

扩建项目进展顺利, 盈利能力稳步提升

——山东黄金(600547)公司点评

核心观点

上半年经营情况良好, 业绩略高于预期。近日公司公布了 2012 年半年报, 2012 年上半年公司实现营业收入 253.28 亿元, 同比增长 27.95%; 实现利润总额 19.47 亿元, 同比增长 33.32%; 实现归属母公司净利润 14.06 亿元, 同比增长 34%; 实现 EPS 0.99 元, 同比增长 33.78%。虽然二季度为黄金的需求淡季, 公司销售收入环比略微降低 3.43%, 但随着核心矿山扩产项目的推进, 公司自产金产量有所提升, 使得二季度公司净利润环比提升 27.95 个百分点, 公司上半年业绩略高于预期。

自产金比例提高, 毛利率有所提升。报告期内公司在技术升级、深度勘探和并购等方面均取得进展, 矿山处理能力稳步提升: 2012年上半年, 公司矿山总处理能力达到636.93万吨, 同比增长21.46%; 矿产金13.764吨, 同比增长23.84%, 其中三山岛、焦家、新城、东风、玲珑等5大矿山矿产金产量同比增幅均超过20%。公司上半年产品销售情况较好, 黄金平均销售价格达到335.5元/克, 高于上海黄金交易中心均价; 另外, 尽管上半年公司无形资产摊销、资源补偿费和财务费用均有所提升, 但公司仍将克金成本控制在170元以下, 使得公司上半年综合毛利率达到11.14%, 同比增长0.58个百分点。

避险需求支撑, 金价维持高位。今年二季度受到下游消费量减少和欧债危机放缓影响, 黄金价格从3月末的1668美元/盎司下调至5月末的1564美元/盎司。美国经济复苏进程放缓, 使得市场对于美联储 QE3 推出的预期再次加强; 另一方面, 在西班牙、意大利陷入债务危机拖累下, 欧洲经济整体低迷, 全球流动性放松预期和继续提升的避险需求, 使得黄金价格回升, 并稳定在 1600 盎司/美元以上。较高的黄金价格将保证公司较高的采矿利润, 推动公司业绩稳定增长。

矿山扩建项目进展顺利, 矿石处理能力有望快速提高。公司矿山扩建项目进展顺利, 目前三山岛金矿8000吨/日改扩建工程中的选矿工程已经于4月份完成, 井下工程也已启动, 目前三山岛金矿矿石处理能力已经达到1万吨, 计划2015年前达到15000-18000吨/日的矿石处理规模; 焦家金矿6000吨/日的扩建工程的选矿部分也已经完成, 目前年处理能力接近9000吨, 待井下工程建成, 矿石处理规模将达到12000-15000吨/日, 产能翻一番; 东风金矿和玲珑金矿目前处理能力在3600吨左右, 未来将

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	142307.24
流通A股(万股)	142307.24
52周内股价区间(元)	27.7-51.76
总市值(亿元)	484.98
总资产(亿元)	126.61
每股净资产(元)	3.98
目标价	6个月 12个月

相关报告

1. 《国都证券-公司研究-公司点评-山东黄金(600547): 产能储量双升, 盈利能力稳步提高》 2012-03-29

财务数据与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	39414.81	46538.60	52711.86	58843.26
同比增速(%)	25.07%	18.07%	13.26%	11.63%
净利润(百万)	1902.44	2458.24	2904.49	3928.38
同比增速(%)	55.55%	29.22%	18.15%	35.25%
EPS(元)	1.34	1.73	2.04	2.76
P/E	21.24	19.68	16.65	12.31

研究员: 肖世俊

电话: 010-84183131

Email: xiaoshijun@guodu.com

执业证书编号: S0940510120011

联系人: 袁放

电话: 010-84183136

Email: yuanfang@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

提升至 7000 吨；新城金矿随着未来金石矿区与新城矿区合并，处理能力将扩张到 10000 吨左右；新收购的甘肃西和中宝矿业一期 1000 吨/日处理能力也已经启动。随着各金矿扩建项目的逐步完成，公司的矿山金产能也将持续提升。今年公司矿山金总产量有望提高 6 吨/年至 28 吨/年，“十二五”末主体矿石处理能力将翻番。

资产注入逐步实现，资源储量有望大幅提升。集团公司已经完成了对盛大和天承两公司的收购，并计划在一年内将两公司金矿资源注入上市公司，预计将提升公司黄金储量 130.44 吨；公司最新增发项目仍在审批中，增发项目完成将使公司黄金资源储量提升 340 吨左右，预计到明年 6 月份以前，上市公司黄金总储量有望达到 900 吨，提前完成公司“十二五”末黄金储量翻倍的规划。另外，目前集团控制的注入公司的黄金资源储量为 400-500 吨，预计“十二五”末基本全部注入上市公司，使上市公司总储量有望超过 1300 吨，资源储量大幅提升。

