

## 看好长期发展

- 近日,我们与山东黄金的管理层进行了交流。
- 优质禀赋提供成本空间。近日公布的年报显示,2014年公司归属上市公司股东净利润8.3亿元,同比下降26.2%。我们认为,山东黄金的这一业绩完全符合我们此前判断。尽管净利润同比下滑接近三成,主要还是黄金价格的同比降幅达10.8%,公司也加大了管理力度,我们估计公司矿产金成本降幅达8.6%,但低于金价的降幅,因此净利润下滑幅度较大。在我们看来,公司这一业绩的取得是来之不易的,与公司所拥有的资源的天然禀赋是分不开的。山东黄金旗下主要的黄金矿山大多位于中国主要的黄金带上,并且公司矿山规模较大,使得公司能够通过加强管理力度实现矿产金的成本的下降。从我们跟踪的数据看,公司矿产金的单位毛利在黄金价格不振的情况下已经实现了连续的提升,这是值得关注的。
- 仍在推进的增发估价较合理。山东黄金仍在推进其发行股份购买资产并募集配套资金方案。根据预案,山东黄金拟以14.33元/股的价格,购买部分从事黄金生产的企业股权以及黄金矿业权等资产;同时向五名特定投资者募集资金约16.8亿元,用于发展主营业务。我们认为此次发行股份方案是偏正面的,理由如下:1)用于估值的黄金价格设定较为合理;2)克金购买成本上看也较为合理;3)引入价格调整机制;4)资源储备大幅提升;5)未来仍有资源可供注入。
- 多渠道融资,增强子公司实力。2014年9月,公司及三家全资子公司分别与工银瑞信签署《增资协议》,由工银瑞信募集资金10亿元溢价认购沂南金矿新增29.82%的股权、鑫汇金矿新增29.96%的股权、莱西金矿新增29.91%的股权。我们认为,山东黄金的这三家公司都属于规模偏小、资金实力较弱的子公司,通过引入外部资金,可增强其子公司的资金实力,有利于赋予其较强的自主对外发展能力。我们认为新一届管理层到位后,公司有望采取更多灵活手段带领公司向前发展。
- 业绩预测与估值:我们预计山东黄金2015-2016年增发摊薄前每股收益分别为0.66元和1.05元。维持“买入”评级。
- 风险提示:金价波动不及或超过预期等。

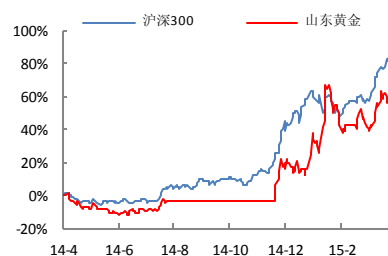
指标年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	46167.76	45794.27	44812.00	48115.00
增长率	-8.08%	-0.81%	-2.14%	7.37%
归属母公司净利润(百万元)	1127.00	831.79	942.03	1498.03
增长率	-48.09%	-26.19%	13.25%	59.02%
每股收益EPS(元)	0.79	0.58	0.66	1.05
净资产收益率ROE	13.30%	9.03%	9.42%	13.30%
PE	34.36	46.55	41.10	25.85
PB	4.57	4.21	3.87	3.44

数据来源:Wind,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)	14.95-30
总市值(亿元)	387.22
总资产(亿元)	225.99
每股净资产(元)	6.47

### 相关研究

1. 山东黄金(600547): 矿产金成本最低,继续压缩空间恐有限 (2014-08-22)
2. 山东黄金(600547): 收购延长服务年限,但收购价格较高 (2014-05-22)
3. 山东黄金(600547): 矿山质素成就有效成本管控 (2014-05-05)

## 山东黄金 (600547): 看好长期发展

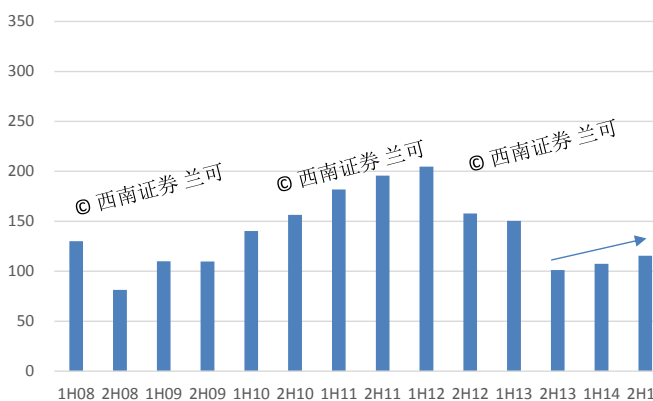
### 1、优质禀赋提供成本空间

山东黄金近日公布的年报显示,2014年公司实现营业收入457.9亿元,同比减少了0.8%;归属上市公司股东净利润8.3亿元,同比下降26.2%;每股收益0.58元。

我们认为,山东黄金的每股收益0.58元这一业绩完全符合我们此前判断。从营收方面看,营业收入相对稳定,仅仅微降0.8%,我们判断主要是由于公司加大了外购的冶炼加工金的生产,我们估计全年山东黄金总的黄金销量达177吨,同比增长14.1%。从净利润方面看,净利润下降较多,同比下滑接近三成,我们判断主要还是因为黄金价格的同比降幅达10.8%,而山东黄金的净利润主要来源于其自产矿产金的生产,黄金价格下降将严重影响其矿产金的盈利能力,尽管公司加大了管理力度,我们估计公司矿产金的成本降幅只有8.6%,低于黄金价格的降幅,因此净利润下滑幅度较大。

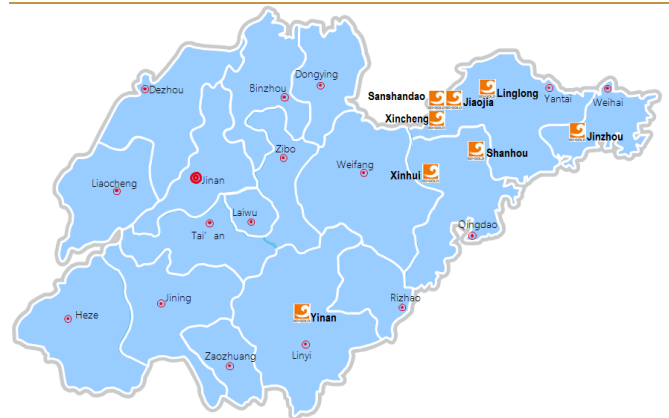
在我们看来,公司这一业绩的取得也是来之不易的。正如我们上述判断的那样,公司通过加强管理力度,努力使得矿产金的成本实现下降,显示了公司在管理增效方面取得了不错进展。从我们跟踪的数据看,公司矿产金的单位毛利在黄金价格不振的情况下已经实现了连续的提升,这是值得关注的。

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

图 2: 山东黄金的矿山分布



数据来源: Randiz, 公司公告, 西南证券

我们认为,这样的业绩取得,与公司所拥有的资源的天然禀赋是分不开的。山东黄金旗下主要的黄金矿山大多位于中国主要的黄金带上,并且公司矿山规模较大。山东是金矿资源和产金大省,已连续38年荣膺全国产金第一大省。2014年,全国黄金产量完成451.8吨,同比增长5.5%,黄金矿产金完成368.4吨,同比增长5.0%,连续八年蝉联世界第一黄金生产国,其中山东贡献超过四分之一,产量超百吨。山东黄金的焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿等四大主力矿山均分布于招远、莱州地区,在胶东金矿资源获取上具有得天独厚优势。2014年,山东黄金日处理矿石量达42518吨/日,其中焦家金矿、三山岛金矿日处理矿石量超万吨,两矿年产金均达到7吨以上,新城金矿、玲珑金矿年产金均达到3.5吨以上。焦家金矿、三山岛金矿、新城金矿、玲珑金矿上榜“中国黄金生产十大矿山”。尽管如此,考虑到未来的收购,我们相信这些矿山未来的潜力仍是巨大的。

