

# 山东黄金 (600547.SH) 有色金属行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

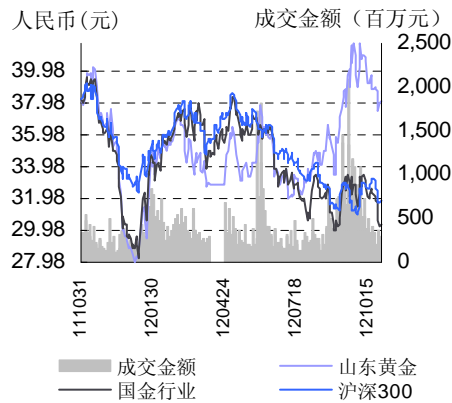
市价(人民币): 38.14元

## 业绩符合预期, 长期坚定看好

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)	1,423.07
总市值(百万元)	542.76
年内股价最高最低(元)	41.72/27.98
沪深 300 指数	2239.88
上证指数	2062.35



### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.859	1.337	1.735	1.939	2.246
每股净资产(元)	2.73	3.98	5.72	7.65	9.90
每股经营性现金流(元)	1.38	1.62	2.60	2.96	3.64
市盈率(倍)	44.38	28.53	21.98	19.67	16.98
行业优化市盈率(倍)	46.37	16.10	21.45	21.45	21.45
净利润增长率(%)	63.99%	55.55%	29.79%	11.72%	15.88%
净资产收益率(%)	31.46%	33.55%	30.33%	25.32%	22.69%
总股本(百万股)	1,423.07	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

- 山东黄金发布三季报, 单季实现营收 13.8 亿元, 同比增加 15.22%, 净利润 4.3 亿元, 同比下滑 33.12%, 对应单季 eps 0.3 元。前三季度净利润累计 18.36 亿元, 同比增长 8.51%, 对应 eps 1.29 元。符合我们预期。

### 经营分析

- **3 季度黄金价格有所下跌:** 3 季度国内黄金均价为 338 元/克, 去年同期为 353 元/克, 同比下滑 4.25%。金价下跌对公司的利润构成了一定影响, 但公司三季度收入同比增加说明公司产销同比处于增长态势, 一方面包括自产金产量增加, 另一方面主要是冶炼金的增加。
- **3 季度毛利率下滑:** 3 季度单季度毛利率下滑至 8.14%, 去年同期为 11%。毛利率下滑一方面因生产成本上升而金价同比下跌了 4.25%, 另外一个重要原因是外购冶炼金产量持续增长, 拖低了整体毛利率。
- **费用率有所上升:** 3 季度公司管理费用、财务费用同比增加超过 1.6 亿元。而公司三季度单季营业利润共计 5.87 亿元。这部分增加费用对公司三季度利润产生了一定影响。
- **长期看好金价, 山金受益明显:** 从长期来看, 黄金牛市的根基在于全球货币的泛滥, 因为黄金本身就是货币, 在全球货币体系没有实质性改变之前, 超发货币将成为常态, 经测算, 去年黄金均价每上涨 10 元/克, 将增厚山东黄金 EPS 约 0.15 元。公司将长期受益于黄金价格上涨。
- **资源继续扩张为高概率事件:** 公司近年资源扩张上成绩亮丽, 于去年底完成了对金石矿业的整体收购。此外, 公司欲通过定增收购新立、寺庄和东风探矿权以及归来庄公司。上半年 3 月, 公司还完成了对甘肃西和中宝矿业 70% 股权的收购事项; 6 月, 与集团公司完成股权转让框架协议, 协议一年之内由大股东收购的盛大矿业和天承矿业股权将注入上市公司。一系列动作表明尽管股东已经注入了大量的资产, 但上市公司的资源扩张步伐不会放慢。

### 盈利调整

- 我们维持公司 2012/2013 年 24.7 亿、27.6 亿元的净利润预测不变, 对应 EPS 分别为 1.74 元、1.94 元, 对应目前股价 2012-2013 年 PE 分别为 21.98 倍、19.67 倍。继续维持增持评级。

### 相关报告

1. 《黄金巨子与金价同成长》, 2012.8.29

杨诚笑 分析师 SAC 执业编号: S1130511090003  
(8621)61038282  
yangchengxiao@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	23,360	31,515	39,415	49,737	60,943	74,321
增长率		34.9%	25.1%	26.2%	22.5%	22.0%
主营业务成本	-21,299	-28,486	-34,995	-44,262	-54,390	-66,650
%销售收入	91.2%	90.4%	88.8%	89.0%	89.2%	89.7%
毛利	2,061	3,029	4,420	5,476	6,554	7,671
%销售收入	8.8%	9.6%	11.2%	11.0%	10.8%	10.3%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-5	-6	-7
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-28	-22	-25	-35	-73	-89
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
管理费用	-854	-1,103	-1,489	-1,791	-2,182	-2,638
%销售收入	3.7%	3.5%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	1,177	1,900	2,900	3,645	4,293	4,936
%销售收入	5.0%	6.0%	7.4%	7.3%	7.0%	6.6%
财务费用	-81	-110	-182	-168	-232	-165
%销售收入	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.2%
资产减值损失	-34	6	-4	-89	-137	-144
公允价值变动收益	4	-5	1	0	0	0
投资收益	20	0	3	50	25	22
%税前利润	1.8%	n.a	0.1%	1.5%	0.6%	0.5%
营业利润	1,087	1,791	2,718	3,439	3,948	4,649
营业利润率	4.7%	5.7%	6.9%	6.9%	6.5%	6.3%
营业外收支	7	-3	-26	2	0	1
税前利润	1,094	1,788	2,692	3,441	3,948	4,650
利润率	4.7%	5.7%	6.8%	6.9%	6.5%	6.3%
所得税	-280	-491	-710	-891	-1,040	-1,236
所得税率	25.6%	27.5%	26.4%	25.9%	26.3%	26.6%
净利润	814	1,297	1,983	2,549	2,909	3,415
少数股东损益	68	74	80	80	150	218
归属于母公司的净利润	746	1,223	1,902	2,469	2,759	3,197
净利率	3.2%	3.9%	4.8%	5.0%	4.5%	4.3%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	814	1,297	1,983	2,549	2,909	3,415
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	389	482	678	856	1,131	1,347
非经营收益	85	141	218	-297	233	170
营运资金变动	-124	53	-549	593	-56	245
经营活动现金净流	1,164	1,974	2,329	3,700	4,216	5,176
资本开支	-1,751	-965	-2,295	-2,390	-5,449	-1,299
投资	-246	-1,390	-289	-1	0	0
其他	30	-64	490	50	25	22
投资活动现金净流	-1,966	-2,419	-2,095	-2,341	-5,425	-1,277
股权募资	0	0	0	0	-5	0
债权募资	1,117	1,070	136	-756	1,489	-3,439
其他	-199	-204	-346	-219	-257	-193
筹资活动现金净流	918	866	-211	-975	1,227	-3,632
现金净流量	116	421	23	383	19	268
资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	401	817	817	1,200	1,219	1,486
应收款项	140	116	104	513	631	692
存货	394	254	875	606	744	821
其他流动资产	456	605	1,537	870	1,118	1,283
流动资产	1,392	1,791	3,333	3,189	3,713	4,282
%总资产	22.2%	18.7%	26.3%	22.7%	19.7%	22.1%
长期投资	61	93	97	97	94	93
固定资产	3,542	4,410	6,033	6,227	6,456	6,573
%总资产	56.6%	46.0%	47.7%	44.4%	34.2%	33.9%
无形资产	1,227	3,260	3,170	4,515	8,607	8,446
非流动资产	4,871	7,792	9,328	10,841	15,159	15,113
%总资产	77.8%	81.3%	73.7%	77.3%	80.3%	77.9%
<b>资产总计</b>	<b>6,263</b>	<b>9,583</b>	<b>12,661</b>	<b>14,029</b>	<b>18,872</b>	<b>19,395</b>
短期借款	1,790	1,890	2,253	2,190	3,679	239
应付款项	630	876	1,169	1,349	1,659	2,038
其他流动负债	187	396	1,262	619	759	928
流动负债	2,607	3,162	4,684	4,158	6,097	3,204
长期贷款	300	1,270	1,043	925	925	926
其他长期负债	167	565	537	0	0	0
<b>负债</b>	<b>3,074</b>	<b>4,996</b>	<b>6,263</b>	<b>5,083</b>	<b>7,022</b>	<b>4,130</b>
普通股股东权益	2,881	3,888	5,671	8,140	10,894	14,090
少数股东权益	309	698	727	807	957	1,175
<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,264</b>	<b>9,583</b>	<b>12,661</b>	<b>14,029</b>	<b>18,872</b>	<b>19,395</b>
比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.524	0.859	1.337	1.735	1.939	2.246
每股净资产	4.049	2.732	3.985	5.720	7.655	9.901
每股经营现金净流	1.633	1.383	1.620	2.600	2.963	3.637
每股股利	0.300	0.100	0.100	0.000	0.000	0.000
<b>回报率</b>						
净资产收益率	25.89%	31.46%	33.55%	30.33%	25.32%	22.69%
总资产收益率	11.91%	12.76%	15.03%	17.60%	14.62%	16.48%
投入资本收益率	16.38%	16.74%	21.03%	22.39%	19.22%	22.06%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.55%	34.91%	25.07%	26.19%	22.53%	21.95%
EBIT增长率	18.01%	61.37%	52.66%	25.70%	17.75%	14.99%
净利润增长率	17.12%	63.99%	55.55%	29.79%	11.72%	15.88%
总资产增长率	49.31%	52.98%	32.12%	10.81%	34.52%	2.77%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	0.6	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
存货周转天数	5.5	4.2	5.9	5.0	5.0	4.5
应付账款周转天数	5.5	5.3	6.8	6.3	6.3	6.3
固定资产周转天数	38.7	36.9	39.6	32.8	27.3	22.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	52.95%	51.09%	38.75%	21.40%	28.57%	-2.11%
EBIT利息保障倍数	14.6	17.3	16.0	21.7	18.5	29.9
资产负债率	49.08%	52.14%	49.47%	36.23%	37.21%	21.30%

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
买入	0	0	2	13	17
增持	0	1	2	9	12
中性	0	0	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.83	1.60	1.56

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-29	增持	47.43	N/A
2 2012-08-29	增持	34.77	40.00 ~ 43.75

来源：国金证券研究所

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“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4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 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



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：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**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, 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唯一因素。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邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金  
融中心 34B