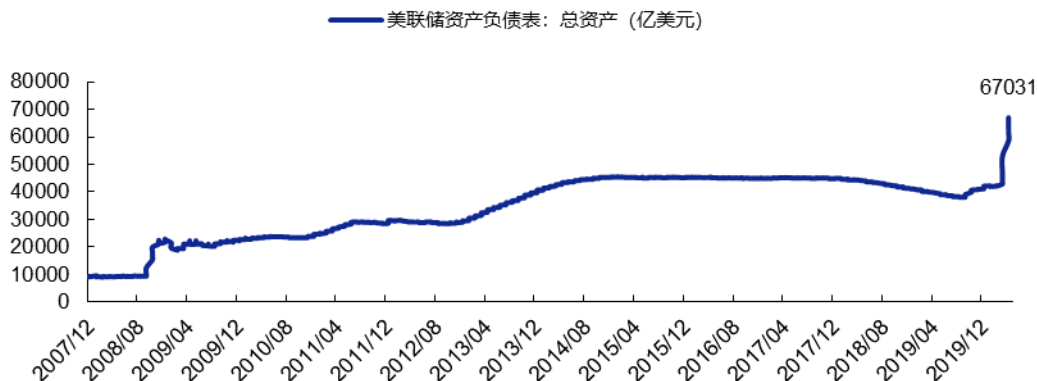
表 8：美联储已经实施的资产购买计划或信贷计划一览

时间	工具	措施	内容
3 月 12 日	逆回购操作	提高逆回购上限	美联储公布将展开逆回购操作，补充短期流动性
3 月 15 日	降低法定准备金率	将法定准备金率降至零	取消对数千家存款机构的准备金要求，推动信贷流向家庭和企业
	日内信贷	将资金推向家庭和企业	鼓励存款机构利用储备银行在担保和非担保的基础上提供日内信贷，支持向家庭和企业提高流动性，支持支付系统的正常运行
3 月 16 日	降低贴现利率	将贴现利率降至 0.25%	延长贴现窗口期限至 90 天
	降息+重启 QE	降息至零并重启 QE	再次突发降息 100bp，至此联邦基准利率降至 0%-0.25% 区间，同时宣布 7000 亿美元 QE（5000 亿美元国债和 2000 亿美元抵押债券购买计划）
3 月 17 日	CPFF	设立商业票据融资机制	绕过银行直接向企业放贷，财政部外汇稳定基金将为该机制提供 100 亿美元的信用保护
	PDCF	启动一级交易商信贷便利机制	将在 3 月 20 日启动，到期时间最长 90 天，至少持续 6 个月
3 月 18 日	MMLF	货币市场共同基金流动性工具	货币工具在加码，推出货币市场共同基金流动性工具（MMLF），一直持续到 9 月
3 月 19 日	流动性安排	与九国央行建立临时美元互换机制	与澳大利亚储备银行、巴西中央银行、丹麦国家银行等 9 家央行建立临时美元流动性安排（掉期交易）
3 月 23 日	一级市场借贷安排（PMCCF）	向投资公司提供信贷	提供四年过渡性融资，总规模 100 亿美元
	二级市场公司借贷安排（SMCCF）	二级市场购买投资级债券和 ETF	
	定期资产支持证券（TALF）	重启 TALF，财政部注资 100 亿美元	允许发行由学生贷款，汽车贷款，信用
	QE	无限量 QE	以国债为主，加入商业地产支持证券（CMBS）
4 月 9 日	一级市场借贷安排（PMCCF）	向投资公司提供信贷	卡贷款，小企业管理局担保的贷款支持的资产支持证券，以及其他资产
	二级市场公司借贷安排（SMCCF）	规模增大 2500 亿美元，购买范围扩大到 Fallen Angels	
	定期资产支持证券（TALF）	重启 TALF	后规模扩大 1000 亿美元
	工资保障计划借贷便利（PPPLF）	向小企业管理局提供资金，资金通过 PPP 贷款提供给企业，用于发放工人工资	规模为 3500 亿美元
	MainStreet 大众企业贷款计划（MSNLF）和扩大贷款便利（MSELF）	向小微企业提供贷款，财政部提供信贷保护	向小微企业提供贷款，规模为 6000 亿美元，财政部提供 750 亿美元的信贷保护
	市政流动性便利支持 MLF	美联储购买剩余期限 24 个月以下的市政债，规模为 5000 亿美元	
4 月 28 日	市政流动性便利支持 MLF	延长期限，扩大门槛	将剩余期限时间从 24 个月延长至 36 个月，并扩大 MLF 的借款门槛，扩大后的 MLF 范围将为 350 亿美元政府债券提供最多 5000 亿美元贷款，购买范围包括美国各州、人口至少为 500,000 的美国县以及人口至少为 250,000 的美国城市发行的短期票据。

资料来源：美联储，安信证券研究中心

2020 年 3 月以来美联储资产负债表出现大幅、快速的资产扩张。截至 2020 年 4 月 29 日，美联储资产规模达 6.7 万亿，相比 3 月 4 日增加 56%。

图 47：2020 年 3 月以来美联储资产负债表大幅扩张

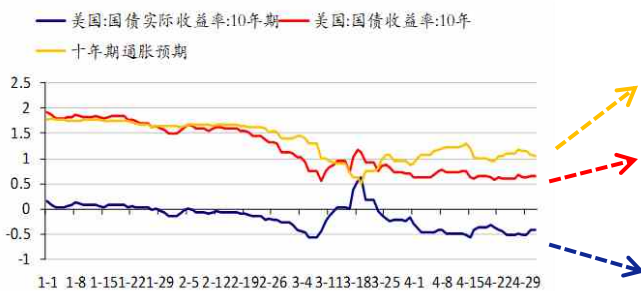


资料来源：美联储，安信证券研究中心

从美联储 4 月议息会的表态来看，我们预计美联储的宽松政策将维持较长时间，直至经济出现恢复。美联储继续强调新冠疫情“在中期内对经济构成重大风险”，并承诺将继续使用所有工具来支撑美国经济，并表示将维持利率在低位，直至有信心实现其最大就业和物价稳定目标，未来货币政策的评估将考虑包括劳动力市场、通胀压力与通胀预期，以及金融与国际形势发展的广泛指标。

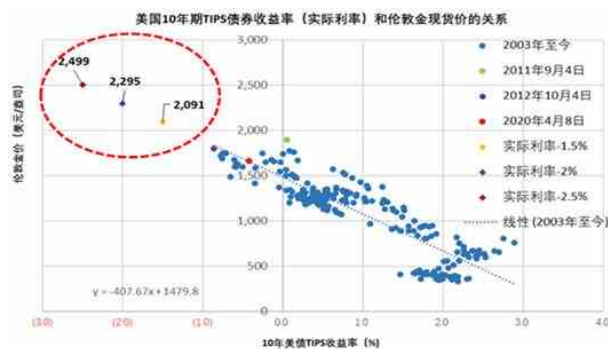
随着疫情压制逐步解除，实际利率有望进入深度负值区间，本轮金价有望创出历史新高，黄金板块配置日益凸显。2020 年 1 月新冠疫情爆发以来，以美联储为主的全球央行释放了大量流动性，从美联储 4 月议息会的表态来看，预计其宽松政策将维持较长时间，直至经济出现恢复。我们认为，随着疫情逐渐消退、复工逐渐开启、先前大幅下跌的货币乘数逐渐回升，再叠加原油开始减产，通胀预期有望回升，在名义利率维持低位的背景下，实际利率将进入深度负值区间，金价有望创出历史新高，黄金股业绩弹性和资本运作潜力有望充分展现。

图 48：随着通胀预期回升，名义利率维持低位，实际利率有望降至深度负值区间



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 49：-1 至-2 的实际利率基本对应 2000 美元/盎司以上的金价



资料来源：wind，安信证券研究中心

5. 重点公司点评

5.1. 赤峰黄金：发展战略和业绩成长性迎来重大拐点

5.2. 紫金矿业：2019 年扣非净利大增，疫情不改有色核心资产价值

5.3. 紫金矿业：2020Q1 业绩增长强劲，波格拉事件可能激发金矿扩产雄心

5.4. 山东黄金：受益于金价上涨，一季报业绩迎来开门红

5.5. 湖南黄金：2019 年受铋钨拖累业绩，2020 年经营计划值得期待

2020年05月06日

赤峰黄金 (600988.SH)

