

# 矿产金增速提高，成本上升导致业绩低于预期

核心观点：

## 1. 事件

公司发布 2012 年度年报，实现营业收入总计 502.28 亿，同比增长 27.44 %。归属于母公司股东的净利润为 21.71 亿，同比增加 14.12 %。对应的每股收益为 1.53 元。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 收益增加幅度下降

报告期公司营业收入同比增加，主要因为黄金销量及价格的上涨。其中矿产金产量约为 26 吨，同比增长 17%。2012 年国内黄金价格同比涨幅约为 3.2%。截止报告期末，公司生产能力超过 37000 吨/日，较去年增长约 5600 吨/日。虽然营业收入增长幅度高于去年同期水平，但净利润增长幅度逊色于去年，去年净利润增长幅度约为 53%。因为采矿入选品位下降，矿产金成本的上升导致整体利润率的下降。公司毛利率约为 10%，较去年相比下降了约 1 个百分点。

### (二) 矿山技改项目的投产将保障矿产金产量增速

公司黄金资源储量的增长和矿山生产能力的提高使矿产金的生产量不断提高。近三年矿产金产量平均增速约为 10%。报告期内三山岛 8000 吨/日及焦家 6000 吨/日均如期完成建设进度；新城金矿 10000 吨/日项目可研报告已通过评审；精炼厂 1200 吨/日项目提前达产。随着三山岛、焦家及新城矿山技改项目的完成，公司矿产金产量有望保持较快增长。另外，公司矿区集中在山东地区，主要的三山岛、焦家、新城等金矿都在胶东半岛区域，有利于集约化开发生产，进一步形成区域协同规模效应。公司有控制矿产金成本大幅上升的潜力。矿产金产量保持一定增长与成本集中控制将对公司盈利水平的提高形成较好保障。

### (三) 金价趋势或将在一定程度上带动收入增长

短期来看，美国经济持续好转及投资风险偏好提升压制金价上行趋势，金价呈现调整态势。但长期看，全球货币宽松币宽松仍未结束，全球“再调整、再平衡”仍未完成。从波动率和金价历史看，金价这轮的牛市我们认为还未结束。目前情况对全球货币体系的挑战以及未来的地缘政治风险或驱动金价上涨。

## 3. 投资建议

我们认为黄金价格长周期顶部未到的可能性仍然较大。但如果到 9 月份黄金价格仍徘徊在目前价格水平，我们会下调金价预期。目前我们预测公司 2013 至 2015 年 EPS 分别为 1.87 元、2.10 元和 1.97 元。目前股价对应的 PE 为 17.6 倍、15.6 倍和 16.7 倍。维持“推荐”评级。

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 2013.03.29

A 股收盘价(元)	32.90
A 股一年内最高价(元)	42.70
A 股一年内最低价(元)	31.05
上证指数	2236.62
市净率	8.26
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)	468.19

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

#### 4. 风险提示

黄金价格风险；矿产开发风险；产能低于预期

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)

**附录：山东黄金（600547）财务报表预测**

资产负债表(百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	利润表 (百万元)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	817	898	2916	5382	5382	营业收入	39415	50228	59671	65970	60584
应收款项	13	31	35	34	35	营业成本	34995	45226	53457	58988	54058
预付款项	1537	1537	2219	2036	2580	营业税金及附加	5	7	6	7	6
存货	254	875	1079	1029	1339	销售费用	25	39	45	49	45
其他流动资产	91	117	149	157	146	管理费用	1489	1740	2148	2375	2181
非核心资产	525	931	525	525	525	财务费用	182	275	263	347	384
固定资产	4278	5655	6684	7660	8530	非经常性损益	26	26	0	0	0
在建工程	1657	2274	2410	2464	2486	资产减值损失	4	33	0	0	0
无形资产	2773	4135	4928	5682	6398	投资收益	3	50	0	0	0
长期待摊费用	8	91	0	0	0	公允价值变动损益	1	-1	0	0	0
资产总计	12661	17460	20838	25952	28529	营业外收入	16	32	0	0	0
短期借款	1483	3410	3410	3410	3410	税前利润	2692	2915	3752	4203	3910
应付款项	807	1593	1353	1644	1593	减：所得税	710	698	973	1068	981
预收款项	53	41	65	71	60	净利润	1983	2217	2779	3135	2929
其他流动负债						归属于母公司的净	1902	2171	2654	2994	2797
长期借款	1043	575	2225	3875	3875	利润					
应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	80	46	125	141	132
长期经营性负债	537	892	978	1049	1006	基本每股收益	1.34	1.53	1.87	2.10	1.97
负债合计	6263	8746	9512	11679	11503	稀释每股收益	1.34	1.53	1.87	2.10	1.97
股本	1423	1423	1423	1423	1423	财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
资本公积	0	0	0	0	0	成长性					
留存收益	4250	6178	8665	11471	14092	营收增长率	25.1%	27.4%	18.8%	10.6%	-8.2%
少数股东权益	727	1116	1241	1382	1514	EBIT 增长率	52.7%	10.9%	24.8%	13.3%	-5.6%
股东权益合计	6397	8714	11326	14273	17026	净利润增长率	52.9%	11.8%	25.4%	12.8%	-6.6%
负债和权益合计	12661	17460	20838	25952	28529	盈利性					
现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	销售毛利率	11.2%	10.0%	10.4%	10.6%	10.8%
净利润	1983	2217	2779	3135	2929	销售净利率	5.0%	4.4%	4.7%	4.8%	4.8%
折旧与摊销	674	952	692	866	1043	ROE	35.0%	29.2%	27.6%	24.3%	18.9%
经营活动现金流	1968	2306	3046	4007	4552	ROIC	26.7%	23.9%	20.5%	17.3%	14.0%
投资活动现金流	-2419	-2095	-2249	-2654	-2654	估值倍数					
融资活动现金流	866	-211	1220	1114	-560	PE	24.6	21.6	17.6	15.6	16.7
现金净变动	416	0	2018	2467	1338	P/S	1.2	0.9	0.8	0.7	0.8
期初现金余额	817	817	898	2916	5382	P/B	7.3	5.4	4.1	3.3	2.7
期末现金余额	1232	817	2916	5382	6720	股息收益率	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
						EV/EBITDA	14.0	12.4	10.8	9.2	9.2

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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

[www.jztzw.net](http://www.jztzw.net)