

**动态报告**

有色金属

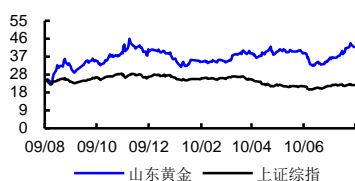
有色金属冶炼

**山东黄金(600547)**
**推荐**

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 26 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

昨收盘 (元)	41.49
总股本/流通 A 股(百万股)	1,423.07/691.92
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	59,043.27/28,707.76
上证综指/深圳成指	2,650.31/11,214.24
12 个月最高/最低 (元)	91.88/32.16

**财务数据**

净资产值(百万元)	3,156.21
每股净资产(元)	2.22
市净率	18.71
资产负债率	47.93%
息率	0.24%

**相关研究报告:**

《山东黄金 09 年报点评: 问题与亮点并存》——2010-3-18  
 《山东黄金 09 年三季报点评: 管理费用高企现象再次出现》——2009-10-30

分析师: 彭波

SAC 执业证书编号 S0980209080404

电话: 0755-82133909

E-mail: pengbo@guosen.com.cn

联系人: 谢鸿鹤

电话: 0755-82130646

E-mail: xiehh@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

## 继续受益于黄金价格的上涨

**● 第二季度净利润环比增长 13.32%，基本符合预期**

公司 2010 年中期实现销售收入 174.71 亿元, 同比增长 40.14%; 实现利润总额 8.17 亿元, 同比增长 15.25%; 归属于母公司的净利润 5.71 亿元, 同比增长 15.14%; 实现每股收益 0.40 元/股, 同比增长 15%。第二季度实现利润总额 4.43 亿元, 环比增长 18.34%; 净利润 3.27 亿元, 环比增长 15.68%; 归属于母公司净利润 3.03 亿元, 环比增长 13.32%。实现每股收益 0.21 元, 基本符合预期。

**● 矿产金毛利率 55.49%，同比增长 0.57 个百分点**

上半年公司矿产金毛利率达到 55.49%，同比增长 0.57 个百分点。但黄金价格同比上涨了 58.9 元/克。从历史业绩来看, 公司 2008 年中的矿产金毛利率达到 63%，但当时的黄金价格为 207 元/克。所以, 虽然上半年公司矿产金毛利率有所增长, 但我们认为与黄金价格的上涨并未同步。目前看来, 公司金矿矿石品位的下降导致吨矿处理成本上升是影响公司矿产金毛利率下降的主要原因。公司矿产金生产成本就达到了近 117 元/克, 则克金完全成本更高。

**● 维持对公司“推荐”投资评级**

2010 年, 公司确定的生产经营目标是自产黄金产量 18.20 吨。我们以 2010、2011 年和 2012 年公司矿产金数量分别为 18.87 吨、20.842 吨、和 22.27 吨黄金售价分别为 250 元/克、260 元/克和 275 元/克的假设前提测算, 预测公司 2010 年和 2011 年的每股收益分别为: 1.00 元、1.19 元/股和 1.35 元/股。黄金价格每变动 10 元/克, 将分别影响公司 2010 年和 2011 年的业绩 0.07 元/股、0.08 元/股和 0.09 元/股。

矿产金毛利率仍有待提高以及管理费用偏高固然是公司目前所面临的问题。但在所有黄金类上市公司当中, 山东黄金的业绩对黄金价格的上涨最为敏感。基于对公司资源储备继续增长的可预期性、公司矿产金产量未来三年仍将持续提高的增长性, 以及我们从未动摇过的中长期看好黄金价格走势的态度, 我们维持对公司“推荐”的投资级别。

**盈利预测和财务指标**

	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入(百万元)	19,873.12	23,360	34,615.00	36,511.32	38,231.35
(+/-%)	75.22%	17.5%	48.18%	5.48%	4.71%
净利润(百万元)	636.99	746	1419.73	1691.80	1927.87
(+/-%)	72.51%	17.1%	90.36%	19.16%	13.95%
每股收益 (元)	1.79	0.52	1.00	1.19	1.35
EBIT Margin		5.0%	6.3%	7.1%	7.7%
净资产收益率 (ROE)	28.19%	25.9%	37.48%	34.73%	31.58%
市盈率 (PE)	23.17	79.7	41.86	35.13	30.83
EV/EBITDA		40.8	25.74	21.13	18.24
市净率 (PB)	6.53	20.64	15.69	12.20	9.73

