

山东黄金 (600547) 2012 年三季度报点评: 选矿品位下降, 关注未来机会

行业分类: 有色金属

2012 年 11 月 1 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价 (12. 11. 1)	38. 27 元

基础数据

上证指数	2104.72
总股本 (亿)	14.23
流通 A 股 (亿)	14.23
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	544.58
每股净资产 (元)	5.12
ROE (2011)	39.81
资产负债率	43.9
动态市盈率	25.8
市净率	7.7

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

2012 年三季度报:

- 公司三季度实现营业收入 138.44 亿元, 同比增长 19.32%; 归属于上市公司股东的净利润 4.3 亿元, 同比下降 33.12%; 前三季度共实现营业收入 391.99 亿元, 同比增长 24.71%; 归属于上市公司股东的净利润 18.36 亿元, 同比增长 8.5%, 基本每股收益 1.29 元, 同比下降 33.33%。
- **选矿品位下降拖累毛利率下滑。**三季度毛利率下滑明显, 主要是两方面原因: 1、自产金品位阶段性下降导致成本上升; 2、黄金售价小幅下降。
- **黄金价格仍有上涨空间。**QE3 推出之后, 各国都采取不同程度的量化宽松政策对冲风险, 全球流动性充裕, 另外, 国内经济结构性见底, 实体需求有望回暖, 金价仍有上涨空间。同时, 包括南非在内的黄金主要产区选矿品味下降、开采难度增加已是不争事实, 矿产金成本不断提高, 对金价形成支撑。
- 在披露三季度报的同时, 公司公告以 49,040 万元的价格收购福建省政和县源鑫矿业有限公司股东持有的源鑫公司 80% 股权。源鑫公司是在产黄金矿山企业, 主要产品为金精矿, 日处理矿石量约 400 吨左右, 拥有一个采矿权和一个探矿权。采矿权矿区面积 0.4266 平方公里, 生产规模为 6 万吨/年, 保有矿石量 289.70 万吨, 金金属量 10.94 吨, 平均品位 3.78 克/吨; 银金属量 117 吨, 平均品位 40 克/吨; 探矿权勘查面积 6.83 平方公里。此次收购能进一步完善公司的资源配置和业务布局, 提升公司的持续经营能力, 加上集团公司的资源支持, 公司未来增长空间较大。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测 2012-2014 年公司每股收益分别为 1.66 元、1.87 元、2.01 元, 对应的 PE 为 23 倍、20 倍、19 倍, 结合公司当前股价, 暂时给予公司“持有”评级。考虑到公司在山东的战略地位和资源整合能力, 建议重点跟踪关注。

 联系人: 薄晓旭 联系人电话: 0755-83778731
 联系人邮箱: xiaoxu_bo@163.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告
请务必阅读正文后的免责条款部分

 联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

图表 1: 三季度报对比数据

单位: 百万元

	2011Q1	2011Q2	2011Q3	2011Q9	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q9	
营业总收入	7,905.78	11,925.87	11,601.72	31,433.38	12,899.66	12,456.11	13,843.71	39,199.47	外购合质金及自产金业务稳定增长
营业成本	6,994.35	10,734.99	10,325.87	28,055.21	11,680.28	10,841.55	12,717.08	35,238.91	
毛利率	11.53%	9.99%	11.00%	10.75%	9.45%	12.96%	8.14%	10.10%	三季度毛利率降幅明显: 1、自产金品味下降导致成本上升, 2、黄金售价下降
营业税金及附加	1.11	1.97	0.50	3.59	1.18	1.41	1.33	3.92	
营业税金及附加/收入	0.01%	0.02%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	
销售费用	4.95	7.47	7.25	19.68	9.59	9.71	10.32	29.61	
销售费用率	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%	0.07%	0.08%	0.07%	0.08%	
管理费用	259.75	294.28	322.32	876.35	358.80	401.40	462.27	1,222.46	人工成本上升, 无形资产摊销加大, 四季度大幅增加可能性小
管理费用率	3.29%	2.47%	2.78%	2.79%	2.78%	3.22%	3.34%	3.12%	
财务费用	41.87	46.23	47.77	135.87	55.99	79.57	67.69	203.25	截至三季度末, 银行短期借款比上年同期增加 6.1 亿, 前三季度财务费用大幅增加
资产减值损失	1.88	0.17	-0.26	1.80	3.44	0.83	3.18	7.45	
营业利润	614.78	844.06	894.58	2,353.42	843.73	1,105.33	587.09	2,536.15	
营业利润率	7.78%	7.08%	7.71%	7.49%	6.54%	8.87%	4.24%	6.47%	黄金业务毛利下滑, 管理费用增加, 三季度利润率下降
营业外收入	1.75	1.99	1.67	5.41	0.40	0.94	3.88	5.21	
营业外支出	0.88	1.41	4.30	6.58	1.80	1.75	3.13	6.67	
利润总额	615.66	844.64	891.95	2,352.25	842.33	1,104.53	587.84	2,534.69	
所得税	155.86	212.16	222.62	590.65	209.68	281.33	153.29	644.30	
实际所得税率	25.32%	25.12%	24.96%	25.11%	24.89%	25.47%	26.08%	25.42%	
净利润	459.79	632.48	669.33	1,761.60	632.65	823.19	434.55	1,890.39	
少数股东损益	16.91	26.41	26.35	69.66	16.01	34.20	4.50	54.72	
归属于母公司所有者的净利润	442.89	606.07	642.98	1,691.94	616.63	788.99	430.05	1,835.67	

