

2011年3月4日

山东黄金

黄金资源储量有望大幅增加

A
买入

600547.SS - 人民币 49.55

目标价格: 人民币 63.60

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10年净利润同比大幅增长63%至12.23亿人民币(每股收益0.86元),但却比我们的预测低7%。盈利同比上升主要是得益于金价同比上升近25%以及矿产金产量增加10%。净利润低于预期主要是由于4季度管理费用较3季度增加了近1.2亿人民币。公司公布每10股派发现金红利1元。另外随着金价上升我们估计10年矿产金的单位克金营业成本可能同比上升13%。我们估计10年底公司黄金储量同比增加了近43%,未来2-3年储量增加的空间巨大。我们将2011-12年矿产金产量假设上调了6.5%和2%,同时上调了金价假设,由此我们将2011-12年盈利预测分别上调9.1%和5.6%。我们目标价为63.60元人民币,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(%)	43	51	70	-
相对新华富时	29	48	60	-
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)	1,423
流通股(%)	49
流通股市值(人民币 百万)	34,550
3个月日均交易额(人民币 百万)	810
净负债比率(%)	25
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
 具备证券投资咨询业务资格

支撑评级的要点

- 中东乱局推升金价。
- 储量增加潜力极大。
- 黄金产量稳步上升。

评级面临的主要风险

- 管理费用、人工成本可能高于预期。
- 收购矿山成本可能高于预期。
- 美国加息预期可能对金价上升形成抑制。

估值

- 我们维持63.60元人民币的目标价不变,这是基于约55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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币百万)	23,330	31,429	35,872	35,732	34,610
变动(%)	18	35	14	0	(3)
净利润(人民币百万)	749	1,223	1,645	1,821	1,872
全面摊薄每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.156	1.279	1.316
变动(%)	17.6	63.4	34.5	10.7	2.8
市场预期每股收益(人民币)	-	0.932	1.351	1.518	-
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.060	1.208	-
调整幅度(%)	-	-	9.1	5.9	N/A
核心每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.156	1.279	1.316
变动(%)	17.6	63.4	34.5	10.7	2.8
全面摊薄市盈率(倍)	94.2	57.7	42.9	38.7	37.7
核心市盈率(倍)	94.2	57.7	42.9	38.7	37.7
每股现金流量(人民币)	0.84	1.96	1.82	1.92	1.92
价格/每股现金流量(倍)	58.8	25.3	27.2	25.9	25.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.9	30.8	23.1	21.1	20.6
每股股息(人民币)	0.133	0.133	0.185	0.205	0.350
股息率(%)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.7

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

2010年净利润同比增长63%，但低于预期。山东黄金公告10年净利润同比大幅增长63%至12.23亿人民币(每股收益0.86元)，但却比我们的预测低7%。盈利同比上升主要是得益于金价同比上升近25%以及矿产金产量增加10%。净利润低于我们预期主要是由于4季度业绩低于预期。公司公布每10股派发现金红利1元。

管理费用增加使得4季度净利润环比下滑20%。从季度业绩来看，10年4季度净利润为2.9亿人民币(每股收益0.204元)，环比下滑20%。由于4季度金价环比上涨近10%，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1.2亿人民币，我们估计这主要是由于年末工资费用大幅上升(可能是公司盈利上升使得绩效工资增加)。另外，我们估计4季度生产成本增加也影响了盈利。

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	2011年 1季度预测
213.2	200.9	192.0	176.6	200.2	203	211	243	246	262	268	295	295

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	2010年 4季度
净利润(人民币, 百万)	214	282	128	13	155	330	141	120	268	304	361	290
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	12.1

资料来源：公司数据

预计未来2年矿产金产量可年均增长近10%。2010年公司自产的矿产金产量为19.41吨，同比增长9.86%，高于公司10年初制定的18.2吨的产量计划以及我们的预测。10年产量增长主要来自于加大技改矿石处理能力有较大提高(10年完成矿石处理量921.05万吨，同比增长14.48%；平均日处理量达到27,210吨/日，同比增加3,127吨/日；完成采掘总量1,164.87万吨，同比增长11.26%)。2011年公司计划自产金产量为20吨，较10年实际产量增加3%，但我们认为该计划较为保守。公司正在建设焦家金矿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，目前这两个选矿厂的生产能力可能已接近设计产能，并有进一步扩大的潜力，我们预计未来两年公司的矿产金产量有能力实现年均10%的增长。因此，我们将2011-2012年自产金产量的预测分别上调6.5%和2%至21.3吨和23.5吨。

图表 4. 矿产金产量假设 (吨)

	2011E	2012E	2013E
新假设	21.3	23.5	24.7
原假设	20	23.0	NA
变动(%)	6.5	2.2	NA

资料来源: 中银国际研究

矿产金单位营业成本继续上升。随着金价的上升, 公司的成本也相应增加。我们估计 2010 年公司矿产金的单位克金营业成本(不包括三项费用)为 118.4 元/克, 较 2009 年大幅上升 12.7%, 但如果只看下半年, 单位克金营业成本可能达到近 123.1 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, 我们估计 10 年平均品位同比下降 4%; 另外, 人员工资也增加。如果考虑三项费用, 我们估计 2010 年的完全克金成本可能达到近 184 元/克, 较 09 年上升近 15%。

11 年管理费用可能进一步增加。10 年公司管理费用 11 亿元, 较上年增加约 1.3 亿元, 增幅 29%。我们估计这除了由于工资成本上升外, 公司在 09 年 6 月和 11 月分别收购了新立矿区和三山岛矿区的 2 个探矿权(分别价值 6.7 亿元和 1.6 亿元), 这使得 10 年无形资产摊销增加了近 6,600 万元。另外, 10 年底公司收购了莱州市曲家地区金矿普查探矿权(属于金石矿业, 价值为 17.2 亿元), 我们初步估计这可能会在 2011 年增加近 8,500 万元的摊销费用, 从而使得 11 年管理费用进一步上升。

2011 年资本开支。2011 年公司计划投资总额为 15.81 亿元, 其中: 1) 建设项目投资 8.896 亿元, 估计主要包括三山岛 8,000 吨/日、焦家 6,000 吨/日(留有 8,000 吨/日余地)扩建项目和 1,200 吨/日金精矿回收利用这三大重点项目; 2) 维持生产投资 5.85 亿元; 3) 地质探矿投资 0.925 亿元, 主要用于探矿增储。所需资金主要通过自有资金解决, 不足部分对外融资。由于资本开支的增加, 公司 2010 年财务费用较上年增加 2,912 万元, 增幅为 36.05%, 随着投资额增加以及贷款利率提高, 我们估计 11 年财务费用仍将继续上升, 但 12 年以后随着业绩进一步上升, 债务压力将逐步减轻。

黄金储量扩张潜力巨大。2010年公司继续加大资源勘探和并购步伐。公司在2010年5月收购青岛鑫莱矿业45%的股权，从而完全拥有了莱西山后普查探矿区4.79平方公里的矿权和资源。此外，2010年11月公司以12.45亿元收购了山东金石矿业有限公司75%股权，取得了新城金矿附近16.7平方公里探矿权，其中1.94平方公里区域已探明黄金资源量71吨，在其他探矿区域有约30吨黄金储量已基本明确但还未出具详查报告，这样通过收购金石矿业，公司增加的储量在100吨以上。我们目前测算2010年底公司总的黄金储量近330吨(权益储量近295吨)，较2009年底增加约100吨，增幅近43%。在资源勘探上公司也取得了成果，2010年累计探获矿石资源量1,111万吨、金属量30吨。山东省政府在10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。此外，母公司山东黄金集团还拥有归来庄金矿、海南抱伦金矿、蓬莱河西金矿、河南嵩县山金矿，我们相信这些矿未来也会注入上市公司(目前由上市公司托管)。我们预计公司未来2-3年黄金储量增加的空间巨大，公司未来三年发展战略规划中争全国第一是有可能实现的。

11年1季度盈利可能会同比增长30%以上。金价在2009年12月突破了历史新高，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1.2亿管理费用，我们估计1季度的净利润可能较去年4季度增长20%以上，较去年同期增长30%以上。

上调金价假设和盈利预测。就短期而言，中东的乱局无疑将显现黄金的避险功能并推升金价，虽然中期来看由于市场担心美国升息可能对金价形成抑制，但我们相信，由于全球货币的过量发行，黄金的货币属性将再现魅力，我们仍看好长期的金价，我们上调了2011-12年的金价假设。

虽然2011年4季度业绩低于预期，但由于我们上调了2011-12年的金价假设以及矿产金产量，我们将2011-12年盈利预测分别上调9.1%和5.6%。

图表 5. 金价假设 (人民币/克)

	2011E	2012E	2013E
新假设	298	291	279
原假设	261	258	NA
变动(%)	14.0	12.7	NA

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充满了进取精神, 未来黄金资源储量以及产量有巨大增长的潜力。基于公司基本面在未来 2-3 年内有望持续改善、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。我们维持 63.60 元人民币的目标价不变, 这是基于约 55 倍的 2011 年市盈率。我们维持对该股的**买入**评级。