发展战略和业绩成长性迎来重大拐点

■2019 年报收入同比大幅增长, 归母净利润同比转正。公司 2019 年实现营收 60.68 亿元, 同比增长 156.73%; 归母净利润 1.88 亿元, 同比转正, 主要归因于 2018 年收购的老挝万象矿业的全年并表, 以及 2019 年 11 月大股东注入的瀚丰矿业全年回溯并表。2019 年实现矿产金 2.07 吨, 电解铜 7.62 万吨, 同比分别增长 35.9% 和 7.0%; 矿产金和电解铜毛利分别增长 92% 和 1702%, 总毛利占比分别为 30% 和 46%。

■主要受浮动汇兑损益等影响, 2020Q1 归母净利润同比减少 72.36%。公司一季度实现营收 12.20 亿元, 同比减少 17.21%; 归母净利润 857 万元, 同比减少 84.77%。业绩下行主要原因有三点, 一是 Q1 汇兑收益为 -3,417 万元, 而去年同期为 3,807 万元, 同比减少 7,224 万元, 如不考虑汇兑损益, 一季度税前利润增长 215%; 二是受开工时间减少影响, 一季度黄金产量 397 千克, 同比减少 26%, 电解铜 1.7 万吨, 同比下降 2%。三是尽管一季度黄金价格同比上涨 24.52%, 但铜、铅、锌均价分别下跌 7.72%、17.22%、22.94%, 抵消黄金价格上涨带来的盈利。

■老挝 Sepon 金矿探矿获得重大突破, 截至 2019 年底资源量增至 102.6 吨, 增长 160%, 预计未来仍有较大增储潜力。根据最新符合 JORC 标准资源储量报告, 截至 2019 年末, 万象矿业拥有金矿资源量约 102.6 吨, 平均品位 4.1 克/吨, 相对于前期 39.44 吨的资源量, 增幅高达 160%, 为公司未来黄金扩产奠定坚实的资源基础。我们预计, 在进一步进行勘探工作后, Sepon 金矿仍具备较大增储潜力。

■Sepon 金矿投产进度超预期, 今年 2 月已开始露天采矿, 选矿有望在今年 6 月投产。公司为克服疫情带来的影响, 提前采取措施, 加速金矿建设, 项目所需物资、设备、人工均提前到场进入工作状态。目前金矿项目建设的进度快于预期, 金矿露天采矿工作今年 2 月份已经开始, 氧化矿处理系统预计 6 月份可投入运营, 原生矿处理系统预计 8 月份左右之前投入运营。项目达产后, 金矿生产规模将达到 8000 吨/日 (约 300 万吨/年) 矿石量, 是历史生产规模的两倍。

■拟剥离非矿业务, 坚定聚焦黄金矿山主业, 体现出新一届领导班子极强的战略决心和执行力。4 月 30 日, 公司发布公告, 拟向大股东旗下北京瀚丰联合科技有限公司出售其持有的郴州雄风环保 100% 股权及安徽广源科技 55% 的股权。从公司经营角度看, 剥离非矿业务有助于回笼现金, 降低财务费用; 简化商业模式, 集中精力聚焦主业发展。从二级市场估值角度, 黄金矿山主业成长性进一步夯实, 且毛利贡献占比提升, 公司估值水平有望进一步抬升。

■我们认为, 赤峰黄金的发展已迎来两大拐点。第一, 公司发展战略和治理机制迎来拐点。一是王建华先生 2019 年 12 月担任新一届董事长, 全面重塑公司发展理念和治理机制; 二是战略聚焦黄金矿山主业, 大刀阔斧推行结构改革, 拟剥离雄风稀贵、安徽广源等非矿资产; 三是理顺激励机制, 核心管理层拟参与定增, 实现较强的股权激励。第二, 矿产金储量、产量的成长性迎来拐点。从经营策略看, 新一届领导班子制定“三年发展战略规划”, 国内“建大矿、上规模”, 海外依托 Sepon 矿实施“一体两翼”战略。储量方面, 主要依托于 Sepon 矿的探矿增储以及低品位矿开发, 2019 年底老挝 Sepon 矿增储至 103 吨资源量, 加上国内升至 144 吨资源量; 产量方面, 随着老挝 Sepon 金矿 2020 年下半年投产以及国内五龙黄金扩产, 2022 年公司矿产金产量有望从 2019 年的 2.07 吨升至 13 吨左右, 未来三年产量复合增速有望达到 84%。

■维持“买入-A”投资评级, 6 个月目标价 12 元。假定 2020~2022 年矿产金产量分别为 4.2、10.0、13.0 吨, 黄金均价分别为 370、400、400 元/克, 预计 2020~2022

公司动态分析

证券研究报告

黄金

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价: 12 元

股价 (2020-04-30) 8.33 元

交易数据

总市值 (百万元)	13,860.38
流通市值 (百万元)	11,881.76
总股本 (百万股)	1,663.91
流通股本 (百万股)	1,426.38
12 个月价格区间	4.12/9.28 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.19	42.36	120.68
绝对收益	-0.72	45.12	113.59

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

赤峰黄金: 核心管理层拟集体参与定增, 彰显未来成长信心/齐丁	2020-03-04
赤峰黄金: 脱胎换骨, 见龙在田—极具成长性的黄金矿业新星/齐丁	2020-02-04
赤峰黄金: 黄金板块继续扩张, 切入铅锌矿山领域/齐丁	2019-10-31

年归母净利润分别为 4.9、11.4、13.5 亿元，对应 PE 为 28x、12x、10x，2020-2022 年同比增速分别为 162%、130%、19%，公司业绩成长性凸显。考虑到公司从发展战略、公司治理以及业绩成长性层面迎来重大拐点，且聚焦黄金矿山主业，黄金业务占比大幅提升，估值中枢有望抬升；再加上矿产金产量成长性强，金价有望进入中长期上行通道，估值消化速度快，维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 12 元，对应 2021 年动态市盈率 18x。

■风险提示：1) 老挝 Sepon 铜金矿、国内矿山项目进展不及预期；2) 黄金为主的相关有色金属价格低迷；3) 境外项目遭遇不可抗力因素。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,153.1	6,068.5	6,328.3	6,990.6	8,232.1
净利润	-133.0	188.0	492.9	1,135.5	1,348.0
每股收益(元)	-0.08	0.11	0.30	0.68	0.81
每股净资产(元)	1.51	1.77	2.36	3.01	3.75

