



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年2月27日

金属与采掘

研究部

蔡宏宇 CFA, CAIA

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080210060008

caihy@cicc.com.cn

审慎推荐

山东黄金(600547.CH)

业绩略低于预期, 继续关注资产注入

主要财务信息

(人民币百万元)	2008A	2009E	2010	2011E	2012E
主营业务收入	19,873	23,360	31,515	35,568	37,627
(+/-%)	100%	18%	35%	13%	6%
主营业务利润	1,735	2,059	2,974	3,305	3,751
(+/-%)	162%	19%	44%	11%	13%
净利润	637	746	1,223	1,672	1,953
(+/-%)	230%	17%	64%	37%	17%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.86	1.18	1.37
(+/-%)	230%	17%	64%	37%	17%
每股经营现金流(元)	0.80	0.82	1.09	1.50	1.83
市盈率	110.9	94.7	57.7	42.2	36.2
市净率	31.2	24.5	18.4	13.6	10.5
股价/经营现金	61.6	60.7	45.6	33.1	27.1
EV/EBITDA	56.3	46.8	31.3	25.0	21.6
净资产收益率	28.2%	25.9%	31.9%	32.3%	29.0%
已动用资本回报率(%)	28.7%	22.1%	35.1%	36.3%	33.5%
股息收益率(%)	0.03%	0.20%	0.04%	0.05%	0.06%

股票信息

	A股
股票代码	600547.CH
当前股价(元)	49.61
日成交量(百万股)	16.57
52周最高价/最低价	67.83/31.6
发行股数(百万股)	1423.07
其中: 流通股(百万股)	691.92
主要股东(持股比例)	山东黄金集团有限公司(50.25%)

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今变化
[600547.CH]	3.10	18.23	(8.97)	(5.88)
[上证综指]	(0.73)	3.15	2.07	2.51

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

四季度业绩低于我们和市场预期:

山东黄金 2010 年实现收入 315.1 亿元 (34.9% YoY), 每股收益 0.86 元 (63.4% YoY)。其中, 四季度实现收入 72.4 亿元 (6% QoQ), 每股收益 0.20 元 (-20% QoQ), 略低于我们和市场预期。四季度营业和管理费用大幅增加是业绩低于预期的主要原因。

正面:

1) 矿产金产量显著增加。公司全年实现矿产金产量 19.4 吨, 同比增长 9.9%, 其中四季度矿产金产量约 5.3 吨, 环比增加约 7%。

2) 毛利率上升显著。四季度毛利率为 12.1%, 同比和环比分别增长 5.2 和 0.4 个百分点, 金价上涨是毛利率增长的主要原因。

负面:

1) 管理费用大幅增加。公司四季度管理费用同比增加 14%, 环比增加 46%; 管理费用上升的主要原因是薪酬增加、环保安全以及科研支出增加。09 年四季度管理费用环比上升 70%。

2) 有效税率显著增加。公司四季度有效税率达到 32.2%, 同比增加 7 个百分点, 环比增加 5.3 个百分点。

发展趋势:

金价将继续维持高位。目前北非和中东动乱升级、原油价格大涨, 发达国家通胀抬头, 此外, 欧债危机仍有可能复燃, 黄金的避险功能将会再次得到青睐, 金价将继续维持高位, 并可能会再次上涨并创出新高。

集团资产注入依然值得期待。集团公司目前预计控制的黄金储备可达 800 吨, 条件成熟后将逐步注入上市公司, 而公司也将逐步增加已有矿山的勘探力度 (公司 2010 年通过收购和勘探增加黄金储量约 100 吨, 目前公司黄金总储量约 360 吨), 这些举措都将有助于提高公司的资源储备。此外, 随着焦家及三山岛金矿项目的投产, 公司矿产金产量将进一步增加。

估值与建议:

公司 2011 年矿产金的产量目标是 20 吨, 盈利指引为 16 亿元。但我们认为实际产量和盈利可能超出目标。我们维持 2011 年矿产金 20.7 吨假设及 2011 和 2012 年 1.18 元和 1.37 元的盈利预测, 对应 2011/2012 年市盈率为 42/36 倍, 维持审慎推荐评级。

风险: 金价大幅下跌, 集团公司资产注入进展慢于预期。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：历史季度财务数据

(单位：百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YOY	QOQ	2009	2010	YOY
营业收入	5,923	4,535	4,964	7938	5965	11506	6807	7237	-9%	6%	23,360	31515	35%
营业成本	5,477	3,934	4,498	7389	5325	10791	6011	6359	-14%	6%	21,299	28486	34%
毛利润	446	601	466	549	641	715	796	878	60%	10%	2,061	3029	47%
营业税金及附加	0.33	0.44	0.26	0.67	0.39	0.60	0.93	1.81	172%	95%	2	4	120%
营业费用	6.65	5.04	6.59	9.51	4.76	7.99	4.26	5.24	-45%	23%	28	22	-20%
管理费用	178	130	203	345	218	225	269	392	14%	46%	854	1103	29%
财务费用	18	14	23	25	25	30	25	25	-2%	0%	81	105	30%
资产减值损失	1	3	4	25	12	7	(31)	6	n.a	n.a	34	-6	-118%
其他经营收益	-12	14	0	22	4	0	(6)	0	n.a	n.a	24	-1	-106%
营业利润	230	463	230	165	377	445	522	447	171%	-14%	1,087	1791	65%
营业外收支净额	-1	1	-12	19	-3	-2	-5	-1	-104%	-86%	7	-10	n.a
利润总额	229	464	218	184	374	443	517	454	147%	-12%	1,094	1788	63%
所得税	57	119	58	46	91	115	139	146	215%	5%	280	491	75%
净利润	172	345	160	137	283	328	378	307	124%	-19%	814	1297	59%
少数股东损益	17	15	19	18	15	24	17	18	0%	6%	68	74	8%
归属母公司净利润	155	330	141	120	268	304	361	290	142%	-20%	746	1223	64%
每股收益(元)	0.11	0.23	0.10	0.08	0.19	0.21	0.25	0.20	142%	-20%	1	1	64%
毛利率	7.5%	13.2%	9.4%	6.9%	10.7%	6.2%	11.7%	12.1%	5.2%	0.4%	8.8%	9.6%	0.8%
营业利润率	3.9%	10.2%	4.6%	2.1%	6.3%	3.9%	7.7%	6.2%	4.1%	-1.5%	4.7%	5.7%	1.0%
净利润率	2.9%	7.6%	3.2%	1.7%	4.7%	2.8%	5.6%	4.2%	2.5%	-1.3%	3.5%	4.1%	0.6%
营业费用率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%
管理费用率	3.0%	2.9%	4.1%	4.3%	3.6%	2.0%	3.9%	5.4%	1.1%	1.5%	3.7%	3.5%	-0.2%
财务费用率	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%	0.0%
有效税率	24.8%	25.7%	26.6%	25.2%	24.3%	26.0%	26.9%	32.2%	7.0%	5.3%	25.6%	27.5%	1.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：中金覆盖金属类公司估值与历史中值比较（自 2000 年或上市以来）

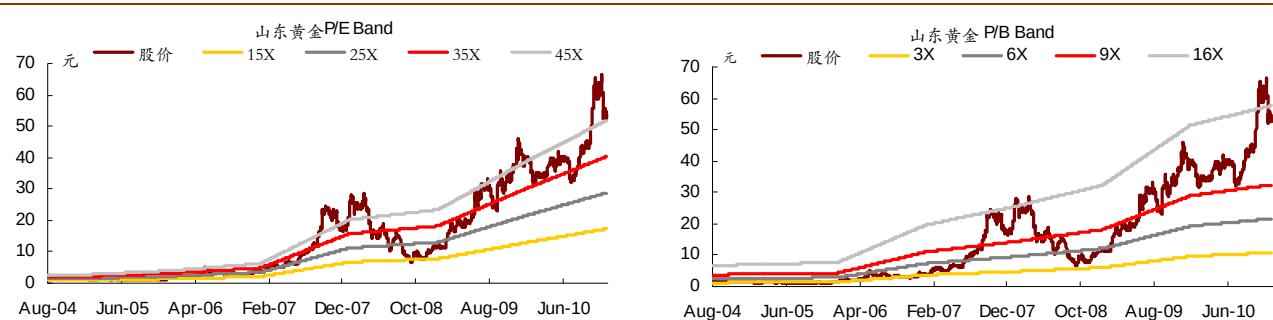
	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份
中值+1倍标准差	119.1	40.0	36.5	41.9	59.1	33.9	42.9	67.6	88.5	39.5	107.0	54.7
中值	55.4	22.3	27.6	30.1	35.5	22.5	30.4	45.9	83.3	32.0	103.2	42.2
中值-1倍标准差	n.a	4.7	18.7	18.2	11.9	11.1	18.0	24.3	78.2	24.6	99.3	29.8
目前水平	68.4	24.5	16.7	42.2	33.5	34.4	49.8	65.7	44.2	32.3	71.9	149.0
相对中值	23%	10%	-40%	40%	-6%	53%	64%	43%	-47%	1%	-30%	253%

	西藏矿业	东方钨业	辰州矿业	招金矿业	中国铝业H	江西铜业H	紫金矿业H	洛阳钼业	金钼股份	云南铜业	驰宏锌锗	章源钨业
中值+1倍标准差	97.6	78.3	78.4	33.8	19.1	17.5	30.5	29.0	71.5	25.4	35.9	77.8
中值	81.1	64.8	54.1	23.5	10.3	11.5	20.1	20.3	52.2	21.1	28.4	66.5
中值-1倍标准差	64.3	51.3	29.8	13.2	1.6	5.5	9.7	11.5	32.8	16.8	20.9	55.3
目前水平	103.7	85.3	33.2	27.2	39.5	12.0	10.7	24.8	78.4	95.8	43.4	78.8
相对中值	28%	32%	-39%	16%	283%	4%	-47%	22%	50%	354%	53%	18%

*厦门钨业采用市场一致预期

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：国际可比公司估值

公司名称	股票代码	股价	市值	市盈率			市净率			EV/EBITDA			ROE		
		11-2-26	(百万美元)	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
国际综合公司															
CVRD	VALE5 BZ	49.26	170,983	8.5	6.7	7.0	2.2	1.7	1.7	17.1	5.1	5.0	10.7	28.0	24.4
BHP Billiton	BHP AU	45.95	242,719	20.1	11.5	9.9	4.5	4.1	3.1	9.9	6.4	5.5	28.8	39.6	36.5
Rio Tinto	RIO LN	42.66	142,002	9.4	7.0	7.1	2.3	1.8	1.5	6.7	4.7	4.7	28.0	29.3	23.4
Xstrata plc	XTA LN	13.83	66,089	13.8	8.1	7.5	1.6	1.4	1.2	7.5	5.3	4.9	12.7	21.3	19.0
Anglo American PLC	AAL LN	33.07	70,377	9.8	9.0	7.7	2.1	1.7	1.4	7.5	5.0	4.6	21.7	22.3	21.6
Vedanta Resources	VED LN	23.60	10,094	17.3	11.5	5.4	2.1	1.9	1.4	9.4	5.1	2.7	15.4	18.7	35.7
平均				13.2	9.0	7.4	2.5	2.1	1.7	9.7	5.3	4.6	19.6	26.5	26.8
铝（国际）															
Alcoa	AA US	16.68	17,726	n.a.	12.9	11.0	1.3	1.2	1.0	10.9	7.0	6.5	9.9	9.9	9.9
National Aluminum	NACL IN	440.15	6,257	34.8	22.8	18.1	2.7	2.7	2.5	20.4	13.4	10.8	10.5	10.5	13.5
Hindalco Industries	HNDL IN	200.05	8,449	9.0	12.1	9.8	1.8	n.a.	n.a.	6.9	7.1	6.1	13.6	13.6	14.6
Century Aluminum	CENX US	16.16	1,499	n.a.	12.4	9.0	1.3	1.1	1.0	n.a.	7.2	5.4	10.6	10.6	15.6
Alumina LTD	AWC AU	2.39	5,935	n.a.	23.9	18.1	2.1	1.9	1.9	n.a.	28.4	21.8	7.7	7.7	9.9
平均				21.9	16.8	13.2	1.8	1.7	1.6	12.7	12.6	10.1	10.5	10.5	12.7
铜（国际）															
Antofagasta PLC	ANTO LN	13.97	22,199	33.3	19.2	10.2	4.0	4.0	3.6	13.3	7.8	4.1	19.7	19.7	30.2
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	45.42	29,159	16.3	9.5	8.1	3.9	3.8	2.9	7.8	5.1	4.5	42.5	42.5	40.4
Southern Copper	SCCO US	42.41	36,049	23.2	12.3	10.2	9.3	7.4	5.7	12.8	7.4	6.3	71.8	71.8	77.7
Sterlite Industries	STLT IN	159.20	11,804	13.6	10.7	7.1	1.4	1.3	1.1	n.a.	n.a.	n.a.	12.0	12.0	15.6
Freeport Mcmoran C&G FCX US		52.45	49,395	11.2	9.1	8.6	4.0	2.8	2.2	5.4	4.5	4.2	35.5	35.5	29.2
FIRST QUANTUM	FM CN	116.40	10,263	19.0	15.5	9.3	4.5	4.5	3.2	11.4	11.6	5.6	9.3	9.3	34.2
平均				19.4	12.7	8.9	4.5	4.0	3.1	10.1	7.3	5.0	31.8	31.8	37.9
黄金（国际）															
北美															
Barrick Gold	ABX CN	50.79	51,886	15.3	12.0	11.6	2.7	2.2	1.9	9.6	7.2	6.8	18.3	18.3	17.8
Kinross Gold	K CN	15.68	18,181	16.7	22.8	17.3	1.3	1.3	1.2	13.2	9.3	7.7	6.8	6.8	8.5
Agnico-Eagle	AEM CN	67.76	11,708	33.1	23.5	21.1	3.1	2.9	2.7	20.4	12.2	10.8	13.3	13.3	14.0
Goldcorp	GG US	46.98	37,804	22.0	22.4	18.7	1.9	1.8	1.6	18.2	12.2	10.3	7.9	7.9	9.4
IAMGold	IMG CN	20.50	7,820	27.3	15.1	16.3	2.8	2.3	2.0	15.9	8.7	9.7	14.3	14.3	13.6
Eldorado Gold	ELD CN	16.22	9,098	42.7	22.6	17.0	3.0	2.7	2.3	22.4	14.1	10.7	10.3	10.3	13.1
Royal Gold	RGLD US	48.87	2,630	99.7	37.0	27.0	1.8	1.8	1.7	30.2	14.7	11.9	4.7	4.7	7.6
Newmont Mining	NEM US	54.46	27,286	11.8	11.5	10.9	2.0	1.7	1.5	5.8	5.2	5.1	15.9	15.9	15.5
Buenaventura	BVN US	45.63	12,577	n.a.	12.0	13.7	n.a.	3.5	3.0	n.a.	n.a.	n.a.	35.2	35.2	28.9
Yamana Gold Inc	AUY US	12.60	9,341	0.3	13.1	12.3	n.a.	1.2	1.1	10.7	7.1	6.7	7.6	7.6	9.4
平均				29.9	19.2	16.6	2.3	2.1	1.9	16.3	10.1	8.9	13.4	13.4	13.8
南非															
AngloGold Ashanti	ANG SJ	338.45	18,502	n.a.	12.5	12.0	4.7	3.5	2.9	-57.8	6.5	6.4	31.3	31.3	26.3
Gold Fields	GFI SJ	122.01	12,520	23.7	17.8	12.6	2.0	1.8	1.7	8.7	5.9	5.0	11.0	11.0	12.9
Harmony Gold	HAR SJ	80.71	4,935	-175.5	27.3	12.1	1.2	1.1	1.1	20.1	9.3	5.7	4.3	4.3	7.6
平均				-75.9	19.2	12.2	2.6	2.1	1.9	-9.7	7.3	5.7	15.5	15.5	15.6
镍															
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	234.00	44,607	15.7	8.6	7.4	3.1	2.4	2.1	10.3	6.1	5.5	30.0	30.0	29.1
PT Inco Indonesia	INCO IJ	4975.00	5,593	28.1	13.7	13.1	3.6	3.1	2.8	18.8	8.1	7.9	24.1	24.1	22.8
平均				21.9	11.2	10.2	3.3	2.8	2.4	14.6	7.1	6.7	27.1	27.1	25.9
铂															
Thompson Creek	TC US	13.59	2,231	n.a.	11.9	13.8	n.a.	1.5	1.3	n.a.	5.8	6.3	15.5	15.5	29.9
平均				n.a.	11.9	13.8	n.a.	1.5	1.3	n.a.	5.8	6.3	15.5	15.5	29.9

资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED