









华泰联合证券 HUATAI UNITED SECURITIES



有色金属/黄金

公司研究 /更新报告

山东黄金 (600547)

增持/ 维持评级

股价: RMB62.48

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083 +755-82492171 yetao@lhzq.com

分析师

张勇

SAC 执业证书编号:S1000210090007 +755-82080071 zhangyong@lhzq.com

相关研究

《内外兼修》(2010/06/21) 《货币阴影下的资源价值重估》(2010/10/25)

基础数据

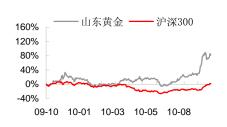
总股本 (百万股)	1423.07
流通 A 股(百万股)	691.92
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流涌 A 股市值(百万元)	43231 16

平稳经营, 尽享行业景气

—山东黄金三季报点评

- 公司于 10 月 26 日发布三季报,2010 年 1-9 月实现营业收入 242.78 亿元,同比增长 57.42%,营业利润 13.44 亿元,同比增长 45.77%,归属于公司股东的净利润 9.33 亿元,同比增长 49.04%,实现 EPS 0.6558 元/股。
- 公司收入和利润同比大幅上升,主要原因有:一、今年以来,黄金价格较去年同期大幅上涨,同比涨幅超过20%;二、公司黄金产销量增加。
- 目前,公司生产均按照年初计划实现,黄金、铜、硫酸等主要产品产量均保持稳定增长。由于公司黄金产地集中,生产成本较低,在金价持续上涨的过程中,盈利颇为丰厚。此外,公司的大股东山东黄金集团旗下尚有200吨的黄金储量,市场对这些资产注入上市公司的预期较高,也提升了公司的估值水平。
- 近期,美元汇率大幅下跌,货币因素使黄金的保值功能凸显,推升短期金价。短期来看,主导金价的因素是以美元汇率为代表的货币因素以及未来通货膨胀的预期。中期来看,通胀预期挥之不去,加上灾害性天气推动农产品价格持续上涨,未来通胀预期可望维持甚至加强,而通胀预期对金价的支持体现出一定的持续性。因此我们对于黄金的上涨前景仍然保持乐观,黄金价格的强势格局仍将继续。
- 在目前全球流动性宽裕的情况下,金属类的股票估值得以提升。在价格上 涨推动企业盈利的改善,而流动性充裕促进股票估值的提升,双轮驱动下 的乘数效应,有望驱动可观涨幅。我们认为,黄金一向被视为较理想的抵 御通胀的选择,本轮黄金价格上涨带来的投资性机会不容忽视。
- **维持"增持" 评级**。在 2010-2012 年金价 258、285、295 元/吨的前提假设下,提高公司 2010-2012 年 EPS 为 0.92、1.26、1.48 元/股,当前股价对应 PE 为: 69.6、50.9、43.2 倍。考虑到金价趋势性上涨行情未来仍将延续,宽松的流动性推动公司估值提升,维持公司"增持"评级。
- 风险提示:全球经济进入新一轮增长周期,黄金避险功能减弱。

最近52周与沪深300对比股份走势图



资料来源:华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	23360.1	17471.3	27946.6	32005.5	34005.4
(+/-%)	17.5	67.1	19.6	14.5	6.2
归属母公司净利润(百万元)	745.8	571.8	1307.4	1787.4	2108.4
(+/-%)	17.1	17.8	75.3	36.7	18.0
EPS(元)	0.52	0.40	0.92	1.26	1.48
P/E(倍)	119.2	155.5	69.6	50.9	43.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

