

三季度表现略低于预期，内增外扩是长期增长点

核心观点：

1. 事件

公司发布 2012 第三季度报告，前三个季度总计实现营业收入 391.99 亿，同比增长 24.71%。归属于母公司股东的净利润总计 18.36 亿，同比增长 8.49%。对应的每股收益为 1.29 元，其中三季度每股收益为 0.3 元。

2. 我们的分析与判断

(一) 选矿品位下降降低利润

第三季的每股收益同比减少 33.6%，环比减少 46.43%。其中主要原因为采矿入选品位下降，导致矿产金生产成本上升，进而拉低毛利率。对毛利润贡献最大的自产金产量单季下滑，在一定程度上影响了业绩表现。我们认为选矿品位下降是暂时现象，依旧看好公司矿产金的生产能力。

(二) 资源扩张带来未来发展优势

在向外资源扩张方面，山东黄金近日收购源鑫矿业 80% 股权，该公司所拥有的探矿权含金金属 10.94 吨。并且公司将在海外增储，将斥资 2.25 亿澳元，收购澳大利亚福克斯矿产约 45 亿股股份。公司公告称集团近日宣布在胶东半岛规划建设一处年产百吨的黄金生产基地，公司所拥有的三山岛、焦家、新城等金矿都在此基地规划范围内。我们认为公司将会借此进一步提高产量并且通过规模效应和区域协同控制成本。

(三) 长期黄金走势将增厚公司业绩

第三季度黄金均价为 337.7 元/克，同比下降约 4.17%。这也在一定程度上影响了业绩。10 月黄金均价为 350.4 元/克，呈现较大涨幅。短期来看，印度黄金需求回升预期、各国实施的货币宽松政策、美国财政悬崖问题以及美联储是否扩大 QE3 政策都对黄金价格起到支撑作用或会引起黄金小幅走高。并且我们看好黄金未来 18 个月的表现。

3. 投资建议

鉴于本期成本上升，我们略下调 2012-2014 年 EPS 预测分别为 1.68 元、1.97 元、2.26 元（原为 1.72/1.97/2.26），对应目前股价 PE 分别为 22.2、18.9、16.4 倍，维持推荐评级。

4. 风险提示

黄金价格风险；矿产开发风险；产能低于预期

山东黄金 (600547.SH)

推荐 维持评级

分析师

孙勇

☎: 010-66568738

✉: sunyong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010003

特此鸣谢

张一凡 021-20252682

(zhangyifan@chinastock.com.cn)

管蔷 010-83574543

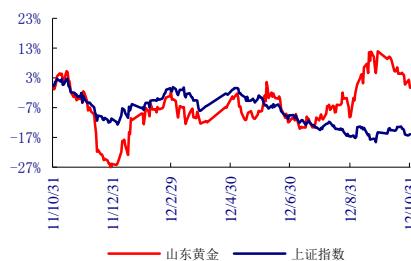
(jianqiang@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2012.10.31

A 股收盘价(元)	37.14
A 股一年内最高价(元)	42.70
A 股一年内最低价(元)	27.70
上证指数	2104.43
市净率	9.32
总股本(万股)	142307.24
实际流通 A 股(万股)	142307.24
限售的流通 A 股(万股)	0.00
流通 A 股市值(亿元)	528.53

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

附录：山东黄金（600547）财务报表预测

资产负债表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	利润表(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	817	817	1188	1390	1390	营业收入	31515	39415	47509	52544	57068
应收款项	25	13	32	31	30	营业成本	28486	34995	42182	46418	50222
预付款项	605	605	1537	1231	1473	营业税金及附加	4	5	10	11	11
存货	394	254	875	737	795	销售费用	22	25	38	42	46
其他流动资产	90	91	163	151	164	管理费用	1103	1489	1720	1902	2066
非核心资产	515	525	525	525	525	财务费用	110	182	165	163	132
固定资产	3182	4278	4953	5819	6676	非经常性损益	2	26	0	0	0
在建工程	1148	1657	2163	2365	2446	资产减值损失	-6	4	0	0	0
无形资产	2870	2773	3634	4453	5230	投资收益	0	3	0	0	0
长期待摊费用	1	8	0	0	0	公允价值变动损益	-5	1	0	0	0
资产总计	9583	12661	14725	17106	20500	营业外收入	32	16	0	0	0
短期借款	1590	1483	1483	1483	1483	税前利润	1788	2692	3395	4009	4591
应付款项	502	807	792	920	1033	减：所得税	491	710	899	1073	1218
预收款项	34	53	51	61	68	净利润	1297	1983	2496	2936	3373
其他流动负债	1035	1842	1114	1330	1429	归属于母公司的净利润	1223	1902	2384	2804	3221
长期借款	1270	1043	1043	1043	1043	少数股东损益	74	80	112	132	152
应付债券	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.86	1.34	1.68	1.97	2.26
长期经营性负债	565	537	605	766	773	稀释每股收益	0.86	1.34	1.68	1.97	2.26
负债合计	4996	6263	5981	5603	5827	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
股本	1423	1423	1423	1423	1423	成长性					
资本公积	0	0	0	0	0	营收增长率	34.9%	25.1%	20.5%	10.6%	8.6%
留存收益	2468	4250	6484	9111	12130	EBIT 增长率	61.4%	52.7%	22.8%	17.2%	13.2%
少数股东权益	699	727	839	971	1123	净利润增长率	59.3%	52.9%	25.9%	17.6%	14.9%
股东权益合计	4586	6397	8743	11503	14673	盈利性					
负债和权益合计	9583	12661	14725	17106	20500	销售毛利率	9.6%	11.2%	11.2%	11.7%	12.0%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	销售净利率	4.1%	5.0%	5.3%	5.6%	5.9%
净利润	1297	1983	2496	2936	3373	ROE	33.4%	35.0%	31.6%	27.9%	24.9%
折旧与摊销	488	674	608	763	934	ROIC	22.1%	26.7%	25.5%	23.4%	21.5%
经营活动现金流	1968	2306	2446	4089	4154	估值倍数					
投资活动现金流	-2419	-2095	-2654	-2654	-2654	PE	43.2	27.8	22.2	18.9	16.4
融资活动现金流	866	-211	-315	-1233	-335	P/S	1.7	1.3	1.1	1.0	0.9
现金净变动	416	0	-522	202	1165	P/B	11.5	8.3	6.0	4.6	3.6
期初现金余额	401	817	817	1188	1390	股息收益率	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
期末现金余额	817	817	1188	1390	2555	EV/EBITDA	23.4	15.7	13.2	11.1	9.5

资料来源：中国银河证券研究部,公司公告, Wind

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

孙勇，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

厦门钨业（600549）、云铝股份（000807）、山东黄金（600547）、中金黄金（600489）、江西铜业（600362）、贵研铂业（600459）、西部矿业（601168）、驰宏锌锗（600497）、紫金矿业（601899）、铜陵有色（000630）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn