

有色金属

报告原因: 年报点评

2010年03月19日

市场数据: 2010年03月19日

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 70.38 |
| 一年内最高/最低(元) | 93.00/26.40 |
| 市净率 | 17 |
| 市盈率 | 67 |
| 流通A股市值(亿元) | 243 |

基础数据: 2009年12月31日

| | |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元) | 4.05 |
| 资产负债率% | 44.62 |
| 总股本/流通A股(百万) | 7.12/3.46 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

执笔人

熊晓云

xiongxiaoyun@sxzq.com

联系人

焦春成

0351-8686990

sxzqyjfbz@i618.com.cn

请务必阅读正文之后的特别声明部分

地址: 太原市府西街69号国贸中心A座28层

电话: 0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

山东黄金 (600547)

增持

业绩平稳增长, 持续的资源扩张提供发展动力

维持评级

公司研究/年报点评

公司矿产金产量达到 17.668 吨, 同比增长 11.86%; 实现销售收入 233.60 亿元, 同比增长 17.55%; 实现利润总额 10.94 亿元, 同比增长 22.11%; 归属于母公司的净利润 7.46 亿元, 同比增长 17.08%; 基本每股收益 1.05 元/股, 同比提高 16.67%。2010 年计划自产黄金产量 18.20 吨, 销售收入 240 亿元。

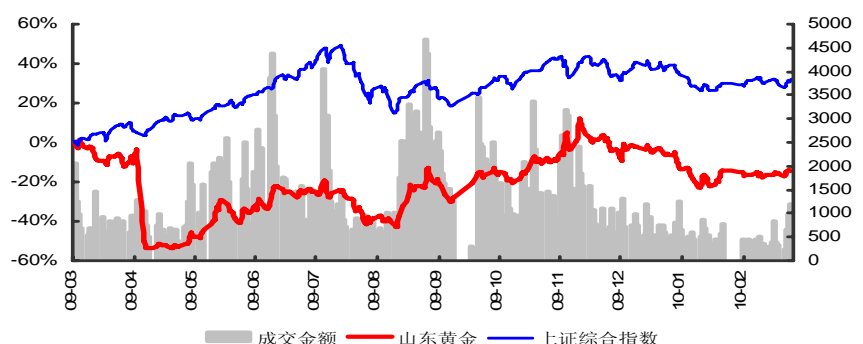
●矿产金生产创新高, 克金成本上升。09 年公司黄金产量达到 56.54 万两, 为公司成立以来的最高。矿产金收入 38.10 亿元, 毛利率为 51.30%, 同比下降 2.5 个百分点; 合质金收入 193.38 亿元, 毛利率为 0.12%, 同比上升 0.08 个百分点。09 年公司矿产金的单位克金营业成本约为 105 元/克, 同比上升 17%, 主要是因为随着金价走高, 公司加大了低品位矿石的入选。

●管理费用和营业外收入继续上升。09 年管理费用比上年同期增加 14,248 万元, 同比上升 20.02%, 主要原因是公司环境治理、技术开发投入增加、并购新的矿山企业所致。营业外收入比上年同期增加 1,523 万元, 主要原因是政府补助增加所致。

●资源扩张和产量增加提升公司盈利水平。近几年公司黄金资源不断扩张, 主要通过三种途径: 加大对现有矿山勘探力度以挖掘新的资源储量; 母公司资产注入; 海内外并购。公司矿产金产能也在不断增长: 主要通过原有矿山采选能力扩张和新增矿山的产能贡献。今明两年随着焦家金矿技改 6000 吨/日选厂项目和三山岛扩建 8000 吨选厂项目的达产和投产, 预计可分别增加矿产金年产量 4 吨和 7 吨。

●资产注入预期强烈。目前山东黄金集团拥有探矿权近 70 个, 勘探面积 800 余平方公里, 已经申报的黄金储量可能达到了 200-250 吨, 其他已经探明但尚未办理各种手续的黄金储量预计在 300-400 吨左右。山东黄金集团的黄金储量将在合适的时机注入到上市公司, 预计资产注入涉及的黄金储量可能会超过 200 吨, 这将使公司的黄金储量倍增。

一年内公司股价与大盘对比走势:



- 投资评级为“增持”。不考虑新的资源扩张情况下，预计公司 10、11 年的 EPS 分别为 1.39 元和 2.11 元，对应动态市盈率分别为 51 倍和 33 倍，处于行业中游水平。受经济复苏以及货币紧缩等的影响，2010 年金价难以继续大涨，将处于高位震荡态势，随着黄金资源的不断扩张，公司业绩存在超出预期的可能，维持“增持”评级。

图 1：公司营业收入及净利润保持增长态势

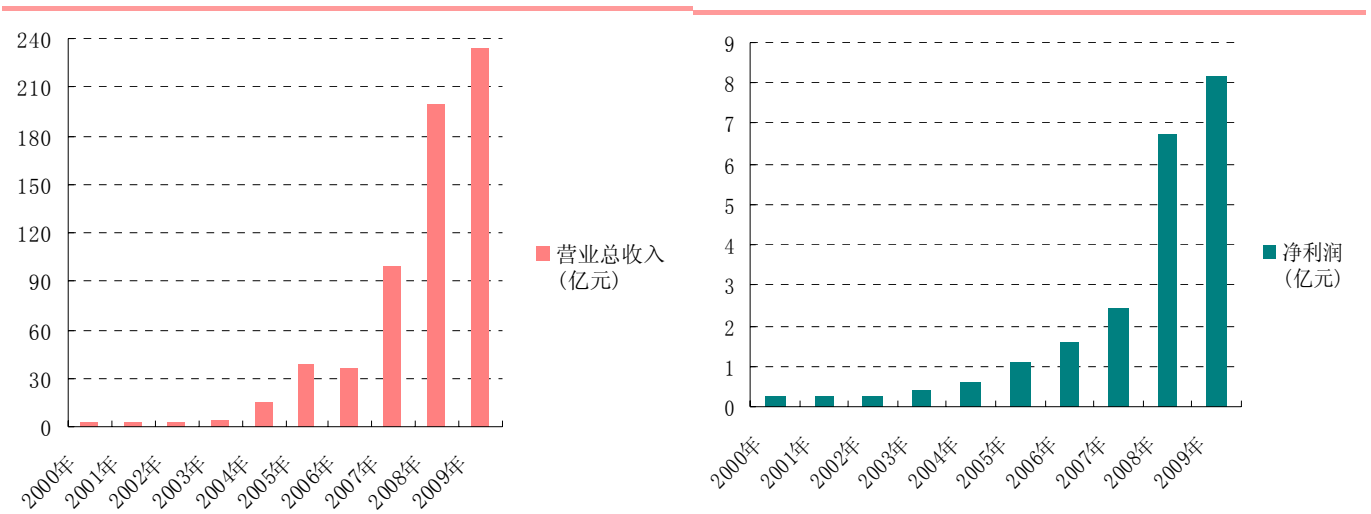


图 2：公司产能扩张路线

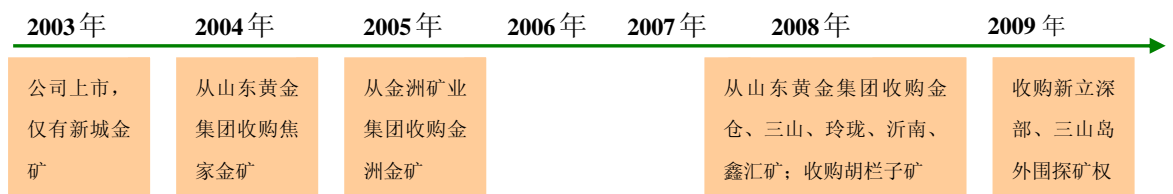


图 3：公司主营业务收入构成

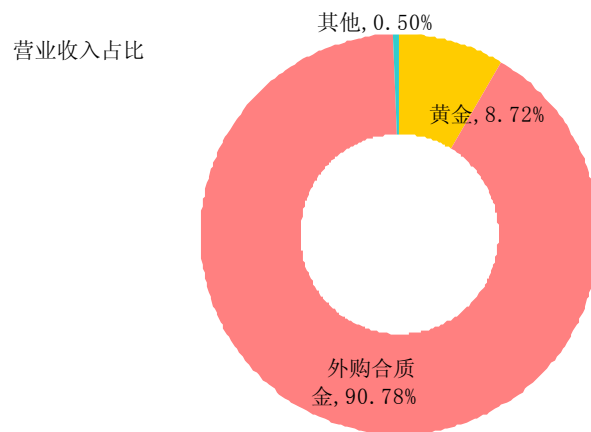


图 4：公司主营业务毛利构成

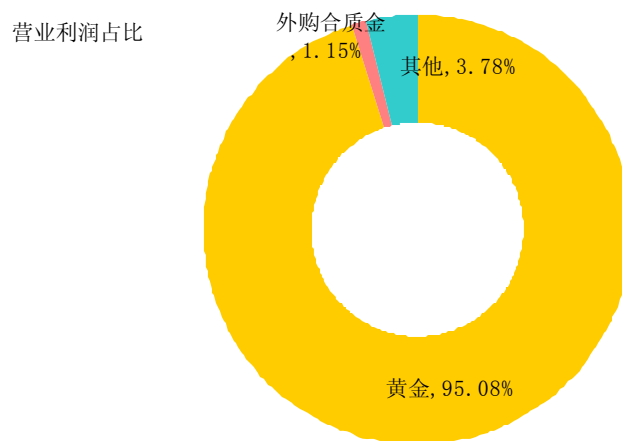


图 5：公司各季度营业利润率走势

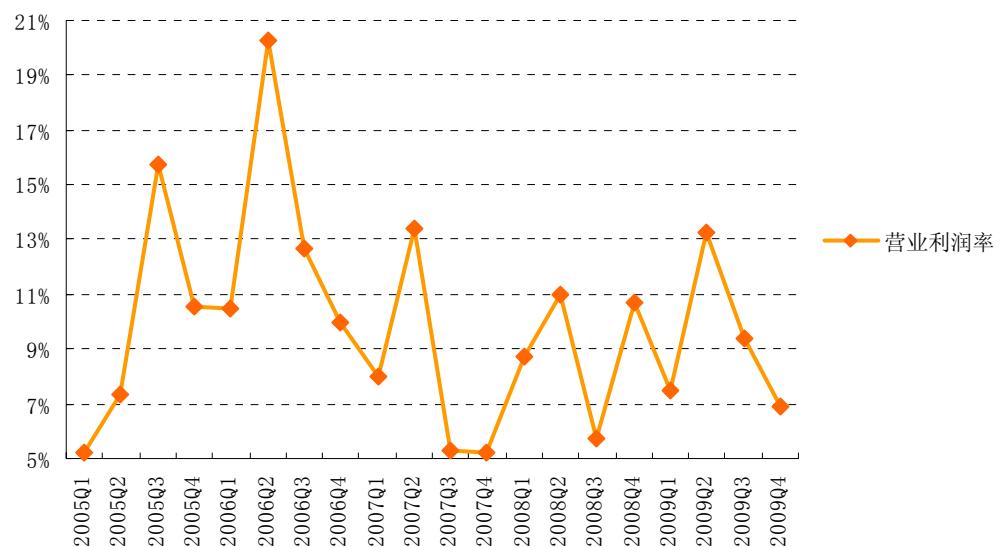


图 6: 黄金价格走势

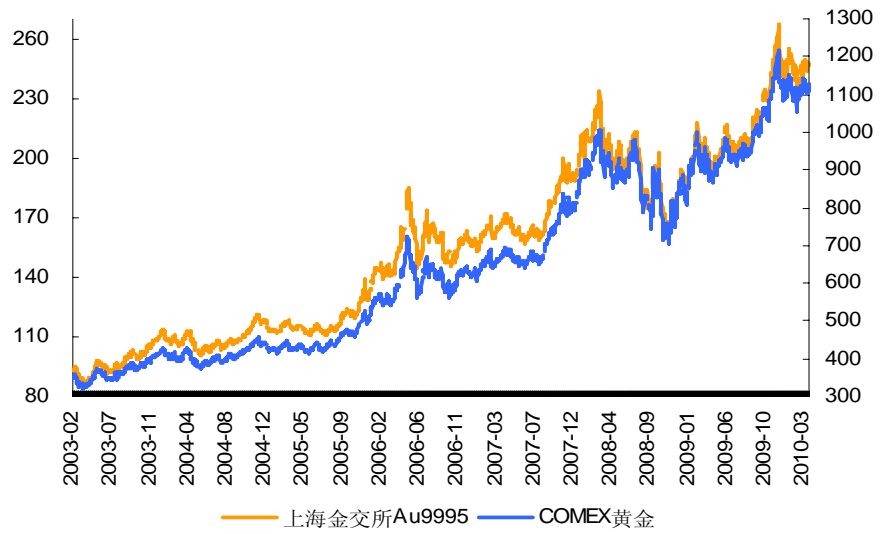


图 7: 矿产金毛利率下降

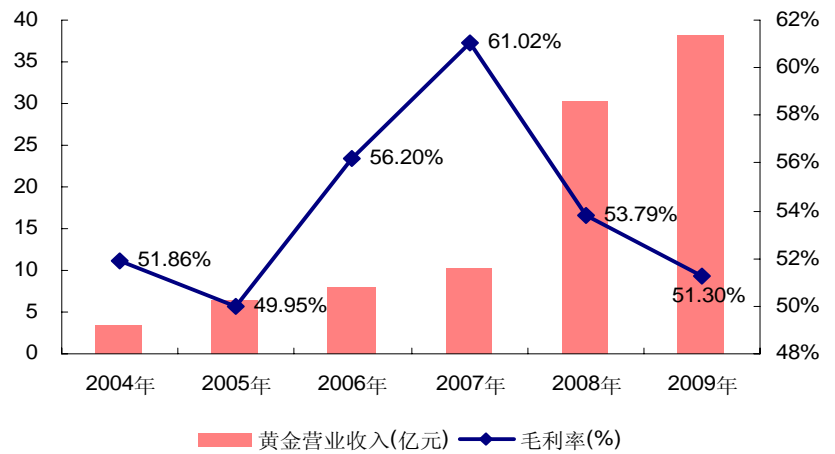


图 8: 合质金毛利率回升

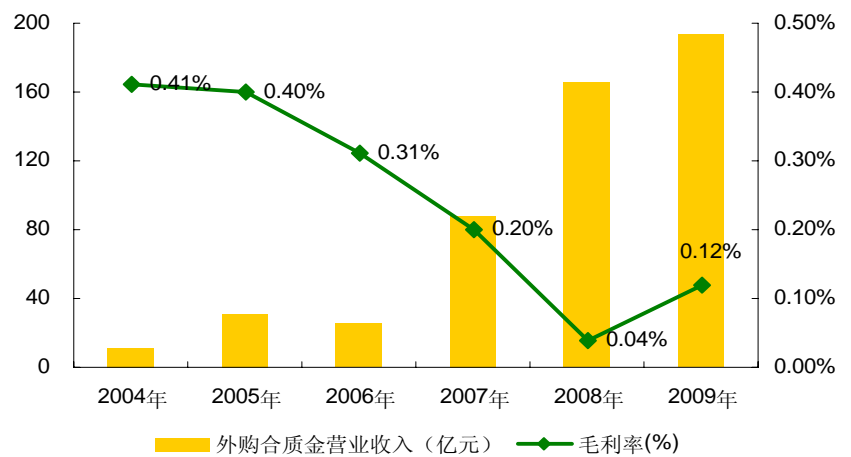


图 9：公司历史 PE 变化情况

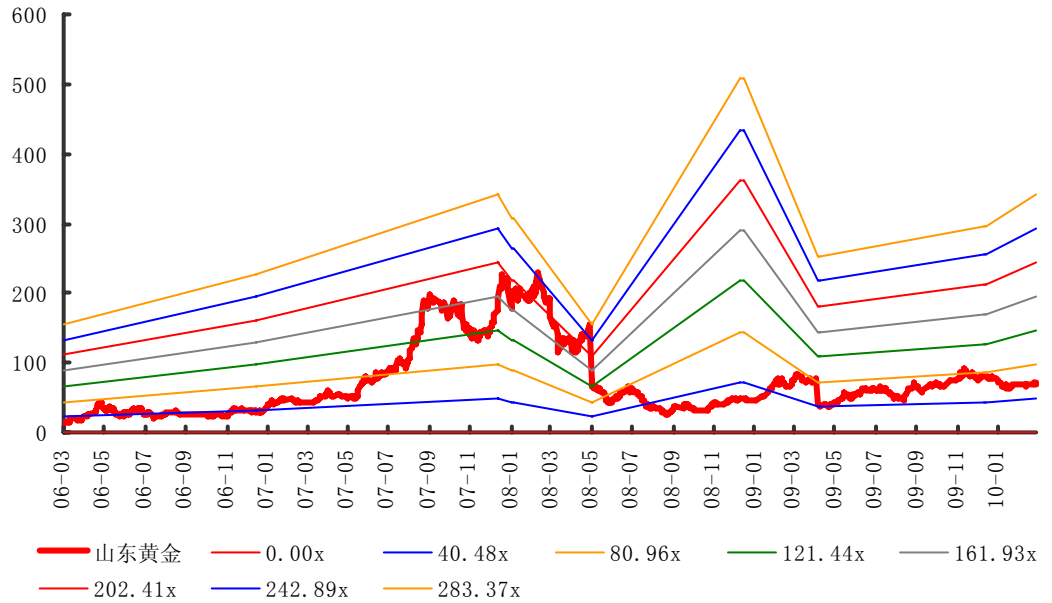


表 1：公司所属矿山情况

| | 权益比例 (%) | 金金属量 (吨) | 年产能 (吨) | 平均品位 (克/吨) | 矿石日处理量 (t/d) | 地理位置 |
|------------|----------|------------|---------|------------|--------------|------|
| 新城金矿 | 100% | 40.39 | 3.50 | 4.29 | 2950 | 山东莱州 |
| 焦家金矿 | 100% | 28.19 | 4.00 | 3.45 | 6000 | 山东莱州 |
| 金洲金矿 | 51% | 11.4 | 1.87 | 5.02 | 870 | 山东乳山 |
| 金仓金矿 | 100% | 56 | 3.52 | 4.1 | 3500 | 山东莱州 |
| 三山岛金矿 | 100% | 11.49 | 1.17 | 3.22 | 8000 | 山东莱州 |
| 玲珑金矿 | 100% | 6.86 | 2.62 | 7.17 | 2600 | 山东招远 |
| 沂南金矿 | 100% | 3.3 | 0.37 | 1.91 | 900 | 山东临沂 |
| 鑫汇金矿 | 100% | 9.7 | 1.12 | 4.53 | 600 | 山东青岛 |
| 柴胡栏子金矿 | 73.52% | 19.75 | 0.37 | 5.449 | 500 | 内蒙赤峰 |
| 08 年内部探矿新增 | | 26 | | | | |
| 新立村金矿探矿权 | | 33 | | 2.96 | | |
| 三山岛外围探矿权 | | 11 | | | | |
| 09 年内部探矿新增 | | 28-30 | | | | |
| 合计 | | 283 | | | | |

表 2：山东黄金集团主要矿山资源

| 矿山名称 | 权益比例 (%) | 探明储量 (吨) | 平均品位 (克/吨) | 地理位置 |
|--------|----------|----------|------------|------|
| 招远东风矿区 | 100 | 100 | 2.79 | 山东 |
| 寺庄金矿 | 100 | 100 | 4.45 | 山东 |
| 抱伦金矿 | 63 | 80 | | 海南 |



