

2011年10月31日

山东黄金

看好长期金价，公司盈利前景乐观

买入

A

600547.SS - 人民币 38.63

目标价格: 人民币 60.00 (↓63.60)

乐宇坤

(8621) 2032 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(27)	(3)	(21)	(34)
相对新华富时A50指数(%)	(17)	(10)	(17)	(15)

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	49
流通股市值(人民币百万)	26,936
3个月日均交易额(人民币 百万)	501
净负债比率(%) (2011E)	22
主要股东(%)	
山东黄金集团	50

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

山东黄金公告11年3季度净利润同比增长78%至6.43亿人民币（每股收益0.452元），这主要是得益于金价同比上升近32%。公司在4月底公告计划非公开发行股票，由于目前股价低于计划的增发价格，我们初步估计公司可能要到明年2季度才能完成增发。募集资金主要用于收购金矿，我们估计公司的黄金储量可翻番。我们将2011-13年的金价假设上调了3.6-14%，将2011-13年全面摊薄的每股收益预测分别上调9.6%、19%和19%。由于A股有色金属公司估值下调，我们将目标价由63.60元小幅下调至60.00元，这是基于约30倍的2012年市盈率。我们维持对该股的买入评级。

支撑评级的要点

- 全球货币过量发行推升金价。
- 公司储量增加潜力极大。
- 黄金产量稳步上升。

评级面临的主要风险

- 管理费用、人工成本可能高于预期。
- 收购矿山成本可能高于预期。
- 美国加息预期可能对金价上升形成抑制。

估值

- 虽然我们上调了盈利预测，但由于A股有色金属公司估值下调，我们将目标价由63.60元小幅下调至60.00元，这是基于约30倍的2012年市盈率。我们维持对该股的买入评级。

图表1. 投资摘要

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	23,330	31,429	40,036	44,993	44,391
变动(%)	18	35	27	12	(1)
净利润(人民币百万)	749	1,223	2,342	2,969	3,216
全面摊薄每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.646	2.002	2.084
变动(%)	17.6	63.4	91.5	21.6	4.1
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.502	1.680	1.751
调整幅度(%)	-	-	9.6	19.2	19.0
核心每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.646	2.002	2.085
变动(%)	17.6	63.4	91.5	21.6	4.1
全面摊薄市盈率(倍)	73.4	44.9	23.5	19.3	18.5
核心市盈率(倍)	73.4	44.9	23.5	19.3	18.5
每股现金流量(人民币)	0.84	1.96	1.86	3.03	2.77
价格/每股现金流量(倍)	45.9	19.7	20.8	12.7	14.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	19.7	24.3	14.1	11.5	10.4
每股股息(人民币)	0.133	0.133	0.263	0.308	0.555
股息率(%)	0.3	0.3	0.7	0.8	1.4

注：假设2012年中完成增发

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2011年3季度净利润同比大幅增长78%

山东黄金公告11年3季度净利润同比增长78%至6.43亿人民币（每股收益0.452元），盈利同比上升主要是得益于金价同比上升近32%。从季度业绩来看，11年3季度净利润环比上升6.1%。

图表2.季度金价(人民币/克)

08年1季度	08年2季度	08年3季度	08年4季度	09年1季度	09年2季度	09年3季度	09年4季度	10年1季度	10年2季度	10年3季度	10年4季度	11年1季度	11年2季度	11年3季度
213.2	200.9	192.0	176.6	200.2	203	211	243	246	262	268	295	296.5	316.1	352.8

资料来源：上海黄金交易所，中银国际研究

图表3.季度利润及毛利率

08年1季度	08年2季度	08年3季度	08年4季度	09年1季度	09年2季度	09年3季度	09年4季度	10年1季度	10年2季度	10年3季度	10年4季度	11年1季度	11年2季度	11年3季度	
净利润(人民币, 百万)	214	282	128	13	155	330	141	120	268	304	361	290	443	606	643
毛利率(%)	8.7	11.0	5.7	10.7	7.5	13.2	9.4	6.9	10.7	6.2	11.7	12.1	11.5	10.0	11

资料来源：公司数据

11年3季度金价环比上升11.6%，但公司3季度毛利润仅环比上升了7.3%；另外，3季度末公司存货达到7.41亿元，较年初增加4.87亿元，增幅192.16%，较上半年末存货增加3.26亿元，增幅为79%。我们估计这主要是因为9月下旬金价大幅下跌，使得公司外购合质金生产的黄金产品盈利状况不佳，公司也相应减少了这部分产品的出售。

管理费用持续增加，财务费用也大幅上升

11年3季度管理费用为3.22亿元，较2季度的2.9亿元上升11%，而2季度也较1季度上升13%。我们估计未来公司的管理费用仍有可能继续增长。

此外，3季度财务费用同比大幅增加91%至4,777万元，2011年1-9月财务费用同比增幅达70.50%，主要原因是今年银行融资规模扩大、利率上升。

计划增发新股时间可能晚于预期

山东黄金 2011 年 4 月底公告向特定对象非公开发行不超过 12,000 万股股票，发行价格不低于 46.80 元/股，募集资金总额约 56.2 亿元，增发完成后，股本增加约 8.4%。控股母公司山东黄金集团以现金认购 15-19 亿元，发行完成后，山东黄金集团仍持有公司至少 50% 的股份。

