

2010年11月1日

山东黄金

金价前景依然乐观

A
买入

600547.SS - 人民币 59.59

目标价格: 人民币 63.60 (▲46.30)

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

山东黄金公告 2010 年 3 季度净利润同比增长 157% 至 3.6 亿人民币, 同时环比上升 19%, 盈利上升主要是得益于金价同比上升近 27% 以及环比上涨近 2%, 另外我们估计 3 季度矿产金的单位克金营业成本可能较上半年下降 10% 以上。公司 3 季度净利润占我们全年预测的 32%, 高于我们预期。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, 同时我们将 2010-12 年盈利预测分别上调 15%、14% 和 14%。由于 A 股金属公司估值上升以及盈利预测上调, 我们将目标价由 46.30 元上调至 63.60 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 46.30 元上调至 63.60 元人民币, 对应约 60 倍的 2011 年市盈率。我们维持对该股的买入评级。

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(%)	-	17	36	95
相对新华富时 A50 指数(%)	-	1	26	105

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)	41,550
3 个月日均交易额(人民币 百万)	93
净负债比率(%)	39
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

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	28,574	29,000	29,448
变动(%)	76	18	22	1	2
净利润(人民币 百万)	637	746	1,313	1,508	1,719
全面摊薄每股收益(人民币)	0.447	1.048	0.923	1.060	1.208
变动(%)	55.1	134.2	(12.0)	14.8	14.0
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.891	1.133	1.398
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.801	0.927	1.061
调整幅度(%)	-	-	15.1	14.3	13.9
全面摊薄市盈率(倍)	133.2	56.9	64.6	56.2	49.3
每股现金流量(人民币)	0.91	1.68	1.04	1.52	1.69
价格/每股现金流量(倍)	65.7	35.5	57.1	39.2	35.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.1	29.6	37.1	32.1	28.3
每股股息(人民币)	0.400	0.133	0.185	0.212	0.242
股息率(%)	0.7	0.2	0.3	0.4	0.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.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3季度净利润同比大幅增长157%，高于预期。山东黄金公告10年3季度净利润同比增长157%至3.6亿人民币（每股收益0.254元），盈利同比上升主要是得益于金价同比上升近27%。从季度业绩来看，10年3季度净利润环比上升19%。这主要是由于3季度金价环比上涨近2%以及成本下降。公司3季度净利润占我们全年预测的32%，高于我们预期。

图表 2. 季度金价 (人民币/克)

2008年 1季度	2008年 2季度	2008年 3季度	2008年 4季度	2009年 1季度	2009年 2季度	2009年 3季度	2009年 4季度	2010年 1季度	2010年 2季度	2010年 3季度	2010年 4季度预测
213.2	200.9	192.0	176.6	200.2	203	211	243	246	262	268	286

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

	2008年 1季度	2008年 2季度	2008年 3季度	2008年 4季度	2009年 1季度	2009年 2季度	2009年 3季度	2009年 4季度	2010年 1季度	2010年 2季度	2010年 3季度
净利润(人民币, 百万)	214	282	128	13	155	330	141	120	268	304	361
毛利率(%)	8.7	11.0	5.7	10.7	7.5	13.2	9.4	6.9	10.7	6.2	11.7

资料来源：公司数据

矿产金单位成本环比下降。随着金价的上升，公司的成本也相应增加。我们估计2010年3季度公司矿产金的单位克金营业成本（不包括三项费用）可能在95-100元/克，较上半年的113元/克下降10%以上。如果考虑三项费用，我们估计3季度的完全克金成本可能在150元/克，这也低于上半年的172元/克。

管理费用虽然环比上升，但总体趋于平稳。3季度公司管理费用2.7亿元，环比增加19%。我们估计这可能主要是由于今年5月收购青岛鑫莱矿业投资有限公司导致了一次性的费用增加。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。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3季度业绩高于预期，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15%、14%和14%。

图表 4. 金价假设 (人民币/克)

	2010E	2011	2012
新假设	242	223	209
原假设	262	261	258
变动(%)	3.4	4.2	3.9

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。由于A股金属公司估值上升以及盈利预测上调，我们将目标价由46.30元上调至63.60元人民币，对应约60倍的2011年市盈率。我们维持对该股的**买入**评级。