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	-104.4	73.9	28.2	12.2	10.3
市净率(倍)	5.5	4.7	3.5	2.8	2.2
净利润率	-6.2%	3.1%	7.8%	16.2%	16.4%
净资产收益率	-4.0%	6.4%	13.0%	23.8%	23.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-0.5%	12.4%	76.8%	35.9%	53.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,153.1	6,068.5	6,328.3	6,990.6	8,232.1	成长性					
减:营业成本	1,733.2	4,847.9	4,678.3	4,088.2	4,645.8	营业收入增长率	-16.8%	181.8%	4.3%	10.5%	17.8%
营业税费	35.9	166.8	189.8	209.7	247.0	营业利润增长率	-128.3%	-502.2%	115.7%	129.1%	18.6%
销售费用	3.4	46.5	48.7	53.8	63.4	净利润增长率	-148.5%	-241.3%	162.2%	130.4%	18.7%
管理费用	192.7	342.2	479.1	670.7	939.0	EBITDA 增长率	-47.7%	566.3%	43.9%	38.8%	-15.6%
财务费用	79.0	226.8	93.0	101.3	124.7	EBIT 增长率	-107.0%	-2880.2	43.2%	101.4%	18.4%
资产减值损失	187.7	-28.1	-30.0	-1.0	-1.0	NOPLAT 增长率	-105.0%	-2510.8	51.1%	115.7%	18.9%
加:公允价值变动收益	-14.9	10.7	-	-	-	投资资本增长率	-5.4%	-75.7%	360.8%	-19.8%	-9.3%
投资和汇兑收益	-10.2	-10.3	30.7	30.7	30.7	净资产增长率	-0.1%	15.9%	30.5%	25.4%	23.0%
营业利润	-93.1	374.3	807.2	1,849.3	2,193.9	利润率					
加:营业外净收支	0.8	-72.1	-8.0	-8.0	-8.0	毛利率	19.5%	20.1%	26.1%	41.5%	43.6%
利润总额	-92.3	302.3	799.2	1,841.3	2,185.9	营业利润率	-4.3%	6.2%	12.8%	26.5%	26.7%
减:所得税	21.3	92.8	245.4	565.5	671.3	净利润率	-6.2%	3.1%	7.8%	16.2%	16.4%
净利润	-133.0	188.0	492.9	1,135.5	1,348.0	EBITDA/营业收入	12.4%	29.2%	40.4%	50.7%	36.3%
						EBIT/营业收入	-1.2%	11.4%	15.7%	28.6%	28.8%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	389	91	74	121	82
货币资金	218.1	531.2	674.2	2,507.8	4,023.6	流动营业资本周转天数	229	107	122	112	97
交易性金融资产	-	-	1.0	1.0	1.0	流动资产周转天数	413	181	204	236	277
应收帐款	346.4	139.3	506.3	559.2	658.6	应收帐款周转天数	53	14	18	27	27
应收票据	1.6	-	3.2	3.5	4.1	存货周转天数	297	126	127	108	92
预付帐款	107.5	117.3	327.5	286.2	325.2	总资产周转天数	1,052	461	536	598	563
存货	2,042.9	2,207.2	2,245.6	1,962.3	2,230.0	投资资本周转天数	579	124	131	175	126
其他流动资产	43.1	353.1	50.0	50.0	50.0	投资回报率					
可供出售金融资产	2.3	-	-	-	-	ROE	-4.0%	6.4%	13.0%	23.8%	23.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	-1.5%	2.7%	5.0%	10.5%	11.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	-0.5%	12.4%	76.8%	35.9%	53.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	3,077.2	-	2,589.7	2,125.1	1,639.6	销售费用率	0.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
在建工程	185.7	-	233.7	233.7	233.7	管理费用率	9.0%	5.6%	7.6%	9.6%	11.4%
无形资产	1,173.0	649.5	3,818.2	3,818.2	3,818.2	财务费用率	3.7%	3.7%	1.5%	1.4%	1.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	12.8%	10.1%	9.8%	11.8%	13.7%
资产总额	7,748.2	7,784.6	11,053.8	12,151.5	13,588.4	偿债能力					
短期债务	158.9	385.1	385.1	385.1	385.1	资产负债率	63.5%	57.9%	22.4%	19.1%	17.8%
应付帐款	323.4	181.9	233.9	204.4	232.3	负债权益比	174.1%	137.7%	41.2%	31.6%	27.6%
应付票据	130.0	285.0	327.5	286.2	325.2	流动比率	2.46	2.18	3.09	4.61	5.65
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.64	0.74	1.27	2.92	3.92
长期借款	69.2	38.0	38.0	38.0	38.0	利息保障倍数	-0.32	3.06	10.68	19.74	19.00
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	4,921.7	4,509.7	1,759.5	1,694.6	1,820.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	306.8	331.8	346.0	346.0	346.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,426.4	1,555.2	1,663.9	1,663.9	1,663.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,362.3	1,620.3	2,469.1	3,555.3	4,789.8						
股东权益	2,826.5	3,274.9	4,273.2	5,359.4	6,593.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	-113.6	209.5	492.9	1,135.5	1,348.0	EPS(元)	-0.08	0.11	0.30	0.68	0.81
加:折旧和摊销	291.5	1,081.9	1,561.1	1,544.5	621.0	BVPS(元)	1.51	1.77	2.36	3.01	3.75
资产减值准备	187.7	28.1	-30.0	-1.0	-1.0	PE(X)	-104.4	73.9	28.2	12.2	10.3
公允价值变动损失	14.9	-10.7	-	-	-	PB(X)	5.5	4.7	3.5	2.8	2.2
财务费用	95.1	184.8	93.0	101.3	124.7	P/FCF	#####	4.2	-1.6	7.7	8.9
投资损失	10.2	10.3	-30.7	-30.7	-30.7	P/S	6.5	2.3	2.2	2.0	1.7
少数股东损益	19.4	21.4	60.9	140.3	166.6	EV/EBITDA	24.6	3.2	5.4	3.4	3.5
营运资金的变动	2,972.8	-5,361.3	1,033.1	206.4	-280.5	CAGR(%)	-323.9%	93.4%	25.2%	-323.9%	93.4%
经营活动产生现金流量	387.1	433.3	3,180.3	3,096.4	1,948.1	PEG	0.3	0.8	1.1	-0.0	0.1
投资活动产生现金流量	-1,007.4	-388.8	-191.8	-30.7	-30.7	ROIC/WACC	-0.1	2.1	13.2	6.2	9.2
融资活动产生现金流量	721.4	153.7	859.3	101.3	124.7	REP	-23.3	3.3	0.3	0.6	0.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2020 年 03 月 23 日
紫金矿业 (601899.SH)

2019 年扣非净利大增，疫情不改有色核心资产价值

■公司 2019 年扣非归母净利大增 30.5%，业绩符合预期。公司近期公布 2019 年财报，2019 年归母净利润约 42.8 亿元，同比+4.65%，扣非归母净利约 39.96 亿元，同比+30.5%，EBITDA 约 147.55 亿元，同比+21.4%，业绩接近此前预告预测区间上限，符合预期。公司拟每 10 股派发现金红利 1 元（含税），预计现金分红约 25.38 亿元，分红率为 59.24%，继续保持着高分红率。

■2019 年归母净利润变化源于五点因素，2019Q4 业绩环比增加主因经营改善。一是受益黄金业务量价齐升，以及矿产铜产销大增，公司 2019 年毛利润同比+16.2%，是影响业绩增长的主要因素。其中中塔泽拉夫尚、科卢韦齐、多宝山项目产量略超年初预期，紫金波尔降本扭亏成效超预期，2019 年黄金库存增加 1.9 吨。二是营业税金和期间费用增加，增幅和收入增幅大致匹配。三是 2019 年投资收益同比少增 10 亿元，主要是去年偏高。四是 2019 年资产减值损失为 3.68 亿元，相比前两年大幅下降。五是因子公司盈利能力增强，所得税及少数股东损益小幅增加。2019Q4 公司归母净利约 12.8 亿元，环比+10.9%，则主要受益于矿产品产销增加，矿产金、银单位成本下降。

■疫情不改有色核心资产价值。公司是当之无愧的有色核心资产，一是其高品位、低成本的基础资产具备较强的抗风险能力，二是高 IRR 项目渐次投产使其具备极佳的成长性，重在 2021-2022 年的产量和业绩放量。考虑到一是货币宽松浪潮席卷全球，金价长牛可期，当前铜价跌破成本 90 分位线重要支撑位，铜价中期看涨；二是公司提前防控，境外项目运行平稳，四大新增项目推进顺利；三是当前公司现金流风险仍较可控；我们预计 2021-2022 年公司业绩仍将保持高速增长，2022 年归母净利仍有望突破百亿大关。

■投资建议：我们预计 2020~2022 年公司归母净利润分别为 37.3 亿元、74.3 亿元、122.9 亿元，对应 PE 分别为 23.5x、11.8x、7.14x，考虑到疫情的影响，我们下调了 2020~2021 年盈利预测。在当前股价下，公司仍具备较大的估值吸引力，维持公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 5 元，相当于 2021 年 17x 的动态市盈率。

■风险提示：全球需求复苏不及预期；公司海外项目进展不及预期；矿山生产成本上升超预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	105,994.2	136,098.0	132,795.0	160,925.2	187,865.4
归母净利润	4,093.8	4,284.0	3,729.3	7,427.0	12,294.5
每股收益(元)	0.16	0.17	0.15	0.29	0.48
每股净资产(元)	1.59	2.02	2.07	2.09	2.47

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	21.4	20.5	23.5	11.8	7.1
市净率(倍)	2.2	1.7	1.7	1.7	1.4
净利润率	3.9%	3.1%	2.8%	4.6%	6.5%
净资产收益率	10.9%	9.3%	7.6%	14.6%	21.3%
股息收益率	2.6%	0.0%	2.0%	2.9%	2.9%
ROIC	10.6%	9.0%	7.9%	12.0%	17.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