## 第二季度净利润环比增长 13.32%，基本符合预期

公司 2010 年中期实现销售收入 174.71 亿元，同比增长 40.14%；实现利润总额 8.17 亿元，同比增长 15.25%；归属于母公司的净利润 5.71 亿元，同比增长 15.14%；实现每股收益 0.40 元/股，同比增长 15%。

环比来看，第二季度公司实现销售收入 115 亿元，环比增长 92.88%；这一定程度上是受黄金价格环比上升的因素影响（第二季度国内黄金现货均价较第一季度上涨了 16.70 元/克），同时黄金销量同比应该是上升的。但公司第二季度的毛利率却比第一季度下降了 4.53 个百分点，实现销售利润 7.14 亿元，环比仅增长 11.59%。可见，公司第二季度外购非标准合质金的产量和销量大幅度提高。外购非标准合质金精炼毛利率全年仅为 0.31%，而矿产金毛利率上半年高达近 55.49%，显然，如果前者的销量增加，即便收入大幅度增加，而销售利润上升幅度较小也不足为奇。

公司管理费用高企问题最近两年一直存在。从 2010 年前两季度的情况来看，虽然仍居高不下，但好在没有呈现大幅度增长的态势。

第二季度实现利润总额 4.43 亿元，环比增长 18.34%；净利润 3.27 亿元，环比增长 15.68%；归属于母公司净利润 3.03 亿元，环比增长 13.32%。实现每股收益 0.21 元，基本符合预期。

表 1 公司单季利润表数据比较

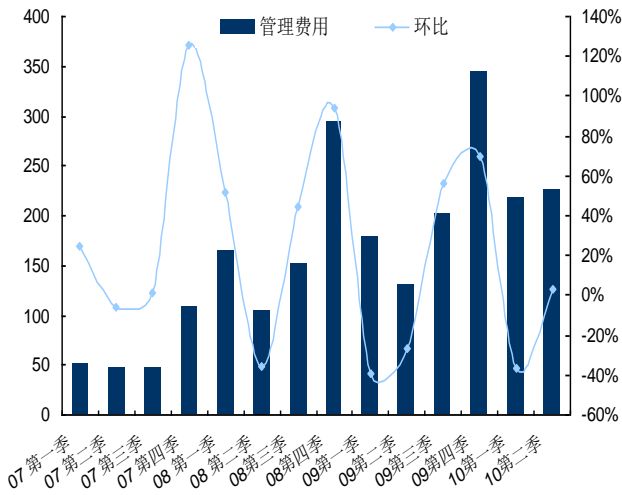
单位：元

	2009 第二季度	2010 第一季度	2010 年第二季度	环比	同比
国内现货黄金均价（元/克）	203.10	245.30	262.00	6.81%	29.00%
营业收入	4,534,982,525.81	5,965,289,818.27	11,506,029,220.94	92.88%	153.72%
营业成本	3,934,390,102.02	5,324,663,778.62	10,791,130,709.44	102.66%	174.28%
销售利润	600,592,423.79	640,626,039.65	714,898,511.50	11.59%	19.03%
综合毛利率	13.24%	10.74%	6.21%	下降 4.53 点	下降 7.03 点
销售费用	5,040,675.47	4,755,040.85	7,990,718.65	68.05%	58.52%
管理费用	129,621,152.14	217,513,313.21	225,055,119.35	3.47%	73.63%
财务费用	2,863,101.38	24,802,230.07	29,935,231.77	20.70%	945.55%
资产减值损失	2,863,101.38	11,820,185.10	6,764,818.58	-42.77%	136.28%
投资净收益	17,435,571.00	-4,138,899.07	92,555.00	102.24%	-99.47%
营业利润	462,883,285.18	377,206,142.70	444,641,504.68	17.88%	-3.94%
利润总额	463,898,608.57	374,305,987.94	442,960,472.23	18.34%	-4.51%
净利润	344,863,093.12	283,330,832.47	327,757,501.43	15.68%	-4.96%
归属于母公司所有者的净利润	329,915,175.46	268,059,898.12	303,763,931.69	13.32%	-7.93%

