

矿产金量价齐升 业绩增长符合预期

2012 年 10 月 31 日

强烈推荐/维持

山东黄金

财报点评

——山东黄金（600547）三季度点评报告

林阳 有色金属行业首席分析师

执业证书编号：S1480510120003

李晨辉 lich@dxzq.net.cn 010-66554028

事件：

公司公布 2012 年 3 季报，2012 年 1-9 月公司实现营业收入 391.9 亿元，同比增长 24.7%；归属上市公司股东净利润 18.35 亿元，同比增长 8.5%，每股收益 1.29 元。2012 年三季度单季实现营业收入 138.4 亿元，同比增长 19.3%，实现归属上市公司股东净利润 4.34 亿元，同比下降 33.1%。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	7905.8	11925.9	11601.7	7981.4	12899.7	12456.1	13843.7
增长率（%）	32.5%	3.6%	70.4%	10.3%	63.2%	4.4%	19.3%
毛利率（%）	11.5%	10.0%	11.0%	13.1%	9.5%	13.0%	8.1%
期间费用率（%）	3.9%	2.9%	3.3%	8.3%	3.3%	3.9%	3.9%
营业利润率（%）	7.8%	7.1%	7.7%	4.6%	6.5%	8.9%	4.2%
净利润（百万元）	459.8	632.5	669.3	221.1	632.6	823.2	434.5
增长率（%）	65.2%	99.5%	77.9%	-27.3%	39.2%	30.2%	-33.1%
每股盈利（季度，元）	0.31	0.43	0.45	0.15	0.43	0.55	0.30
资产负债率（%）	52.2%	48.7%	46.3%	49.5%	47.2%	46.1%	43.9%
净资产收益率（%）	9.3%	11.4%	10.8%	3.5%	9.0%	10.4%	5.2%
总资产收益率（%）	4.5%	5.9%	5.8%	1.7%	4.8%	5.6%	2.9%

评论：

积极因素：

- **矿产金量价齐升，业绩增长符合预期。**公司今年1-9月实现营业收入391.9亿元，同比增长24.7%；归属上市公司股东净利润18.35亿元，同比增长8.5%，每股收益1.29元，基本符合预期，由于今年Q3黄金均价低于去年同期，因此影响了公司第三季度净利润。由于美联储在今年9月推出QE3，黄金价格在今年三季度末和四季度初大幅反弹，预计2012年金价均价在1650美元/盎司左右，高于2011年黄金平均价格，公司矿产金量价齐升，将带动公司业绩增长。
- **公司资源储量大增，自产金将保持15%以上的增速。**目前公司黄金权益储量约400吨，公司近年黄金储量保持较快增长。目前公司大股东山东黄金集团拥有未注入上市公司的黄金资产仍有约400-600余吨，根据公司规划到2015年底公司黄金储量将增长至1200吨。公司目前改变考核方式，进行矿山黄金产量同比增长考核，预计公司矿产金产量将保持15%以上的增速。

消极因素:

- **管理费用大幅上升。**公司2012年前三季度管理费用比去年同期增长了39.5%，由2011年的8.76亿元增长至2012年的12.2亿元，由于管理费用在公司三费中的占比达到84%以上，对公司费用率影响较大，管理费用的大幅上升可能会影响公司净利润。2012年公司管理费用大幅上涨的主要原因是公司在金矿技改和技术研发上的投入增加，以及人力成本的上升。

图 1：单季度销售费用、管理费用和财务费用变化情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 2：单季度营业收入及增长率变化情况



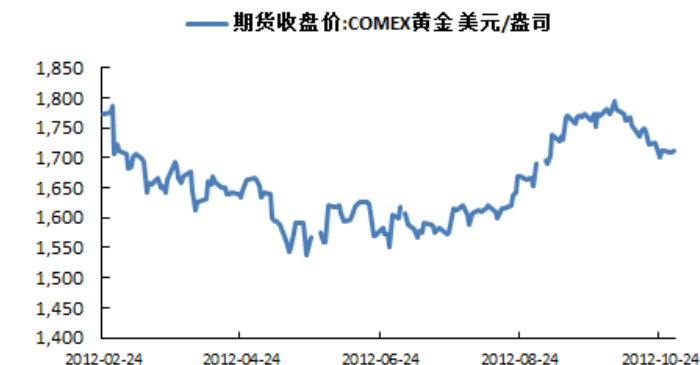
资料来源：公司公告，东兴证券

业务展望:

- **全球定量宽松，黄金价格长期看好：**2012 年黄金价格仍可看好。目前，全球债务问题导致的全球纸币体系长期不稳定，各主要债务国为解决主权债务问题，纷纷采取量化宽松的货币政策，长期保持低利率甚至是负利率。美联储于今年 9 月份推出 QE3，并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。

另外，随着美国经济的复苏，美元或逐步进入上升周期，但在目前全球纸币体系长期不稳定的背景下，美元仍然是不及格的货币，但是黄金则是所有货币或者资产中最值得信任的，是最佳的避险资产，因此黄金价格未来仍会保持上涨趋势。

图 3：2008—2012 年金价格变化（单位：美元/盎司）



资料来源：COMEX，东兴证券

盈利预测与投资建议:

