

有色金属

报告原因：调研简报

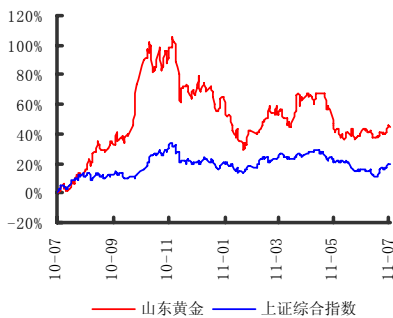
2011年07月04日

市场数据：2011年07月04日

收盘价(元)	46.88
一年内最高/最低(元)	67.83/31.60
市净率	15.9
市盈率	48
流通A股市值(亿元)	358

基础数据：2010年03月31日

每股净资产(元)	2.95
资产负债率%	52
总股本/流通A股(百万)	14.23/7.63
流通B股/H股(百万)	-/-



分析师

熊晓云

执业证书编号：S0760108060750

联系人

张小玲

0351-8686990

zhangxiaoling@i618.com.cn

孟军

010-82190365

mengjun@i618.com.cn

地址：北京市海淀区大柳树路17号富海大厦808

山西证券股份有限公司

请务必阅读正文之后的特别声明部分

山东黄金 (600547)

买入

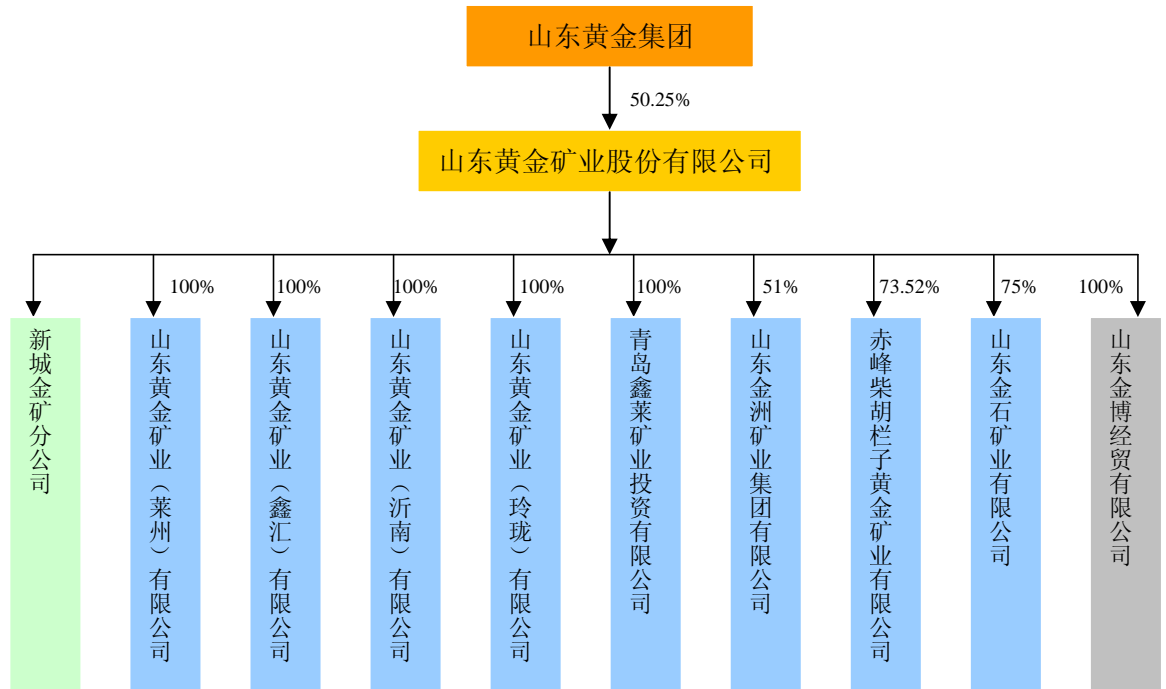
成长性突出

上调评级

公司研究/调研简报

- 公司资源扩张速度惊人。公司目前黄金储量400吨，本次增发项目将增加储量310吨。拟竞购的灵山沟深部探矿权品味>9，储量2吨。拟收购矿权大部分位于公司已有矿山的周边，可充分利用现有选矿厂，实现集约开采并降低成本。集团仍有600-800吨资源正处于探矿阶段，待出详查报告，这些矿山主要分布在烟台（胶东地区黄金资源非常丰富）、海南、青海和河南。山东地区黄金勘探潜力巨大，深部黄金资源约有3000吨。在未来三年内，集团矿山将全部注入上市公司。公司还一直在矿山周边和深部探矿，仅此一项，09年就为公司新增储量40吨，10年新增储量30吨。
- 公司选矿能力大幅提升。公司不断对选矿厂进行技术改造以扩充产能，2011年1-5月，公司矿石处理量同比增加约3355吨，相当于新建了一个选矿厂。焦家矿矿石处理能力5月份达到6000-7000吨，未来技改扩产至1.2万吨。玲珑矿目前矿石处理能力3000吨，整合东风矿后，将扩产至6000-7000吨。三山岛矿5月份矿石处理能力已达8000吨，并入新立矿后，“十二五”末将扩至1.5-2万吨。新城金矿目前矿石处理能力4000吨，未来将扩至1万吨。柴胡栏子目前矿石处理能力800吨，目标是扩产至1000吨。本次增发拟收购的归来庄目前日处理矿石能力已达3000吨。
- 公司矿产金产量将翻番。新增矿产金主要来自原有矿山采选能力扩张和新增矿山的产能贡献。拟收购的归来庄2010年自产金产量为2吨，2012年将达2.5-3.0吨。预计2011年公司自产金产量约23-24吨，2012年达28吨，“十二五”末则达40吨。上半年自产金成本约为155元/克。
- 投资评级为“买入”。虽然短期金价存在波动，但预计全球通胀和货币贬值现象将长期存在，这使黄金价格保持在高位；公司黄金资源的快速扩张使公司具备良好的成长性，随着收购矿权进入实际产出阶段，公司自产金产量将大幅增长。预计公司11、12和13年的EPS分别为1.26元、1.23元和1.75元，对应动态市盈率分别为37倍、31倍和26倍，目前估值水平接近近两年的低点。上调投资评级至“买入”。

图 1: 公司股权结构图



注: 山东黄金矿业(莱州)有限公司含三山岛金矿、焦家金矿、精炼厂三家分公司

资料来源: 公司公告, 山西证券研究所

表 1: 公司矿山概况

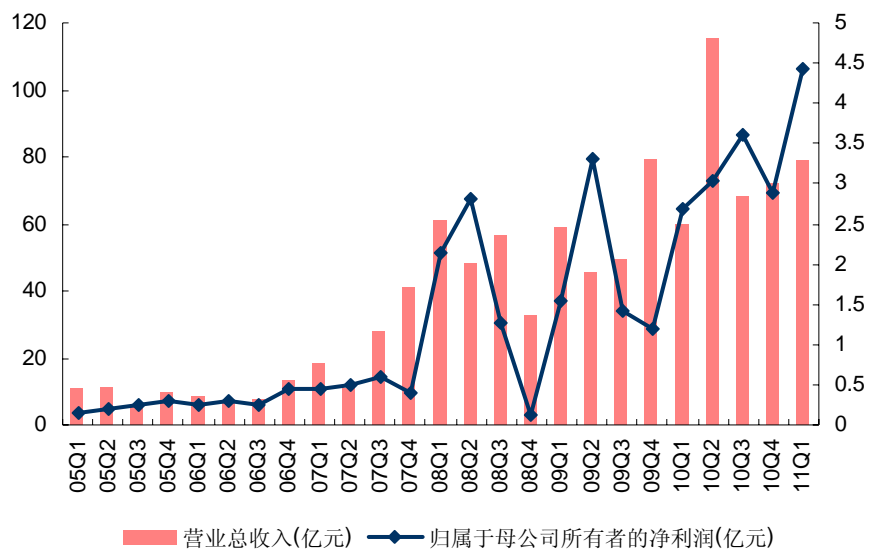
矿山	矿区	所在地	权益比例	储量 (吨)	权益储量 (吨)	品味 (克/吨)
新城金矿	新城	莱州	100%	42	42	4.29
	曲家(腾家矿, 探矿权)	莱州	75%	71	53.25	3.33
焦家金矿	焦家	莱州	100%	28	28	3.45
	望儿山	莱州	100%	20	20	7.11
	寺庄(探矿权)	莱州	100%	23.21	23.21	3.29
金仓金矿	曹家埠	莱州	100%	0.19	0.19	6.03
	仓上(集团已回收)	莱州	100%	2.57	2.57	3.38
三山岛金矿	三山岛	莱州	100%	10.06	10.06	3.22
	新立	莱州	100%	34.24	34.24	3.34
	新立(探矿权)	莱州	100%	112.46	112.46	2.76
	三山岛外围(探矿权)	莱州	100%	11.17	11.17	2.97
玲珑金矿	玲珑	招远	100%	4.98	4.98	7.17
	灵山	招远	100%	1.88	1.88	4.99
	东风(探矿权)	招远	100%	158.45	158.45	2.75
	灵山沟深部(探矿权)		100%	2	2	>9
金洲金矿	金洲	乳山	51%	11.4	5.81	6.30
	寺庄	莱州	100%	0.64	0.64	3.40
鑫汇金矿	鑫汇	平度	100%	8.11	8.11	4.53
沂南金矿	金场	临沂	100%	0.18	0.18	2.53

	铜井	临沂	100%	0.39	0.39	1.71
柴胡栏子金矿	柴胡栏子	赤峰	74%	19.75	14.52	4.99
新立村金矿	新立村(探矿权)	莱州	100%	33.16	33.16	2.96
鑫莱	莱西市山后金矿	莱西	100%	7.58	7.58	4.62
	莱西北泊与围子山	莱西	48%	6.75	3.24	3.60
归来庄金矿		临沂	69.24%	20	13.85	7.77
原矿山新增储量				70	70	

注：阴影部分为公司公告拟收购矿山

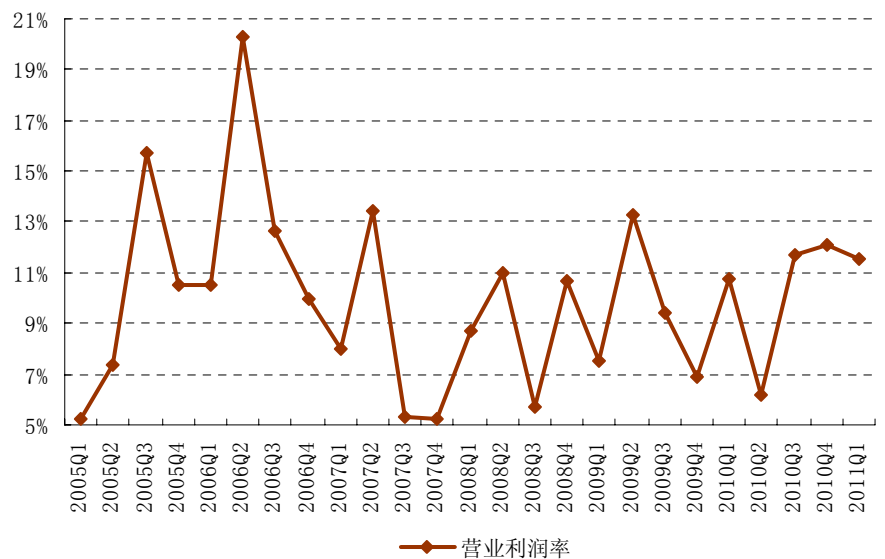
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图2：公司产营业收入及净利润保持增长态势



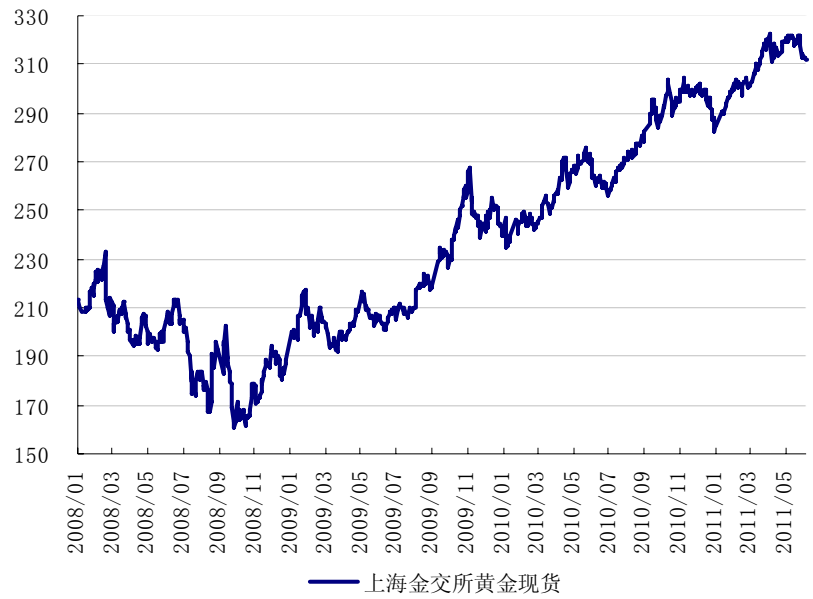
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图3：公司各季度营业利润率走势



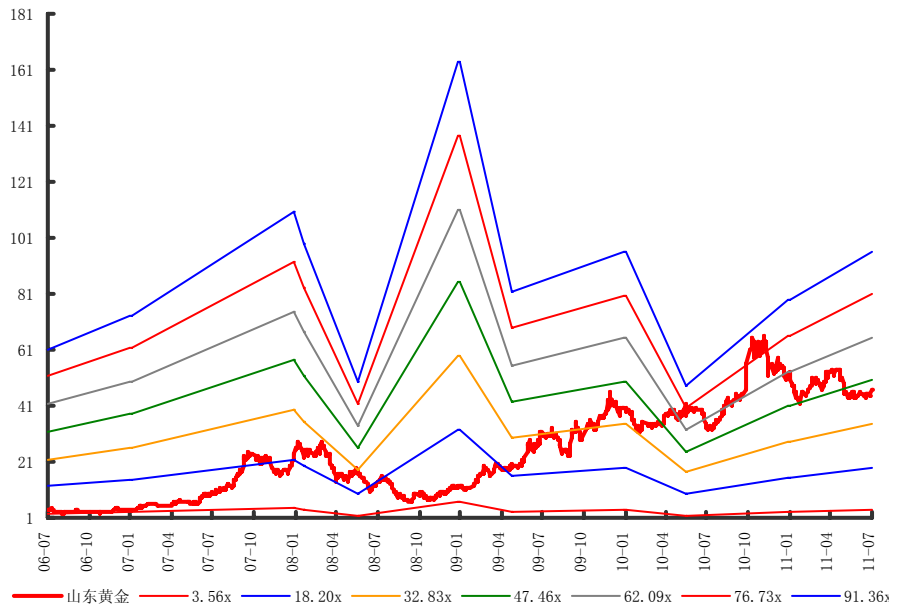
资料来源：公司公告，山西证券研究所

图4：黄金价格走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

图5：公司历史PE走势



资料来源：Wind，山西证券研究所

表：山东黄金利润表及预测（单位：百万元人民币）

	2009年	2010年	2011E	2012E	2013E
营业总收入	23,360.10	31,514.70	39,060.00	42,880.00	45,212.00
营业成本	21,299.19	28,485.66	34,742.00	37,930.00	39,763.00
营业税金及附加	1.69	3.73	4.69	5.57	5.88
销售费用	27.78	22.25	31.25	30.02	31.65
管理费用	854.26	1,103.40	1386.63	1457.92	1491.99
财务费用	80.78	109.9	195.3	175.81	167.28
资产减值损失	33.68	-6.01	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.01	-0.22	0.00	0.00	0.00
营业外收支	6.91	-2.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,094.00	1,788.11	2,700.13	3,280.68	3,752.19
所得税	279.99	491.36	675.03	820.17	938.05
净利润	814.01	1,296.75	2,025.10	2,460.51	2,814.15
少数股东损益	68.19	73.7	88.44	97.28	107.01
归属于母公司所有者的净利润	745.82	1,223.04	1,936.66	2,363.23	2,707.13
每股收益	1.05	0.86	1.26	1.53	1.75

资料来源：公司公告，山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20%以上
增持: 相对强于市场表现 5~20%
中性: 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持: 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现
中性: 行业与整体市场表现基本持平
看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于山西证券股份有限公司研究所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。在任何情况下,本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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。