

山东黄金(600547)

调升公司 09 年业绩预期

公司 2008 年年报点评

林浩祥

021-38676521

linhaoxiang@gtjas.com

- 本报告导读:
- 公司4季度业绩大幅下滑分析
 - 09年公司业绩匡算

投资要点:

- 2008 年公司矿产金产量达到 15.55 吨, 同比增长 155%; 实现销售收入 198.73 亿, 同比增长 75%; 实现利润总额 8.96 亿元, 同比增长 38%, 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.65 亿元, 同比增长 293%; 净资产收益率加权平均为 32%, 同比提高 8.4%; 基本每股收益 1.81 元, 期末摊薄每股收益 1.79 元。公司拟实施每 10 转增 10 股, 派送 3 元的分配预案。
- 四季度业绩低于市场预期。4Q08 公司营业收入为 32.70 亿元, 环比下降 42%; 归属母公司净利润 1340.9 万元, 环比下滑 90%。可能存在的原因有: 金价下滑、套期保值少赚、外购冶炼金产量下滑、期间费用的大幅增长。
- 08 年管理费用大幅上升, 非经常性损失增加。08 年公司经历了资产收购、富余人员的整顿安置等一系列变动, 期间费用率大幅上升。其中 4Q08 的管理费用大幅上升, 费用率也突然上升至 9.0%。随着莱州集约化经营架构逐步成熟, 我们认为公司在 09 年期间费用率存在下行的空间。另外 08 年公司坏账准备增加 0.26 亿元, 资产减值损失达 0.68 亿元, 营业外支出达 0.31 亿元。预计公司非经常性损失在 08 年计提的已经比较充分, 为 09 年业绩腾挪出增长空间。
- 09 年公司存在现金收购或融资收购资产的预期。公司负债指标继续下行, 具备了现金收购和融资收购矿业资产的条件。
- 调升业绩预期, 维持谨慎增持评级。在 09 年自产金矿 17.46 吨、金价 185 元/克的保守条件下, 我们预计公司每股收益达 2.75 元, 高于我们前期预计 2.57 元(假设条件见报告正文)。从相对估值角度以市盈率 20-25x 匡算(国际同类公司 18-20x), 对应目标价格为 55-69 元。
- 风险因素: 公司 NAV 溢价高、资源储量/市值指标横向比较偏低, 股权融资摊薄当期业绩等。

财务摘要(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9,930	19,873	21,727	22,350	37,996
(+/-)%	175%	100%	9%	3%	70%
经营利润(EBIT)	375	901	1,391	1,474	1,433
(+/-)%	53%	141%	54%	6%	-3%
净利润	193	637	980	1,040	1,012
(+/-)%	54%	230%	54%	6%	-3%
每股净收益(元)	1.21	1.79	2.75	2.92	2.85
每股股利(元)	0.72	0.30	0.44	0.43	0.45

利润率和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营利润率(%)	4.0%	4.9%	6.7%	6.9%	4.0%
净资产收益率(%)	19.2%	26.2%	29.2%	24.1%	19.4%
投入资本回报率(%)	22.4%	23.5%	38.4%	41.0%	31.6%
EV/EBITDA	51.1	20.6	15.4	14.7	13.6
市盈率	57.7	38.9	25.3	23.8	24.5
股息率(%)	0.7%	1.0%	0.4%	0.6%	0.6%

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥70.00

上次预测: ¥35.00

当前价格: ¥69.57

2009.02.27

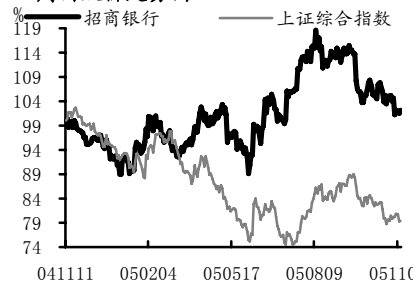
交易数据

52 周内股价区间(元)	26.40 ~ 236.95
总市值(百万元)	24,751
总股本/流通 A 股(百万股)	356/173
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.49
日均成交量(百万股)	4.8
日均成交值(百万元)	272.3

资产负债表摘要(2008)

股东权益(百万元)	2,428
每股净资产	6.36
市净率	10.95
负债率	44.0%

52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	45.5	64.8	-32.3
相对指数	40.9	54.8	19.8

相关报告

3 季度业绩受存货惜售、资产减值影响 (08.11.02)

模型更新时间: 2009.02.27

股票研究

矿产采掘业
矿产采选业

山东黄金(600547)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥35.00

上次预测: ¥35.00

当前价格: ¥69.57

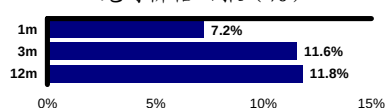
公司网址:

www.sdhjgf.com

公司简介

山东黄金集团前身为山东省黄金工业总公司, 成立于 1975 年, 1996 年整体改制为国有独资企业, 并作为全国第一家黄金企业被列入国家 300 家重点企业之一。国家对重点国有企业调整后, 被列为 520 户国家重点企业之一。2003 年 8 月股票在上海证交所发行上市。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

26.40~236.95

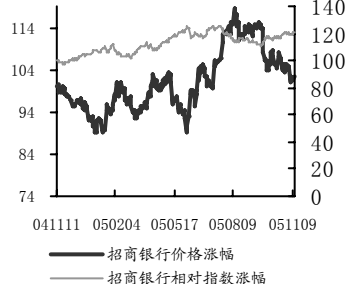
市值 (百万)

24,751

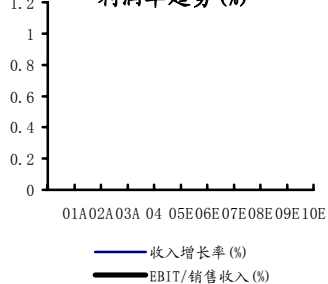
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
营业收入	3803	3604	9930	19873	21727	22350	37996	45595	46735	47903
营业成本	3465	3149	9267	18137	19544	20171	35826	43362	44398	45462
税金及附加	0	0	0	2	2	2	3	4	4	4
营业费用	8	9	16	25	28	29	30	30	31	31
管理费用	160	164	252	712	684	595	583	571	560	548
EBIT	174	269	394	976	1,447	1,531	1,531	1,604	1,719	1,857
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	-1	36	46	0	0	0	0	0	0
财务费用	17	23	19	75	56	57	98	117	120	123
营业利润	157	245	375	901	1,391	1,474	1,433	1,487	1,599	1,734
所得税	44	78	126	221	346	367	357	370	398	432
少数股东损益	20	34	48	38	59	62	61	63	68	74
净利润	108	159	241	637	980	1,040	1,070	1,111	1,195	1,297
资产负债表										
货币资金、交易性金融	106	202	314	287	435	447	870	945	977	1,012
其他流动资产	293	235	423	739	795	831	1,226	1,637	1,773	1,816
长期投资	35	55	98	39	40	41	42	43	43	44
固定资产合计	802	792	897	2,830	2,588	2,471	3,542	4,021	4,024	4,046
无形资产及其他资产	118	110	99	257	258	258	263	268	273	278
资产合计	1,354	1,406	1,846	4,195	4,135	4,043	5,914	6,860	7,011	7,093
流动负债	527	474	721	1,663	672	-366	586	577	-306	-1,349
长期负债	122	103	105	98	98	98	98	98	98	98
股东权益	622	699	818	2,261	3,134	4,017	4,875	5,767	6,734	7,785
投入资本(IC)	1,066	1,005	1,208	3,178	2,843	2,817	3,651	4,279	4,408	4,415
现金流量表										
NOPLAT	124	180	271	747	1,093	1,156	1,155	1,210	1,296	1,399
折旧与摊销	87	95	107	266	211	213	348	413	421	430
流动资金增量	63	56	91	476	346	63	(1)	55	86	103
资本支出	(312)	(56)	(130)	(1,445)	(161)	(252)	(1,550)	(1,001)	(517)	(532)
自由现金流	(38)	275	340	44	1,489	1,180	(47)	676	1,285	1,400
经营现金流	171	290	213	1,035	1,310	1,387	1,522	1,863	1,844	1,866
投资现金流	(124)	(103)	(150)	(1,725)	(161)	(252)	(1,550)	(1,001)	(517)	(532)
融资现金流	(2)	(91)	49	537	(1,095)	(886)	347	(213)	(853)	(1,054)
现金流净增加额	45	96	111	(153)	54	249	320	650	474	280
财务指标										
成长性										
收入增长率	146.8%	-5.2%	175.5%	100.1%	9.3%	2.9%	70.0%	20.0%	2.5%	2.5%
EBIT 增长率	82.7%	54.3%	46.7%	147.8%	48.2%	5.8%	0.0%	4.8%	7.2%	8.0%
净利润增长率	87.1%	47.6%	51.5%	179.8%	53.7%	6.0%	-2.8%	3.8%	7.6%	8.5%
利润率										
毛利率	8.9%	12.6%	6.7%	8.7%	10.0%	9.7%	5.7%	4.9%	5.0%	5.1%
EBIT 率	4.6%	7.5%	4.0%	4.9%	6.7%	6.9%	4.0%	3.5%	3.7%	3.9%
净利润率	2.8%	4.4%	2.4%	3.4%	4.8%	4.9%	2.8%	2.4%	2.6%	2.7%
收益率										
净资产收益率(ROE)	12.4%	15.2%	19.2%	26.2%	29.2%	24.1%	19.4%	17.0%	15.7%	14.7%
总资产收益率(ROA)	6.5%	8.9%	10.4%	15.2%	23.7%	25.7%	17.1%	15.3%	16.1%	17.3%
投入资本回报率	11.6%	17.9%	22.4%	23.5%	38.4%	41.0%	31.6%	28.3%	29.4%	31.7%
运营能力										
存货周转天数	13	13	3	3	5	5	3	3	5	5
应收账款周转天数	12.9	18.0	5.8	5.5	8.3	8.6	6.9	8.0	8.6	8.6
总资产周转天数	130.0	142.4	67.9	77.0	69.5	66.0	56.8	54.9	54.8	54.0
净利润现金含量	2.71	1.47	1.75	1.10	0.77	0.75	1.15	1.47	1.48	1.40
资本支出/收入	8%	2%	1%	7%	1%	1%	4%	2%	1%	1%
偿债能力										
资产负债率	47.9%	41.6%	45.7%	42.1%	18.7%	-6.5%	11.6%	9.9%	-2.9%	-17.6%
净负债率	36.0%	17.2%	21.9%	22.0%	-15.0%	-32.8%	-30.1%	-30.6%	-38.5%	-46.9%
估值比率										
PE	193.3	126.5	87.0	57.7	38.5	23.7	24.1	23.2	22.4	20.9
PB	17.9	15.9	13.6	10.9	7.9	6.2	5.1	4.3	3.7	3.2
P/S	2.93	3.09	1.12	1.25	1.14	1.11	0.65	0.54	0.53	0.52
EV/EBITDA	98.0	70.4	51.1	20.6	15.4	14.7	13.6	12.7	12.0	11.2
股息率	0.4%	0.5%	0.7%	1.0%	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%

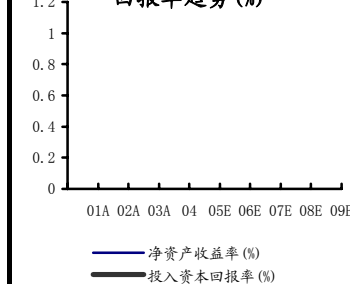
股价绝对涨幅和相对涨幅



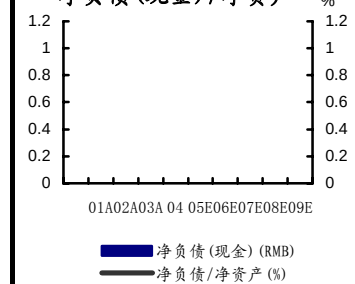
利润率趋势 (%)



回报率趋势 (%)



净负债(现金)/净资产



1. 金价走高，矿产金量增长奠定公司 08 年业绩大幅增长

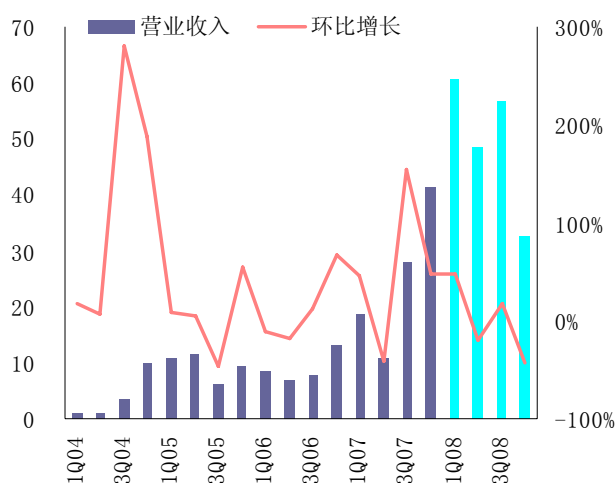
通过收购集团黄金资产，2008 年公司矿产金产量达到 15.55 吨，同比增长 155%；实现销售收入 198.73 亿，同比增长 75%；实现利润总额 8.96 亿元，同比增长 38%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 6.65 亿元，同比增长 293%；净资产收益率加权平均为 32%，同比提高 8.4%；基本每股收益 1.81 元，期末摊薄每股收益 1.79 元。

2009 年公司确定的生产经营目标是：自产黄金产量 17.46 吨，销售收入 160 亿元，实现利润 9.5 亿元。而回顾公司在 2007 年年报中披露的原 2008 年的生产经营目标内容：销售收入 160 亿元，实现利润 7.5 亿元，力争将费用成本控制在 152.5 亿元左右；显著低于公司在 2008 年的最终业绩数据。**我们预测 2009 年金价维持在 185 元/克上方的前提下，公司最终业绩数据将显著高于年初制定的经营目标。**

2. 4Q08 季度业绩不尽人意

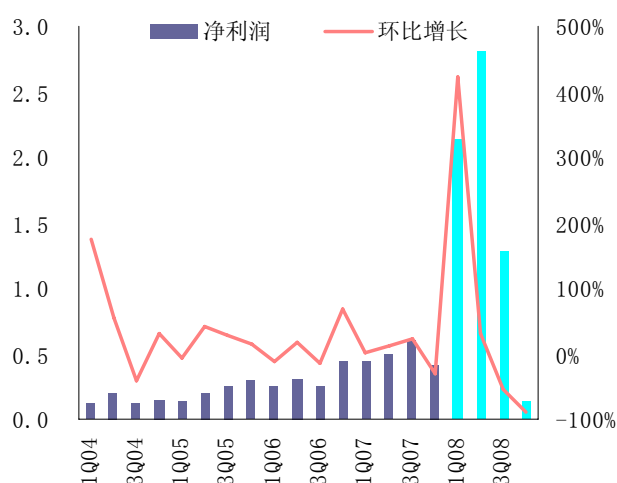
4Q08 公司营业收入为 32.70 亿元，环比下降 42%；归属母公司净利润 1340.9 万元，环比下滑 90%。

