

2010年8月26日

山东黄金

金价前景乐观

A
买入

600547.SS - 人民币 41.76

目标价格: 人民币 46.30 (↑37.50)

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(%)	4	21	6	71
相对新华富时A50指数(%)	29	22	7	86

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	1,423
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	28,895
3个月日均交易额(人民币 百万)	757
净负债比率(%)	44
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 2010 年上半年净利润同比增长 18%至 5.7 亿人民币, 盈利上升主要是得益于金价同比上升近 26%。从季度业绩来看, 2010 年 2 季度净利润环比上升 13%, 这主要是由于 2 季度金价环比上涨近 7%。随着金价的上升, 公司的成本也相应增加, 我们估计上半年公司矿产金的单位克金营业成本可能同比上升 24%。由于上半年业绩略高于预期, 另外考虑到今年以来金价的强劲表现以及对未来金价的乐观预期, 我们上调了 2010-12 年的金价假设, 我们将 2010-12 年盈利预测分别上调 10%、23%和 33%, 并相应将目标价由 37.50 元(除权前为 75.00 元)上调至 46.30 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 37.50 元(除权前为 75.00 元)上调至 46.30 元人民币, 对应约 50 倍的 2011 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	27,632	27,841	28,354
变动(%)	76	18	18	1	2
净利润(人民币百万)	637	746	1,140	1,319	1,510
全面摊薄每股收益(人民币)	0.447	1.048	0.801	0.927	1.061
变动(%)	55.1	134.2	(23.5)	15.6	14.5
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.836	1.049	0.971
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.73	0.75	0.80
调整幅度(%)	-	-	10.4	22.9	33.2
核心每股收益(人民币)	0.447	1.048	0.801	0.927	1.061
变动(%)	55.1	134.2	(23.5)	15.6	14.5
全面摊薄市盈率(倍)	93.3	39.8	52.1	45.1	39.3
核心市盈率(倍)	93.3	39.8	52.1	45.1	39.3
每股现金流量(人民币)	0.91	1.68	0.94	1.40	1.55
价格/每股现金流量(倍)	46.1	24.9	44.6	29.8	26.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	12.9	21.2	29.0	24.9	21.8
每股股息(人民币)	0.400	0.133	0.160	0.185	0.212
股息率(%)	1.0	0.3	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

2010年上半年净利润同比增长18%，略高于预期。山东黄金公告10年上半年净利润同比增长18%至5.7亿人民币（每股收益0.4元），盈利同比上升主要是得益于金价同比上升近26%，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，毛利率由去年同期的10%下滑至7.8%。从季度业绩来看，10年2季度净利润为3.0亿人民币，环比上升13%。这主要是由于2季度金价环比上涨近7%。公司上半年年净利润占我们全年预测的55%，略高于我们预期。

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	10年 2季度	10年3季度 预测
213.2	200.9	192.0	176.6	200.2	203	211	243	246	262	265

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	10年 1季度	10年 2季度
净利润(人民币 百万)	214	282	128	13	155	330	141	120	268	304
毛利率	8.7	11.0	5.7	10.7	7.5	13.2	9.4	6.9	10.7	6.2

资料来源：公司数据

矿产金生产平稳。我们估计2010年上半年公司矿产金的销量近8.9吨，同比增长1.9%，由于库存变化不多，我们估计公司上半年的产量接近销量。公司计划2010年矿产金产量达到18.2吨，增长3%，因此上半年的生产情况基本符合进度。

矿产金单位成本同比大幅上升。随着金价的上升，公司的成本也相应增加。我们估计2010年上半年公司矿产金的单位克金营业成本（不包括三项费用）可能接近113元/克，较2009年上半年上升24%，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。如果考虑三项费用，我们估计上半年的完全克金成本可能在172元/克，较09年上半年上升近31%，这和上半年公司的管理费用同比大幅增加44%有关。虽然成本上升，但矿产金的营业利润率为55.5%，和去年基本持平。

管理费用虽然大幅上升，但趋于平稳。上半年公司管理费用4.4亿元，同比大幅增加44%。但从分季度来看，2季度管理费用2.25亿元，仅较1季度上升3%。我们估计未来公司的管理费用可能是小幅增长，而不同于过去的大幅波动。

黄金储量扩张潜力巨大。公司在 2010 年 5 月公告决定以自有资金收购青岛鑫莱矿业投资有限公司（鑫莱公司）另一方股东持有的鑫莱公司合计 49% 股权，收购金额合计 1.666 亿元。这次股权收购完成后，鑫莱公司将成为山东黄金的全资子公司。鑫莱公司拥有许可勘查面积 4.79 平方公里（有效期限至 2010 年 9 月 30 日），根据武警七支队 2007 年 10 月提交的勘察报告，勘查区累计探获推断的内蕴经济资源量矿石量 164.1 万吨，金金属量 7,584 公斤，平均金品位 4.62 克/吨。此外，鑫莱公司还拥有莱西北泊、围子山 7 平方公里范围的与武警七支队合作探矿成果矿业权的 48%，根据 2009 年 10 月武警七支队提交的报告，勘查区预测的内蕴经济资源量矿石量 187.6519 万吨，金金属量 6,753 公斤，平均金品位 3.60 克/吨。收购完成后，我们估计山东黄金的权益黄金资源储量可增加 5,304 公斤，公司总的权益黄金资源储量可增加约 2.5%；鑫莱公司拥有的资源平均品位较高，这有利于降低山东黄金的生产成本；山东黄金完全控股鑫莱公司后，获得了在莱西市区域进行黄金开发的控制地位，为加速开发莱西区域资源创造了条件，从而有助于进一步提升公司未来的黄金储量。此外，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。

