

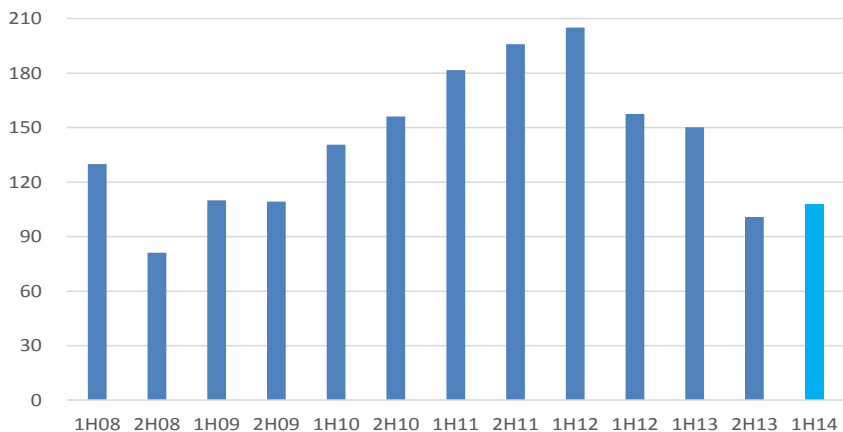
山东黄金(600547)2014年中报点评

矿产金成本最低, 继续压缩空间恐有限

投资要点

- **业绩总结:** 上半年实现销售收入 246.86 亿元, 同比下滑 11.9%; 归属于上市公司股东的净利润 3.12 亿元, 同比减少 67.8%; 每股收益 0.22 元。
- **营收利润双双下降。** 今年上半年黄金销售均价为 257 元/克, 同比下降约 14%。受公司较为业务单一影响, 尽管公司增长了冶炼加工金业务, 我们估计冶炼加工金合计约 80.12 吨, 同比增长约 8%, 但是营收仍出现了下滑。净利润下滑除了受价格下滑影响外, 还因为整体毛利率下滑。
- **矿产金业务表现。** 1) 按 Randiz 方法测算, 上半年矿产金销量略有下滑, 共生产 13.78 吨, 同比下滑 4%, 是我们跟踪的三大黄金矿业公司中唯一未实现增长的公司, 我们判断三大主力矿山都在建设可能对生产造成了一定的影响; 2) 矿产金成本为 149 元/克, 同比仅下滑 0.3%, 尽管是三大黄金矿业成本最低的, 但也是成本降低幅度最小的, 我们估计其一贯的效率较高, 各项采选指标较好, 未来矿山金单位成本的压缩空间有限。
- **筹划重大事项。** 公司目前正在停牌中, 筹划重大重组事项, 如果重启资产注入, 将极大地增强公司的后续发展能力。鉴于上次的资产估值不尽合理, 我们认为, 如果能象辰州矿业一样采用五年价格均值并给予一定的价格折扣进行估值, 将有利于上市公司股东利益。现在公司股价相对较低, 对大股东也是有利的。
- **盈利预测及评级:** 考虑到地缘政治因素以及近期黄金价格表现, 我们分别调高了 2014-2016 年黄金价格 6 元/克、20 元/克和 20 元/克。去年下半年黄金价格跌幅较大, 净利润基数较低, 我们预计今年下半年将有所好转。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.58 元、0.43 元和 0.70 元, 维持公司“增持”评级。
- **风险提示:** 黄金价格波动; 矿产金成本及产量。

图 1: 历年矿产金单位毛利变化

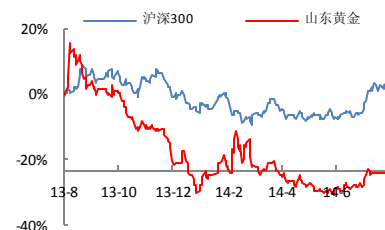


数据来源: Randiz, 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 兰可
执业证号: S1250514030001
电话: 010-57631191
邮箱: lanke@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 14.23 |
| 流通 A 股(亿股) | 14.23 |
| 52 周内股价区间(元) | 14.95-26.03 |
| 总市值(亿元) | 235.52 |
| 总资产(亿元) | 221.32 |
| 每股净资产(元) | 6.02 |

相关研究

1. 山东黄金(600547): 收购延长服务年限, 但收购价格较高 (2014-05-22)
2. 山东黄金(600547): 矿山质素成就有效成本管控 (2014-05-05)

表 1: 利润简表

| 利润表 (单位: 百万元) | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 50,228.44 | 46,167.76 | 47,023.19 | 47,022.93 | 49,998.98 |
| 营业成本 | 45,226.43 | 42,599.29 | 43,931.79 | 44,213.76 | 46,539.89 |
| 营业税金及附加 | 6.62 | 6.82 | 5.13 | 5.13 | 5.45 |
| 销售费用 | 39.02 | 37.03 | 56.05 | 56.05 | 59.6 |
| 管理费用 | 1,739.79 | 1,814.47 | 1,705.01 | 1,705.00 | 1,812.91 |
| 财务费用 | 275.47 | 283.57 | 207.51 | 207.51 | 220.65 |
| 资产减值损失 | 32.78 | 15.76 | 18.39 | 18.94 | 17.37 |
| 公允价值变动净收益 | -0.6 | 13.16 | 2.2 | 2.55 | 2.25 |
| 投资净收益 | 50.31 | 68.41 | 31.27 | 28.73 | 30.18 |
| 营业利润 | 2,958.05 | 1,492.38 | 1,132.77 | 847.82 | 1,375.54 |
| 加: 营业外收入 | 32.33 | 32.65 | 29.84 | 30.57 | 28.87 |
| 减: 营业外支出 | 75.22 | 43.53 | 43.32 | 45.34 | 47.26 |
| 利润总额 | 2,915.16 | 1,481.50 | 1,119.29 | 833.05 | 1,357.16 |
| 减: 所得税 | 698.17 | 361.38 | 284.3 | 212.43 | 346.08 |
| 净利润 | 2,217.00 | 1,120.12 | 834.99 | 620.62 | 1,011.08 |
| 减: 少数股东损益 | 45.84 | -6.88 | 12.31 | 9.16 | 14.93 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 2,171.15 | 1,127.00 | 822.68 | 611.46 | 996.16 |
| 每股收益 (元/股) | 1.53 | 0.79 | 0.58 | 0.43 | 0.70 |

数据来源: 公司公告, 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn