

山东黄金 (600547.SH) 有色金属行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

市价(人民币): 49.09元

金价奔天, 业绩给力

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	763.47
总市值(百万元)	69,858.62
年内股价最高最低(元)	65.97/36.02
沪深300指数	2981.00
上证指数	2708.78



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	1.048	0.859	1.851	2.001	2.230
每股净资产(元)	4.05	2.73	4.40	6.18	8.16
每股经营性现金流(元)	1.63	1.38	2.05	2.95	3.46
市盈率(倍)	76.61	61.33	26.52	24.53	22.01
行业优化市盈率(倍)	31.38	36.23	31.65	31.65	31.65
净利润增长率(%)	17.12%	63.99%	115.41%	8.11%	11.42%
净资产收益率(%)	25.90%	31.46%	42.03%	32.37%	27.31%
总股本(百万股)	711.54	1,423.07	1,423.07	1,423.07	1,423.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司上半年实现营收 196.2 亿元, 同比上升 12.94%, 实现归属上市股东净利润 10.49 亿元, 同比上升 83.44%, 实现每股收益 0.74 元, 均符合我们的预期。

经营分析

- **金价大幅上升:** 受发达国家债务问题以及新兴国家通胀形势影响, 金价在上半年如我们预期坚实稳步上扬, 上半年国内金价均价上升至 307 元/克, 较去年同期 254 元/克均价同比上升 20.87%。金价上升是公司利润增加的主要原因。
- **毛利率上升:** 上半年公司黄金自产金加外购冶炼金综合毛利率由去年同期 7.59% 上升至 10.13%。其中自产金毛利率为 59.42%, 外购冶炼金毛利率为 0.28%。金价上升过程中公司自产金毛利率上升明显, 2008-2010 年公司自产金毛利率分别为 53.79%、51.30%、55.49%。
- **定增将大幅增加公司黄金资源储备:** 上半年公司公告了定增预案, 收购大股东控制的三个探矿权以及归来庄公司。合计增加探矿权金金属资源量 294.12 吨, 采矿权金金属资源储量 20 吨。收购如能顺利完成公司黄金储量达到 673 吨, 较收购之前 340 吨接近翻番。
- **看好金价下半年走势, 提高金价预期:** 我们认为债务和通胀问题仍将持续给金价提供上升动力, 此外四季度将会是黄金的传统消费旺季, 过去的 10 年中, 黄金有 9 年的四季度均出现上涨。我们将年初 310 元/克的全年均价预期提高至 325 元/克, 调高幅度为 4.6%。

盈利调整

- 因为上调了金价预期, 因此我们调高公司 2011 公司净利润从 25.8 亿元至 27.97 亿元, 对应 EPS 从 1.70 元上调至 1.85 元, 上调幅度为 8.8%。暂时维持 2012 年与 2013 年 EPS 2.00 元、2.23 元的预测不变。