图 1 4 季度公司营业收入环比下降 42%



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

图 2 4 季度公司归属母公司净利润环比下滑 90%

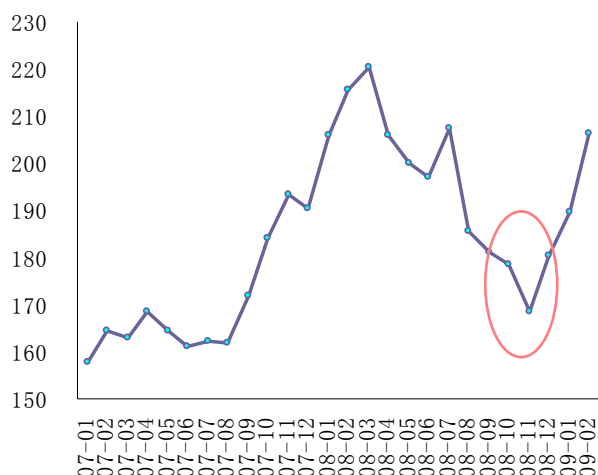


数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

我们认为业绩环比出现下降的原因有：

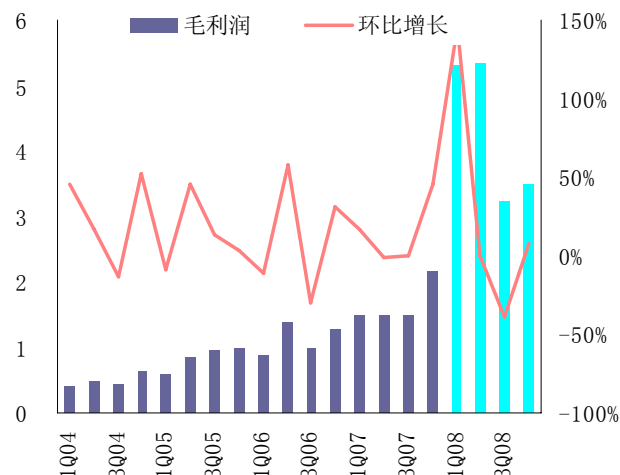
1. 10-12 月黄金价格出现下降。公司在 3 季度部分产品进行了套期保值（空头），而 10 月份之后金价出现下滑，导致公司销售收入、利润下滑；同时 4 季度公司也可能在期货套保操作导致少赚部分收入；
2. 外购冶炼金产量下滑，导致销售收入下滑；
3. 公司期间费用率大幅上升（见下节分析），导致利润大幅减少。公司 4 季度管理费用为 2.93 亿元，显著高于 3 季度的 1.51 亿元。而实际上，公司毛利润在 4 季度出现环比上升；

图 3 4 季度公司营业收入环比下降 42%



数据来源：上海金交所，元/克

图 4 4 季度公司归属母公司净利润环比下滑 90%



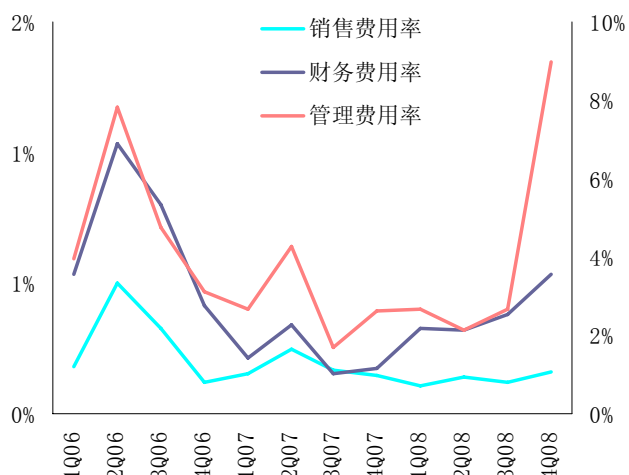
数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

3. 2008 年管理费用率大幅上升，预计 2009 年有望小幅下降

公司在 4Q08 期间费用率大幅上升。其中 1Q08-4Q08 的管理费用分别是 16310、10441、15103 和 29322 万元，其中 4Q08 的管理费用大幅上升，费用率也突然上升至 9.0%，显著高于市场预期；而公司财务费用率也由 2007 年的 0.19% 上升至 0.38%。

我们认为 2008 年公司经历了资产收购、富余人员的整顿安置等一系列变动，导致期间费用率大幅上升（暂不能排除公司业绩出现大幅提升后，大幅计提了当期费用）。随着公司在莱州建立了统一规划、统一设计、统一冶炼销售、统一采购供应的集约化经营架构后，我们认为公司在 2009 年期间费用率存在下行的空间。

图 5 管理费用率大幅上升



数据来源：国泰君安研究，公司财报；管理费用率，右轴

图 6 4Q08 公司存货小幅下降



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

4. 非经常性损益导致当期利润减少

——公司组织所属企业对固定资产进行了全面的清查。对已到服务年限或由于工艺改变、技术更新等原因不能继续使用的资产提请报废，固定资产原值 30.6 亿元，累计折

旧 2.56 亿元，净值 4984.0 万元，净损失 4775.3 万元。

——公司所属分公司山东黄金矿业(莱州)有限公司精炼厂在外购合质金时发生了一起购金款被骗事件，系购金人员在验货封存后付款，但提货未果所致，涉案金额 6946 万元。公司在事件发生后立即向公安机关报案并协同公安机关封存冻结相关银行帐户和实物资产。目前公司正积极准备在诈骗者进入法院审理阶段及时提起附带民事诉讼，力争将受骗损失降低到最低。公司董事会基于审慎原则，考虑了采取上述措施后发生损失的可能性，按照会计准则的规定在计提了 695 万元（涉案金额的 10%）的坏帐准备。

2008 年公司坏账准备增加 0.26 亿元，资产减值损失达 0.68 亿元，营业外支出达 0.31 亿元（其中非流动资产处置净损失达 0.21 亿元；营业外收入主要为政府奖励基金贡献）。我们认为公司在 2008 年计提的减值科目较为充分，也为 2009 年公司业绩腾挪出增长空间。

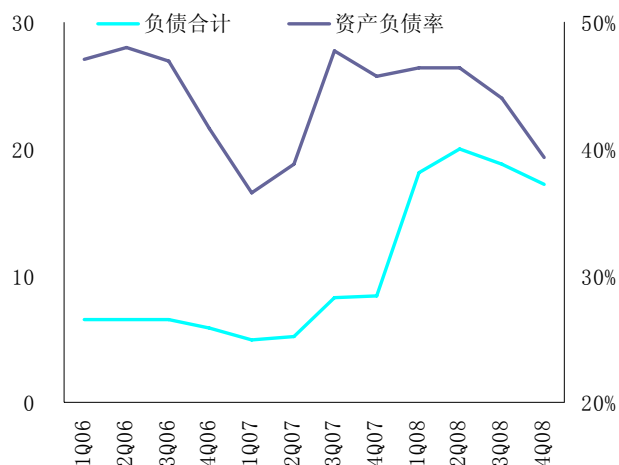
表 1 公司利润表摘要（亿元）

	2005	2006	2007	2008
一、营业总收入	38.03	36.04	99.3	198.73
营业收入	38.03	36.04	99.3	198.73
二、营业总成本	36.51	33.58	95.91	190.18
营业成本	34.65	31.49	92.67	181.37
销售费用	0.08	0.09	0.16	0.25
管理费用	1.6	1.64	2.52	7.12
财务费用	0.17	0.23	0.19	0.75
资产减值损失		0.13	0.36	0.68
三、其他经营收益				
投资净收益	0.01	-0.01	0.36	0.46
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		-0.01	-0.02	-0.01
四、营业利润	1.57	2.45	3.75	9.01
加：营业外收入		0.01	0.02	0.25
减：营业外支出	0.04	0.09	0.1	0.31
其中：非流动资产处置净损失		0.05	0.04	0.21
五、利润总额	1.53	2.38	3.68	8.96
减：所得税	0.44	0.78	1.26	2.21
六、净利润	1.08	1.59	2.41	6.75
减：少数股东损益	0.2	0.34	0.48	0.38
归属于母公司所有者的净利润	0.87	1.25	1.93	6.37
基本每股收益(元)		0.78	1.21	1.81

5. 负债率下滑，存在现金收购或融资收购资产的预期

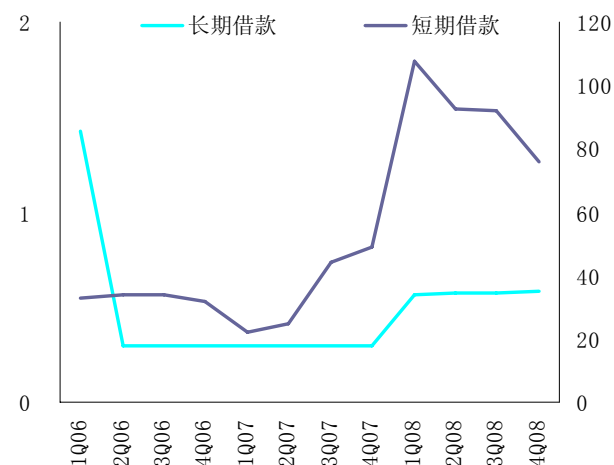
公司盈利的大幅增强，负债指标也出现平稳下降。公司目前主要以短期银行借款为主，账面现金达 4.45 亿元，具备了以现金形式继续收购中小黄金矿业资源的条件。而公司当前负债率为 40%，同样具备通过债务融资收购矿业资产的条件。

图 7 公司负债指标继续下行



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

图 8 公司当期以短期银行借款为主



数据来源：国泰君安研究，公司财报；短期借款，右轴；千万元

从公司 2009 年年度经营计划中看到，公司在资源收购上将继续实施“就矿找矿、外国拓展”的指导方针，大力开展深、边部探矿工作，实现探矿增储目标。2009 年公司计划投资总额为 12.1 亿元，主要分为 3 个方面：

(1) 建设项目投资 5.6 亿元，建设项目包括：三山岛金矿 8000 吨/日采选能力续建工程、焦家金矿 6000 吨/日采选能力续建工程、1200t/d 金精矿综合回收利用工程（氰化部分）、鑫莱公司 500t/d 采选技改工程；