盈利预测及投资评级。预计公司 2012-2014 年营收、净利润 CAGR 各为 14.29%、27.34%，对应 EPS 分别为 1.73 元、2.04 元和 2.76 元，动态 PE 分别为 20 倍、17 倍和 12 倍；维持公司短期_推荐，长期_A 的投资评级。

风险提示。黄金价格大幅下跌，矿山扩建项目进度慢于预期。

附录：山东黄金财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3332.63	1239.24	3180.59	1452.48	营业收入	39414.81	46538.60	52711.86	58843.26
现金	816.65	517.31	173.07	96.62	营业成本	34994.79	41151.63	46455.16	50846.26
应收账款	8.55	43.85	5.10	47.02	营业税金及附加	5.29	5.05	6.35	7.12
其它应收款	91.35	222.57	84.61	244.35	营业费用	25.21	39.32	38.49	43.44
预付账款	1537.01	174.86	1925.87	571.79	管理费用	1489.44	1696.65	1919.73	2170.63
存货	874.77	267.32	988.14	477.93	财务费用	181.76	71.72	91.49	119.91
其他	4.30	13.34	3.79	14.78	资产减值损失	3.84	20.92	6.26	13.06
非流动资产	9327.96	10119.78	10780.54	11210.16	公允价值变动收益	0.94	0.18	-1.22	-0.03
长期投资	2.00	2.00	2.00	2.00	投资净收益	2.60	7.46	3.28	4.45
固定资产	4280.95	4897.63	5281.17	5543.39	营业利润	2718.00	3560.96	4196.46	5647.24
无形资产	2772.98	3130.04	3446.34	3711.85	营业外收入	16.00	29.53	25.79	23.77
其他	2272.03	2090.11	2051.02	1952.93	营业外支出	41.62	36.65	37.59	38.62
资产总计	12660.59	11359.01	13961.13	12662.64	利润总额	2692.38	3553.83	4184.66	5632.40
流动负债	4683.96	3561.07	3999.34	4364.70	所得税	709.69	940.95	1120.31	1494.62
短期借款	1483.00	1621.00	1564.67	1868.27	净利润	1982.69	2612.88	3064.35	4137.78
应付账款	807.25	505.27	1002.77	712.52	少数股东损益	80.25	154.64	159.85	209.41
其他	2393.71	1434.80	1431.91	1783.92	归属母公司净利润	1902.44	2458.24	2904.49	3928.38
非流动负债	1579.45	1308.35	1193.17	947.76	EBITDA	2834.58	4358.67	5122.76	6700.95
长期借款	1042.50	885.43	685.00	458.41	EPS (摊薄)	1.34	1.73	2.04	2.76
其他	536.95	422.92	508.17	489.35					
负债合计	6263.42	4869.43	5192.51	5312.46					
少数股东权益	726.57	881.21	1041.06	1250.47					
归属母公司股东权益	5670.60	8105.14	10744.48	14347.14					
负债和股东权益	12660.59	11359.01	13961.13	12662.64					
					主要财务比率				
					会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
					成长能力				
					营业收入增长率	25.07%	18.07%	13.26%	11.63%
					营业利润增长率	51.78%	31.01%	17.85%	34.57%
					归属于母公司净利润增长率	55.55%	29.22%	18.15%	35.25%
					获利能力				
					毛利率	11.21%	11.58%	11.87%	13.59%
					净利率	5.03%	5.61%	5.81%	7.03%
					ROE	30.99%	29.08%	26.00%	26.53%
					ROIC	21.88%	24.32%	23.31%	24.49%
					偿债能力				
					资产负债率	49.47%	42.87%	37.19%	41.95%
					净负债比率	51.51%	30.35%	21.01%	16.37%
					流动比率	0.71	0.35	0.80	0.33
					速动比率	0.52	0.27	0.55	0.22
					营运能力				
					总资产周转率	3.54	3.88	4.16	4.42
					应收账款周转率	2843.87	1776.28	2153.62	2257.93
					应付账款周转率	53.54	62.71	61.61	59.29
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.34	1.73	2.04	2.76
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.88	1.64	2.29	2.77
					每股净资产 (最新摊薄)	4.50	6.31	8.28	10.96
					估值比率				
					P/E	21.24	19.68	16.65	12.31
					P/B	7.12	5.97	4.50	3.37
					EV/EBITDA	15.59	11.86	10.15	7.83
					永续增长率	3.00%		WACC	8.73%
					终值	38072.54		Ke	10.60%
					企业价值	59644.24		Kd	4.97%
					非核心资产价值	598.39		t	26.48%
					债务价值	2978.89		Rf	4.00%
					股权价值	56382.53		Rm	10.00%
					股本	1423.07		Rm-Rf	6.00%
					每股价值	39.62		Beta	1.10

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
邓婷	金融	dengting@guodu.com	肖世俊	研究管理、有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com
张崴	房地产	zhangweiwei@guodu.com	丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com
卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com	王寅	医药	wangyin@guodu.com
袁放	有色	yuanfang@guodu.com	杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com
王方	基金、融资融券	wangfang@guodu.com	赵锴	股指期货	zhaokai@guodu.com
张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com	向磊	机械	xianglei@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			