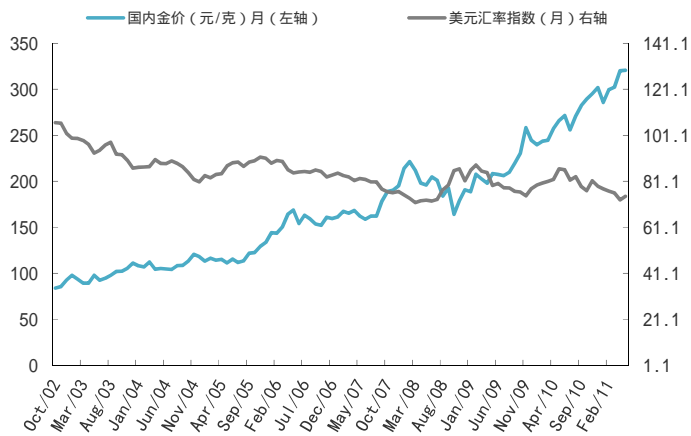
投资建议

- 目前股价对应摊薄后 26.53x11PE/24.55 x12PE, 我们维持公司的买入评级。

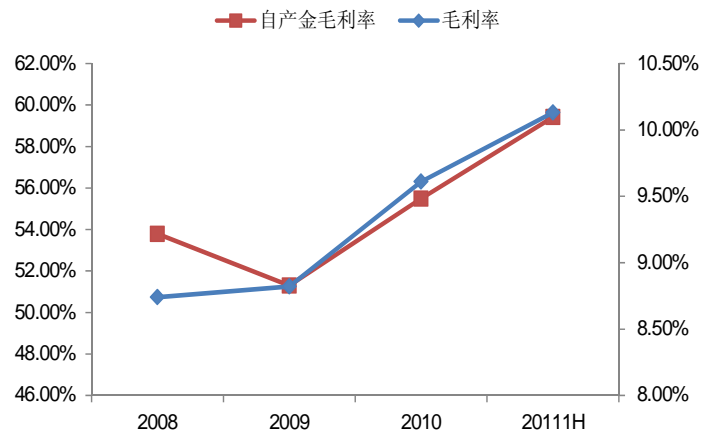
杨诚笑 联系人
(8621)61038282
yangchengxiao@gjzq.com.cn

董亚光 分析师 SAC 执业编号: S1130511030005
(8621)61038289
dongyaguang@gjzq.com.cn

图表 1: 金价越看跌越涨



图表 2: 公司自产金毛利率持续上升



图表 3: 2011 年非公开增发及新增储量

新增	数量	矿石品位	权益比例	地点	权益储量
新立探矿权	112.46		100	山东莱州	112.46
寺庄探矿权	23.21		100	山东莱州	23.21
东风探矿权	158.45		100	山东招远	158.45
归来庄	20		86.36	山东临沂	17.27
灵山沟矿区深部金矿普查探矿权	1.78	9.32	100	山东招远	1.79
腾家金矿详查区深部探矿权新增备案	14.81	3.5	75	山东莱州	11.11
腾家金矿详查区深部探矿权新增探明	3.04		75	山东莱州	2.28
公司黄金储量总计	673.20				636.48
其中采矿权合计	294.90				276.03
其中探矿权合计	378.30				360.46

图表 4: 关键盈利假设

	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E
黄金价格 (元/克)	260.53	325	330	350	360
自产金产量 (吨)	19.41	22	24.5	25	35
外购金产量 (吨)	99.71	100	110	120	130

