

2010年3月18日

山东黄金

面临巨大的发展机遇

A
买入

600547.SS - 人民币 70.39

目标价格: 人民币 75.00 (▲70.00)

乐宇坤

(8621) 6860 4866 分机 8559

yukun.le@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010044

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(12)	0	(14)	108
相对新华富时	(2)	(0)	(7)	74
A50 指数(%)				

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	712
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	24,352
3个月日均交易额(人民币 百万)	614
净负债比率(%)	48
主要股东(%)	
山东黄金集团	50

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

中银国际证券有限责任公司

山东黄金公告09年净利润同比增长17%至7.46亿人民币,从季度业绩来看,09年4季度净利润为1.2亿人民币,环比下滑15%,而金价环比上涨近15%,这主要是由于生产成本继续上升以及管理费用环比增加了近1.4亿。公司公布以资本公积金每10转增5股,同时以未分配利润每10股送5股。鉴于基本面可能继续改善及未来巨大的增长潜力,我们将目标价由70.00元上调至75.00元人民币,我们维持对该股的买入评级。

支撑评级的要点

- 金价强劲。
- 储量增加潜力大。
- 黄金产量稳步上升。

评级面临的主要风险

- 经营费用可能高于预期。
- 收购矿山成本可能高于预期。
- 财务管理风险。

估值

- 我们将目标价由70.00元上调至75.00元人民币,对应约50倍的2010年市盈率。我们维持对该股的买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	19,828	23,330	26,455	24,795	23,804
变动(%)	76	18	13	(6)	(4)
净利润(人民币百万)	637	746	1,033	1,073	1,134
全面摊薄每股收益(人民币)	0.895	1.048	1.452	1.508	1.594
变动(%)	55.1	17.1	38.5	3.9	5.7
市场预期每股收益(人民币)	-	-	1.899	2.239	2.180
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.405	1.605	-
调整幅度(%)	-	-	3.3	(6.0)	-
全面摊薄市盈率(倍)	78.7	67.2	48.5	46.7	44.2
每股现金流量(人民币)	1.81	1.68	1.73	2.47	2.56
价格/每股现金流量(倍)	38.8	42.0	40.7	28.5	27.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	34.8	26.6	24.9	23.3
每股股息(人民币)	0.400	0.133	0.290	0.302	0.319
股息率(%)	0.6	0.2	0.4	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博BOCR <GO>, firstcall.com, Multex.com 以及中银国际研究网站(www.bociresearch.com.)上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

09 年净利润同比增长 17%，略低于预期。山东黄金公告 09 年净利润同比增长 17%至 7.46 亿人民币（每股收益 1.05 元），盈利同比上升主要是得益于金价同比上升近 10%，但可能由于外部采购合质金生产的黄金产量上升以及开采了更多的低品位矿石，毛利率仍维持在 08 年 8.7%的水平。公司 09 年净利润比我们的预测低 5%。这主要是由于 4 季度业绩低于预期。公司公布了慷慨的股息派发计划：每 10 股派发现金红利 1 元，此外，以资本公积金每 10 转增 5 股，同时以未分配利润每 10 股送 5 股。

管理费用上升使得 4 季度净利润环比下滑 15%。从季度业绩来看，09 年 4 季度净利润为 1.2 亿人民币，环比下滑 15%。由于 4 季度金价环比上涨近 15%，因此盈利下滑有点出乎我们意料。我们发现 4 季度业绩下降主要是由于管理费用较 3 季度增加了近 1.4 亿人民币，我们估计这主要是由于环保费用和研发费用等在年末集中计提的原因。另外，我们估计 4 季度生产成本继续增加也影响盈利。

图表 2. 季度金价 (人民币/克)

08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度	10 年 1 季 度预测
213.2	200.9	192.0	176.6	200.2	203	211	243	246

资料来源：上海黄金交易所，中银国际研究

图表 3. 季度利润及毛利率

	08 年 1 季度	08 年 2 季度	08 年 3 季度	08 年 4 季度	09 年 1 季度	09 年 2 季度	09 年 3 季度	09 年 4 季度
净利润(人民币 百万)	214	282	128	13	155	330	141	120
毛利率	8.7	11.0	5.7	10.7	7.5	13.2	9.4	6.9

资料来源：公司数据

矿产金产量预测下调。2009 年公司自产的矿产金产量为 17.668 吨，同比增长 12%，略高于公司 09 年初制定的 17.45 吨的产量计划。09 年产量增长主要来自于自身的内部挖潜，另外，08 年底收购的内蒙赤峰柴胡栏子金矿也贡献约 300 公斤左右的产量。2010 年公司计划自产金产量为 18.2 吨，较 09 年增加 3%，不过这低于我们 19.5 吨的预测。公司目前正在建设焦家金矿 6,000 吨/日采选能力工程和三山岛金矿 8,000 吨/日采选能力工程，焦家金矿的工程已逐步建成，但由于井下的采矿能力还未跟上，因此选矿能力在今年可能还不能完全达到。而三山岛工程建设目前也已开始，但可能因为类似的原因进度落后于我们预期，我们估计可能需要近 3 年的时间才能逐步达产。因此，我们将 2010-2011 年公司自产金产量的预测分别下调 7%和 11%至 18.2 吨和 20 吨。

图表 4. 矿产金产量假设 (吨)

	2010E	2011E	2012E
新假设	18.2	20	23
原假设	19.5	22.5	n/a
变动(%)	(7)	(11)	

资料来源：中银国际研究

单位营业成本继续上升。2009 年公司的单位克金营业成本（不包括三项费用）为 105 元/克，较 2008 年大幅上升 16.6%，但如果只看下半年，则单位克金营业成本可能达到近 119 元/克。我们认为这主要是由于随着金价上升，公司入选矿的品位下降，另外，人员工资也增加。如果考虑三项费用，我们估计 2009 年的完全克金成本可能达到近 160 元/克，较 08 年上升近 10%。

购金款被骗案仍在审理中。公司在 2008 年发生了一起购金款被骗事件，金额达 6,946 万元，目前法院对该起诈骗案正在审理过程中。公司已经向保险公司申请理赔，保险公司已口头确认将会适当给予理赔。公司在 2008 年计提了 10% 坏帐准备后，2009 年又计提了 20% 的坏帐准备，合计共计提了 2,084 万元。

2010 年资本开支上升。2010 年公司计划投资总额为 14.25 亿元，其中：1) 建设项目投资 6.4 亿元，包括：三山岛金矿 8,000 吨/日采选能力工程、焦家金矿 6,000 吨/日采选能力工程、精炼厂 1,200 吨/日金精矿综合回收利用工程（氰化部分）、鑫莱公司 500 吨/日采选技改工程；2) 固定资产投资 6.7 亿万元，主要项目包括：重点工程、生产技措工程、节能减排、科技项目、设备购置、矿山环境改造及地表零星工程等；3) 地质探矿投资 1.08 亿万元，主要是用于探矿增储。公司投资所需资金来源为自有资金，不足部分通过对外融资解决。

黄金储量扩张潜力巨大。公司在 2009 年 6 月和 11 月分别收购了集团公司新立矿区和三山岛矿区的两个探矿权，公司黄金储量增加了 45 吨，我们估计目前公司的黄金储量已近 220 吨。在加大对现有金矿的勘探力度的同时，山东黄金也加速了在山东省其他地区收购黄金资源的步伐。我们注意到，山东省政府在今年初发布了《关于深化矿产资源开发整合工作的通知》，其中特别提到了重点整合区域包括平度金矿区、蓬莱金矿区、玲珑金矿区，这些地区黄金储量丰富，并且都是山东黄金下属金矿所在的矿区。我们相信整合会有利于公司获得更多的并购机遇，从而实现跨越式发展，我们预计公司未来黄金储量增加的空间巨大。

10 年 1 季度盈利可能会大幅增长。金价在 09 年 12 月后突破了历史新高，目前仍保持在高位，我们估计 1 季度的平均金价会略高于去年 4 季度，较去年同期大幅上升近 20%；此外，我们估计公司 1 季度的管理费用可能会大幅低于去年 4 季度。如果去除去年 4 季度集中计提的近 1.4 亿管理费用，我们估计 1 季度的净利润可能较去年 4 季度翻番，较去年同期增长 50% 以上。

调整盈利预测。考虑到金价的强劲表现，我们上调了 2010-11 年的金价假设，但由于我们下调了 2010-11 年的产量预测，并且更多的考虑了可能的成本上升，我们将 2010 年盈利预测仅小幅上调 3%，将 2011 年盈利预测下调 6%。

图表 5. 金价假设 (人民币/克)

	2010E	2011E	2012E
新假设	242	223	209
原假设	216	198	n/a
变动 (%)	12	12	

资料来源：中银国际研究

维持买入评级。山东黄金的管理团队自 06 年 3 月开始推出一系列改革措施，这使得公司的基本面获得极大改善。鉴于基本面可能继续改善及未来巨大的增长潜力，我们认为，该股应享有较高的估值，我们由此将目标价由 70.00 元上调至 75.00 元人民币，对应约 50 倍的 2010 年市盈率。我们维持对该股的**买入**评级。

图表 6. 09 年业绩摘要

(人民币 百万)	2008 年	2009 年	同比变化%
销售收入	19,873	23,360	18
销售成本	(18,137)	(21,299)	17
营业税	(2)	(2)	(1)
毛利润	1,735	2,059	19
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(25)	(28)	9
管理费用	(712)	(854)	20
其它经营费用	(68)	(34)	(50)
经营利润	930	1,143	23
财务费用	(75)	(81)	8
投资收入	46	20	(57)
其它非营业收入	(6)	11	n/a
税前利润	896	1,094	22
税金	(221)	(280)	27
少数股东权益	(38)	(68)	79
净利润	637	746	17
全面摊薄每股收益	0.895	1.048	17
盈利能力 (%)			
毛利率	8.7	8.8	
经营利润率	4.7	4.9	
净利率	3.2	3.2	

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	19,828	23,330	26,455	24,795	23,804
销售成本	(18,094)	(21,276)	(23,934)	(22,311)	(21,205)
经营费用	(516)	(556)	(549)	(410)	(428)
息税折旧前利润	1,218	1,498	1,972	2,074	2,172
折旧及摊销	(288)	(354)	(411)	(451)	495
经营利润(息税前利润)	930	1,143	1,561	1,622	1,677
净利息收入/(费用)	(75)	(81)	(85)	(87)	(55)
其他收益/(损失)	41	31	27	27	27
税前利润	896	1,094	1,504	1,562	1,649
所得税	(221)	(280)	(376)	(390)	(412)
少数股东权益	(38)	(68)	(94)	(98)	(104)
净利润	637	746	1,033	1,073	1,134
核心净利润	637	746	1,033	1,073	1,134
每股收益(人民币)	0.895	1.048	1.452	1.508	1.594
核心每股收益(人民币)	0.895	1.048	1.452	1.508	1.594
每股股息(人民币)	0.400	0.133	0.290	0.302	0.319
收入增长(%)	76	18	13	(6)	(4)
息税前利润增长(%)	28	23	37	4	3
息税折旧前利润增长(%)	46	23	32	5	5
每股收益增长(%)	55	17	39	4	6
核心每股收益增长(%)	55	17	39	4	6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	896	1,094	1,504	1,562	1,649
折旧与摊销	288	354	411	451	495
净利息费用	75	81	85	87	55
运营资本变动	290	(201)	(308)	41	27
税金	(260)	(135)	(461)	(387)	(406)
其他经营现金流	1	0	0	0	0
经营活动产生的现金流	1,290	1,193	1,230	1,755	1,819
购买固定资产净值	(935)	(2,049)	(1,317)	(500)	(500)
投资减少/增加	53	10	0	6	3
其他投资现金流	57	(21)	1	0	0
投资活动产生的现金流	(826)	(2,060)	(1,316)	(494)	(497)
净增权益	1,969	0	0	0	0
净增债务	(236)	1,112	400	(790)	(900)
支付股息	(129)	(106)	(71)	(155)	(161)
其他融资现金流	(2,111)	(25)	(183)	(87)	(55)
融资活动产生的现金流	(507)	981	146	(1,032)	(1,116)
现金变动	(42)	114	60	229	206
期初现金	330	287	401	461	690
公司自由现金流	467	(864)	(82)	1,263	1,324
权益自由现金流	154	164	229	384	367

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	287	401	461	690	896
应收帐款	70	20	167	156	150
库存	249	394	507	475	456
其他流动资产	420	576	1,138	1,063	1,013
流动资产总计	1,026	1,392	2,272	2,383	2,515
固定资产	2,828	3,542	4,499	4,593	4,645
无形资产	255	1,226	1,175	1,125	1,074
其他长期资产	81	219	214	208	202
长期资产总计	3,164	4,870	5,776	5,819	5,821
总资产	4,190	6,262	8,048	8,202	8,336
应付帐款	317	334	377	352	334
短期债务	978	1,790	1,790	1,000	500
其他流动负债	369	483	936	889	865
流动负债总计	1,663	2,607	3,103	2,241	1,699
长期借款	0	300	700	700	300
其他长期负债	103	167	0	0	0
股本	356	712	712	712	712
储备	1,904	2,168	3,130	4,049	5,021
股东权益	2,260	2,880	3,842	4,760	5,732
少数股东权益	166	309	403	501	605
总负债及权益	4,192	6,263	8,048	8,202	8,336
每股帐面价值(人民币)	6.35	4.05	5.40	6.69	8.06
每股有形资产(人民币)	5.63	2.32	3.75	5.11	6.55
每股净负债(现金)	1.94	2.37	2.85	1.42	(0.13)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	6.1	6.4	7.5	8.4	9.1
息税前利润率	4.7	4.9	5.9	6.5	7.0
税前利润率	4.5	4.7	5.7	6.3	6.9
净利率	3.2	3.2	3.9	4.3	4.8
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.5	0.7	1.1	1.5
利息覆盖率(倍)	12.0	13.6	17.7	18.2	29.7
净权益负债率(%)	28.5	53.0	47.8	19.2	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.6	0.9	1.2
估值(倍)					
市盈率	78.7	67.2	48.5	46.7	44.2
核心业务市盈率	78.7	67.2	48.5	46.7	44.2
目标价对应核心业务市盈率	83.8	71.6	51.6	49.7	47.1
市净率	11.1	17.4	13.0	10.5	8.7
价格/现金流	38.8	42.0	40.7	28.5	27.5
企业价值/息税折旧前利润	21.3	34.8	26.6	24.9	23.3
周转率					
存货周转天数	4.7	5.5	6.9	8.0	7.1
应收帐款周转天数	1.3	0.7	1.3	2.4	2.3
应付帐款周转天数	4.4	5.1	4.9	5.4	5.3
回报率(%)					
股息支付率	22.3	12.7	20.0	20.0	20.0
净资产收益率	31.8	29.0	30.7	25.0	21.6
资产收益率	17.4	16.3	16.4	15.0	15.2
已运用资本收益率	28.5	26.4	26.1	23.7	23.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 3 月 16 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在没有影响上述免责声明的情况下，如果阁下是根据新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章) 之 Regulation 2 定义下的“合格投资人”或“专业投资人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍将(1)因为 FAR 之 Regulation 34 而获豁免按 FAA 第 27 条之强制规定作出任何推荐须有合理基础；(2)因为 FAR 之 Regulation 35 而获豁免按 FAA 第 36 条之强制规定披露其在本报告中提及的任何证券(包括收购或出售)之利益，或其联系人或关联人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371