| | | | | |
|--------|-----|---------|------|----|
| 归来庄金矿 | 100 | 16.3-20 | 7.77 | 山东 |
| 栖霞西林金矿 | 51 | 21 | | 山东 |
| 九丈沟金矿 | 70 | 9.88 | | 河南 |
| 莱州鲁地金矿 | 51 | 尚处于探矿阶段 | | 山东 |
| 河西金矿 | 51 | 尚处于探矿阶段 | | 山东 |
| 实盘沟金矿 | 70 | 尚处于探矿阶段 | 4.99 | 河南 |
| 果洛龙洼金矿 | 30, | 外围仍在探矿 | | 青海 |

表：山东黄金利润表及预测（单位：百万元人民币）

| | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010E | 2011E |
|---------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入 | 9,929.61 | 19,873.12 | 23,360.10 | 26,400.00 | 28,665.00 |
| 营业成本 | 9,266.80 | 18,136.66 | 21,299.19 | 23,868.00 | 25,313.00 |
| 营业税金及附加 | 0.46 | 1.71 | 1.69 | 2.11 | 2.29 |
| 销售费用 | 16.33 | 25.44 | 27.78 | 31.68 | 34.40 |
| 管理费用 | 252.48 | 711.77 | 854.26 | 950.40 | 1,031.94 |
| 财务费用 | 19.15 | 74.74 | 80.78 | 100.32 | 123.26 |
| 资产减值损失 | 35.69 | 67.9 | 33.68 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 36.09 | 46.5 | 20.01 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 374.79 | 901.49 | 1,087.10 | 1,447.49 | 2,160.11 |
| 营业外收支 | -7.25 | -5.74 | 6.90 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 367.54 | 895.75 | 1,094.00 | 1,447.49 | 2,160.11 |
| 所得税 | 126.29 | 220.79 | 279.99 | 361.87 | 540.03 |
| 净利润 | 241.25 | 674.96 | 814.01 | 1,085.62 | 1,620.08 |
| 少数股东损益 | 48.4 | 38.15 | 68.19 | 98.00 | 120.00 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 192.84 | 636.81 | 745.82 | 987.62 | 1,500.08 |
| 每股收益 | 1.21 | 1.81 | 1.05 | 1.39 | 2.11 |

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：

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。