图表 5.10 年3季度业绩摘要

(人民币, 百万)	2009年3季度	2010年3季度	同比变化%
销售收入	4,964	6,807	37
销售成本	(4,498)	(6,011)	34
营业税	(0)	(1)	n/a
毛利润	466	795	71
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(7)	(4)	(35)
管理费用	(203)	(269)	33
其它经营费用	(4)	31	n/a
经营利润	253	553	119
财务费用	(23)	(25)	7
投资收入	9	11	19
其它非营业收入	(21)	(21)	1
税前利润	218	517	138
税金	(58)	(139)	140
少数股东权益	(19)	(17)	(11)
净利润	141	361	157
全面摊薄每股收益	0.099	0.254	157
盈利能力 (%)			
毛利率	9.4	11.7	
经营利润率	5.1	8.1	
净利率	2.8	5.3	

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	28,574	29,000	29,448
销售成本	(18,094)	(21,276)	(25,629)	(25,777)	(25,823)
经营费用	(516)	(556)	(601)	(558)	(648)
息税折旧前利润	1,218	1,498	2,344	2,665	2,976
折旧及摊销	(288)	(354)	(411)	(451)	(495)
经营利润(息税前利润)	930	1,143	1,933	2,214	2,482
净利息收入(费用)	(75)	(81)	(85)	(87)	(55)
其他收益/(损失)	41	31	24	24	24
税前利润	896	1,094	1,872	2,150	2,451
所得税	(221)	(280)	(468)	(538)	(613)
少数股东权益	(38)	(68)	(91)	(105)	(119)
净利润	637	746	1,313	1,508	1,719
核心净利润	637	746	1,313	1,508	1,719
每股收益(人民币)	0.447	1.048	0.923	1.060	1.208
核心每股收益(人民币)	0.447	1.048	0.923	1.060	1.208
每股股息(人民币)	0.400	0.133	0.185	0.212	0.242
收入增长(%)	76	18	22	1	2
息税前利润增长(%)	28	23	69	15	12
息税折旧前利润增长(%)	46	23	57	14	12
每股收益增长(%)	55	134	(12)	15	14
核心每股收益增长(%)	55	134	(12)	15	14

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	1,872	2,150	2,451
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)	(354)	(6)	(4)
税金	(260)	(135)	(529)	(519)	(593)
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	1,485	2,164	2,403
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)	(197)	(226)
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	(1,074)	(1,181)
现金变动	(42)	114	314	595	725
期初现金	330	287	401	715	1,311
公司自由现金流	467	(864)	172	1,671	1,908
权益自由现金流	154	164	484	792	951

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	715	1,311	2,036
应收帐款	70	20	180	183	185
库存	249	394	547	555	564
其他流动资产	420	576	1,222	1,232	1,240
流动资产总计	1,026	1,392	2,664	3,281	4,025
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	8,440	9,100	9,846
应付帐款	317	334	404	406	407
短期债务	978	1,790	1,790	1,000	500
其他流动负债	369	483	1,025	1,057	1,090
流动负债总计	1,663	2,607	3,219	2,463	1,997
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	2,698	4,009	5,502
股东权益	2,260	2,880	4,121	5,432	6,925
少数股东权益	166	309	400	505	624
总负债及权益	4,192	6,263	8,440	9,100	9,846
每股帐面价值(人民币)	6.35	4.05	2.90	3.82	4.87
每股有形资产(人民币)	5.63	2.32	2.07	3.03	4.11
每股净负债/(现金)(人民币)	1.94	2.37	1.25	0.27	(0.87)

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	8.2	9.2	10.1
息税前利润率	4.7	4.9	6.8	7.6	8.4
税前利润率	4.5	4.7	6.6	7.4	8.3
净利率	3.2	3.2	4.6	5.2	5.8
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.5	0.8	1.3	2.0
利息覆盖率(倍)	12.0	13.6	22.0	24.8	44.0
净权益负债率(%)	28.5	53.0	39.3	6.6	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.4	0.7	1.1	1.7
估值(倍)					
市盈率	133.2	56.9	64.6	56.2	49.3
核心业务市盈率	133.2	56.9	64.6	56.2	49.3
目标价对应核心业务市盈率	142.1	60.7	68.9	60.0	52.6
市净率	9.4	14.7	20.6	15.6	12.2
价格/现金流	65.7	35.5	57.1	39.2	35.3
企业价值/息税折旧前利润	18.1	29.6	37.1	32.1	28.3
周转率					
存货周转天数	4.7	5.5	6.7	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	4.7	5.1	5.0
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	37.5	31.6	27.8
资产收益率	17.4	16.3	19.7	18.9	19.6
已运用资本收益率	28.5	26.4	31.5	30.3	31.1

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 10 月 28 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、会计或税务建议或任何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