

受益于黄金价格上涨和自产金增加

——山东黄金 2011 年业绩预告点评

评级:

增持-A

上次评级: 中性-A

目标价格:

40.00 元

期限: 6 个月 上次预测: 34.08 元

现价(2012 年 01 月 30 日): 34.93 元

报告日期:

2012-01-31

报告关键点:

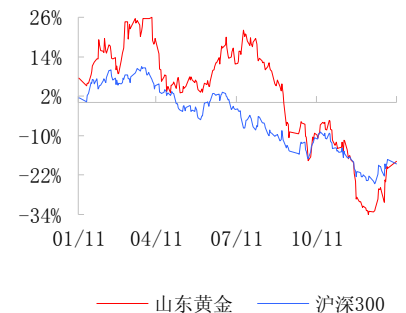
- 📖 预告 2011 年业绩增长 50% 以上, 折合净利润 18.35 亿元, 每股收益 1.29 元以上。
- 📖 业绩增长受益于自产金增加和黄金价格上涨。
- 📖 2012 年黄金价格仍看好, 提升公司评级至“增持-A”。

报告摘要:

- 2011 年全年业绩同比大幅增长。公司发布业绩预告, 预计公司 2011 年全年归属于母公司净利润比上年同期增长 50% 以上。照此计算, 全年净利润为 18.35 亿元以上, 折合每股收益 1.29 元以上。截止到 2011 年前三季度, 归属于母公司的净利润为 16.92 亿元, 每股收益为 1.19 元。照此来看, 四季度公司净利润为 1.43 亿元以上, 每股收益为 0.10 元以上。公司预计的业绩增长在 50% 以上, 我们也认为涨幅将远高于 50%。
- 业绩增长受益于黄金价格上涨和自产金增加。2011 年, 国内黄金均价达到 328 元/克, 同比增长 22.5%, 纽约黄金现货交易均价也达到 1576 美元/盎司, 同比增长 28.4%。黄金价格的大幅上涨提高了公司的 ROE 和毛利率水平, 对业绩增长贡献较大。根据我们的敏感性分析, 黄金价格每上涨 100 美元/盎司, 公司每股收益将提高 0.23 元。并且 2011 年大部分时间黄金价格均处在上涨通道, 9 月份创新高后出现一些震荡调整, 这也有利于外购金精矿的经营。
- 另外, 公司自产金同比增长 10% 左右。近年来, 公司实施了多项技改项目扩大采选冶炼产能, 主力矿山的产能在十二五期间都将有大幅度增长。预计十二五末, 三山岛、焦家金矿矿产金达到 10 吨左右, 玲珑金矿和新城金矿也将达到 6 吨, 自产金总量在十二五末有望达到 40 吨, 比 2010 年的矿产金产量翻倍。我们预计 2011 年矿产金达到 22 吨, 2012 年仍有 20% 左右的增长。
- 2012 年黄金价格仍可看好。展望 2012 年, 经济复苏的不确定性仍较大, 最近, 各主要经济体的经济增速都被下调。此外, 流动性将继续宽松, 国内随着通胀回落, 流动性有所改善; 美联储宣布把超低利率至少延续到 2014 年下半年; 欧央行启动三年期再融资计划, 这些都对黄金价格形成支撑。不利的因素可能来自于美国经济相对欧洲较强从而美元相对走强。若今年晚些时候, 美国经济和新兴市场经济重新复苏, 债务危机得到缓解, 黄金有可能在 2013 年向下调整。但我们认为 2012 年, 支持黄金价格的因素仍占上风。
- 提升至“增持-A”的评级。我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别 1.70 元、2.62 元、2.03 元, 考虑到 2012 年黄金价格仍可看好, 我们提升评级至“增持-A”。
- 风险提示: 经济复苏强劲, 通货紧缩

总市值(百万元)	49,707.92
流通市值(百万元)	26,668.09
总股本(百万股)	1,423.07
流通股本(百万股)	763.47
12 个月最低/最高	27.70/57.50 元
十大流通股东(%)	17.34%
股东户数	246,317

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	18.14	(0.41)	0.74
绝对收益	23.04	(9.58)	(18.23)

叶鑫

021-68765363
执业证书编号
衡昆
010-66581658
执业证书编号

行业分析师

yexin@essence.com.cn
S1450511090002
首席行业分析师
hengkun@essence.com.cn
S1450511020004

报告联系人

齐丁

010-66581768
qiding@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	23,360	31,515	42,016	48,685	41,558
Growth(%)	17.5%	34.9%	33.3%	15.9%	-14.6%
净利润	746	1,223	2,426	3,730	2,888
Growth(%)	17.1%	64.0%	98.3%	53.8%	-22.6%
毛利率(%)	8.8%	9.6%	11.4%	13.9%	13.5%
净利率(%)	3.2%	3.9%	5.8%	7.7%	7.0%
每股收益(元)	0.52	0.86	1.70	2.62	2.03
每股净资产(元)	2.02	2.73	3.93	5.76	7.18
市盈率	66.65	40.64	20.49	13.33	17.21
市净率	17.26	12.79	8.90	6.06	4.86
净资产收益率(%)	25.5%	28.3%	40.3%	44.7%	27.9%
ROIC(%)	29.0%	29.1%	39.3%	43.9%	28.0%
EV/EBITDA	18.15	23.12	13.16	8.71	10.84
股息收益率	0.2%	0.1%	1.5%	2.3%	1.7%