由于目前公司股价低于计划的增发价格，另外，一些材料由于时间较长可能也需要重新整理，因此我们估计公司短期内较难完成增发，我们初步估计公司可能要到 2012 年 2 季度才能完成新股增发。

增发完成后黄金储量翻番

本次增发募集资金将用于增资莱州公司（山东黄金下属子公司）收购新立探矿权和寺庄探矿权、增资玲珑公司（山东黄金下属子公司）收购东风探矿权这三个探矿权，收购归来庄公司 69.24% 股权，另外增资莱州公司建设三山岛金矿 8,000 吨/日扩建工程。收购完成后，我们估计公司的黄金储量可增加 314 吨至 644 吨，几乎翻番，权益储量增加 308 吨至 605 吨。

收购的探矿权可与现有矿山实现集约化生产

新立探矿权位于莱州公司现有的新立矿区周边，后续可集约开采并利用现有选矿能力。寺庄探矿权位于莱州公司现有寺庄矿区采矿权下部（近焦家金矿），与寺庄矿区采矿权属同一矿体，因此未来也可集约开采并利用现有选矿能力。因此我们估计这两个探矿权在收购后可较快投入开采。玲珑公司收购东风探矿权可能也在公司现有的玲珑金矿附近，我们估计未来也可能实现集约化开采，另外值得注意到是，东风探矿权的储量达到 158 吨，规模庞大，我们估计未来该矿区产量增长的潜力非常大。

黄金储量扩张潜力仍然巨大

山东省政府在10年初发布了《关于深化矿产资源开发整合工作的通知》，其中特别提到了重点整合区域包括平度金矿区、蓬莱金矿区、玲珑金矿区，这些地区黄金储量丰富，并且都是山东黄金下属金矿所在的矿区。我们相信整合会有利于公司获得更多的并购机遇，从而实现跨越式发展。此外，母公司山东黄金集团还拥有海南抱伦金矿、蓬莱河西金矿、河南嵩县山金矿、青海山金矿业有限公司（52%股权），我们相信这些矿未来也会注入上市公司（目前由上市公司托管）。在此次增发完成后，我们相信公司未来2-3年黄金储量增加的空间仍然巨大，公司未来三年发展战略规划中争全国第一是有可能实现的。

上调金价假设

9月后由于全球流动性紧张的影响，国际金价出现较大幅度的调整。但10月后，随着欧债危机的缓解，金价在10月后逐步回升，再加上4季度金消费处于旺季，因此我们预计4季度金价仍有望好于3季度。

就长期而言，我们相信，由于全球货币的过量发行，黄金的货币属性将再现魅力，我们仍看好长期的金价，我们将2011-13年的金价假设上调了3.6-14%。

图表4.金价假设

(人民币/克)	2011E	2012E	2013E
新假设	329	363	351
原假设	316	319	308
调整幅度(%)	3.6	13.8	14.0

资料来源：中银国际研究

上调盈利预测

由于我们上调了2011-13年的金价假设，我们将2011-13年净利润预测分别上调9.6%、14.5%和19%；另外，由于公司增发新股的进度晚于我们预期，我们将2011-13年全面摊薄的每股收益预测分别上调9.6%、19%和19%。

维持买入评级

山东黄金的管理团队充满了进取精神，未来黄金资源储量以及产量有巨大增长的潜力。基于公司基本面在未来 2-3 年内有望持续改善、以及对未来金价乐观的预期，我们认为，该股应享有较高的估值。虽然我们上调了盈利预测，但由于 A 股有色金属公司估值下调，我们将目标价由 63.60 元小幅下调至 60.00 元，这是基于约 30 倍的 2012 年市盈率。我们维持对该股的买入评级。

图表 5. 业绩摘要

(人民币，百万)	10 年 3 季度	11 年 3 季度	同比变化%
销售收入	6,807	11,602	70
销售成本	(6,011)	(10,326)	72
营业税	(1)	(1)	(46)
毛利润	795	1,275	60
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(4)	(7)	70
管理费用	(269)	(322)	20
其它经营费用	31	0	n/a
经营利润	553	946	71
财务费用	(25)	(48)	91
投资收入	11	(6)	n/a
其它非营业收入	(21)	(0)	n/a
税前利润	517	892	72
税金	(139)	(223)	60
少数股东权益	(17)	(26)	58
净利润	361	643	78
全面摊薄每股收益(元)	0.254	0.452	78
盈利能力 (%)			
毛利率	11.7	11.0	
经营利润率	8.1	8.2	
净利率	5.3	5.5	

资料来源：公司数据

损益表(人民币百万)

