

山东黄金(600547)

公司研究/季报点评

推荐

维持

合理估值: 69.94—78.54 元

持续受益于金价上涨

—山东黄金(600547) 三季度报点评

民生精品---简评报告/有色金属行业

2010 年 10 月 27 日

一、事件概述

2010 年 10 月 27 日公司公布三季度季报, 根据公司季报信息, 我们认为公司黄金产品持续受益于金价上涨, 业绩符合预期, 未来仍将持续受益于金价上涨。

二、分析与判断

➤ 受益于金价上涨, 业绩增长稳定

截止到第三季度, 公司营业收入 242.78 亿元, 同比增加 57.43%; 归属母公司净利润为 9.33 亿元, 同比增加 49.06%; 基本每股收益为 0.656 元, 同比增加 49.05%。公司前三季度毛利率 8.86%, 摊薄净资产收益率为 25.87%, 相对于上半年毛利率 7.76%, 摊薄净资产收益率 16.88%有所提高。

➤ 未来一年内金价或冲 2000 美元/盎司

我们对于黄金价格的最新观点, 预计年内可能会升至 1500 美元/盎司; 一年内, 黄金价格或冲击 2000 美元/盎司, 两年内或达到 3000~5000 美元/盎司高位, 黄金牛市格局已形成, 上涨刚刚开始。如果按照过去三十年复合的物价上升速度计算, 1980 年的 850 美元已经相当于现在的 1933 美元, 相比于当前 1300 多美元每盎司的价格, 金价的上升空间还很大。

➤ 受益于金价上涨弹性最好的黄金股

公司是受黄金价格影响弹性最大的黄金股, 初步测算国内金价每上涨 10 元, 山东黄金 EPS 增加 0.06 元, 是弹性最好的优质投资标的。公司目前矿山资源储量约 300 吨, 发展战略明确, 主要通过兼并收购扩大企业规模, 从上市起, 公司目前资源储量已经是当初的七倍左右。山东黄金集团资源丰富, 目前仍有 700 余吨黄金储量, 长期支持公司发展, 成为公司发展的坚实后盾。

三、盈利预测与投资建议

根据我们对于黄金价格的判断以及公司对金价上涨的弹性优势, 继续维持公司的“推荐”评级, 维持公司未来的盈利预测, 认为公司 2010 至 2012 年三年每股收益为 1.09、1.87、2.86 元, 维持公司合理估值区间为 69.94~78.54 元, 价格中枢为 74.24 元。

四、风险提示

1) 企业资产扩张速度具有不确定性; 2) 产能扩张完工时间低于预期, 产能扩张速度放缓; 3) 公司旗下资产整合耗费过多的人力物力。

民生证券研究所

分析师: 黄玉

执业证书编号: S01002081120226

电话: (8610)8512 7646

Email: huangyu@mszq.com

助理分析师: 滕越

执业证书编号: S0100109070818

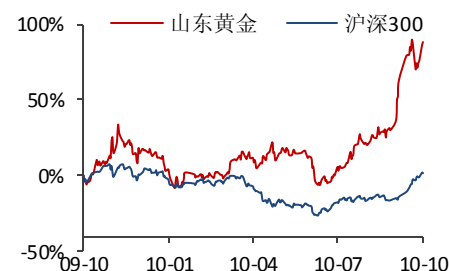
电话: (8610)8512 7645

Email: tengyue@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-10-26)

收盘价 (元)	62.48
近 12 个月最高/最低	31.60/93.30
总股本 (百万股)	1423.07
流通股本 (百万股)	691.92
流通股比例%	48.62%
总市值 (亿元)	889.14
流通市值 (亿元)	889.14

相关研究

1. 《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》 2010.09.08
2. 《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》 2010.10.15
3. 《山东黄金 (600547) 深度报告: 金龙头王者归来》 2010.10.18

表 1: 分产品收入预测

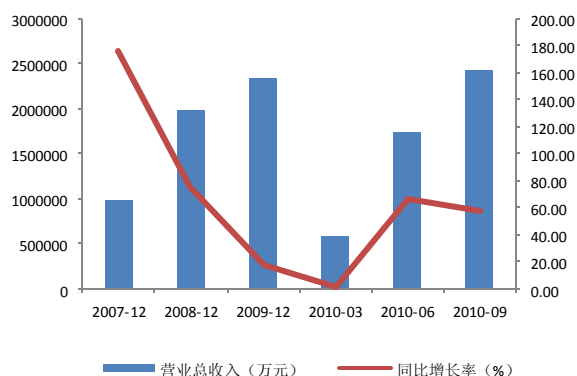
	2009	2010	2011	2012
产品 1: 黄金				
黄金产量 (吨)	17.67	18.9	21	22
平均价格 (元/克)	215.62	285	365	475
销售收入 (万元)	380965.05	538650	766500	1045000
单位成本 (元/克)	105.02	114.00	118.00	121.00
销售成本 (万元)	185544.97	215460.00	247800.00	266200.00
毛利率 (%)	51.30%	60.00%	67.67%	74.53%
产品 2: 合质金				
销售收入 (万元)	1933781.70	3112000.00	3890218.30	4568436.60
销售成本 (万元)	1931419.40	3097996.00	3868822.10	4543310.20
毛利率 (%)	0.12%	0.45%	0.55%	0.55%
产品 3: 其他产品				
销售收入 (万元)	1611.81	5790.00	9968.19	14146.38
销售成本 (万元)	876.37	2605.50	3787.91	4668.31
毛利率 (%)	45.63%	55.00%	62.00%	67.00%
销售收入合计 (万元)	2316358.56	3656440.00	4666686.49	5627582.98
销售成本合计 (万元)	2117840.74	3316061.50	4120410.01	4814178.50
整体毛利率 (%)	8.57%	9.31%	11.71%	14.45%

数据来源: 民生证券研究所

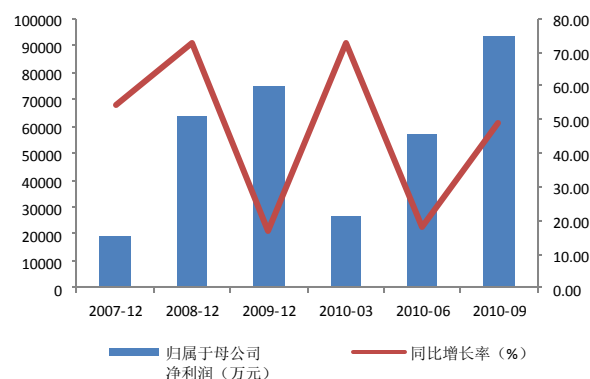
表 2: 相对估值

公司名称	股价	EPS				PE				PB	
	1026	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E
中金黄金	45.85	0.66	0.70	0.89	1.19	88.37	65.52	51.40	38.57	11.78	5.59
紫金矿业	10.30	0.24	0.36	0.43	0.48	39.58	28.49	23.82	21.34	7.71	1.42
恒邦股份	54.59	0.78	0.78	1.23	1.57	67.00	69.72	44.47	34.74	8.27	8.63
辰州矿业	38.94	0.18	0.51	0.81	1.05	138.48	75.76	48.08	37.00	7.59	3.62
平均		0.47	0.59	0.84	1.07	83.36	59.87	41.94	32.91	8.84	4.82
山东黄金	62.48	1.05	1.09	1.87	2.86	76.61	73.52	40.07	26.22	19.84	23.42

数据来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

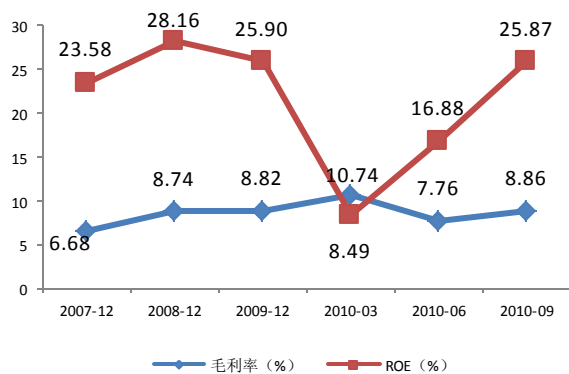
图 1: 销售规模已超过去年全年水平


资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 2: 净利润增加明显, 同比提高 49.06%


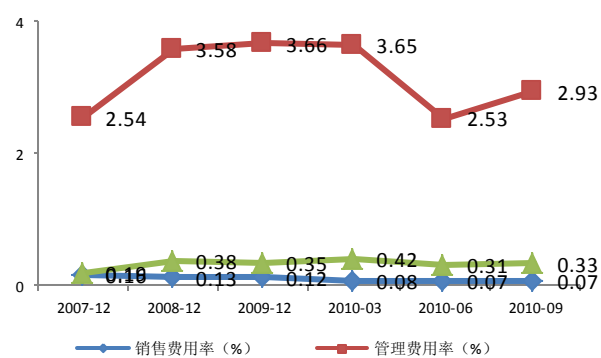
资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 3: 净利率、毛利率双双提高, 相当于去年全年水平