图表 6. 2010 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变化%
销售收入	23,360	31,515	35
销售成本	(21,299)	(28,486)	34
营业税	(2)	(4)	120
毛利润	2,059	3,025	47
其他收入	0	0	n/a
分销费用	(28)	(22)	(20)
管理费用	(854)	(1,103)	29
其它经营费用	(34)	6	n/a
经营利润	1,143	1,906	67
财务费用	(81)	(110)	36
投资收入	20	(0)	n/a
其它非营业收入	11	(7)	n/a
税前利润	1,094	1,788	63
税金	(280)	(491)	75
少数股东权益	(65)	(74)	13
净利润	749	1,223	63
全面摊薄每股收益	0.526	0.859	63
盈利能力 (%)			
毛利率	8.8	9.6	
经营利润率	4.9	6.0	
净利率	3.2	3.9	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	23,330	31,429	35,872	35,732	34,610
销售成本	(21,276)	(28,409)	(32,062)	(31,660)	(30,549)
经营费用	(556)	(628)	(658)	(699)	(664)
息税折旧前利润	1,498	2,392	3,151	3,373	3,397
折旧及摊销	(354)	(486)	(647)	703	746
经营利润(息税前利润)	1,143	1,906	2,504	2,670	2,651
净利息收入(费用)	(81)	(110)	(139)	(72)	(15)
其他收益/(损失)	31	(8)	(8)	(8)	7
税前利润	1,094	1,788	2,357	2,590	2,643
所得税	(280)	(491)	(613)	(660)	(661)
少数股东权益	(65)	(74)	(99)	(110)	(113)
净利润	749	1,223	1,645	1,821	1,872
核心净利润	749	1,223	1,645	1,821	1,872
每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.156	1.279	1.316
核心每股收益(人民币)	0.526	0.859	1.156	1.279	1.316
每股股息(人民币)	0.133	0.133	0.185	0.205	0.350
收入增长(%)	18	35	14	0	(3)
息税前利润增长(%)	23	67	31	7	(1)
息税折旧前利润增长(%)	23	60	32	7	1
每股收益增长(%)	18	63	34	11	3
核心每股收益增长(%)	18	63	34	11	3

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	1,094	1,788	2,357	2,590	2,643
折旧与摊销	354	486	647	703	746
净利息费用	81	110	139	72	15
运营资本变动	(201)	334	(1)	1	0
税金	(135)	73	(550)	(636)	(660)
其他经营现金流	6	(1)	(2)	(2)	(16)
经营活动产生的现金流	1,199	2,790	2,590	2,728	2,728
购买固定资产净值	(2,055)	(3,476)	(1,475)	(700)	(600)
投资减少/增加	10	98	22	3	3
其他投资现金流	(21)	(41)	1	1	(475)
投资活动产生的现金流	(2,066)	(3,418)	(1,452)	(696)	(1,072)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	1,112	1,070	(960)	(1,400)	(300)
支付股息	(106)	(70)	(142)	(197)	(218)
其他融资现金流	(25)	43	(219)	(72)	(15)
融资活动产生的现金流	981	1,044	(1,321)	(1,669)	(533)
现金变动	114	416	(184)	362	1,122
期初现金	287	401	817	633	995
公司自由现金流	(864)	(623)	1,143	2,041	1,677
权益自由现金流	164	332	38	560	1,341

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	401	817	633	995	2,116
应收帐款	20	25	33	33	32
库存	394	254	290	288	279
其他流动资产	576	696	786	777	1,240
流动资产总计	1,392	1,791	1,742	2,094	3,667
固定资产	3,542	4,410	5,411	5,600	5,647
无形资产	1,226	3,259	3,063	2,868	2,672
其他长期资产	103	123	124	126	128
长期资产总计	4,871	7,792	8,599	8,594	8,447
总资产	6,263	9,583	10,341	10,688	12,114
应付帐款	334	502	566	559	540
短期债务	1,790	1,890	1,500	500	500
其他流动负债	483	770	901	923	906
流动负债总计	2,607	3,162	2,967	1,983	1,946
长期借款	300	1,270	700	300	0
其他长期负债	167	565	485	485	485
股本	712	1,423	1,423	1,423	1,423
储备	2,171	2,465	3,967	5,590	7,241
股东权益	2,883	3,888	5,390	7,013	8,664
少数股东权益	306	698	798	907	1,020
总负债及权益	6,263	9,583	10,341	10,688	12,114
每股帐面价值(人民币)	4.05	2.73	3.79	4.93	6.09
每股有形资产(人民币)	2.33	0.44	1.64	2.91	4.21
每股净负债/(现金)(人民币)	2.37	1.65	1.10	(0.14)	(1.14)

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	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力 (%)					
息税折旧前利润率	6.4	7.6	8.8	9.4	9.8
息税前利润率	4.9	6.1	7.0	7.5	7.7
税前利润率	4.7	5.7	6.6	7.2	7.6
净利率	3.2	3.9	4.6	5.1	5.4
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.6	1.1	1.9
利息覆盖率(倍)	13.6	16.5	17.3	32.8	73.8
净权益负债率(%)	53.0	51.1	25.3	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.4	0.5	0.5	0.9	1.7
估值(倍)					
市盈率	94.2	57.7	42.9	38.7	37.7
核心业务市盈率	94.2	57.7	42.9	38.7	37.7
目标价对应核心业务市盈率	120.9	74.0	55.0	49.7	48.3
市净率	12.2	18.1	13.1	10.1	8.1
价格/现金流	58.8	25.3	27.2	25.9	25.8
企业价值/息税折旧前利润	24.9	30.8	23.1	21.1	20.6
周转率					
存货周转天数	5.5	4.2	3.1	3.0	3.0
应收帐款周转天数	0.7	0.3	0.3	0.3	0.3
应付帐款周转天数	5.1	4.9	5.4	5.8	5.8
回报率 (%)					
股息支付率	12.7	15.5	16.0	16.0	26.6
净资产收益率	29.1	36.1	35.5	29.4	23.9
资产收益率	16.3	17.4	18.6	18.9	17.4
已运用资本收益率	26.4	29.3	31.1	31.3	28.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 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