黄金

 投资评级 **买入-A**
维持评级

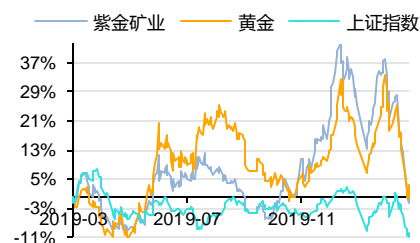
 6 个月目标价：**5 元**

 股价 (2020-03-20) **3.46 元**

交易数据

总市值(百万元)	87,805.32
流通市值(百万元)	66,507.31
总股本(百万股)	25,377.26
流通股本(百万股)	19,221.77
12 个月价格区间	3.18/4.86 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.94	-5.3	11.82
绝对收益	-24.62	-13.93	0.27

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
 qiding@essence.com.cn
 010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
 huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020002
 wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
 010-83321037

相关报告

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	105,994.2	136,098.0	132,795.0	160,925.2	187,865.4	成长性					
减:营业成本	92,651.4	120,582.6	118,168.3	139,384.6	158,633.6	营业收入增长率	12.1%	28.4%	-2.4%	21.2%	16.7%
营业税费	1,599.0	1,874.1	1,792.7	2,172.5	2,536.2	营业利润增长率	23.0%	17.2%	-15.8%	89.3%	55.6%
销售费用	887.5	574.4	664.0	804.6	939.3	净利润增长率	16.7%	4.6%	-12.9%	99.2%	65.5%
管理费用	2,965.0	3,689.3	3,594.9	4,356.4	5,085.6	EBITDA 增长率	6.5%	31.1%	-11.1%	42.0%	33.9%
财务费用	1,254.2	1,466.8	1,925.9	2,025.8	1,989.4	EBIT 增长率	8.1%	32.9%	-14.9%	68.1%	46.5%
资产减值损失	1,500.4	-368.4	300.0	300.0	300.0	NOPLAT 增长率	13.5%	11.3%	-4.8%	72.9%	52.4%
加:公允价值变动收益	-135.8	-59.8	-	-	-	投资资本增长率	30.7%	8.2%	14.4%	6.4%	7.3%
投资和汇兑收益	1,060.5	34.4	-	-	-	净资产增长率	25.6%	20.7%	3.5%	2.9%	19.2%
营业利润	6,181.4	7,242.1	6,099.8	11,547.6	17,966.6	利润率					
加:营业外净收支	-51.2	-267.8	-250.0	-200.0	-200.0	毛利率	12.6%	11.4%	11.0%	13.4%	15.6%
利润总额	6,130.2	6,974.3	5,849.8	11,347.6	17,766.6	营业利润率	5.8%	5.3%	4.6%	7.2%	9.6%
减:所得税	1,447.5	1,913.4	1,462.5	2,609.9	3,553.3	净利润率	3.9%	3.1%	2.8%	4.6%	6.5%
净利润	4,093.8	4,284.0	3,729.3	7,427.0	12,294.5	EBITDA/营业收入	10.9%	11.1%	10.1%	11.9%	13.6%
						EBIT/营业收入	6.9%	7.1%	6.2%	8.6%	10.8%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	109	96	109	97	86
货币资金	10,089.9	6,225.1	3,244.2	3,460.0	8,873.0	流动营业资本周转天数	22	20	26	27	28
交易性金融资产	787.1	688.0	900.0	900.0	900.0	流动资产周转天数	100	78	75	64	66
应收帐款	2,402.0	1,825.1	3,187.1	4,023.1	5,448.1	应收帐款周转天数	8	6	7	8	9
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	40	36	40	34	33
预付帐款	1,419.2	1,323.2	2,363.4	2,787.7	3,331.3	总资产周转天数	343	313	333	279	257
存货	12,669.7	14,886.6	14,771.0	16,029.2	18,242.9	投资资本周转天数	210	193	220	200	183
其他流动资产	3,080.8	3,646.4	2,598.5	2,598.5	2,598.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	9.3%	7.6%	14.6%	21.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	4.3%	3.6%	7.0%	10.6%
长期股权投资	7,041.8	6,924.4	6,999.2	6,985.1	6,969.6	ROIC	10.6%	9.0%	7.9%	12.0%	17.2%
投资性房地产	608.2	130.4	-	-	-	费用率					
固定资产	34,144.5	38,624.8	42,092.8	44,552.2	45,363.0	销售费用率	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	4,807.2	5,279.3	7,945.1	8,941.3	11,534.2	管理费用率	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
无形资产	22,510.3	24,162.5	25,284.3	24,999.9	24,702.9	财务费用率	1.2%	1.1%	1.5%	1.3%	1.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.8%	4.2%	4.7%	4.5%	4.3%
资产总额	112,879.3	123,830.9	121,967.8	127,836.7	139,941.5	偿债能力					
短期债务	15,616.7	14,440.9	15,616.7	20,616.7	18,616.7	资产负债率	58.1%	53.9%	45.9%	47.2%	43.5%
应付帐款	9,010.6	9,662.3	9,254.1	10,017.8	10,710.8	负债权益比	138.8%	116.9%	98.4%	103.3%	86.9%
应付票据	160.7	420.9	295.4	348.5	396.6	流动比率	0.82	0.86	1.00	0.90	1.23
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.48	0.41	0.45	0.42	0.66
长期借款	12,917.9	13,826.2	12,917.9	12,917.9	11,417.9	利息保障倍数	5.83	6.63	4.30	6.87	10.24
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	65,605.6	66,751.3	58,158.3	62,762.1	62,974.4	DPS(元)	0.09	-	0.07	0.10	0.10
少数股东权益	6,818.3	5,893.6	6,551.7	7,862.4	9,781.2	分红比率	56.3%	0.0%	47.6%	34.2%	20.6%
股本	2,303.1	2,537.7	2,537.7	2,537.7	2,537.7	股息收益率	2.6%	0.0%	2.0%	2.9%	2.9%
留存收益	34,595.4	44,015.7	45,864.1	50,730.3	60,487.1						
股东权益	47,273.7	57,079.6	59,086.1	60,777.5	72,453.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,682.7	5,060.9	3,729.3	7,427.0	12,294.5	EPS(元)	0.16	0.17	0.15	0.29	0.48
加:折旧和摊销	4,449.2	5,755.4	5,172.3	5,190.6	5,208.8	BVPS(元)	1.59	2.02	2.07	2.09	2.47
资产减值准备	1,500.4	434.0	300.0	300.0	300.0	PE(X)	21.4	20.5	23.5	11.8	7.1
公允价值变动损失	135.8	59.8	-	-	-	PB(X)	2.2	1.7	1.7	1.7	1.4
财务费用	1,523.2	1,530.0	1,925.9	2,025.8	1,989.4	P/FCF	-1,105.1	-34.2	-6.1	13.8	16.8
投资损失	-884.0	-75.3	-	-	-	P/S	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5
少数股东损益	588.9	776.9	658.1	1,310.6	1,918.8	EV/EBITDA	3.2	2.4	3.2	2.5	1.8
营运资金的变动	62.7	-7,668.8	-994.7	-1,990.0	-3,246.6	CAGR(%)	23.1%	41.1%	10.5%	23.1%	41.1%
经营活动产生现金流量	10,233.0	10,665.6	10,791.0	14,264.0	18,464.9	PEG	0.9	0.5	2.2	0.5	0.2
投资活动产生现金流量	-13,640.2	-14,102.8	-10,159.1	-8,658.3	-8,778.5	ROIC/WACC	1.2	1.0	0.9	1.4	2.0
融资活动产生现金流量	7,655.2	-325.8	3,766.6	-3,355.2	-7,531.2	REP	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2020年05月06日
紫金矿业 (601899.SH)

2020Q1 业绩增长强劲，波格拉事件可能激发金矿扩产雄心

■2020Q1 公司归母净利润和经营性现金流净额同比增长强劲。公司 2020Q1 营业收入约 361.6 亿元，同比+24.52%，归母净利润 10.4 亿元，同比+18.93%，经营性现金流净额约 23.26 亿元，同比+81.02%。疫情背景下，公司一季度归母净利润和经营性现金流均实现较大增长实属难得，体现出公司矿业组合具备较强的抗风险能力，以及较为优秀的经营应对能力。

■业绩增长主要源于黄金业务量价齐升，铜产品产量略超预期。2020Q1 铜、锌价格下跌，冶炼业务因期货套保形成部分公允价值变动收益和投资收益，本质是对冶炼成本上升和计提的存货跌价损失形成对冲，对实际经营业绩影响不大。总体来看，公司业绩增长仍主要源于矿产品业务毛利润增加，一是黄金业务量价齐升，2020Q1 黄金销售均价约 340.05 元/g，同比+24.7%，矿产金产量 10.55 吨，同比+8.82%。二是铜业务以量补价，2020Q1 铜产品售价总体下跌，但矿产铜产量约 11.5 万吨，同比+36.5%，相比全年 41 万吨的目标，单季度产量完成度达 28%。矿产锌量价齐跌成主要拖累，2020Q1 售价同比下跌 46%，产量约 8.6 万吨，同比-8.24%。此外，销售费用减少（约 1.5 元，口径调整）、财务费用减少（约 1.4 亿元，汇兑收益增加）也对业绩形成一定正贡献。

■波格拉事件激发公司金矿扩产雄心，近期公布陇南紫金和诺顿金田扩产计划。波格拉金矿目前面临国有化风险，该矿可年产黄金 8-9 吨（归属于紫金权益），如采矿权不能顺利续约，对公司矿产金产量及业绩预期形成一定负面冲击。不过目前谈判仍在继续，不排除仍可能妥善解决。我们认为，波格拉事件可能会激发公司金矿扩产的雄心，事实上公司近期立马公布了两大黄金扩产项目，一是陇南紫金拟于 6 月恢复采选系统作业，同时对 10000 吨/天采选项目进行立项，计划总投资约 10 亿元，2021 年全面建成，达产后前期露采阶段可年产精矿含金约 5.5 吨。二是对诺顿金田难处理和低品位金矿项目内部立项，首先计划改造现有帕丁顿选厂，新增 150 万吨/年处理规模，预计 2021 年 7 月建成投产，投产后帕丁顿黄金年产量可保持在 5-6 吨；其次是 Binduli 低品位 1500 万吨/年堆浸项目分期建设，项目建设全部完成后，达产最高年份可产黄金约 7 吨。两大扩产项目一是体现出公司具备丰富的黄金项目储备，二是彰显了公司力求增长的决心，三是凸显出公司极强的经营调整能力和行动力。

■投资建议：维持“买入-A”投资评级。按照 2020-2022 年黄金均价 375 元、400 元、400 元/克以及铜均价 4.4 万元、4.8 万元、5 万元/吨的假设，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 42.5 亿元、80 亿元、125 亿元。维持公司“买入-A”的投资评级，给予 6 个月目标价 5.8 元，相当于 2021 年 18x 的动态市盈率。

■风险提示：全球需求复苏不及预期；公司海外项目进展不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	105,994.2	136,098.0	139,679.1	167,968.4	195,808.0
净利润	4,093.8	4,284.0	4,246.9	8,010.7	12,508.5
每股收益(元)	0.16	0.17	0.17	0.32	0.49
每股净资产(元)	1.59	2.02	2.09	2.13	2.52

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	24.2	23.2	23.4	12.4	7.9
市净率(倍)	2.5	1.9	1.9	1.8	1.6
净利润率	3.9%	3.1%	3.0%	4.8%	6.4%
净资产收益率	10.9%	9.3%	8.6%	15.5%	21.3%
股息收益率	2.3%	0.0%	1.8%	2.6%	2.6%
ROIC	10.6%	9.0%	8.7%	13.2%	17.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

黄金

投资评级 买入-A
维持评级
6 个月目标价：5.8 元
股价 (2020-04-30) 3.91 元

交易数据

总市值(百万元)	99,225.09
流通市值(百万元)	75,157.11
总股本(百万股)	25,377.26
流通股本(百万股)	19,221.77
12 个月价格区间	3.18/4.86 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.49	-10.35	28.61
绝对收益	5.96	-8.86	21.52

齐丁

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450513090001
 qiding@essence.com.cn
 010-83321063

黄孚

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450518090001
 huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450520020002
 wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

 wangjr@essence.com.cn
 010-83321037

相关报告

紫金矿业：2019 年扣非净

利大增，疫情不改有色核 2020-03-23

心资产价值/齐丁

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	105,994.2	136,098.0	139,679.1	167,968.4	195,808.0	成长性					
减:营业成本	92,651.4	120,582.6	123,739.0	145,019.0	165,430.1	营业收入增长率	12.1%	28.4%	2.6%	20.3%	16.6%
营业税费	1,599.0	1,874.1	1,885.7	2,267.6	2,643.4	营业利润增长率	23.0%	17.2%	-2.7%	78.8%	48.7%
销售费用	887.5	574.4	698.4	839.8	979.0	净利润增长率	16.7%	4.6%	-0.9%	88.6%	56.1%
管理费用	2,965.0	3,689.3	3,781.2	4,547.0	5,300.7	EBITDA 增长率	6.5%	31.1%	-4.5%	39.7%	30.6%
财务费用	1,254.2	1,466.8	1,887.9	1,956.4	1,880.0	EBIT 增长率	8.1%	32.9%	-4.6%	61.7%	41.1%
资产减值损失	1,500.4	-368.4	300.0	300.0	300.0	NOPLAT 增长率	13.5%	11.3%	4.4%	67.3%	45.1%
加:公允价值变动收益	-135.8	-59.8	-	-	-	投资资本增长率	30.7%	8.2%	10.3%	8.3%	6.8%
投资和汇兑收益	1,060.5	34.4	-	-	-	净资产增长率	25.6%	20.7%	4.6%	4.0%	19.2%
营业利润	6,181.4	7,242.1	7,047.7	12,600.5	18,739.4	利润率					
加:营业外净收支	-51.2	-267.8	-250.0	-200.0	-200.0	毛利率	12.6%	11.4%	11.4%	13.7%	15.5%
利润总额	6,130.2	6,974.3	6,797.7	12,400.5	18,539.4	营业利润率	5.8%	5.3%	5.0%	7.5%	9.6%
减:所得税	1,447.5	1,913.4	1,801.4	2,976.1	4,078.7	净利润率	3.9%	3.1%	3.0%	4.8%	6.4%
净利润	4,093.8	4,284.0	4,246.9	8,010.7	12,508.5	EBITDA/营业收入	10.9%	11.1%	10.3%	12.0%	13.5%
						EBIT/营业收入	6.9%	7.1%	6.6%	8.9%	10.8%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	109	96	104	93	84
货币资金	10,089.9	6,225.1	7,069.6	6,624.5	12,887.7	流动营业资本周转天数	22	20	20	20	21
交易性金融资产	787.1	688.0	737.5	712.7	725.1	流动资产周转天数	100	78	73	62	64
应收帐款	2,402.0	1,825.1	2,086.4	2,687.5	3,132.9	应收帐款周转天数	8	6	5	5	5
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	40	36	37	32	31
预付帐款	1,419.2	1,323.2	1,608.6	1,885.2	2,150.6	总资产周转天数	343	313	318	270	249
存货	12,669.7	14,886.6	13,611.3	15,952.1	18,197.3	投资资本周转天数	210	193	206	187	172
其他流动资产	3,080.8	3,646.4	2,598.5	2,598.5	2,598.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	9.3%	8.6%	15.5%	21.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	4.3%	4.1%	7.5%	10.7%
长期股权投资	7,041.8	6,924.4	6,999.2	6,985.1	6,969.6	ROIC	10.6%	9.0%	8.7%	13.2%	17.7%
投资性房地产	608.2	130.4	-	-	-	费用率					
固定资产	34,144.5	38,624.8	42,186.6	44,931.4	46,010.4	销售费用率	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	4,807.2	5,279.3	8,045.1	9,431.3	12,414.2	管理费用率	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
无形资产	22,510.3	24,162.5	25,284.3	24,999.9	24,702.9	财务费用率	1.2%	1.1%	1.4%	1.2%	1.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.8%	4.2%	4.6%	4.4%	4.2%
资产总额	112,879.3	123,830.9	122,809.4	129,367.9	141,767.3	偿债能力					
短期债务	15,616.7	14,440.9	15,616.7	20,616.7	18,616.7	资产负债率	58.1%	53.9%	45.8%	46.9%	43.1%
应付帐款	9,010.6	9,662.3	9,454.6	10,220.7	10,955.5	负债权益比	138.8%	116.9%	97.8%	101.5%	85.5%
应付票据	160.7	420.9	309.3	362.5	413.6	流动比率	0.82	0.86	1.01	0.91	1.23
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.48	0.41	0.51	0.43	0.67
长期借款	12,917.9	13,826.2	12,917.9	12,917.9	11,417.9	利息保障倍数	5.83	6.63	4.91	7.66	11.25
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	65,605.6	66,751.3	58,391.0	62,997.6	63,257.0	DPS(元)	0.09	-	0.07	0.10	0.10
少数股东权益	6,818.3	5,893.6	6,643.1	8,056.7	10,008.9	分红比率	56.3%	0.0%	41.8%	31.7%	20.3%
股本	2,303.1	2,537.7	2,537.7	2,537.7	2,537.7	股息收益率	2.3%	0.0%	1.8%	2.6%	2.6%
留存收益	34,595.4	44,015.7	46,381.7	51,831.7	61,802.5						
股东权益	47,273.7	57,079.6	59,695.0	62,073.2	73,996.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,682.7	5,060.9	4,246.9	8,010.7	12,508.5	EPS(元)	0.16	0.17	0.17	0.32	0.49
加:折旧和摊销	4,449.2	5,755.4	5,172.3	5,190.6	5,208.8	BVPS(元)	1.59	2.02	2.09	2.13	2.52
资产减值准备	1,500.4	434.0	300.0	300.0	300.0	PE(X)	24.2	23.2	23.4	12.4	7.9
公允价值变动损失	135.8	59.8	-	-	-	PB(X)	2.5	1.9	1.9	1.8	1.6
财务费用	1,523.2	1,530.0	1,887.9	1,956.4	1,880.0	P/FCF	-1,248.8	-38.7	-9.3	17.8	16.4
投资损失	-884.0	-75.3	-	-	-	P/S	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
少数股东损益	588.9	776.9	749.5	1,413.7	1,952.2	EV/EBITDA	3.2	2.4	2.8	2.3	1.6
营运资金的变动	62.7	-7,668.8	2,253.2	-2,687.1	-1,973.3	CAGR(%)	26.3%	41.9%	15.4%	26.3%	41.9%
经营活动产生现金流量	10,233.0	10,665.6	14,609.8	14,184.2	19,876.2	PEG	0.9	0.6	1.5	0.5	0.2
投资活动产生现金流量	-13,640.2	-14,102.8	-10,196.7	-9,333.5	-9,490.9	ROIC/WACC	1.2	1.0	1.0	1.5	2.0
融资活动产生现金流量	7,655.2	-325.8	536.1	-2,587.5	-8,158.2	REP	0.4	0.5	0.5	0.3	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2020 年 04 月 29 日
山东黄金 (600547.SH)

受益于金价上涨，一季报业绩迎来开门红

■公司公布 2020 年一季报，业绩迎来开门红。公司 2020Q1 营业收入约 139.7 亿元，同比+28.7%；归母净利润约 5.63 亿元，同比+57.9%；扣非净利润 5.65 亿元，同比+59.03%；经营性现金流净额约 6.39 亿元，同比+1.3%。此前公司一季报预告预计归母净利润为 50000 万至 60000 万之间，本次业绩基本符合此前预测。值得注意的是，2020Q1 归母净利润水平为自 2013Q1 以来最佳单季度业绩表现。

■业绩增长主要源于金价上涨，预估疫情对 2020Q1 矿产金产量影响不大。据 Wind，2020Q1 国内黄金现货均价约为 355 元/g，同比+24%，伦敦金现货均价约为 1582 美元/盎司，同比+21.4%。我们预计疫情对公司 2020Q1 矿产金产量影响不大，主要是据山东省国资委新闻，今年一季度母公司山东黄金集团实现黄金产量约 11.57 吨，同比+0.43%，没有出现下滑，我们预估公司 2020Q1 矿产金产量接近 10 吨。此外，巴里克公告称贝拉德罗 2020Q1 矿产金产量约 2.33 吨（归属于公司的权益产量），同比+7.1%，环比+5.6%，销量约 1.77 吨，同比-16.7%，环比-18.57%。

■坚定看好金价长牛，公司兼具较好的业绩弹性和成长性。美联储及全球央行货币宽松大趋势下，后续通胀中枢大概率抬升。同时受制于疫情的影响，美联储货币政策易松难紧，预计名义利率相对刚性，实际利率具备持续下行的可能，因此我们继续看好金价长牛。公司 2019 年矿产金产量居国内前二，黄金业务毛利占比接近 100%，金价上涨过程中业绩弹性较大。公司亦具备较好的成长性，主要考虑到公司国内主力矿山和贝拉德罗金矿等后续扩量潜力，以及集团承诺逐步注入黄金资产。

■投资建议：维持“买入-A”投资评级，给予 6 个月目标价 50 元。假设 2020~2022 年国内黄金均价分别为 375 元/g、400 元/g、400 元/g，预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 24.1 亿元、33.0 亿元、39.1 亿元。鉴于公司成长性突出，成本竞争力较强，给予公司 6 个月目标价 50 元，相当于 2021 年 47x PE。

■风险提示：1) 海外疫情持续发酵影响贝拉德罗产销；2) 全球通胀水平回升不及预期。3) 矿产金生产成本增加超预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	54,787.9	62,630.7	74,813.5	77,817.5	80,178.4
净利润	875.7	1,289.5	2,408.3	3,297.3	3,909.7
每股收益(元)	0.28	0.42	0.78	1.06	1.26
每股净资产(元)	6.98	7.46	7.45	7.82	8.33

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	128.0	86.9	46.5	34.0	28.7
市净率(倍)	5.2	4.8	4.9	4.6	4.3
净利润率	1.6%	2.1%	3.2%	4.2%	4.9%
净资产收益率	4.0%	5.5%	10.2%	13.2%	14.6%
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	6.1%	7.6%	15.2%	15.5%	16.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

黄金

 投资评级 **买入-A**
维持评级

 6 个月目标价：**50 元**

 股价 (2020-04-28) **36.15 元**

交易数据

总市值(百万元)	112,050.96
流通市值(百万元)	79,403.35
总股本(百万股)	3,099.61
流通股本(百万股)	2,196.50
12 个月价格区间	28.42/51.25 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.45	16.93	80.8
绝对收益	2.82	11.33	71.84

齐丁

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450513090001
 qiding@essence.com.cn
 010-83321063

黄孚

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450518090001
 huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450520020002
 wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

 wangjr@essence.com.cn
 010-83321037

相关报告

山东黄金：山东黄金公司深度分析/齐丁	2019-09-02
山东黄金：一季报业绩符合预期，降本降费仍有空间/齐丁	2019-04-29
山东黄金：产量总体平稳，国际化值得期待/齐丁	2019-03-29

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	54,787.9	62,630.7	74,813.5	77,817.5	80,178.4	成长性					
减:营业成本	50,016.5	56,585.7	66,488.4	67,931.5	69,368.3	营业收入增长率	7.3%	14.3%	19.5%	4.0%	3.0%
营业税费	363.6	553.3	635.9	661.4	681.5	营业利润增长率	-10.6%	45.1%	83.4%	36.5%	18.4%
销售费用	37.2	188.1	209.5	217.9	224.5	净利润增长率	-23.0%	47.2%	86.8%	36.9%	18.6%
管理费用	1,746.7	2,046.2	2,244.4	2,334.5	2,405.4	EBITDA 增长率	14.4%	23.8%	27.1%	18.4%	9.2%
财务费用	791.5	847.0	906.7	891.3	815.0	EBIT 增长率	20.8%	37.5%	49.4%	26.8%	12.3%
资产减值损失	0.6	-123.1	-50.0	-50.0	-50.0	NOPLAT 增长率	-6.9%	36.8%	67.1%	28.7%	14.2%
加:公允价值变动收益	1.6	175.4	20.0	20.0	20.0	投资资本增长率	10.1%	-16.0%	25.8%	5.6%	6.7%
投资和汇兑收益	-46.7	-10.7	-10.1	-30.1	-30.1	净资产增长率	36.2%	10.4%	0.9%	5.7%	7.1%
营业利润	1,476.6	2,142.5	3,929.8	5,363.3	6,351.3						
加:营业外净收支	-27.6	-25.0	-25.1	-17.1	-12.1	利润率					
利润总额	1,449.0	2,117.4	3,904.7	5,346.2	6,339.2	毛利率	8.7%	9.7%	11.1%	12.7%	13.5%
减:所得税	511.9	696.1	1,249.5	1,710.8	2,028.5	营业利润率	2.7%	3.4%	5.3%	6.9%	7.9%
净利润	875.7	1,289.5	2,408.3	3,297.3	3,909.7	净利润率	1.6%	2.1%	3.2%	4.2%	4.9%
						EBITDA/营业收入	9.1%	9.9%	10.5%	12.0%	12.7%
						EBIT/营业收入	4.7%	5.7%	7.1%	8.6%	9.4%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	126	120	106	102	100
货币资金	2,139.2	3,241.9	2,743.7	2,505.2	2,613.4	流动营业资本周转天数	-40	-56	-61	-56	-53
交易性金融资产	-	1,528.4	-	-	-	流动资产周转天数	44	49	48	44	43
应收帐款	774.9	1,460.0	1,918.1	1,948.1	1,971.7	应收帐款周转天数	4	6	8	9	9
应收票据	0.5	-	0.4	0.4	0.4	存货周转天数	21	20	19	21	21
预付帐款	148.3	116.7	197.1	201.4	205.7	总资产周转天数	286	296	266	244	241
存货	3,352.9	3,639.8	4,457.1	4,553.9	4,650.2	投资资本周转天数	165	139	120	132	136
其他流动资产	168.4	375.0	353.8	353.8	353.8						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	4.0%	5.5%	10.2%	13.2%	14.6%
长期股权投资	1,037.1	1,042.3	1,039.7	1,041.0	1,040.3	ROA	2.1%	2.4%	5.1%	6.8%	8.0%
投资性房地产	216.6	231.5	-	-	-	ROIC	6.1%	7.6%	15.2%	15.5%	16.8%
固定资产	19,882.5	22,033.6	22,003.6	22,135.8	22,485.5	费用率					
在建工程	3,118.8	3,917.7	4,870.9	5,563.6	5,905.9	销售费用率	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
无形资产	10,155.9	10,648.0	10,718.8	10,786.7	10,841.5	管理费用率	3.2%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	1.4%	1.4%	1.2%	1.1%	1.0%
资产总额	44,946.0	58,155.6	52,367.9	53,154.5	54,133.1	三费/营业收入	4.7%	4.9%	4.5%	4.4%	4.3%
短期债务	3,623.4	3,154.3	3,054.3	3,104.3	3,104.3	偿债能力					
应付帐款	2,872.7	4,214.8	4,751.4	4,458.4	4,363.6	资产负债率	48.0%	55.6%	50.0%	48.7%	47.9%
应付票据	631.6	828.0	764.6	781.2	797.7	负债权益比	92.3%	125.3%	112.0%	104.5%	97.6%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	0.46	0.42	0.43	0.43	0.44
长期借款	2,091.0	1,201.6	1,646.3	1,423.9	1,535.1	速动比率	0.23	0.27	0.23	0.23	0.23
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	3.26	4.19	5.84	7.53	9.25
负债总额	21,568.9	32,337.8	29,174.7	28,784.9	28,792.2	分红指标					
少数股东权益	1,756.8	2,703.5	2,950.5	3,288.6	3,689.4	DPS(元)	0.07	-	0.00	0.00	0.00
股本	2,214.0	3,099.6	3,099.6	3,099.6	3,099.6	分红比率	25.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	19,435.1	19,975.4	19,952.7	21,108.3	22,675.8	股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	23,377.0	25,817.7	26,042.0	27,535.7	29,504.0						

	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	937.1	1,421.4	2,408.3	3,297.3	3,909.7	EPS(元)	0.28	0.42	0.78	1.06	1.26
加:折旧和摊销	2,435.1	2,656.9	2,570.8	2,602.9	2,635.0	BVPS(元)	6.98	7.46	7.45	7.82	8.33
资产减值准备	2.1	137.5	-50.0	-50.0	-50.0	PE(X)	128.0	86.9	46.5	34.0	28.7
公允价值变动损失	-1.6	-204.4	20.0	20.0	20.0	PB(X)	5.2	4.8	4.9	4.6	4.3
财务费用	699.0	834.2	906.7	891.3	815.0	P/FCF	-18.4	15.2	-36.7	59.5	36.8
投资损失	46.7	324.9	10.0	30.0	30.0	P/S	2.0	1.8	1.5	1.4	1.4
少数股东损益	61.3	131.9	246.9	338.1	400.9	EV/EBITDA	14.3	16.2	14.8	12.6	11.6
营运资金的变动	-1,007.5	-6,504.8	3,938.8	-372.7	-216.1	CAGR(%)	57.1%	44.7%	30.5%	57.1%	44.7%
经营活动产生现金流量	2,927.2	4,180.1	10,051.5	6,757.0	7,544.6	PEG	2.2	1.9	1.5	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-3,765.5	-3,831.4	1,432.4	-351.3	-349.4	ROIC/WACC	0.8	1.0	1.9	1.9	2.1
融资活动产生现金流量	356.2	21.7	-8,251.5	-867.4	-827.2	REP	3.5	4.7	2.2	2.0	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2020年03月24日

湖南黄金 (002155.SZ)

2019年受铋钨拖累业绩，2020年经营计划值得期待

■2019年受铋和钨板块拖累，业绩大幅下滑。公司发布2019年财报，实现营业收入138.29亿元，同比增长10.98%；归母净利润1.60亿元，同比下降40.91%；扣非净利润1.64亿元，同比下降38.63%；实现每股收益0.13元。2019年公司矿产金4.87吨、矿产铋2.05万吨、生产仲钨酸铵（APT）2,392标吨，同比分别增长0.12%、1.59%、4.45%；公司黄金、铋、钨三大板块毛利占比分别为68%、28%、4%。2019年业绩大幅下滑主要归因于铋和钨价的大幅下跌以及同期公司成本上升，一是受铋钨价格下跌，公司整体毛利率下跌1.57个百分点。据SMM数据，2019年黄金均价312.67元/克，同比上涨15.36%；铋和钨受贸易摩擦以及全球经济疲软影响，铋锭均价4.28万元/吨，同比下跌18.37%，仲钨酸铵均价13.28万元，同比下跌13.26%。受此影响，公司整体毛利率下跌1.57pct，其中黄金板块毛利率提高0.27pct，铋和钨板块毛利率均出现约11pct的降幅，大幅拖累公司业绩。二是同期公司营业成本和三费均出现不同程度上升。2019年公司营业成本同比增加12.91%，销售、管理、研发和财务费用同比分别上升3.53%、6.83%、-3.33%和13.87%。

■黄金矿山提质扩能工程投入运营，未来矿产金产量有望提升。据公告，未来一是自产金增加，据公告，黄金洞矿业采选1600t/d提质扩能工程与大万矿业采选1400t/d提质扩能工程的系统均已投入运行，日处理量已经达到设计产能，年采选规模有望达到100万吨，产能达产后矿产金产量有望持续增加。二是精炼金扩能扩张，据公告，公司100t黄金精炼深加工、加工贸易项目已进行单机联机运行调试启动运行。

■持续增储保障公司盈利能力，公司2020年度指引值得期待。据公告，截至2019年末，公司保有资源储量矿石量6,596.6万吨，金属量140.91吨，铋金属量25.75万吨，钨金属量10.90万吨，同比分别增长4.46%、1.67%、0.20%、-0.09%，资源储量呈持续增长态势，有力稳定公司生产经营，保障公司盈利能力。同时，公司公布2020年经营计划，销售收入155亿元、黄金产量47.4吨、铋品产量3.54万吨、钨品产量2500标吨，相对于2019年实际情况分别增长12%、15%、0.2%、5%。我们认为，目前铋和钨价均已接近行业平均成本线，价格继续下行空间不大，且随着宏观经济转暖，铋和钨行业有望实现需求回升，公司铋钨板块业绩有望迎来好转。