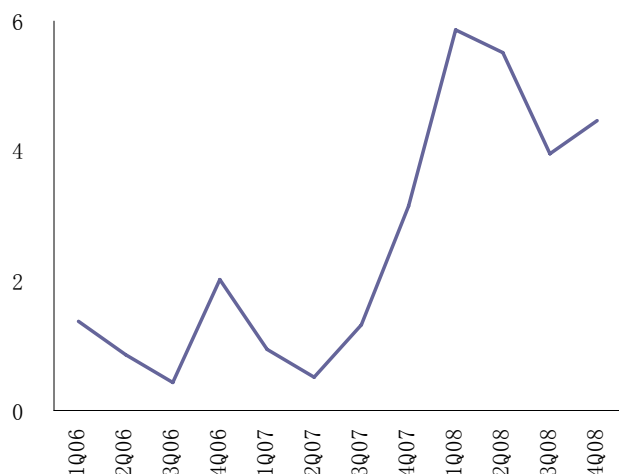
(2) 固定资产投资 5.3 亿元，主要项目包括：重点工程、生产技措工程、节能减排、科技项目、设备购置、矿山环境改造及地表零星工程等。

(3) 地质探矿投资 1.2 亿元，主要是用于探矿增储。

公司投资所需资金来源为企业自有资金包括计提的折旧、维简费和留存收益，不足部分由公司统一对外融资；

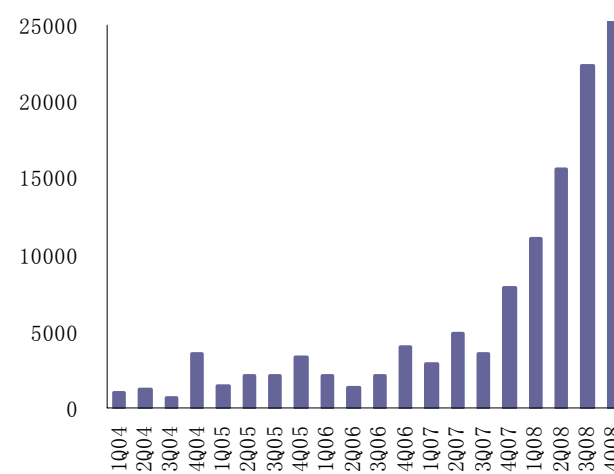
公司制定的 2009 年矿产金目标产量是 17.46 吨，我们认为该指标较为保守。如果金价保持高位和公司资源扩张计划顺利，在 09 年公司矿产金有望达到 18-18.5 吨。

图 9 货币资金指标



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

图 10 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



数据来源：国泰君安研究，公司财报，亿元

6. 业绩预测和评级

我们针对公司管理费用率小幅下降至 3.5%、2009 年资产减值损失大幅下降、营业外收入和支出减少的条件下,针对公司自产矿量和金价做出 2009 年公司业绩的敏感性分析如下:

表 2 公司 2009 年业绩敏感性分析

自产矿量 (吨)	金价 (元/克)		185	190	200
	170	180			
17.0	2.28	2.55	2.68	2.81	3.07
17.46 (公司年度计划指标)	2.35	2.62	2.75	2.89	3.16
18.0	2.43	2.71	2.84	2.98	3.26
18.5	2.50	2.78	2.93	3.07	3.36
19.0	2.57	2.86	3.01	3.16	3.45

我们调高公司 2009-2010 年业绩预期为 2.75/2.92 元(《3 季度业绩受存货惜售、资产减值影响》报告中为 2.57/2.65 元)。以 2009 年业绩 20-25x PE 匡算(国际同类公司 18-20x),对应目标价格为 55-69 元。目前国内金价保持在 200 元/克上方,如果金价持续高位,公司股价仍有提升空间。维持谨慎增持的投资建议。

7. 风险因素

1. 黄金矿业公司当中,公司 NAV 折让较低;资源储量/市值、PB 等指标较高;
2. 公司 2009 年存在股权融资可能。如果增发收购资产当期不显著产生利润,将造成明显的业绩摊薄效应;
3. 金价回调的风险;
4. 公司 2009 年管理费用、资产减值数额仍然较高,导致公司业绩低于预期。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com