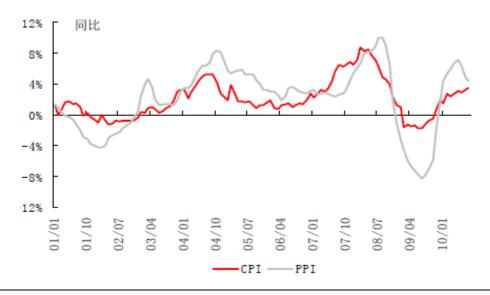


图 1 黄金价格走势



数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

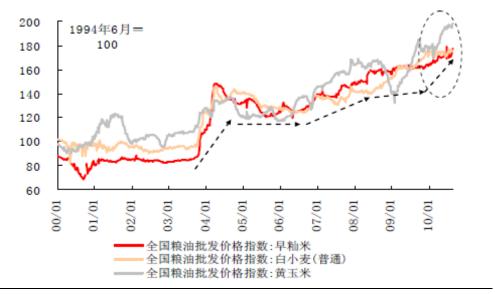
图 2 国内通胀压力依然较大



数据来源: wind, 华泰联合证券研究所



图 3 今年以来,农产品价格持续上涨



数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

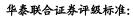


盈利预测									
资产负债表				单位: 百万元	利润表				单位: 百万元
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1392	1332	3336	5508	营业收入	23360	27947	32006	34005
现金	401	100	2041	4018	营业成本	21299	25188	28416	29914
应收账款	15	47	54	45	营业税金及附加	2	3	3	3
其他应收款	120	286	260	344	营业费用	28	38	41	44
预付账款	456	536	531	612	管理费用	854	911	1120	1181
存货	394	354	438	479	财务费用	81	73	43	44
其他流动资产	5	9	12	10	资产减值损失	34	0	0	0
非流动资产	4871	4716	4754	4861	公允价值变动收益	4	0	0	0
长期投资	11	12	11	11	投资净收益	20	34	34	29
固定资产	2476	2637	2505	2226	营业利润	1087	1767	2415	2849
无形资产	1108	1417	1833	2344	营业外收入	41	0	0	0
其他非流动资产	1276	651	405	280	营业外支出	34	0	0	0
资产总计	6263	6048	8090	10369	利润总额	1094	1767	2415	2849
流动负债	2607	1093	1212	1195	所得税	280	459	628	741
短期借款	1790	416	380	350	净利润	814	1307	1787	2108
应付账款	331	331	436	439	少数股东损益	68	0	0	0
其他流动负债	486	346	396	406	归属母公司净利润	746	1307	1787	2108
非流动负债	467	529	664	852	EBITDA	1523	2201	2871	3331
长期借款	300	399	531	708	EPS (元)	1.05	0.92	1.26	1.48
其他非流动负债	167	130	133	144	•				
负债合计	3074	1622	1877	2047	主要财务比率				
少数股东权益	309	309	309	309	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	712	1423	1423	1423	成长能力				
资本公积	464	108	108	108	营业收入	17.5%	19.6%	14.5%	6.2%
留存收益	1706	2586	4374	6482	营业利润	20.6%	62.5%	36.7%	18.0%
归属母公司股东权益	2880	4117	5905	8013	归属于母公司净利润	17.1%	75.3%	36.7%	18.0%
负债和股东权益	6263	6048	8090	10369	获利能力				
2/2//					毛利率 (%)	8.8%	9.9%	11.2%	12.0%
现金流量表				单位: 百万元	净利率 (%)	3.2%	4.7%	5.6%	6.2%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE(%)	25.9%	31.8%	30.3%	26.3%
经营活动现金流	1162	1308	2295	2393	ROIC(%)	17.7%	26.6%	35.9%	40.0%
净利润	814	1307	1787	2108	偿债能力	/0	_0.070	00.070	101070
折旧摊销	355	361	412	438	资产负债率(%)	49.1%	26.8%	23.2%	19.7%
财务费用	81	73	43	44	净负债比率(%)	67.98%	50.22%	48.54%	51.69%
投资损失	-20	-34	-34	-29	流动比率	0.53	1.22	2.75	4.61
营运资金变动	-124	-265	-9	-96	速动比率	0.38	0.89	2.39	4.21
其他经营现金流	56	-135	95	-72	营运能力	0.00	0.00		
投资活动现金流	-1966	-182	-412	-519	总资产周转率	4.47	4.54	4.53	3.68
资本支出	1752	-0	0	-0	应收账款周转率	578	772	555	591
长期投资	8	-1	-4	2	应付账款周转率	65.99	76.10	74.07	68.37
其他投资现金流	-207	-183	-415	-517	毎股指标(元)	00.00	70.70	7 1101	00.07
筹资活动现金流	918	-1427	58	103	每股收益(最新摊薄)	0.52	0.92	1.26	1.48
短期借款	812	-1374	-36	-30	每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.92	1.61	1.68
长期借款	300	99	132	177	每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.89	4.15	5.63
普通股增加	356	712	0	0	估值比率	2.02	2.03	7.10	0.00
音	-375	-356	0	0	P/E	122.02	69.61	50.91	43.16
其他筹资现金流	-375 -175	-507	-38	-44	P/B	31.60	22.10	15.41	11.36
现金净增加额	114	-307	1941	1977	EV/EBITDA	61	42	32	28
心亚寸盾加侧	114	-3U I	1341	19//	LV/LDHDA	01	42	ა∠	20

数据来源: 华泰联合证券研究所.







时间段 报告发布之日起6个月内 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上

增 持 股价超越基准 10%-20%

中 性 股价相对基准波动在±10% 之间

减 持 股价弱于基准 10%-20% 卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准

中 性 行业股票指数基本与基准持平 減 持 行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称"华泰联合证券")客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932 传 真: 86 755 8249 2062 电子邮件: Izrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028 传 真: 86 21 6849 8501 电子邮件: lzrd@lhzq.com