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所

图 1: 公司历年的管理费用情况

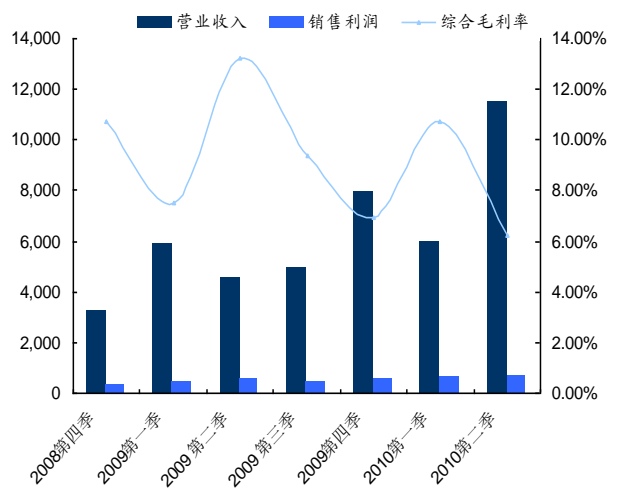
单位: 百万元



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: 单季销售收入、销售利润及综合毛利

单位: 百万元



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

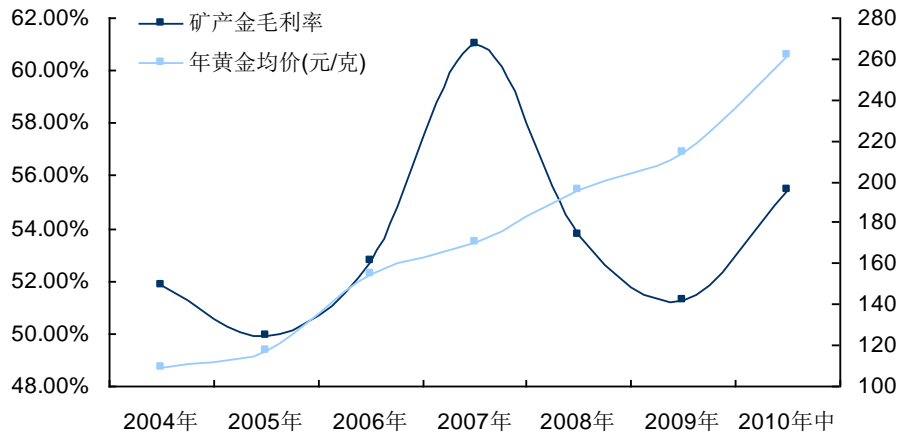
## 矿产金毛利率 55.49%，同比增长 0.57 个百分点

2010 年, 公司确定的生产经营目标是自产金产量 18.20 吨。公司第二季度矿产金销售额为 22.72 亿元, 我们以 2010 年上半年黄金均价 262 元/克计算, 公司矿产金销量约为 8.67 吨。结合存货来看, 上半年存货余额 3.34 亿元, 较一季度末增加了 6600 万元, 由此推断公司有一定的矿产金存量。那么我们可以认为公司上半年基本完成了全年矿产金经营目标的一半, 符合预期。

上半年矿产金毛利率达到 55.49%, 同比增长 0.57 个百分点。但黄金价格同比上涨了 58.9 元/克。从历史业绩来看, 公司 2008 年中的矿产金毛利率达到 63%, 但当时的黄金价格为 207 元/克。所以, 虽然上半年公司矿产金毛利率有所增长, 但我们认为与黄金价格的上涨并未同步。目前看来, 公司金矿矿石品位的下降导致吨矿处理成本上升是影响公司矿产金毛利率下降的主要原因。公司矿产金生产成本就达到了近 117 元/克, 则克金完全成本更高。

总的来看, 我们仍然认为, 公司并入玲珑金矿、三山岛金矿、沂南金矿、鑫汇金矿和金仓矿业, 使得公司矿产金产量大比例提高, 但公司必须加大资源整合力度, 采取有力措施降低成本, 公司未来的盈利能力和核心竞争力才能得到进一步的提升。

图 3: 公司历年矿产金毛利率及年黄金均价对比



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

## 维持对公司“推荐”投资评级

2010年, 公司确定的生产经营目标是自产黄金产量 18.20 吨。我们以 2010、2011 年和 2012 年公司矿产金数量分别为 18.87 吨、20.842 吨、和 22.27 吨黄金售价分别为 250 元/克、260 元/克和 275 元/克的假设前提测算, 预测公司 2010 年和 2011 年的每股收益分别为: 1.00 元、1.19 元/股和 1.35 元/股。黄金价格每变动 10 元/克, 将分别影响公司 2010 年和 2011 年的业绩 0.07 元/股、0.08 元/股和 0.09 元/股。

矿产金毛利率仍有待提高以及管理费用偏高固然是公司目前所面临的问题。但在所有黄金类上市公司当中, 山东黄金的业绩对黄金价格的上涨最为敏感。基于对公司资源储备继续增长的可预期性、公司矿产金产量未来三年仍将持续提高的增长性, 以及我们从未动摇过的中长期看好黄金价格走势的态度, 我们维持对公司“推荐”的投资级别。

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009	2010E	2011E		2008	2009	2010E	2011E
现金及现金等价物	401	650	590	420	营业收入	23360	34615	36511	38231
应收款项	140	208	219	229	营业成本	21299	31476	32906	34252
存货净额	394	599	624	648	营业税金及附加	2	3	3	3
其他流动资产	456	346	365	382	销售费用	28	41	43	45
流动资产合计	1392	1803	1798	1679	管理费用	854	903	951	982
固定资产	3542	5095	6489	7761	财务费用	81	129	144	137
无形资产及其他	1108	1071	1035	998	投资收益	20	20	20	20
投资性房地产	209	209	209	209	资产减值及公允价值变动	(29)	5	5	5
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	0	(0)	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6263</b>	<b>8190</b>	<b>9542</b>	<b>10658</b>	营业利润	1087	2088	2490	2838
短期借款及交易性金融负债	1790	2326	2370	2013	营业外净收支	7	7	7	7
应付款项	334	497	517	537	<b>利润总额</b>	<b>1094</b>	<b>2095</b>	<b>2497</b>	<b>2845</b>
其他流动负债	483	643	670	695	所得税费用	280	545	649	740
流动负债合计	2607	3466	3557	3245	少数股东损益	68	131	156	177
长期借款及应付债券	300	300	300	300	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>746</b>	<b>1420</b>	<b>1692</b>	<b>1928</b>
其他长期负债	167	231	296	360					
长期负债合计	467	531	596	660	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3074	3997	4153	3905	净利润	746	1420	1692	1928
少数股东权益	309	404	519	649	资产减值准备	(34)	(34)	0	0
股东权益	2880	3788	4871	6105	折旧摊销	354	271	400	522
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6263</b>	<b>8190</b>	<b>9542</b>	<b>10658</b>	公允价值变动损失	29	(5)	(5)	(5)
					财务费用	81	129	144	137
关键财务与估值指标					营运资本变动	(227)	194	57	58
每股收益	0.52	1.00	1.19	1.35	其它	84	129	114	130
每股红利	0.14	0.36	0.43	0.49	<b>经营活动现金流</b>	<b>952</b>	<b>1976</b>	<b>2258</b>	<b>2633</b>
每股净资产	2.02	2.66	3.42	4.29	资本开支	(958)	(1752)	(1752)	(1752)
ROIC	21%	27%	26%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	26%	37%	35%	32%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(958)</b>	<b>(1752)</b>	<b>(1752)</b>	<b>(1752)</b>
毛利率	9%	9%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	7%	8%	负债净变化	300	0	0	0
EBITDA Margin	7%	7%	8%	9%	支付股利、利息	(199)	(511)	(609)	(694)
收入增长	18%	48%	5%	5%	<b>其它融资现金流</b>	<b>(83)</b>	<b>536</b>	<b>44</b>	<b>(357)</b>
净利润增长率	17%	90%	19%	14%	融资活动现金流	120	25	(565)	(1051)
资产负债率	54%	54%	49%	43%	现金净变动	114	249	(60)	(170)
息率	0.3%	0.9%	1.0%	1.2%	货币资金的期初余额	287	401	650	590
P/E	79.7	41.9	35.1	30.8	货币资金的期末余额	401	650	590	420
P/B	20.6	15.7	12.2	9.7	企业自由现金流	346	336	635	1011
EV/EBITDA	40.8	25.7	21.1	18.2	权益自由现金流	564	776	572	553

资料来源: 公司资料和国信证券预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>交通运输</b>	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
<b>银行</b>		<b>房地产</b>		<b>机械</b>	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁</b>		<b>商业贸易</b>	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
<b>基础化工</b>		<b>医药</b>		<b>石油与石化</b>	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>		<b>建材</b>	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
<b>煤炭</b>		<b>建筑</b>		<b>固定收益</b>	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
<b>指数与产品设计</b>		<b>投资基金</b>		<b>量化投资</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
<b>交易策略</b>					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				



**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>万成水</b> 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>焦戩</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>李锐</b> 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>徐文琪</b> 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		<b>黎敏</b> 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		<b>徐冉</b> 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 13590436977 yanxy@guosen.com.cn