■给予“增持-A”投资评级。考虑到全球央行相继宽松，黄金价格有望持续走强，假设2020~2022年金价分别为350、385、400元/克，我们预计公司2020~2022年净利润分别为3.0、4.4、5.1亿元，对应PE分别为28、19、17x，业绩增长主要来自于黄金量价齐升以及铋钨价格回暖，给予公司“增持-A”投资评级。

■风险提示：1) 黄金价格大幅下行；2) 公司自产黄金增长不及预期；3) 铋和钨需求回暖不及预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	12,460.9	13,829.2	16,493.1	18,898.2	20,568.1
净利润	270.4	159.8	301.0	444.5	507.0
每股收益(元)	0.22	0.13	0.25	0.37	0.42
每股净资产(元)	4.02	4.11	4.36	4.73	5.16

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	31.2	52.9	28.1	19.0	16.7
市净率(倍)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
净利润率	2.2%	1.2%	1.8%	2.4%	2.5%
净资产收益率	5.3%	3.1%	5.6%	7.6%	8.0%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	7.8%	5.1%	710.9%	12.6%	13.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

黄金

投资评级 增持-A

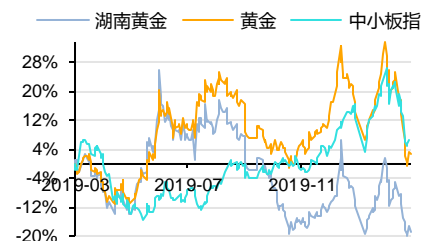
维持评级

股价 (2020-03-23) 7.03 元

交易数据

总市值(百万元)	8,450.34
流通市值(百万元)	8,449.55
总股本(百万股)	1,202.04
流通股本(百万股)	1,201.93
12个月价格区间	6.94/10.94 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.77	-8.93	-20.75
绝对收益	-18.45	-6.76	-16.53

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

- 湖南黄金：铋钨板块拖累业绩，年度指引同比下滑/ 2019-10-31 齐丁
- 湖南黄金：铋钨拖累中报业绩，黄金业务继续扩张/ 2019-08-23 齐丁
- 湖南黄金：2018年业绩符合预期，矿产金有望稳步增长/ 2019-03-26 齐丁

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,460.9	13,829.2	16,493.1	18,898.2	20,568.1	成长性					
减:营业成本	11,230.5	12,680.5	15,058.8	17,251.9	18,816.6	营业收入增长率	20.7%	11.0%	19.3%	14.6%	8.8%
营业税费	64.0	61.8	73.7	84.4	91.9	营业利润增长率	-5.3%	-44.5%	94.4%	47.2%	14.0%
销售费用	36.4	37.6	39.9	42.7	45.7	净利润增长率	-10.5%	-40.9%	88.4%	47.7%	14.0%
管理费用	474.1	506.5	516.7	527.0	537.5	EBITDA 增长率	31.2%	-0.8%	42.5%	15.8%	6.1%
财务费用	47.3	53.8	55.9	54.7	52.0	EBIT 增长率	45.2%	-4.4%	25.6%	24.8%	8.9%
资产减值损失	31.6	-67.5	50.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	-13.1%	-32.5%	71.7%	41.3%	12.4%
加:公允价值变动收益	-1.0	-4.7	-	-	-	投资资本增长率	3.4%	-98.8%	7870.9%	3.2%	1.9%
投资和汇兑收益	8.9	-1.3	4.7	4.7	4.7	净资产增长率	6.2%	2.2%	6.0%	8.3%	8.8%
营业利润	356.8	197.9	384.6	566.4	645.4	利润率					
加:营业外净收支	-5.2	-3.1	-8.9	-8.9	-8.9	毛利率	9.9%	8.3%	8.7%	8.7%	8.5%
利润总额	351.6	194.8	375.7	557.4	636.5	营业利润率	2.9%	1.4%	2.3%	3.0%	3.1%
减:所得税	92.4	39.1	78.9	117.1	133.7	净利润率	2.2%	1.2%	1.8%	2.4%	2.5%
净利润	270.4	159.8	301.0	444.5	507.0	EBITDA/营业收入	6.7%	6.0%	7.2%	7.3%	7.1%
						EBIT/营业收入	5.1%	4.4%	4.6%	5.0%	5.0%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	78	38	36	64	60
货币资金	407.3	369.8	362.6	683.4	1,113.9	流动营业资本周转天数	8	-2	-7	-4	-3
交易性金融资产	15.5	35.4	35.4	35.4	35.4	流动资产周转天数	54	40	30	31	36
应收账款	208.1	149.6	147.9	169.5	184.5	应收账款周转天数	6	5	3	3	3
应收票据	197.5	-	178.4	204.4	222.5	存货周转天数	18	14	10	10	9
预付账款	153.6	71.8	85.8	98.3	107.3	总资产周转天数	199	178	155	146	143
存货	584.9	466.9	481.9	517.6	526.9	投资资本周转天数	112	52	43	75	71
其他流动资产	126.6	250.8	104.5	104.5	104.5	投资回报率					
可供出售金融资产	1.1	-	-	-	-	ROE	5.3%	3.1%	5.6%	7.6%	8.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.8%	2.3%	4.0%	5.6%	5.9%
长期股权投资	17.2	17.2	17.2	17.2	17.2	ROIC	7.8%	5.1%	710.9%	12.6%	13.7%
投资性房地产	-	14.0	-	-	-	费用率					
固定资产	2,888.6	-	3,314.2	3,402.3	3,478.5	销售费用率	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	312.5	-	286.8	286.8	286.8	管理费用率	3.8%	3.7%	3.1%	2.8%	2.6%
无形资产	605.9	574.0	1,025.8	1,025.8	1,025.8	财务费用率	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.5%	4.3%	3.7%	3.3%	3.1%
资产总额	6,887.4	6,799.6	7,393.3	7,898.0	8,455.9	偿债能力					
短期债务	255.0	255.0	255.0	255.0	255.0	资产负债率	28.5%	26.0%	21.9%	20.9%	19.8%
应付账款	310.9	159.2	189.7	217.4	237.1	负债权益比	39.8%	35.1%	28.7%	27.0%	25.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.95	0.85	0.95	1.20	1.50
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.62	0.56	0.62	0.86	1.16
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	13.37	11.22	13.57	17.32	19.81
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	1,962.4	1,765.9	1,530.7	1,562.5	1,585.0	DPS(元)	0.04	-	-	-	-
少数股东权益	92.7	88.3	88.3	88.3	88.3	分红比率	17.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0	1,202.0	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,612.2	3,722.6	4,023.6	4,468.1	4,975.1						
股东权益	4,925.0	5,033.8	5,334.7	5,779.3	6,286.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	259.2	155.6	301.0	444.5	507.0	EPS(元)	0.22	0.13	0.25	0.37	0.42
加:折旧和摊销	284.3	301.2	429.1	429.1	429.1	BVPS(元)	4.02	4.11	4.36	4.73	5.16
资产减值准备	31.6	58.7	50.0	50.0	50.0	PE(X)	31.2	52.9	28.1	19.0	16.7
公允价值变动损失	1.0	4.7	-	-	-	PB(X)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
财务费用	51.8	56.4	55.9	54.7	52.0	P/FCF	607.2	2.4	-2.1	28.9	21.0
投资损失	-8.9	1.3	-4.7	-4.7	-4.7	P/S	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	-11.2	-4.1	-4.1	-4.1	-4.1	EV/EBITDA	10.2	5.5	6.0	4.9	4.3
营运资金的变动	334.1	-3,241.1	3,207.8	-64.0	-28.7	CAGR(%)	19.3%	47.8%	0.4%	19.3%	47.8%
经营活动产生现金流量	779.1	830.8	4,034.9	905.4	1,000.5	PEG	1.6	1.1	69.7	1.0	0.3
投资活动产生现金流量	-467.4	-617.1	-18.7	-4.7	-4.7	ROIC/WACC	0.9	0.6	82.3	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	-334.8	-286.4	-331.7	-54.7	-52.0	REP	2.4	159.8	0.0	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A—正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B—较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚、王政声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	陈盈怡		
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034