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	23,330	31,429	40,036	44,993	44,391
销售成本	(21,276)	(28,409)	(35,316)	(39,128)	(38,200)
经营费用	(556)	(628)	(648)	(790)	(844)
息税折旧前利润	1,498	2,392	4,072	5,074	5,347
折旧及摊销	(354)	(486)	(647)	798	841
经营利润(息税前利润)	1,143	1,906	3,424	4,276	4,506
净利润收入/(费用)	(81)	(110)	(155)	(88)	(15)
其他收益/(损失)	31	(8)	9	9	25
税前利润	1,094	1,788	3,279	4,198	4,516
所得税	(280)	(491)	(836)	(1,070)	(1,129)
少数股东权益	(65)	(74)	(100)	(159)	(173)
净利润	749	1,223	2,342	2,969	3,216
核心净利润	749	1,223	2,342	2,969	3,217
每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.646	2.002	2.084
核心每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.646	2.002	2.085
每股股息(人民币)	0.133	0.133	0.263	0.308	0.555
收入增长(%)	18	35	27	12	(1)
息税前利润增长(%)	23	67	80	25	5
息税折旧前利润增长(%)	23	60	70	25	5
每股收益增长(%)	18	63	92	22	4
核心每股收益增长(%)	18	63	92	22	4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币百万)

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,094	1,788	3,279	4,198	4,516
折旧与摊销	354	486	647	798	841
净利息费用	81	110	155	88	15
运营资本变动	(201)	334	(780)	365	10
税金	(135)	73	(659)	(950)	(1,099)
其他经营现金流	6	(1)	(2)	(2)	(16)
经营活动产生的现金流	1,199	2,790	2,640	4,496	4,267
购买固定资产净值	(2,055)	(3,476)	(1,475)	(5,750)	(650)
投资减少/增加	10	98	22	3	3
其他投资现金流	(21)	(41)	1	1	(475)
投资活动产生的现金流	(2,066)	(3,418)	(1,452)	(5,746)	(1,122)
净增权益	0	0	0	5,520	0
净增债务	1,112	1,070	(360)	(2,000)	(300)
支付股息	(106)	(70)	(142)	(281)	(356)
其他融资现金流	(25)	43	(235)	(88)	(15)
融资活动产生的现金流	981	1,044	(737)	3,151	(671)
现金变动	114	416	450	1,901	2,474
期初现金	287	401	817	1,267	3,168
公司自由现金流	(864)	(623)	1,193	(1,240)	3,166
权益自由现金流	164	332	672	(3,338)	2,830

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币百万)

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	401	817	1,267	3,168	5,640
应收帐款	20	25	37	42	41
库存	394	254	445	500	493
其他流动资产	576	696	1,528	1,247	1,709
流动资产总计	1,392	1,791	3,277	4,957	7,884
固定资产	3,542	4,410	5,411	5,600	5,696
无形资产	1,226	3,259	3,063	7,823	7,533
其他长期资产	103	123	124	126	128
长期资产总计	4,871	7,792	8,599	13,550	13,358
总资产	6,263	9,583	11,876	18,507	21,241
应付帐款	334	502	624	691	675
短期债务	1,790	1,890	1,800	500	500
其他流动负债	483	770	1,080	1,278	1,298
流动负债总计	2,607	3,162	3,504	2,469	2,473
长期借款	300	1,270	1,000	300	0
其他长期负债	167	565	485	485	485
股本	712	1,423	1,423	1,543	1,543
储备	2,171	2,465	4,665	12,752	15,609
股东权益	2,883	3,888	6,088	14,295	17,152
少数股东权益	306	698	799	958	1,131
总负债及权益	6,263	9,583	11,876	18,507	21,241
每股帐面价值(人民币)	4.05	2.73	4.28	9.26	11.12
每股有形资产(人民币)	2.33	0.44	2.13	4.19	6.23
每股净负债/(现金)(人民币)	2.37	1.65	1.08	(1.53)	(3.33)

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	6.4	7.6	10.2	11.3	12.0
息税前利润率	4.9	6.1	8.6	9.5	10.2
税前利润率	4.7	5.7	8.2	9.3	10.2
净利率	3.2	3.9	5.9	6.6	7.2
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.9	2.0	3.2
利息覆盖率(倍)	13.6	16.5	21.3	43.9	125.5
净权益负债率(%)	53.0	51.1	22.3	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.8	1.8	3.0
估值(倍)					
市盈率	73.4	44.9	23.5	19.3	18.5
核心业务市盈率	73.4	44.9	23.5	19.3	18.5
目标价对应核心业务市盈率	114.0	69.8	36.5	30.0	28.8
市净率	9.5	14.1	9.0	4.2	3.5
价格/现金流	45.9	19.7	20.8	12.7	14.0
企业价值/息税折旧前利润	19.7	24.3	14.1	11.5	10.4
周转率					
存货周转天数	5.5	4.2	3.6	3.8	4.1
应收帐款周转天数	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
应付帐款周转天数	5.1	4.9	5.1	5.3	5.6
回报率 (%)					
股息支付率	12.7	15.5	16.0	16.0	26.6
净资产收益率	29.1	36.1	47.0	29.1	20.5
资产收益率	16.3	17.4	23.8	21.0	17.0
已运用资本收益率	26.4	29.3	39.4	33.3	26.0

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371