我们认为在当前全球定量宽松的货币环境下，黄金价格将继续保持上涨的趋势，公司黄金储量在未来两年有望保持较快增长，主要金矿产量稳步增长，预计公司2012 和 2013 年 EPS分别为 1.78、2.13元，对应PE 分别为20.8、17.4倍，鉴于对金价和公司黄金储量增长的良好预期，给予公司23倍PE，目标价42元，维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示:

- 1) 金价大幅波动对业绩造成的影响
- 2) 公司自产金产量低于预期

表 1：盈利预测及关键指标

百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	39,414.81	47,115.04	54,392.38	61,736.75
(+/-)%	25.07%	19.54%	15.45%	13.50%
经营利润（EBIT）	3,572.88	4,466.38	5,266.71	6,047.79
(+/-)%	49.60%	25.01%	17.92%	14.83%
净利润	1,902.44	2,529.62	3,032.33	3,600.35
(+/-)%	55.55%	32.97%	19.87%	18.73%
每股净收益（元）	1.340	1.778	2.131	2.530

资料来源：东兴证券

利润表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	39,414.81	47,115.04	19.54%	54,392.38	15.45%	61,736.75	13.50%
营业成本	34,994.79	41,765.53	19.35%	48,079.23	15.12%	54,369.10	13.08%
营业费用	25.21	28.27	12.14%	32.64	15.45%	37.04	13.50%
管理费用	1,489.44	1,790.37	20.20%	2,066.91	15.45%	2,346.00	13.50%
财务费用	181.76	11.00	-93.95%	11.00	0.00%	11.00	0.00%
投资收益	2.60	2.00	-23.00%	2.00	0.00%	2.00	0.00%
营业利润	2,718.00	3,515.16	29.33%	4,197.17	19.40%	4,967.44	18.35%
利润总额	2,692.38	3,490.16	29.63%	4,172.17	19.54%	4,942.44	18.46%
所得税	709.69	872.54	22.95%	1,043.04	19.54%	1,235.61	18.46%
净利润	1,982.69	2,617.62	32.02%	3,129.13	19.54%	3,706.83	18.46%
归属母公司所有者的净利润	1,902.44	2,529.62	32.97%	3,032.33	19.87%	3,600.35	18.73%
NOPLAT	2,135.41	2,644.62	23.85%	3,156.13	19.34%	3,733.83	18.30%
资产负债表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	816.65	1,303.96	59.67%	1,792.57	37.47%	2,681.83	49.61%
交易性金融资产	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	8.55	32.27	277.37%	37.26	15.45%	42.29	13.50%
预付款项	1,537.01	4,042.94	163.04%	6,927.69	71.35%	10,189.84	47.09%
存货	874.77	371.88	-57.49%	428.10	15.12%	484.11	13.08%
流动资产合计	3,332.63	5,869.28	76.12%	9,322.12	58.83%	13,552.99	45.39%
非流动资产	9,327.96	8,977.97	-3.75%	8,219.43	-8.45%	7,150.09	-13.01%
资产总计	12,660.59	14,847.26	17.27%	17,541.55	18.15%	20,703.07	18.02%
短期借款	1,483.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	807.25	952.03	17.93%	1,095.94	15.12%	1,239.32	13.08%
预收款项	52.67	76.22	44.73%	103.42	35.68%	134.29	29.85%
流动负债合计	4,683.96	4,933.68	5.33%	5,105.31	3.48%	5,280.07	3.42%
非流动负债	1,579.45	1,594.99	0.98%	1,594.99	0.00%	1,594.99	0.00%
少数股东权益	726.57	814.57	12.11%	911.37	11.88%	1,017.85	11.68%
母公司股东权益	5,670.60	7,504.02	32.33%	9,929.88	32.33%	12,810.16	29.01%
净营运资本	(1,351.33)	935.60	N/A	4,216.81	350.70%	8,272.91	96.19%
投入资本 IC	8,778.91	8,302.13	-5.43%	10,336.17	24.50%	12,435.68	20.31%
现金流量表（百万元）	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	1,982.69	2,617.62	32.02%	3,129.13	19.54%	3,706.83	18.46%
折旧摊销	673.12	0.00	N/A	1,058.54	N/A	1,069.34	1.02%
净营运资金增加	19.31	2,286.93	11744.67%	3,281.20	43.48%	4,056.10	23.62%

经营活动产生现金流	2,305.73	3,700.70	60.50%	1,406.08	-62.00%	1,620.32	15.24%
投资活动产生现金流	(2,094.98)	(597.89)	N/A	(300.00)	N/A	0.00	N/A
融资活动产生现金流	(210.76)	(2,615.50)	N/A	(617.47)	N/A	(731.07)	N/A
现金净增（减）	(0.01)	487.30	N/A	488.62	0.27%	889.25	81.99%

分析师简介

林阳

中国社科院金融专业硕士，有色金属行业首席分析师，研究所投资品组负责人，2011 年天眼最佳分析师“金属与采矿”行业第二名。

联系人简介

李晨辉

中国科学院工学硕士，武汉大学工学学士，2011 年加盟东兴证券研究所。

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，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。