## 2、仍在推进的增发估值较合理

山东黄金仍在推进其发行股份购买资产并募集配套资金方案。根据预案，山东黄金拟以 14.33 元/股的价格，购买部分从事黄金生产的企业股权以及黄金矿业权等资产；同时向五名特定投资者募集资金约 16.8 亿元，用于发展标的资产的主营业务。

我们认为此次发行股份方案仍然是偏正面的，理由如下：

1) 用于估值的黄金价格设定较为合理。本次方案中对黄金资源进行估值时，公司以评估基准日前七年一期的平均销售价格的算术平均值确定评估计算时的黄金价格，即 2007 年至 2014 年 6 月黄金平均价格约为 257 元，仅比方案公布时的黄金价格溢价约 8.4%。相较于 2013 年版增发预案（当时黄金评估价格较当时现价溢价达 23.3%），本次方案具有相对合理性。这样的价格解决了前次评估中评估价格不合理的问题，展现了相关方的诚意。

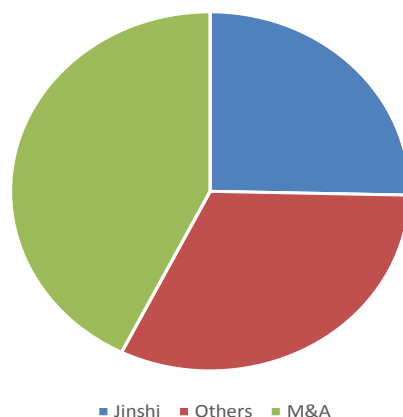
2) 克金购买成本上看也较为合理。本次购买资产的整体预估值约 50.5 亿元，而对应的黄金资源储量约 347 吨，折合克金购买成本约 15.3 元，相当于方案公布时的黄金价格 237.43 元的 6.4%，该比值处于我们统计范围内黄金矿产资源购买交易的较低值。如果比较山东黄金 2013 版和 2014 版购买资产的预案来看，克金购买成本下滑了 40%。

3) 引入价格调整机制。本次交易的一个新意在于引入了价格调整机制，以应对黄金价格波动及由此造成的山东黄金股价波动对本次重组可能产生的不利影响，相较于 2013 年的方案，这一方案显得较为灵活。

4) 资源储备大幅提升。尽管相较于 2013 年的方案，本次购买的黄金资源储量较少了 18%，但本次收购如果成功，仍将使得山东黄金控制的资源储量提升 74%，达到约 815 吨左右，大幅提升其持续发展能力，并且能够与现有业务产生整合效应。

5) 未来仍有大量资源可供注入。仅仅比较两版方案的差异，山东黄金至少还有 160 吨的黄金资源可供未来注入，如果再考虑到其仍然拥有大量探矿权，我们预计山东黄金集团仍控制的黄金资源达数百吨级，这为未来的注入埋下伏笔。

图 3：增发收购后，山东黄金黄金资源储量构成



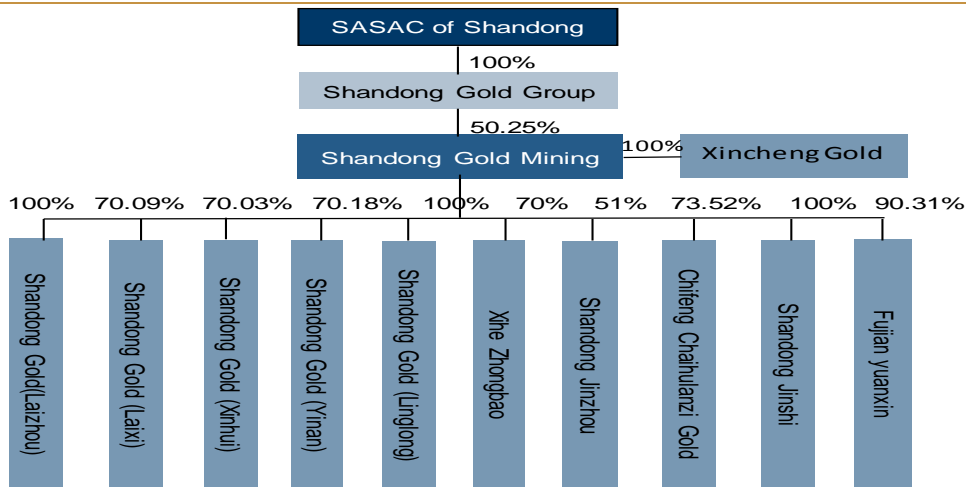
数据来源：Randiz，公司公告，西南证券

从收购完成后看，金石矿业所属的矿山仍将是公司最大的黄金储备，它的开发情况未来也将极大地影响公司未来的盈利状况。

### 3、多渠道融资，增强子公司实力

2014年9月，公司及所属全资子公司山东黄金矿业（沂南）有限公司、山东黄金矿业（鑫汇）有限公司、山东黄金矿业（莱西）有限公司分别与工银瑞信投资管理有限公司（以下简称“工银瑞信”）签署《增资协议》，由工银瑞信募集资金10亿元，溢价认购沂南金矿新增29.82%的股权、鑫汇金矿新增29.96%的股权、莱西金矿新增29.91%的股权。我们认为，山东黄金的这三家公司都属于规模偏小、资金实力较弱的子公司，通过引入外部资金的方式，可增强其子公司的资金实力，有利于赋予其较强的对外自主发展能力。我们认为新一届管理层到位后，公司有望采取更多灵活手段带领公司向前发展。

图 4：公司的组织结构



数据来源：公司公告，西南证券

我们预计山东黄金 2015-2016 年增发摊薄前每股收益分别为 0.66 元和 1.05 元。维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	46167.76	45794.27	44812.00	48115.00	净利润	1120.12	853.03	959.30	1525.49
营业成本	42599.29	42495.25	41476.00	43876.00	折旧与摊销	1168.01	1297.47	1096.91	1096.91
营业税金及附加	6.82	8.96	8.96	9.62	财务费用	283.57	393.81	385.85	426.35
销售费用	37.03	35.67	35.85	38.49	资产减值损失	15.76	4.62	5.40	4.56
管理费用	1814.47	1753.54	1675.98	1799.50	经营营运资本变动	424.88	-228.47	-503.68	515.28
财务费用	283.57	393.81	385.85	426.35	其他	-119.01	164.86	-108.49	-58.86
资产减值损失	15.76	4.62	5.40	4.56	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>2893.33</b>	<b>2485.32</b>	<b>1835.29</b>	<b>3509.73</b>
投资收益	68.41	-58.90	0.00	0.00	资本支出	2452.85	-954.81	-1000.00	0.00
公允价值变动损益	13.16	94.34	36.38	50.95	其他	-8168.83	-1323.53	-4673.23	66.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5715.97</b>	<b>-2278.35</b>	<b>-5673.23</b>	<b>66.89</b>
<b>营业利润</b>	<b>1492.38</b>	<b>1137.85</b>	<b>1260.34</b>	<b>2011.43</b>	短期借款	1415.00	0.00	5984.60	-2907.28
其他非经营损益	-10.88	10.33	16.52	21.43	长期借款	-575.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1481.50</b>	<b>1148.18</b>	<b>1276.86</b>	<b>2032.86</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	361.38	295.16	317.56	507.37	支付股利	-227.26	-142.04	-147.75	-234.96
净利润	1120.12	853.03	959.30	1525.49	其他	2177.06	-496.88	-335.85	-401.35
少数股东损益	-6.88	21.24	17.27	27.46	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2789.81</b>	<b>-638.92</b>	<b>5501.00</b>	<b>-3543.60</b>
归属母公司股东净利润	1127.00	831.79	942.03	1498.03	<b>现金流量净额</b>	<b>-32.84</b>	<b>-431.95</b>	<b>1663.06</b>	<b>33.03</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2013A	2014A	2015E	2016E		2013A	2014A	2015E	2016E
货币资金	-904.53	-1214.94	448.12	481.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	564.08	736.42	635.28	795.78	销售收入增长率	-8.08%	-0.81%	-2.14%	7.37%
存货	804.02	608.38	770.14	688.15	营业利润增长率	-49.55%	-23.76%	10.76%	59.59%
其他流动资产	0.00	44.01	44.01	44.01	净利润增长率	-49.48%	-23.84%	12.46%	59.02%
长期股权投资	306.02	320.81	320.81	320.81	EBITDA 增长率	-29.23%	-3.15%	-4.50%	30.32%
投资性房地产	199.47	216.22	191.61	167.01	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9706.43	10548.97	9801.23	9054.32	毛利率	7.73%	7.20%	7.44%	8.81%
无形资产和开发支出	8683.10	8475.42	8190.00	7904.58	三费率	4.62%	4.77%	4.68%	4.71%
其他非流动资产	663.73	1050.16	1005.61	961.07	净利率	2.43%	1.86%	2.14%	3.17%
<b>资产总计</b>	<b>20022.31</b>	<b>20785.45</b>	<b>21406.82</b>	<b>20416.89</b>	ROE	13.30%	9.03%	9.42%	13.30%
短期借款	4825.00	1035.00	7019.60	4112.32	ROA	8.80%	7.41%	7.53%	11.92%
应付和预收款项	2339.59	2128.11	1675.23	2302.05	ROIC	10.08%	6.16%	6.60%	8.94%
长期借款	1988.72	1990.88	1990.88	1990.88	EBITDA/销售收入	6.35%	6.20%	6.05%	7.34%
其他负债	1619.69	5754.98	33.07	33.07	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>10773.01</b>	<b>10908.97</b>	<b>10718.79</b>	<b>8438.33</b>	总资产周转率	2.31	2.20	2.09	2.36
股本	1423.07	1423.07	1891.91	1891.91	固定资产周转率	6.07	5.73	4.57	5.31
资本公积	-2.72	26.40	-442.44	-442.44	应收账款周转率	966.00	522.14	998.34	493.60
留存收益	7053.98	7758.62	8552.90	9815.97	存货周转率	52.98	69.85	53.86	63.76
归属母公司股东权益	8474.34	9208.09	10002.37	11265.44	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.00	1.00	—	—
少数股东权益	774.97	668.39	685.66	713.12	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>9249.31</b>	<b>9876.48</b>	<b>10688.03</b>	<b>11978.56</b>	资产负债率	53.81%	52.48%	50.07%	41.33%
负债和股东权益合计	20022.31	20785.45	21406.82	20416.89	带息债务/总负债	63.25%	27.74%	84.06%	72.33%
					流动比率	0.05	0.02	0.22	0.31
					速动比率	-0.04	-0.06	0.12	0.20
					股利支付率	20.16%	17.08%	15.68%	15.68%
业绩和估值指标					每股指标				
	2013A	2014A	2015E	2016E					
EBITDA	2929.51	2837.21	2709.62	3531.12	每股收益	0.79	0.58	0.66	1.05
PE	34.36	46.55	41.10	25.85	每股净资产	5.41	5.95	6.47	7.03
PB	4.57	4.21	3.87	3.44	每股经营现金	1.68	2.03	1.75	1.29
PS	0.84	0.85	0.86	0.80	每股股利	0.15	0.16	0.10	0.10
EV/EBITDA	16.33	16.60	22.56	16.50					
股息率	0.59%	0.37%	0.38%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 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

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

---

### 上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

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

### 重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

## 西南证券机构销售团队

---

### 北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

### 上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn