

中期业绩略低于预期,维持看好

事件: 公司发布 2012 中报, 上半年实现营业收入 162.48 亿元, 同比增长 27.31%; 归属于母公司的净利润 8.24 亿元, 同比增长 3.5%, 每股收益为 0.42 元, 与上年同期基本持平。

投资要点

- **上半年业绩略低于预期。** 今年上半年公司矿产金产量 11.67 吨, 同比增加 10.62%, 金价 336.8 元/克, 同比增长 9.7%, 但公司盈利同比基本持平, 低于我们预期。主要原因有三点: 第一, 占公司自产矿收入 10% 以上的铜业务, 价格上半年下跌近 20%; 第二, 公司黄金平均入选品位下降, 第三: 人工成本上升, 生产成本和管理费用均出现较大幅度增长。
- **未来公司看点:** (1) 通过现有项目扩产有望提升自产金矿产量。公司计划 2013 年底完成 10 个企业扩能增产项目, 增加 6500 吨/日处理能力, 届时自产金产量增加 5-6 吨。当前已经开工的项目有河南金牛牛头沟项目, 甘肃中金大店沟项目, 湖北三鑫深部开拓, 山东鑫泰扩建项目, 江西三和金业冶炼项目, 陕西久盛金岭项目等。(2) 集团自有资产情况。目前集团黄金储量约 1500 吨, 扣除公司和中金国际, 约有 500-600 吨黄金。
- **看好黄金价格。** 短期看, 金价近期在美联储 QE3 预期强化情况下, 已经突破过去三个月 1600 美元/盎司的平台, 我们预计未来几个月, 受中印传统黄金实物消费旺季的到来, 及美联储 QE3 预期进一步强化, 金价有望继续震荡走高。中长期 2-3 年, 我们仍看好黄金价格, 理由有三: 1) 全球央行资产负债表仍在相继扩。2) 央行仍净增持黄金量仍在持续创新高。3) 新兴市场的实物黄金需求仍较稳健。

财务与估值

- 基于上半年公司运营和项目建设情况, 我们小幅调低 2012-2014 年自产金矿产量至 24.5/27.5/32 吨 (原预测 25.5/28.8/32.8 吨), 按照 2012-2014 年国际金价预测 1720/1800/1800 美元/盎司, 经测算公司 2012-2014 年摊薄后每股收益分别为 0.71/0.82/0.90 元 (原摊薄后 0.77/0.89/0.95 元), 依然给予 2012 年 25 倍 PE, 目标价 17.75 元, 维持公司买入评级。

风险提示: 金价下跌风险, 公司未来扩张步伐不达预期。

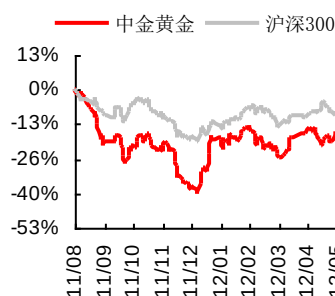


东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 08 月 29 日)	14.74 元
目标价格	17.75 元
52 周最高价/最低价	27.90/14.98 元
总股本/A 股 (万股)	294322/289822
A 股市值 (百万元)	44413
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2012 年 08 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-0.6	5.7	-1.1	-18.7
相对表现 (%)	2.7	10.5	13.3	4.1
沪深 300 (%)	-3.3	-4.7	-14.4	-22.9



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 徐建花
021-63325888*6090
xujianhua@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860512020001

张新平
0755-82543601
zhangxinping@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511120001

联系人 马枭
021-63325888*3206
maxiao@orientsec.com.cn

相关报告

继续看好公司未来增长潜力	2012-06-25
加快推进现有矿山改扩建和新建进程	2012-04-27
量价齐升推动业绩大幅增长	2012-04-16

公司主要财务信息					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	21,647	33,144	38,066	43,392	47,087
同比增长	15.7%	53.1%	14.9%	14.0%	8.5%
营业利润 (百万元)	2,009	3,132	3,749	4,315	4,737
同比增长	94.0%	55.9%	19.7%	15.1%	9.8%
归属母公司净利润 (百万元)	1,125	1,817	2,100	2,413	2,645
同比增长	115.7%	61.5%	15.6%	14.9%	9.6%
每股收益 (元)	0.38	0.62	0.71	0.82	0.90
毛利率	14.9%	14.4%	14.6%	14.5%	14.6%
净利率	5.2%	5.5%	5.5%	5.6%	5.6%
净资产收益率	25.4%	26.9%	21.8%	20.8%	19.5%
市盈率 (倍)	39.6	24.5	21.2	18.5	16.8
市净率 (倍)	9.0	5.2	4.2	3.5	3.1

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,132	2,607	3,469	5,951	8,962	营业收入	21,647	33,144	38,066	43,392	47,087
应收账款	86	250	419	477	518	营业成本	18,422	28,376	32,525	37,095	40,207
预付账款	526	747	895	1,020	1,107	营业税金及附加	45	66	76	87	94
存货	2,094	3,141	3,903	4,451	4,825	营业费用	49	56	65	74	80
其他	317	234	312	356	386	管理费用	959	1,330	1,523	1,714	1,860
流动资产合计	4,156	6,980	8,997	12,255	15,798	财务费用	180	224	194	162	166
长期股权投资	73	80	87	100	115	资产减值损失	27	27	4	5	3
固定资产	4,106	5,249	5,763	6,262	6,746	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,059	1,052	910	1,032	1,023	投资净收益	44	68	70	60	60
无形资产	3,094	4,404	4,420	4,434	4,443	其他	0	0	0	0	0
其他	1,014	1,165	1,143	1,195	1,250	营业利润	2,009	3,132	3,749	4,315	4,737
非流动资产合计	9,346	11,951	12,323	13,023	13,578	营业外收入	189	204	100	100	100
资产总计	13,501	18,930	21,320	25,279	29,376	营业外支出	45	52	45	45	45
短期借款	904	1,193	1,685	1,950	2,100	利润总额	2,153	3,284	3,804	4,370	4,792
应付账款	769	1,107	1,334	1,521	1,648	所得税	545	838	966	1,110	1,217
其他	1,973	3,875	2,625	2,852	3,060	净利润	1,608	2,446	2,838	3,260	3,575
流动负债合计	3,646	6,175	5,643	6,322	6,808	少数股东损益	483	629	738	848	929
长期借款	1,826	230	571	1,000	1,407	归属于母公司净利润	1,125	1,817	2,100	2,413	2,645
应付债券	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200	每股收益 (元)	0.38	0.62	0.71	0.82	0.90
其他	930	1,228	971	1,086	1,319						
非流动负债合计	3,956	2,659	2,742	3,286	3,926	主要财务比率					
负债合计	7,602	8,833	8,385	9,608	10,734		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	962	1,518	2,256	3,104	4,033	成长能力					
股本	1,423	1,962	1,962	1,962	1,962	营业收入	15.7%	53.1%	14.9%	14.0%	8.5%
资本公积	1,171	2,717	2,717	2,717	2,717	营业利润	94.0%	55.9%	19.7%	15.1%	9.8%
留存收益	2,327	3,874	5,974	7,861	9,903	归属于母公司净利润	115.7%	61.5%	15.6%	14.9%	9.6%
其他	16	26	26	26	26	获利能力					
股东权益合计	5,900	10,097	12,935	15,670	18,642	毛利率	14.9%	14.4%	14.6%	14.5%	14.6%
负债和股东权益	13,501	18,930	21,320	25,279	29,376	净利率	5.2%	5.5%	5.5%	5.6%	5.6%
现金流量表						ROE	25.4%	26.9%	21.8%	20.8%	19.5%
单位:百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROIC	16.4%	20.6%	19.1%	18.4%	16.9%
净利润	1,608	2,446	2,838	3,260	3,575	偿债能力					
折旧摊销	400	898	671	744	820	资产负债率	56.3%	46.7%	39.3%	38.0%	36.5%
财务费用	180	224	194	162	166	净负债率	47.7%	16.9%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	(44)	(68)	(70)	(60)	(60)	流动比率	1.14	1.13	1.59	1.94	2.32
营运资金变动	(56)	(785)	(541)	(376)	(210)	速动比率	0.57	0.62	0.90	1.23	1.61
其它	(134)	(707)	(178)	120	236	营运能力					
经营活动现金流	1,954	2,008	2,914	3,850	4,526	应收账款周转率	231.4	196.9	113.8	96.9	94.6
资本支出	(1,073)	(3,170)	(1,141)	(1,432)	(1,360)	存货周转率	10.1	10.8	9.2	8.8	8.6
长期投资	(13)	(5)	(15)	(14)	(16)	总资产周转率	1.7	2.0	1.9	1.9	1.7
其他	(175)	2,070	98	60	60	每股指标 (元)					
投资活动现金流	(1,261)	(1,105)	(1,058)	(1,386)	(1,316)	每股收益	0.38	0.62	0.71	0.82	0.90
债权融资	15	52	(1,291)	441	420	每股经营现金流	0.66	0.68	0.99	1.31	1.54
股权融资	17	2,086	0	0	0	每股净资产	1.68	2.92	3.63	4.27	4.96
其他	(1,541)	(1,622)	297	(422)	(619)	估值比率					
筹资活动现金流	(1,509)	515	(994)	18	(199)	市盈率	39.6	24.5	21.2	18.5	16.8
汇率变动影响	0	0	0	0	0	市净率	9.0	5.2	4.2	3.5	3.1
现金净增加额	(816)	1,418	862	2,482	3,011	EV/EBITDA	18.0	11.0	10.1	8.9	8.1
						EV/EBIT	21.3	13.9	11.8	10.4	9.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司授权的客户使用。本公司不会因接收人收到本研究报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本研究报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的研究报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本研究报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本研究报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本研究报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本研究报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本研究报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有研究报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本研究报告的全部或部分内容，不得将本研究报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司书面授权的引用、转发或刊载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn