

山东黄金：业绩低于预期，拟再次大规模送股 2009 年报点评

评级：中性-A

上次评级：中性-A

目标价格：70.00 元

期限：6 个月 上次预测：70 元

现价：70.11 元

报告日期：2010-03-18

报告关键点：

- 年报低于预期的主要原因在于生产成本、管理费用和坏账计提的幅度超过预期；
- 我们预计短期金价将以震荡为主，山东黄金盈利的弹性大为降低；
- 虽然2010年盈利有望大幅上升80%，但估值水平依然较高；维持“中性-A”评级。

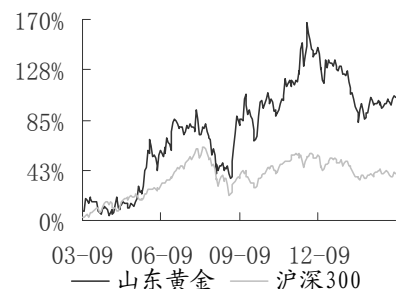
报告内容：

- 山东黄金2009年报显示，当年实现主营收入233.6亿元，归属于母公司所有者的净利润74,582万元，同比分别为增长17.5%和17.1%；实现每股收益1.05元。公司2009年度的利润分配预案为：每10股送5股、转增5股。这已是公司连续第二年大规模送配；2008年，公司曾推出以资本公积金每10股转增10股的分配方案。
- 但公司2009年的每股收益低于我们预测的1.16元。这主要是因为：1) 2009年公司自产金的单位生产成本(不含期间费用)已上升至105元，比2008年上升约16%；高于我们预测的上升10%；2) 管理费用比2008年大幅上升20%，增幅高于我们的预测；3) 当期计提坏账准备2,721万元。另一方面，公司2009年的自产金产量达17.688吨，略高于我们预测的17吨；这部分弥补了成本和费用等上升的负面影响。
- 我们预计，受益于平均金价的上升，加上矿产金产量继续增加约10%，2010年山东黄金的盈利有望大幅上升。考虑到公司生产成本的上升幅度高于我们前期预测，我们将公司2010年每股收益预测由2.07元下调至1.88元，下调幅度约为9%。
- 我们预计，受经济复苏以及通货膨胀率较低等的影响，2010年金价难以继续大涨，更可能以震荡为主。目前，我们对2010年的金价均价预测为1,150美元/盎司(251.4元/克)，比2009年均价高出17.2%。
- 一旦金价难以走高，则山东黄金的盈利弹性也将大为降低。敏感性分析表明，金价每上升50美元/盎司，则山东黄金2010年每股收益将增加0.21元。
- 在当前股价下，山东黄金2010年的动态市盈率37.2倍，动态市净率13.7倍，在A股黄金类矿山上市公司中均处于较高水平，估值吸引力不大。我们维持公司“中性-A”的投资评级。

市场数据

总市值(百万元)	49,885.80
流通市值(百万元)	24,255.26
总股本(百万股)	711.54
流通股本(百万股)	345.96
12个月最高/最低	36.30/93.30 元
十大流通股东(%)	22.69%
股东户数	123,854

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.50)	(7.00)	63.93
绝对收益	0.00	(10.66)	104.01

研究员

衡昆	首席行业分析师
021-68766182	hengkun@essence.com.cn
章小韩	行业分析师
021-68765163	zhangxh2@essence.com.cn