前期研究成果

山东黄金: 业绩低于预期, 拟再次大规模
送股

2010-03-19

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2012-01-31			
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E			
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性								
营业成本	21,299	28,486	37,214	41,895	35,964	营业收入增长率	17.5%	34.9%	33.3%	15.9%	-14.6%			
营业税费	2	4	2	3	3	营业利润增长率	20.6%	64.7%	90.1%	57.4%	-23.4%			
销售费用	28	22	38	41	42	净利润增长率	17.1%	64.0%	98.3%	53.8%	-22.6%			
管理费用	854	1,103	1,183	1,260	1,315	EBITDA 增长率	18.9%	54.2%	78.5%	49.2%	-19.6%			
财务费用	81	110	176	130	130	EBIT 增长率	19.6%	62.7%	88.3%	53.3%	-22.8%			
资产减值损失	34	-6	-	-	-	NOPLAT 增长率	19.4%	57.2%	90.9%	53.3%	-22.8%			
加:公允价值变动收益	4	-5	-	-	-	投资资本增长率	56.2%	41.7%	37.1%	20.9%	17.8%			
投资和汇兑收益	20	-	-	-	-	净资产增长率	31.3%	43.8%	38.1%	42.0%	22.5%			
营业利润	1,087	1,791	3,404	5,357	4,104	利润率								
加:营业外净收支	7	-3	-	-	-	毛利率	8.8%	9.6%	11.4%	13.9%	13.5%			
利润总额	1,094	1,788	3,404	5,357	4,104	营业利润率	4.7%	5.7%	8.1%	11.0%	9.9%			
减:所得税	280	491	851	1,339	1,026	净利润率	3.2%	3.9%	5.8%	7.7%	7.0%			
净利润	746	1,223	2,426	3,730	2,888	EBITDA/营业收入	6.3%	7.2%	9.7%	12.5%	11.7%			
EBIT/营业收入						EBIT/营业收入	5.0%	6.0%	8.5%	11.3%	10.2%			
货币资金	401	817	806	1,522	2,986	运营效率								
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	34	32	29	27	34			
应收账款	135	110	42	49	42	流动营业资本周转天数	2	-1	2	7	17			
应收票据	5	6	10	10	10	流动资产周转天数	19	18	18	22	35			
预付账款	456	605	744	838	719	应收帐款周转天数	1	0	0	0	0			
存货	394	254	744	838	719	存货周转天数	5	4	4	6	7			
其他流动资产	-	-	126	146	125	总资产周转天数	81	91	89	92	126			
可供出售金融资产	51	43	50	50	50	投资资本周转天数	61	67	69	77	107			
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率								
长期股权投资	11	2	2	2	2	ROE	25.5%	28.3%	40.3%	44.7%	27.9%			
投资性房地产	-	48	-	-	-	ROA	13.0%	13.5%	22.7%	29.4%	20.0%			
固定资产	2,476	3,182	3,542	3,655	4,094	ROIC	29.0%	29.1%	39.3%	43.9%	28.0%			
在建工程	992	1,148	1,600	2,100	2,000	费用率								
无形资产	1,108	2,870	3,534	4,381	4,517	销售费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			
其他非流动资产	233	498	442	482	482	管理费用率	3.7%	3.5%	2.8%	2.6%	3.2%			
资产总额	6,263	9,583	11,254	13,683	15,357	财务费用率	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%			
短期债务	1,790	1,590	1,500	1,000	1,000	三费/营业收入	4.1%	3.9%	3.3%	2.9%	3.6%			
应付账款	607	839	858	928	839	偿债能力								
应付票据	3	2	-	-	-	资产负债率	49.1%	52.1%	43.7%	34.2%	28.2%			
其他流动负债	179	401	202	209	202	负债权益比	96.4%	108.9%	77.6%	52.1%	39.4%			
长期借款	300	1,270	1,200	1,000	1,000	流动比率	0.53	0.57	0.75	1.05	1.58			
其他非流动负债	167	565	350	350	350	速动比率	0.38	0.49	0.53	0.79	1.33			
负债总额	3,074	4,996	4,918	4,686	4,338	利息保障倍数	14.46	17.29	20.40	42.21	32.57			
少数股东权益	309	698	750	800	800	分红指标								
股本	712	1,423	1,423	1,423	1,423	DPS(元)	0.07	0.05	0.51	0.79	0.61			
留存收益	2,170	2,468	4,166	6,777	8,799	分红比率	14.3%	5.8%	30.0%	30.0%	30.0%			
股东权益	3,188	4,586	6,336	8,997	11,019	股息收益率	0.2%	0.1%	1.5%	2.3%	1.7%			
现金流量表	2,009	2,010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E			
净利润	814	1,297	2,426	3,730	2,888	EPS(元)	0.52	0.86	1.70	2.62	2.03			
加:折旧和摊销	355	488	486	578	641	BVPS(元)	2.02	2.73	3.93	5.76	7.18			
资产减值准备	34	-6	-	-	-	PE(X)	66.65	40.64	20.49	13.33	17.21			
公允价值变动损失	-4	5	-	-	-	PB(X)	17.26	12.79	8.90	6.06	4.86			
财务费用	78	83	114	176	130	P/FCF	411.21	176.47	-87.26	46.49	57.36			
投资收益	-20	-	-	-	-	P/S	2.13	1.58	1.18	1.02	1.20			
少数股东损益	68	74	127	288	189	EV/EBITDA	18.15	23.12	13.16	8.71	10.84			
营运资金的变动	-123	42	56	254	-83	CAGR(%)	70.3%	33.4%	-100.0%	-100.0%	-100.0%			
经营活动产生现金流量	1,162	1,968	3,271	4,980	3,765	PEG	0.9	1.2	-0.2	-0.1	-0.2			
投资活动产生现金流量	-1,966	-2,419	-1,238	-1,190	-1,142	ROIC/WACC	3.0	3.0	4.1	4.5	2.9			
融资活动产生现金流量	918	866	-1,363	-1,949	-997	REP	1.9	2.6	1.4	1.0	1.4			

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

叶鑫，安信证券有色金属行业分析师，经济学硕士。2年证券行业研究经验；曾就职于湘财证券研究所。2011年3月加入安信证券研究中心。

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

叶鑫、衡昆分别声明，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。

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。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 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;

销售联系人

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

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

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034