来源: 公司公告 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	19,873	23,360	31,515	40,047	44,829	51,258	货币资金	287	401	817	801	897	1,025
增长率		17.5%	34.9%	27.1%	11.9%	14.3%	应收款项	249	140	116	413	464	477
主营业务成本	-18,137	-21,299	-28,486	-34,553	-38,707	-44,470	存货	249	394	254	473	530	548
%销售收入	91.3%	91.2%	90.4%	86.3%	86.3%	86.8%	其他流动资产	242	456	605	679	796	857
毛利	1,736	2,061	3,029	5,494	6,122	6,787	流动资产	1,026	1,392	1,791	2,366	2,687	2,907
%销售收入	8.7%	8.8%	9.6%	13.7%	13.7%	13.2%	%总资产	24.5%	22.2%	18.7%	20.6%	16.5%	17.5%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-4	-4	-5	长期投资	39	61	93	93	90	89
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,830	3,542	4,410	4,776	5,158	5,429
营业费用	-25	-28	-22	-60	-54	-62	%总资产	67.5%	56.6%	46.0%	41.6%	31.7%	32.7%
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	无形资产	257	1,227	3,260	4,250	8,336	8,170
管理费用	-712	-854	-1,103	-1,434	-1,605	-1,820	非流动资产	3,168	4,871	7,792	9,120	13,587	13,689
%销售收入	3.6%	3.7%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	%总资产	75.5%	77.8%	81.3%	79.4%	83.5%	82.5%
息税前利润 (EBIT)	998	1,177	1,900	3,996	4,459	4,901	资产总计	4,195	6,263	9,583	11,487	16,274	16,596
%销售收入	5.0%	5.0%	6.0%	10.0%	9.9%	9.6%	短期借款	978	1,790	1,890	1,286	3,083	76
财务费用	-75	-81	-110	-166	-214	-172	应付款项	594	630	876	1,054	1,182	1,361
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.3%	其他流动负债	91	187	396	748	877	985
资产减值损失	-68	-34	6	-78	-126	-134	流动负债	1,663	2,607	3,162	3,089	5,141	2,423
公允价值变动收益	0	4	-5	0	0	0	长期贷款	0	300	1,270	1,270	1,270	1,271
投资收益	46	20	0	20	25	22	其他长期负债	103	167	565	0	0	0
%税前利润	5.2%	1.8%	n.a	0.5%	0.6%	0.5%	负债	1,766	3,074	4,996	4,359	6,411	3,694
营业利润	901	1,087	1,791	3,772	4,143	4,618	普通股股东权益	2,262	2,880	3,888	6,268	8,799	11,619
营业利润率	4.5%	4.7%	5.7%	9.4%	9.2%	9.0%	少数股东权益	167	309	698	860	1,064	1,282
营业外收支	-6	7	-3	2	0	1	负债股东权益合计	4,195	6,263	9,583	11,487	16,274	16,596
税前利润	896	1,094	1,788	3,775	4,143	4,619	比率分析						
利润率	4.5%	4.7%	5.7%	9.4%	9.2%	9.0%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-221	-280	-491	-978	-1,091	-1,227	每股指标						
所得税率	24.6%	25.6%	27.5%	25.9%	26.3%	26.6%	每股收益	1.790	1.048	0.859	1.851	2.001	2.230
净利润	675	814	1,297	2,797	3,052	3,391	每股净资产	6.357	4.047	2.732	4.404	6.183	8.165
少数股东损益	38	68	74	162	204	218	每股经营现金净流	3.219	1.633	1.383	2.051	2.953	3.462
归属于母公司的净利润	637	746	1,223	2,635	2,848	3,173	每股股利	0.300	0.100	0.100	0.179	0.228	0.248
净利率	3.2%	3.2%	3.9%	6.6%	6.4%	6.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	28.16%	25.90%	31.46%	42.03%	32.37%	27.31%
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	总资产收益率	15.18%	11.91%	12.76%	22.94%	17.50%	19.12%
净利润	675	814	1,297	2,797	3,052	3,391	投入资本收益率	22.03%	16.38%	16.74%	30.57%	23.11%	25.26%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	358	389	482	708	983	1,198	主营业务收入增长率	100.14%	17.55%	34.91%	27.07%	11.94%	14.34%
非经营收益	47	85	141	-298	207	169	EBIT增长率	153.48%	18.01%	61.37%	110.36%	11.58%	9.91%
营运资金变动	65	-124	53	-287	-39	169	净利润增长率	230.22%	17.12%	63.99%	115.41%	8.11%	11.42%
经营活动现金净流	1,145	1,164	1,974	2,919	4,203	4,927	总资产增长率	127.17%	49.28%	53.02%	19.87%	41.68%	1.98%
资本开支	-782	-1,751	-965	-2,059	-5,449	-1,299	资产管理能力						
投资	-966	-246	-1,390	-1	0	0	应收账款周转天数	0.7	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3
其他	23	30	-64	20	25	22	存货周转天数	3.4	5.5	4.2	5.0	5.0	4.5
投资活动现金净流	-1,725	-1,966	-2,419	-2,040	-5,425	-1,277	应付账款周转天数	3.8	5.5	5.3	6.3	6.3	6.3
股权募资	981	0	0	0	7	0	固定资产周转天数	35.1	38.7	36.9	32.1	30.5	27.6
债权募资	-213	1,117	1,070	-683	1,796	-3,005	偿债能力						
其他	-231	-199	-204	-212	-486	-516	净负债/股东权益	28.43%	52.97%	51.09%	24.63%	35.04%	2.50%
筹资活动现金净流	537	918	866	-895	1,317	-3,521	EBIT利息保障倍数	13.3	14.6	17.3	24.1	20.8	28.5
现金净流量	-43	116	421	-16	96	129	资产负债率	42.10%	49.09%	52.14%	37.94%	39.39%	22.26%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	1	1	2	16
买入	0	1	1	1	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.43	1.50

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供机构客户使用。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室