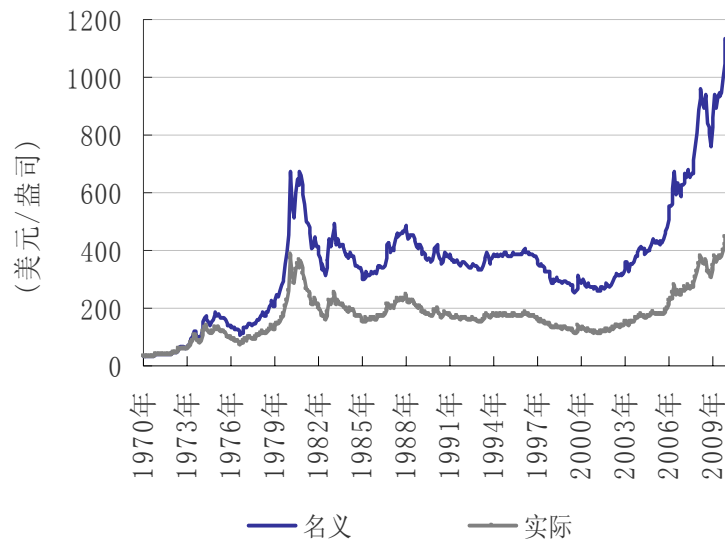
财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	19,873	23,360	27,597	27,099	26,977
Growth(%)	100.1%	17.5%	18.1%	-1.8%	-0.5%
净利润	637	746	1,340	1,590	1,645
Growth(%)	230.2%	17.1%	79.7%	18.6%	3.5%
毛利率(%)	8.7%	8.8%	10.8%	12.5%	13.1%
净利润率(%)	3.2%	3.2%	4.9%	5.9%	6.1%
每股收益(元)	0.89	1.05	1.88	2.23	2.31
每股净资产(元)	3.18	4.05	5.13	6.37	7.69
市盈率	78.3	66.9	37.2	31.4	30.3
市净率	22.1	17.3	13.7	11.0	9.1
净资产收益率(%)	27.8%	25.5%	35.8%	34.2%	29.3%
ROIC(%)	68.4%	29.0%	31.0%	30.2%	29.4%
EV/EBITDA	20.7	35.1	21.5	18.5	17.7
股息收益率	0.3%	0.2%	1.1%	1.1%	1.4%

前期研究成果

图 1: 金价走势

无论是名义金价还是实际金价,均处于历史高位。



数据来源: Bloomberg, 安信证券研究中心
注: 实际金价指剔除通货膨胀因素后的金价

表 1: A 股主要黄金类上市公司估值

公司名称	股价 (3/18)	EPS(元)				P/E(x)				P/B(x)			
		2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
中金黄金	49.32	0.61	0.46	1.37	1.52	81.4	106.5	36.0	32.5	4.4	9.6	8.3	7.4
山东黄金	70.11	1.79	1.05	1.88	2.24	39.2	66.9	37.2	31.3	11.0	17.3	13.7	11.0
紫金矿业	8.20	0.21	0.26	0.44	0.52	38.9	31.0	18.5	15.8	7.4	7.3	6.1	5.2
平均						53.2	68.1	30.6	26.5	7.6	11.4	9.4	7.9

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测
注: 山东黄金 2009 年每股收益为公告值

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-3-18

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	19,873	23,360	27,597	27,099	26,977	成长性					
减: 营业成本	18,137	21,299	24,615	23,713	23,449	营业收入增长率	100.1%	17.5%	18.1%	-1.8%	-0.5%
营业税费	2	2	2	2	2	营业利润增长率	140.5%	20.6%	74.5%	17.5%	3.0%
销售费用	25	28	49	54	59	净利润增长率	230.2%	17.1%	79.7%	18.6%	3.5%
管理费用	712	854	940	1,036	1,132	EBITDA 增长率	153.5%	18.9%	63.8%	14.8%	3.4%
财务费用	75	81	95	65	39	EBIT 增长率	147.8%	19.6%	70.6%	15.2%	1.7%
资产减值损失	68	34	-	-	-	NOPLAT 增长率	187.9%	19.4%	67.0%	15.2%	1.7%
加: 公允价值变动收益	0	4	-	-	-	投资资本增长率	181.6%	56.2%	18.0%	4.5%	9.9%
投资和汇兑收益	46	20	-	-	-	净资产增长率	142.4%	31.3%	24.8%	22.7%	20.2%
营业利润	901	1,087	1,897	2,230	2,296	利润率					
加: 营业外净收支	-6	7	-	-	-	毛利率	8.7%	8.8%	10.8%	12.5%	13.1%
利润总额	896	1,094	1,897	2,230	2,296	营业利润率	4.5%	4.7%	6.9%	8.2%	8.5%
减: 所得税	221	280	474	557	574	净利润率	3.2%	3.2%	4.9%	5.9%	6.1%
净利润	637	746	1,340	1,590	1,645	EBITDA/营业收入	6.3%	6.3%	8.8%	10.2%	10.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	4.9%	5.0%	7.2%	8.5%	8.7%
货币资金	287	401	611	407	1,289	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	24	34	35	40	43
应收帐款	236	135	41	406	54	流动营业资本周转天数	2	2	3	4	8
应收票据	13	5	10	10	10	流动资产周转天数	16	19	20	23	27
预付帐款	242	456	492	474	469	应收帐款周转天数	1	1	0	3	3
存货	249	394	369	356	352	存货周转天数	3	5	5	5	5
其他流动资产	-0	-0	138	135	135	总资产周转天数	55	81	87	98	105
可供出售金融资产	29	51	50	50	50	投资资本周转天数	38	61	69	77	83
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	11	11	11	11	11	ROE	27.8%	25.5%	35.8%	34.2%	29.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	16.1%	13.0%	19.9%	22.2%	21.2%
固定资产	1,911	2,476	2,934	3,122	3,266	ROIC	68.4%	29.0%	31.0%	30.2%	29.4%
在建工程	877	992	1,000	1,000	800	费用率					
无形资产	255	1,108	1,348	1,478	1,598	销售费用率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
其他非流动资产	85	233	258	208	208	管理费用率	3.6%	3.7%	3.4%	3.8%	4.2%
资产总额	4,195	6,263	7,147	7,542	8,126	财务费用率	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%
短期债务	978	1,790	1,500	1,000	600	三费/营业收入	4.1%	4.1%	3.9%	4.3%	4.6%
应付帐款	589	607	595	585	581	偿债能力					
应付票据	2	3	-	-	-	资产负债率	42.1%	49.1%	44.3%	35.2%	27.7%
其他流动负债	68	179	172	182	182	负债权益比	72.7%	96.4%	79.6%	54.4%	38.4%
长期借款	-	300	150	-	-	流动比率	0.62	0.53	0.59	0.72	1.11
其他非流动负债	103	167	100	100	100	速动比率	0.47	0.38	0.46	0.58	0.94
负债总额	1,766	3,074	3,167	2,658	2,255	利息保障倍数	13.06	14.46	21.00	35.31	59.87
少数股东权益	167	309	330	350	400	分红指标					
股本	356	712	712	712	712	DPS(元)	0.18	0.15	0.80	0.80	1.00
留存收益	1,906	2,170	2,940	3,824	4,761	分红比率	20.1%	14.3%	42.5%	35.8%	43.3%
股东权益	2,428	3,188	3,981	4,884	5,871	股息收益率	0.3%	0.2%	1.1%	1.1%	1.4%
现金流量表	2,008	2,009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	675	814	1,340	1,590	1,645	EPS(元)	0.89	1.05	1.88	2.23	2.31
加: 折旧和摊销	290	355	428	482	536	BVPS(元)	3.18	4.05	5.13	6.37	7.69
资产减值准备	68	34	-	-	-	PE(X)	78.3	66.9	37.2	31.4	30.3
公允价值变动损失	-0	-4	-	-	-	PB(X)	22.1	17.3	13.7	11.0	9.1
财务费用	20	78	83	95	65	P/FCF	-57.3	412.7	n/a	72.7	75.8
投资收益	-46	-20	-	-	-	P/S	2.5	2.1	1.8	1.8	1.8
少数股东损益	38	68	83	83	77	EV/EBITDA	20.7	35.1	21.5	18.5	17.7
营运资金的变动	82	-123	841	-180	359	CAGR(%)	35.3%	28.4%	-100.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,145	1,162	2,787	2,039	2,656	PEG	2.2	2.4	-0.4	-0.3	-0.3
投资活动产生现金流量	-1,725	-1,966	-845	-552	-402	ROIC/WACC	7.0	3.0	3.2	3.1	3.0
融资活动产生现金流量	537	918	-1,104	-1,284	-1,151	REP	1.2	3.6	2.9	2.8	2.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上;
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%;
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%;
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%;
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
- B — 较高风险,未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	010-59113563	zhouorong@essence.com.cn
李昕	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
邮编: 100034