调整盈利预测。由于上半年业绩略高于预期，另外考虑到今年以来金价的强劲表现以及对未来金价的乐观预期，我们上调了 2010-12 年的金价假设，我们将 2010-12 年盈利预测分别上调 10%、23% 和 33%。

图表 4. 金价假设 (人民币/克)

	2010E	2011	2012
新假设	253	251	249
原假设	242	223	209
变动(%)	4.5	12.3	19.2

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、未来巨大的资源增长潜力以及对未来金价乐观的预期，我们认为，该股应享有较高的估值，我们由此将目标价由 37.50 元(除权前为 75.00 元)上调至 46.30 元人民币，对应约 50 倍的 2011 年市盈率。我们维持对该股的**买入**评级。

图表 5.10 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	09 年上半年	10 年上半年	同比变化%
销售收入	10,458	17,471	67
销售成本	(9,412)	(16,116)	71
营业税	(1)	(1)	n/a
毛利润	1,045	1,355	30
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(12)	(13)	9
管理费用	(307)	(443)	44
其它经营费用	(4)	(19)	334
经营利润	722	881	22
财务费用	(32)	(55)	71
投资收入	(3)	(4)	n/a
其它非营业收入	5	(5)	n/a
税前利润	693	817	18
税金	(176)	(206)	17
少数股东权益	(32)	(39)	24
净利润	485	572	18
全面摊薄每股收益	0.341	0.402	18
盈利能力 (%)			
毛利率	10.0	7.8	
经营利润率	6.9	5.0	
净利率	4.6	3.3	

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	27,632	27,841	28,354
销售成本	(18,094)	(21,276)	(24,913)	(24,893)	(25,030)
经营费用	(516)	(556)	(591)	(517)	(605)
息税折旧前利润	1,218	1,498	2,128	2,431	2,719
折旧及摊销	(288)	(354)	(411)	(451)	(495)
经营利润(息税前利润)	930	1,143	1,717	1,980	2,224
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	1,660	1,919	2,196
所得税	(221)	(280)	(415)	(480)	(549)
少数股东权益	(38)	(68)	(104)	(121)	(138)
净利润	637	746	1,140	1,319	1,510
核心净利润	637	746	1,140	1,319	1,510
每股收益(人民币)	0.447	1.048	0.801	0.927	1.061
核心每股收益(人民币)	0.447	1.048	0.801	0.927	1.061
每股股息(人民币)	0.400	0.133	0.160	0.185	0.212
收入增长(%)	76	18	18	1	2
息税前利润增长(%)	28	23	50	15	12
息税折旧前利润增长(%)	46	23	42	14	12
每股收益增长(%)	55	134	(24)	16	15
核心每股收益增长(%)	55	134	(24)	16	15

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	562	1,013	1,572
应收帐款	70	20	174	175	179
库存	249	394	529	533	543
其他流动资产	420	576	1,186	1,188	1,199
流动资产总计	1,026	1,392	2,451	2,909	3,493
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	83	103	102	102	102
长期资产总计	3,166	4,871	5,776	5,819	5,821
总资产	4,192	6,263	8,227	8,728	9,314
应付帐款	317	334	392	392	394
短期债务	978	1,790	1,790	1,000	500
其他流动负债	369	483	982	1,006	1,040
流动负债总计	1,663	2,607	3,165	2,398	1,934
长期借款	0	300	700	700	300
其他长期负债	103	167	0	0	0
股本	356	712	1,423	1,423	1,423
储备	1,904	2,168	2,526	3,674	4,985
股东权益	2,260	2,880	3,949	5,097	6,408
少数股东权益	166	309	413	534	672
总负债及权益	4,192	6,263	8,227	8,728	9,314
每股帐面价值(人民币)	6.35	4.05	2.77	3.58	4.50
每股有形资产(人民币)	5.63	2.32	1.95	2.79	3.75
每股净负债/(现金)(人民币)	1.94	2.37	1.36	0.48	(0.54)

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	1,660	1,919	2,196
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)	(334)	(1)	(7)
税金	(260)	(135)	(490)	(462)	(531)
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	1,331	1,994	2,209
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)	(171)	(198)
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	(1,049)	(1,153)
现金变动	(42)	114	161	451	559
期初现金	330	287	401	562	1,013
公司自由现金流	467	(864)	19	1,502	1,713
权益自由现金流	154	164	330	622	757

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	7.7	8.7	9.6
息税前利润率	4.7	4.9	6.2	7.1	7.8
税前利润率	4.5	4.7	6.0	6.9	7.7
净利率	3.2	3.2	4.1	4.7	5.3
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.5	0.8	1.2	1.8
利息覆盖率(倍)	12.0	13.6	19.5	22.2	39.4
净权益负债率(%)	28.5	53.0	44.2	12.2	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.6	1.0	1.5
估值(倍)					
市盈率	93.3	39.8	52.1	45.1	39.3
核心业务市盈率	93.3	39.8	52.1	45.1	39.3
目标价对应核心业务市盈率	103.5	44.2	57.8	50.0	43.6
市净率	6.6	10.3	15.0	11.7	9.3
价格/现金流	46.1	24.9	44.6	29.8	26.9
企业价值/息税折旧前利润	12.9	21.2	29.0	24.9	21.8
周转率					
存货周转天数	4.7	5.5	6.8	7.8	6.9
应收帐款周转天数	1.3	0.7	1.3	2.3	2.3
应付帐款周转天数	4.4	5.1	4.8	5.1	5.1
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	33.4	29.2	26.3
资产收益率	17.4	16.3	17.8	17.5	18.5
已运用资本收益率	28.5	26.4	28.4	27.9	29.3

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 8 月 24 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閣下作参考之用，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資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

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，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣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閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

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。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

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