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

图 4: 三项费用率保持稳定



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	23360	36564	46667	56276
减：营业成本	21299	33161	41204	48142
营业税金及附加	2	4	5	6
销售费用	28	29	56	90
管理费用	854	987	1400	1857
财务费用	81	123	154	291
资产减值损失	34	30	25	20
加：投资收益	20	15	20	25
二、营业利润	1087	2246	3843	5895
加：营业外收支净额	7	5	5	5
三、利润总额	1094	2251	3848	5900
减：所得税费用	280	563	962	1475
四、净利润	814	1688	2886	4425
归属于母公司的利润	746	1553	2655	4071
五、基本每股收益 (元)	1.05	1.09	1.87	2.86

主要财务指标				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	32.92	20.24	13.40
成长能力:				
营业收入同比	17.5%	56.5%	27.6%	20.6%
营业利润同比	20.6%	106.6%	71.1%	53.4%
净利润同比	20.6%	107.4%	70.9%	53.3%
营运能力:				
应收账款周转率	644.33	1045.94	629.87	546.67
存货周转率	72.65	72.33	64.78	59.77
总资产周转率	4.47	5.44	6.05	6.43
盈利能力与收益质量:				
毛利率	8.8%	9.3%	11.7%	14.5%
净利率	3.2%	4.2%	5.7%	7.2%
总资产净利率 ROA	15.6%	25.1%	37.4%	50.5%
净资产收益率 ROE	29.0%	44.3%	61.5%	85.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	0.53	0.82	0.92	0.95
资产负债率	49.1%	41.6%	40.3%	42.2%
长期借款/总负债	9.8%	9.0%	6.6%	4.3%
每股指标 (元)				
每股收益	1.05	1.09	1.87	2.86
每股经营现金流量	0.82	1.22	2.06	3.22
每股净资产	2.24	3.12	3.48	3.78

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	401	669	800	983
应收票据	5	11	19	28
应收账款	15	55	93	113
预付账款	456	622	793	957
其他应收款	120	219	303	394
存货	394	617	824	1,059
其他流动资产	0	0	1	2
流动资产合计	1,392	2,193	2,834	3,535
长期股权投资	11	11	11	11
固定资产	2,476	2,570	2,720	2,760
在建工程	992	1,092	1,192	1,292
无形资产	1,108	1,318	1,487	1,676
其他非流动资产	0	236	31	11
非流动资产合计	4,871	4,991	5,409	5,738
其他资产	0	237	32	11
资产总计	6,263	7,420	8,275	9,285
短期借款	1,790	1,745	1,994	2,521
应付票据	3	3	4	5
应付账款	331	517	643	751
预收账款	20	33	41	48
其他应付款	276	270	270	270
应交税费	116	120	120	120
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	2,607	2,688	3,072	3,714
长期借款	300	270	220	170
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	327	297	247	197
负债合计	3,074	2,985	3,320	3,912
股本	712	1,423	1,423	1,423
资本公积	464	464	464	464
留存收益	1,706	2,104	2,493	3,058
少数股东权益	309	444	575	429
所有者权益合计	3,188	4,434	4,955	5,373
负债和股东权益合计	6,263	7,420	8,275	9,285

现金流量表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	1162	1737	2930	4579
投资活动现金流量	-1966	-315	-380	-275
筹资活动现金流量	918	1147	1780	2978
现金及等价物净增加	114	218	281	183

分析师简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，具有证券投资咨询执业资格，08年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，能准确把握行业发展和热点。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。擅长公司财务分析及统计计算，主要负责有色金属行业及上市公司研究。

主要覆盖公司：山东黄金、中金黄金、紫金矿业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业、贵研铂业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹塘	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。