



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

公司动态
证券研究报告

2011年4月25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.SH)

资产注入增强公司长期可持续发展能力

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	36,399	37,627
(+/-%)	100%	18%	35%	15%	3%
主营业务利润	1,735	2,059	2,974	3,509	3,751
(+/-%)	162%	19%	44%	18%	7%
净利润	637	746	1,223	1,679	1,953
(+/-%)	230%	17%	64%	37%	16%
每股收益(元)	0.45	0.52	0.86	1.18	1.37
(+/-%)	230%	17%	64%	37%	16%
每股经营现金流(元)	0.80	0.82	1.38	1.24	1.38
市盈率	120.4	102.8	62.7	45.7	39.3
市净率	33.9	26.6	19.7	14.7	12.1
股价/经营现金	66.9	66.0	39.0	43.5	38.9
EV/EBITDA	56.3	46.8	31.3	25.4	29.4
净资产收益率	28.2%	25.9%	31.5%	32.1%	30.9%
已动用资本回报率(%)	28.7%	22.1%	25.5%	31.0%	21.9%
股息收益率(%)	0.03%	0.19%	0.03%	0.04%	0.05%

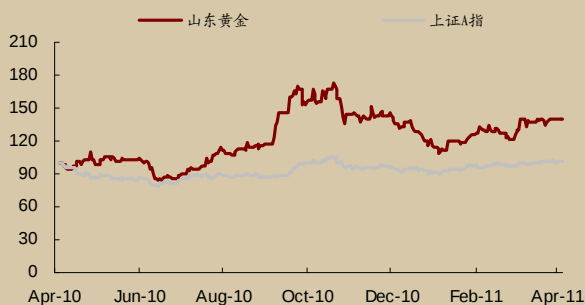
股票信息

	A股
股票代码	600547.CH
当前股价(元)	53.87
日成交量(百万股)	35.95
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]	0.00	7.74	24.73	2.20
[上证综指]	(1.31)	1.10	12.44	7.21

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

公司近况:

山东黄金拟向包括山金集团在内的不超过十名特定对象非公开发行不超过 12,000 万股股份, 募集资金总额约 56.2 亿元(含发行费用)。募集资金主要用于增资莱州公司收购新立、寺庄探矿权以及建设三山岛金矿 8,000 吨/日扩建工程, 增资玲珑公司收购东风探矿权, 收购归来庄公司 69.24%股权。本次增发发行价不低于 46.80 元/股。本次增发需取得股东大会和有关审批机关批准。

评论:

此次增发收购将进一步增加公司黄金资源储量。通过增发收购新立、寺庄和东风探矿权及收购归来庄公司, 预期公司资源储量增加 300 吨以上(其中新立 112.46 吨, 寺庄 23.21 吨, 东风 158.45 吨, 归来庄 13.85 吨权益量), 公司黄金资源储量将超过 650 吨, 将大大增加公司的核心竞争力和可持续发展能力。同时, 本次收购有助于公司延伸扩大新立金矿、寺庄金矿之许可开采范围, 科学集约开采并利用现有选矿能力, 降低开采成本, 增强盈利能力。

此次增发收购价格较为便宜。公司对新立、寺庄和东风探矿权及归来庄公司收购的总金额预估为 57.24 亿元, 按照取得的黄金权益金属量 307.97 吨计算, 折合收购成本为 88 美元/盎司。对比去年招金矿业、瑞金矿业、中金黄金以及山东黄金收购黄金资源的单位成本平均值 137 美元/盎司, 公司此次的收购成本比较便宜, 对公司及股东有利。

短期内对公司盈利贡献有限。公司本次收购的三个探矿权短期内对公司无盈利贡献, 而三山岛金矿 8000 吨/天扩建工程建设期需要 3.5 年, 短期内也无盈利贡献(达产后新增净利 1.59 亿元, 考虑增发后每股收益增加 0.10 元)。对公司短期有盈利贡献的仅有归来庄公司, 按照 1Q11 数据, 归来庄公司贡献的净利润约占山东黄金的 6%。因此, 本次收购短期内对公司的盈利贡献有限。

估值与建议:

我们暂维持 2011 和 2012 年 1.18 元和 1.37 元的盈利预测不变, 对应 2011/2012 年市盈率为 46/39 倍, 维持审慎推荐评级。在欧债危机升温, 利比亚局势持续不稳以及市场对全球通胀担忧加剧的背景下, 黄金价格将维持高位, 而本次资产收购将为公司股价上涨提供催化剂, 同时集团公司剩余黄金储量仍超过 500 吨, 未来也将会逐步注入上市公司, 因此建议大家积极关注山东黄金。

风险: 黄金价格大幅下跌; CPI 上涨导致进一步紧缩。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：募集资金使用计划

序号	项目	项目投资额	募集资金拟投资额
1	增资莱州公司收购新立探矿权	20.90 亿元	18 亿元
2	增资莱州公司收购寺庄探矿权	6.02 亿元	5 亿元
3	增资莱州公司建设三山岛金矿 8,000 吨/天扩建工程	12.34 亿元	4.7 亿元
4	增资玲珑公司收购东风探矿权	23.96 亿元	21.5 亿元
5	收购归来庄公司 69.24% 股权	6.36 亿元	6 亿元
	合计	69.58 亿元	55.2 亿元

注：项目 1、2、4、5 投资额为预估值，最终投资金额将根据经国有资产监管的有权部门备案的资产评估结果确定。项目 3 投资额将以经有关部门备案的项目投资金额为准

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：山东黄金此次收购价格比较便宜

公司	时间	收购矿产资源	地区	权益比例	探明资源量	权益资源量	金品位(g/t)	收购代价(百万元)	收购单位成本 (美元/盎司)
招金矿业	2010	阿勒泰地区	新疆	100%	20.0	20.0	4-5	1000	
		凤城白云金矿	辽宁	51%	21.0	10.7	6.66	150-200	
		小计/平均:			41.0	30.7	5.58	1150	174
瑞金矿业	2010	金石矿业	江西	100%	1.7	1.7	4.7	60	165
山东黄金	2010	金石公司	山东	75%	71.4	53.6	3.33	1245	108
中金黄金	2010	嵩县金牛	河南	60%	29.6	17.8	1.3-3.4	462	121
		河北东梁	河北	100%	7.8	7.8	1.58	267	159
		德兴金山	江西	76%	29	22.1	2.7-4.8	671	141
		小计/平均:				47.6	n.a.	1400	137
山东黄金	2011	新立探矿权	山东	100%	112.46	112.46	1.6-3.2	2090	88
		寺庄探矿权	山东	100%	23.21	23.21	1.8-3.5	602	123
		东风探矿权	山东	100%	158.45	158.45	2.75	2396	72
		归来庄公司	山东	69%	20	13.85	n.a.	636	218
		小计/平均:			314.12	307.97	n.a.	5724	88

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：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）

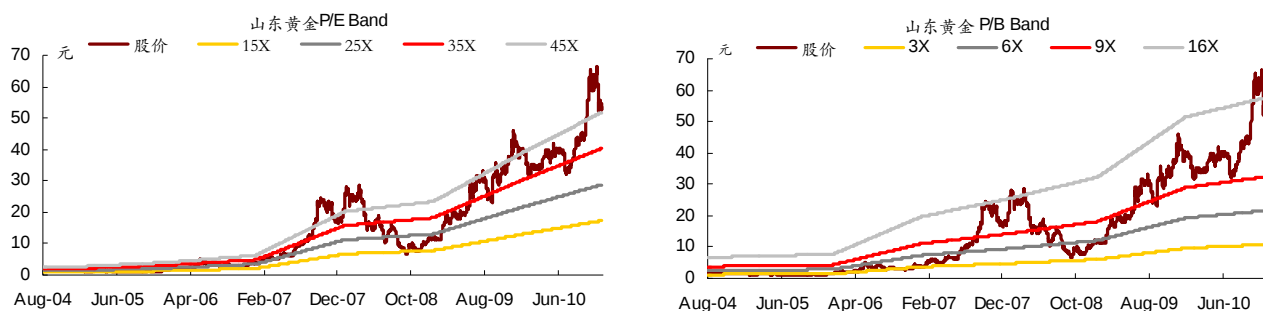
	中国铝业A	江西铜业A	紫金矿业A	山东黄金	中金黄金	中金岭南	厦门钨业	包钢稀土	格林美	鲁丰股份	西部材料	宝钛股份
中值+1倍标准差	119.1	40.0	36.5	41.9	59.1	33.9	42.9	67.6	88.5	39.5	107.0	54.7
中值	55.4	22.3	27.6	30.1	35.5	22.5	30.4	45.9	83.3	32.0	103.2	42.2
中值-1倍标准差	n.a	4.7	18.7	18.2	11.9	11.1	18.0	24.3	78.2	24.6	99.3	29.8
目前水平	60.9	20.4	21.9	45.7	39.2	33.6	50.8	35.0	40.5	38.0	71.7	156.1
相对中值	10%	-9%	-21%	52%	10%	49%	67%	-24%	-51%	19%	-30%	270%

	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	云南锗业	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	114.9	87.4	40.2	30.1	36.0	11.4	14.5	23.7	69.0	62.0	57.9	85.7
相对中值	42%	35%	-26%	28%	250%	-1%	-28%	17%	32%	194%	104%	29%

注：厦门钨业目前水平采用市场一致预期

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：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 5：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		
			2011-4-23	(百万美元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
国际综合公司																
CVRD	VALE5 BZ	BRL	46.50	170,793	8.2	6.0	6.0	2.1	1.6	1.6	6.8	4.8	4.6	27.9	27.9	24.3
BHP Billiton	BHP AU	AUD	47.32	262,812	20.7	11.5	9.8	4.7	4.3	3.3	10.7	6.9	5.8	28.8	40.4	37.6
Rio Tinto	RIO LN	GBP	44.64	151,042	10.1	7.4	7.5	2.5	1.9	1.6	7.1	4.9	5.0	28.0	29.2	23.7
Xstrata plc	XTA LN	GBP	15.58	76,448	16.0	9.3	8.8	1.9	1.6	1.3	8.3	5.8	5.5	12.7	20.0	18.0
Anglo American PLC	AAL LN	GBP	31.95	69,931	9.7	8.5	7.5	2.1	1.6	1.4	7.8	5.0	4.6	21.7	22.2	21.4
Vedanta Resources	VED LN	GBP	23.67	10,410	17.8	13.0	6.2	2.2	1.7	1.5	9.5	5.5	3.0	15.4	18.5	34.9
平均					13.8	9.3	7.6	2.6	2.1	1.8	8.4	5.5	4.8	22.4	26.4	26.6
铝 (国际)																
Alcoa	AA US	USD	16.64	17,683	n.a.	12.1	10.7	1.2	1.2	1.1	11.0	6.7	6.3	1.9	9.9	9.9
National Aluminum	NACL IN	INR	94.95	5,515	30.1	16.6	12.6	2.4	2.4	2.2	18.6	n.a.	n.a.	8.1	n.a.	n.a.
Hindalco Industries	HNDL IN	INR	220.80	9,527	10.0	13.4	10.9	2.0	n.a.	n.a.	7.1	7.3	6.3	21.0	13.7	14.6
Century Aluminum	CENX US	USD	18.84	1,752	n.a.	11.8	10.3	1.5	1.3	1.1	n.a.	6.3	5.5	5.4	10.4	13.6
Alumina LTD	AWC AU	AUD	2.45	6,427	n.a.	22.3	17.8	1.9	2.0	1.9	n.a.	29.5	22.7	1.2	7.8	10.1
平均					20.0	15.3	12.5	1.8	1.7	1.6	12.3	12.5	10.2	7.5	10.4	12.0
铜 (国际)																
Antofagasta PLC	ANTO LN	GBP	14.03	22,892	21.8	10.4	9.9	3.7	3.7	3.1	7.5	4.3	4.2	18.3	31.7	27.7
Grupo Mexico	GMEXICOB MM	MXN	39.35	26,402	14.1	8.3	7.0	3.2	3.5	2.7	6.6	4.4	3.8	24.9	44.1	42.4
Southern Copper	SCCO US	USD	36.55	31,068	20.0	11.0	9.3	7.9	6.7	5.7	10.8	6.5	5.5	40.0	64.0	73.0
Sterlite Industries	STLT IN	INR	178.80	13,544	15.3	12.4	8.1	1.6	1.5	1.3	n.a.	n.a.	n.a.	12.0	11.6	15.7
Freeport Mcmoran C&G FCX US		USD	53.30	50,448	11.4	8.8	8.4	3.7	3.0	2.3	5.2	4.2	4.1	45.6	36.1	31.2
FIRST QUANTUM	FM CN	CAD	128.60	11,692	-83.5	10.9	8.9	4.1	3.2	2.3	9.2	5.5	4.4	-4.8	32.2	31.4
平均					-0.2	10.3	8.6	4.0	3.6	2.9	7.9	5.0	4.4	22.7	36.6	36.9
黄金 (国际)																
北美																
Barrick Gold	ABX CN	CAD	52.31	55,122	15.8	12.2	11.5	2.7	2.3	1.9	10.3	7.6	7.2	19.2	18.5	17.6
Kinross Gold	K CN	CAD	14.63	17,519	15.6	21.7	15.4	1.2	1.2	1.1	12.1	8.7	7.3	8.1	5.9	7.9
Agnico-Eagle	AEM CN	CAD	64.25	11,448	31.3	23.0	19.1	3.0	2.8	2.6	19.8	12.0	10.4	10.4	13.0	13.5
Goldcorp	GG US	CAD	54.93	44,474	25.7	25.1	20.6	2.2	2.1	1.9	21.4	13.8	11.6	8.8	8.1	9.4
IAMGold	IMG CN	CAD	19.14	7,565	25.5	14.7	16.4	2.6	2.1	1.9	14.6	8.2	9.0	10.8	15.0	13.4
Eldorado Gold	ELD CN	CAD	17.20	9,950	45.3	25.0	18.2	3.2	2.8	2.5	23.2	14.8	11.3	7.3	10.5	12.8
Royal Gold	RGLD US	USD	58.33	3,139	119.0	44.1	31.9	2.2	2.2	2.0	35.0	17.1	13.7	2.0	4.7	7.6
Newmont Mining	NEM US	USD	58.85	29,029	12.7	14.4	13.0	2.2	1.9	1.7	6.2	6.4	6.0	18.9	14.7	14.7
Buenaventura	BVN US	USD	39.67	10,934	n.a.	10.7	10.5	n.a.	3.1	2.7	n.a.	n.a.	n.a.	28.4	31.7	26.3
Yamana Gold Inc	AUY US	USD	12.80	9,497	n.a.	12.9	11.8	n.a.	1.2	1.1	11.1	7.3	6.7	6.5	8.0	9.5
平均					36.4	20.4	16.8	2.4	2.2	1.9	17.1	10.7	9.2	12.0	13.0	13.3
南非																
AngloGold Ashanti	ANG SJ	ZAR	337.53	19,216	n.a.	12.8	11.4	4.9	3.6	2.9	14.9	6.5	6.2	2.7	31.4	26.4
Gold Fields	GFI SJ	ZAR	121.80	13,016	23.7	14.1	12.8	2.0	1.7	1.6	8.4	5.3	5.0	8.8	12.5	13.5
Harmony Gold	HAR SJ	ZAR	101.49	6,470	-220.6	35.1	13.4	1.5	1.4	1.3	25.6	12.8	6.5	-0.7	3.7	7.1
平均					-98.5	20.6	12.6	2.8	2.2	1.9	16.3	8.2	5.9	3.6	15.9	15.7
镍																
MMC Norilsk Nickel	GMKN RU	USD	267.41	50,975	17.9	9.9	8.5	3.5	2.8	2.3	12.0	7.2	6.4	21.3	30.0	29.1
PT Inco Indonesia	INCO IJ	INR	4875.00	5,613	12.8	12.8	11.8	3.3	2.8	2.6	7.7	7.8	7.2	26.8	23.4	23.3
平均					15.4	11.4	10.1	3.4	2.8	2.5	9.9	7.5	6.8	24.1	26.7	26.2
铂																
Thompson Creek	TC US	USD	12.16	2,014	n.a.	10.8	12.4	n.a.	1.2	1.1	n.a.	5.2	5.8	9.4	14.9	29.7
平均					n.a.	10.8	12.4	n.a.	1.2	1.1	n.a.	5.2	5.8	9.4	14.9	29.7

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