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 2: 国际现货黄金价格 (美元/盎司)


数据来源: Wind

图表 3: 国际现货白银价格 (美元/盎司)


数据来源: Wind

公司财务报表预测

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	3333	6551	7605	8913	营业收入	39415	50226	58966	67103
现金	817	800	750	955	营业成本	34995	44752	52656	60191
应收账款	9	17	20	21	营业税金及附加	5	5	7	8
其他应收款	91	350	301	308	营业费用	25	35	53	67
预付账款	1537	1292	1650	2089	管理费用	1489	1793	2040	2449
存货	875	4084	4874	5530	财务费用	182	350	460	356
其他流动资产	4	9	9	10	资产减值损失	4	11	17	15
非流动资产	9328	10654	12012	11688	公允价值变动收益	1	-0	-0	-0
长期投资	2	3	2	2	投资净收益	3	45	37	41
固定资产	4278	4960	5605	5579	营业利润	2718	3325	3770	4057
无形资产	2773	3271	3801	4329	营业外收入	16	8	14	21
其他非流动资产	2275	2420	2603	1777	营业外支出	42	9	15	20
资产总计	12661	17205	19617	20601	利润总额	2692	3324	3769	4058
流动负债	4684	7216	6615	4521	所得税	710	884	1005	1079
短期借款	1483	4732	3865	1528	净利润	1983	2440	2764	2979
应付账款	807	838	1041	1235	少数股东损益	80	83	102	122
其他流动负债	2394	1647	1709	1758	归属母公司净利润	1902	2357	2662	2857
非流动负债	1579	1363	1612	1864	EBITDA	3573	4356	5075	5395
长期借款	1043	1282	1533	1784	EPS (元)	1.34	1.66	1.87	2.01
其他非流动负债	537	81	79	79					
负债合计	6263	8579	8227	6384					
少数股东权益	727	810	911	1033	主要财务比率				
股本	1423	1423	1423	1423	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	0	0	0	0	成长能力				
留存收益	4250	6393	9055	11761	营业收入	25.1%	27.4%	17.4%	13.8%
归属母公司股东权益	5671	7816	10478	13184	营业利润	51.8%	22.3%	13.4%	7.6%
负债和股东权益	12661	17205	19617	20601	归属于母公司净利润	55.5%	23.9%	13.0%	7.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	11.2%	10.9%	10.7%	10.3%
					净利率(%)	4.8%	4.7%	4.5%	4.3%
					ROE(%)	33.5%	30.2%	25.4%	21.7%
					ROIC(%)	22.0%	18.6%	18.6%	18.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.5%	49.9%	41.9%	31.0%
					净负债比率(%)	52.62%	79.08%	74.97%	63.94%
					流动比率	0.71	0.91	1.15	1.97
					速动比率	0.52	0.34	0.41	0.75
					营运能力				
					总资产周转率	3.54	3.36	3.20	3.34
					应收账款周转率	2248	2326	1852	2046
					应付账款周转率	53.54	54.42	56.05	52.88
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.34	1.66	1.87	2.01
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.62	-0.32	2.25	2.40
					每股净资产(最新摊薄)	3.98	5.49	7.36	9.26
					估值比率				
					P/E	28.42	22.95	20.31	18.93
					P/B	9.54	6.92	5.16	4.10
					EV/EBITDA	16	13	11	11

资料来源：中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治, SAC 执业证书号: S0640511050002, 中国科学技术大学经济学硕士, 2007 年 8 月加入中航证券, 从事资源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。